

白酒

今世缘 (603369.SH)

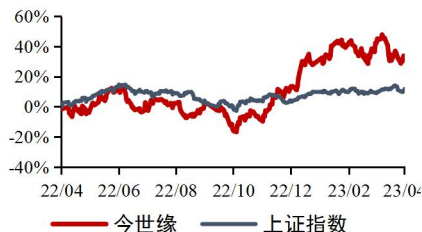
买入-A(维持)

2022 年完成业绩考核目标, 2023 年顺利实现开门红

2023 年 4 月 28 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2023 年 4 月 28 日

收盘价(元):	59.80
年内最高/最低(元):	66.70/36.68
流通 A 股/总股本(亿):	12.55/12.55
流通 A 股市值(亿):	750.19
总市值(亿):	750.19

基础数据: 2023 年 3 月 31 日

基本每股收益:	1.01
摊薄每股收益:	1.01
每股净资产(元):	9.82
净资产收益率:	10.19

资料来源: 最闻

分析师:

周蓉

执业登记编码: S0760522080001

邮箱: zhourong1@sxzq.com

陈振志

执业登记编码: S0760522030004

邮箱: chenzhenzhi@sxzq.com

事件描述

➤ **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年实现营业收入 78.85 亿元, 同比增长 23.1%, 归母净利润 25.03 亿元, 同比增长 23.34%。23Q1 实现营业收入 38.02 亿元, 同比增长 27.26%, 归母净利润 12.55 亿元, 同比增长 25.20%。

➤ **22 年完成业绩考核目标, 23 年顺利实现开门红。**分产品看, 22 年特 A+类/特 A 类/A 类营收分别为 51.97/20.93/3.25 亿元, 同比+24.8%/+22.1%/+22.6%, 特 A+/特 A 类产品合计占比达 92.47%, 同比+0.68pct; 其中 22Q4 特 A+类/特 A 类/A 类营收分别为 8.53/3.87/0.69 亿元, 同比+36.5%/+10.6%/+74.6%。22 年全年受疫情持续影响, 消费信心有所承压, 产品结构升级略有放缓。分地区看, 22 年淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海区/省外分别实现营收 15.81/19.44/10.12/11.44/8.75/7.79/5.19 亿元, 同比+24.4%/+23.2%/+18.9%/+31.6%/+15.6%/+28.6%/+16.1%, 其中, 苏南、盐城地区 22Q2 受疫情影响较为严重, 增速略慢于平均水平。公司 22 年经销商净减少 49 个, 持续梳理优化经销商渠道体系。在公司主动优化管理、提振整体势能背景下, 公司 2022 年完成“营收同比不低于+22%, 扣非归母净利润同比不低于+15%”的业绩考核目标。

同时 23Q1 公司顺利实现开门红。分产品看, 23Q1 特 A+类/特 A 类/A 类营收分别为 24.29/11.11/1.53 亿元, 同比+25.0%/+34.1%/+32.4%。受益春节返乡和走亲访友, 期间省内 100-300 元价格带动销良好, 国缘淡雅及对开表现亮眼。分地区看, 23Q1 淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海区/省外分别实现营收 6.89/10.70/3.81/4.67/4.14/4.79/2.70 亿元, 同比 +25.4%/+22.0%/+29.4%/+42.3%/+22.7%/+24.1%/+40.3%, 苏南、苏中大区及省外等区域高增势能保持, 稳步开拓。23Q1 公司合同负债为 11.4 亿元, 同比+1%; 同时 23Q1 销售回款 3.4 亿元, 同比+45.7%, 表现亮眼。

➤ **毛利率同比提升, 盈利能力稳定向好。**22 年/23Q1 公司毛利率分别为 76.60%/75.40%, 同比+1.98/+1.09pct; 净利率分别为 31.73%/33.00%, 同比+0.07/-0.54pct。销售费率分别为 17.62%/15.92%, 同比+2.53/+2.88pct; 管理费用率分别为 4.09%/2.08%, 同比+0.07/+0.14pct。在产品结构升级下, 公司毛/净利率稳定提升。同时受新品推广销售费用增加所致, 22 年销售费用率同比有所提升, 公司盈利能力稳定向好。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **高端化进程持续，全年百亿目标有望顺利完成。**22年公司主动调整组织架构，优化职能设置，梳理产品体系，调整相应市场投入，助力业绩增长。未来在股权激励落地背景下，内生动力充分，营销战略明晰，销售队伍积极性进一步提振，公司具备业绩释放潜力和动力。中长期看，公司省内“产品结构升级+市占率提升”的逻辑有望持续兑现，同时省外扩张仍有增长空间。

### 投资建议

➤ 在产品升级背景下，同时加持股股权激励，公司收入利润增速有望保持。我们预测公司2023-2025年营业收入分别为100.38/124.58/152.72亿元，同比增长27.3%/24.1%/22.6%。归母净利润31.88/40.33/50.25亿元，同比增长27.4%/26.5%/24.6%。对应EPS2.54/3.21/4.01元，4月28日股价对应PE分别为24/19/15倍，维持“买入-A”投资评级。

### 风险提示

➤ 消费疲软下业绩增长不及预期，产品升级不及预期，行业竞争加剧等。

### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,408	7,888	10,038	12,458	15,272
YoY(%)	25.1	23.1	27.3	24.1	22.6
净利润(百万元)	2,029	2,503	3,188	4,033	5,025
YoY(%)	29.5	23.3	27.4	26.5	24.6
毛利率(%)	74.6	76.6	77.7	78.9	79.9
EPS(摊薄/元)	1.62	2.00	2.54	3.21	4.01
ROE(%)	21.8	22.6	22.4	22.6	22.4
P/E(倍)	37.1	30.1	23.6	18.7	15.0
P/B(倍)	8.1	6.8	5.3	4.2	3.4
净利率(%)	31.7	31.7	31.8	32.4	32.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9933	11662	14892	19220	23952
现金	3958	5381	7789	11383	15101
应收票据及应收账款	40	47	63	73	94
预付账款	5	5	8	9	12
存货	3194	3910	4711	5422	6408
其他流动资产	2736	2320	2320	2334	2336
<b>非流动资产</b>	4500	6521	7061	7631	8297
长期投资	24	29	34	40	46
固定资产	1294	1219	1901	2538	3168
无形资产	170	343	369	403	441
其他非流动资产	3013	4931	4757	4649	4643
<b>资产总计</b>	14434	18184	21953	26851	32249
<b>流动负债</b>	4980	6941	7522	8842	9655
短期借款	0	600	600	600	600
应付票据及应付账款	570	1081	923	1433	1317
其他流动负债	4409	5259	5999	6809	7737
<b>非流动负债</b>	157	178	178	178	178
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	157	178	178	178	178
<b>负债合计</b>	5137	7119	7700	9020	9833
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1255	1255	1255	1255	1255
资本公积	717	719	719	719	719
留存收益	7739	9506	12307	16013	20562
归属母公司股东权益	9297	11065	14253	17831	22416
<b>负债和股东权益</b>	14434	18184	21953	26851	32249

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3024	2780	2705	4370	4612
净利润	2029	2503	3188	4033	5025
折旧摊销	119	142	153	223	294
财务费用	-65	-100	-99	-179	-254
投资损失	-121	-122	-178	-180	-150
营运资金变动	1201	557	-240	585	-200
其他经营现金流	-138	-200	-118	-112	-103
<b>投资活动现金流</b>	-1216	-1121	-397	-501	-707
<b>筹资活动现金流</b>	-1361	-144	-199	-276	-186
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.62	2.00	2.54	3.21	4.01
每股经营现金流(最新摊薄)	2.41	2.22	2.16	3.48	3.68
每股净资产(最新摊薄)	7.41	8.82	11.36	14.21	17.87

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	6408	7888	10038	12458	15272
营业成本	1626	1845	2240	2632	3073
营业税金及附加	1105	1277	1686	2148	2633
营业费用	968	1390	1857	2267	2749
管理费用	258	323	405	502	626
研发费用	30	38	48	60	73
财务费用	-65	-100	-99	-179	-254
资产减值损失	-1	-2	-16	-7	-9
公允价值变动收益	98	84	118	112	103
投资净收益	121	122	178	180	150
<b>营业利润</b>	2712	3341	4215	5327	6634
营业外收入	5	2	2	2	2
营业外支出	17	16	16	16	16
<b>利润总额</b>	2699	3328	4201	5313	6620
所得税	670	825	1012	1280	1596
<b>税后利润</b>	2029	2503	3188	4033	5025
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	2029	2503	3188	4033	5025
EBITDA	2700	3345	4193	5285	6553

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.1	23.1	27.3	24.1	22.6
营业利润(%)	29.6	23.2	26.1	26.4	24.5
归属于母公司净利润(%)	29.5	23.3	27.4	26.5	24.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	74.6	76.6	77.7	78.9	79.9
净利率(%)	31.7	31.7	31.8	32.4	32.9
ROE(%)	21.8	22.6	22.4	22.6	22.4
ROIC(%)	20.8	20.6	20.6	20.8	20.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	35.6	39.2	35.1	33.6	30.5
流动比率	2.0	1.7	2.0	2.2	2.5
速动比率	1.3	1.1	1.3	1.6	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	185.9	182.3	182.3	182.3	182.3
应付账款周转率	3.0	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>估值比率</b>					
P/E	37.1	30.1	23.6	18.7	15.0
P/B	8.1	6.8	5.3	4.2	3.4
EV/EBITDA	25.4	20.4	15.7	11.8	8.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

