

期权激励落地，未来成长可期

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:	63.38/39.38
目标价格:		总市值(亿)	586.60
最新收盘价:	46.60	自由流通市值(亿)	586.60
		自由流通股数(百万)	1,254.50

事件概述

7月31日，今世缘发布股票期权激励变更公告，变更涉及授予对象、业绩考核期间及考核标准等多个方面。

分析判断:

► 人事平稳交接，期权激励落地，凝聚公司士气。

今年4月，执掌今世缘超过20年的原董事长周素明到龄卸任，原公司副董事长顾祥悦接任。在接任董事长前，顾祥悦已作为副董事长、总经理参与企业日常运营管理超过一年。此次接任实现了人事的平稳交接，也标志着今世缘进入了新的发展时期。本次激励拟向不超过345人授予770万份股票期权，激励规模约占总股本的0.614%，激励覆盖人数占2021年底员工总数的9.2%，层次从高管到中层管理人员均有涉及，其中核心高管占比15.82%，其他核心技术人员及管理骨干占比84.18%。我们认为这份激励计划覆盖层次广，有助于凝聚公司人心，激发组织活力，为公司高质量发展奠定坚实基础。

► 高考核标准彰显决心，积极推进高速高质发展。

本次激励计划考核涉及标准较多，具体考核标准如下：

- 1) 以2021年为基数，2022-2024年营收增速不低于22%/51.3%/90.6%（对应年同比增速22%/24%/26%），且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；
- 2) 以2021年为基数，2022-2024年扣非净利润增速不低于15%/32.3%/52.1%（对应年同比增速15%/15%/15%），且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；
- 3) 2022-2024年净资产收益率均不低于21.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；
- 4) 2022-2024年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。

变更后的考核标准要求偏高，不仅同企业自身历史经营业绩进行比较，而且对企业在同行业中增速排名情况同样设置考核标准；不仅对营收与扣非净利润进行考核，而且对净资产收益率与主营业务营收占比同样设置考核标准。我们认为这一安排彰显了公司对其未来同时实现高增速与高质量增长的决心，在享受白酒行业Beta的同时努力打造相对同业其他公司的竞争优势，为自身赋予Alpha价值。

► 继续推进“三化”战略，“十四五”百亿目标可期。

公司目前积极推进差异化、高端化、全国化的“三化”战略，同时进行国缘V系攻坚战、K系提升战、今世缘品牌激活战和省外突破战的“四大战役”。根据公司发布的《五年战略规划纲要（2021-2025）》，公司2025年营收目标超百亿，争取突破150亿元。目前今世缘营收主要集中在江苏省内，同时面临苏酒龙头洋河的压制。因此我们认为今世缘若实现“十四五”百亿目标，一方面在省内需要与洋河错位竞争，实现差异化，另一方面需要在省外有所收获，实现全国化。百亿目标是否能够达成，需要进一步观察其“三化”战略推进情况。

投资建议

由于公司人事平稳交接，期权激励计划变更后落地，整体公司治理结构与激励机制较之前有改善迹象，我们上调公司2022-2023年营收77.62/94.58亿元的预测至79.79/98.61亿元，新增2024年收入预测120.8亿元，上调2022-2023年EPS1.81/2.17元的预测至2.07/2.59元，新增2024年EPS预测3.21元，对应2022年8月2

日收盘价 46.60 元/股，PE 分别为 22.54/18.02/14.51 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

产品升级不及预期、省外市场拓展不及预期、疫情反复影响超预期、食品安全问题。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,122	6,408	7,979	9,861	12,080
YoY (%)	5.1%	25.1%	24.5%	23.6%	22.5%
归母净利润(百万元)	1,567	2,029	2,593	3,244	4,030
YoY (%)	7.5%	29.5%	27.8%	25.1%	24.2%
毛利率 (%)	71.1%	74.6%	74.9%	75.0%	75.2%
每股收益 (元)	1.25	1.62	2.07	2.59	3.21
ROE	19.0%	21.8%	23.0%	23.5%	23.6%
市盈率	37.31	28.81	22.54	18.02	14.51

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

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,408	7,979	9,861	12,080	净利润	2,029	2,593	3,244	4,030
YoY (%)	25.1%	24.5%	23.6%	22.5%	折旧和摊销	120	241	164	178
营业成本	1,626	2,000	2,461	3,002	营运资金变动	1,201	-401	271	78
营业税金及附加	1,105	1,372	1,686	2,054	经营活动现金流	3,024	2,044	3,197	3,693
销售费用	968	1,340	1,647	2,005	资本开支	-576	-1,052	-741	-812
管理费用	258	335	404	483	投资	-767	-100	-100	-100
财务费用	-65	-86	-114	-162	投资活动现金流	-1,216	-754	-348	-308
研发费用	30	24	30	36	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	121	399	493	604	筹资活动现金流	-1,361	-627	-690	-753
营业利润	2,712	3,423	4,280	5,314	现金净流量	448	664	2,160	2,632
营业外收支	-13	-11	-11	-12					
利润总额	2,699	3,412	4,269	5,302	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	670	819	1,025	1,273	成长能力				
净利润	2,029	2,593	3,244	4,030	营业收入增长率	25.1%	24.5%	23.6%	22.5%
归属于母公司净利润	2,029	2,593	3,244	4,030	净利润增长率	29.5%	27.8%	25.1%	24.2%
YoY (%)	29.5%	27.8%	25.1%	24.2%	盈利能力				
每股收益	1.62	2.07	2.59	3.21	毛利率	74.6%	74.9%	75.0%	75.2%
					净利率	31.7%	32.5%	32.9%	33.4%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	14.1%	16.1%	16.7%	17.4%
货币资金	3,958	4,621	6,781	9,413	净资产收益率 ROE	21.8%	23.0%	23.5%	23.6%
预付款项	5	20	25	30	偿债能力				
存货	3,194	3,288	3,708	4,112	流动比率	1.99	2.29	2.49	2.81
其他流动资产	2,776	2,920	3,038	3,162	速动比率	1.35	1.59	1.80	2.11
流动资产合计	9,933	10,850	13,552	16,717	现金比率	0.79	0.98	1.25	1.58
长期股权投资	24	24	24	24	资产负债率	35.6%	30.3%	28.8%	26.3%
固定资产	1,294	1,796	2,038	2,375	经营效率				
无形资产	170	227	259	288	总资产周转率	0.44	0.49	0.51	0.52
非流动资产合计	4,500	5,301	5,867	6,489	每股指标 (元)				
资产合计	14,434	16,151	19,418	23,206	每股收益	1.62	2.07	2.59	3.21
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	7.41	8.98	11.01	13.63
应付账款及票据	570	449	506	576	每股经营现金流	2.41	1.63	2.55	2.94
其他流动负债	4,409	4,282	4,939	5,379	每股股利	0.00	0.50	0.55	0.60
流动负债合计	4,980	4,731	5,444	5,955	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	28.81	22.54	18.02	14.51
其他长期负债	157	157	157	157	PB	7.34	5.19	4.23	3.42
非流动负债合计	157	157	157	157					
负债合计	5,137	4,888	5,601	6,112					
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	9,297	11,263	13,817	17,094					
负债和股东权益合计	14,434	16,151	19,418	23,206					

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：华西证券食品饮料首席分析师，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。

刘来珍：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖乳制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，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。