

今世缘 (603369)

证券研究报告

2021 年 04 月 30 日

V 系发力省外加速，高增势头持续

事件：2021 年一季度，公司实现营业收入 23.96 亿，同比增长 35.35%；净利润 8.05 亿元，同比增长 38.78%，略超预期。

2021Q1 收入利润仍保持高增长，产品持续升级步伐加快。2021 年一季度，公司实现营业收入 23.96 亿元，同比增长 35.35%，分产品来看，特 A+ 增长明显，2021Q1 特 A+ 销售额 15.47 亿元，同比增长 56.99%，V 系延续良好态势，保持高速增长态势，2021Q1 销售额达到去年全年的一半左右，其中 V9 销售额占 V 系一季度销售额的 40% 左右，未来，苏南市场将成为 V9 销售的重要的销售和推广地区。分区域来看，经济能力好的地区增速明显，苏南大区同比增长 69.07%，另外的南京大区营收同比增长 35.06%，苏中大区同比增长 35.09%；此外，重点发力的淮海大区营收同比增长 67.88%。省外地区营收 1.74 亿元，同比增长 67.14%，占比达 7.32%。

产品控量挺价及不断升级是重点。2021 年，今世缘将尽全力打好 V 系攻坚战，兼顾打好 K 系的提升战，今世缘品牌的激活战和省外突破战。V 系攻坚将成为 2021 年今世缘工作的重心，具体来看，今世缘将以 V 系价格稳定作为 V 系发展的生命线，以固化价格体系作为 V 系第一要务，在 700 元左右，1200 元左右以及 2000 元左右三个价位带站位，确保 V 系高质量发展，主要是顺应消费升级卡位较高端价格带。四开对开作为基本盘做好 B 端客户。

长期来看，省内竞合式发展，空间逐步打开，势头可延续。省内市场方面，洋河 M6+ 与水晶 M 逐步在恢复，今世缘采取价格带错位竞争，且省内此价格带仍在扩容，竞合式发展。省外突破战仍需稳步进行，全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发的策略开发省外市场，上海，浙江，安徽，河南和山东是首先要做好的重点板块。V 系及省外市场的稳步发展有利于公司迈向新的台阶。

盈利预测：我们预计 21-23 年收入为 64.9 亿/80.1 亿/98.0 亿，同比增速为 26.7%/23.5%/22.30%，归母净利为 19.0 亿/23.3 亿/28.8 亿，同比增速为 21.5%/22.6%/23.4%，维持公司“买入”评级。

风险提示：市场不断集中的风险，市场开拓不达预期，消费者需求转变，食品安全风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,873.60	5,121.59	6,489.07	8,014.00	9,801.12
增长率(%)	30.28	5.09	26.70	23.50	22.30
EBITDA(百万元)	2,020.59	2,197.64	2,620.26	3,210.88	3,961.61
净利润(百万元)	1,458.10	1,566.91	1,903.77	2,334.37	2,880.22
增长率(%)	26.71	7.46	21.50	22.62	23.38
EPS(元/股)	1.16	1.25	1.52	1.86	2.30
市盈率(P/E)	46.84	43.59	35.87	29.26	23.71
市净率(P/B)	9.48	8.26	7.04	5.90	4.87
市销率(P/S)	14.01	13.33	10.52	8.52	6.97
EV/EBITDA	17.10	29.51	22.50	18.31	13.46

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	54.44 元
目标价格	74.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,254.50
流通 A 股股本(百万股)	1,254.50
A 股总市值(百万元)	68,294.98
流通 A 股市值(百万元)	68,294.98
每股净资产(元)	7.23
资产负债率(%)	23.50
一年内最高/最低(元)	67.98/31.44

作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
姜倩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520100002	
louqian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《今世缘-年报点评报告:2020 应对疫情逐季改善超预期，2021 稳健进击打好下一个五年开局战》 2021-04-20
- 2 《今世缘-首次覆盖报告:全方位立体进化，稳健进击再攀高峰》 2020-12-06
- 3 《今世缘-公司深度研究:产品结构持续优化，“喜庆+”助力布局婚庆产业链》 2017-04-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,607.24	3,401.54	6,005.87	5,403.48	11,143.87
应收票据及应收账款	32.15	29.11	98.85	(155.25)	(189.87)
预付账款	23.50	6.65	27.04	15.52	32.34
存货	2,150.91	2,603.89	2,921.00	3,512.81	4,135.43
其他	2,677.19	2,375.96	2,387.32	2,482.97	2,431.79
流动资产合计	6,490.99	8,417.16	11,440.09	11,259.53	17,553.57
长期股权投资	15.18	19.38	19.38	19.38	19.38
固定资产	1,026.22	1,013.22	1,170.63	1,263.97	1,305.86
在建工程	96.85	489.27	329.56	245.74	177.44
无形资产	129.30	171.87	162.15	152.43	142.72
其他	2,287.17	1,723.90	1,494.28	1,828.01	1,676.24
非流动资产合计	3,554.71	3,417.63	3,176.01	3,509.53	3,321.64
资产总计	10,062.29	11,851.10	14,712.13	14,812.03	20,926.99
短期借款	0.00	361.74	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	276.41	524.01	264.01	678.44	470.44
其他	2,501.30	2,584.97	4,681.35	2,474.22	6,330.98
流动负债合计	2,777.72	3,470.72	4,945.35	3,152.66	6,801.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	78.31	113.04	69.42	86.93	89.80
非流动负债合计	78.31	113.04	69.42	86.93	89.80
负债合计	2,856.03	3,583.76	5,014.77	3,239.58	6,891.21
少数股东权益	0.00	0.00	0.02	0.05	0.07
股本	1,254.50	1,254.50	1,254.50	1,254.50	1,254.50
资本公积	716.75	716.75	716.75	716.75	716.75
留存收益	5,938.65	6,991.21	8,442.83	10,317.90	12,781.20
其他	(703.63)	(695.12)	(716.75)	(716.75)	(716.75)
股东权益合计	7,206.27	8,267.34	9,697.35	11,572.45	14,035.77
负债和股东权益总计	10,062.29	11,851.10	14,712.13	14,812.03	20,926.99

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,458.12	1,566.91	1,903.77	2,334.37	2,880.22
折旧摊销	103.53	111.28	72.01	80.20	86.12
财务费用	0.67	6.67	(55.90)	(75.73)	(109.83)
投资损失	(173.16)	(296.69)	(214.61)	(214.61)	(214.61)
营运资金变动	150.14	1,783.08	987.39	(2,039.60)	3,127.78
其它	(231.92)	(2,052.47)	100.18	130.64	126.06
经营活动现金流	1,307.39	1,118.77	2,792.84	215.27	5,895.73
资本支出	124.36	498.47	103.62	62.50	47.13
长期投资	4.07	4.20	0.00	0.00	0.00
其他	(1,291.53)	337.50	487.50	(496.60)	104.63
投资活动现金流	(1,163.09)	840.17	591.12	(434.10)	151.76
债权融资	0.00	361.74	0.00	0.00	0.00
股权融资	44.85	30.99	35.68	77.13	111.23
其他	(480.72)	(552.10)	(815.31)	(460.70)	(418.32)
筹资活动现金流	(435.87)	(159.37)	(779.63)	(383.57)	(307.09)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(291.57)	1,799.57	2,604.33	(602.40)	5,740.40

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,873.60	5,121.59	6,489.07	8,014.00	9,801.12
营业成本	1,325.12	1,478.67	1,666.44	2,002.43	2,321.22
营业税金及附加	881.14	891.89	1,083.67	1,398.44	1,705.31
营业费用	852.88	875.40	1,148.56	1,420.88	1,749.50
管理费用	206.90	229.02	334.60	374.43	459.55
研发费用	14.22	22.30	14.62	24.08	26.69
财务费用	(49.72)	(21.07)	(55.90)	(75.73)	(109.83)
资产减值损失	0.00	0.00	7.68	8.28	3.99
公允价值变动收益	144.35	147.33	100.16	130.61	126.03
投资净收益	173.16	296.69	214.61	214.61	214.61
其他	(625.89)	(891.12)	(568.26)	(597.40)	(539.60)
营业利润	1,951.44	2,092.47	2,542.88	3,113.36	3,843.63
营业外收入	3.07	7.07	7.95	6.03	7.02
营业外支出	12.72	17.61	11.62	13.98	14.40
利润总额	1,941.79	2,081.93	2,539.21	3,105.41	3,836.24
所得税	483.67	515.03	635.41	771.02	956.00
净利润	1,458.12	1,566.91	1,903.80	2,334.39	2,880.24
少数股东损益	0.02	0.00	0.03	0.02	0.02
归属于母公司净利润	1,458.10	1,566.91	1,903.77	2,334.37	2,880.22
每股收益（元）	1.16	1.25	1.52	1.86	2.30

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	30.28%	5.09%	26.70%	23.50%	22.30%
营业利润	28.72%	7.23%	21.53%	22.43%	23.46%
归属于母公司净利润	26.71%	7.46%	21.50%	22.62%	23.38%
获利能力					
毛利率	72.81%	71.13%	74.32%	75.01%	76.32%
净利率	29.92%	30.59%	29.34%	29.13%	29.39%
ROE	20.23%	18.95%	19.63%	20.17%	20.52%
ROIC	55.64%	221.48%	164.05%	622.43%	135.26%
偿债能力					
资产负债率	28.38%	30.24%	34.09%	21.87%	32.93%
净负债率	-22.30%	-36.77%	-61.93%	-46.69%	-79.40%
流动比率	2.34	2.43	2.33	3.58	2.59
速动比率	1.56	1.67	1.74	2.47	1.98
营运能力					
应收账款周转率	106.65	167.20	101.42	-284.19	-56.80
存货周转率	2.37	2.15	2.35	2.49	2.56
总资产周转率	0.52	0.47	0.49	0.54	0.55
每股指标（元）					
每股收益	1.16	1.25	1.52	1.86	2.30
每股经营现金流	1.04	0.89	2.23	0.17	4.70
每股净资产	5.74	6.59	7.73	9.22	11.19
估值比率					
市盈率	46.84	43.59	35.87	29.26	23.71
市净率	9.48	8.26	7.04	5.90	4.87
EV/EBITDA	17.10	29.51	22.50	18.31	13.46
EV/EBIT	17.94	31.02	23.14	18.78	13.76

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com