

今世缘(603369)

报告日期: 2023年04月29日

稳中求进, 决胜百亿

——今世缘 22 年报及 23Q1 点评报告

投资要点

- 事件:** 2022 年公司营业总收入/归母净利润分别为 78.88/25.03 亿元 (+23.09%/+23.34%); 2023Q1 公司营业总收入/归母净利润分别为 38.03/12.55 亿元 (+27.26%/+25.20%)。业绩符合预期, 23Q1 取得开门红。
- 产品结构持续升级, 新品六开打开高端化新空间**
 - 1) 2022 年销量/吨价分别同比变动+21.78%/+1.15%, 销量增长为核心贡献。其中特 A+类/特 A 类收入分别为 51.97/20.93 亿元 (+24.78%/+22.12%), 销量分别同比变动+28.40%/+29.17%, 吨价分别同比变动-2.82%/-5.46%, 其中特 A+类占比提升 0.89pct 至 66.18%, 主因 V 系、四开及对开增速优于整体。
 - 2) 2023Q1 特 A+类/特 A 类营业收入 24.29/11.11 亿元 (+25.01%/+34.15%), 收入占比分别变动-1.10/+1.53 个百分点至 64.13%/29.34%, 主因返乡潮下 100-300 元中高端价格带表现优异, V 系增速或较 22 年加速。公司于春糖发布新品六开, 建议零售价 1099 元, 香型为柔雅兼香, 采取半控价模式, 23 年采用“半年试销评估”和“限量开放 30 个经销名额”举措助力六开取得较好开局, 预计将打开未来高端化新空间。
- 省内区域精耕效果显著, 省外采取两大举措破局可期**
 - 1) 2022 年省内/外收入分别为 73.35/ 5.19 亿元 (+23.64%/+16.07%), 收入占比分别变动+0.40/-0.40pct。淮安大区/南京大区/苏南大区/苏中大区/盐城大区/淮海大区/省外收入分别为 15.81/19.44/10.12/11.44/8.75/7.79/5.19 亿元, 收入占比分别变动+0.22/+0.01/-0.46/+0.94/-0.73/+0.42/-0.40pct, 其中淮海大区销量增长超 50%、淮安及南京大区销量增长超 20%, 苏南大区及苏中大区吨价提升超 15%。
 - 2) 2023Q1 省内/外收入分别为 35.18/2.70 亿元 (+26.25%/+40.34%), 省外收入占比提升 0.67pct。23 年省外将实施精准聚焦和厂商共同战斗两大举措, 聚焦主推单品&未来 3 年省外市场业务团队数量将翻一番&增加厂家省外费用直投比例, 省外破局可期。
- 渠道结构优化, 践行厂商协同发展**

2022 年省内/外经销商数量同比变动-20/-17 家至 395/619 家, 平均经销商规模同比变动+29.90%/+19.25%; 2023Q1 省内/外经销商数量变动+65/-34 家至 460/585 家, 平均经销商规模同比变动+15.55%/+41.54%。公司践行厂商一体协同发展, 平均经销商规模持续增长, 渠道粘性 & 积极性较优。
- 盈利能力稳步提升, 高端化战略下销售费用率显著提升**
 - 1) 盈利能力: 22 年毛利率/净利率同比提升 1.98/1.13pct 至 76.59%/32.81%, 23Q1 毛利率/净利率同比变动+1.09/-0.54pct 至 75.39%/33.01%, 结构升级推动毛利率提升。
 - 2) 费用率: 22 年销售/管理费用率同比变动+2.53/+0.07pct, 销售费用率提升主因高端化战略下消费者培育费用增加所致; 23Q1 销售/管理费用率同比变动+2.88/+0.16pct, 销售费用率提升主因消费者培育及广告投入增加所致。
 - 3) 现金流: 23Q1 经营性现金流同比变动+46.56%至 8.97 亿元。
 - 4) 预收款: 22 年合同负债同比下降 0.27 亿元至 20.40 亿元, 23Q1 合同负债同比增加 0.07 亿元至 11.43 亿元, 预收款蓄水池仍深厚。
- 盈利预测及估值**

23 年公司迎开门红, 全年锚定百亿目标。预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 27.4%、23.6%、22.5%; 归母净利润增速分别为 26.8%、24.1%、24.8%; EPS 为 2.5、3.1、3.9 元/股; PE 分别为 23.6、19.0、15.3 倍。维持买入评级。
- 催化剂:** 白酒需求恢复超预期; 国缘动销持续向好。
- 风险提示:** 疫情影响超预期, 影响白酒整体动销恢复; 国缘动销不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

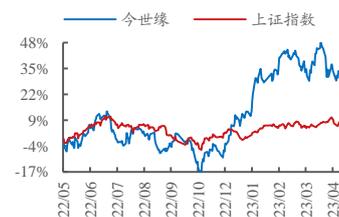
分析师: 张潇倩
 执业证书号: S1230520090001
 zhangxiaolian@stocke.com.cn

研究助理: 张家祯
 zhangjiayzhen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 59.80
总市值(百万元)	75,019.10
总股本(百万股)	1,254.50

股票走势图



相关报告

- 1 《23 年迎开门红, 增长势头向上》 2023.03.13
- 2 《明晰方略, 剑指百亿 —— 今世缘事件点评报告》 2023.01.01
- 3 《产品结构显著升级, 23 年百亿可期 —— 今世缘 2022 年三季报点评报告》 2022.10.30

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7884.6	10048.9	12415.8	15214.2
(+/-) (%)	23.1%	27.4%	23.6%	22.5%
归母净利润	2504.3	3175.5	3942.2	4920.9
(+/-) (%)	23.4%	26.8%	24.1%	24.8%
每股收益(元)	2.00	2.53	3.14	3.92
P/E	29.96	23.62	19.03	15.25

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	11662	13848	17819	22775
现金	5381	6346	9431	13273
交易性金融资产	2256	2470	2363	2416
应收账款	47	144	243	343
其它应收款	29	31	39	51
预付账款	5	8	9	10
存货	3910	4823	5702	6651
其他	34	27	32	31
非流动资产	6521	6174	6734	6922
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	29	24	26	26
固定资产	1219	1624	1998	2223
无形资产	343	404	475	574
在建工程	1761	1728	1623	1378
其他	3170	2394	2612	2721
资产总计	18184	20023	24553	29697
流动负债	6941	5764	7030	8068
短期借款	600	0	0	0
应付款项	1081	980	1226	1540
预收账款	0	0	0	0
其他	5259	4784	5804	6527
非流动负债	178	149	162	163
长期借款	0	0	0	0
其他	178	149	162	163
负债合计	7119	5914	7192	8231
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	11065	14109	17361	21467
负债和股东权益	18184	20023	24553	29697

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2780	2196	3889	4637
净利润	2504	3176	3942	4921
折旧摊销	142	105	135	161
财务费用	(100)	(68)	(114)	(166)
投资损失	(122)	(180)	(141)	(148)
营运资金变动	1333	(582)	1237	1008
其它	(978)	(255)	(1169)	(1139)
投资活动现金流	(1121)	(569)	(228)	(145)
资本支出	(959)	(464)	(390)	(127)
长期投资	(5)	5	(2)	(0)
其他	(157)	(109)	163	(18)
筹资活动现金流	(144)	(663)	(576)	(650)
短期借款	600	(600)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(744)	(63)	(576)	(650)
现金净增加额	1514	964	3085	3842

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7885	10049	12416	15214
营业成本	1845	2277	2692	3140
营业税金及附加	1277	1628	2012	2465
营业费用	1390	1769	2185	2685
管理费用	323	452	584	730
研发费用	38	34	42	52
财务费用	(100)	(68)	(114)	(166)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	84	84	84	84
投资净收益	122	180	141	148
其他经营收益	22	14	15	17
营业利润	3343	4236	5255	6557
营业外收支	(14)	(14)	(15)	(15)
利润总额	3329	4222	5241	6542
所得税	825	1046	1299	1621
净利润	2504	3176	3942	4921
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2504	3176	3942	4921
EBITDA	3421	4254	5257	6532
EPS (最新摊薄)	2.00	2.53	3.14	3.92

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	23.09%	27.45%	23.55%	22.54%
营业利润	23.22%	26.70%	24.07%	24.77%
归属母公司净利润	23.38%	26.80%	24.14%	24.83%
获利能力				
毛利率	76.59%	77.34%	78.32%	79.36%
净利率	31.76%	31.60%	31.75%	32.34%
ROE	24.60%	25.23%	25.05%	25.35%
ROIC	21.14%	22.12%	22.19%	22.33%
偿债能力				
资产负债率	39.15%	29.53%	29.29%	27.71%
净负债比率	8.43%	0.00%	0.01%	0.00%
流动比率	1.68	2.40	2.53	2.82
速动比率	1.12	1.57	1.72	2.00
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.53	0.56	0.56
应收账款周转率	182.17	188.81	184.50	183.71
应付账款周转率	2.96	2.94	3.24	3.02
每股指标(元)				
每股收益	2.00	2.53	3.14	3.92
每股经营现金	2.22	1.75	3.10	3.70
每股净资产	8.82	11.25	13.84	17.11
估值比率				
P/E	29.96	23.62	19.03	15.25
P/B	6.78	5.32	4.32	3.49
EV/EBITDA	16.61	15.56	12.03	9.08

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>