

## 今世缘 (603369.SH)

## 强烈推荐 (维持)

## Q3 理性降速，谋求良性发展

今世缘 24Q3 营业总收入/归母净利润分别同比+10.11%/+6.61%，环比降速主要系外部需求疲软，但国缘品牌份额和势头在省内依然是提升趋势，产品结构延续上半年趋势，特 A+类和特 A 类收入占比提升。公司基本盘越来越牢固，品牌势能持续积累，后续经济好转、商务需求恢复，国缘 400-600 元价格带升级单品有望跑出。我们下调 24-25 年 EPS 预测 2.89、3.29 元，当前股价对应 24 年仅 15 倍 PE，给予目标价 58 元，对应 24 年 20 倍 PE，继续维持“强烈推荐”评级。

□ 今世缘 24Q3 营业总收入/归母净利润分别同比+10.11%/+6.61%。今世缘 2024 年前三季度报告显示，公司实现营业总收入 99.42 亿，归母净利润 30.86 亿，扣非归母净利润 30.74 亿，分别同比+18.85%、+17.08%、+16.59%。单 Q3 营业总收入 26.37 亿元，同比+10.11%，归母净利润 6.24 亿元，同比+6.61%，扣非归母净利润 6.28 亿元，同比+7.33%。24Q3 公司现金回款 30.64 亿，同比-1.80%，前三季度现金回款同比+4.65%，Q3 末公司合同负债 5.44 亿元，环比减少 0.83 亿元，同比下降 58.5%。

□ Q3 整体降速，但仍好于行业，产品结构延续此前趋势。受商务需求及婚宴等场景拖累，Q3 今世缘实际动销放缓，公司也理性降速控制发货，但仍好于整体苏酒市场。从产品结构看，延续上半年趋势，Q3 公司特 A+类/特 A 类白酒分别实现收入 18.13/6.46 亿元，分别同比+11.7%/+9.6%，中高端以上占比持续提升，A 类/B 类/C、D 类白酒分别实现收入 1.09/0.41/0.17 亿元，分别同比+7.7%/-11.9%/-17.8%。分区域看，Q3 公司省内/省外分别实现收入 24.22/2.04 亿元，分别同比+9.3%/23.0%，省内淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区收入分别同比+10.1%/8.1%/8.2%/12.9%/9.0%/6.7%，苏中市场依然增速最快。Q3 末省内/省外经销商数量为 588/605 家，环比 Q2 末分别净增加 54/89 家，省内主要是苏南、盐城、南京等大区经销商增加。

□ 市场投入加大，毛销差下降。公司 24Q3 实现毛利率 75.59%，同比-5.14pcts，销售费用率 20.56%，同比-3.90pcts，主要是货折会计处理调整导致，毛销差同比-1.24pcts，公司加大投入抢占市场。Q3 主营税金率/管理费用率/财务费用率分别为 19.43%/4.57%/-0.34%，分别同比-0.95/+0.46/+0.41pct，公司 Q3 实现归母净利率 23.68%，同比-0.78pct。

□ 投资建议：Q3 理性降速，谋求良性发展，维持“强烈推荐”评级。公司三季度环比降速，主要系需求环境疲软，渠道库存有所增加，但国缘品牌份额和势头在省内依然是提升趋势。公司基本盘越来越牢固，品牌势能持续积累，后续经济好转、商务需求恢复，国缘 400-600 元价格带升级单品有望跑出。我们下调 24-25 年 EPS 预测 2.89、3.29 元，当前股价对应 24 年仅 15 倍 PE，给予目标价 58 元，对应 24 年 20 倍 PE，继续维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：省内竞争加剧、省外扩张受阻、新品推广不及预期

消费品/食品饮料  
目标估值：58.00 元  
当前股价：43.94 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	1255
已上市流通股 (百万股)	1255
总市值 (十亿元)	55.1
流通市值 (十亿元)	55.1
每股净资产 (MRQ)	12.1
ROE (TTM)	23.7
资产负债率	32.4%
主要股东	今世缘集团有限公司
主要股东持股比例	44.72%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-25	-22
相对表现	-3	-33	-31



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《今世缘 (603369) — Q2 业绩符合预期，增长势能不变》2024-08-18
- 《今世缘 (603369) — 上市十年势能正盛，誓师百天决胜全年》2024-07-22
- 《今世缘 (603369) — 24Q1 如期增长，市场状态更健康》2024-05-02

于佳琦 S1090518090005

✉ yujiaqi@cmschina.com.cn

田地 S1090522080001

✉ tiandi@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	7888	10100	11838	13628	15473
同比增长	23%	28%	17%	15%	14%
营业利润(百万元)	3341	4179	4839	5510	6225
同比增长	23%	25%	16%	14%	13%
归母净利润(百万元)	2503	3136	3629	4131	4664
同比增长	23%	25%	16%	14%	13%
每股收益(元)	2.00	2.50	2.89	3.29	3.72
PE	22.0	17.6	15.2	13.3	11.8
PB	5.0	4.1	3.5	2.9	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

今世缘单季度利润表

单位：百万元	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	2022	2023
一、营业总收入	1370	3803	2167	2395	1735	4671	2634	2637	7888	10100
二、营业总成本	962	2158	1134	1619	1156	2670	1366	1816	4775	6067
其中：营业成本	185	936	588	462	202	1204	710	644	1845	2187
营业税金及附加	211	569	211	488	230	725	262	512	1277	1497
营业费用	459	606	285	586	621	661	322	542	1390	2097
管理费用	127	79	84	98	166	103	104	120	323	428
研发费用	18	9	10	5	18	11	13	6	38	43
财务费用	-38	-43	-45	-18	-77	-36	-44	-9	-100	-183
资产减值损失	0	3	0	-2	-4	2	-1	1	2	-2
三、其他经营收益	160	24	39	3	80	37	-25	20	228	146
其他收益	3	6	6	0	7	9	14	1	22	19
公允价值变动收益	97	0	4	-1	15	9	-35	17	84	17
投资收益	60	18	30	4	58	19	-5	2	122	109
四、营业利润	568	1669	1073	779	659	2038	1242	842	3341	4179
加：营业外收入	1	2	0	1	1	1	9	3	2	4
减：营业外支出	7	0	16	1	4	0	13	9	16	21
五、利润总额	561	1670	1057	779	655	2039	1239	835	3328	4162
减：所得税	140	415	263	193	155	506	310	211	825	1026
六、净利润	421	1255	795	586	500	1533	929	624	2503	3136
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	421	1255	795	586	500	1533	929	624	2503	3136
EPS	<b>0.34</b>	<b>1.00</b>	<b>0.63</b>	<b>0.47</b>	<b>0.40</b>	<b>1.22</b>	<b>0.74</b>	<b>0.50</b>	<b>2.00</b>	<b>2.50</b>
主要比率										
毛利率	86.5%	75.4%	72.9%	80.7%	88.4%	74.2%	73.0%	75.6%	76.6%	78.3%
主营税金率	15.4%	15.0%	9.7%	20.4%	13.2%	15.5%	10.0%	19.4%	16.2%	14.8%
营业费率	33.5%	15.9%	13.1%	24.5%	35.8%	14.2%	12.2%	20.6%	17.6%	20.8%
管理费率	9.3%	2.1%	3.9%	4.1%	9.6%	2.2%	3.9%	4.6%	4.1%	4.2%
营业利润率	41.4%	43.9%	49.5%	32.5%	38.0%	43.6%	47.2%	31.9%	42.4%	41.4%
实际税率	24.9%	24.9%	24.8%	24.8%	23.6%	24.8%	25.0%	25.3%	24.8%	24.6%
净利率	30.8%	33.0%	36.7%	24.5%	28.8%	32.8%	35.3%	23.7%	31.7%	31.0%
YoY										
收入增长率	27.6%	27.3%	30.6%	28.0%	26.7%	22.8%	21.5%	10.1%	23.1%	28.1%
营业利润增长率	28.7%	25.3%	30.9%	25.1%	16.1%	22.1%	15.8%	8.1%	23.2%	25.1%
净利润增长率	27.5%	25.2%	29.1%	26.4%	18.8%	22.1%	16.9%	6.6%	23.3%	25.3%

资料来源：公司报表

图 1: 今世缘历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 今世缘历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《今世缘（603369）—Q2 业绩符合预期，增长势能不变》2024-08-18
- 2、《今世缘（603369）—上市十年势能正盛，誓师百天决胜全年》2024-07-22
- 3、《今世缘（603369）—24Q1 如期增长，市场状态更健康》2024-05-02

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	11662	12914	15216	18833	22799
现金	5381	6457	7914	10552	13550
交易性投资	2256	1297	1297	1297	1297
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	47	49	40	46	53
其它应收款	29	47	55	63	71
存货	3910	4996	5830	6783	7723
其他	39	69	80	93	105
<b>非流动资产</b>	6521	8717	8708	8699	8692
长期股权投资	29	41	41	41	41
固定资产	1219	1254	1287	1316	1342
无形资产商誉	343	409	368	331	298
其他	4931	7013	7012	7011	7010
<b>资产总计</b>	<b>18184</b>	<b>21631</b>	<b>23923</b>	<b>27532</b>	<b>31491</b>
<b>流动负债</b>	6941	8142	7898	8639	9371
短期借款	600	900	0	0	0
应付账款	1081	1170	1368	1591	1812
预收账款	2040	2400	2805	3264	3716
其他	3219	3672	3725	3784	3843
<b>长期负债</b>	178	201	201	201	201
长期借款	0	0	0	0	0
其他	178	201	201	201	201
<b>负债合计</b>	<b>7119</b>	<b>8344</b>	<b>8099</b>	<b>8840</b>	<b>9573</b>
股本	1255	1255	1255	1255	1255
资本公积金	285	294	294	294	294
留存收益	9525	11738	14276	17143	20370
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	11065	13287	15824	18692	21919
<b>负债及权益合计</b>	<b>18184</b>	<b>21631</b>	<b>23923</b>	<b>27532</b>	<b>31491</b>

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	2780	2800	3280	3681	4155
净利润	2503	3136	3629	4131	4664
折旧摊销	142	149	175	174	173
财务费用	8	13	(189)	(240)	(301)
投资收益	(122)	(109)	(146)	(146)	(146)
营运资金变动	476	(285)	(188)	(242)	(240)
其它	(227)	(103)	(2)	4	4
<b>投资活动现金流</b>	(1121)	(1198)	(20)	(20)	(20)
资本支出	(1147)	(2194)	(166)	(166)	(166)
其他投资	26	997	146	146	146
<b>筹资活动现金流</b>	(144)	(623)	(1803)	(1023)	(1136)
借款变动	504	101	(900)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	9	0	0	0
股利分配	(740)	(916)	(1091)	(1263)	(1438)
其他	89	182	189	240	301
<b>现金净增加额</b>	<b>1514</b>	<b>979</b>	<b>1456</b>	<b>2638</b>	<b>2998</b>

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	7888	10100	11838	13628	15473
营业成本	1845	2187	2556	2974	3387
营业税金及附加	1277	1497	1755	2020	2294
营业费用	1390	2097	2472	2873	3293
管理费用	323	428	501	577	655
研发费用	38	43	50	58	66
财务费用	(100)	(183)	(189)	(240)	(301)
资产减值损失	(2)	2	2	0	0
公允价值变动收益	84	17	17	17	17
其他收益	22	19	19	19	19
投资收益	122	109	109	109	109
<b>营业利润</b>	3341	4179	4839	5510	6225
营业外收入	2	4	4	4	4
营业外支出	16	21	21	21	21
<b>利润总额</b>	3328	4162	4822	5494	6208
所得税	825	1026	1193	1363	1544
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2503</b>	<b>3136</b>	<b>3629</b>	<b>4131</b>	<b>4664</b>

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	23%	28%	17%	15%	14%
营业利润	23%	25%	16%	14%	13%
归母净利润	23%	25%	16%	14%	13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	76.6%	78.3%	78.4%	78.2%	78.1%
净利率	31.7%	31.0%	30.7%	30.3%	30.1%
ROE	24.6%	25.8%	24.9%	23.9%	23.0%
ROIC	23.0%	23.1%	23.1%	22.8%	21.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.2%	38.6%	33.9%	32.1%	30.4%
净负债比率	3.3%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	1.6	1.9	2.2	2.4
速动比率	1.1	1.0	1.2	1.4	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	182.0	212.0	266.0	314.0	312.0
应付账款周转率	2.2	1.9	2.0	2.0	2.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.00	2.50	2.89	3.29	3.72
每股经营净现金	2.22	2.23	2.61	2.93	3.31
每股净资产	8.82	10.59	12.61	14.90	17.47
每股股利	0.73	0.87	1.01	1.15	1.29
<b>估值比率</b>					
PE	22.0	17.6	15.2	13.3	11.8
PB	5.0	4.1	3.5	2.9	2.5
EV/EBITDA	16.9	13.8	11.8	10.4	9.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。