



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

产品结构加速优化，省外维持高增态势

——2024年三季度点评

买入（维持）

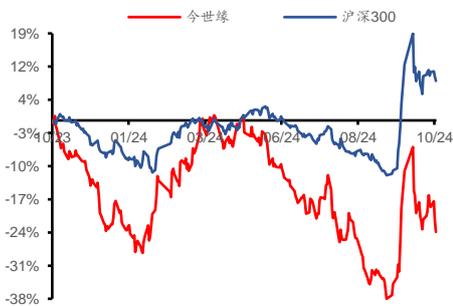
行业：食品饮料
日期：2024年11月01日

分析师：王慧林
Tel: 15951919467
E-mail: wanghuilin@shzq.com
SAC 编号: S0870524040001
分析师：袁家岗
Tel: 02153686249
E-mail: yuanjiagang@shzq.com
SAC 编号: S0870524090003

基本数据

最新收盘价（元）	43.94
12mth A 股价格区间（元）	35.59-59.63
总股本（百万股）	1,254.50
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	551.23

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

- 《产品结构延续升级，费效比稳步优化》
——2024年08月19日
- 《营收超百亿，迈入高质量发展新时期》
——2024年05月06日
- 《稳中求进，蓄力后百亿新征程》
——2024年01月08日

■ 投资摘要

事件概述

10月30日，公司发布2024年三季度报告。前三季度公司实现营业总收入99.42亿元，同比+18.85%；归母净利润30.86亿元，同比+17.08%；扣非归母净利润30.74亿元，同比+16.59%。其中，单Q3实现营业收入26.37亿元，同比+10.11%；归母净利润6.24亿元，同比+6.61%；扣非归母净利润6.28亿元，同比+7.33%。

产品结构加速优化，中高端品类表现稳健。前三季度公司特A+类/特A类/A类/B类/C类、D类产品分别实现营收64.68/28.62/3.67/1.23/0.60亿元，分别同比+18.86%/+21.91%/+12.28%/-5.72%/-11.00%，百元以上中高端产品（特A类及以上）销售占比同比提升0.77个百分点至94.39%，环比上半年继续提速，产品结构进一步优化。2023年起，公司三大品系市场攻坚取得新成效：国缘V系市场氛围日趋浓厚，国缘开系基本盘地位持续夯实，今世缘品牌运作思路更加清晰，高沟品牌呈现蓬勃生机和活力。我们认为，24年产品结构有望延续抬升趋势。

省内持续精耕，省外增势良好。前三季度公司省内实现收入90.81亿元，同比+17.71%。其中淮安与南京两个主力市场继续稳健表现，分别实现营收19.42/24.04亿元，同比+17.27%/+14.74%；苏中、苏南、盐城市场继续稳健表现，分别同比+27.47%/+17.29%/18.71%，营收规模分别达到14.74/12.05/10.93亿元。省外市场延续23年以来的扩张态势，实现营收8.04亿元，同比+32.73%。24年公司在省内持续推进“精耕攀顶”，省外继续坚持“攻城拔寨”，启动“再造江苏”工程，全年省外有望保持良好扩张态势。

毛利率略受拖累，销售费用控制良好。前三季度公司毛利率同比下降1.99个百分点至74.27%，主要系销售增长、本期结算的折扣较多及部分产品升级导致营业成本有所增长；净利率同比下降0.47个百分点至31.04%，销售费用率同比下降2.30个百分点至15.35%，费用控制良好。同时，公司前三季度经营活动产生的现金流净额为22.30亿元，同比增长12.55%，保持健康态势。24Q2以来，公司费效比表现优秀，显示出良好的费用控制能力，我们预计全年费用投入可控。

■ 投资建议

公司近年来展现出强劲的成长节奏，24年是公司百亿再出发、勇攀新高峰的开局之年，也是实现“十四五”规划目标任务的关键一年，公司将继续聚焦高质量发展首要任务，推动三大品系市场攻坚，省内持续推进“精耕攀顶”，省外继续坚持“攻城拔寨”，努力开创高质量发展新局面。我们预计公司24-26年营业收入121.29/141.83/162.81亿元，同比增速分别为20.08%/16.94%/14.79%；归母净利润分别为36.27/41.42/45.76亿元，同比增速分别为15.67%/14.19%/10.49%。对应PE 15/13/12倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

产品升级不及预期，省内竞争加剧。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10100	12129	14183	16281
年增长率	28.0%	20.1%	16.9%	14.8%
归母净利润	3136	3627	4142	4576
年增长率	25.3%	15.7%	14.2%	10.5%
每股收益（元）	2.50	2.89	3.30	3.65
市盈率（X）	17.58	15.20	13.31	12.05
市净率（X）	4.15	3.65	3.26	2.98

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年10月30日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6457	8129	9013	9628
应收票据及应收账款	49	66	75	86
存货	4996	5787	6992	8254
其他流动资产	1412	1417	1429	1444
流动资产合计	12914	15399	17509	19412
长期股权投资	41	50	59	69
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1254	1262	1244	1225
在建工程	3711	5070	6572	8101
无形资产	409	499	595	684
其他非流动资产	3302	3140	3139	3139
非流动资产合计	8717	10020	11609	13217
资产总计	21631	25419	29118	32629
短期借款	900	1190	1535	1854
应付票据及应付账款	1170	1387	1704	1987
合同负债	2400	3139	3571	4099
其他流动负债	3672	4388	5202	6007
流动负债合计	8142	10104	12011	13946
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	201	196	196	196
非流动负债合计	201	196	196	196
负债合计	8344	10300	12207	14142
股本	1255	1255	1255	1255
资本公积	727	733	733	733
留存收益	11732	13559	15351	16928
归属母公司股东权益	13287	15119	16911	18488
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	13287	15119	16911	18488
负债和股东权益合计	21631	25419	29118	32629

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	2800	4481	4479	4895
净利润	3136	3627	4142	4576
折旧摊销	150	165	173	183
营运资金变动	-266	859	335	329
其他	-219	-170	-172	-193
投资活动现金流量	-1198	-1293	-1576	-1581
资本支出	-2194	-1623	-1752	-1782
投资变动	860	-9	-9	-10
其他	136	339	185	210
筹资活动现金流量	-623	-1516	-2019	-2698
债权融资	300	290	345	319
股权融资	0	6	0	0
其他	-923	-1812	-2364	-3017
现金净流量	979	1672	884	615

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10100	12129	14183	16281
营业成本	2187	2660	3175	3740
营业税金及附加	1497	1902	2269	2686
销售费用	2097	2546	2978	3418
管理费用	428	521	602	694
研发费用	43	55	63	72
财务费用	-183	-183	-190	-163
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	109	167	185	210
公允价值变动损益	17	0	0	0
营业利润	4179	4819	5501	6078
营业外收支净额	-17	0	0	0
利润总额	4162	4819	5501	6078
所得税	1026	1191	1359	1502
净利润	3136	3627	4142	4576
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	3136	3627	4142	4576

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	78.3%	78.1%	77.6%	77.0%
净利率	31.1%	29.9%	29.2%	28.1%
净资产收益率	23.6%	24.0%	24.5%	24.8%
资产回报率	14.5%	14.3%	14.2%	14.0%
投资回报率	20.6%	21.4%	21.7%	21.9%
成长能力指标				
营业收入增长率	28.0%	20.1%	16.9%	14.8%
EBIT 增长率	27.5%	19.8%	14.6%	11.3%
归母净利润增长率	25.3%	15.7%	14.2%	10.5%
每股指标 (元)				
每股收益	2.50	2.89	3.30	3.65
每股净资产	10.59	12.05	13.48	14.74
每股经营现金流	2.23	3.57	3.57	3.90
每股股利	1.00	1.44	1.88	2.41
营运能力指标				
总资产周转率	0.51	0.52	0.52	0.53
应收账款周转率	212.03	212.36	201.46	202.65
存货周转率	0.49	0.49	0.50	0.49
偿债能力指标				
资产负债率	38.6%	40.5%	41.9%	43.3%
流动比率	1.59	1.52	1.46	1.39
速动比率	0.97	0.95	0.87	0.80
估值指标				
P/E	17.58	15.20	13.31	12.05
P/B	4.15	3.65	3.26	2.98
EV/EBITDA	13.83	10.04	8.69	7.77

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断