2024年10月31日 证券研究报告•2024年三季报点评

今世缘(603369)食品饮料

买入 (维持)

当前价: 43.94 元

目标价: 55.59元 (6个月)



产品结构延续升级, 经营韧性凸显

投资要点

- 事件:公司发布 2024年三季报,前三季度实现营收 99.4亿元,同比+18.9%; 归母净利润 30.9 亿元, 同比+17.1%。单季度来看, 24Q3 实现营收 26.4 亿元, 同比+10.1%; 归母净利润 6.2 亿元, 同比+6.6%。收入基本符合市场预期, 利 润略低干预期。
- 结构延续升级,省内精耕+省外扩张路径清晰。1、分产品看,24Q3 特 A+、特 A、A 类、B 类、C+D 类产品分别实现营收 18.1 亿元(+11.7%)、6.5 亿元(+9.6%)、 1.1 亿元(+7.7%)、0.4 亿元(-11.9%)、0.2 亿元(-17.8%)。24Q3 百元以上 中高端产品的收入占比同比提升 0.9pp 至 93.3%, 增速保持领先。国缘品牌核 心单品卡位 100-300 元主流消费价位带快速放量,在竞争加剧下维持双位数逆 势增长,对开、四开、单开、淡雅等带动效应持续。公司于 10 月发布高端新品 国缘 2049, 提前布局千元价格带, 打开高端化空间。2、分区域看, 24Q3省内 实现营收24.2亿元(+9.3%),其中淮安、南京、苏南、苏中、盐城、淮海大区 分别实现营收 6.6 亿元(+10.1%)、5.0 亿元(+8.1%)、4.0 亿元(+8.2%)、3.6 亿元(+12.9%)、2.9亿元(+9.0%)、2.3亿元(+6.7%)。公司在省内分品提升、 分区精耕, 淮安、南京区域基本盘稳固, 苏中区域增长势能强劲, 苏南区域联 接长三角一体化战略突破潜力逐步释放。24Q3 省外实现营收 8.0 亿元 (+32.7%),省外市场聚焦国缘品牌,扩充团购经销商团队布局环江苏样板城市。
- 货折确认致毛利率下降,回款节奏调整影响现金流表现。1、24Q3公司毛利率 为 75.6%, 同比-5.1pp, 主要系本期货折确认及国缘升级换代抬高成本。2、24Q3 销售/管理费用率分别为 20.6%/4.6%, 同比-3.9pp/+0.5pp, 在费投精准控制下, 公司销售费用率优化。3、24Q3 销售收现 30.6 亿元, 同比-1.8%; 经营性现金 流量净额 9.8 亿元, 同比-16.9%; 合同负债余额 5.4 亿元, 同比-58.5%。考虑 到外部销售环境,公司调整回款节奏,期内确认预收款较多,期内销售收现增 速低于收入增速。4、净利率为23.7%,同比-0.8pp,盈利能力仍保持相对高位。
- 高端化与全国化并进,兼具成长性和成长空间。1、公司国缘系列坚持"中国新 一代高端白酒"的品牌定位,高举高打进行品牌建设,品牌高度持续提升。在 苏酒挤压式增长环境中, 受益于国缘品牌高势能带动, 淡雅、单开等单品在 100-300 元扩容价格带中逐步积累动力,仍处向上增长周期。2、省内持续推进 "精耕攀顶", 苏中、苏南地区不断取得新突破, 打破发展天花板, 不断拓展成 长空间,综合增长势能延续。3、省外继续坚持"攻城拔寨",启动"再造江苏" 工程,聚焦山东/安徽/长三角/河南等 10+N重点市场,明确三年 30 亿战略投入, 周边化、板块化举措有效落实。
- 盈利预测与投资建议。预计 2024-2026 年 EPS 分别为 2.88 元、3.27 元、3.74 元,对应 PE 分别为 15 倍、13 倍、12 倍。行业挤压式增长趋势明显,公司受 益于省内综合竞争优势突出和全国化布局,业绩确定性强。故给予公司 2025年 17倍估值,对应目标价55.59元,维持"买入"评级。
- 风险提示: 经济大幅下滑风险,消费复苏不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	101.00	118.54	137.64	158.12
增长率	28.05%	17.36%	16.11%	14.88%
归属母公司净利润 (亿元)	31.36	36.07	40.98	46.97
增长率	25.30%	15.02%	13.62%	14.61%
每股收益EPS(元)	2.50	2.88	3.27	3.74
净资产收益率 ROE	23.60%	22.18%	20.87%	19.97%
PE	18	15	13	12
PB	4.15	3.39	2.81	2.34

数据来源:Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049 邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪

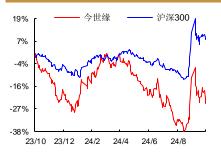
执业证号: S1250524070007 电话: 023-63786049 邮箱: dyuc@swsc.com.cn

分析师: 王书龙

执业证号: S1250523070003 电话: 023-63786049

邮箱: wsl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:聚源数据

基础数据 总股本(亿股) 12.54 流通 A 股(亿股) 12.54 52 周内股价区间(元) 35.59-59.63 总市值(亿元) 551.23 总资产(亿元) 223.87 每股净资产(元) 12.06

相关研究

- 1. 今世缘 (603369): 高增势能延续, 增长 韧性十足 (2024-08-19)
- 2. 今世缘 (603369): 省内精耕省外突破, 新百亿路径清晰 (2024-07-15)
- 3. 今世缘 (603369): 百亿目标已达成, 新 百亿开局顺利 (2024-05-09)
- 4. 今世缘 (603369): 百亿营收已达成, 即 将开启新百亿 (2023-12-30)



盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 国缘 V3 已站稳 600 元价位,并逐步进入量增阶段,将持续推动产品结构升级;国缘四开在省内 400-500 元价位段具备突出竞争优势,且公司确立了省外聚焦于国缘四开的市场拓展策略,增长空间持续扩大;国缘 V3、四开的高增将带动特 A+类产品的量价双增,预计特 A+类 2024-2026 年销量同比增长 15%、14%、13%,吨价分别提升 3%、3%、3%,毛利率分别为 85%、84.5%、84.2%。

假设 2: 国缘对开增长势能强劲,在省内品牌力、渠道力具备突出竞争优势,将尽享 300 元价位市场扩容和品牌度集中的红利;此外,公司积极布局培育今世缘 D20 等核心单品,持续推动今世缘系列的产品结构升级,国缘对开、今世缘系列的结构升级将带动特 A 类产品的量价齐升,预计特 A 类 2024-2026 年销量同比增长 15%、12%、10%,吨价提升 3%、3%、3%,毛利率分别为 70%、69.1%、68.5%。

假设 3:公司持续推进今世缘品牌激活、开启高沟品牌复兴,有望带动公司百元以下产品放量,预计其他类产品 2024-2026 年销量同比增长-2.6%、0.9%、1.5%,吨价提升 5.6%、5.1%、3.9%。

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年主营业务收入成本如下表:

表 1: 主营业务收入及毛利率

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	101.0	118.5	137.6	158.1
yoy	28.0%	17.4%	16.1%	14.9%
营业成本	21.9	26.2	30.8	35.6
毛利率	78.3%	77.9%	77.6%	77.5%
特 A+类				
收入	65.0	77.0	90.5	105.3
yoy	25.1%	18.5%	17.4%	16.4%
销量 (吨)	14011	16112	18368	20756
yoy	18.4%	15.0%	14.0%	13.0%
吨价(万元/吨)	46.4	47.8	49.2	50.7
yoy	5.7%	3.0%	3.0%	3.0%
成本	9.4	11.6	14.0	16.6
吨成本(万元/吨)	6.7	7.2	7.6	8.0
yoy	-3.3%	7.0%	6.0%	5.0%
毛利率	85.5%	85.0%	84.5%	84.2%
特A类				
收入	28.7	34.0	39.2	44.4
yoy	37.1%	18.5%	15.4%	13.3%
销量 (吨)	19983	22980	25738	28312
yoy	30.8%	15.0%	12.0%	10.0%



亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
吨价(万元/吨)	14.4	14.8	15.2	15.7
yoy	4.8%	3.0%	3.0%	3.0%
成本	8.3	10.2	12.1	14.0
吨成本 (万元/吨)	4.2	4.4	4.7	4.9
yoy	-5.0%	7.0%	6.0%	5.0%
毛利率	71.1%	70.0%	69.1%	68.5%
其他类				
收入	7.2	7.4	7.9	8.3
yoy	28.6%	2.9%	6.1%	5.5%
销量 (吨)	13376	13033	13155	13350
yoy	4.1%	-2.6%	0.9%	1.5%
吨价(万元/吨)	5.4	5.7	6.0	6.2
yoy	23.5%	5.6%	5.1%	3.9%
成本	4.1	4.3	4.6	5.0
吨成本 (万元/吨)	3.1	3.3	3.5	3.7
yoy	17.7%	7.1%	6.3%	5.4%
毛利率	42.7%	41.9%	41.3%	40.4%

数据来源: Wind, 西南证券

可比公司方面,我们以古井贡酒、迎驾贡酒、老白干酒作为可比公司。公司省内品牌优势突出,将尽享苏酒市场份额集中度提升红利;与此同时,公司积极布局培育国缘 V3,持续推动产品结构升级,盈利能力持续增强;此外,公司对省外布局区域和产品进行合理取舍,更加聚焦核心市场和核心产品,省外市场开拓将更加扎实稳健。未来 3-5 年是省内市占率持续提升和全国化布局的突破期,伴随着毛利率提升叠加费用率递减,业绩弹性将持续释放。故给予公司 2025 年 17 倍估值,对应目标价 55.59 元,维持"买入"评级。

表 2: 可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价(元)	归母净利润 (亿元)			PE				
此分八吗	此分间亦	展初(元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000596.SZ	古井贡酒	188.41	45.9	58.1	70.4	84.0	27	17	14	12
603198.SH	迎驾贡酒	60.18	22.9	28.1	33.7	40.1	23	17	14	12
600559.SH	老白干酒	20.67	6.7	8.7	10.8	13.1	31	22	17	14
	平均值							19	15	13
603369.SH	今世缘	43.94	31.4	36.1	41.0	47.0	18	15	13	12

数据来源: Wind, 西南证券整理



附表: 财务预测与估值

審业收入 101.00 118.54 137.64 158.12 沖利海 13.36 36.07 40.98 46.97 常业成本 21.87 26.17 30.81 35.63 新旧与神銷 1.49 1.91 2.44 2.90 营业税金及附加 14.97 18.59 22.99 22.93 1.83 -0.05 -0.31 -0.45 情景費用 4.28 4.74 5.51 6.32 2 26.22 25.26 6.32 2 26.22 26.21 2.46 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 2.42 2.66 2.42 2.54 0.65 1.49 0.54 2.42 2.54 0.05 1.49 0.54 2.42 2.54 0.05 0.03 2.42 2.54 0.05 0.03 2.42 2.54 2.14 0.05 1.49 1.48 4.42 2.02 2.14 4.42										
告生成を	利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
審主税金足附か 14.97 18.89 22.99 25.38 計事費用 -1.83 -0.06 -0.31 -0.45 18.9頁円 20.97 22.52 25.46 30.04 がき費用 20.97 22.52 25.46 30.04 でデス値段所 4.28 4.74 5.51 6.32 でデス値段所 -1.83 -0.05 -0.31 -0.45 投資が直接 -0.07 0.00 -0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.	营业收入	101.00	118.54	137.64	158.12	净利润	31.36	36.07	40.98	46.97
語音音音 20.97 22.52 25.46 30.04 表示性 20.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 の	营业成本	21.87	26.17	30.81	35.63	折旧与摊销	1.49	1.91	2.44	2.90
受政権の	营业税金及附加	14.97	18.59	22.99	25.38	财务费用	-1.83	-0.05	-0.31	-0.45
# 持条管用	销售费用	20.97	22.52	25.46	30.04	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
接产級値振失 0.00 0.00 0.00 0.00	管理费用	4.28	4.74	5.51	6.32	经营营运资本变动	-2.33	-4.34	-1.42	6.61
接受政益 1.09 1.03 1.03 1.03 1.03	财务费用	-1.83	-0.05	-0.31	-0.45	其他	-0.69	-1.49	0.54	-2.42
安た骨後受物類 0.00 0.00 0.00 0.00 4	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	28.00	32.09	42.22	53.61
大色色管視道 1.19	投资收益	1.09	1.03	1.03	1.03	资本支出	-21.68	-1.00	-0.50	-0.30
書並利渕	公允价值变动损益	0.17	0.53	0.46	0.44	其他	9.70	1.56	1.49	1.46
共和基額 41.62 48.09 54.64 62.62 版	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-11.98	0.56	0.99	1.16
解釋税 11.62 48.09 54.64 62.62 麻釋税 10.26 12.02 13.66 15.66 ・神利河 31.36 36.07 40.98 46.97 少裁設系積益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 声格音楽 (元人) 2023A 2024E 2025E 2026E 資産資金 64.57 81.94 118.25 165.28 産 根料利付款項 0.86 1.08 1.23 1.43 各資 49.96 58.34 67.25 78.86 素 物設稅投資 0.41 0.41 0.41 0.41 0.41 0.41 0.41 0.41	营业利润	41.79	48.12	54.67	62.65	短期借款	3.00	-9.00	0.00	0.00
所得税 10.26 12.02 13.66 15.66 支付股利 9.10 6.27 7.21 -8.20 4.9月利润 31.36 36.07 40.98 46.97 支付股利 -0.22 -0.01 0.31 0.45 大利配 少少数股库相互 0.02 -0.01 0.31 0.45 大利股局域が開始 6.23 -15.28 6.90 7.75 0.45 大月股局域が開始 6.23 -15.28 6.90 7.75 0.45 大月股局域が開始 6.62 40.86 46.97 181.94 118.25 165.28 大月股局域が開始 9.09 7.53 36.31 47.02 大月股局域が開始 9.09 68.34 67.25 78.86 大月股地域が更 20.08 17.3% 16.11% 14.88% 金土利間増生 20.08% 17.3% 16.11% 14.88% 金里利間増生 20.08% 17.3% 16.11% 14.88% 金里利間増生 20.08% 17.3% 16.11% 14.88% 金里利間増生 20.08% 15.02% 13.62% 14.60% 金里大利間増生 金里の場所 23.0% 15.02% 13.62% 14.60% 金里和開始生	其他非经营损益	-0.17	-0.03	-0.03	-0.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
神利润 31.36 36.07 40.98 46.97 其他 -0.22 -0.01 0.31 0.45 少数股票相益 0.00 0.00 0.00 9.00 9.00 7.75 40.98 46.97 現金油学研練・研練・評価 -6.23 -15.28 -6.90 -7.75 7.75 現金油学研練・研練・評価 -6.23 -15.28 -6.90 -7.75 36.31 47.02 基本金油学研練・研練・評価 9.09 17.37 36.31 47.02 基本金油学研練・研練・課金 9.09 17.37 36.31 47.02 基本金油学研練・課金 20.23A 2024E 2025E 基本金地本金油学研練・課金 9.09 17.37 36.31 47.02 基本金地本金油学研練・報金 20.23A 2024E 2025E 基本金地本金油学研練・報金 20.20 基本・数元金融金 40.24 40.24 40.24 40.44 0.44 0.44 0.44 0.44 0.44 0.44 0.44 0.44 0.44 0.44 0.44 0.44 0.44 0.44 0.44 0.44 0.45	利润总额	41.62	48.09	54.64	62.62	股权融资	0.09	0.00	0.00	0.00
少数股系相益 原為學研院計算 第一章会 信任之 で育金 の格高の資产 13.74 2024E 118.25 2025E 118.25 2026E 118.25 2026E 118.25 165.28 成本施力 報告及力 報告及力 報告及力 (13.74 118.25 118.25 165.28 成本施力 報告及力 報告及力 (13.74 118.25 118.27 165.28 成本施力 有管 49.64 17.36% 16.11% 14.88% 投資情を地流动資产 長期限技程章 (13.74 13.74 13.87 14.00 14.00 14.00 14.00 14.00 14.00 14.00 14.60% 22.48% 20.58% 15.68% 14.61% 14.60% 22.48% 20.58% 13.66% 14.61% 14.60% 22.48% 20.58% 13.66% 14.61% 14.60% 22.48% 20.58% 13.66% 14.61% 14.60% 22.48% 20.58% 13.66% 14.61% 14.60% 22.48% 20.58% 13.66% 14.61% 14.65% 22.48% 20.58% 13.65% 14.63% 22.48% 20.58% 13.65% 14.63% 22.48% 20.58% 13.65% 14.63% 22.48% 20.28% 22.27% 22.27% 22.27% 22.27% 22.27% 22.27% 22.27% 22.27% 22.27% </td <td>所得税</td> <td>10.26</td> <td>12.02</td> <td>13.66</td> <td>15.66</td> <td>支付股利</td> <td>-9.10</td> <td>-6.27</td> <td>-7.21</td> <td>-8.20</td>	所得税	10.26	12.02	13.66	15.66	支付股利	-9.10	-6.27	-7.21	-8.20
四島神外部線線 31.36 36.07 40.98 46.97 36.31 47.02 36.31 36.31 47.02 36.31 36.31 47.02 36.31 36.31 47.02 36.31 36.31 47.02 36.31 36.31 36.31 36.32 36.39	净利润	31.36	36.07	40.98	46.97	其他	-0.22	-0.01	0.31	0.45
業产負債表(にむ) 2023A 2024E 2025E 2026E 貨币青金 64.57 81.94 118.25 165.28 应收和預付款項 0.86 1.08 1.23 1.43 存貨 49.96 58.34 67.25 78.86 共地流动資产 13.74 13.87 14.00 14.63% 投資性房地戶 0.00 0.00 0.00 0.00 開皮資产和企建工程 49.64 49.39 48.12 46.23 元形資产和元度支出 4.09 3.45 2.78 2.08 大砂性活力で表支出 4.09 3.45 2.78 2.08 大砂性活力で表支出 4.09 3.45 2.78 2.08 大砂性活力で表支出 4.09 3.45 2.78 2.08 大砂性活力で表力を表す 2.289% 2.296% 22.26% 大砂性活力で表力を表力 2.183 2.289 2.77 2.08 2.289% 2.2.18% 2.2.18% 大砂性高力で表力を表力 2.13 2.84.94 34.30 大脚性高力で表力で表力で表力で表力で表力で表力で表力で表力で表力で表力で表力で表力で表力	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-6.23	-15.28	-6.90	-7.75
廣布資金 64.57 81.94 118.25 165.28 点米能力 9.06 1.08 1.23 1.43 1.43 情像収入場化率 28.05% 17.36% 16.11% 14.88% 音質 49.96 58.34 67.25 78.86 音変 49.96 58.34 67.25 78.86 音変 49.96 58.34 67.25 78.86 注象性流力学 13.74 13.74 13.87 14.00 24.10 0.41 0.41 0.41 0.41 0.41 0.41 0.41	归属母公司股东净利润	31.36	36.07	40.98	46.97	现金流量净额	9.79	17.37	36.31	47.02
廣布資金 64.57 81.94 118.25 165.28 点米能力 9.06 1.08 1.23 1.43 1.43 情像収入場化率 28.05% 17.36% 16.11% 14.88% 音質 49.96 58.34 67.25 78.86 音変 49.96 58.34 67.25 78.86 音変 49.96 58.34 67.25 78.86 注象性流力学 13.74 13.74 13.87 14.00 24.10 0.41 0.41 0.41 0.41 0.41 0.41 0.41										
度收和預付款項 0.86 1.08 1.23 1.43 有害收入增长率 28.05% 17.36% 16.11% 14.88% 存貨 49.96 58.34 67.25 78.86 其他流动资产 13.74 13.87 14.00 14.1 0.41 0.41 0.41 0.41 0.41 0.4	资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
存貨 49.96 55.34 67.25 78.86 其他流动資产 13.74 13.74 13.87 14.00 长期股权投資 0.41 0.41 0.41 0.41 0.41 投資性房地产 0.00 0.00 0.00 0.00 國定資产戶和建工程 49.64 49.39 48.12 46.23 長形資产和开发支出 4.09 3.45 2.78 2.08 其他非流动資产 33.02 33.02 33.01 33.01 超期借數 9.00 0.00 0.00 0.00 0.00 应付和預收款項 45.35 44.35 48.41 60.03 长期借數 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 应付和預收款项 45.35 44.35 48.41 60.03 长期借數 0.00 0.00 0.00 0.00 应付和預收款项 45.35 44.35 48.41 60.03 长期借數 0.00 0.00 0.00 0.00 应付和預收款项 45.35 12.5	货币资金	64.57	81.94	118.25	165.28	成长能力				
其他流动资产 长期股权投资 包含性房地产 同定资产和在建工程 49.64 人形资产和开发支出 4.09 或.45 之形。 2.78 之.08 其他非流动资产 33.02 或.02 或期借款 4.09 或.45 之.78 之.08 其他非流动资产 33.02 或.02 或期借款 4.09 或.45 之.78 之.08 其他非流动资产 33.02 或.02 或.03 或.01 或.02 或.04 或.04 或.04 或.04 或.04 或.04 或.04 或.04	应收和预付款项	0.86	1.08	1.23	1.43	销售收入增长率	28.05%	17.36%	16.11%	14.88%
 长期股权投资	存货	49.96	58.34	67.25	78.86	营业利润增长率	25.06%	15.16%	13.61%	14.60%
接資性房地产 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00	其他流动资产	13.74	13.74	13.87	14.00	净利润增长率	25.30%	15.02%	13.62%	14.61%
固定資产和在建工程	长期股权投资	0.41	0.41	0.41	0.41	EBITDA 增长率	22.48%	20.58%	13.65%	14.63%
三勝摩 1.58 で 1.58 で 1.55 で 1.	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
其他非流动資产 33.02 33.01 33.01 黄产总计 216.31 241.37 284.94 341.30 短期借款 9.00 0.00 0.00 0.00 应付和预收款项 45.35 44.35 48.41 60.03 长期借款 0.00 0.00 0.00 0.00 其他负债 29.09 34.41 40.16 46.12 負债合计 83.44 78.76 88.56 106.15 股本 12.55 <t< td=""><td>固定资产和在建工程</td><td>49.64</td><td>49.39</td><td>48.12</td><td>46.23</td><td>毛利率</td><td>78.35%</td><td>77.92%</td><td>77.61%</td><td>77.47%</td></t<>	固定资产和在建工程	49.64	49.39	48.12	46.23	毛利率	78.35%	77.92%	77.61%	77.47%
黄产总计 216.31 241.37 284.94 341.30 短期借款 9.00 0.00 0.00 0.00 应付和預收款项 45.35 44.35 48.41 60.03 长期借款 0.00 0.00 0.00 0.00 其他负债 29.09 34.41 40.16 46.12 身債合计 83.44 78.76 88.56 106.15 股本 12.55 <t< td=""><td>无形资产和开发支出</td><td>4.09</td><td>3.45</td><td>2.78</td><td>2.08</td><td>三费率</td><td>23.19%</td><td>22.96%</td><td>22.27%</td><td>22.72%</td></t<>	无形资产和开发支出	4.09	3.45	2.78	2.08	三费率	23.19%	22.96%	22.27%	22.72%
短期借款 9.00 0.00 0.00 0.00	其他非流动资产	33.02	33.02	33.01	33.01	净利率	31.05%	30.43%	29.77%	29.70%
应付和預收款項 45.35 44.35 48.41 60.03	资产总计	216.31	241.37	284.94	341.30	ROE	23.60%	22.18%	20.87%	19.97%
 长期倩教 0.00 41.03% 42.16% 41.26% 41.17% 普遍化力 总资产周转率 0.51 0.52 0.52 0.52 0.52 0.50 0.52 0.50 0.52 0.50 0.52 0.52<	短期借款	9.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.50%	14.94%	14.38%	13.76%
其他负债 29.09 34.41 40.16 46.12 负债合计 83.44 78.76 88.56 106.15 股本 12.55<	应付和预收款项	45.35	44.35	48.41	60.03	ROIC	105.20%	82.69%	88.92%	109.95%
负债合计 83.44 78.76 88.56 106.15 股本 12.55 12.55 12.55 12.55 12.55 资本公积 7.27 7.27 7.27 7.27 7.27 留存收益 117.32 147.12 180.89 219.66 应收账款周转率 193.24 196.36 191.42 191.78 少数股东权益 132.87 162.61 196.37 235.14 續舊高裝幣壽林到見營並从 119.41% — — — — — 股东权益合计 132.87 162.61 196.37 235.14 續產者納 119.41% —	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	41.03%	42.16%	41.26%	41.17%
股本 12.55 2.57 7.27 7	其他负债	29.09	34.41	40.16	46.12	营运能力				
资本公积 7.27 7.27 7.27 7.27 7.27 7.27 万.27 万.28 万.29 万.29 万.28 万.21 月.28 万.21 月.27 万.28 万.24 月.27 月.28 月.29	负债合计	83.44	78.76	88.56	106.15	总资产周转率	0.51	0.52	0.52	0.50
留存收益 117.32 147.12 180.89 219.66 中属母公司股东权益 132.87 162.61 196.37 235.14 少数股东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 股东权益合计 132.87 162.61 196.37 235.14 负债和股东权益合计 216.31 241.37 284.94 341.30 並持和估值指标 2023A 2024E 2025E 2026E EBITDA 41.45 49.98 56.80 65.10 PE 17.57 15.28 13.44 11.73 PB 4.15 3.39 2.81 2.34 PS 5.46 4.65 4.00 3.48 EV/EBITDA 10.84 8.47 6.81 5.22	股本	12.55	12.55	12.55	12.55	固定资产周转率	8.17	6.73	5.05	4.53
中属母公司股东权益	资本公积	7.27	7.27	7.27	7.27	应收账款周转率	193.24	196.36	191.42	191.78
少数股东权益 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 日本结构 資产負债率 38.57% 32.63% 31.08% 31.10% 分质有服东权益合计 216.31 241.37 284.94 341.30 带息债务/总负债 10.79% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00% 0.00%	留存收益	117.32	147.12	180.89	219.66	存货周转率	0.49	0.48	0.48	0.48
股东权益合计 132.87 162.61 196.37 235.14 负债和股东权益合计 216.31 241.37 284.94 341.30 业绩和估值指标 2023A 2024E 2025E 2026E EBITDA 41.45 49.98 56.80 65.10 PE 17.57 15.28 13.44 11.73 PB 4.15 3.39 2.81 2.34 PS 5.46 4.65 4.00 3.48 EV/EBITDA 10.84 8.47 6.81 5.22	归属母公司股东权益	132.87	162.61	196.37	235.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.41%	_	_	_
负债和股东权益合计 216.31 241.37 284.94 341.30 带息债务/总负债 10.79% 0.00% 0.00% 0.00% 业绩和估值指标 2023A 2024E 2025E 2026E 2026E 速动比率 0.97 1.59 2.02 2.32 2.49 建动比率 0.97 1.26 1.54 1.74 B 17.57 15.28 13.44 11.73 40	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
业绩和估值指标 2023A 2024E 2025E 2026E EBITDA 41.45 49.98 56.80 65.10 PE 17.57 15.28 13.44 11.73 PB 4.15 3.39 2.81 2.34 PS 5.46 4.65 4.00 3.48 EV/EBITDA 10.84 8.47 6.81 5.22 流动比率 1.59 2.02 2.32 2.49 速动比率 0.97 1.26 1.54 1.74 B及利之中率 29.02% 17.39% 17.60% 17.45% 每股指标 4 4 4 4 4 4 B股利益 2.50 2.88 3.27 3.74 4 4 4 4 4 4 4 4 4 B股科益 2.50 2.88 3.27 3.74 4 4 4 4 4 4 4 4 4 4 B股科益 2.23 2.26 3.37 4.27	股东权益合计	132.87	162.61	196.37	235.14	资产负债率	38.57%	32.63%	31.08%	31.10%
业绩和估值指标 2023A 2024E 2025E 2026E EBITDA 41.45 49.98 56.80 65.10 PE 17.57 15.28 13.44 11.73 PB 4.15 3.39 2.81 2.34 PS 5.46 4.65 4.00 3.48 EV/EBITDA 10.84 8.47 6.81 5.22 建动比率 0.97 1.26 1.54 1.74 股利支付率 29.02% 17.39% 17.60% 17.45% 每股指标	负债和股东权益合计	216.31	241.37	284.94	341.30	带息债务/总负债	10.79%	0.00%	0.00%	0.00%
EBITDA 41.45 49.98 56.80 65.10 PE 17.57 15.28 13.44 11.73 PB 4.15 3.39 2.81 2.34 PS 5.46 4.65 4.00 3.48 EV/EBITDA 10.84 8.47 6.81 5.22 BR 利支付率 29.02% 17.39% 17.60% 17.45% BR 指标						流动比率	1.59	2.02	2.32	2.49
PE 17.57 15.28 13.44 11.73 每股指标 PB 4.15 3.39 2.81 2.34 PS 5.46 4.65 4.00 3.48 EV/EBITDA 10.84 8.47 6.81 5.22 每股经营现金 2.23 2.56 3.37 4.27	业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	速动比率	0.97	1.26	1.54	1.74
PB 4.15 3.39 2.81 2.34 每股收益 2.50 2.88 3.27 3.74 PS 5.46 4.65 4.00 3.48 每股净资产 10.59 12.96 15.65 18.74 EV/EBITDA 10.84 8.47 6.81 5.22 每股经营现金 2.23 2.56 3.37 4.27	EBITDA	41.45	49.98	56.80	65.10	股利支付率	29.02%	17.39%	17.60%	17.45%
PS 5.46 4.65 4.00 3.48 每股净资产 10.59 12.96 15.65 18.74 EV/EBITDA 10.84 8.47 6.81 5.22 每股经营现金 2.23 2.56 3.37 4.27	PE	17.57	15.28	13.44	11.73	毎股指标				
EV/EBITDA 10.84 8.47 6.81 5.22 每股经营现金 2.23 2.56 3.37 4.27	PB	4.15	3.39	2.81	2.34	每股收益	2.50	2.88	3.27	3.74
	PS	5.46	4.65	4.00	3.48	每股净资产	10.59	12.96	15.65	18.74
股息率 1.65% 1.14% 1.31% 1.49% 每股股利 0.73 0.50 0.58 0.65	EV/EBITDA	10.84	8.47	6.81	5.22	每股经营现金	2.23	2.56	3.37	4.27
	股息率	1.65%	1.14%	1.31%	1.49%	每股股利	0.73	0.50	0.58	0.65

数据来源: Wind, 西南证券



分析师承诺

本报告署名分析师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,报告所采用的数据均来自合法合规渠道,分析逻辑基于分析师的职业理解,通过合理判断得出结论,独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因,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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,即:以报告发布日后 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

买入: 未来6个月内, 个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上

持有: 未来6个月内, 个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间

公司评级 中性:未来6个月内,个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间

回避: 未来6个月内, 个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出: 未来6个月内, 个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

强于大市:未来6个月内,行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上

行业评级 跟随大市:未来6个月内,行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间

弱于大市:未来6个月内,行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司(以下简称"本公司")具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7月 1日起正式实施,本报告仅供本公司签约客户使用,若您并非本公司签约客户,为控制投资风险,请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据。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,本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

本报告仅供参考之用,不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险,本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所

须注明出处为"西南证券",且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

上海

地址:上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编: 200120

北京

地址:北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A座 8楼

邮编: 100033

深圳

地址:深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编: 518038

重庆

地址: 重庆市江北区金沙门路 32号西南证券总部大楼 21楼

邮编: 400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
上海	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cr
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
北京	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com



	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	Imtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzr@swsc.com.cn