

研究所:

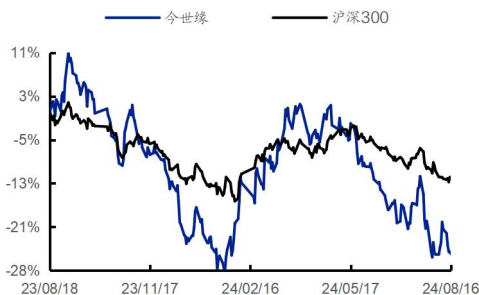
证券分析师: 刘洁铭 S0350521110006
liujm@ghzq.com.cn

证券分析师: 秦一方 S0350523120001
qinyf@ghzq.com.cn

稳健增长，势能延续

——今世缘（603369）2024年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/16

表现	1M	3M	12M
今世缘	-10.5%	-21.6%	-23.5%
沪深300	-4.4%	-8.1%	-12.4%

市场数据

2024/08/16

当前价格(元)	42.99
52周价格区间(元)	41.32-65.68
总市值(百万)	53,930.96
流通市值(百万)	53,930.96
总股本(万股)	125,450.00
流通股本(万股)	125,450.00
日均成交额(百万)	196.83
近一月换手(%)	0.45

相关报告

《今世缘（603369）公司动态研究：上市十年砥砺前行，百亿之后勇攀高峰（买入）*白酒II*刘洁铭，秦一方》——2024-07-15

《今世缘（603369）2023年报及2024年一季报点评：百亿再出发，勇攀新高峰（买入）*白酒II*刘洁铭，秦一方》——2024-04-30

《今世缘（603369）点评报告：预计2023年营收跨入百亿元俱乐部，开启发展新征程（买入）*白酒II*薛玉虎，刘洁铭》——2024-01-02

事件:

2024年8月16日，今世缘发布2024年中报。2024H1公司实现营业总收入73.05亿元，同比+22.35%；归母净利润24.61亿元，同比+20.08%；扣非归母净利润24.46亿元，同比+19.23%。2024Q2公司实现营业总收入26.34亿元，同比+21.52%；归母净利润9.29亿元，同比+16.86%；扣非归母净利润9.21亿元，同比+14.79%。

投资要点:

- 上半年超额完成增速目标，任务进度顺利过半。2024H1公司营收、净利润增速均超过全年增速目标（营收同比+20.79%，净利润同比+17.98%），按照此前年报中披露的经营目标计算，上半年公司营收/净利润已分别完成全年目标的59.88%/66.51%，进度均已过半。在二季度白酒消费淡季，叠加上半年宏观需求弱复苏的市场环境下，公司仍保持了双位数的营收和净利润增长，体现出强劲的增长动能。
- 中高端产品保持高增，省内外布局持续优化。1) 分产品：2024H1公司特A+类/特A类产品分别实现营收46.54/22.16亿元，同比分别+21.91%/+26.05%，均保持双位数高速增长，百元以上中高端产品营收合计为68.70亿元，占比同比+0.76pct至94.67%。我们认为100-300元中档价位淡雅及单开受益大众宴席场景回补继续保持高增；300元以上核心单品四开、对开保持稳健增长，其中四开自2004年上市以来历经五代升级，年增速在35%以上，据Frost&Sullivan统计认证，2023年四开实现中国中度高端白酒500元价格带单品销量第一，我们认为其未来将继续巩固公司基本盘；高端V系有望贡献未来新增长极，V3增速相对较快，占V系营收比重已过半，V9侧重打造高端品牌形象；2) 分区域：公司省内精耕攀顶，分品系、分区域开展专项提升，取得明显成效。2024H1省内强势市场保持高增，淮安/南京大区同比分别+21.34%/+16.62%；薄弱区域持续强化，苏中/苏南大区营收同比分别+32.91%/+22.12%，其中苏中大区为上半年省内营收增速最高；盐城/淮海大区同比分别+22.62%/+13.98%，整体省内营收占比同比略降至91.74%。公司省外攻城拔寨，周边化、板块化举措有效落实，2024H1省外实现营收6亿元，同比+36.39%，省外营收占比同比+0.86pct至8.26%。
- 净利率同比略降，毛利率小幅改善。2024Q2公司净利率同比-1.41pct

至 35.27%，毛利率同比+0.15pct 至 73.02%，税金及附加费用率同比+0.24pct，销售/管理费用率同比分别-0.91pct/+0.07pct，投资收益占营收比重同比下滑 1.53pct，略拖累净利率。现金流方面，2024Q2 公司实现销售收现 24.96 亿元，同比+7.13%，增速略微承压，低于营收增速。截止 2024Q2 末，公司合同负债为 6.27 亿元，环比-3.46 亿元，同比-5.02 亿元。

- **盈利预测和投资评级：**2024 年是公司百亿再出发、勇攀新高峰的开局之年，公司确立经营目标为总营收 122 亿元左右，净利润 37 亿元左右，锚定“2025 年挑战营收 150 亿元”的既定战略目标。公司产品结构精准卡位次高端价格带，在江苏市场次高端持续扩容的背景下，我们看好公司借势继续扩大收入规模，短期无须过度担忧省内竞争问题，继续看好公司未来成长的稳健性。我们维持公司盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入分别为 124.36/150.76/181.48 亿元，归母净利润分别为 39.37/48.42/58.69 亿元，EPS 分别为 3.14/3.86/4.68 元，对应 PE 分别为 14/11/9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 消费复苏节奏受抑制；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 经济大幅波动致白酒价格下滑；4) 产品升级节奏不及预期；5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10100	12436	15076	18148
增长率(%)	28	23	21	20
归母净利润（百万元）	3136	3937	4842	5869
增长率(%)	25	26	23	21
摊薄每股收益（元）	2.52	3.14	3.86	4.68
ROE(%)	24	25	26	26
P/E	19.38	13.70	11.14	9.19
P/B	4.60	3.44	2.89	2.42
P/S	6.05	4.34	3.58	2.97
EV/EBITDA	13.83	8.84	6.91	5.38

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：今世缘盈利预测表

证券代码:	603369				股价:	42.99				投资评级:	买入				日期:	2024/08/16			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	24%	25%	26%	26%	EPS	2.52	3.14	3.86	4.68										
毛利率	78%	79%	80%	80%	BVPS	10.59	12.51	14.88	17.74										
期间费率	23%	23%	23%	23%	估值														
销售净利率	31%	32%	32%	32%	P/E	19.38	13.70	11.14	9.19										
成长能力					P/B	4.60	3.44	2.89	2.42										
收入增长率	28%	23%	21%	20%	P/S	6.05	4.34	3.58	2.97										
利润增长率	25%	26%	23%	21%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.51	0.54	0.56	0.58	营业收入	10100	12436	15076	18148										
应收账款周转率	212.03	214.64	204.84	207.15	营业成本	2187	2581	3045	3594										
存货周转率	0.49	0.49	0.49	0.49	营业税金及附加	1497	1951	2335	2803										
偿债能力					销售费用	2097	2425	2957	3587										
资产负债率	39%	36%	35%	34%	管理费用	428	517	629	758										
流动比	1.59	1.67	1.74	1.83	财务费用	-183	-129	-160	-195										
速动比	0.97	1.03	1.06	1.12	其他费用/(-收入)	43	56	67	81										
					营业利润	4179	5245	6447	7810										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-17	-15	-16	-16										
现金及现金等价物	7754	8915	10384	12476	利润总额	4162	5230	6432	7795										
应收款项	49	67	80	95	所得税费用	1026	1293	1589	1926										
存货净额	4996	5615	6707	7931	净利润	3136	3937	4842	5869										
其他流动资产	115	137	168	204	少数股东损益	0	0	0	0										
流动资产合计	12914	14735	17338	20706	归属于母公司净利润	3136	3937	4842	5869										
固定资产	1254	1496	1753	2046															
在建工程	3711	4816	6002	7155	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	3711	3584	3679	3768	经营活动现金流	2800	4108	5015	6030										
长期股权投资	41	50	59	69	净利润	3136	3937	4842	5869										
资产总计	21631	24681	28832	33744	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	900	773	662	561	折旧摊销	150	185	214	248										
应付款项	1170	1345	1634	1909	公允价值变动	-17	-13	-15	-18										
合同负债	2400	2611	2864	3267	营运资金变动	-266	134	155	150										
其他流动负债	3672	4079	4828	5576	投资活动现金流	-1198	-902	-1280	-1129										
流动负债合计	8142	8809	9989	11313	资本支出	-2194	-1638	-1768	-1797										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	860	391	291	434										
其他长期负债	201	179	179	179	其他	136	345	197	234										
长期负债合计	201	179	179	179	筹资活动现金流	-623	-1658	-1982	-2383										
负债合计	8344	8988	10168	11492	债务融资	300	-127	-111	-100										
股本	1255	1255	1255	1255	权益融资	0	4	0	0										
股东权益	13287	15693	18665	22251	其它	-923	-1535	-1871	-2283										
负债和股东权益总计	21631	24681	28832	33744	现金净增加额	979	1548	1753	2518										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。