

今世缘 (603369.SH)

第二季度大众价位产品增速较快，利润率略有下降

优于大市

核心观点

2024年第二季度公司收入同比+21.5%，净利润同比+16.9%。2024上半年公司实现营业总收入73.0亿元，同比+22.3%；实现归母净利润24.6亿元，同比+20.1%。其中，2024年第二季度实现营业总收入26.3亿元，同比+21.5%；实现归母净利润9.3亿元，同比+16.9%。

第二季度收入增速稳健，大众价位产品表现较好。分产品看，2024Q2特A+/特A/A类产品收入同比+21.1%/+25.3%/+10.0%，其中100元价位需求韧性较好，预计国缘淡雅、单开增速领先；四开、对开增速环比收敛但仍保持双位数以上稳健增长。分区域看，2024Q2省内市场收入同比+20.0%/收入占比91.1%，其中苏中（同比+32.5%）、盐城（同比+21.3%）、苏南（同比+19.6%）增速较快，苏中市场份额进一步提升；淮安（同比+19.5%）、南京（同比+14.1%）、淮海（同比+11.0%），传统优势市场进一步巩固；省外市场同比+36.8%/收入占比8.9%，省外聚焦战略有所突破，长三角区域增速亮眼，报告期内公司省外经销商净增加20个，单个经销商体量同比+58.0%，省外高举高打费用投入下品牌逐步起势。

主营业务盈利能力稳健，净利率下降主要系理财产品收益波动。产品结构升级下，2024Q2毛利率同比+0.15pcts至73.0%。费用端看，2024Q2税金及附加率同比+0.24pcts，主因消费税税基提升及生产与销售错期导致；销售费用率同比-0.91pcts至12.2%，管理费用率同比+0.07pcts至3.9%，经营费用率控制在合理水平。2024Q2净利率下降1.41pcts主因本期理财产品收益扰动，公允价值变动收益减少0.35亿元（2024H1私募基金减值0.79亿元）。

淡季市场动销需求较弱，预收端有一定压力。2024Q2经营性现金流量净额2.45亿元，同比回正；销售收现25.0亿元，同比+7.1%。截至二季度末公司合同负债6.3亿元，同比减少3.5亿元，主因二季度系白酒传统淡季，市场动销压力较大，公司给予经销商一定资金政策为渠道纾压，预计伴随下半年中秋备货开启，现金流端有望改善。

盈利预测与投资建议：展望全年，收入122亿目标确定性较强。上半年，公司国缘开系产品换代升级，整体经营节奏持平略快于去年同期；展望下半年，国缘品牌势能进一步释放，核心场景和省内市场进一步获取份额，全年完成股权激励目标（2024年收入122亿元）确定性较强，略上调此前收入预测，我们预计2024-2025年公司收入123.04/150.06亿元，同比+21.8%/+22.0%（前值为21.2%/20.5%）。存量竞争背景下公司或给予货折以促进动销，整体费用率预计呈持平略增趋势，下调此前净利润预测，预计2024年归母净利润37.10/44.00亿元，同比+18.3%/+18.6%（前值为19.7%/21.1%），当前股价对应2024年14.5xPE，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	42.99元
总市值/流通市值	53931/53931百万元
52周最高价/最低价	65.68/41.32元
近3个月日均成交额	232.09百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《今世缘 (603369.SH) - 上市十年品牌势能向上，长期发展规划清晰》——2024-07-18
- 《今世缘 (603369.SH) - 一季度收入增长23%，国缘品牌势能延续》——2024-05-05
- 《今世缘 (603369.SH) - 国缘开系提价，彰显品牌信心》——2024-02-29
- 《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

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,888	10,100	12,304	15,006	17,579
(+/-%)	23.1%	28.0%	21.8%	22.0%	17.1%
净利润(百万元)	2503	3136	3710	4400	5071
(+/-%)	23.3%	25.3%	18.3%	18.6%	15.3%
每股收益(元)	2.00	2.50	2.96	3.51	4.04
EBIT Margin	38.2%	38.1%	37.7%	37.0%	36.6%
净资产收益率 (ROE)	22.6%	23.6%	23.4%	23.2%	22.5%
市盈率 (PE)	21.5	17.2	14.5	12.3	10.6
EV/EBITDA	19.4	15.6	12.9	10.9	9.7
市净率 (PB)	4.87	4.06	3.40	2.84	2.40

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2024 年第二季度公司收入同比+21.5%，净利润同比+16.9%。2024 上半年公司实现营业总收入 73.0 亿元，同比+22.3%；实现归母净利润 24.6 亿元，同比+20.1%。其中，2024 年第二季度实现营业总收入 26.3 亿元，同比+21.5%；实现归母净利润 9.3 亿元，同比+16.9%。

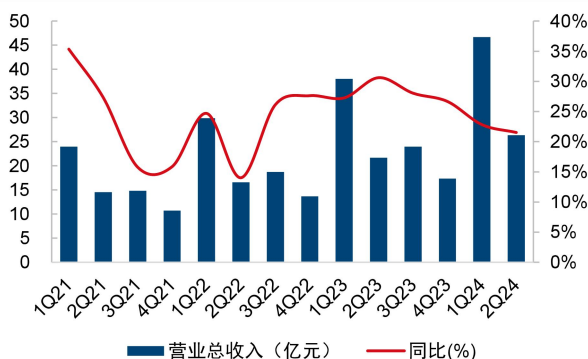
第二季度收入增速稳健，大众价位产品表现较好。分产品看，2024Q2 特 A+/特 A/A 类产品收入同比+21.1%/+25.3%/+10.0%，其中 100 元价位需求韧性较好，预计国缘淡雅、单开增速领先；四开、对开增速环比收敛但仍保持双位数以上稳健增长。分区域看，2024Q2 省内市场收入同比+20.0%/收入占比 91.1%，其中苏中（同比+32.5%）、盐城（同比+21.3%）、苏南（同比+19.6%）增速较快，苏中市场份额进一步提升；淮安（同比+19.5%）、南京（同比+14.1%）、淮海（同比+11.0%），传统优势市场进一步巩固；省外市场同比+36.8%/收入占比 8.9%，省外聚焦战略有所突破，长三角区域增速亮眼，报告期内公司省外经销商净增加 20 个，单个经销商体量同比+58.0%，省外高举高打费用投入下品牌逐步起势。

主营业务盈利能力稳健，净利率下降主要系理财产品收益波动。产品结构升级下，2024Q2 毛利率同比+0.15pcts 至 73.0%。费用端看，2024Q2 税金及附加率同比+0.24pcts，主因消费税税基提升及生产与销售错期导致；销售费用率同比-0.91pcts 至 12.2%，管理费用率同比+0.07pcts 至 3.9%，经营费用率控制在合理水平。2024Q2 净利率下降 1.41pcts 主因本期理财产品收益扰动，公允价值变动收益减少 0.35 亿元（2024H1 私募基金减值 0.79 亿元）。

淡季市场动销需求较弱，预收端有一定压力。2024Q2 经营性现金流量净额 2.45 亿元，同比回正；销售收现 25.0 亿元，同比+7.1%。截至二季度末公司合同负债 6.3 亿元，同比减少 3.5 亿元，主因二季度系白酒传统淡季，市场动销压力较大，公司给予经销商一定资金政策为渠道纾压，预计伴随下半年中秋备货开启，现金流端有望改善。

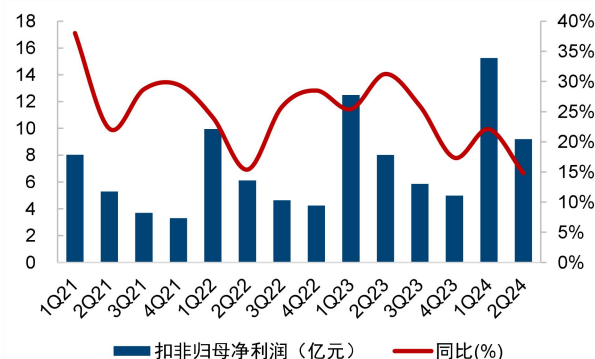
盈利预测与投资建议：展望全年，公司收入 122 亿目标确定性较强。上半年，公司国缘开系产品换代升级，整体经营节奏持平略快于去年同期；展望下半年，国缘品牌势能进一步释放，核心场景和省内市场进一步获取份额，全年完成股权激励目标（2024 年收入 122 亿元）确定性较强，略上调此前收入预测，我们预计 2024-2025 年公司收入 123.04/150.06 亿元，同比+21.8%/+22.0%（前值为 21.2%/20.5%）。存量竞争背景下公司或给予货折以促进动销，整体费用率预计呈持平略增趋势，下调此前净利润预测，预计 2024 年归母净利润 37.10/44.00 亿元，同比+18.3%/+18.6%（前值为 19.7%/21.1%），当前股价对应 2024 年 14.5xPE，维持“优于大市”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



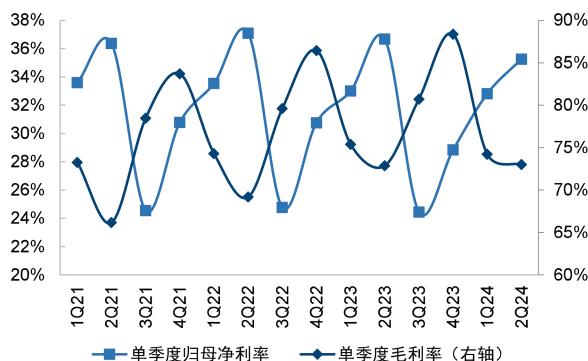
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



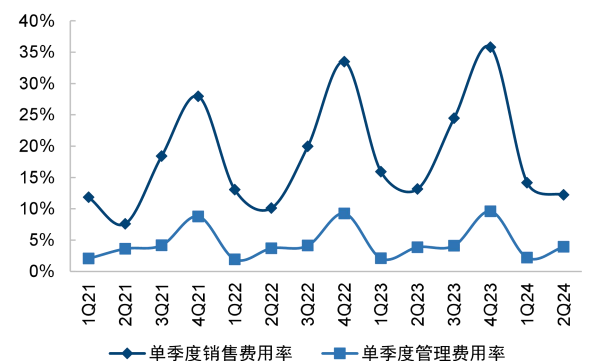
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 今世缘盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	10,100	12,240	14,751	12,304	15,006	0.5%	1.7%
收入同比增速%	28.0%	21.2%	20.5%	21.8%	22.0%	0.63pcts	1.44pcts
毛利率%	78.3%	78.1%	78.6%	78.0%	78.5%	-0.03pcts	-0.1pcts
销售费用率%	78.3%	20.8%	20.5%	21.0%	22.0%	0.2pcts	1.5pcts
管理费用率%	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%	4.2%	0.1pcts	0.2pcts
归母净利润 (百万元)	3,136	3,754	4,547	3,710	4,400	-1.2%	-3.2%
归母净利润同比增速%	25.3%	19.7%	21.1%	18.3%	18.6%	-1.4pcts	-2.52pcts
净利率%	31.0%	30.7%	30.8%	30.2%	29.3%	-0.52pcts	-1.5pcts
EPS (元)	2.50	2.99	3.62	2.96	3.51	-1.2%	-3.2%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 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 (亿元)		PE	
			2024/8/16	2024/8/16	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,431	17,979	869.9	995.5	20.7	18.1		
000858.SZ	五粮液	优于大市	125	4,852	339.1	379.6	14.3	12.8		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	125	1,844	161.5	194.4	11.4	9.5		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	184	2,242	131.5	160.8	17.1	13.9		
002304.SZ	洋河股份	优于大市	78	1,180	107.9	118.8	10.9	9.9		
000799.SZ	酒鬼酒	优于大市	39	128	4.9	5.8	26.0	22.0		

600702.SH	舍得酒业	优于大市	52	174	20.0	23.2	8.7	7.5
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	181	957	59.1	73.8	16.2	13.0
603589.SH	口子窖	优于大市	38	225	19.8	22.5	11.4	10.0
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	51	406	29.0	35.9	14.0	11.3
603369.SH	今世缘	优于大市	43	539	37.1	44.0	14.5	12.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除今世缘以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5381	6457	9079	13083	17292	营业收入	7888	10100	12304	15006	17579
应收款项	76	77	107	130	146	营业成本	1845	2187	2703	3229	3825
存货净额	3910	4996	5635	6862	8206	营业税金及附加	1277	1497	1833	2251	2637
其他流动资产	39	87	106	129	151	销售费用	1390	2097	2584	3301	3867
流动资产合计	11662	12914	16224	21500	27092	管理费用	333	441	521	647	755
固定资产	2980	4964	4812	4682	4533	研发费用	38	43	44	45	70
无形资产及其他	343	409	392	376	360	财务费用	(100)	(183)	(183)	(187)	(191)
投资性房地产	3170	3302	3302	3302	3302	投资收益	122	109	109	109	109
长期股权投资	29	41	41	41	41	资产减值及公允价值变动	84	17	17	17	17
资产总计	18184	21631	24772	29902	35328	其他收入	(7)	(9)	(8)	(9)	(34)
短期借款及交易性金融负债	600	900	0	0	0	营业利润	3341	4179	4964	5882	6778
应付款项	1081	1170	1302	1694	1948	营业外净收支	(14)	(17)	(17)	(15)	(16)
其他流动负债	5259	6072	7385	9042	10665	利润总额	3328	4162	4947	5867	6762
流动负债合计	6941	8142	8687	10736	12613	所得税费用	825	1026	1237	1467	1690
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	178	201	201	201	201	归属于母公司净利润	2503	3136	3710	4400	5071
长期负债合计	178	201	201	201	201	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	7119	8344	8888	10938	12814	净利润	2503	3136	3710	4400	5071
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	11065	13287	15884	18964	22514	折旧摊销	138	144	249	376	408
负债和股东权益总计	18184	21631	24772	29902	35328	公允价值变动损失	(84)	(17)	(17)	(17)	(17)
						财务费用	(100)	(183)	(183)	(187)	(191)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(235)	(342)	756	777	494
每股收益	2.00	2.50	2.96	3.51	4.04	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.59	0.74	0.89	1.05	1.21	经营活动现金流	2322	2921	4698	5537	5956
每股净资产	8.82	10.59	12.66	15.12	17.95	资本开支	0	(2133)	(63)	(213)	(226)
ROIC	29.34%	27.33%	27%	31%	34%	其它投资现金流	428	959	0	0	0
ROE	22.62%	23.60%	23%	23%	23%	投资活动现金流	423	(1186)	(63)	(213)	(226)
毛利率	77%	78%	78%	78%	78%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	38%	38%	38%	37%	37%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	40%	40%	39%	39%	支付股利、利息	(736)	(923)	(1113)	(1320)	(1521)
收入增长	23%	28%	22%	22%	17%	其它融资现金流	150	1187	(900)	0	0
净利润增长率	23%	25%	18%	19%	15%	融资活动现金流	(1322)	(659)	(2013)	(1320)	(1521)
资产负债率	39%	39%	36%	37%	36%	现金净变动	1424	1076	2622	4004	4209
股息率	1.4%	1.7%	2.1%	2.4%	2.8%	货币资金的期初余额	3958	5381	6457	9079	13083
P/E	21.5	17.2	14.5	12.3	10.6	货币资金的期末余额	5381	6457	9079	13083	17292
P/B	4.9	4.1	3.4	2.8	2.4	企业自由现金流	0	569	4418	5103	5507
EV/EBITDA	19.4	15.6	12.9	10.9	9.7	权益自由现金流	0	1756	3620	5269	5734

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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