

业绩符合预期，全力冲刺百亿目标

今世缘(603369)

评级:	买入	股票代码:	603369
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	66.7/36.68
目标价格:		总市值(亿)	750.19
最新收盘价:	59.8	自由流通市值(亿)	750.19
		自由流通股数(百万)	1,254.50

事件概述

公司22年实现营收78.88亿元，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%；其中22Q4营收13.7亿元，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+28.5%。公司23Q1实现营收38.03亿元，同比+27.26%；归母净利润12.55亿元，同比+25.2%；扣非归母净利润12.49亿元，同比+25.42%。

分析判断:

► 股权激励目标达成，业绩符合预期

由于疫情扰动，2022年白酒消费场景受影响较大。公司在外部环境压力较大的背景下，克服困难，并抓住疫情防控措施放开后的有利机遇，实现22年及23Q1营收、利润双双增长超过20%。公司22年实现营收78.88亿元，同比+23.09%，扣非归母净利润24.97亿元，同比+22.83%，均超过去年8月所设定的股权激励针对22年的业绩考核标准。其中22Q4公司实现营收13.7亿元，同比+27.62%；实现归母净利润4.21亿元，同比+27.54%。23Q1公司实现营收38.03亿元，同比+27.26%；实现归母净利润12.49亿元，同比+25.42%。合并22Q4与23Q1来看，公司共实现营收51.73亿元，同比+27.38%；归母净利润16.76亿元，同比+25.82%；旺季销售表现稳健。

从销售收现来看，公司22Q4/23Q1分别实现销售收现23.53/34.27亿元，分别同比-8.66%/+33.71%，合并22Q4与23Q1实现销售收现57.8亿元，同比+12.47%。从合同负债来看，公司22年末/23Q1期末合同负债余额分别为20.4/11.4亿元，分别同比-1.31%/+0.62%，未来业绩蓄水稳定。我们预计合并22Q4与23Q1整体销售收现增幅低于营收主因疫情管控放开初期渠道信心不足而存在的打款滞后性所致，23Q1已出现向好势头，未来有望持续向好。

► 产品结构持续提升，关注省外市场进展

分产品结构来看，22年特A+/特A/A/B/C/D/其他类分别收入52.0/20.9/3.2/1.5/0.8/0.02/0.09亿元，分别同比+24.8%/+22.1%/+22.6%/+5.5%/-2.0%/-28.6%/-18.7%，特A+产品增速亮眼。23Q1特A+/特A/A/B/C/D/其他类分别收入24.3/11.1/1.5/0.6/0.3/0.02亿元，同比+25.0%/+34.2%/+32.3%/+8.7%/-5.1%/-15.6%，特A及A类产品增速较快。整体来看，公司产品结构持续提升。据公司投资者来访接待表披露，我们预计23Q1特A及A类产品增速较快主因公司推进雅系下沉策略成效显著所致。

分地区来看，22年淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海/省外大区分别收入15.8/19.4/10.1/11.4/8.7/7.8/5.2亿元，分别同比+24.5%/+23.2%/+18.9%/+31.6%/+15.6%/+28.6%/+16.1%，淮安大区、南京大区表现稳健，苏中市场表现亮眼。23Q1淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海/省外大区分别收入6.9/10.7/3.8/4.7/4.1/5.0/2.7亿元，分别同比+25.4%/+22.1%/+29.4%/+42.3%/+22.7%/+24.1%/+40.3%，苏中、省外市场表现亮眼。我们认为省外市场表现亮眼主因公司积极推动全国化战略。据公司投资者来访接待表披露，公司计划今年全力打造十个省外样板市场，我们认为省外进展值得关注。

► 经营效率保持稳定，全力冲刺百亿目标

成本端来看，公司22年/23Q1毛利率分别为76.59%/75.39%，分别同比+1.98/+1.09pct，稳中有升，主因产品结构优化所提升。费用端来看，公司22年/23Q1整体费用率水平分别为20.92%/17.1%，分别同比+2.36/+2.33pct，其中22年销售/管理/研发/财务费用率分别为17.62%/4.09%/0.48%/-1.27%，分别同比+2.53/+0.07/+0.01/-0.25pct；23Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为15.92%/2.08%/0.24%/-1.14%，分别

同比+2.87/+0.14/+0.02/-0.7pct。费用率水平同比略有提升，主因培育消费者加大销售费用投放而带动销售费用率提升。**利润端来看**，公司 22 年/23Q1 归母净利率分别为 31.73%/33.00%，分别同比+0.07pct/持平，经营效率保持稳定。公司今年目标冲刺百亿营收，春节旺季销售表现良好，为全年业绩奠定基础。我们认为随着消费进一步复苏以及后续端午、中秋等白酒消费旺季来临，公司产品动销有望维持良好表现。此外，根据公众号“酒说”报道，公司于成都春糖发布战略新品国缘六开，定位新一代高端白酒。我们预计短期内以试销为主，不会快速放量，未来发展值得观察。

投资建议

参考公司最新财报，同时考虑到公司雅系下沉战略导致特 A 及 A 类产品收入增幅超预期，我们将公司 23-24 年营收 97.91/124.53 亿元的预测上调至 100.2/126.14 亿元，新增 25 年营收 154.65 亿元的预测；上调 23-24 年 EPS 为 2.48/3.18 元的预测至 2.50/3.19 元，新增 25 年 EPS 为 3.96 元的预测，对应最新收盘价 59.8 元/股，PE 分别为 24/19/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

消费复苏不及预期、省外拓展不及预期、疫情反复风险

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,408	7,888	10,020	12,614	15,465
YoY (%)	25.1%	23.1%	27.0%	25.9%	22.6%
归母净利润(百万元)	2,029	2,503	3,132	4,002	4,968
YoY (%)	29.5%	23.3%	25.1%	27.8%	24.1%
毛利率 (%)	74.6%	76.6%	77.4%	78.0%	78.5%
每股收益 (元)	1.62	2.01	2.50	3.19	3.96
ROE	21.8%	22.6%	22.1%	22.0%	21.4%
市盈率	36.95	29.79	23.95	18.74	15.10

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,888	10,020	12,614	15,465	净利润	2,503	3,132	4,002	4,968
YoY (%)	23.1%	27.0%	25.9%	22.6%	折旧和摊销	144	154	166	174
营业成本	1,845	2,268	2,776	3,327	营运资金变动	557	-201	859	477
营业税金及附加	1,277	1,703	2,144	2,629	经营活动现金流	2,780	2,888	4,686	5,273
销售费用	1,390	1,804	2,397	2,938	资本开支	-1,147	-875	-961	-980
管理费用	323	414	518	636	投资	-195	-5	-5	-5
财务费用	-100	-134	-198	-316	投资活动现金流	-1,121	-642	-587	-591
研发费用	38	47	60	73	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	592	179	229	275
投资收益	122	238	378	394	筹资活动现金流	-144	152	194	229
营业利润	3,341	4,175	5,322	6,606	现金净流量	1,514	2,398	4,293	4,911
营业外收支	-14	-11	0	0					
利润总额	3,328	4,164	5,322	6,606	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	825	1,033	1,320	1,638	成长能力				
净利润	2,503	3,132	4,002	4,968	营业收入增长率	23.1%	27.0%	25.9%	22.6%
归属于母公司净利润	2,503	3,132	4,002	4,968	净利润增长率	23.3%	25.1%	27.8%	24.1%
YoY (%)	23.3%	25.1%	27.8%	24.1%	盈利能力				
每股收益	2.01	2.50	3.19	3.96	毛利率	76.6%	77.4%	78.0%	78.5%
					净利率	31.7%	31.3%	31.7%	32.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	13.8%	14.4%	14.1%	14.3%
货币资金	5,381	7,779	12,072	16,983	净资产收益率 ROE	22.6%	22.1%	22.0%	21.4%
预付款项	5	7	9	10	偿债能力				
存货	3,910	4,364	5,913	6,424	流动比率	1.68	1.97	2.03	2.28
其他流动资产	2,366	2,390	2,427	2,440	速动比率	1.11	1.37	1.44	1.71
流动资产合计	11,662	14,541	20,420	25,858	现金比率	0.78	1.05	1.20	1.50
长期股权投资	29	33	38	43	资产负债率	39.2%	34.8%	36.0%	33.2%
固定资产	1,219	1,241	1,250	1,233	经营效率				
无形资产	343	436	539	651	总资产周转率	0.48	0.50	0.50	0.49
非流动资产合计	6,521	7,234	8,032	8,840	每股指标 (元)				
资产合计	18,184	21,774	28,452	34,698	每股收益	2.01	2.50	3.19	3.96
短期借款	600	779	1,009	1,283	每股净资产	8.82	11.32	14.51	18.47
应付账款及票据	1,081	646	1,551	1,107	每股经营现金流	2.22	2.30	3.74	4.20
其他流动负债	5,259	5,974	7,515	8,963	每股股利	0.73	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,941	7,400	10,075	11,353	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	29.79	23.95	18.74	15.10
其他长期负债	178	178	178	178	PB	5.77	5.28	4.12	3.24
非流动负债合计	178	178	178	178					
负债合计	7,119	7,578	10,253	11,531					
股本	1,255	1,255	1,255	1,255					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	11,065	14,197	18,199	23,167					
负债和股东权益合计	18,184	21,774	28,452	34,698					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。