

今世缘（603369.SH）

国缘开系提价，彰显品牌信心

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	张向伟	021-60933131	zhangxiangwei@guosen.com.cn	执证编码：S0980523090001
证券分析师：	李文华	021-60375461	liwenhua2@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070002
联系人：	张未艾	021-61761031	zhangweiai@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：依据 2024 年度市场营销策略规划，公司对 500ml42 度国缘开系订单及价格体系做出调整：1) 2 月 29 日起停止接收四代开系产品销售订单；2) 3 月 1 日起五代国缘四开、对开、单开在四代基础上分别上调出厂价 20 元/瓶、10 元/瓶、8 元/瓶；3) 其中四开严格执行配额机制，计划内执行当期出厂价，计划外在当期出厂价上上调 10 元/瓶。

国信食品饮料观点：1) 公司春节动销高质量收尾，整体实现同比双位数增长，批价及渠道库存良性，提价扩大春节优势；2) 提价进一步梳理产品价格体系，彰显公司管控价盘的决心，产品价盘有望提振，渠道利润有望逐步改善；3) 公司全年经营规划稳步推进，后百亿发展路径清晰。我们维持此前盈利预测不变，预计公司 2023-2025 年营业收入 100.5/122.6/148.4 亿元，同比增长 27.4%/22.0%/21.0%，归母净利润 31.4/37.9/45.5 亿元，同比增长 25.6%/20.5%/20.1%，当前股价对应 P/E 分别为 20.2/16.8/14.0 倍，维持“买入”评级。

评论：

◆ 春节动销高质量收尾，提价扩大春节优势

当前春节动销基本结束，公司完成回款接近 40%，整体动销同比实现双位数增长，其中淡雅、单开等大众价位产品动销延续强势。目前公司整体库存在 2.5 个月以内，较去年同期水平更低，此次提价时间符合公司打款节奏和 2024 年度营销规划，借助旺季高质量动销势能进一步抢夺渠道和市场资源，一季度增长确定性较强，预计 24Q1 公司营业收入/归母净利润增长 20%/20%。

◆ 提价进一步梳理产品价格体系，彰显公司管控价盘的决心

根据今日酒价，节后国缘四开/对开批价为 400-410/260 元，环比表现稳定，此次提价有望进一步梳理四开、对开、单开产品价格体系，体现公司拉高国缘品牌势能的信心。其中形象单品四开配称配额制管理，强化市场秩序管控能力，产品价盘有望提振，逐步改善渠道利润和经销商信心。

◆ 全年经营规划稳步推进，后百亿发展路径清晰

开系产品价盘稳定下，一方面支撑国缘 V 系列提价预期，一方面品牌势能带动大众价位产品淡雅等高质量动销，有利于国缘品牌整体实现稳健、良性增长，全年经营节奏稳步推进，提升公司增长质量。中长期看，公司以产品为抓手，精耕省内区域布局，辐射省外重点城市，后百亿时代发展路径清晰。

◆ 投资建议：春节动销顺利实现“开门红”，省内品牌势能延续，维持“买入”评级

维持此前盈利预测，预计 2023-2025 年营业收入 100.5/122.6/148.4 亿元，同比增长 27.4%/22.0%/21.0%，归母净利润 31.4/37.9/45.5 亿元，同比增长 25.6%/20.5%/20.1%，当前股价对应 P/E 分别为 20.2/16.8/14.0 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

白酒行业需求复苏不及预期；江苏省内竞争加剧；高端布局及省外扩张不及预期。

表1：今世缘可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
600519.SH	贵州茅台	买入	1,682	21,124	735.0	873.6	28.7	24.2
000858.SZ	五粮液	买入	140	5,416	298.8	334.8	18.1	16.2
000568.SZ	泸州老窖	买入	169	2,492	132.4	157.5	18.8	15.8
600809.SH	山西汾酒	买入	227	2,767	105.4	131.2	26.3	21.1
002304.SZ	洋河股份	买入	99	1,497	107.6	113.0	13.9	13.3
000799.SZ	酒鬼酒	买入	59	193	6.0	6.8	32.3	28.3
600702.SH	舍得酒业	买入	79	263	16.7	18.4	15.7	14.3
000596.SZ	古井贡酒	买入	217	1,145	44.3	57.8	25.9	19.8
603589.SH	口子窖	买入	42	250	18.9	21.5	13.3	11.7
603198.SH	迎驾贡酒	买入	62	494	22.4	27.9	22.1	17.7
603369.SH	今世缘	买入	51	636	31.4	37.9	20.2	16.8

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

相关研究报告：

- 《今世缘（603369.SH）-百亿收入收官，奔赴新征程》——2024-01-02
- 《今世缘（603369.SH）-三季度产品结构升级，提前锁定百亿收入目标》——2023-10-31
- 《今世缘（603369.SH）-积极备战中秋旺季，全年业绩达成可期》——2023-09-17
- 《今世缘（603369.SH）-二季度收入增长31%，经营势能延续向上》——2023-08-30
- 《今世缘（603369.SH）-中报业绩稳健，V系攻坚稳步推进》——2022-08-31

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3958	5381	7677	11072	15273	营业收入	6408	7888	10051	12258	14836
应收款项	57	76	91	112	138	营业成本	1626	1845	2276	2637	3035
存货净额	3194	3910	4561	5491	6545	营业税金及附加	1105	1277	1628	1998	2418
其他流动资产	41	39	50	61	74	销售费用	968	1390	1834	2341	2938
流动资产合计	9933	11662	14635	18993	24286	管理费用	268	333	416	529	681
固定资产	2020	2980	2951	2933	2906	研发费用	30	38	38	39	40
无形资产及其他	170	343	329	315	302	财务费用	(65)	(100)	(102)	(104)	(106)
投资性房地产	2286	3170	3170	3170	3170	投资收益	121	122	122	122	122
长期股权投资	24	29	29	29	29	资产减值及公允价值变动	98	84	84	84	84
资产总计	14434	18184	21114	25440	30693	其他收入	(14)	(7)	(2)	(2)	(3)
短期借款及交易性金融负债	1	600	0	0	0	营业利润	2712	3341	4203	5061	6074
应付款项	570	1081	1006	1243	1583	营业外净收支	(13)	(14)	(13)	(13)	(13)
其他流动负债	4409	5259	6665	8104	9835	利润总额	2699	3328	4190	5047	6061
流动负债合计	4980	6941	7671	9347	11418	所得税费用	670	825	1047	1262	1515
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	157	178	178	178	178	归属于母公司净利润	2029	2503	3142	3786	4546
长期负债合计	157	178	178	178	178	现金流量表 (百万元)					
负债合计	5137	7119	7850	9526	11596	净利润	2029	2503	3142	3786	4546
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	9297	11065	13264	15914	19096	折旧摊销	116	138	188	250	267
负债和股东权益总计	14434	18184	21114	25440	30693	公允价值变动损失	(98)	(84)	(84)	(84)	(84)
关键财务与估值指标						财务费用	(65)	(100)	(102)	(104)	(106)
每股收益	1.62	2.00	2.50	3.02	3.62	营运资本变动	741	(235)	653	714	978
每股红利	0.45	0.59	0.75	0.91	1.09	其它	0	0	0	0	0
每股净资产	7.41	8.82	10.57	12.69	15.22	经营活动现金流	2788	2322	3899	4666	5707
ROIC	29.09%	29.34%	31%	36%	40%	资本开支	0	(1171)	(61)	(134)	(143)
ROE	21.83%	22.62%	24%	24%	24%	其它投资现金流	(333)	428	0	0	0
毛利率	75%	77%	77%	78%	80%	投资活动现金流	(338)	(748)	(61)	(134)	(143)
EBIT Margin	38%	38%	39%	39%	39%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	40%	40%	41%	40%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	25%	23%	27%	22%	21%	支付股利、利息	(566)	(736)	(943)	(1136)	(1364)
净利润增长率	29%	23%	26%	20%	20%	其它融资现金流	(763)	1321	(600)	0	0
资产负债率	36%	39%	37%	37%	38%	融资活动现金流	(1894)	(150)	(1543)	(1136)	(1364)
股息率	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%	2.1%	现金净变动	556	1424	2295	3396	4201
P/E	31.3	25.4	20.2	16.8	14.0	货币资金的期初余额	3402	3958	5381	7677	11072
P/B	6.8	5.7	4.8	4.0	3.3	货币资金的期末余额	3958	5381	7677	11072	15273
EV/EBITDA	27.1	22.4	17.6	14.7	12.5	企业自由现金流	0	999	3684	4376	5407
						权益自由现金流	0	2320	3172	4516	5604

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032