

今世缘（603369.SH）/食品饮料

证券研究报告/公司点评报告

2024年6月14日

评级：买入（维持）

市场价格：49.54元

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

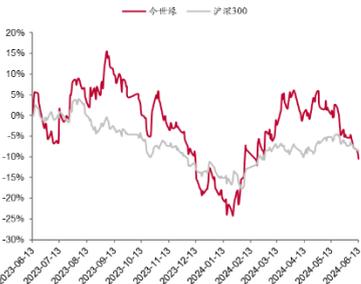
指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,888	10,100	12,437	15,059	17,496
增长率 yoy%	23.09%	28.05%	23.14%	21.08%	16.18%
净利润（百万元）	2,503	3,136	3,895	4,865	5,833
增长率 yoy%	23.34%	25.30%	24.21%	24.88%	19.91%
每股收益（元）	2.00	2.50	3.11	3.88	4.65
每股现金流量	2.22	2.23	3.09	3.42	4.54
净资产收益率	22.62%	23.60%	23.69%	24.51%	24.38%
P/E	24.83	19.82	15.95	12.78	10.65
PEG	1.00	0.86	0.66	0.52	0.46
P/B	5.62	4.68	3.78	3.13	2.60

备注：股价选取自2024年6月14日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	1,254.50
流通股本(百万股)	1,254.50
市价(元)	49.54
市值(百万元)	62,147.93
流通市值(百万元)	62,147.93

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 股价在市场情绪影响下错杀，考虑到股权激励行权价格仍有较大上行空间。** 二季度作为白酒消费的传统淡季，部分渠道反馈端午期间白酒消费氛围较淡，复盘来看往年二季度各家酒企均以控货挺价为首要目标，根据渠道以及今世缘公司反馈，公司在二季度对于主力开系列产品进行换新工作，对于老产品进行停货、新产品铺货不压货进行控量挺价，从动销的角度公司反馈今年3-5月公司较去年心态更好、也更适应环境，同比数据符合公司预期，我们认为公司股价在二季度在市场情绪影响下存在错杀。另一方面公司前期股权激励业绩考核要求中2022-2023年度业绩考核均已达标，2024年业绩增长要求较为合理，我们认为公司股权激励计划顺利进行的确定性相对较高，考虑到股权激励56.24元的行权价格，我们认为当前股价仍有较大上行空间。
- 报表端节奏不受影响，看好淡季开系列产品顺利完成换代过渡工作。** 部分渠道反馈今年任务进度较去年略慢，我们认为主要系以下两点原因：（1）去年为实现百亿计划整体任务进度提前。2023年作为公司冲刺百亿目标的决胜之年，公司实现营业收入100.98亿元，顺利完成年初制定的百亿目标，根据渠道反馈23年整体回款节奏在百亿目标的考虑下较为提前，但报表端23年上半年任务进度在59.11%属于正常水平，对比23年报表端进度来看今年任务进度属于正常进度；（2）今年库存水平同比下降。根据省内渠道反馈，目前国缘系列产品库存在两个月左右，同比去年下降一个月，库存水平较去年相比更为良性，我们认为去年在百亿冲刺过程中存在对于经销商压货导致库存以及进度更高，今年库存水平良性更有利于淡季进行控量挺价动作为旺季来临做好准备，目前来看随着第四代四开产品库存逐步消化，近期老四开产品批价环比上行，同时第五代四开换代后产品整体价格体系高于老四开，我们看好公司在淡季顺利完成开系列产品过渡工作，为旺季动销提前做好准备。
- 省内竞争压力聚焦宴席，常规消费影响不大。** 考虑到省内竞品品牌洋河今年针对省内市场进行“升维提势，回归江苏”的大方向作系统性规划，同时根据洋河23年年报中地区性广告费用投入大幅增加，部分投资者对于洋河省内针对今世缘进行压制存在预期；根据渠道反馈，洋河今年以来在费用投入方面更多聚焦在宴席渠道，例如宴席用酒选用对应产品，开瓶扫码每6瓶赠1瓶，多开多赠，瓶瓶有红包，在其他渠道并未有过多动作，考虑到今年整体宴席市场表现较淡以及今世缘自己的消费场景差异性，我们认为竞品品牌加大费用投放对于今世缘公司影响较小。
- 省内仍有较大放量空间，开系V系稳定公司基本盘，看好25年150亿目标顺利达成。** 公司在2023年业绩交流会中提出2025年挑战营收150亿的目标，我们认为公司目标完成有较强的确定性，从区域的角度来看，根据我们前期发布的《今世缘：省内成长势头正盛，高增可期》深度报告中测算，目前公司在南京、淮安等区域整体消费氛围较为成熟，品牌带动效应较强，省内苏南、苏中等区域市场基数较低，目前仍有较大的放量空间，两年维度来看省内放量逻辑确定性较强。从产品的角度来看，随着对开、四开产品前期消费氛围培育较好，近两年来国缘系列单开、淡雅产品收入增速较快，带动公司特A类产品增速较快，同时不断抬升公司产品结构，未来随着新版四开、对开、单开产品提价后持续发力，有助于公司重新梳理渠道价值分配链，延伸产品生命周期，增厚公司业绩，整体来看公司开系列与V系产品将持续发力稳定公司基本盘。
- 盈利预测及投资建议：** 根据公司2024年经营目标及2025年规划，同时考虑到江苏省内竞争激烈度变大，行业增速放缓，我们维持盈利预测，预计公司2024-2026年营业总收入为124、151、175亿元，同比增长23%、21%、16%；预计公司2024-2026年净利润为39、49、58亿元，同比增长24%、25%、20%；对应EPS为3.11、3.88、4.65元，对应PE分别为16、13、11X。维持“买入”评级。重点推荐。

- 风险提示：渠道调研样本偏差风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；消费升级不及预期；食品安全问题。

盈利预测表

损益表 (人民币百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,888	10,100	12,437	15,059	17,496
增长率	23.09%	28.05%	23.14%	21.08%	16.18%
营业成本	-1,845	-2,187	-2,550	-3,031	-3,466
% 销售收入	23.4%	21.7%	20.5%	20.1%	19.8%
毛利	6,043	7,913	9,887	12,028	14,030
% 销售收入	76.6%	78.3%	79.5%	79.9%	80.2%
营业税金及附加	-1,277	-1,497	-1,929	-2,336	-2,713
% 销售收入	16.2%	14.8%	15.5%	15.5%	15.5%
营业费用	-1,390	-2,097	-2,487	-2,861	-3,149
% 销售收入	17.6%	20.8%	20.0%	19.0%	18.0%
管理费用	-323	-428	-497	-587	-647
% 销售收入	4.1%	4.2%	4.0%	3.9%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	3,052	3,891	4,973	6,244	7,520
% 销售收入	38.7%	38.5%	40.0%	41.5%	43.0%
财务费用	100	183	92	110	121
% 销售收入	-1.3%	-1.8%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	84	17	0	0	0
投资收益	122	109	118	116	114
% 税前利润	3.7%	2.6%	2.3%	1.8%	1.5%
营业利润	3,358	4,200	5,183	6,470	7,756
营业利润率	42.6%	41.6%	41.7%	43.0%	44.3%
营业外收支	-14	-17	-14	-14	-14
利润率	42.4%	41.4%	41.6%	42.9%	44.2%
所得税	-825	-1,026	-1,274	-1,591	-1,908
所得税率	24.7%	24.5%	24.6%	24.6%	24.6%
净利润	2,503	3,136	3,895	4,865	5,833
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,503	3,136	3,895	4,865	5,833
净利率	31.7%	31.0%	31.3%	32.3%	33.3%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,503	3,136	3,895	4,865	5,833
加:折旧和摊销	142	149	148	153	157
资产减值准备	0	0	0	0	0
公允价值变动损失	-84	-17	0	0	0
财务费用	8	13	-92	-110	-121
投资收益	-122	-109	-118	-116	-114
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-306	4	37	-499	-61
经营活动现金净流	2,780	2,800	3,870	4,292	5,693
固定资本投资	-959	-1,985	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-1,121	-1,198	-13	-8	-1
股利分配	-910	-910	-1,169	-1,459	-1,750
其他	766	287	803	-727	-225
筹资活动现金净流	-144	-623	-365	-2,187	-1,975
现金净流量	1,514	979	3,492	2,097	3,717

资产负债表 (人民币百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,381	6,457	9,950	12,047	15,764
应收款项	76	77	111	117	148
存货	3,910	4,996	5,388	6,954	7,158
其他流动资产	2,296	1,383	1,382	1,387	1,385
流动资产	11,662	12,914	16,831	20,505	24,456
% 总资产	64.1%	59.7%	65.9%	70.3%	73.9%
长期投资	29	41	41	41	41
固定资产	1,219	1,254	1,152	1,049	942
% 总资产	6.7%	5.8%	4.5%	3.6%	2.8%
无形资产	343	409	458	505	550
非流动资产	6,521	8,717	8,693	8,664	8,623
% 总资产	35.9%	40.3%	34.1%	29.7%	26.1%
资产总计	18,184	21,631	25,523	29,169	33,078
短期借款	600	900	1,184	346	0
应付款项	3,088	3,566	4,021	5,099	5,271
其他流动负债	3,252	3,676	3,676	3,676	3,676
流动负债	6,941	8,142	8,881	9,121	8,948
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	178	201	201	201	201
负债	7,119	8,344	9,083	9,323	9,149
普通股股东权益	11,065	13,287	16,441	19,846	23,929
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	18,184	21,631	25,523	29,169	33,078

比率分析					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标					
每股收益(元)	2.00	2.50	3.11	3.88	4.65
每股净资产(元)	8.82	10.59	13.11	15.82	19.07
每股经营现金净流(元)	2.22	2.23	3.09	3.42	4.54
每股股利(元)	0.73	0.73	0.93	1.16	1.39
回报率					
净资产收益率	22.62%	23.60%	23.69%	24.51%	24.38%
总资产收益率	13.76%	14.50%	15.26%	16.68%	17.63%
投入资本收益率	658.90%	351.16%	122.54%	155.71%	162.04%
增长率					
营业总收入增长率	23.09%	28.05%	23.14%	21.08%	16.18%
EBIT增长率	22.01%	23.29%	26.72%	24.93%	20.03%
净利润增长率	23.34%	25.30%	24.21%	24.88%	19.91%
总资产增长率	25.98%	18.96%	18.00%	14.28%	13.40%
资产管理能力					
应收账款周转天数	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7
存货周转天数	162.1	158.7	150.3	147.5	145.2
应付账款周转天数	121.5	136.4	129.0	132.7	130.8
固定资产周转天数	57.3	44.1	34.8	26.3	20.5
偿债能力					
净负债/股东权益	-52.93%	-68.11%	-66.07%	-77.69%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-32.6	-21.9	-55.1	-57.7	-62.9
资产负债率	39.15%	38.57%	35.59%	31.96%	27.66%

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。