

今世缘 (603369)

2024H1 业绩点评: 敦本务实, 奋楫者先

2024 年 08 月 18 日

买入 (维持)

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

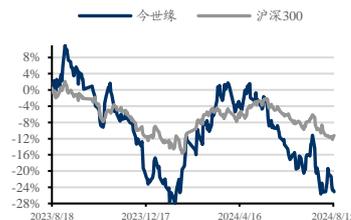
研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	7888	10100	12250	14508	17026
同比 (%)	23.09	28.05	21.28	18.44	17.36
归母净利润 (百万元)	2503	3136	3765	4508	5350
同比 (%)	23.34	25.30	20.05	19.75	18.67
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.00	2.50	3.00	3.59	4.26
P/E (现价&最新摊薄)	21.55	17.20	14.32	11.96	10.08

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司发布 24H1 财报, 24H1 总营收 73.05 亿元, 同比+22.35%; 归母净利润 24.61 亿元, 同比+20.08%。24Q2 总营收 26.34 亿元, 同比+21.52%; 归母净利润 9.29 亿元, 同比+16.86%。Q2 收入稳健兑现, 利润增速慢于收入系金融产品投资损益波动造成。
- **Q2 收入符合预期, 多价格带齐驱并进。** 24Q2 公司酒类收入实现 26.1 亿元, 同比+21.4%, 国缘品牌产品多路并进, 今世缘大众价位产品藏器待时。1) **分产品看,** 24Q2 特 A+ 产品收入达 16.8 亿元, 同比+21.1%, 估算增速排序对开>V 系>四开。其中, 自 3 月 1 日国缘开系全线提价, Q2 淡季公司对四开、V 系主动控速, 推动五代四开批价拉升至 410 元左右。24Q2 特 A 类产品收入 8.1 亿元, 同比+25.3%, 主系淡雅、柔雅持续开拓流通渠道, 保持快速增长。2) **分地区看,** 24Q2 省内收入 23.8 亿元。同比+20%, 其中成熟市场淮安、南京分别同增 19.5%、14.1%, 核心市场团购持续挖潜; 苏中、苏南、盐城分别同增 32.5%、19.6%、21.3%, 对当地需求增量亦实现较为强势的占领。24Q2 省外聚焦核心样板市场开拓, 低基数下收入同比+36.8%。
- **费控保持良好, 投资及公允价值变动拖累净利率表现。** 1) **利润端看,** 24Q2 净利率同比-1.4pct 至 35.3%, 剔除投资损益影响, 主业净利率实际同比提升约 0.7pct。①Q2 毛利率同比+0.15pct 至 73.0%, 预计与开系提价贡献有关。②Q2 销售费用率同比-0.91pct 至 12.2%, 年内公司促销及广告费用支出相对平稳; 管理费用率 (含研发费用) 同比微增 0.08pct, 主系薪酬及物料消耗支出增长。③Q2 投资收益及公允价值变动合计亏损 0.4 亿元, 同比减少 0.7 亿元, 对净利率拖累 2.1pct, 主系理财收益及私募基金浮盈波动。2) **收现端看,** Q2 季末公司合同负债 6.3 亿元, 同比/环比分别为-5.0/-3.5 亿元, 主系公司以良性动销为主, 提前回款要求适当放松。
- **后百亿之路奋勇争先, 省内省外全面提升。** 展望后百亿, 省内外增长空间仍足: 省内 400 元价位主力单品四开保持强势, 并且成功上下带动 V 系和雅系发展, 实现对省内多数增量需求的积极转化。省外聚焦“10+N”重点地市级板块, 年内加强攻城拔寨力度, 周边化、板块化举措有效落实, 并导入“大营销管控”体系。公司 2024 年经营目标为总营收约 122 亿元 (同比+21%), 净利润约 37 亿元 (同比+18%); 24H1 公司沿全年目标稳步兑现, 24H2 规划通过红包力度加大、销售捆绑、费用精准投放等举措巩固中秋国庆动销, 股权激励护航全年业绩兑现置信度高。
- **盈利预测与投资评级:** 公司省内市占率稳步提升、省外点状市场耕耘思路清晰, 全年业绩目标完成确定性强。我们略调整 2024-2026 年归母净利润为 37.7、45.1、53.5 亿元 (前值分别为 38.0/46.5/55.7) 亿元, 分别同比+20%、20%、19%, 当前对应 24-26 年 PE 为 14/12/10X, 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。

市场数据

收盘价(元)	42.99
一年最低/最高价	41.32/65.68
市净率(倍)	3.72
流通 A 股市值(百万元)	53,930.96
总市值(百万元)	53,930.96

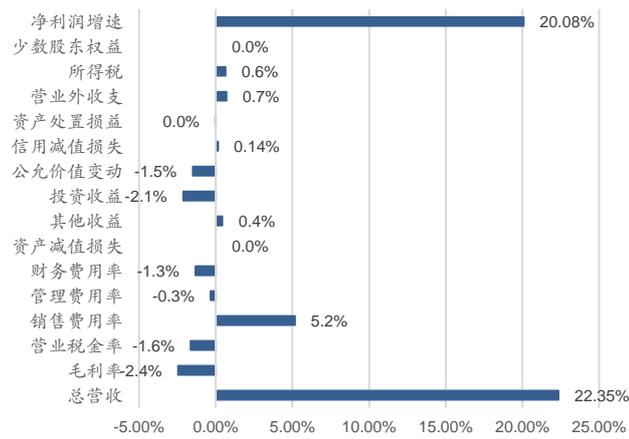
基础数据

每股净资产(元,LF)	11.56
资产负债率(% ,LF)	30.72
总股本(百万股)	1,254.50
流通 A 股(百万股)	1,254.50

相关研究

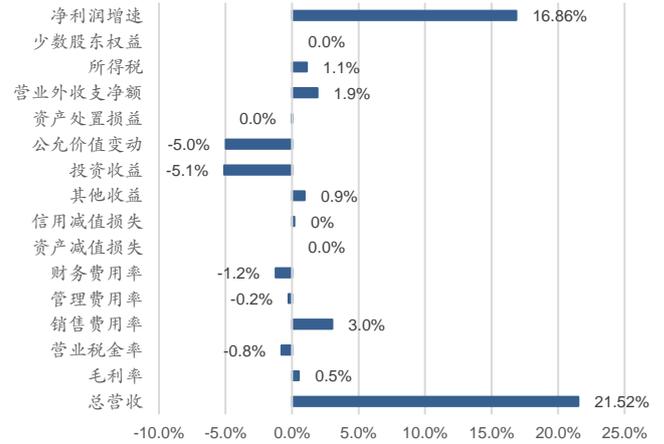
- 《今世缘(603369): 2023 年报及 2024 一季报点评: 势头正劲, 省内扩容路径清晰》
2024-04-30
- 《今世缘(603369): 国缘开系提价, 释放发展信心》
2024-02-29

图1: 今世缘 24H1 利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 今世缘 24Q2 利润增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

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
流动资产	12,914	15,923	19,820	23,299	营业总收入	10,100	12,250	14,508	17,026
货币资金及交易性金融资产	7,754	9,940	12,728	15,918	营业成本(含金融类)	2,187	2,602	3,072	3,529
经营性应收款项	69	118	139	163	税金及附加	1,497	1,825	2,336	2,758
存货	4,996	5,703	6,733	6,962	销售费用	2,097	2,421	2,728	3,167
合同资产	0	0	0	0	管理费用	428	514	580	681
其他流动资产	95	162	220	257	研发费用	43	49	58	77
非流动资产	8,717	9,472	10,024	10,775	财务费用	(183)	(159)	(198)	(251)
长期股权投资	41	45	49	53	加:其他收益	19	23	22	17
固定资产及使用权资产	1,256	1,219	1,176	1,224	投资净收益	109	37	58	68
在建工程	3,711	4,011	4,311	4,611	公允价值变动	17	(40)	0	0
无形资产	409	480	551	622	减值损失	2	0	0	0
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	营业利润	4,179	5,017	6,012	7,150
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)
资产总计	21,631	25,395	29,844	34,074	利润总额	4,162	5,000	5,995	7,133
流动负债	8,142	8,861	9,633	9,443	减:所得税	1,026	1,235	1,487	1,783
短期借款及一年内到期的非流动负债	900	900	900	900	净利润	3,136	3,765	4,508	5,350
经营性应付款项	1,170	1,533	1,810	1,305	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2,400	2,342	2,458	2,470	归属母公司净利润	3,136	3,765	4,508	5,350
其他流动负债	3,672	4,087	4,466	4,767	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.50	3.00	3.59	4.26
非流动负债	201	201	201	201	EBIT	3,869	4,838	5,735	6,814
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,019	4,984	5,886	6,975
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.35	78.76	78.83	79.27
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	31.05	30.73	31.08	31.42
其他非流动负债	201	201	201	201	收入增长率(%)	28.05	21.28	18.44	17.36
负债合计	8,344	9,063	9,834	9,644	归母净利润增长率(%)	25.30	20.05	19.75	18.67
归属母公司股东权益	13,287	16,332	20,010	24,430					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	13,287	16,332	20,010	24,430					
负债和股东权益	21,631	25,395	29,844	34,074					

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	3,842	4,296	4,996	每股净资产(元)	10.59	13.02	15.95	19.47
投资活动现金流	(1,198)	(681)	(763)	(1,091)	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)	(735)	(845)	(945)	ROIC(%)	22.55	23.19	22.61	22.11
现金净增加额	979	2,426	2,688	2,960	ROE-摊薄(%)	23.60	23.05	22.53	21.90
折旧和摊销	150	146	152	161	资产负债率(%)	38.57	35.69	32.95	28.30
资本开支	(2,194)	(497)	(497)	(597)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.20	14.32	11.96	10.08
营运资本变动	(266)	(104)	(338)	(479)	P/B (现价)	4.06	3.30	2.70	2.21

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>