

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

今世缘（603369）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2021年06月07日

四开产品升级顺利，回款动销较好确保上半年业绩

证券分析师：陈青青

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110001

证券分析师：熊鹏

021-60875164

xiongpeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002

事项：

近期，我们调研渠道及终端销售，在此跟踪反馈公司最新动态情况。

国信食品饮料观点：公司四开新老更替顺利，渠道及终端认可度较高，价盘稳步上行。同时当前渠道反馈打款动销进度较快，好于去年同期水平，二季度业绩持续向好值得期待。21年公司聚焦四大战役，当前进展均较为顺利，势能稳步向上，略超公司十四五规划预期。看好公司省内市占率持续提升以及省外顺利扩张，预计21-23年归母净利润为18.94/23.80/29.35亿，对应EPS为1.51/1.90/2.34元，对应当前股价PE为39.5/31.4/25.5X，维持“买入”评级。

评论：

■ 四开新老交替过渡顺利，价盘稳步提升

公司新四开5月份开始全面上市，当前处于新老衔接期。根据调研反馈，目前渠道及终端老四开库存低位，新四开渠道及终端认可度较高，终端成交价格成熟地区在450元以上，其他地区普遍在480元左右，同时新四开通过控盘分利模式，层层扫码便于配额及库存红线管理。此外，近期渠道反馈，国缘部分产品如42度单开国缘、42度四开国缘开票价上调，价格提升有望进一步扩大渠道利润空间，增强经销商及终端积极性。

■ 回款动销较好，二季度业绩持续向好值得期待

根据渠道调研反馈，省内部分地区打款发货进度在70%左右，预计到6月底整体完成比例在55%-60%，超过去年同期50%的完成比例，打款发货进度较好的情况下，公司二季度业绩持续向好值得期待。当前江苏省内经济复苏向好，消费需求旺盛，一季度V系列同比增长300%，V3、V9高端消费者培育逐步取得成效，老K系聚焦新四开新老更替，控盘分利下逐步推进终端价格上行，当前产品升级过渡顺利；典藏系列受益于省内宴席市场价格带跃迁，公司200元价格带的柔雅国缘产品增速较好，后续公司将逐步导入典藏20、典藏30来顺应终端消费升级。

■ 21年4大战役稳步推进，十四五首年表现亮眼

2021年是今世缘全面开启“发展高质量，酒缘新跨越”的起步之年，首要任务为打好四大战役：1）持续强化V系攻坚战，以V9作为动能引擎、辐射带动V3上量为基本策略；2）理性谋划开系提升战，四开大单品在省内500元价格带实现领先，谋求在全国面上突破。组织好四开焕新上市营销推广，通过有序推行配额管理，积极推进控价分利；3）组织今世缘品牌激活战，做好D20/D30产品上市资源配称，加快进入次高端。升级星球系列，作为商务及线上、商超渠道的协同补充；4）全力打赢省外突破战，遵循“全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发”拓展策略，建立公司高管结对

帮扶省外突破机制。公司在十四五远期目标的基础上，21年战略规划逐步落地，当前四大战役进展顺利，首年表现略超十四五原有规划，势能向上公司成长空间逐步打开。

■ **投资建议：公司产品升级及省外扩张，维持“买入”评级**

预计21-23年归母净利润为18.94/23.80/29.35亿，对应EPS为1.51/1.90/2.34元，对应当前股价PE为39.5/31.4/25.5X，维持“买入”评级。

表 1：可比公司的估值对比（截止至 2021 年 6 月 3 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020	2021E	2019	2020	2021E	
600809.SH	山西汾酒	134	4112	2.22	3.53	5.34	212	134	88	买入
000858.SZ	洋河股份	45.4	3396	4.90	4.96	5.25	46	45	40	,买入
000596.SZ	古井贡酒	66.2	1041	4.17	3.68	4.82	59	66	51	买入
	平均	81.9	2850	3.76	4.06	5.14	106	82	60	
603369.SZ	今世缘	47.7	748	1.16	1.24	1.51	47	44	35	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)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3402	3402	3402	3402
应收款项	44	59	73	89
存货净额	2604	3215	3913	4716
其他流动资产	17	21	26	32
流动资产合计	8417	10457	13432	17867
固定资产	1502	1901	2338	2738
无形资产及其他	172	165	158	151
投资性房地产	1740	1740	1740	1740
长期股权投资	19	23	26	30
资产总计	11851	14286	17694	22526
短期借款及交易性金融负债	362	611	1478	3268
应付款项	524	487	608	799
其他流动负债	2585	3495	4277	5125
流动负债合计	3471	4593	6363	9192
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	113	161	209	253
长期负债合计	113	161	209	253
负债合计	3584	4754	6573	9445
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	8267	9532	11121	13081
负债和股东权益总计	11851	14286	17694	22526

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.25	1.51	1.90	2.34
每股红利	0.42	0.50	0.63	0.78
每股净资产	6.59	7.60	8.87	10.43
ROIC	23%	26%	33%	40%
ROE	19%	20%	21%	22%
毛利率	71%	73%	73%	74%
EBIT Margin	32%	34%	34%	36%
EBITDA Margin	34%	36%	37%	38%
收入增长	5%	27%	24%	22%
净利润增长率	7%	21%	26%	23%
资产负债率	30%	33%	37%	42%
息率	0.7%	0.8%	1.1%	1.3%
P/E	47.7	39.5	31.4	25.5
P/B	9.0	7.8	6.7	5.7
EV/EBITDA	44.7	34.1	27.4	22.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5122	6524	8099	9873
营业成本	1479	1791	2166	2587
营业税金及附加	892	1142	1417	1728
销售费用	875	1109	1377	1629
管理费用	229	286	347	412
财务费用	(21)	(21)	(21)	(21)
投资收益	297	215	228	246
资产减值及公允价值变动	147	92	128	122
其他收入	(19)	0	0	0
营业利润	2092	2523	3168	3907
营业外净收支	(11)	(4)	(4)	(4)
利润总额	2082	2520	3165	3903
所得税费用	515	625	784	968
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1567	1894	2380	2935

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1567	1894	2380	2935
资产减值准备	(27)	0	0	0
折旧摊销	107	135	176	207
公允价值变动损失	(147)	(92)	(128)	(122)
财务费用	(21)	(21)	(21)	(21)
营运资本变动	530	291	234	257
其它	27	0	0	0
经营活动现金流	2057	2228	2663	3278
资本开支	(599)	(435)	(478)	(478)
其它投资现金流	241	(1410)	(2257)	(3611)
投资活动现金流	(362)	(1848)	(2739)	(4093)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(521)	(630)	(791)	(975)
其它融资现金流	1141	250	867	1790
融资活动现金流	99	(380)	76	815
现金净变动	1794	0	(0)	0
货币资金的期初余额	1607	3402	3402	3402
货币资金的期末余额	3402	3402	3402	3402
企业自由现金流	1278	1642	2032	2631
权益自由现金流	2419	1955	2927	4405

相关研究报告

《今世缘-603369-2021 年一季报点评：21Q1 业绩符合预期，国缘升级放量稳步推进》 ——2021-05-04
 《国信证券-今世缘-603369-2020 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 年中报：结构持续优化，国缘持续发力》 ——2019-07-31

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

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