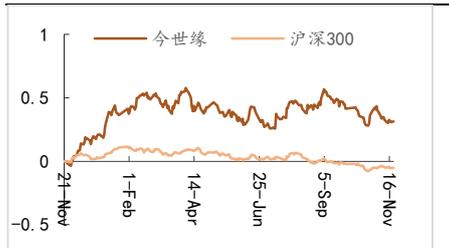


评级： 买入

赵瑞
农业食饮分析师
SAC 执证编号: S0110522120001
zhaorui2022@sczq.com.cn

易嘉豪
联系人
yijiahao@sczq.com.cn

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源：聚源数据

核心观点

事件：2023 年 10 月 30 日公司发布 23 年三季报，23 年前三季度实现营业收入 83.63 亿元，同比增长 28.35%；实现归母净利润 26.36 亿元，同比增长 26.63%。

- **Q3 单季营收净利高质量增长，区域精耕持续推进：**23 年第三季度今世缘实现营业收入 23.94 亿元，同比增长 28.04%，归母净利润 5.86 亿元，同比增长 26.38%。相比于 23 年第二季度营收同比增速略微下降 2.57pct，净利润同比增速略微下降 2.75pct。尽管 23Q3 公司营收和净利润同比增速较第二季度略有下降，但营收净利同比增速较去年同期均实现优质增长。我们推测主要系省内国缘品牌处于成长上升趋势中，目前呈现良好增长态势。
- **产品结构持续优化，中高端产品占比持续提升：**公司前三季度特 A+类产品营收 54.41 亿元，同比增长 25.24%，特 A 类产品营收 23.48 亿元，同比增长 37.61%。特 A+与特 A 类产品的和占营业总收入的比重由去年年末的 92.4%，提升至今年三季度末的 93.1%。公司产品结构持续优化，我们推测主要与以国缘 V 系、四开、对开为代表的特 A+类产品和以淡雅国缘、单开国缘为代表的特 A 类产品市场表现较好有关。
- **区域增长苏南苏中增速靠前，省外拓展稳步推进：**分区域来看，省内前三季度实现营业收入 77.14 亿元，同比增加 27.16%，省外营收 6.05 亿元，同比增长 40.42%。其中南京大区和淮安大区前三季度营收为 20.95/16.56 亿元，体量分别位于省内第一/第二，同比增速为+21.31%/+26.36%。苏中/苏南营收分别为 11.56/10.27 亿元，体量分别位于省内第三/第四，同比增速位于省内第一/第二，分别为+39.74%/+29.7%。公司省外拓展进度顺利，省内稳扎稳打，产品价格带布局与省内当前市场主流消费契合，且渠道经过多年精耕培育，增长较为良性。
- **毛利率净利率基本稳定，渠道商家稳步拓展：**23 年前三季度毛利率 76.26%，相比于去年同期上升 1.74pct，净利率 31.51%，相比于去年同期略微下降 0.43pct。公司年初经销商 1014 家，截止至期第三季度末，公司有经销商 1088 家，其中省内增加 91 家，退出 7 家，省外新增 50 家，退出 60 家，省内外一起前三季度净增加 74 家。公司整体盈利能力较为优秀，渠道精耕拓展稳步推进。
- **投资建议：**根据公司三季报做盈利预测，预计 23-25 年营业总收入实现 100.7/120.45/144.13 亿元；23-25 年归母净利润预计实现 31.18/37.05/44.20 亿元；23-25 年 EPS 预计实现 2.49/2.95/3.52 元，当前股价对应 PE 分别为 23.2/19.5/16.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**经济复苏不及预期，行业政策风险，市场竞争加剧，食品安全问题等。

盈利预测

2022A 2023E 2024E 2025E

营业总收入 (亿元)	78.88	100.70	120.45	144.13
营收增速 (%)	23.1	27.7	19.6	19.7
归母净利润 (亿元)	25.01	31.18	37.05	44.20
归母净利润增速 (%)	23.3	24.6	18.9	19.3
EPS(元/股)	1.99	2.49	2.95	3.52
PE	29.0	23.2	19.5	16.4

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
流动资产	11662	14311	17800	21946	经营活动现金流	2780	2934	3522	4197
现金	5381	6935	9461	12451	净利润	2501	3118	3705	4420
应收账款	47	42	50	60	折旧摊销	142	159	149	139
其它应收款	29	37	45	54	财务费用	8	-120	-120	-120
预付账款	5	7	8	9	投资损失	-122	-72	-62	-62
存货	3910	4990	5928	7054	营运资金变动	477	-150	-155	-186
其他	34	44	52	62	其它	-227	-1	5	6
非流动资产	6521	6419	6327	6244	投资活动现金流	-1121	16	6	6
长期投资	29	29	29	29	资本支出	-1147	-55	-55	-55
固定资产	1219	1146	1080	1021	长期投资	4305	0	0	0
无形资产	343	313	287	263	其他	-4279	72	62	62
其他	2524	2524	2524	2524	筹资活动现金流	-144	-1396	-1002	-1214
资产总计	18184	20730	24127	28190	短期借款	600	0	0	0
流动负债	6941	7285	8099	9077	长期借款	0	0	0	0
短期借款	600	0	0	0	其他	-749	-916	-1122	-1334
应付账款	811	1038	1233	1467	现金净增加额	1514	1554	2526	2990
其他	265	339	403	480	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
非流动负债	178	178	178	178	成长能力				
长期借款	0	0	0	0	营业收入	23.1%	27.7%	19.6%	19.7%
其他	4	4	4	4	营业利润	23.2%	25.7%	18.9%	19.3%
负债合计	7119	7464	8278	9255	归属母公司净利润	23.3%	24.6%	18.9%	19.3%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
归属母公司股东权益	11065	13266	15849	18935	毛利率	76.6%	76.6%	76.7%	76.9%
负债和股东权益	18184	20730	24127	28190	净利率	31.7%	31.0%	30.8%	30.7%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	ROE	22.6%	23.5%	23.4%	23.3%
营业收入	7888	10070	12045	14413	ROIC	20.6%	22.8%	22.8%	22.8%
营业成本	1845	2360	2804	3336	偿债能力				
营业税金及附加	1277	1510	1807	2162	资产负债率	39.2%	36.0%	34.3%	32.8%
营业费用	1390	1742	2084	2493	净负债比率	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	38	48	57	69	流动比率	1.68	1.96	2.20	2.42
管理费用	323	403	482	577	速动比率	1.12	1.28	1.47	1.64
财务费用	-100	-120	-120	-120	营运能力				
资产减值损失	-2	0	0	0	总资产周转率	0.43	0.49	0.50	0.51
公允价值变动收益	84	2	2	2	应收账款周转率	182.25	227.43	262.19	262.24
投资净收益	144	70	60	60	应付账款周转率	2.23	1.92	1.85	1.85
营业利润	3340	4198	4993	5958	每股指标(元)				
营业外收入	2	3	5	5	每股收益	1.99	2.49	2.95	3.52
营业外支出	16	17	17	17	每股经营现金	2.22	2.34	2.81	3.35
利润总额	3326	4184	4981	5946	每股净资产	8.82	10.58	12.63	15.09
所得税	825	1067	1276	1526	估值比率				
净利润	2501	3118	3705	4420	P/E	29.0	23.2	19.5	16.4
少数股东损益	0	0	0	0	P/B	6.55	5.46	4.57	3.83
归属母公司净利润	2501	3118	3705	4420					
EBITDA	3368	4237	5022	5977					
EPS (元)	1.99	2.49	2.95	3.52					

分析师简介

赵瑞：农业及食品饮料行业分析师，复旦大学金融硕士，2022年11月加入首创证券研究发展部。

易嘉豪：南开大学金融硕士，首席研究员，主要覆盖白酒行业，五年行业产业研究经验，一年食品饮料买方研究经历，四年头部白酒企业市场研究及一线运营经历，2023年5月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现