

2023 年 04 月 11 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

国缘六开上市，开启新征程

—今世缘（603369.SH）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

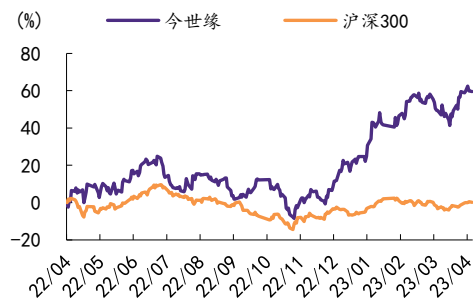
2023 年 04 月 10 日，今世缘在成都召开国缘柔雅兼香发布会。

基本数据

2023-04-10

当前股价（元）	63.15
总市值（亿元）	792
总股本（百万股）	1255
流通股本（百万股）	1255
52 周价格范围（元）	37.38-66.35
日均成交额（百万元）	422.6

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《今世缘（603369）：2022 年圆满收官，2023 年迎开门红》2023-03-13
- 2、《今世缘（603369）：春节动销反馈积极，全年业绩确定性高》2023-02-12
- 3、《今世缘（603369）：冲刺百亿目标，公司蓄势待发》2022-12-30

投资要点

■ 省内势能不减，省外聚焦突破

当前省内市场稳健增长，主要系：1）坚定高端占位引领，注重区域精耕细作，当前国缘开系仍处普遍上升阶段，有望引领省内持续升级；2）品类持续创新，开创中度高端白酒消费新潮流；3）厂商一体协同发展，持续推进育商、扶商、富商，打造共生、共创、共享、共荣的厂商命运共同体。省外市场将聚焦资源突破，破局关键在于：1）精准聚焦：统筹资源，聚焦团购渠道、聚焦主推单品、聚焦原点人群、聚焦核心终端；2）加强团队建设，增加省内业务骨干到省外调动力度，未来三年省外市场团队数量有望翻一番；3）加强厂商合作，厂商模式将从协销转变为共同战斗，有望增加厂家费用直投比例。

■ 战略新品上市，奋进百亿目标

公司推出柔雅兼香战略新品，抢占新次高端黄金赛道，渠道管理坚持长期价值主义：1）提高择商门槛，特约经销商实施半年试销评估期；2）量价实行弹性均衡管控，确保市场价格体系刚性统一，对经销商实行弹性供给，保障市场量价平衡。2023 年公司冲刺百亿目标，并积极谋划后百亿全国化战略规划。全国化战略将以大单品打造为核心，定位国缘为全国化第一品牌，开系为全国化主干品系。产品上，将持续战略培育国缘 V9，全面推广柔雅兼香，联动提升国缘四开。

■ 盈利预测

预计 2022-2024 年 EPS 为 1.98/2.49/3.08 元，当前股价对应 PE 分别为 32/25/21 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、四开增长不及预期、V 系列增长不及预期、省外扩张不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	6,408	7,854	10,025	12,466
增长率（%）	25.1%	22.6%	27.6%	24.4%
归母净利润（百万元）	2,029	2,478	3,121	3,867
增长率（%）	29.5%	22.1%	26.0%	23.9%
摊薄每股收益（元）	1.62	1.98	2.49	3.08
ROE（%）	21.8%	22.4%	23.3%	23.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	6,408	7,854	10,025	12,466
现金及现金等价物	3,958	5,643	7,941	10,778	营业成本	1,626	1,922	2,326	2,814
应收款	57	60	69	75	营业税金及附加	1,105	1,359	1,744	2,182
存货	3,194	3,326	3,568	3,832	销售费用	968	1,194	1,604	2,020
其他流动资产	2,725	2,927	3,084	3,190	管理费用	258	306	421	549
流动资产合计	9,933	11,956	14,662	17,875	财务费用	-65	-158	-222	-302
非流动资产：					研发费用	30	37	48	59
金融类资产	2,684	2,884	3,034	3,134	费用合计	1,191	1,379	1,850	2,325
固定资产	1,294	1,643	1,708	1,664	资产减值损失	-1	0	0	0
在建工程	726	291	116	46	公允价值变动	98	10	8	6
无形资产	170	161	153	145	投资收益	121	100	70	50
长期股权投资	24	24	24	24	营业利润	2,712	3,320	4,197	5,213
其他非流动资产	2,286	2,286	2,286	2,286	加：营业外收入	5	12	3	2
非流动资产合计	4,500	4,406	4,288	4,166	减：营业外支出	17	15	16	17
资产总计	14,434	16,361	18,949	22,041	利润总额	2,699	3,317	4,184	5,198
流动负债：					所得税费用	670	839	1,063	1,331
短期借款	0	0	0	0	净利润	2,029	2,478	3,121	3,867
应付账款、票据	570	629	725	821	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2,342	2,342	2,342	2,342	归母净利润	2,029	2,478	3,121	3,867
流动负债合计	4,980	5,123	5,402	5,554					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	157	157	157	157	营业收入增长率	25.1%	22.6%	27.6%	24.4%
非流动负债合计	157	157	157	157	归母净利润增长率	29.5%	22.1%	26.0%	23.9%
负债合计	5,137	5,280	5,559	5,711	盈利能力				
所有者权益					毛利率	74.6%	75.5%	76.8%	77.4%
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	四项费用/营收	18.6%	17.6%	18.5%	18.7%
股东权益	9,297	11,081	13,391	16,330	净利率	31.7%	31.5%	31.1%	31.0%
负债和所有者权益	14,434	16,361	18,949	22,041	ROE	21.8%	22.4%	23.3%	23.7%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	35.6%	32.3%	29.3%	25.9%
净利润	2029	2478	3121	3867	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
折旧摊销	116	95	118	122	应收账款周转率	113.2	130.4	146.0	165.9
公允价值变动	98	10	8	6	存货周转率	0.5	1.0	1.1	1.3
营运资金变动	782	6	21	-124	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	3024	2589	3267	3871	EPS	1.62	1.98	2.49	3.08
投资活动现金净流量	-1216	-114	-40	14	P/E	39.0	32.0	25.4	20.5
筹资活动现金净流量	-124	-694	-811	-928	P/S	12.4	10.1	7.9	6.4
现金流量净额	1,685	1,781	2,415	2,957	P/B	8.5	7.1	5.9	4.9

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。