

# 今世缘 (603369)

## 2023 年报及 2024 一季报点评: 势头正劲, 省内扩容路径清晰

买入 (维持)

2024 年 04 月 30 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

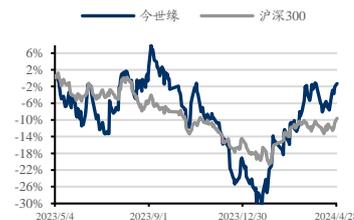
wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	7,888	10,100	12,410	15,093	17,722
同比 (%)	23.09	28.05	22.87	21.62	17.42
归母净利润 (百万元)	2,503	3,136	3,804	4,650	5,566
同比 (%)	23.34	25.30	21.31	22.23	19.71
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.00	2.50	3.03	3.71	4.44
P/E (现价&最新摊薄)	29.83	23.81	19.62	16.06	13.41

### 投资要点

- **事件:** 2023 年营业收入 100.98 亿元, 同比+28.07%, 略高于此前公布的年度经营数据; 归母净利润 31.36 亿元, 同比+25.30%。24Q1 实现营业收入 46.71 亿元, 同比+22.84%, 归母净利润 15.33 亿元, 同比+22.12%。
- **23 年完美收官, 开启后百亿新征程。**① 公司 23 年顺利收官, 营收突破百亿, 单 Q4 收入和归母净利润分别实现 17.4/5 亿元, 同比+27%/19%, 表现稳定。分产品看, 表现均符合预期, 受益于 V 系列渗透提升、四开势能扩大、向下带动淡雅覆盖面提升, TA+和 TA 类产品分别实现 65、29 亿元, 同比+25%、37%, 占比分别提升至 64.4%、28.4%。分区域看, 淮安和南京实现收入 19.9/23.6 亿元, 同比+26%/21%, 成熟市场保持快增, 苏中大区势能渐起, 实现收入 16 亿, 同比+39%, 增速亮眼。② 盈利端, 销售净利率综合稳定, 受益于产品结构升级, 销售毛利率 78.3%, 同比+1.75pct, 销售费用率 20.76%, 同比提升 3.1pct, 主系冲刺全年百亿销售额, 增加品宣及渠道费投力度所致。销售净利率 31.1%, 略降 0.68pct。
- **Q1 开门红顺利, 产品增长势能全面释放。**① 单 Q1 收入/利润增速符合此前市场预期, 公司实现优质开局。分产品, 春节受益于人流量带来的大众聚饮场景需求旺盛, 叠加宴席表现稳定, V3/淡雅快速增长, 四开/对开保持平均以上的增速, 公司今年回款发货进度亦快于往年, 动销良好, 渠道库存合理, TA+营收 30 亿, 同比+22%, 占比 63.6%, TA 类营收 14 亿, 同比+27%, 占比 30.1%, 提升近 1pct。分区域, 苏中大区延续保持同比超过 30%的增速、淮安/南京成熟市场保持快增 (收入同比增速分别为+22%/18%)。公司 Q1 经营性现金流净额 10 亿, 在税费持续支出增加的基础上, 保持良好的现金流。② 盈利端, 销售毛利率降 1pct 至 74.23%、销售费用率降 1.7pct 至 14.2%, 1 则系部分 B 端费用核算口径改变, 2 则公司春节整体现金投放费用同比亦有所下降, 净利率略降 0.2pct 至 32.8%, 保持高盈利能力。
- **盈利预测与投资评级:** 展望双百亿, 省内市占率稳步提升、省外点状市场耕耘思路清晰。我们略微调整 24-25 年收入 124.1/150.9 亿 (前值 124.3/150.9 亿), 归母净利润 38.0/46.5 亿 (前值 38.5/36.9 亿), 新增 26 年收入/归母净利润 177/55.7 亿元, 当前对应 24-26 年 PE 为 20/16/13X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 江苏经济大盘走弱; 竞争加剧和需求持续走弱、食安问题

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	59.51
一年最低/最高价	41.32/65.68
市净率(倍)	5.04
流通 A 股市值(百万元)	74,655.29
总市值(百万元)	74,655.29

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.81
资产负债率(%,LF)	33.82
总股本(百万股)	1,254.50
流通 A 股(百万股)	1,254.50

### 相关研究

《今世缘(603369): 国缘开系提价, 释放发展信心》

2024-02-29

《今世缘(603369): 百亿新起点, 乘势登高峰》

2024-02-20

## 今世缘三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>12,914</b>	<b>16,508</b>	<b>20,781</b>	<b>24,368</b>	<b>营业总收入</b>	<b>10,100</b>	<b>12,410</b>	<b>15,093</b>	<b>17,722</b>
货币资金及交易性金融资产	7,754	10,053	12,985	16,336	营业成本(含金融类)	2,187	2,817	3,390	3,855
经营性应收款项	69	119	145	169	税金及附加	1,497	1,986	2,430	2,871
存货	4,996	6,174	7,430	7,604	销售费用	2,097	2,383	2,868	3,296
合同资产	0	0	0	0	管理费用	428	434	528	620
其他流动资产	95	162	221	259	研发费用	43	50	60	80
<b>非流动资产</b>	<b>8,717</b>	<b>9,472</b>	<b>10,024</b>	<b>10,775</b>	财务费用	(183)	(36)	(65)	(99)
长期股权投资	41	45	49	53	加:其他收益	19	24	23	18
固定资产及使用权资产	1,256	1,219	1,176	1,224	投资净收益	109	124	151	177
在建工程	3,711	4,011	4,311	4,611	公允价值变动	17	147	147	147
无形资产	409	480	551	622	减值损失	2	(2)	(2)	(2)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	5	3	3	3	<b>营业利润</b>	<b>4,179</b>	<b>5,069</b>	<b>6,200</b>	<b>7,439</b>
其他非流动资产	3,295	3,714	3,934	4,262	营业外净收支	(17)	(17)	(17)	(17)
<b>资产总计</b>	<b>21,631</b>	<b>25,980</b>	<b>30,806</b>	<b>35,143</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,162</b>	<b>5,052</b>	<b>6,183</b>	<b>7,422</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,142</b>	<b>9,408</b>	<b>10,413</b>	<b>10,114</b>	减:所得税	1,026	1,248	1,533	1,855
短期借款及一年内到期的非流动负债	900	900	900	900	<b>净利润</b>	<b>3,136</b>	<b>3,804</b>	<b>4,650</b>	<b>5,566</b>
经营性应付款项	1,170	1,659	1,997	1,426	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2,400	2,535	2,712	2,698	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,136</b>	<b>3,804</b>	<b>4,650</b>	<b>5,566</b>
其他流动负债	3,672	4,313	4,804	5,090	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.50	3.03	3.71	4.44
非流动负债	201	201	201	201	EBIT	3,869	4,741	5,817	7,000
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,019	4,887	5,968	7,161
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.35	77.30	77.54	78.25
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	31.05	30.66	30.81	31.41
其他非流动负债	201	201	201	201	收入增长率(%)	28.05	22.87	21.62	17.42
<b>负债合计</b>	<b>8,344</b>	<b>9,609</b>	<b>10,615</b>	<b>10,315</b>	归母净利润增长率(%)	25.30	21.31	22.23	19.71
归属母公司股东权益	13,287	16,371	20,191	24,827					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13,287</b>	<b>16,371</b>	<b>20,191</b>	<b>24,827</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,631</b>	<b>25,980</b>	<b>30,806</b>	<b>35,143</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,800	3,711	4,230	4,931	每股净资产(元)	10.59	13.05	16.09	19.79
投资活动现金流	(1,198)	(594)	(670)	(982)	最新发行在外股份(百万股)	1,255	1,255	1,255	1,255
筹资活动现金流	(623)	(765)	(875)	(975)	ROIC(%)	22.55	22.70	22.80	22.43
现金净增加额	979	2,352	2,685	2,975	ROE-摊薄(%)	23.60	23.24	23.03	22.42
折旧和摊销	150	146	152	161	资产负债率(%)	38.57	36.99	34.46	29.35
资本开支	(2,194)	(497)	(497)	(597)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.81	19.62	16.06	13.41
营运资本变动	(266)	(32)	(338)	(536)	P/B(现价)	5.62	4.56	3.70	3.01

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>