

今世缘 (603369)

股权激励进一步推进, 助力高质高效发展

买入 (维持)

2022年08月01日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	6,408	7,905	9,664	11,404
同比	25%	23%	22%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	2,029	2,475	3,083	3,708
同比	29%	22%	25%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.62	1.97	2.46	2.96
P/E (现价&最新股本摊薄)	27.06	22.18	17.81	14.81

事件: 公司于 2022 年 7 月 31 日晚发布 2020 年股票期权激励计划 (草案变更) 摘要公告, 拟向激励对象授予 770 万份股票期权, 约占公司总股本的 0.614%, 计划授予的股票期权的行权价格为 56.24 元/股。

- **股权激励顺利落地, 进一步绑定新任管理层利益。**从激励对象看, 本次股权激励包含 345 人, 包括今年新任董事长顾祥悦、公司董事鲁正波, 覆盖面较广, 有利于将公司新任管理层与公司核心利益绑定, 共享经营成果, 进一步调动从管理层到员工的积极性, 提升核心团队凝聚力, 推动公司长期发展。
- **考核目标严格, 充分反应长期发展信心。**从解除限售条件看, 本次股权激励分 2022-2024 年三年解售, 业绩增长目标较高: 以 2021 年营业收入为基数, 2022-2024 年营业收入增长率不低于 22%/51.3%/90.6%, 扣非净利润增长率不低于 15%/32.3%/52.1%, ROE 不低于 21.5%/21.5%/21.5%, 且三指标均不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值。公司业绩考核要求逐年递增, 充分反应公司长期发展信心十足, 同时与 2020 年股票期权计划草案相比, 对净利润增长率作出具体设定, 侧面彰显公司未来发展信心。
- **股权激励持续推进, 提振行业信心。**随着白酒的竞争格局向头部、向名优酒企靠拢, 股权激励能够充分调动管理层和员工积极性, 提升公司治理能力。今年以来多家酒企陆续落地股权激励政策, 公司审时度势推出股权激励计划, 本次计划授予的股票期权行权价格与当前股价相比仍有提升空间, 股权激励公告的落地有利于充分提振市场对行业的信心。
- **产品结构持续优化, 省外扩张仍有空间。**公司产品结构持续优化改善, 国缘 V 系列当前价格稳定、库存回归良性, 公司将持续把国缘 V 系列作为战略性品系, 通过打造高端鉴赏会、V9 体验馆新场景、组建 V99 联盟体等方式持续推动 V 系成为公司未来最重要的增长极; 四开国缘焕新导入, 实现量价齐升。此外, 省外仍然是重要扩张方向, 顾总履新后, 公司于今年 6 月发布公告实施分品牌事业部制, 对部分机构职能进一步优化和调整, 通过将市场部更名为品牌管理部, 销售部更名为销售管理部, 省外工作部更名为省外事业部, 进一步提升整体功能和运行效率, 十四五期间加速省外扩张, 公司长期发展路径明确, 规划清晰, 稳步迈进营收百亿目标。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2022-2024 年营收为 79.05/96.64/114.04 亿元, 归母净利润为 24.75/30.83/37.08 亿元, EPS 为 1.97/2.46/2.96 元, 当前对应 2022-2024 年 22/18/15 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情影响边际预期, 省外扩张不及预期, 消费复苏不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	43.77
一年最低/最高价	40.07/61.00
市净率(倍)	5.33
流通 A 股市值(百万元)	54,909.47
总市值(百万元)	54,909.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.21
资产负债率(% ,LF)	30.18
总股本(百万股)	1,254.50
流通 A 股(百万股)	1,254.50

相关研究

- 《今世缘(603369): 2022Q1 业绩点评: 稳健增长, 经营势能持续》
2022-04-30
- 《今世缘(603369): 顺利实现开门红, 2022 年发展将好中求快》
2022-03-13

内容目录

1. 股权激励提振信心，成长势能充足	4
2. 风险提示	6

图表目录

图 1: 2020 年 4 月公司股权激励计划各对象分配情况.....	4
图 2: 2022 年 8 月公司股权激励计划各对象分配情况.....	4
图 3: 公司 2020 年 4 月股权激励进展情况.....	4
图 4: 公司 2022 年 8 月股权激励进展情况.....	5

1. 股权激励提振信心，成长势能充足

股权激励方案进一步落地，绑定新任管理层利益。2022年7月31日，公司发布关于2020年股票期权激励计划相关文件变更说明公告，拟向激励对象授予770万份股票期权，约占公司总股本的0.614%。从激励对象看，本次股权激励包含345人，包括今年新任董事长顾祥悦、公司董事鲁正波，覆盖面较广，有利于将公司新任高管、中基层管理人员、核心技术人员与公司核心利益绑定，共享经营成果，进一步调动从管理层到员工的积极性，提升核心团队凝聚力，推动公司长期发展。

图1：2020年4月公司股权激励计划各对象分配情况

姓名	职务	获授限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占总股本比例
方志华	副总经理	24	1.92%	0.0190%
胡跃吾	副总经理	24	1.92%	0.0190%
李维群	副总经理	24	1.92%	0.0190%
陈玖权	总经理助理	8	0.64%	0.0064%
周永和	总经理助理	8	0.64%	0.0064%
其他人员不超过355人		1012	80.96%	0.8070%
首次授予合计不超过360人		1100	88.00%	0.8770%
预留		150	12.00%	0.1190%
合计		1250	100.00%	0.996%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：2022年8月公司股权激励计划各对象分配情况

姓名	职务	获授限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占总股本比例
顾祥悦	总经理	21	2.73%	0.017%
鲁正波	董事	16.8	2.18%	0.013%
方志华	副总经理	16.8	2.18%	0.013%
胡跃吾	副总经理	16.8	2.18%	0.013%
李维群	副总经理	16.8	2.18%	0.013%
陈玖权	副总经理	16.8	2.18%	0.013%
周永和	副总经理	16.8	2.18%	0.013%
其他人员不超过338人		648.2	84.18%	0.517%
合计(345人)		770	100.00%	0.614%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

考核目标严格，充分反应长期发展信心。从解除限售条件看，本次股权激励分2022-2024年三年解售：1) 营收方面，以2021年营业收入60.08亿为基数，要求2022-2024年营业收入增长率不低于22%/51.3%/90.6%，2022-2024年对应营收分别为78.18/96.95/122.14亿元，分别同比+22%/24%/26%（不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值）；2) 利润方面，要求扣除非经常性损益净利润增长率不低于15%/32.3%/52.1%（不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值）；3) ROE方面，要求净资产收益率不低于21.5%/21.5%/21.5%。4) 价格方面，行权价格56.24元，相比7月29日的收盘价43.77元有一定的提升空间。综合看业绩考核、行权价格等，均充分反应公司长期发展信心，同时与2020年股票期权计划草案相比，对净利润增长率作出具体设定，侧面彰显公司规划信心。

图3：公司2020年4月股权激励进展情况

2020年4月今世缘股权激励计划进展表

一、公司及个人考核标准						
公司层面考核标准				个人层面考核标准		
以2017年营业收入为基数，2018年营业收入增长率不低于26%；2018年净资产收益率不低于19%，且上述指标均不低于同行业平均水平或对标企业的50分位值，2018年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。				个人年度绩效考核结果与行权额度的关系设定为：考核等级优秀，对应标准系数1；考核等级良好，对应标准系数1；考核等级达标，对应标准系数0.8；考核等级不合格，对应标准系数0。		
激励对象个人当年实际解除限售额度计算方法						
若各年度公司层面业绩考核达标，个人当年实际行权额度=标准系数×个人当年计划行权额度						
二、限制性股票登记日及数量						
授予价格（元/份）		授予人数		授予数量（万股）		
29.06		首次授予：不超过360人		总计：1250；首次：1100；预留：150		
三、限售期及解锁标准						
解除限售期	解除限售比例	考核年度	营业收入增长率	净资产收益率	主营业务收入占营业收入比例	考核要求
第一期（24个月-36个月）	40%	2020年	不低于45%	不低于19.7%	不低于95%	1. 营业收入增长率不低于同行业平均水平或对标企业75分位值，同时高于公司2018年度在白酒上市企业所处分位值。 2. 净资产收益率不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值，同时不低于公司2018年度在白酒上市企业所处分位值。
第二期（36个月-48个月）	30%	2021年	不低于75%	不低于20.5%	不低于95%	
第三期（48个月-60个月）	30%	2022年	不低于115%	不低于21.5%	不低于95%	
四、公司未来各年成本费用计提情况（万元）						
期权成本（万元）	2020（万元）	2021（万元）	2022（万元）	2023（万元）	2024（万元）	
4980.50	933.84	1867.69	1369.64	622.56	186.77	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图4：公司 2022 年 8 月股权激励进展情况

2022年8月今世缘股权激励计划（更新）

一、公司及个人考核标准						
公司层面考核标准				个人层面考核标准		
以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于20%；以2020年扣除非经常性损益后净利润为基数，2021年扣除非经常性损益后净利润增长率不低于15%；2021年净资产收益率不低于 20.5%，且上述指标均不低于同行业平均水平或对标企业的50分位值，2021年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。				个人年度绩效考核结果与行权额度的关系设定为：考核等级优秀，对应标准系数1；考核等级良好，对应标准系数1；考核等级达标，对应标准系数0.8；考核等级不合格，对应标准系数0。		
激励对象个人当年实际解除限售额度计算方法						
若各年度公司层面业绩考核达标，个人当年实际行权额度=标准系数×个人当年计划行权额度						
二、限制性股票登记日及数量						
授予价格（元/份）		授予人数		授予数量（万股）		
56.24		345人		770		
三、限售期及解锁标准						
解除限售期	解除限售比例	考核年度	营业收入	yoy	扣非净利润	yoy
		2021年（基数）	64.08		20.33	
第一期（24个月-36个月）	40%	2022年	78.18	22%	23.38	15%
第二期（36个月-48个月）	30%	2023年	96.95	24%	26.90	15%
第三期（48个月-60个月）	30%	2024年	122.14	26%	30.92	15%
2022-2024年考核要求（以2021年为基数）						
1. 营业收入增长率不低于22%/51.3%/90.6%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值						
2. 净资产收益率不低于21.5%/21.5%/21.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值						
3. 扣除非经常性损益净利润增长率不低于15%/32.3%/52.1%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值						
四、公司未来各年成本费用计提情况（万元）						
期权成本（万元）	2022（万元）	2023（万元）	2024（万元）	2025（万元）	2026（万元）	
2469.94	231.56	926.23	802.73	370.49	138.93	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

股权激励推进，提振行业信心。随着白酒的竞争格局向头部、向名优酒企靠拢，股权激励能够充分调动管理层的主观能动性和激发员工的活力，提升公司治理能力，促进形成一个大的利益共同体，推动公司实现中长期稳定发展的目标。2021年多家酒企陆续落地股权激励政策，公司审时度势，修改股权激励计划，有利于后续进一步的落地，也有利于进一步提振市场对行业的信心。

产品结构持续优化，省外扩张仍有空间，十四五规划稳步推进。公司产品结构持续优化改善，V系列在Q1实现较快增长，二季度受疫情有所影响，公司积极控量后国缘V系列价格稳定、库存回归良性，公司将持续把国缘V系列作为战略性品系，通过打造高端鉴赏会、V9体验馆新场景、组建V99联盟体等方式持续推动V系成为公司未来最重要的增长极；四开国缘焕新导入，实现量价齐升。此外，省外仍然是重要扩张方向，顾总履新后，公司于今年6月发布公告实施分品牌事业部制，对部分机构职能进一步优化和调整，通过将市场部更名为品牌管理部，销售部更名为销售管理部，省外工作部更名为省外事业部，进一步提升整体功能和运行效率，十四五期间加速省外扩张，公司长期发展路径明确，规划清晰，稳步迈进营收百亿目标。

投资建议：公司公告2022年营收目标75亿元，争取80亿元；净利润目标22.5亿元，争取23.5亿元，目标设定稳健，经营信心充足。我们维持公司2022-2024年营收预测为79.05/96.64/114.04亿元，归母净利润为24.75/30.83/37.08亿元，EPS为1.97/2.46/2.96元，当前对应2022-2024年22/18/15倍，维持“买入”评级。

2. 风险提示

疫情影响边际预期，省外扩张不及预期，消费复苏不及预期

今世缘三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,933	11,302	14,390	18,127	营业总收入	6,408	7,905	9,664	11,404
货币资金及交易性金融资产	6,642	7,566	10,362	13,589	营业成本(含金融类)	1,626	1,993	2,312	2,687
经营性应收款项	67	71	55	62	税金及附加	1,105	1,364	1,667	1,961
存货	3,194	3,550	3,801	4,269	销售费用	968	1,175	1,418	1,654
合同资产	0	0	0	0	管理费用	258	312	358	388
其他流动资产	30	115	172	207	研发费用	30	32	42	50
非流动资产	4,500	5,356	5,904	6,372	财务费用	-65	-49	-62	-94
长期股权投资	24	20	22	22	加:其他收益	8	8	10	12
固定资产及使用权资产	1,298	1,472	1,722	1,794	投资净收益	121	134	97	114
在建工程	726	981	1,045	1,085	公允价值变动	98	147	147	147
无形资产	170	183	198	225	减值损失	-1	-49	-46	-61
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	-8	-10	-11
长期待摊费用	7	5	2	3	营业利润	2,712	3,311	4,127	4,959
其他非流动资产	2,276	2,695	2,915	3,243	营业外净收支	-13	-11	-16	-14
资产总计	14,434	16,657	20,294	24,499	利润总额	2,699	3,300	4,111	4,945
流动负债	4,980	5,448	6,831	8,258	减:所得税	670	825	1,028	1,236
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	净利润	2,029	2,475	3,083	3,708
经营性应付款项	570	2,634	3,561	4,753	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2,067	997	925	806	归属母公司净利润	2,029	2,475	3,083	3,708
其他流动负债	2,342	1,817	2,345	2,699	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.62	1.97	2.46	2.96
非流动负债	157	157	157	157	EBIT	2,428	3,030	3,867	4,664
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,549	3,169	4,028	4,844
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	74.62	74.79	76.08	76.44
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	31.66	31.31	31.90	32.52
其他非流动负债	157	157	157	157	收入增长率(%)	25.13	23.35	22.25	18.00
负债合计	5,137	5,605	6,988	8,415	归母净利润增长率(%)	29.50	21.99	24.55	20.29
归属母公司股东权益	9,297	11,052	13,305	16,084					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	9,297	11,052	13,305	16,084					
负债和股东权益	14,434	16,657	20,294	24,499					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,024	2,396	4,122	4,581	每股净资产(元)	7.41	8.81	10.61	12.82
投资活动现金流	-1,216	-699	-744	-800	最新发行在外股份(百万股)	1,255	1,255	1,255	1,255
筹资活动现金流	-1,361	-720	-830	-930	ROIC(%)	20.36	22.33	23.81	23.80
现金净增加额	448	978	2,548	2,851	ROE-摊薄(%)	21.83	22.40	23.17	23.06
折旧和摊销	120	140	161	180	资产负债率(%)	35.59	33.65	34.44	34.35
资本开支	-576	-616	-522	-354	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.06	22.18	17.81	14.81
营运资本变动	1,201	605	579	548	P/B(现价)	5.91	4.97	4.13	3.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

