

增长良性放缓 格局持续利好

——今世缘（603369.SH）三季度点评

食品饮料/白酒

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布 2024 年三季度报告，前三季度实现营业收入 99.41 亿元、同比增长 18.86%，归母净利润 30.86 亿元、同比增长 17.08%，扣非归母净利润 30.74 亿元、同比增长 16.59%。其中第三季度实现营收 26.36 亿元、同比增长 10.12%，归母净利润 6.24 亿元、同比增长 6.61%，扣非归母净利润 6.28 亿元、同比增长 7.33%。

投资摘要：

24Q3 增长势能持续，特 A+类增长领先，苏中和淮安保持双位数以上增速。公司 24Q3 营收同比增长 10.12%，增速较 Q2 同比增速下降 11.40 个百分点，增速有所放缓但仍保持双位数以上增长。分产品看，24 前三季度特 A+类/特 A 类/A 类营收分别同比增长 18.86%/21.91%/12.28%，24Q3 特 A+类/特 A 类/A 类营收分别同比增长 11.70%/9.55%/7.74%。公司上半年推进四开控货换代，根据公司 9 月投资者来访接待记录，四开虽在局部地区存在增速下降，但是仍实现超过 15% 的增长，前三季度特 A 及 A 类大众价位产品顺应消费趋势、动销和上量势头良好。分区域看，24Q3 省内/省外营收分别同比增长 9.32%/23.04%，省外增速势头较好。24Q3 省内分大区看，淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区营收分别同比增长 10.10%/8.12%/8.24%/12.89%/9.03%/6.68%，淮安、苏中维持双位数以上同比增长，淮安大本营市场在更高市占率情况下仍实现较好增长，其他区域潜在空间仍较大，公司成熟市场深耕和空白市场开拓等市场策略或可带动省内市场进一步上量。

24Q3 毛销差同比微降，主动放宽渠道回款。24Q3 毛利率 75.59%、同比减少 5.14 个百分点，预计与促销力度加大，四开等产品局部区域增速有所放缓影响公司产品结构有关。销售费用率 20.56%、同比减少 3.90 个百分点，公司渠道促销费用投入或有所缩减。24Q3 单季度毛销差同比减少 1.24 个百分点至 55.03%。24Q3 管理费用率/研发费用率/财务费用率同比增加 0.46/减少 0.01/增加 0.41 个百分点，归母净利润率同比下降 0.78 个百分点。24Q3 末合同负债 5.44 亿元，同比/环比分别减少 7.67/0.84 亿元，单季度销售收现 30.64 亿元，超出三季度营收，经营活动净现金流 9.83 亿元。

持续看好公司省内纵深发展和竞争格局利好下的增长空间。公司在应对竞争中筑牢市场基本盘，在大众价位持续增长的同时，做好升级价位产品培育和主销产品换代。在省内成熟市场做好产品结构提升和渠道深耕、苏中等梯队市场实现较好增长，终端表现较优，省内竞争地位得以提升，看好后续增长势能和潜在空间。公司在省内精耕的同时，省外持续渠道投入和产品培育，聚焦板块化和样板化，培育次高端产品，省外市场发展有望持续突破。

投资建议：预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 118.44、134.79、150.74 亿元，归母净利润分别为 36.49 亿元、41.46 亿元和 46.35 亿元，每股收益分别为 2.91 元、3.30 元和 3.69 元，对应 PE 分别为 15.44X、13.59X 和 12.15X，维持“买入”评级。

风险提示：省内市场竞争加剧风险、省外市场拓展不及预期风险、新品培育不及预期、宏观经济及消费环境持续不振风险

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7,888.03	10,100.38	11,843.61	13,479.33	15,074.20
增长率（%）	23.09%	28.05%	17.26%	13.81%	11.83%
归母净利润（百万元）	2,502.79	3,136.04	3,649.04	4,146.08	4,635.27
增长率（%）	23.34%	25.30%	16.36%	13.62%	11.80%
净资产收益率（%）	22.62%	23.60%	21.25%	19.95%	18.68%
每股收益（元）	2.01	2.52	2.91	3.30	3.69
PE	22.37	17.85	15.44	13.59	12.15
PB	5.09	4.24	3.28	2.71	2.27

资料来源：wind，公司 2022-2023 年财报，申港证券研究所

评级

买入

2024 年 11 月 04 日

王伟

分析师

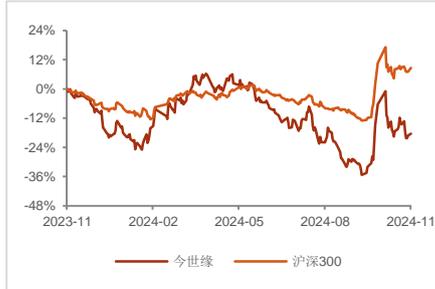
SAC 执业证书编号：S1660524100001

交易数据

时间 2024.11.4

总市值/流通市值（亿元）	563.27/563.27
总股本（万股）	125,450.0
资产负债率（%）	32.41
每股净资产（元）	12.06
收盘价（元）	44.9
一年内最低价/最高价（元）	35.35/61.05

公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

- 《今世缘公司点评：Q2 营收符合预期 增长势能有望延续》2024-08-20
- 《今世缘首次覆盖报告：竞争优势建立 市场空间打开》2023-11-01

表1: 公司盈利预测表

	利润表					资产负债表					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	7888	10100	11844	13479	15074	流动资产合计	11662	12914	16348	20105	24392
营业成本	1845	2187	2665	2990	3320	货币资金	5381	6457	9006	11900	15495
营业税金及附加	1277	1497	1837	2044	2312	应收账款	47	49	64	69	79
营业费用	1390	2097	2294	2666	2951	其他应收款	29	29	34	38	43
管理费用	323	428	480	543	606	预付款项	5	9	9	10	12
研发费用	38	43	53	54	57	存货	3910	4996	5866	6706	7378
财务费用	-100	-183	-142	-162	-152	其他流动资产	34	48	54	61	69
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	6521	8717	8647	8685	8618
公允价值变动收益	84	17	51	34	42	长期股权投资	29	41	41	41	41
投资净收益	122	109	116	113	114	固定资产	1219	1254	1168	1167	1111
营业利润	3341	4179	4844	5512	6158	无形资产	343	409	393	377	362
营业外收入	2	4	5	5	5	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	16	21	2	12	7	其他非流动资产	44	2	34	39	43
利润总额	3328	4162	4847	5505	6156	资产总计	18184	21631	24995	28790	33011
所得税	825	1026	1198	1359	1521	流动负债合计	6941	8142	7621	7811	7996
净利润	2503	3136	3649	4146	4635	短期借款	600	900	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	811	847	1086	1219	1354
归属母公司净利润	2503	3136	3649	4146	4635	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	3712	4535	4855	5516	6177	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
EPS (元)	2.01	2.52	2.91	3.30	3.69	非流动负债合计	178	201	201	201	201
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	7119	8344	7822	8012	8198
营业收入增长	23.09%	28.05%	17.26%	13.81%	11.83%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业利润增长	23.19%	25.06%	-15.93%	13.78%	11.72%	实收资本(或股本)	1255	1255	1255	1255	1255
归属于母公司净利润增长	23.34%	25.30%	-16.36%	13.62%	11.80%	资本公积	719	727	1000	1000	1000
获利能力						未分配利润	8879	11105	14284	17890	21925
毛利率(%)	76.60%	78.35%	77.50%	77.82%	77.97%	归属母公司股东权益合计	11065	13287	17172	20778	24813
净利率(%)	31.73%	31.05%	30.81%	30.76%	30.75%	负债和所有者权益	18184	21631	24995	28790	33011
总资产净利润(%)	13.76%	14.50%	14.60%	14.40%	14.04%	现金流量表	单位:百万元				
ROE(%)	22.62%	23.60%	21.25%	19.95%	18.68%		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
偿债能力						经营活动现金流	2780	2800	2987	3330	3991
资产负债率(%)	39%	39%	31%	28%	25%	净利润	2503	3136	3649	4146	4635
流动比率	1.68	1.59	2.15	2.57	3.05	折旧摊销	138	144	152	166	171
速动比率	1.12	0.97	1.38	1.72	2.13	财务费用	-100	-183	-142	-162	-152
营运能力						应收账款减少	-7	-2	-15	-5	-10
总资产周转率	0.48	0.51	0.51	0.50	0.49	预收账款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	182	212	211	204	205	投资活动现金流	-1121	-1198	84	-58	52
应付账款周转率	12.67	12.19	12.25	11.69	11.72	公允价值变动收益	84	17	51	34	42
每股指标(元)						长期股权投资减少	-5	-13	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	2.01	2.52	2.91	3.30	3.69	投资收益	122	109	116	113	114
每股净现金流(最新摊薄)	1.21	0.78	2.03	2.31	2.87	筹资活动现金流	-144	-623	-522	-378	-448
每股净资产(最新摊薄)	8.82	10.59	13.69	16.56	19.78	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	22.37	17.85	15.44	13.59	12.15	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	5.09	4.24	3.28	2.71	2.27	资本公积增加	2	9	273	0	0
EV/EBITDA	13.89	11.19	9.75	8.05	6.61	现金净增加额	1514	979	2549	2894	3594

资料来源: wind, 公司2022-2023年财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

投资评级说明

申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）