

今世缘 (603369.SH)

第三季度收入增速环比下降，放缓节奏蓄势春节

优于大市

核心观点

2024年第三季度公司收入同比+10.1%，净利润同比+6.6%。2024年第三季度公司实现营业总收入99.4亿元，同比+18.8%；实现归母净利润30.9亿元，同比+17.1%；其中第三季度实现营业总收入26.4亿元，同比+10.1%；实现归母净利润6.2亿元，同比+6.6%。

第三季度收入环比降速，产品结构维持良性。分产品看，2024Q3公司特A+类产品收入18.1亿元/同比+11.7%，特A类产品收入6.5亿元/同比+9.6%，其他价位带产品均有不同程度下滑，特A及以上产品（出厂指导价大于100元）收入占比同比+0.72pcts至93.6%；第三季度以来省内商务宴请需求减弱，国缘四开增速环比放缓，对开需求韧性较好、增速快于平均，100元价位带单开、淡雅在24H1快速增长后增速回落，V3小基数下增速仍实现较快增长。分区域看，2024Q3省内收入24.23亿元/同比+9.32%，苏中/淮安大区收入增速快于平均，分别同比+12.89%/+10.10%，苏中市场势能延续、份额持续提升，淮安基地市场表现稳健；南京大区收入同比+8.12%，存量竞争中各品牌对省会城市的份额争夺日趋激烈，公司增速环比回落但延续平稳动销表现；2024Q3省外收入2.04亿元/低基数下同比+23.04%；截至第三季度末，省内/省外经销商分别588/605个，环比6月底净增加54/89家，周边板块招商工作持续推进。

货折力度加大拖累毛利率表现，2024Q3整体净利率同比略降0.78pcts。2024Q3毛利率同比-5.14pcts至75.6%，下降幅度较大主因货折冲减收入，中秋国庆旺季期间公司加大宴席赠酒力度，吨价承压。24Q3销售费用同比-3.9pcts，综合毛销差同比-1.24pcts；税金及附加率同比-0.95pcts，管理费用率同比+0.46pcts。

现金流及预收款表现承压。2024Q3经营性现金流量净额9.83亿元/同比-16.9%；销售收现30.64亿元/同比-1.8%；截至第三季度末公司合同负债5.44亿元，同比减少0.84亿元。现金流及预收款表现较弱，下半年江苏省内需求减弱、动销趋缓，渠道库存高水位下，公司适当放缓经销商回款为渠道纾压。

盈利预测与投资建议：当前省内渠道库存仍然偏高，预计第四季度公司仍将以去化库存为主，为明年春节动销换取一定空间；下调此前收入预测，我们预计2024-2026年公司收入116.35/130.58/146.22亿元，同比+15.2%/+12.2%/+12.0%（前值为+21.8%/+22.0%/+17.1%）。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2024-2026年归母净利润35.51/39.90/45.44亿元，同比+13.2%/+12.4%/+3.9%（前值为+18.3%/+18.6%/+15.3%），当前股价对应2024/25年15.5/13.8xP/E，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。

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	11,635	13,058	14,622
(+/-%)	23.1%	28.0%	15.2%	12.2%	12.0%
净利润(百万元)	2503	3136	3551	3990	4544
(+/-%)	23.3%	25.3%	13.2%	12.4%	13.9%
每股收益(元)	2.00	2.50	2.83	3.18	3.62
EBIT Margin	38.2%	38.1%	37.7%	38.0%	39.0%
净资产收益率 (ROE)	22.6%	23.6%	22.5%	21.5%	20.9%
市盈率 (PE)	22.0	17.6	15.5	13.8	12.1
EV/EBITDA	19.7	15.9	13.7	12.1	10.7
市净率 (PB)	4.98	4.15	3.49	2.97	2.53

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

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

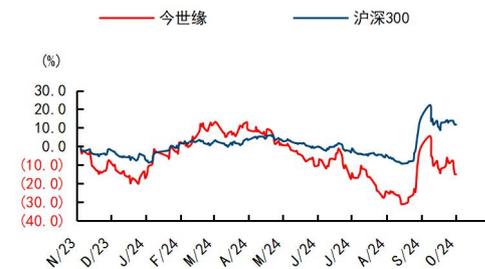
021-61761031

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	43.92元
总市值/流通市值	55098/55098百万元
52周最高价/最低价	61.06/35.35元
近3个月日均成交额	371.13百万元

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) -2万吨产能开酿赋能品质升级，千元价位推新完善产品布局》——2024-09-23
- 《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》——2024-08-18
- 《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

2024年第三季度公司收入同比+10.1%，净利润同比+6.6%。2024年第三季度公司实现营业总收入99.4亿元，同比+18.8%；实现归母净利润30.9亿元，同比+17.1%；其中第三季度实现营业总收入26.4亿元，同比+10.1%；实现归母净利润6.2亿元，同比+6.6%。

第三季度收入环比降速，产品结构维持良性。分产品看，2024Q3公司特A+类产品收入18.1亿元/同比+11.7%，特A类产品收入6.5亿元/同比+9.6%，其他价位带产品均有不同程度下滑，特A及以上产品（出厂指导价大于100元）收入占比同比+0.72pcts至93.6%；第三季度以来省内商务宴请需求减弱，国缘四开增速环比放缓，对开需求韧性较好、增速快于平均，100元价位带单开、淡雅在24H1快速增长后增速回落，V3小基数下增速仍实现较快增长。分区域看，2024Q3省内收入24.23亿元/同比+9.32%，苏中/淮安大区收入增速快于平均，分别同比+12.89%/+10.10%，苏中市场势能延续、份额持续提升，淮安基地市场表现稳健；南京大区收入同比+8.12%，存量竞争中各品牌对省会城市的份额争夺日趋激烈，公司增速环比回落但延续平稳动销表现；2024Q3省外收入2.04亿元/低基数下同比+23.04%；截至第三季度末，省内/省外经销商分别588/605个，环比6月底净增加54/89家，周边板块招商工作持续推进。

货折力度加大拖累毛利率表现，2024Q3整体净利率同比略降0.78pcts。2024Q3毛利率同比-5.14pcts至75.6%，下降幅度较大主因货折冲减收入，中秋国庆旺季期间公司加大宴席赠酒力度，吨价承压。24Q3销售费用同比-3.9pcts，综合毛销差同比-1.24pcts；税金及附加率同比-0.95pcts，管理费用率同比+0.46pcts。

现金流及预收款表现承压。2024Q3经营性现金流量净额9.83亿元/同比-16.9%；销售收现30.64亿元/同比-1.8%；截至第三季度末公司合同负债5.44亿元，同比减少0.84亿元。现金流及预收款表现较弱，下半年江苏省内需求减弱、动销趋缓，渠道库存高水位下，公司适当放缓经销商回款为渠道纾压。

盈利预测与投资建议：当前省内渠道库存仍然偏高，预计第四季度公司仍将以去化库存为主，为明年春节动销换取一定空间；下调此前收入预测，我们预计2024-2026年公司收入116.35/130.58/146.22亿元，同比+15.2%/+12.2%/+12.0%（前值为+21.8%/+22.0%/+17.1%）。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2024-2026年归母净利润35.51/39.90/45.44亿元，同比+13.2%/+12.4%/+3.9%（前值为+18.3%/+18.6%/+15.3%），当前股价对应2024/25年15.5/13.8xP/E，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



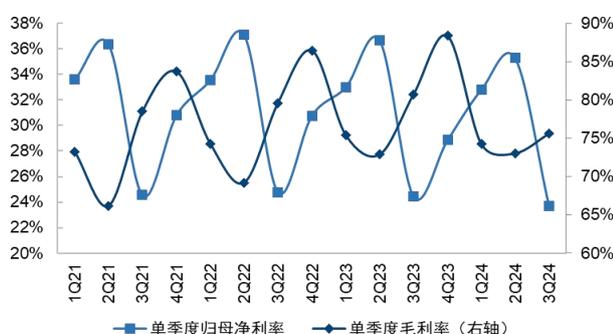
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1至今公司单季度归母净利润及同比增速



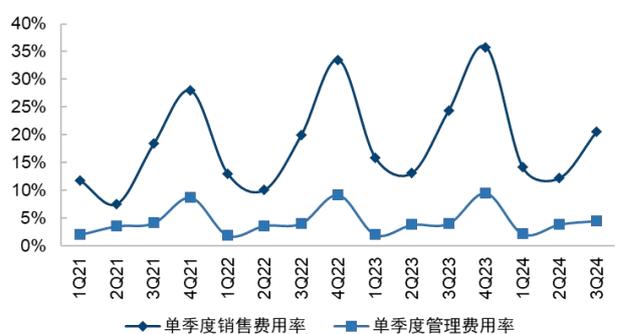
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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	12,304	15,006	11,786	13,596	-4.2%	-9.4%
收入同比增速	28.0%	21.8%	22.0%	16.7%	15.4%	-5.13pcts	-6.61pcts
毛利率%	78.3%	78.0%	78.5%	78.0%	78.3%	-0.05pcts	-0.19pcts
销售费用率%	78.3%	21.0%	22.0%	20.8%	20.6%	-0.23pcts	-1.4pcts
管理费用率%	4.2%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	0.14pcts	0pcts
归母净利润 (百万元)	3,136	3,710	4,400	3,626	4,208	-2.3%	-4.4%
归母净利润同比增速	25.3%	18.3%	18.6%	15.6%	16.0%	-2.68pcts	-2.55pcts
净利率%	31.0%	30.2%	29.3%	30.8%	31.0%	0.61pcts	1.63pcts
EPS (元)	2.50	2.96	3.51	2.89	3.35	-2.3%	-4.4%

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	
			2024/10/30	2024/10/30	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,528	19,192	862.4	970.3	22.3	19.8		
000858.SZ	五粮液	优于大市	147	5,699	335.7	372.1	17.0	15.3		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	136	1,995	150.4	170.9	13.3	11.7		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	201	2,451	127.7	150.9	19.2	16.2		
002304.SZ	洋河股份	优于大市	80	1,211	101.1	106.5	12.0	11.4		
000799.SZ	酒鬼酒	优于大市	51	164	3.6	4.2	46.2	39.3		

600702.SH	舍得酒业	优于大市	63	211	10.4	11.3	20.3	18.7
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	188	996	58.1	70.4	17.1	14.1
603589.SH	口子窖	优于大市	39	233	18.1	19.9	12.8	11.7
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	60	481	28.1	33.7	17.1	14.3
603369.SH	今世缘	优于大市	44	551	36.3	42.1	15.2	13.1

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	8818	12059	15529	营业收入	7888	10100	11635	13058	14622
应收款项	76	77	101	113	122	营业成本	1845	2187	2588	2888	3221
存货净额	3910	4996	5293	5925	6692	营业税金及附加	1277	1497	1687	1893	2120
其他流动资产	39	87	100	112	125	销售费用	1390	2097	2432	2716	2924
流动资产合计	11662	12914	15609	19506	23765	管理费用	333	441	509	565	616
固定资产	2980	4964	4812	4682	4533	研发费用	38	43	44	45	58
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	24156	27907	32001	其他收入	(7)	(9)	(8)	(9)	(22)
短期借款及交易性金融负债	600	900	0	0	0	营业利润	3341	4179	4720	5300	6035
应付款项	1081	1170	1223	1463	1589	营业外净收支	(14)	(17)	(17)	(15)	(16)
其他流动负债	5259	6072	6960	7677	8465	利润总额	3328	4162	4703	5285	6019
流动负债合计	6941	8142	8183	9140	10054	所得税费用	825	1026	1152	1295	1475
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	3551	3990	4544
长期负债合计	178	201	201	201	201	现金流量表 (百万元)					
负债合计	7119	8344	8384	9342	10255	净利润	2503	3136	3551	3990	4544
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	15772	18565	21746	折旧摊销	138	144	249	376	408
负债和股东权益总计	18184	21631	24156	27907	32001	公允价值变动损失	(84)	(17)	(17)	(17)	(17)
关键财务与估值指标						财务费用	(100)	(183)	(183)	(187)	(191)
每股收益	2.00	2.50	2.83	3.18	3.62	营运资本变动	(235)	(342)	606	302	124
每股红利	0.59	0.74	0.85	0.95	1.09	其它	0	0	0	0	0
每股净资产	8.82	10.59	12.57	14.80	17.33	经营活动现金流	2322	2921	4388	4651	5059
ROIC	29.34%	27.33%	27%	29%	32%	资本开支	0	(2133)	(63)	(213)	(226)
ROE	22.62%	23.60%	23%	21%	21%	其它投资现金流	428	959	0	0	0
毛利率	77%	78%	78%	78%	78%	投资活动现金流	423	(1186)	(63)	(213)	(226)
EBIT Margin	38%	38%	38%	38%	39%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	40%	40%	41%	42%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	23%	28%	15%	12%	12%	支付股利、利息	(736)	(923)	(1065)	(1197)	(1363)
净利润增长率	23%	25%	13%	12%	14%	其它融资现金流	150	1187	(900)	0	0
资产负债率	39%	39%	35%	33%	32%	融资活动现金流	(1322)	(659)	(1965)	(1197)	(1363)
股息率	1.3%	1.7%	1.9%	2.2%	2.5%	现金净变动	1424	1076	2360	3241	3470
P/E	22.0	17.6	15.5	13.8	12.1	货币资金的期初余额	3958	5381	6457	8818	12059
P/B	5.0	4.1	3.5	3.0	2.5	货币资金的期末余额	5381	6457	8818	12059	15529
EV/EBITDA	19.7	15.9	13.7	12.1	10.7	企业自由现金流	0	569	4107	4216	4608
						权益自由现金流	0	1756	3307	4373	4817

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中所提及的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