

今世缘 (603369.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，开局顺利

业绩简评

3月12日，公司公告，预计22年营业总收入78.5亿元，同比+23%；归母净利24.8亿元，同比+22%。其中22Q4营业总收入13.3亿元，同比+24%；归母净利4亿元，同比+21%。23年1-2月营业总收入31亿元，同比+27%；归母净利11.8亿元，同比+25%。

经营分析

业绩符合预期，开门红实现高增。公司基本完成新春大会战目标，2月底回款达40%。出货端看，11月下滑，12月正增长，春节动销好于节前预期，2月补库存良好。1)分系列看，从12月以来的回款增速高沟增速领先，V系快于K系，K系和今世缘系列接近。受益于返乡潮，大众价格带兴起，预计春节淡雅、单开增速在40-50%；单品V3、四开、对开均有不错表现。2)分区域看，重点市场淮安、南京进度较理想，苏中、盐城等地增长快于省内平均，苏南也有增长；省外快于省内，重点打造10个样板市场。

归母净利率22Q4同比-0.8pct，23年1-2月同比-0.3pct，预计系：1)疫后广告投入增长较大，加快培育V系列大单品(例如：南京婚宴针对V3有买一赠一)，保持渠道、终端费用；2)人员待遇改善，股权激励落地(未来计划滚动实施)，23年开始设置总经理特别奖。

淡季4K挺价，23年坚定百亿目标。当前渠道库存2个多月，3月6日起，国缘4K暂停接受配额订单，配额外开票提价20元/瓶，淡季挺价蓄力旺季。春糖战略性新品6K有望亮相，成交价不低于800多元。我们认为，新董事长上任后公司面貌焕然一新，组织架构调整+干部年轻化落地，员工积极性提升，改革效果已在显现。V系列22年销售口径破10亿，23年目标增速近50%，V3将充分受益于升级；国缘目标增速近30%。23年收入迈向百亿，25年争取迈向150亿(复合增速24%)。

盈利预测、估值与评级

预计22-24年收入增速为23%/27%/22%，利润增速为22%/24%/21%，对应EPS为1.98/2.45/2.97元，当前股价对应PE为30/25/20X，维持“买入”评级。

风险提示

省内竞争加剧；疫情反复风险；新品培育不及预期风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价(人民币)：60.06元

相关报告：

- 《Q3结构升级提速，预收蓄力充足-今世缘三季报点评》，2022.10.30
- 《业绩略超预期，改革步伐向前-今世缘1-9月经营数据点评》，2022.10.13
- 《业绩稳健增长，静待激励红利释放-今世缘中报点评》，2022.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,122	6,408	7,852	10,003	12,214
营业收入增长率	5.09%	25.13%	23%	27%	22%
归母净利润(百万元)	1,567	2,029	2,482	3,070	3,720
归母净利润增长率	7.46%	29.50%	22%	24%	21%
摊薄每股收益(元)	1.25	1.62	1.98	2.45	2.97
每股经营性现金流净额	0.89	2.41	1.81	3.00	3.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.95%	21.83%	21.90%	22.91%	23.26%
P/E	45.94	33.63	30.36	24.55	20.26
P/B	8.71	7.34	6.65	5.62	4.71

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,874	5,122	6,408	7,852	10,003	12,214
增长率	5.1%	25.1%	22.5%	27.4%	22.1%	
主营业务成本	-1,325	-1,479	-1,626	-1,884	-2,311	-2,712
%销售收入	27.2%	28.9%	25.4%	24.0%	23.1%	22.2%
毛利	3,548	3,643	4,782	5,967	7,693	9,502
%销售收入	72.8%	71.1%	74.6%	76.0%	76.9%	77.8%
营业税金及附加	-881	-892	-1,105	-1,358	-1,731	-2,113
%销售收入	18.1%	17.4%	17.2%	17.3%	17.3%	17.3%
销售费用	-853	-875	-968	-1,280	-1,701	-2,137
%销售收入	17.5%	17.1%	15.1%	16.3%	17.0%	17.5%
管理费用	-207	-229	-258	-393	-500	-623
%销售收入	4.2%	4.5%	4.0%	5.0%	5.0%	5.1%
研发费用	-14	-22	-30	-31	-35	-49
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	1,593	1,624	2,421	2,905	3,726	4,580
%销售收入	32.7%	31.7%	37.8%	37.0%	37.3%	37.5%
财务费用	50	21	65	72	87	103
%销售收入	-1.0%	-0.4%	-1.0%	-0.9%	-0.9%	-0.8%
资产减值损失	-27	-2	-1	0	0	0
公允价值变动收益	144	147	98	200	150	150
投资收益	173	297	121	110	110	110
%税前利润	8.9%	14.3%	4.5%	3.3%	2.7%	2.2%
营业利润	1,951	2,092	2,712	3,312	4,093	4,963
%销售收入	40.0%	40.9%	42.3%	42.2%	40.9%	40.6%
营业外收支	-10	-11	-13	-10	-10	-15
税前利润	1,942	2,082	2,699	3,302	4,083	4,948
利润率	39.8%	40.7%	42.1%	42.1%	40.8%	40.5%
所得税	-484	-515	-670	-820	-1,014	-1,229
所得税率	24.9%	24.7%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
净利润	1,458	1,567	2,029	2,482	3,070	3,720
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,458	1,567	2,029	2,482	3,070	3,720
净利率	29.9%	30.6%	31.7%	31.6%	30.7%	30.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,458	1,567	2,029	2,482	3,070	3,720
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	130	114	121	149	191	244
非经营收益	-311	-393	-327	-336	-249	-244
营运资金变动	30	-168	1,201	-24	754	715
经营活动现金净流	1,307	1,119	3,024	2,270	3,765	4,435
资本开支	-150	-393	-576	-771	-1,721	-2,626
投资	-1,185	948	-767	-445	-65	-60
其他	172	285	127	110	110	110
投资活动现金净流	-1,163	840	-1,216	-1,106	-1,676	-2,576
股权募资	0	0	0	433	0	0
债权募资	-20	362	-362	-9	0	0
其他	-416	-521	-999	-878	-1,004	-1,129
筹资活动现金净流	-436	-159	-1,361	-454	-1,004	-1,129
现金净流量	-292	1,799	448	710	1,085	730

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,607	3,402	3,958	4,668	5,753	6,483
应收款项	108	54	78	79	101	124
存货	2,151	2,604	3,194	3,356	3,799	4,086
其他流动资产	2,641	2,374	2,716	3,309	3,511	3,711
流动资产	6,508	8,433	9,946	11,413	13,164	14,404
%总资产	64.7%	71.2%	68.9%	68.9%	66.3%	61.4%
长期投资	2,072	1,527	1,922	1,967	1,982	1,992
固定资产	1,123	1,502	2,020	2,628	4,144	6,507
%总资产	11.2%	12.7%	14.0%	15.9%	20.9%	27.7%
无形资产	141	182	176	181	185	189
非流动资产	3,555	3,418	4,487	5,144	6,680	9,057
%总资产	35.3%	28.8%	31.1%	31.1%	33.7%	38.6%
资产总计	10,062	11,851	14,434	16,557	19,844	23,461
短期借款	0	362	1	0	0	0
应付款项	907	1,249	1,735	1,803	2,255	2,642
其他流动负债	1,871	1,860	3,244	3,307	4,076	4,714
流动负债	2,778	3,471	4,980	5,111	6,331	7,356
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	78	113	157	112	113	114
负债	2,856	3,584	5,137	5,223	6,444	7,470
普通股股东权益	7,206	8,267	9,297	11,334	13,400	15,991
其中：股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
未分配利润	4,608	5,647	7,112	8,716	10,782	13,372
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	10,062	11,851	14,434	16,557	19,844	23,461

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.162	1.249	1.617	1.978	2.447	2.965
每股净资产	5.744	6.590	7.411	9.035	10.682	12.747
每股经营现金净流	1.042	0.892	2.411	1.810	3.001	3.535
每股股利	0.410	0.450	0.590	0.700	0.800	0.900
回报率						
净资产收益率	20.23%	18.95%	21.83%	21.90%	22.91%	23.26%
总资产收益率	14.49%	13.22%	14.06%	14.99%	15.47%	15.86%
投入资本收益率	16.44%	14.00%	19.28%	19.09%	20.74%	21.39%
增长率						
主营业务收入增长率	30.28%	5.09%	25.13%	22.52%	27.40%	22.10%
EBIT 增长率	20.51%	1.94%	49.06%	19.99%	28.26%	22.92%
净利润增长率	26.71%	7.46%	29.50%	22.32%	23.67%	21.18%
总资产增长率	17.17%	17.78%	21.79%	14.71%	19.85%	18.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.1	2.2	2.0	2.3	2.3	2.3
存货周转天数	567.2	586.8	650.6	650.0	600.0	550.0
应付账款周转天数	47.2	72.5	92.5	90.0	90.0	89.0
固定资产周转天数	76.9	72.2	73.7	69.8	66.3	65.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-58.26%	-65.20%	-71.43%	-70.16%	-68.93%	-63.58%
EBIT 利息保障倍数	-32.0	-77.1	-37.2	-40.6	-42.7	-44.4
资产负债率	28.38%	30.24%	35.59%	31.54%	32.47%	31.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-03-10	买入	46.29	N/A
2	2022-03-30	买入	40.07	N/A
3	2022-04-16	买入	43.86	N/A
4	2022-05-02	买入	44.88	N/A
5	2022-08-01	买入	43.77	N/A
6	2022-08-31	买入	46.21	N/A
7	2022-10-13	买入	43.83	N/A
8	2022-10-30	买入	37.68	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

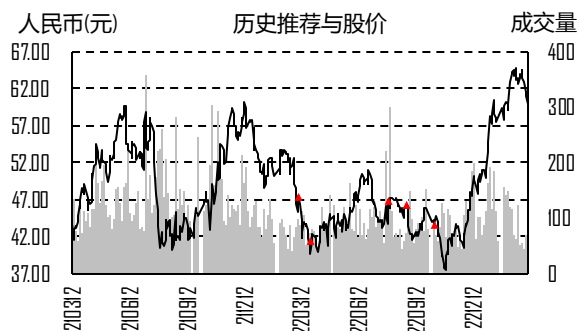
买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402