

# 今世缘 (603369)

## 聚力提升，驭势而上

买入 (维持)

2025年02月27日

证券分析师 苏轶

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

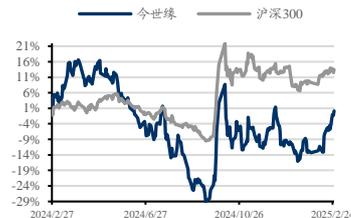
证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@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	13290	15413
同比 (%)	23.09	28.05	17.15	12.32	15.97
归母净利润 (百万元)	2503	3136	3607	4034	4803
同比 (%)	23.34	25.30	15.03	11.83	19.05
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.00	2.50	2.89	3.24	3.85
P/E (现价&最新摊薄)	25.18	20.09	17.36	15.52	13.04

### 股价走势



### 投资要点

- **事件:** 2025年春节公司动销表现居前,产品结构保持积极,我们对公司调研更新如下:
- **春节动销验证积极,全年增长能见度高。**2025年春节旺季,公司动销延续良好增势,省内雅系、开系、V系表现均好于同类竞品。其中,受益春节宴席接单量提升,渠道反馈四开动销同比保持稳健增长,V系开年抢抓进度实现增速修复;在国缘品牌拉力及渠道扩张推力共振下,淡雅继续兑现快速增长,腰部价位份额持续阔步争先。节后公司敏锐调控,率先对四开、对开执行停货控量,以便及时巩固渠道价盘、稳定渠道利润,市场节奏把握从容。考虑公司春节动销在高基数基础上实现稳健增长,渠道库存保持良性,我们认为全年收入增速兑现已有较高能见度。
- **省内份额提升蓬勃向上,省外攻城拔寨聚势突破。**公司以基本面良性、市占率提升为首要要求,2025年力争省外收入增速>省内收入增速>行业整体增速。①省内市场进行网格化梳理精耕,构建“标杆县-样板镇-示范店”的渠道矩阵,要求按照“百城过亿元、大镇过千万、万店过百万”加强下沉渗透,逐级推进“县区规模过亿、主导客户过亿、主导单品过亿”,依次跟进并强化100-500元价位(淡雅、对开、四开)、500+元价位(V3)、800+元价位(V9、2049)核心单品的市场占位。目前四开、V系推动淮安、南京等地销售规模及产品结构保持强势,淡雅热销区域从徐州、淮安等传统优势市场逐步向苏中、苏南扩展,在省内多价格带份额提升贡献下,公司中期增长路径清晰。②省外市场坚持攻城拔寨,近几年经过摸索调整,在战略方向、组织架构、产品结构、价格体系等方面逐步实现优化。2025年规划对省外地市动态评估划分“四级市场”,相应分类制定饱和式预算投入规则和专项赋能方案,并实现组织人员配称。在坚定的战略支持下,公司省外市场2025年春节期间基本延续此前的良性增长,资源聚焦、定点突破成效逐步显现。
- **聚力提升,驭势而上。**行业周期底部,公司营收、利润保持稳定增长,且中期维度内省内份额提升有望借V系打开空间,底部左侧相对优势凸显。收入端,省内淮安、南京、扬州、徐州、盐城、镇江等强势市场已连点成面,四开、对开、淡雅市占率提升空间清晰,V系培育有望厚积薄发。伴随公司营销动作稳步落地,24H2以来国缘动销表现与竞品进一步拉开差距,终端拿货向国缘倾斜的意愿更趋明显,公司收入兑现更显自如。利润端,伴随2024年公司各业务单元调整完成,且省内市场格局更趋明朗,2025年公司将强化对于费效的合理管控,避免无序重复投入,重视品效合一、BC一体,预计净利率变化趋势有望同比改善。
- **盈利预测与投资评级:**参考春节动销反馈,我们微调2024~26年归母净利润为36.1、40.3、48.0亿元(前值36.1、40.4、48.1亿元),同比+15%、12%、19%,当前对应2024~26年PE为17/16/13X,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)	50.23
一年最低/最高价	35.35/61.05
市净率(倍)	4.16
流通A股市值(百万元)	62,626.77
总市值(百万元)	62,626.77

### 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)	1,246.80
流通A股(百万股)	1,246.80

### 相关研究

- 《今世缘(603369): 理性务实,稳扎稳打》  
2024-11-28
- 《今世缘(603369): 2024年三季度报点评: 理性降速,砥砺前行》  
2024-11-03

## 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>15,527</b>	<b>18,593</b>	<b>22,369</b>	<b>营业总收入</b>	<b>10,100</b>	<b>11,833</b>	<b>13,290</b>	<b>15,413</b>
货币资金及交易性金融资产	7,754	9,075	11,384	14,986	营业成本(含金融类)	2,187	2,818	3,131	3,539
经营性应收款项	69	117	131	151	税金及附加	1,497	1,763	2,020	2,312
存货	4,996	6,176	6,862	6,980	销售费用	2,097	2,149	2,419	2,759
合同资产	0	0	0	0	管理费用	428	489	544	617
其他流动资产	95	160	216	252	研发费用	43	47	53	69
<b>非流动资产</b>	<b>8,717</b>	<b>9,073</b>	<b>9,425</b>	<b>9,876</b>	财务费用	(183)	(159)	(166)	(205)
长期股权投资	41	45	49	53	加:其他收益	19	30	20	15
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	53	62
在建工程	3,711	4,011	4,311	4,611	公允价值变动	17	8	15	18
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>5,378</b>	<b>6,418</b>
其他非流动资产	3,295	3,315	3,335	3,363	营业外净收支	(17)	(14)	(14)	(14)
<b>资产总计</b>	<b>21,631</b>	<b>24,600</b>	<b>28,018</b>	<b>32,246</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,162</b>	<b>4,797</b>	<b>5,365</b>	<b>6,404</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,142</b>	<b>8,665</b>	<b>8,879</b>	<b>9,233</b>	减:所得税	1,026	1,190	1,330	1,601
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>4,034</b>	<b>4,803</b>
经营性应付款项	1,170	1,351	1,501	1,551	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2,400	2,395	2,348	2,477	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,136</b>	<b>3,607</b>	<b>4,034</b>	<b>4,803</b>
其他流动负债	3,672	4,019	4,130	4,305	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.50	2.89	3.24	3.85
非流动负债	201	201	201	201	EBIT	3,869	4,567	5,124	6,118
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,019	4,713	5,276	6,279
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.35	76.19	76.44	77.04
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	31.05	30.49	30.36	31.16
其他非流动负债	201	201	201	201	收入增长率(%)	28.05	17.15	12.32	15.97
<b>负债合计</b>	<b>8,344</b>	<b>8,867</b>	<b>9,080</b>	<b>9,434</b>	归母净利润增长率(%)	25.30	15.03	11.83	19.05
归属母公司股东权益	13,287	15,734	18,938	22,811					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13,287</b>	<b>15,734</b>	<b>18,938</b>	<b>22,811</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,631</b>	<b>24,600</b>	<b>28,018</b>	<b>32,246</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	2,957	3,604	5,093	每股净资产(元)	10.59	12.62	15.19	18.30
投资活动现金流	(1,198)	(668)	(764)	(1,064)	最新发行在外股份(百万股)	1,255	1,247	1,247	1,247
筹资活动现金流	(623)	(1,176)	(845)	(945)	ROIC(%)	22.55	22.29	21.13	21.07
现金净增加额	979	1,112	1,994	3,084	ROE-摊薄(%)	23.60	22.93	21.30	21.06
折旧和摊销	150	146	152	161	资产负债率(%)	38.57	36.04	32.41	29.26
资本开支	(2,194)	(494)	(494)	(594)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.09	17.36	15.52	13.04
营运资本变动	(266)	(770)	(543)	180	P/B(现价)	4.74	3.98	3.31	2.75

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>