

# 今世缘 (603369.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩符合预期，苏中、苏南突破

### 业绩简评

8月28日，公司公告：23H1实现收入59.69亿元，同比+28.47%；归母净利20.50亿元，同比+26.70%。23Q2收入21.67亿元，同比+30.61%；归母净利7.95亿元，同比+29.13%。

### 经营分析

淡雅、V系表现亮眼，苏中、苏南高增。

1) 分产品看，特A+类/特A类/A类H1收入为38.18/17.58/2.26亿元，同比+25.6%/36.9%/28.3%；Q2同比+26.5%/41.8%/20.6%，Q2特A+占比-1.9pct至64.6%。预计H1对开、四开增速20%多，淡雅受益于春节返乡潮、宴席回补而高两位数增长，V系列接近翻倍增长。

2) 分区域看，淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海/省外大区H1收入为10.6/16.3/6.7/8.4/6.6/6.4/4.4亿元，同比+26%/22%/31%/40%/26%/26%/40%；Q2同比+26%/22%/33%/38%/32%/35%/41%，淮安、南京基本盘稳固，苏中、省外高成长性，苏南实现30%+增速。

3) Q2销售收现同比+32.6%，Q2末合同负债同比+11%，环比-0.15e，回款进度快于去年。

费率继续加大，毛利率稳中有进。Q2毛利率同比+1pct，销售/管理费率同比+3.0/0.2pct，预计系春糖推广、6K上新、V3宴席投入等导致费投加大，税金附加及占比同比-0.8pct，带动整体净利率同比-0.4pct。H1整体结构下行但毛利率同比+2.0pct，预计提价、货折减少、V系放量等贡献；税金占比/销售/管理费率同比-0.9/+2.9/+0.2pct，带动净利率同比-0.5pct，其中广告费率/促销费率同比+0.6/2.2pct。

我们认为，V3上半年在低基数、高渠道利润、600元价格带培育成熟的背景下实现快速放量，中长期空间更看V系事业部运作能力；4K基本盘稳固并持续辐射到更多价格带、突破苏南、苏中等更多区域；6K已开始在全国试点。当前库存水平3个月左右，主力大单品价格稳定、核心市场周转速度较快。公司政商务团购资源扎实，内部组织效能边际改善，势能持续向上，全年百亿压力不大。

### 盈利预测、估值与评级

预计23-25年收入增速27%/23%/21%，利润增速26%/23%/21%，EPS为2.51/3.08/3.71元，对应PE为23/19/16X，维持“买入”评级。

### 风险提示

V3培育不及预期；区域市场竞争加剧；宏观经济下行风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

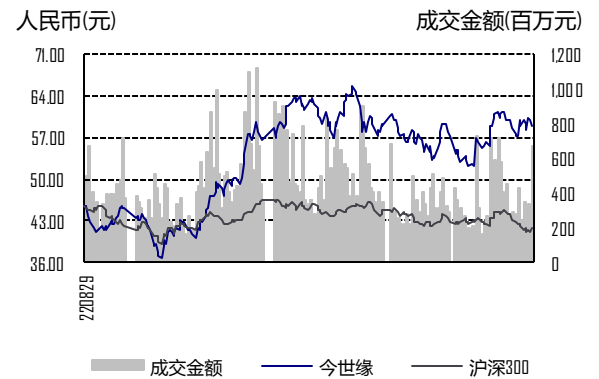
联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：58.95元

相关报告：

- 《今世缘半年度经营数据点评：业绩表现亮眼，Q2环比提速》，2023.7.28
- 《今世缘公司点评：业绩符合预期，迈向百亿新征程》，2023.4.30
- 《今世缘公司点评：业绩符合预期，开局顺利》，2023.3.12



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,408	7,888	10,045	12,396	15,036
营业收入增长率	25.13%	23.09%	27%	23%	21%
归母净利润(百万元)	2,029	2,503	3,150	3,861	4,658
归母净利润增长率	29.50%	23.34%	26%	23%	21%
摊薄每股收益(元)	1.62	2.00	2.51	3.08	3.71
每股经营性现金流净额	2.41	2.22	2.57	3.79	4.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.83%	22.62%	24.07%	24.81%	25.14%
P/E	33.63	25.51	23	19	16
P/B	7.34	5.77	5.65	4.75	3.99

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,122</b>	<b>6,408</b>	<b>7,888</b>	<b>10,045</b>	<b>12,396</b>	<b>15,036</b>	货币资金	3,402	3,958	5,381	6,048	8,660	11,594
增长率	25.1%	23.1%	27.3%	23.4%	21.3%		应收款项	54	78	76	102	125	153
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,479</b>	<b>-1,626</b>	<b>-1,845</b>	<b>-2,210</b>	<b>-2,591</b>	<b>-3,067</b>	存货	2,604	3,194	3,910	3,933	4,254	4,617
%销售收入	28.9%	25.4%	23.4%	22.0%	20.9%	20.4%	其他流动资产	2,374	2,716	2,302	2,886	3,087	3,287
<b>毛利</b>	<b>3,643</b>	<b>4,782</b>	<b>6,043</b>	<b>7,835</b>	<b>9,805</b>	<b>11,968</b>	流动资产	8,433	9,946	11,669	12,969	16,126	19,651
%销售收入	71.1%	74.6%	76.6%	78.0%	79.1%	79.6%	%总资产	71.2%	68.9%	64.2%	66.2%	68.9%	71.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-892</b>	<b>-1,105</b>	<b>-1,277</b>	<b>-1,627</b>	<b>-2,002</b>	<b>-2,431</b>	长期投资	1,527	1,922	2,531	2,576	2,591	2,601
%销售收入	17.4%	17.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	固定资产	1,502	2,020	2,980	3,340	3,959	4,623
<b>销售费用</b>	<b>-875</b>	<b>-968</b>	<b>-1,390</b>	<b>-1,949</b>	<b>-2,479</b>	<b>-3,082</b>	%总资产	12.7%	14.0%	16.4%	17.0%	16.9%	16.8%
%销售收入	17.1%	15.1%	17.6%	19.4%	20.0%	20.5%	无形资产	182	176	346	346	345	344
<b>管理费用</b>	<b>-229</b>	<b>-258</b>	<b>-323</b>	<b>-422</b>	<b>-533</b>	<b>-647</b>	非流动资产	3,418	4,487	6,514	6,629	7,264	7,936
%销售收入	4.5%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%	4.3%	%总资产	28.8%	31.1%	35.8%	33.8%	31.1%	28.8%
<b>研发费用</b>	<b>-22</b>	<b>-30</b>	<b>-38</b>	<b>-45</b>	<b>-50</b>	<b>-60</b>	<b>资产总计</b>	<b>11,851</b>	<b>14,434</b>	<b>18,184</b>	<b>19,598</b>	<b>23,390</b>	<b>27,587</b>
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	短期借款	362	1	600	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,624</b>	<b>2,421</b>	<b>3,015</b>	<b>3,792</b>	<b>4,741</b>	<b>5,748</b>	应付款项	1,249	1,735	3,088	2,253	2,711	3,184
%销售收入	31.7%	37.8%	38.2%	37.8%	38.3%	38.2%	其他流动负债	1,860	3,244	3,252	4,148	4,999	5,757
<b>财务费用</b>	<b>21</b>	<b>65</b>	<b>100</b>	<b>79</b>	<b>126</b>	<b>175</b>	流动负债	3,471	4,980	6,941	6,401	7,710	8,942
%销售收入	-0.4%	-1.0%	-1.3%	-0.8%	-1.0%	-1.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	其他长期负债	113	157	178	112	113	114
<b>公允价值变动收益</b>	<b>147</b>	<b>98</b>	<b>84</b>	<b>200</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	负债	3,584	5,137	7,119	6,513	7,823	9,056
<b>投资收益</b>	<b>297</b>	<b>121</b>	<b>122</b>	<b>122</b>	<b>123</b>	<b>124</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>8,267</b>	<b>9,297</b>	<b>11,065</b>	<b>13,085</b>	<b>15,567</b>	<b>18,531</b>
%税前利润	14.3%	4.5%	3.7%	2.9%	2.4%	2.0%	其中：股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
<b>营业利润</b>	<b>2,092</b>	<b>2,712</b>	<b>3,341</b>	<b>4,201</b>	<b>5,148</b>	<b>6,207</b>	未分配利润	5,647	7,112	8,879	10,899	13,381	16,345
%销售收入	40.9%	42.3%	42.4%	41.8%	41.5%	41.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>11,851</b>	<b>14,434</b>	<b>18,184</b>	<b>19,598</b>	<b>23,390</b>	<b>27,587</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,082</b>	<b>2,699</b>	<b>3,328</b>	<b>4,188</b>	<b>5,135</b>	<b>6,194</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	40.7%	42.1%	42.2%	41.7%	41.4%	41.2%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>所得税</b>	<b>-515</b>	<b>-670</b>	<b>-825</b>	<b>-1,039</b>	<b>-1,273</b>	<b>-1,536</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.7%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	每股收益	1.249	1.617	1.995	2.511	3.078	3.713
<b>净利润</b>	<b>1,567</b>	<b>2,029</b>	<b>2,503</b>	<b>3,150</b>	<b>3,861</b>	<b>4,658</b>	每股净资产	6.590	7.411	8.820	10.431	12.409	14.772
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.892	2.411	2.216	2.573	3.793	4.374
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,567</b>	<b>2,029</b>	<b>2,503</b>	<b>3,150</b>	<b>3,861</b>	<b>4,658</b>	每股股利	0.450	0.590	0.730	0.900	1.100	1.350
净利率	30.6%	31.7%	31.7%	31.4%	31.2%	31.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	18.95%	21.83%	22.62%	24.07%	24.81%	25.14%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	13.22%	14.06%	13.76%	16.07%	16.51%	16.88%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	14.00%	19.28%	19.15%	21.62%	22.75%	23.19%
<b>净利润</b>	<b>1,567</b>	<b>2,029</b>	<b>2,503</b>	<b>3,150</b>	<b>3,861</b>	<b>4,658</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	5.09%	25.13%	23.09%	27.34%	23.40%	21.30%
<b>非现金支出</b>	<b>114</b>	<b>121</b>	<b>145</b>	<b>153</b>	<b>194</b>	<b>249</b>	EBIT增长率	1.94%	49.06%	24.50%	25.79%	25.03%	21.24%
非经营收益	-393	-327	-425	-100	-259	-260	净利润增长率	7.46%	29.50%	23.34%	25.84%	22.60%	20.63%
营运资金变动	-168	1,201	557	25	962	841	总资产增长率	17.78%	21.79%	25.98%	7.78%	19.35%	17.94%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,119</b>	<b>3,024</b>	<b>2,780</b>	<b>3,228</b>	<b>4,758</b>	<b>5,488</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-393</b>	<b>-576</b>	<b>-1,147</b>	<b>-493</b>	<b>-824</b>	<b>-924</b>	应收账款周转天数	2.2	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3
投资	948	-767	-195	-445	-65	-60	存货周转天数	586.8	650.6	702.5	650.0	600.0	550.0
其他	285	127	221	122	123	124	应付账款周转天数	72.5	92.5	123.2	90.0	90.0	89.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>840</b>	<b>-1,216</b>	<b>-1,121</b>	<b>-816</b>	<b>-766</b>	<b>-860</b>	固定资产周转天数	72.2	73.7	56.4	50.1	50.0	50.1
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>362</b>	<b>-362</b>	<b>592</b>	<b>-598</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-65.20%	-71.43%	-63.60%	-68.04%	-75.26%	-80.14%
其他	-521	-999	-736	-1,147	-1,380	-1,694	EBIT利息保障倍数	-77.1	-37.2	-30.1	-47.9	-37.7	-32.8
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-159</b>	<b>-1,361</b>	<b>-144</b>	<b>-1,745</b>	<b>-1,380</b>	<b>-1,694</b>	资产负债率	30.24%	35.59%	39.15%	33.23%	33.45%	32.83%
<b>现金净流量</b>	<b>1,799</b>	<b>448</b>	<b>1,514</b>	<b>666</b>	<b>2,612</b>	<b>2,934</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-02	买入	44.88	N/A
2	2022-08-01	买入	43.77	N/A
3	2022-08-31	买入	46.21	N/A
4	2022-10-13	买入	43.83	N/A
5	2022-10-30	买入	37.68	N/A
6	2023-03-12	买入	60.06	N/A
7	2023-04-30	买入	59.80	N/A
8	2023-07-28	买入	60.11	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806