

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

今世缘（603369）
买入

饮料

重大事件快评

2019年12月31日

产品+渠道双轮驱动，品牌势能持续释放

证券分析师：陈梦瑶 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001
证券分析师：孙山山 13751048798 sunss@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519100001

事项：

2019年12月29日，公司在江苏省淮安市召开2020年今世缘发展大会。

国信观点：

我们认为本次发展大会给公司明年指明方向，涉及产品布局、区域发展等市场关心的话题。公司今年以来表现亮眼，得到资本市场认可，归功于管理层务实的作风和稳扎稳打的风格。当前公司处于势能释放期，产品结构持续优化，省内渠道下沉，省外有序扩张。我们维持2019-2021年EPS 1.15/1.45/1.86元，当前股价对应PE分别为28/22/17，未来一年合理估值区间为39.15-40.60元，维持“买入”评级。

评论：

■ 大单品表现优异，国缘占比稳步提升

产品方面，目前三大品牌（国缘系列、今世缘系列及高沟系列）主导产品销售占比超90%，国缘系列占比稳步提升至70%左右。其中国缘坚持“强化布局新V系，做广做强老K系，战术补充新K系、雅系”的产品策略，老K系率先实现大单品化，加快全区域全渠道深耕做强，按照“小步快跑”的理念，分季度上调终端成交价格；新K系·雅系，注重高端喜庆消费群体的延伸开发，强化淡雅国缘的战术性尖刀定位，对标百元价格带主竞品。大单品表现优异，其中四开、对开增幅均超40%，占国缘系列超60%；V系列坚持“V9做形象、V3做销量、V6做补充”的差异化布局，以南京及苏南等一线发达区域为推广重心，加快战略性培育布局。目前占比提至5.2%，V9占V系列比重超36%。

今世缘系列省内全面主销典藏15、重点布局典藏20、战略储备典藏30，加大力度聚焦推广典15，开辟做大180元价格带，典20产品加快选择消费档次高的苏南、苏中县区市场重点培育布局，积极进入300元以上次高端价格带，做好典30的导入上市准备。省外典藏18树形象、典藏12做销量、典藏6抢份额，瞄准定位全国中档中产家庭喜庆100-300元主流消费价格带。继续加大力度梳理今世缘品牌产品线，整合精简产品数量，力求压缩到40个以内。

高沟品牌则将继续强化青花系列产品的主导地位，形成省内本土市场中低档大众流行酒的认知。

■ 省内精耕细作，省外重点突破

区域拓展方面，公司省内注重分类精耕、分类施策，按区域市场占有率、对标份额等维度，以县区办事处为单位细化为五种类型，巩固提升占有率；省外坚持“全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发”区域拓展策略，重点做好“1+2+4”板块市场突破培育，聚焦个别优质市场如上海、北京及安徽、河南、山东等。其中公司重点打造山东大区，资源和人员重点倾斜，本土招商运作，预计今年山东大区销售额与上海地区持平，明年有望成为省外第一大市场。此前公司收购景芝、与浙江大商商源及安徽百川集团合作，都是公司省外扩张的有益尝试。

■ “五年翻两番”可期，明年稳健增长

2018 年底，今世缘确立“奋斗新五年，实现翻两番”的新五年战略目标，目标宏伟远大，需要公司稳扎稳打，稳步实现。2020 年公司将采取以下策略：第一，将坚持围绕市场投入管控原则逐步控减取消主导产品随量促销投入，根据市场类型及发展阶段，合理分配预算渠道建设及消费培育类固定投入，加大调节总部及重点区域市场品牌传播类预算投入；第二，继续深入推进渠道三化建设水平，有序导入主导产品“控价分利”模式，围绕三类顾客、三大场景、三类市场，利用信息化技术，服务建立统一稳定、有竞争力的价格利益体系，促进市场高质量发展。当前公司已完成 2019 年目标，预计 2020 年收入、利润增速双 25% 以上，我们认为五年翻两番目标可期。

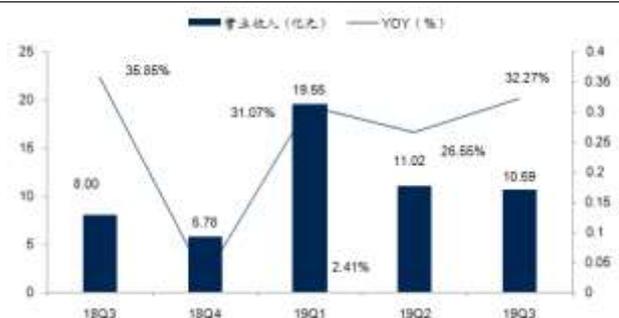
当前公司处于势能释放期，产品结构持续优化，省内渠道下沉，省外有序扩张。我们维持 2019-2021 年 EPS 1.15/1.45/1.86 元，当前股价对应 PE 分别为 28/22/17，未来一年合理估值区间为 39.15-40.60 元，维持“买入”评级。

风险提示：白酒景气周期持续性较弱；白酒行业政策的调整；省外扩张不及预期。

关键财务指标

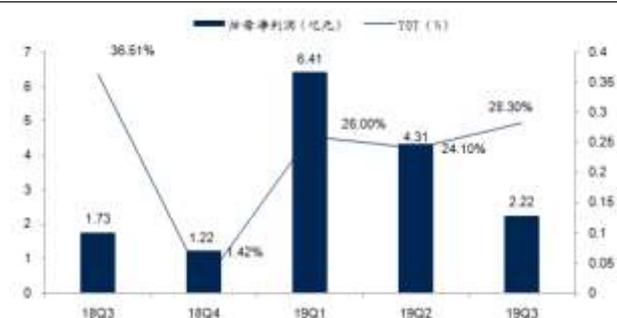
公司近五个季度营收、归母净利润保持正常波动，一四季度是酒企旺季。

图 1: 2018Q3-2019Q3 营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

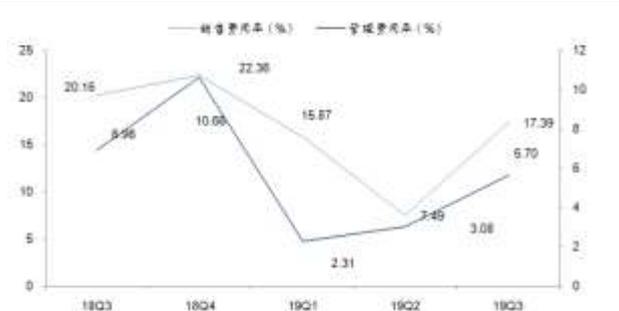
图 2: 2018Q3-2019Q3 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

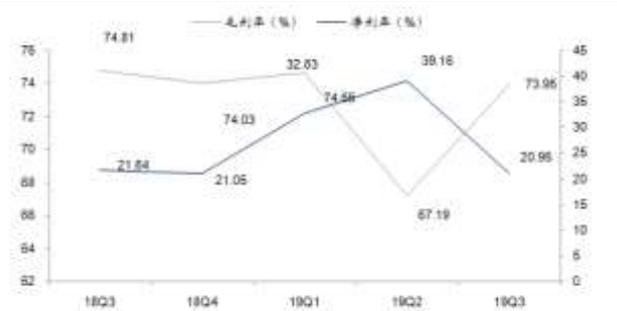
公司近五个季度销售费用率、管理费用率表现正常，旺季多投放，淡季少投放。近五个季度的毛利率和净利率表现正常。

图 3: 2018Q3-2019Q3 销售、管理费用率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2018Q3-2019Q3 毛利率及净利率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

可比公司估值对比

今世缘属于次高端白酒，我们选择同属于次高端的酒鬼酒、舍得酒业比较。

可比公司简介：

酒鬼酒：公司坐立于湖南湘西吉首，产品主要包括内参、酒鬼、湘泉等系列。公司是馥郁香型产品的代表。2019年内参完成销量翻倍目标，酒鬼系列保持稳健增长。最新数据显示，2019Q1-Q3 营收 9.68 亿（+27.34%），归母净利润 1.84 亿（+14.26%）。

舍得酒业：公司坐立于四川省遂宁市射洪县沱牌镇，是川酒六朵金花之一（其余为五粮液、泸州老窖、剑南春、酒、水井坊）。公司产品主要包括沱牌系列、舍得系列、吞之乎、天之呼等，属于浓香型代表。最新数据显示，2019Q1-Q3 营收 18.43 亿（+16.01%），归母净利润 3.03 亿（+10.93%）。

表 1：可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2019-12-30	EPS			PE		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021
酒鬼酒	买入	119	36.47	0.89	1.14	1.44	40.98	31.99	25.33
舍得酒业	买入	102	30.14	1.49	1.87	2.30	20.23	16.12	13.10
平均				1.19	1.51	1.87	30.60	24.05	19.22
今世缘	买入	405	32.31	1.15	1.45	1.86	28.10	22.28	17.37

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1887	1000	1100	1496	营业收入	3741	4863	6283	8096
应收款项	71	133	189	266	营业成本	1014	1235	1532	1902
存货净额	1968	3206	4156	5376	营业税金及附加	632	802	1056	1376
其他流动资产	1809	3404	4084	4858	销售费用	586	778	1049	1392
流动资产合计	6222	7994	9810	12296	管理费用	173	218	306	409
固定资产	1059	1097	1142	1186	财务费用	(25)	(8)	6	(7)
无形资产及其他	107	103	98	94	投资收益	174	80	90	100
投资性房地产	1189	1189	1189	1189	资产减值及公允价值变动	(17)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	11	11	11	11	其他收入	(3)	0	0	0
资产总计	8588	10393	12250	14775	营业利润	1516	1916	2423	3122
短期借款及交易性金融负债	20	623	357	200	营业外净收支	9	8	8	8
应付款项	251	267	409	607	利润总额	1525	1924	2431	3130
其他流动负债	2191	2354	3051	3895	所得税费用	374	477	608	801
流动负债合计	2462	3244	3816	4702	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1151	1447	1824	2329
其他长期负债	17	27	35	44					
长期负债合计	17	27	35	44	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2479	3271	3851	4746	净利润	1151	1447	1824	2329
少数股东权益	14	14	14	15	资产减值准备	20	5	3	2
股东权益	6095	7108	8384	10014	折旧摊销	84	91	105	118
负债和股东权益总计	8588	10393	12250	14775	公允价值变动损失	17	1	1	1
					财务费用	(25)	(8)	6	(7)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(14)	(2702)	(836)	(1017)
每股收益	0.92	1.15	1.45	1.86	其它	(20)	(5)	(3)	(2)
每股红利	0.25	0.35	0.44	0.56	经营活动现金流	1238	(1163)	1094	1431
每股净资产	4.86	5.66	6.68	7.98	资本开支	(139)	(130)	(150)	(160)
ROIC	19%	21%	22%	25%	其它投资现金流	(161)	237	(30)	(20)
ROE	19%	20%	22%	23%	投资活动现金流	(301)	107	(180)	(180)
毛利率	73%	75%	76%	77%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	36%	38%	37%	37%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	38%	39%	39%	39%	支付股利、利息	(315)	(434)	(547)	(699)
收入增长	26%	30%	29%	29%	其它融资现金流	292	603	(267)	(157)
净利润增长率	28%	26%	26%	28%	融资活动现金流	(339)	169	(814)	(855)
资产负债率	29%	32%	32%	32%	现金净变动	598	(887)	100	396
息率	0.8%	1.1%	1.3%	1.7%	货币资金的期初余额	1289	1887	1000	1100
P/E	35.2	28.0	22.2	17.4	货币资金的期末余额	1887	1000	1100	1496
P/B	6.7	5.7	4.8	4.0	企业自由现金流	940	(1365)	874	1185
EV/EBITDA	30.3	22.8	18.2	14.5	权益自由现金流	1232	(756)	603	1034

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032