

2022年04月30日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

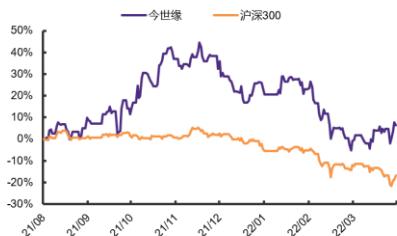
今世缘(603369)：业绩符合预期，整体趋势向好

推荐（维持）

分析师：孙山山
执业证书编号：S1050521110005
邮箱：sunss@cfsc.com.cn

基本数据	2022-04-29
当前股价（元）	44.88
总市值（亿元）	563.0
总股本（百万股）	1,254.5
流通股本（百万股）	1,254.5
52周价格范围（元）	39.38–63.43
日均成交额（百万元）	561.4

市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

相关研究

《今世缘(603369)事件点评报告：国缘继续发力，省外放量可期》——2022-04-16

《今世缘(603369)事件点评报告：一季度如期开门红，整体趋势向好》——2022-03-29

《今世缘(603369)事件点评报告：月度数据良好，开门红在即》——2022-03-09

《今世缘(603369)事件点评报告：扩产向前进，开门红在即》——2022-02-20

《今世缘(603369)事件点评报告：业绩符合预期，2022年蓄势待发》——2022-01-10

《今世缘(603369)事件点评报告：V系列加快放量，百亿目标可期》——2021-12-29

《今世缘(603369)动态研究报告：V系列望成动力引擎，股权激励加快落地》——2021-12-19

事件

2022年04月29日晚间，公司发布2022年一季报：2022Q1 营收29.88亿元（同增24.7%），归母净利润10.02亿元（同增24.5%），扣非净利润9.96亿元（同增24%）。

投资要点

业绩符合预期，主要指标良好

公司2022Q1营收29.88亿元（同增24.7%），归母净利润10.02亿元（同增24.5%），扣非净利润9.96亿元（同增24%），业绩与此前业绩快报基本吻合。2022Q1毛利率74.3%（同增1pct），系产品结构持续优化特别是国缘四开升级换代所致。2022Q1净利率33.55%（同减0.1pct），主要系销售费用率同增1.2pct所致。2022Q1销售费用3.9亿元（同增37%），系促销活动开展较多及广告投入增加所致。2022Q1经营活动现金流净额6.12亿元（同增14.9%），其中回款25.63亿元（同增21%）。2022Q1末合同负债11.36亿元，环比减少9.3亿元，同比增加6.5亿元，蓄水池处于历史中高位置。

2022年规划：2022年营收目标75亿元–80亿元，即营收增速17%–25%；净利润目标22.5亿元–23.5亿元，即净利润增速11%–16%。

国缘系列继续发力，淮海大区表现亮眼

分产品来看，2022Q1特A+类营收19.43亿元(+25.60%)，占比65%（同增0.7pct）。国缘系列继续保持较高增速。特A类8.28亿元（同增30%），占比27.7%；A类1.16亿元（同增9%），占比4%；B类0.55亿元(-9.22%)，占比2%；C类0.33亿元（同减8%），占比1%。

分区域来看，2022Q1省内营收27.86亿元（同增26%），占比93.3%；省外营收1.92亿元(+10.57%)，占比6.4%，省外开拓后续有望加快步伐。其中2022Q1淮安地区/南京地区/苏南地区/苏中地区/盐城地区/淮海大区营收分别为5.49/8.77/2.94/3.28/3.37/4.0亿元，分别同比增长17.6%/27.1%/28.2%/36.0%/12.8%/39.3%，占比分别为18.4%/29.4%/9.9%/11%/11%/13.4%。增速最快的三个地区分别为淮海大区、苏中大区、南京大区。

分渠道看，2022Q1直销营收0.35亿元（同增5%），占比1.2%；经销商营收29.44亿元（同增25%），占比98.8%。

2022Q1末合计1011家，净减少40家，主要系优化省外经销商结构所致

■ 股权激励有望加快落地，V系列有望继续发力

公司已于2021年11月26日完成回购，累计回购股份约为770万股，占公司总股本的比例为0.6138%，回购均价为56.24元/股，已支付的总金额为约4.33亿元。我们认为股权激励方案有望2022年上半年加快落地。

品牌端：公司将紧紧围绕“聚焦高质量，聚力新跨越”的主题主线，牢牢把握“好中求快”的工作基调，更加突出差异化、高端化、全国化“三化方略”。

产品端：公司持续完善V99联盟体运营机制，清晰传递V9战略定位，稳定价格体系；完善V3对标目标，优化主体布局。持续做强开系热度，进一步夯实300-500元主流价格带影响力的同时，围绕提升单开、淡雅国缘份额精准施策；完善省外市场产品策略，满足差异需求。

渠道端：公司深化“分品提升，分区精耕”策略，分类制定营销策略及考评体系；加快薄弱市场突破，全面布局培育江苏周边省份。

区域扩张：公司系统谋划省外市场，以战略目标思维为导向，理清国缘板块市场打造与今世缘特色碎片化市场培育策略；分类组建专业团队，提高市场组织化拓展能力。

未来公司三大看点：第一，V系列未来十年百亿目标，V3和竞品M6+提前卡位600-700元价格带；第二，苏南地区十四五规划预计近40亿，未来增长空间较大；第三，十四五规划省外占比20%以上，省外扩张是公司打开天花板上行的必选题。

■ 盈利预测

当前公司正深入推进差异、高端化、全国化，全力落实好国缘V系攻坚战、K系提升战、今世缘品牌激活战、省外突破战。以长三角为中心，加快形成战略板块；以京津冀、广东、江西、湖南、湖北重点区域为核心，培育重点市场；地市市场开发采取市县区互动布局开发策略，县区市场开发坚持“聚焦法则”。省外突破遵循“全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发”的区域拓展策略。我们继续看好国缘系列占比持续提升带动产品结构持续优化，V系列望成公司新动力引擎，长期跟随苏酒构建周边板块机会。预计2022-2024年EPS为1.95/2.34/2.78元，当前股价对应PE分别为23/19/16倍，维持“推荐”投资评级。

■ 风险提示

请阅读最后一页重要免责声明

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、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
主营收入（百万元）	6,408	8,000	9,898	12,163
增长率（%）	25.1%	24.8%	23.7%	22.9%
归母净利润（百万元）	2,029	2,446	2,930	3,491
增长率（%）	29.5%	20.5%	19.8%	19.1%
摊薄每股收益（元）	1.62	1.95	2.34	2.78
ROE（%）	21.8%	22.1%	22.2%	22.0%

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	8,000	9,898	12,163
现金及现金等价物	3,958	5,373	7,462	9,978	营业成本	1,626	1,912	2,250	2,646
应收账款	57	66	71	83	营业税金及附加	1,105	1,376	1,732	2,201
存货	3,194	3,603	3,819	4,117	销售费用	968	1,384	1,772	2,250
其他流动资产	2,725	2,808	2,863	2,899	管理费用	258	336	495	669
流动资产合计	9,933	11,850	14,215	17,078	财务费用	-65	-150	-209	-279
非流动资产：					研发费用	30	38	47	58
金融类资产	2,684	2,764	2,814	2,844	费用合计	1,191	1,608	2,105	2,697
固定资产	1,294	1,643	1,708	1,664	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	726	291	116	46	公允价值变动	98	80	60	40
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	3,284	3,941	4,708
其他非流动资产	2,286	2,286	2,286	2,286	加： 营业外收入	5	5	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	16,255	18,502	21,243	利润总额	2,699	3,274	3,928	4,693
流动负债：					所得税费用	670	828	998	1,201
短期借款	0	0	0	0	净利润	2,029	2,446	2,930	3,491
应付账款、票据	570	631	709	797	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	4,409	4,409	4,409	4,409	归母净利润	2,029	2,446	2,930	3,491
流动负债合计	4,980	5,040	5,119	5,206					
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%	24.8%	23.7%	22.9%
非流动负债合计	157	157	157	157	归母净利润增长率	29.5%	20.5%	19.8%	19.1%
负债合计	5,137	5,197	5,276	5,363	盈利能力				
所有者权益					毛利率	74.6%	76.1%	77.3%	78.2%
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	四项费用/营收	18.6%	20.1%	21.3%	22.2%
股东权益	9,297	11,058	13,227	15,880	净利率	31.7%	30.6%	29.6%	28.7%
负债和所有者权益	14,434	16,255	18,502	21,243	ROE	21.8%	22.1%	22.2%	22.0%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	35.6%	32.0%	28.5%	25.2%
净利润	2029	2446	2930	3491	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	121.7	140.4	146.0
公允价值变动	98	80	60	40	存货周转率	0.5	0.9	1.0	1.2
营运资金变动	782	-361	-147	-229	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	3024	2260	2961	3424	EPS	1.62	1.95	2.34	2.78
投资活动现金净流量	-1216	6	60	84	P/E	27.7	23.0	19.2	16.1
筹资活动现金净流量	-394	-685	-762	-838	P/S	8.8	7.0	5.7	4.6
现金流量净额	1,415	1,581	2,259	2,670	P/B	6.1	5.1	4.3	3.5

资料来源：Wind、华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4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，1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受到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

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。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

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。