



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2023-05-07

公司点评报告

买入/维持

今世缘 (603369)

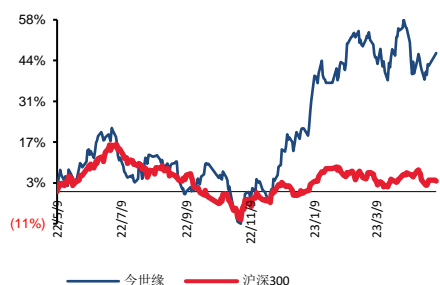
目标价: 72

昨收盘: 61.63

食品饮料 白酒 II

今世缘：22 年顺利完成目标，23 年百亿目标可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,254/1,254
总市值/流通(百万元)	77,315/77,315
12 个月最高/最低(元)	66.35/37.38

相关研究报告：

今世缘 (603369)《今世缘：22 年顺利完成考核目标，23 年开门红表现优异》--2023/03/13

今世缘 (603369)《今世缘：营销系统推出 521 举措，全力冲刺百亿目标》--2023/01/05

今世缘 (603369)《今世缘：报表质量优异，业绩考核目标可期》--2022/11/02

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：伍兆丰

电话：13926194726

E-MAIL: wuzf@tpyzq.com

事件：今世缘发布 2022 年&23 年一季报，22 年公司实现营收 78.85 亿元，同比+23.09%。归母净利润 25.03 亿元，同比+23.34%，扣非归母净利润 24.97 亿元，同比+22.83%。顺利完成 22 年营收同比增长不低于 22%，扣非归母净利润同比增长 15%的股权激励业绩考核目标。其中 22Q4 营收 13.70 亿元，同比+27.62%，归母净利润 4.21 亿元，同比+27.54%，扣非归母净利润 4.25 亿元，同比+28.50%。

23Q1 公司实现营收 38.03 亿元，同比+27.26%。归母净利润 12.55 亿元，同比+25.20%，扣非归母净利润 12.49 亿元，同比+25.42%。

报表分析：22 年报表质量较好，23Q1 合同负债略有提升。22 年现金回款 96.62 亿元，同比+12.93%，低于收入增速(+23.09%)，销售收现率 123%，其中 22Q4 现金汇款 25.63 亿元，同比+20.95%，低于营收增速(+27.62%)；合同负债为 20.40 亿元，同比减少 0.27 亿元。23Q1 现金收现约 34.27，同比 +33.69%，高于营收增速，销售收现率 90%。合同负债约 11.43 亿元，同比+0.07 亿元。

点评：

收入分析：22 年特 A 类以上稳健增长，23Q1 大众消费价格带的增长明显

22 年公司实现营收 78.85 亿元，同比+23.09% (Q1: +24.69%; Q2: +14.00%; Q3: +26.15%; Q4: +27.26%)，Q4 增速环比提升。

1) 分产品：特 A 类以上产品保持稳健增长。22 年特 A+产品营收分别 51.97 亿元，同比+24.01%，预计核心单品四开保持增长，V 系受产品调整影响，增速相对稳健，特 A 类 20.93 亿元，同比+22.12%，A 类 3.25 亿元，同比+22.64%，B 类 1.46 亿，同比+5.53%，C 类 0.82 亿元，同比-1.95%，D 类 0.02 亿，同比-28.61%。

23Q1 特 A+产品营收 24.29 亿元，同比+25.01%，主要为春节动销较好、宴席等场景节后持续回补，四开、对开表现较好。特 A 类产品营收 11.11 亿元，同比+34.15%、A 类产品 1.53 亿元，同比+32.35%，主要受益返乡潮大众价格带放量，淡雅终端动销提升明显。B/C、D 类产品营收 0.60/0.32 亿元，同比+8.74%/ -5.05%。

2) 分市场：苏中保持较快增长，优势区域延续增长势头。22 年江苏省内/省外实现营收 73.35 亿元，同比+23.64%，5.19 亿元，同比+16.07%，其中省内市场中，核心市场淮安、南京营收 15.81、19.44

执业资格证书编码：S1190522110002

亿元，同比+24.45%、23.18%，在高基数下仍然保持平均增速。苏中营收 11.44 亿元，同比+31.58%，保持高增长，苏南营收 10.12 亿元，同比+18.85%，盐城/淮海地区实现营收 8.75(+15.56%)/7.79(+28.59%) 亿元。

23Q1 经销商数量为 1045 家，比年初净增加 31 家，其中省内净增长 65 家，省外净减少 34 家，省外进一步精简经销商，聚焦核心经销商、终端，推动省外实现高增长，23Q1 省外营收 2.70 亿元，同比+40.34%。23Q1 省内营收 35.18 亿元，同比+26.25%，其中省内核心市场淮安、南京分别营收 6.90、10.70 亿元，同比+25.54%、+22.05%。苏南大区增速回暖，营收 3.81 亿元，同比+29.38%，预计为四开、淡雅增长表现较好，苏中大区营收 4.67 亿元，同比+42.29%，在省内区域精耕下，保持高增长，盐城、淮海大区营收 4.14、4.97 亿元，同比+22.69%、24.13%。

本费利分析：消费者培育力度加大，利润率相对平稳

1) 22 年公司毛利率 76.59%，同比+1.98pct，其中 Q4 毛利率 86.45%，同比+2.74pct，预计为产品结构进一步优化，22 年特 A+ 类产品占比提升至 66%。费用端，22 年销售费用率 17.62%，同比+2.52pct，主要为公司加大消费者培育，促销兑奖费用同比+231%，管理费用率 4.09%，同比+0.06pct，研发费用率 0.48%，同比+0.01pct。22 年归母净利润率 31.73%，同比+0.07pct，保持相对平稳。

2) 23Q1 毛利率 75.39%，同比+1.09pct，延续结构升级趋势。税金及附加率 14.96%，同比-0.96pct，销售费用率 15.92%，同比+2.87pct，主要为公司进一步加强消费者培育、广告投入增加，销售费用绝对值同比+55.38%，管理费用率 2.08%，同比+0.14pct，研发费用率 0.24%，同比+0.02pct。归母净利润率 33.00%，同比-0.54pct，主要为毛利率提升被销售费用增加抵消。

23 年展望：Q1 顺利开门红，全年冲刺百亿目标。从动销端，公司春节表现较好，2 月补库存、回款发货节奏良好，节后公司暂停接收国缘四开配额销售订单，进一步控货挺价，叠加节后宴席场景的回补，Q1 顺利实现开门红，23 年公司营收 100 亿、净利润 31 亿的经营目标顺利推进。战略端，在发展大会中，营销系统进一步提出 2023 年营销工作计划，概括为“521”举措。即 1) **深化五化举措**：升级高端化的品牌矩阵、构建全文化的突破路径、深化一体化厂商模式、锻造专业化的营销组织、增强数字化赋能的深度；2) **推进两大提升**：品牌价值提升、主体优化提升；3) **实现一个目标**：决胜百亿目标。公司进一步提出 10 个县区为省外重点板块市场。我们认为公司从品牌价值、渠道优化、团队优化等方面全面着眼后百亿时代，战略导向明确；深化五化矩阵，发展举措更精细化，有望持续推进公司高端化、全国化

进程。

中长期展望：股权激励保驾护航，国缘六开布局后百亿时代。根据艾媒数据，中国低度酒市场规模 2017-2021CARG 约为 38%，随着越来越多品牌的加入，整体低度酒赛道仍处于较快发展阶段，公司作为国内预调酒龙头，有望受益于赛道的发展。公司依托于多年的香料香精行业经验积累，持续对预调鸡尾酒口味、口感进行更迭。同时公司持续推进 358(3 度、5 度、8 度酒精含量)品类矩阵建设，通过不同酒精度持续拓宽消费人群和场景。另外，公司积极布局全产业链，以威士忌为主的烈酒业务已经投产，有望进一步提升公司产品基酒的品质，我们看好公司中长期发展。此外，公司于 9 月主动调整股票激励计划，将考核基数年调整为 22 年，收入增速考核目标保持不变，考核年份递延至 2023-2025 年，反映出公司对未来发展保持信心，同时合理递延激励计划也有助于提升员工积极性。

投资建议：短期来看，公司对开四开放量，V 系有望受益于省内消费升级。长期看，公司产品结构持续提升，随着六开的推出、全国化布局不断推进，营销机制保障持续跟进，股权激励逐步落地，公司活力有望进一步释放。我们预测公司 2023-2025 年的收入增速分别为 27%、24%、21%；归母净利润增速分别为 25%、24%、23%，EPS 分别为 2.49/3.09/3.81 元。按照 2023 年业绩给 29 倍 PE、一年目标价 72 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：省内竞争加剧，公司出现重大管理瑕疵；宏观经济发生较大的波动，白酒消费有大幅下滑等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7888	10039	12435	15040
(+/-%)	23%	27%	24%	21%
归母净利(百万元)	2503	3129	3880	4780
(+/-%)	23%	25%	24%	23%
摊薄每股收益(元)	2.00	2.49	3.09	3.81
市盈率(PE)	31	25	20	16

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3958	5381	7087	7716	8607	营业收入	6408	7888	10039	12435	15040
应收款项	57	76	230	202	295	营业成本	1626	1845	2327	2838	3365
存货净额	3194	3910	7847	9631	11516	营业税金及附加	1105	1277	1606	1990	2406
其他流动资产	2725	2296	1855	1759	1655	销售费用	968	1390	1787	2189	2602
流动资产合计	9933	11662	14763	17052	19816	管理费用	258	323	422	497	572
固定资产	1294	1219	1345	1211	1439	财务费用	(65)	(100)	(88)	(98)	(122)
在建工程	726	1761	1595	1770	1595	其他费用/(-收入)	219	206	175	140	140
无形资产及其他	170	343	334	326	317	营业利润	2712	3341	4161	5159	6357
长期股权投资	24	29	29	29	29	营业外净收支	(13)	(14)	0	0	0
资产总计	14434	18184	21236	23557	26366	利润总额	2699	3328	4161	5159	6357
短期借款	0	600	600	600	600	所得税费用	670	825	1032	1279	1576
应付款项	570	1081	1520	1190	1581	净利润	2029	2503	3129	3880	4780
合同负债	0	0	110	45	73	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	4409	5259	5259	5259	5259	归属于母公司净利润	2029	2503	3129	3880	4780
流动负债合计	4980	6941	7489	7095	7514	预测指标					
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	ROE	22%	23%	23%	24%	26%
其他长期负债	157	178	178	178	178	毛利率	75%	77%	77%	77%	78%
长期负债合计	157	178	178	178	178	销售净利率	32%	32%	31%	31%	32%
负债合计	5137	7119	7668	7273	7692	收入增长率	25%	23%	27%	24%	21%
股本	1255	1255	1255	1255	1255	利润增长率	29%	23%	25%	24%	23%
股东权益	9297	11065	13568	16284	18674	总资产周转率	0.44	0.43	0.47	0.53	0.57
负债和股东权益总计	14434	18184	21236	23557	26366	应收账款周转率	113.20	103.85	43.61	61.43	51.01
						存货周转率	0.51	0.47	0.50	0.50	0.50
						资产负债率	36%	39%	36%	31%	29%
						流动比	1.99	1.68	1.97	2.40	2.64
						EPS	1.62	2.00	2.49	3.09	3.81
						BVPS	7.41	8.82	10.82	12.98	14.89
						P/E	38.10	30.89	24.71	19.93	16.17
						P/B	8.32	6.99	5.70	4.75	4.14
						P/S	12.06	9.80	7.70	6.22	5.14

现金流量表(百万)

经营活动现金流	3024	2780	247	2048	3536
投资活动现金流	(1216)	(1121)	40	(40)	(54)
筹资活动现金流	(385)	47	(626)	(1164)	(2390)
现金净增加额	1424	1705	(339)	843	1092

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。