

2024年08月18日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，市场战略持续推进

—今世缘（603369.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年8月16日，今世缘发布2024年半年度报告。

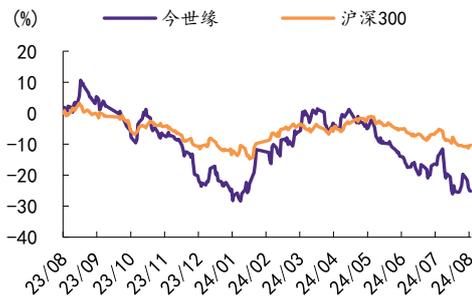
投资要点

基本数据

2024-08-16

当前股价（元）	42.99
总市值（亿元）	539
总股本（百万股）	1255
流通股本（百万股）	1255
52周价格范围（元）	42.12-65.05
日均成交额（百万元）	289.41

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《今世缘（603369）：上市十年焕新天，后百亿锐意进取》2024-07-08
- 《今世缘（603369）：一季度延续增势，国缘势能强劲》2024-04-30
- 《今世缘（603369）：提价提振信心，全年目标可期》2024-02-28

■ 业绩延续增势，市场战略布局稳步推进

公司2024H1营收73.05亿元（同增22%），主要系公司筑牢省内基本盘的同时落实省外周边化/板块化举措，归母净利润24.61亿元（同增20%），扣非归母净利润24.46亿元（同增19%）。2024Q2营收26.34亿元（同增22%），归母净利润9.29亿元（同增17%），扣非归母净利润9.21亿元（同增15%），业绩符合预期。盈利端，2024Q2公司毛利率同增0.2pct至73.02%，主要系高端酒销售占比提升所致，销售费用率同减1pct至12.23%，主要系公司针对渠道费用投放优化预算配置所致，管理费用率同增0.1pct至3.94%，净利率同减1pct至35.27%，销售回款24.96亿元（同增7%）。

■ 品类费投规划清晰，终端促销保持克制

2024H1公司特A+类/特A类/A类/B类/C、D类酒营收分别为46.54/22.16/2.58/0.82/0.44亿元，分别同比+22%/+26%/+14%/-2%/-8%，从具体产品来看，国缘四开处于升级换代的衔接期，总体产品结构升级仍在稳步推进，公司对于主流产品进行正常铺货销售，对于战术产品K3/K5推出针对性政策，同时培育引导V3/V6，不断提升品牌占有率。2024H1公司直销（含团购）/批发代理渠道营收分别为0.95/71.63亿元，分别同增31%/22%，公司针对主流消费场景进行自然覆盖的同时，针对宴席市场延续产品组合打法提升产品结构，在终端促销政策上保持克制，维持宴席场景占有率。截至2024H1末，公司经销商总数为1050家，较年初净减少11家，后续公司延续库存管理，维持价盘稳中有升。

■ 省内价格带精细化运作，省外市场差异化布局

2024H1公司省内/省外营收分别为66.58/5.99亿元，分别同增21%/36%。其中省内淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区营收分别为12.81/19.05/8.18/11.19/8.05/7.31亿元，分别同增21%/17%/22%/33%/23%/14%，省内市场竞争加剧，公司抓住分化趋势扩大主线价格带优势，精细化运作100-600元价格带，针对苏南大区进行结构拔高。总体来看，公司坚定

推进 10+N 计划，针对浙江/山东/安徽/河南/江西等市场追加品牌预算，并主动布局重点省份团队，推进省外规模提升，目前公司根据部分样板市场运作经验进行复制推广，加快省外战略布局。

■ 盈利预测

我们看好公司跨越百亿后，持续对产品和渠道进击。根据半年报，我们调整 2024-2026 年 EPS 分别为 3.00/3.61/4.31 元（前值为 3.07/3.79/4.57 元），当前股价对应 PE 分别为 14/12/10 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、四开增长不及预期、V 系列增长不及预期、省外扩张不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	10,100	12,357	15,008	17,821
增长率（%）	28.0%	22.3%	21.5%	18.7%
归母净利润（百万元）	3,136	3,769	4,527	5,410
增长率（%）	25.3%	20.2%	20.1%	19.5%
摊薄每股收益（元）	2.50	3.00	3.61	4.31
ROE（%）	23.6%	23.6%	23.4%	23.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	6,457	9,046	12,554	16,794
应收款	77	85	95	103
存货	4,996	5,520	6,054	6,343
其他流动资产	1,383	1,496	1,582	1,634
流动资产合计	12,914	16,146	20,284	24,873
非流动资产:				
金融类资产	1,297	1,397	1,477	1,527
固定资产	1,254	3,397	4,061	4,146
在建工程	3,711	1,484	594	237
无形资产	409	388	368	348
长期股权投资	41	41	41	41
其他非流动资产	3,302	3,302	3,302	3,302
非流动资产合计	8,717	8,613	8,366	8,076
资产总计	21,631	24,759	28,650	32,949
流动负债:				
短期借款	900	950	980	990
应付账款、票据	1,170	1,227	1,362	1,450
其他流动负债	3,672	3,672	3,672	3,672
流动负债合计	8,142	8,557	9,098	9,285
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	201	201	201	201
非流动负债合计	201	201	201	201
负债合计	8,344	8,758	9,299	9,487
所有者权益				
股本	1,255	1,255	1,255	1,255
股东权益	13,287	16,001	19,350	23,462
负债和所有者权益	21,631	24,759	28,650	32,949

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3136	3769	4527	5410
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	144	104	246	289
公允价值变动	17	15	13	10
营运资金变动	-497	-179	-39	-121
经营活动现金净流量	2800	3709	4747	5588
投资活动现金净流量	-1198	-16	146	221
筹资活动现金净流量	986	-1005	-1147	-1288
现金流量净额	2,588	2,687	3,746	4,520

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,100	12,357	15,008	17,821
营业成本	2,187	2,649	3,273	3,959
营业税金及附加	1,497	1,829	2,251	2,655
销售费用	2,097	2,595	3,182	3,742
管理费用	428	519	615	704
财务费用	-183	-215	-312	-431
研发费用	43	62	75	89
费用合计	2,385	2,960	3,560	4,105
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	17	15	13	10
投资收益	109	80	70	50
营业利润	4,179	5,019	6,010	7,163
加:营业外收入	4	5	4	3
减:营业外支出	21	25	18	10
利润总额	4,162	4,999	5,996	7,156
所得税费用	1,026	1,230	1,469	1,746
净利润	3,136	3,769	4,527	5,410
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	3,136	3,769	4,527	5,410

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	28.0%	22.3%	21.5%	18.7%
归母净利润增长率	25.3%	20.2%	20.1%	19.5%
盈利能力				
毛利率	78.3%	78.6%	78.2%	77.8%
四项费用/营收	23.6%	24.0%	23.7%	23.0%
净利率	31.0%	30.5%	30.2%	30.4%
ROE	23.6%	23.6%	23.4%	23.1%
偿债能力				
资产负债率	38.6%	35.4%	32.5%	28.8%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	130.9	146.0	158.7	173.8
存货周转率	0.4	0.8	0.9	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	2.50	3.00	3.61	4.31
P/E	17.2	14.3	11.9	10.0
P/S	5.3	4.4	3.6	3.0
P/B	4.1	3.4	2.8	2.3

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。