

降费稳价调整节奏，维持渠道良性发展

2024 年 10 月 31 日

► **事件：**公司于 10 月 30 日发布 2024 年三季度报，24Q1-3 实现营收 99.4 亿元，同增 18.9%；实现归母净利润 30.9 亿元，同增 17.1%；扣非归母净利润 30.7 亿元，同比+16.6%。**单季度看**，公司 24Q3 实现营收 26.4 亿元，同增 10.1%；实现归母净利润 6.2 亿元，同增 6.6%；扣非归母净利润 6.3 亿元，同比+7.3%。

► **产品结构持续提升，苏中、省外市场延续扩张。**分产品看，2024Q1-3 特 A+ 类实现营收 64.7 亿元，同比+18.9%；特 A 类 28.6 亿元，同比+21.9%；A 类 3.7 亿元，同比+12.3%；B 类 1.2 亿元，同比-5.7%；C、D 类 0.6 亿元，同比-11.0%，特 A 类及以上产品增速领先。公司核心大单品国缘四开卡位主流消费价位带快速放量，对开、淡雅、典藏等大众消费产品增长势头良好，V 系通过渠道分利优势及核心意见领袖培育不断实现高价位布局突破。公司 10 月发布高端新品国缘 2049，提前布局千元价格带。**分地区看**，24Q1-3 公司淮安大区实现营收 19.4 亿元，同比+17.3%；南京大区 24.0 亿元，同比+14.7%；苏南大区 12.0 亿元，同比+17.3%；苏中大区 14.7 亿元，同比+27.5%；盐城大区 10.9 亿元，同比+18.7%；淮海大区 9.6 亿元，同比+12.1%，南京、淮安市场基本盘稳固，苏中市场增长势能强劲，苏南区域联接长三角一体化战略突破潜力逐步释放；省外实现营收 8.0 亿元，同比+32.7%，省外市场聚焦国缘品牌、布局环江苏样板城市。**分渠道看**，24Q1-3 批发代理实现营收 97.3 亿元，同比+18.7%；直销（含团购）实现营收 1.5 亿元，同比+24.9%。**经销商方面**，截至 24Q3，淮安大区、南京大区、盐城大区、苏南大区、苏中大区、淮海大区、省外市场经销商数量较上年末分别净增加 12、14、21、33、9、0、43 个，合计 1193 个。

► **货折确认影响毛利水平，回款节奏调整影响 Q3 现金流。**公司货折确认方式调整，降低费投维持价格体系稳定，24Q1-3 公司毛利率 74.3%，同比-2.0pcts；净利率 31.0%，同比-0.5pcts；24Q1-3 销售费用率为 15.4%，同比-2.3pcts；管理费用率为 3.3%，同比+0.2pcts。**单季度看**，24Q3 毛利率为 75.6%，同比-5.1pcts；净利率为 23.7%，同比-0.8pcts；销售费用率为 20.6%，同比-3.9pcts；管理费用率为 4.6%，同比+0.5pcts。24Q3 末合同负债 5.4 亿元，同比-58.5%。**现金流方面**，24Q1-3 销售收现 92.9 亿元，同比+4.7%；经营性现金流量净额 22.3 亿元，同比+12.6%；24Q3 销售收现 30.6 亿元，同比-1.8%；经营性现金流量净额 9.8 亿元，同比-16.9%，公司调整回款节奏，影响现金流表现。

► **投资建议：**公司短期降费稳价调整节奏，省内维持扩张势能，省外逐步布局开拓；长期立足江苏市场，逐步加速扩张进程，有望维持稳健增长。我们预计公司 24~26 年营收分别为 117.3/134.0/149.7 亿元，归母净利润分别为 36.0/40.8/45.1 亿元，当前股价对应 P/E 为 15/14/12X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**江苏省内竞争加剧；结构升级不及预期；新兴市场开拓不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10,100	11,729	13,399	14,967
增长率 (%)	28.0	16.1	14.2	11.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,136	3,597	4,078	4,510
增长率 (%)	25.3	14.7	13.4	10.6
每股收益 (元)	2.50	2.87	3.25	3.59
PE	18	15	14	12
PB	4.1	3.5	3.0	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

43.94 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

- 今世缘 (603369.SH) 2024 年半年报点评：上半年稳中求进，后百亿蓄势前行-2024/08/18
- 今世缘 (603369.SH) 2023 年年报&2024 年一季报点评：后百亿蓄力释能，扩张路径清晰-2024/04/30
- 今世缘 (603369.SH) 2023 年经营数据点评：高势能收官，开启后百亿新征程-2023/12/29
- 今世缘 (603369.SH) 2023 年三季度点评：基本盘稳健增长，苏中、省外放量起势-2023/10/30
- 今世缘 (603369.SH) 深度报告：乘势而起，百亿新征程-2023/09/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,100	11,729	13,399	14,967
营业成本	2,187	2,558	2,884	3,202
营业税金及附加	1,497	1,818	2,144	2,425
销售费用	2,097	2,170	2,492	2,814
管理费用	428	469	549	629
研发费用	43	56	64	71
EBIT	3,869	4,682	5,291	5,854
财务费用	-183	-29	-52	-72
资产减值损失	0	-79	-101	-133
投资收益	109	176	201	225
营业利润	4,179	4,801	5,438	6,012
营业外收支	-17	-13	-13	-13
利润总额	4,162	4,788	5,425	6,000
所得税	1,026	1,190	1,347	1,490
净利润	3,136	3,597	4,078	4,510
归属于母公司净利润	3,136	3,597	4,078	4,510
EBITDA	4,019	4,838	5,458	6,035

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,457	8,761	10,752	13,205
应收账款及票据	49	72	83	83
预付款项	9	9	10	11
存货	4,996	5,009	5,705	6,458
其他流动资产	1,403	1,451	1,521	1,528
流动资产合计	12,914	15,302	18,071	21,285
长期股权投资	41	54	69	87
固定资产	1,254	1,529	1,971	2,394
无形资产	409	509	609	709
非流动资产合计	8,717	9,646	10,711	11,558
资产合计	21,631	24,948	28,782	32,843
短期借款	900	900	900	900
应付账款及票据	1,170	1,251	1,410	1,592
其他流动负债	6,072	6,965	7,991	8,982
流动负债合计	8,142	9,116	10,301	11,474
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	201	196	196	196
非流动负债合计	201	196	196	196
负债合计	8,344	9,312	10,497	11,670
股本	1,255	1,255	1,255	1,255
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	13,287	15,637	18,285	21,173
负债和股东权益合计	21,631	24,948	28,782	32,843

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	28.05	16.13	14.24	11.70
EBIT 增长率	27.47	21.00	13.01	10.65
净利润增长率	25.30	14.71	13.36	10.59
盈利能力 (%)				
毛利率	78.34	78.19	78.47	78.60
净利润率	31.06	30.67	30.43	30.13
总资产收益率 ROA	14.50	14.42	14.17	13.73
净资产收益率 ROE	23.60	23.01	22.30	21.30
偿债能力				
流动比率	1.59	1.68	1.75	1.86
速动比率	0.96	1.12	1.19	1.28
现金比率	0.79	0.96	1.04	1.15
资产负债率 (%)	38.57	37.32	36.47	35.53
经营效率				
应收账款周转天数	1.70	1.84	2.08	2.00
存货周转天数	732.93	704.07	668.61	683.64
总资产周转率	0.51	0.50	0.50	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	2.50	2.87	3.25	3.59
每股净资产	10.59	12.46	14.58	16.88
每股经营现金流	2.23	3.69	3.70	4.04
每股股利	1.00	1.14	1.29	1.43
估值分析				
PE	18	15	14	12
PB	4.1	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	12.44	10.34	9.16	8.29
股息收益率 (%)	2.28	2.59	2.94	3.25

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,136	3,597	4,078	4,510
折旧和摊销	150	157	167	181
营运资金变动	-266	927	448	411
经营活动现金流	2,800	4,625	4,646	5,064
资本开支	-2,194	-1,326	-1,319	-1,138
投资	860	-58	-70	-40
投资活动现金流	-1,198	-1,036	-1,188	-954
股权募资	0	0	0	0
债务募资	300	0	0	0
筹资活动现金流	-623	-1,285	-1,467	-1,658
现金净流量	979	2,304	1,991	2,452

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026