

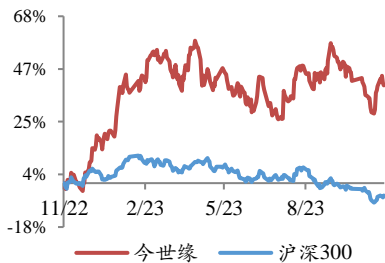
## 经营延续稳健势头，步伐坚定迈向百亿

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-06

收盘价(元)	57.89
近12个月最高/最低(元)	65.49/40.03
总股本(百万股)	1,255
流通股本(百万股)	1,255
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	726
流通市值(亿元)	726

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件描述

今世缘发布 2023 年三季报。公司 Q3/Q1-Q3 实现营业收入 23.9 亿元/83.6 亿元，同比+28.0%/+28.3%；归母净利润 5.9 亿元/26.4 亿元，同比+26.4%/+26.6%。业绩表现符合预期。

#### ● 大众价格带增势喜人，苏中市场表现最佳

分产品来看，公司单三季度出厂指导价 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品营收分别为 16.2 亿元/5.9 亿元/1.7 亿元，分别同比 +24.5%/+39.9%/+19.4%。增长趋势与前两个季度保持一致，大众价格带产品仍然增长最快，预计以淡雅、单开为主的核心单品渠道推力仍有优势；次高端价格带以上产品维持中枢附近增速，主要系 V 系列高增，叠加 2K/4K 量价平衡下的销量增长。分区域来看，单三季度公司仍在苏中地区表现最好（同增 38.7%），淮安、苏南、盐城、淮安地区保持均衡发展（同增 25%~28%），南京地区有所降速（同增 18.3%），省外市场低基数下维持高增（同增 40.4%）。整体来看，公司基本维持了上半年的区域发展结构，保持淮安/南京等优势市场份额稳定的同时，积极开拓其他区域。

截至 9 月末，省内外经销商数量共计 479 家，省外经销商共计 609 家，较年初分别净增加 84 家/净减少 10 家。

#### ● 产品结构提升对冲销售费用增加，盈利能力基本稳定

盈利能力部分，公司 Q3/Q1-Q3 毛利率分别为 80.72%/76.26%，同比增加 1.11pct/1.74pct，主要是特 A 类及以上产品份额持续提升。费用方面，公司期间费用率保持增长势头，主要系回款任务下渠道销售费用投放较为积极。Q3/Q1-Q3 销售费用率分别为 24.46%/17.65%，同比增加 4.48pct/3.36pct。管理费用率基本保持去年同期稳定水平。综合来看，公司 Q3/Q1-Q3 归母净利率分别为 24.46%/31.51%，同比下降 0.32pct/0.43pct，虽然费用投放大幅提升，叠加产品结构同时改善，盈利能力仍旧保持在相对稳定水平。

其他方面，公司 Q3/Q1-Q3 经营活动净现金流分别为 11.8 亿元/19.8 亿元，同比-12.2%/-9.9%，其中销售收现分别为 31.2 亿元/88.8 亿元，同比增加 4.3%/21.4%。9 月末合同负债 13.1 亿元，环比上季度末增加 1.8 亿元，渠道保持积极稳健水平。

#### ● 投资建议

预测公司 2023 年-2025 年营业收入增速为 27.0%/24.1%/21.6%，归母净利润增速为 25.1%/25.1%/22.9%，对应 EPS 预测为 2.50/3.12/3.83 元，对应 11 月 5 日 PE 分别 23/19/15 倍。维持公司

“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 消费修复不及预期;
- (2) 省内竞争加剧;
- (3) 省外推广进展缓慢。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7888	10021	12434	15117
收入同比 (%)	23.1%	27.0%	24.1%	21.6%
归属母公司净利润	2503	3130	3915	4811
净利润同比 (%)	23.3%	25.1%	25.1%	22.9%
毛利率 (%)	76.6%	77.6%	77.9%	78.2%
ROE (%)	22.6%	23.6%	22.8%	21.9%
每股收益 (元)	2.01	2.50	3.12	3.83
P/E	25.36	23.20	18.55	15.10
P/B	5.77	5.47	4.22	3.30
EV/EBITDA	18.58	15.67	11.65	8.67

资料来源: wind, 华安证券研究所, 截至 11 月 5 日

**财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11662	14984	21053	27461	<b>营业收入</b>	7888	10021	12434	15117
现金	5381	7879	12791	18163	营业成本	1845	2241	2744	3301
应收账款	47	63	73	93	营业税金及附加	1277	1603	1990	2419
其他应收款	29	29	43	45	销售费用	1390	1724	2139	2570
预付账款	5	6	8	9	管理费用	323	410	509	619
存货	3910	4716	5848	6860	财务费用	-100	0	0	0
其他流动资产	2290	2290	2290	2290	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	6521	6374	6214	6044	公允价值变动收益	84	0	0	0
长期投资	29	29	29	29	投资净收益	122	155	193	234
固定资产	1219	1424	1546	1601	<b>营业利润</b>	3341	4178	5221	6413
无形资产	343	343	343	343	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	4931	4579	4297	4072	营业外支出	16	16	16	16
<b>资产总计</b>	18184	21358	27268	33505	<b>利润总额</b>	3328	4162	5205	6397
<b>流动负债</b>	6941	7895	9890	11316	所得税	825	1032	1290	1586
短期借款	600	600	600	600	<b>净利润</b>	2503	3130	3915	4811
应付账款	811	701	1151	1077	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	5529	6594	8139	9639	<b>归属母公司净利润</b>	2503	3130	3915	4811
<b>非流动负债</b>	178	178	178	178	EBITDA	3179	4170	5188	6348
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.01	2.50	3.12	3.83
其他非流动负债	178	178	178	178					
<b>负债合计</b>	7119	8073	10068	11494					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
股本	1255	1255	1255	1255	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	719	719	719	719	<b>成长能力</b>				
留存收益	9092	11312	15227	20038	营业收入	23.1%	27.0%	24.1%	21.6%
归属母公司股东权益	11065	13285	17200	22011	营业利润	23.2%	25.0%	25.0%	22.8%
<b>负债和股东权益</b>	18184	21358	27268	33505	归属于母公司净利	23.3%	25.1%	25.1%	22.9%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	76.6%	77.6%	77.9%	78.2%
					净利率 (%)	31.7%	31.2%	31.5%	31.8%
					ROE (%)	22.6%	23.6%	22.8%	21.9%
					ROIC (%)	19.6%	21.8%	21.2%	20.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	39.2%	37.8%	36.9%	34.3%
					净负债比率 (%)	64.3%	60.8%	58.5%	52.2%
					流动比率	1.68	1.90	2.13	2.43
					速动比率	1.11	1.30	1.53	1.82
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.48	0.51	0.51	0.50
					应收账款周转率	182.17	182.17	182.17	182.17
					应付账款周转率	2.96	2.96	2.96	2.96
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	2.01	2.50	3.12	3.83
					每股经营现金流 (摊)	2.22	2.61	3.77	4.11
					每股净资产	8.82	10.59	13.71	17.55
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25.36	23.20	18.55	15.10
					P/B	5.77	5.47	4.22	3.30
					EV/EBITDA	18.58	15.67	11.65	8.67

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。