

今世缘(603369)

报告日期: 2021年04月29日

点评报告

行业公司研究—食品饮料

证券研究报告

# 业绩符合预期, 国缘及 V 系列表现优异

## ——今世缘 2021 一季报点评

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
 ✉️ : mali@stocke.com.cn  
 ✍️ : 杨骥、张潇倩  
 ☎️ : 021-80108140  
 ✉️ : yangji@stocke.com.cn

### 事件

公司发布 2021Q1 季报, 公司 2021Q1 营业收入 23.96 亿元, 同比增长 35.35%; 归母净利润 8.05 亿元, 同比增长 38.78%。

### 投资要点

#### □ 业绩符合预期, 国缘及 V 系列表现优异

今世缘 2021Q1 年营业收入及净利润分别同比增长 35.35%、38.78%, 受益于中高端产品放量, 收入利润均实现高增, 业绩基本符合预期。分产品看: 2020 年特 A+类(国缘对开、四开、V 系列)、特 A 类(国缘+今世缘)、A 类(今世缘)、B 类(今世缘)、C 类(今世缘)、D 类(高沟) 产品收入分别同比变动 +56.99%/+9.05%/+6.76%/+1.53%/+2.43%/-19.99%, 其中特 A+类销售占比较去年同期提升 9.01 个百分点至 64.77%。据渠道反馈, 由于公司采取逐月调价方式, 所以春节前经销商提前打款增加备货, 节后四开渠道库存逐步消化, 换代进度符合预期, 因此 2021Q1 国缘四开预计保持超 30% 的增长, 而 V 系列收入预计为 1.3 亿元(V9 收入占比约为 40%), V 系列势能开始释放叠加国缘放量对收入拉动显著。分市场看: 2020 年省内市场实现 33.14% 的稳健增长, 具体来看, 淮海大区及苏南大区表现优异, 收入增速均超 65%, 而南京大区、苏中大区亦表现较突出, 收入增速均约为 35%, 另外, 基数较低的省外市场实现 67.14% 的增长。

#### □ 盈利能力表现稳健, 预收款实现环比增长

2021Q1 公司毛利率及净利率分别较去年同期增长 0.05、0.83 个百分点至 73.26%、33.62%, 主因: 1) 会计准则变动影响, 运输费用从销售费用转为成本; 2) 2021Q1 公司期间费用率、销售费用率、管理费用率分别较去年同期下降 1.06、0.64、0.35 个百分点至 13.76%、11.84%、2.27%, 预收款方面, 2021Q1 公司预收款(合同负债+其他流动负债) 5.45 亿元, 环比减少 6.94 亿元, 表现较好。配额制的实行推动四开批价稳步提升, 考虑到 2020 年 12 月公司针对性调整核心单品四开国缘的价格体系(1 月至 3 月每月 4K 出厂价上调 10 元/瓶, 计划外配额再上调 10 元/瓶), 并将从二季度开始有序管控老版四开国缘库存, 预计后续核心大单品批价仍有上行空间。

#### □ 展望十四五: 十四五规划理性积极, V 系列及省外扩张表现或超预期

近年来得益于公司较强的产品力、渠道力, 今世缘业绩发展势头向好。具体来看, **渠道方面**, 我们认为公司渠道利润始终较为稳定的核心原因之一为采取了“控价分利”模式(“控政策”、“控价格”、“控终端”、“控库存”);

**产品方面**, 我们认为: 1) V9 有望乘酱香酒之风, 站稳高价位带的同时实现迅速放量, 从业绩目标角度及 V 系列发展规划来看, 我们预计今年 V 系列业绩高增, 2019-2023 年 V 系列 CAGR 将超 100%, 在公司谋划 10 年百亿工程的背景下, 我们预计十四五期间 V 系列收入或达 50 亿元, 或超市场预期; 2) 公司将以“国缘 V 系攻坚战”培育增长极, 以“国缘开系提升战”夯实基本盘, 以“今世缘品牌激活战”打造大单品, K 系列有望继续抢抓次高端酒市场份额;

**省内市场方面**, 苏南地区有望成为今世缘在省内的又一增长极, 主因: 1) 苏锡常等苏南地区市场容量大, 且主流消费价格带高于平均水平; 2) 目前公司在苏南地区发

### 评级 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥54.44

### 单季度业绩 元/股

2Q/2020	0.35
3Q/2020	0.23
4Q/2020	0.20
1Q/2021	0.64



### 公司简介

今世缘为江苏领军酒企之一, 其中国缘系列及今世缘系列为公司主要产品系列。

### 相关报告

《今世缘年报点评: 业绩略超预期, 期待十四五开局之年》(20210418)

《今世缘动态跟踪点评: V 系十年目标百亿, 十四五踏上新征程》(20201229)

《今世缘三季报业绩点评: 国缘品牌势能持续释放, 业绩符合预期》(20201101)

《今世缘中报点评: 业绩符合预期, 品牌势能持续释放》(20200810)

《今世缘深度报告: 省外扩张或超预期, 品牌势能持续释放》2020.08.10

展势头向好，未来公司有望在苏南地区进行加速开拓深耕。

**省外市场方面**，我们认为目前省外规模仍较小，参考洋河的体量和省外扩张节奏，预期今世缘百亿体量时，省外占比有望达 8% 左右，即 2019-2023 年省外市场 CAGR 将超 32%，其中山东省较大的发展空间亦为今世缘高成长性奠定基础，公司价格以“省外市场突破战”拓展新天地，省外拓展有望加速，全国化进程更进一步。

我们认为公司十四五规划理性积极（2021 年营收目标 59 亿元，争取 66 亿元/净利润目标 18 亿元，争取 19 亿元；2025 年努力实现营收过百亿，争取 150 亿元），公司发展目标明确，未来公司将进一步完善产品矩阵、持续深耕省内、加速拓展省外，我们看好公司的长期成长性。

#### □ 盈利预测及估值

预计公司 2021-2023 年公司收入增速分别为 23.3%、21.7%、19.2%；净利润增速分别为 24.6%、22.5%、20.0%；EPS 为 1.6、1.9、2.3 元/股；PE 分别为 35、29、24 倍。考虑到公司全年业绩确定性较强，当前估值具有性价比，维持买入评级。

□ **催化剂**：白酒需求恢复超预期；国缘动销持续向好。

□ **风险提示**：海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；国缘动销情况不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	5119.4	6310.9	7677.8	9150.0
(+/-)	5.1%	23.3%	21.7%	19.2%
净利润	1569.4	1955.8	2396.4	2874.7
(+/-)	5.7%	24.6%	22.5%	20.0%
每股收益 (元)	1.3	1.6	1.9	2.3
P/E	43.5	34.9	28.5	23.8

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	8417	9423	10999	13563	营业收入	5119	6311	7678	9150
现金	3402	3133	4661	6441	营业成本	1479	1640	1870	2175
交易性金融资产	2351	2471	2411	2441	营业税金及附加	892	1099	1338	1594
应收账款	29	192	330	481	营业费用	875	1060	1367	1629
其它应收款	15	19	23	27	管理费用	229	265	307	352
预付账款	7	16	20	18	研发费用	22	27	33	40
存货	2604	2888	3293	3830	财务费用	(21)	(35)	(54)	(79)
其他	10	703	262	325	资产减值损失	0	14	6	9
<b>非流动资产</b>	3434	3852	4380	4332	公允价值变动损益	147	147	147	147
金融资产	0	222	74	99	投资净收益	297	215	228	246
长期投资	19	15	17	17	其他经营收益	6	7	7	6
固定资产	1013	1203	1428	1566	营业利润	2095	2609	3194	3830
无形资产	172	183	203	225	营业外收支	(11)	(11)	(11)	(12)
在建工程	489	711	809	727	利润总额	2084	2598	3183	3818
其他	1740	1517	1849	1698	所得税	515	642	786	943
<b>资产总计</b>	11851	13275	15380	17895	净利润	1569	1956	2396	2875
<b>流动负债</b>	3471	3547	3928	4380	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	362	0	0	0	归属母公司净利润	1569	1956	2396	2875
应付款项	524	443	519	654	EBITDA	2162.7	2643.3	3227.4	3853.7
预收账款	0	1221	1181	1059	EPS (最新摊薄)	1.3	1.6	1.9	2.3
其他	2585	1883	2228	2667	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	113	69	87	90	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	113	69	87	90	营业收入	5.1%	23.3%	21.7%	19.2%
<b>负债合计</b>	3584	3616	4015	4470	营业利润	5.9%	24.5%	22.4%	19.9%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	5.7%	24.6%	22.5%	20.0%
归属母公司股东权	8267	9659	11365	13424	获利能力				
<b>负债和股东权益</b>	11851	13275	15380	17895	毛利率	71.1%	74.0%	75.6%	76.2%
					净利率	30.7%	31.0%	31.2%	31.4%
					ROE	20.3%	21.8%	22.8%	23.2%
					ROIC	17.9%	19.9%	20.7%	20.9%
					偿债能力				
					资产负债率	30.2%	27.2%	26.1%	25.0%
					净负债比率	10.1%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	2.4	2.7	2.8	3.1
					速动比率	1.7	1.8	2.0	2.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
					应收帐款周转率	167.1	150.9	142.0	154.4
					应付帐款周转率	5.0	4.7	5.5	5.2
					每股指标(元)				
					每股收益	1.3	1.6	1.9	2.3
					每股经营现金	0.9	1.1	1.7	2.0
					每股净资产	6.6	7.7	9.1	10.7
					估值比率				
					P/E	43.5	34.9	28.5	23.8
					P/B	8.3	7.1	6.0	5.1
					EV/EBITDA	30.8	23.7	19.0	15.4

资料来源: 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及、或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>