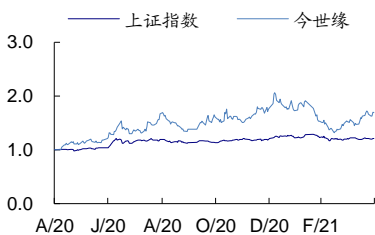


证券研究报告—动态报告
食品饮料
饮料
今世缘(603369)
买入
2021年一季报点评

(维持评级)

2021年04月30日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,255/1,255
总市值/流通(百万元)	68,295/68,295
上证综指/深圳成指	3,475/14,464
12个月最高/最低(元)	67.98/31.44

相关研究报告:

《国信证券-今世缘-603369-2020年年报点评: 年报业绩符合预期, 21年业绩指引积极》——2021-04-20

 《今世缘-603369-重大事件快评: 产品+渠道双轮驱动, 品牌势能持续释放》——2019-12-31
 《今世缘-603369-2019年三季报点评: 结构持续优化, 势能持续释放》——2019-10-31

 《今世缘-603369-2019年半年报: 结构持续优化, 国缘持续发力》——2019-07-31
 《今世缘-603369-2018年年报及2019年一季度报: 产品结构持续优化, 国缘成动力引擎》——2019-04-15

证券分析师: 陈青青

 电话: 0755-22940855
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

证券分析师: 熊鹏

 电话: 021-60875164
 E-MAIL: xiongpeng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080002

联系人: 李依琳

 电话: 010-88005029
 E-MAIL: liyilin1@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评
21Q1 业绩符合预期, 国缘升级放量稳步推进
● 21Q1 业绩符合预期, 利润率稳中有升

公司发布 21Q1 业绩公告, 21Q1 营收 23.96 亿元 (+35.35%), 归母净利润 8.05 亿元 (+38.78%), 业绩略超预期, 主要系: 1) 特 A+类以上产品收入快增及占比提升推动利润率稳中有升, 21Q1 毛利率/净利率 73.26%/33.62% (+0.05pct/0.83pct); 2) 费用率及税率下降, 21Q1 销售/管理费用率 11.84%/2.27% (-0.64pct/-0.35pct)。21Q1 经营净现金流 5.33 亿元 (+325.40%), 销售回款 21.19 亿元 (+109.89%), 预收款 5.45 亿元 (+86.68%), 为 21Q2 业绩提供保障。

● 特 A+类以上产品增长势头良好, 产品升级进展顺利

21Q1 特 A+/特 A/A/B/C/D 类产品收入 15.47/6.35/1.06/0.60/0.36/0.01 亿元, 同比 56.99%/9.05%/6.76%/1.53%/2.43%/-19.99%/-35.06%, 特 A+类产品表现突出, 占比提升 8.96pct 至 64.84%, 国缘势头不减, 仍是主要增长极。V 系增长较快, 21Q1 V 系达成 20 年 50% 左右的销售体量, 其中 V9 占 V 系 40% 左右的销售体量。分区域看, 21Q1 省内/省外收入 22.14/1.74 亿元 (+33.14%/67.14%), 淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海增长 12%/35%/69%/35%/20%/68%, 苏南作为主战场核心阵地, 销售增长良好; 省外保持快速增长, 省外收入占比提升至 7.28%。

● 四开迭代升级稳步推进, 全年业绩稳增长可期

目前四开动销势头仍好, 目前老四开库存逐步消化, 价格稳步抬升, 提价刺激下经销商打款积极, 新四开 21Q2 在省内开始投放。V 系省内表现亦佳, 有望保持快速放量势头, 未来 V 系尤其 V9 是公司重中之重, 21 年将按照 V 系“板块突破, 点状布局”的策略, 把江苏市场打造成 V 系 10 亿级核心市场, 并打造 8 个千万级省外市场。21 年在宴席等消费场景恢复和次高端扩容的背景下, 国缘有望继续驱动业绩稳增长。

● 风险提示: 宏观经济风险, 省外扩张不及预期, 产品升级不及预期。
● 投资建议: 维持“买入”评级

预计公司 2021-2023 年归母净利润为 18.94/23.80/29.35 亿元, EPS 为 1.51/1.90/2.34 元, 对应 PE 为 36/28/23x, 维持“买入”评级。

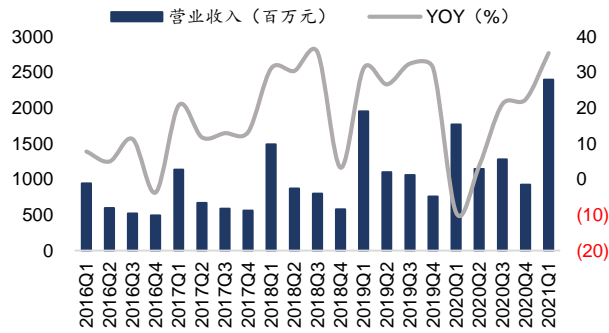
盈利预测和财务指标

	2018	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,874	5,122	6,524	8,099	9,873
(+/-%)	30.3%	5.1%	27.4%	24.1%	21.9%
净利润(百万元)	1458	1567	1894	2380	2935
(+/-%)	26.7%	7.5%	20.9%	25.7%	23.3%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.25	1.51	1.90	2.34
EBIT Margin	33.0%	32.2%	33.7%	34.5%	35.6%
净资产收益率(ROE)	20.2%	19.0%	19.9%	21.4%	22.4%
市盈率(PE)	46.8	43.6	36.1	28.7	23.3
EV/EBITDA	41.8	41.0	31.3	25.2	20.9
市净率(PB)	9.48	8.26	7.16	6.14	5.22

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

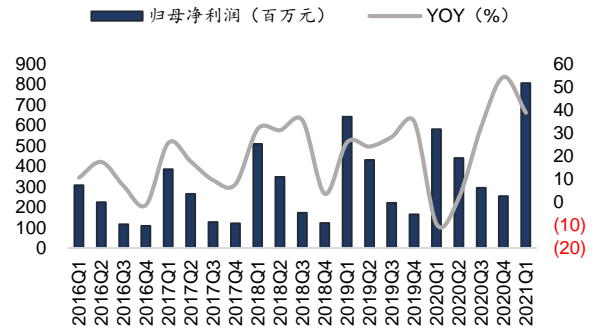
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 今世缘分季度营业收入及同比增速



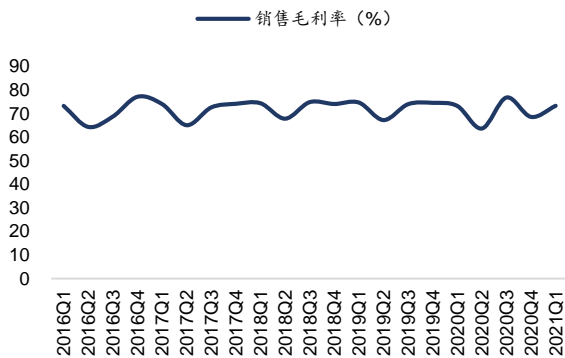
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 今世缘分季度归母净利润及同比增速



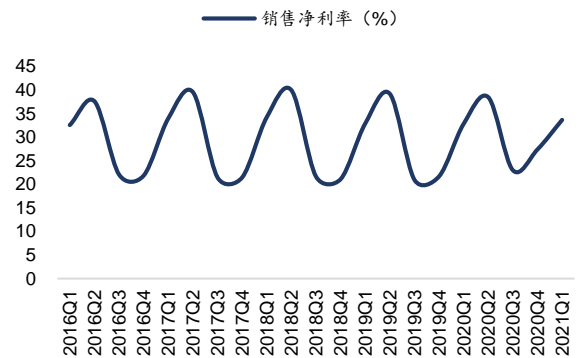
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 今世缘分季度销售毛利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 今世缘分季度销售净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值表 (截至 2021 年 4 月 29 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值 (亿元)	EPS			PE			评级
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
600809.SH	山西汾酒	89.82	3,625.56	3.55	5.34	7.12	117.17	77.90	58.43	买入
000596.SZ	古井贡酒	67.18	1,272.04	3.68	4.82	5.85	68.64	52.40	43.18	买入
603589.SH	口子窖	24.72	359.10	2.13	2.74	3.38	28.10	21.84	17.71	买入
002304.SZ	洋河股份	39.28	2,884.38	4.98	5.25	6.21	38.40	36.46	30.82	买入
	平均	55.25	2,035.27	3.59	4.54	5.64	63.08	47.15	37.53	
603369.SH	今世缘	43.59	682.95	1.25	1.51	1.9	43.59	36.05	28.65	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3402	3402	3402	3402	营业收入	5122	6524	8099	9873
应收款项	44	59	73	89	营业成本	1479	1791	2166	2587
存货净额	2604	3215	3913	4716	营业税金及附加	892	1142	1417	1728
其他流动资产	17	21	26	32	销售费用	875	1109	1377	1629
流动资产合计	8417	10457	13432	17867	管理费用	229	286	347	412
固定资产	1502	1901	2338	2738	财务费用	(21)	(21)	(21)	(21)
无形资产及其他	172	165	158	151	投资收益	297	215	228	246
投资性房地产	1740	1740	1740	1740	资产减值及公允价值变动	147	92	128	122
长期股权投资	19	23	26	30	其他收入	(19)	0	0	0
资产总计	11851	14286	17694	22526	营业利润	2092	2523	3168	3907
短期借款及交易性金融负债	362	611	1478	3268	营业外净收支	(11)	(4)	(4)	(4)
应付款项	524	487	608	799	利润总额	2082	2520	3165	3903
其他流动负债	2585	3495	4277	5125	所得税费用	515	625	784	968
流动负债合计	3471	4593	6363	9192	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	1567	1894	2380	2935
其他长期负债	113	161	209	253					
长期负债合计	113	161	209	253	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3584	4754	6573	9445	净利润	1567	1894	2380	2935
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(27)	0	0	0
股东权益	8267	9532	11121	13081	折旧摊销	107	135	176	207
负债和股东权益总计	11851	14286	17694	22526	公允价值变动损失	(147)	(92)	(128)	(122)
					财务费用	(21)	(21)	(21)	(21)
关键财务与估值指标					营运资本变动	530	291	234	257
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	27	0	0	0
每股收益	1.25	1.51	1.90	2.34	经营活动现金流	2057	2228	2663	3278
每股红利	0.42	0.50	0.63	0.78	资本开支	(599)	(435)	(478)	(478)
每股净资产	6.59	7.60	8.87	10.43	其它投资现金流	241	(1410)	(2257)	(3611)
ROIC	23%	26%	33%	40%	投资活动现金流	(362)	(1848)	(2739)	(4093)
ROE	19%	20%	21%	22%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	71%	73%	73%	74%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	34%	34%	36%	支付股利、利息	(521)	(630)	(791)	(975)
EBITDA Margin	34%	36%	37%	38%	其它融资现金流	1141	250	867	1790
收入增长	5%	27%	24%	22%	融资活动现金流	99	(380)	76	815
净利润增长率	7%	21%	26%	23%	现金净变动	1794	0	(0)	0
资产负债率	30%	33%	37%	42%	货币资金的期初余额	1607	3402	3402	3402
息率	0.8%	0.9%	1.2%	1.4%	货币资金的期末余额	3402	3402	3402	3402
P/E	43.6	36.1	28.7	23.3	企业自由现金流	1278	1642	2032	2631
P/B	8.3	7.2	6.1	5.2	权益自由现金流	2419	1955	2927	4405
EV/EBITDA	41.0	31.3	25.2	20.9					

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