

今世缘 (603369)

2024 年三季度报点评: 理性降速, 砥砺前行

买入 (维持)

2024 年 11 月 03 日

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	11833	13456	15623
同比 (%)	23.09	28.05	17.15	13.71	16.11
归母净利润 (百万元)	2503	3136	3607	4129	4896
同比 (%)	23.34	25.30	15.03	14.45	18.59
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.00	2.50	2.88	3.29	3.90
P/E (现价&最新摊薄)	22.30	17.79	15.47	13.52	11.40

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司发布 24Q3 财报, 前三季度实现收入 99.4 亿元, 同增 18.9%; 归母净利 30.9 亿元, 同增 17.1%。单三季度实现收入 26.4 亿元, 同增 10.1%; 归母净利 6.2 亿元, 同增 6.6%。Q3 收入降速主因公司适当控货减负, 同时货折增加亦对收入造成影响。
- **Q3 降速减负保持渠道良性, 多价格带均衡发力。** 24Q3 公司酒类收入实现 26.3 亿元, 同比+10.3%, 伴随动销放缓、渠道去库, 中秋旺季公司适度调控回款、发货节奏。**1) 分产品看,** 24Q3 特 A+、特 A 类产品收入单季同比分别为 11.7%、9.6%, 累计同比分别为 18.9%、21.9%, 估计淡雅、对开、V 系增速相对好于整体。其中, V 系在小体量基础上持续开拓, 伴随省内品牌宣传、消费培育饱和式投入有效落地, V3 动销体量有所巩固。四开换代后价格体系基本实现过渡, 批价稳定在 410 元左右, Q3 伴随需求趋弱且公司减促稳价, 增速环比回落。对开受益部分消费需求价位下移, 实现价稳量增。淡雅强基计划持续推进, 渠道建设、网点布局力度加大, 目前已在省内多地步入起量正轨, 在 100+元价位份额实现快速提升。**2) 分地区看,** 24Q3 省内收入累计同比+17.7%, 各区域市场增长相对均衡, 其中苏中、盐城保持增速领先态势。24Q3 省外继续推进样板市场开拓, 低基数下收入累计同比+32.7%。
- **Q3 收现增速放缓, 货折及结构波动拉低毛销表现。****1) 收现端看,** Q3 季末公司合同负债 5.4 亿元, 同比/环比分别为-7.7/-0.8 亿元, 主系公司以良性动销为主, 回款进度要求适当放松; Q3 销售收现同比-1.8%。**2) 利润端看,** 24Q3 净利率同比-0.8pct 至 23.7%, 主因毛销差同比回落。**① Q3 毛利率同比-5.1pct 至 75.6%,** 1 是旺季红包投放等促销政策加大; 2 是四开增速放缓, 公司产品结构同比略有下移。**② Q3 销售费率同比-3.9pct 至 20.6%,** 主系费用结构调整, 同时四开、V 系促销活动有所收缩; 管理费率 (含研发费用) 同比+0.4pct 至 4.8%, 预计主系薪酬及物料消耗支出增长。
- **拓渠道、强动销稳扎稳打, 省内多价位份额提升空间打开。** 省内 400 元价位主力单品国缘四开保持强势, 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。24H2 公司一方面通过减促稳价保障高价位产品渠道利润空间, 另一方面通过加强销售捆绑、费用精准投放等举措巩固 C 端份额, 营销落地成效显著好于省内其他竞品。目前淡雅、单开、对开等中高档价位产品及时实现增量补充, 公司在 100~500 价位份额领先局面已较明确, 未来亦期待 600+价位份额帆乘风飞。
- **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。考虑短期需求走弱, 我们略调整 2024-2026 年归母净利润为 36.1、41.3、49.0 亿元 (前值分别为 37.7、45.1、53.5 亿元), 同比+15%、14%、19%, 当前对应 24-26 年 PE 为 15/14/11X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济向好不确定性, 成本费用支出超预期, 产品结构表现不及预期。

市场数据

收盘价(元)	44.48
一年最低/最高价	35.35/61.05
市净率(倍)	3.69
流通 A 股市值(百万元)	55,800.16
总市值(百万元)	55,800.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.06
资产负债率(%,LF)	32.41
总股本(百万股)	1,254.50
流通 A 股(百万股)	1,254.50

相关研究

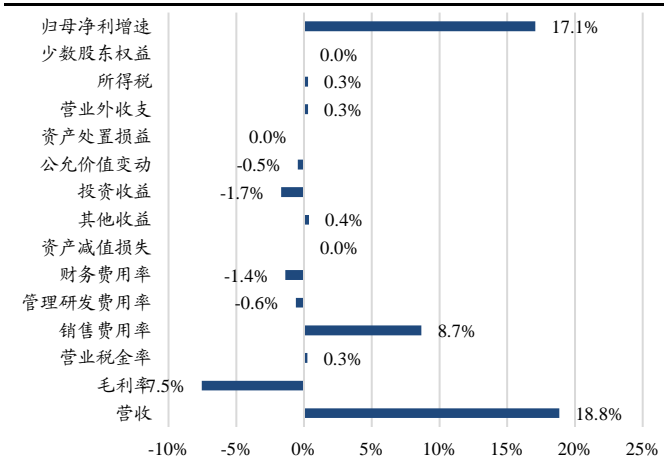
《今世缘(603369): 2024H1 业绩点评: 敦本务实, 奋楫者先》

2024-08-18

《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》

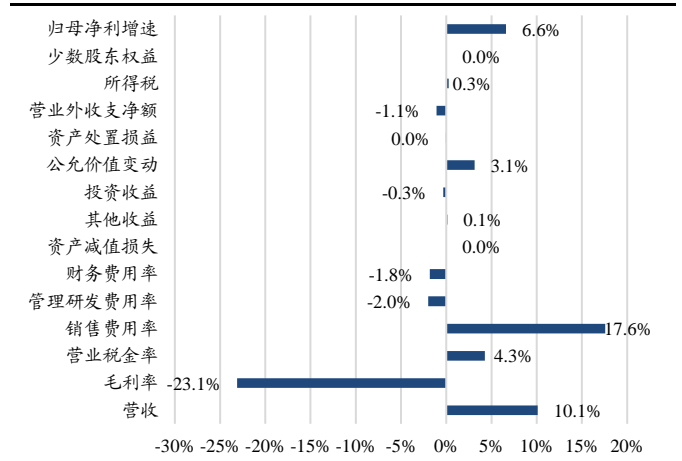
2024-04-30

图1: 24Q1~Q3 今世缘归母净利同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q3 今世缘归母净利同比增速贡献拆分



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
<b>流动资产</b>	<b>12,914</b>	<b>16,255</b>	<b>19,319</b>	<b>22,253</b>	<b>营业总收入</b>	<b>10,100</b>	<b>11,833</b>	<b>13,456</b>	<b>15,623</b>
货币资金及交易性金融资产	7,754	9,803	12,101	14,795	营业成本(含金融类)	2,187	2,818	3,134	3,575
经营性应收款项	69	117	132	153	税金及附加	1,497	1,763	2,045	2,343
存货	4,996	6,176	6,870	7,053	销售费用	2,097	2,149	2,435	2,781
合同资产	0	0	0	0	管理费用	428	489	550	625
其他流动资产	95	160	217	253	研发费用	43	47	54	70
<b>非流动资产</b>	<b>8,717</b>	<b>9,472</b>	<b>10,024</b>	<b>10,775</b>	财务费用	(183)	(159)	(193)	(235)
长期股权投资	41	45	49	53	加:其他收益	19	30	20	16
固定资产及使用权资产	1,256	1,219	1,176	1,224	投资净收益	109	47	54	62
在建工程	3,711	4,011	4,311	4,611	公允价值变动	17	8	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	<b>营业利润</b>	<b>4,179</b>	<b>4,811</b>	<b>5,504</b>	<b>6,542</b>
其他非流动资产	3,295	3,714	3,934	4,262	营业外净收支	(17)	(14)	(14)	(14)
<b>资产总计</b>	<b>21,631</b>	<b>25,727</b>	<b>29,344</b>	<b>33,028</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,162</b>	<b>4,797</b>	<b>5,490</b>	<b>6,528</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,142</b>	<b>9,352</b>	<b>9,669</b>	<b>9,388</b>	减:所得税	1,026	1,190	1,362	1,632
短期借款及一年内到期的非流动负债	900	900	900	900	<b>净利润</b>	<b>3,136</b>	<b>3,607</b>	<b>4,129</b>	<b>4,896</b>
经营性应付款项	1,170	1,660	1,846	1,322	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2,400	2,536	2,508	2,503	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,136</b>	<b>3,607</b>	<b>4,129</b>	<b>4,896</b>
其他流动负债	3,672	4,256	4,415	4,663	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.50	2.88	3.29	3.90
非流动负债	201	201	201	201	EBIT	3,869	4,567	5,236	6,228
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,019	4,713	5,388	6,389
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.35	76.19	76.71	77.11
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	31.05	30.49	30.68	31.34
其他非流动负债	201	201	201	201	收入增长率(%)	28.05	17.15	13.71	16.11
<b>负债合计</b>	<b>8,344</b>	<b>9,553</b>	<b>9,871</b>	<b>9,589</b>	归母净利润增长率(%)	25.30	15.03	14.45	18.59
归属母公司股东权益	13,287	16,174	19,473	23,439					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13,287</b>	<b>16,174</b>	<b>19,473</b>	<b>23,439</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,631</b>	<b>25,727</b>	<b>29,344</b>	<b>33,028</b>					

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	3,643	3,807	4,503	每股净资产(元)	10.59	12.89	15.52	18.68
投资活动现金流	(1,198)	(667)	(764)	(1,093)	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	21.97	21.03	20.89
现金净增加额	979	2,241	2,198	2,464	ROE-摊薄(%)	23.60	22.30	21.20	20.89
折旧和摊销	150	146	152	161	资产负债率(%)	38.57	37.13	33.64	29.03
资本开支	(2,194)	(494)	(494)	(594)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.79	15.47	13.52	11.40
营运资本变动	(266)	(84)	(449)	(521)	P/B(现价)	4.20	3.45	2.87	2.38

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>