

今世缘 (603369)

理性务实，稳扎稳打

买入 (维持)

2024 年 11 月 28 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

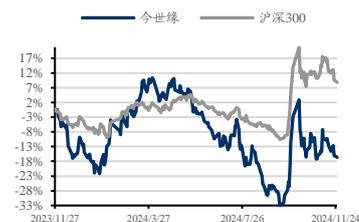
研究助理 于思淼

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	13302	15448
同比 (%)	23.09	28.05	17.15	12.41	16.13
归母净利润 (百万元)	2503	3136	3607	4041	4814
同比 (%)	23.34	25.30	15.03	12.02	19.12
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.00	2.50	2.89	3.24	3.86
P/E (现价&最新摊薄)	22.64	18.07	15.61	13.93	11.70

股价走势



投资要点

■ **事件:** 近期公司举办 2024 年第一次临时股东大会, 会后公司就经营目标、产品布局、省内外发展规划等市场关心的问题进行分析解答, 我们总结反馈要点如下:

■ **理性制定经营目标, 质量与份额优先。**2024 年受外部环境影响, 白酒动销表现有所承压, 中秋国庆需求偏淡。伴随 9 月下旬政策组合拳密集推出, 需求最差时点或已过去, 消费有望边际回暖, 公司在此窗口期亦会蓄势整固、稳扎稳打。展望 2025 年, 面对宏观环境的不确定性, 公司会客观制定增速目标, 强调以基本面良性、市占率提升为首要要求, 会更好维护价盘稳定及渠道健康。公司近年发展思路清晰, 沿体量领先→部分区域体量领先推动结构提升→更多区域体量、结构均领先的路径, 通过资源聚焦、定点突破成功推动省内大本营持续高歌猛进, 模式打法已经验证, 未来有望继续兑现份额转化。

■ **省内精耕突破, 省外攻城夺隘。**1) **省内总量增长与结构提升兼顾并重:** 1 是 100~500 元价位带份额优势继续扩大: 2024 年公司产品增速表现, 淡雅>单开>对开>四开。四开保持战略定力, 宴席市场并未跟随放大费用投放, 相应稳住价盘, 未来将继续发挥虹吸效应, 抓住 400~500+元价位需求; 开系、雅系、今世缘部分产品体量对标来看, 也还有提升空间。并且 100~500 元价位产品在省内区域发展仍不平衡不充分, 通过网格化梳理, 还有挖潜空间。2 是 500 元以上价位拉动结构提升: V 系经过持续培育推广, V3 渠道深耕成效积极, V9 高端形象亦逐渐拥有一席之地, 期待时间积累带来质变。2) **省外样板市场打造步入正轨:** 公司围绕山东、河南、安徽、浙江等周边省份进行样板市场打造, 优先布局国缘开系, 主推四开, 一体化带动对开上量, 并向上培育六开, 目前小体量保持积极增势, 下一步计划将重点城市培养为几千万或过亿市场。

■ **组织优化提质增效, 完善构建厂商一体。**2022 年以来公司逐步调整组织架构, 设立三部一司以更精细化、针对性进行多品牌运作, 相应匹配资源推进差异化的渠道和消费群体推广策略, 未来公司会进一步动态调整组织架构以适应多品牌战略纵深化发展。目前省内分品系队伍和配套服务体系已搭建完成, 办事处已下沉至县一级, 后续公司会进一步增补营销队伍, 强化团队战斗力和竞争力。今后公司将继续完善厂商一体化建设, 1 是优化渠道库存、费投方向、目标制定等方面的灵活管理, 2 是借助核心 B 端、大客户战略加强对更多消费群体的链接及培育。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑 2025 年行业将纷纷推进渠道去库, 我们微调 2024~26 年归母净利润至 36.1、40.4、48.1 亿元 (前值为 36.1、41.3、49.0 亿元), 同比+15%、12%、19%, 当前对应 2024~26 年 PE 为 16/14/12X, 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)	44.20
一年最低/最高价	35.35/61.05
市净率(倍)	3.66
流通 A 股市值(百万元)	55,448.90
总市值(百万元)	55,448.90

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): 2024 年三季度报点评: 理性降速, 砥砺前行》

2024-11-03

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

2024-08-18

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
流动资产	12,914	15,527	18,597	22,404	营业总收入	10,100	11,833	13,302	15,448
货币资金及交易性金融资产	7,754	9,075	11,392	15,005	营业成本(含金融类)	2,187	2,818	3,129	3,547
经营性应收款项	69	117	131	151	税金及附加	1,497	1,763	2,022	2,317
存货	4,996	6,176	6,859	6,996	销售费用	2,097	2,149	2,421	2,765
合同资产	0	0	0	0	管理费用	428	489	544	618
其他流动资产	95	160	217	252	研发费用	43	47	53	70
非流动资产	8,717	9,073	9,425	9,876	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	营业利润	4,179	4,811	5,387	6,432
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)
资产总计	21,631	24,600	28,023	32,281	利润总额	4,162	4,797	5,374	6,418
流动负债	8,142	8,665	8,877	9,251	减:所得税	1,026	1,190	1,333	1,605
短期借款及一年内到期的非流动负债	900	900	900	900	净利润	3,136	3,607	4,041	4,814
经营性应付款项	1,170	1,351	1,500	1,555	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2,400	2,395	2,347	2,483	归属母公司净利润	3,136	3,607	4,041	4,814
其他流动负债	3,672	4,019	4,129	4,314	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.50	2.89	3.24	3.86
非流动负债	201	201	201	201	EBIT	3,869	4,567	5,133	6,132
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,019	4,713	5,285	6,293
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	78.35	76.19	76.48	77.04
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	31.05	30.49	30.38	31.16
其他非流动负债	201	201	201	201	收入增长率(%)	28.05	17.15	12.41	16.13
负债合计	8,344	8,867	9,078	9,452	归母净利润增长率(%)	25.30	15.03	12.02	19.12
归属母公司股东权益	13,287	15,734	18,945	22,828					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	13,287	15,734	18,945	22,828					
负债和股东权益	21,631	24,600	28,023	32,281					

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	3,612	5,104	每股净资产(元)	10.59	12.62	15.19	18.31
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	21.16	21.11
现金净增加额	979	1,112	2,002	3,095	ROE-摊薄(%)	23.60	22.93	21.33	21.09
折旧和摊销	150	146	152	161	资产负债率(%)	38.57	36.04	32.40	29.28
资本开支	(2,194)	(494)	(494)	(594)	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.07	15.61	13.93	11.70
营运资本变动	(266)	(770)	(542)	181	P/B(现价)	4.26	3.58	2.97	2.47

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>