

今世缘(603369)

报告日期: 2021年07月11日

更新报告

行业公司研究—食品饮料—

证券研究报告

高质量发展开新局，国缘及V系发展可期

——今世缘跟踪报告

✍ 马莉 执业证书编号: S1230520070002
✉ mali@stocke.com.cn;
✍ 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001
✉ zhangxiaolian@stocke.com.cn;

摘要

2021年上半年工作总结大会召开，十四五开局顺利。基于此前我们与公司交流及渠道反馈，我们认为：1) 短期来看，国缘四开更新换代进展顺利，新版四开有望在450-500元价格带实现稳价放量，V系列在抓两头战略下维持高增长。2) 中长期来看，公司发展方向明确、管理动能充足，十四五期间V系列收入或达50亿元，或超市场预期，预期今世缘百亿体量时省外占比8%左右。未来若股权激励落地，将进一步激发管理层及员工积极性。

投资要点

□ 2021年上半年工作总结大会召开，高质量发展开新局

7月6日今世缘召开2021年上半年工作总结大会，强调高质量发展、抓机遇开新局，重申营收超百亿的目标，对上半年工作进行总结，具体来看：1) **产品方面**：V系攻坚成效明显，V系列仍然保持高速发展态势；开系提升稳健有力，国缘四开升级换代进展顺利，新版四开终端成交价提升至460-470元，部分地区站稳480元，四开、对开、单开在去年低基数下增长迅猛；今世缘品牌激活正在进行中，通过导入典20、典30、提升价格体系、发力团购端、拓展渠道利润空间激发今世缘品牌活力。2) **产能方面**：扩能技改建设加快，南厂区10万吨陶坛酒库二期基本完成，进一步提升公司优质酒长期储存能力，提升产品质量，提升公司核心竞争力。3) **市场方面**：省外突破更加务实，公司将全面梳理省外的主推产品和聚焦点。据渠道反馈，今年上半年公司销售完成率或达65%左右，延续Q1的良好发展态势，回款情况表现优异。

□ 国缘四开更新换代进展顺利，新版四开提价稳价成效显著

今世缘自今年年初启动国缘四开更新换代进程，通过连续三个月提价、停止生产发货老版四开进行换代升级。目前四开换代进展顺利，具体来看：1) **价格**：6月省内老版四开批价420-430元，环比提升5元左右，新版四开批价440-450元左右，公司要求红线为450-480元，实际终端成交价在460-470元，新版四开终端价有一定提升。2) **渠道**：公司采用控价分利模式（“控政策”、“控价格”、“控终端”、“控库存”），新版四开开票价较老版从440元提升至480元，但出厂价仅从410元提升至420元，渠道利润有所增厚，经销商和终端商渠道利润各30元左右。3) **数字化**：目前公司在推行出库入库扫码，并辅助相应的激励措施，有利于配额制管理。我们看好未来新版四开在450-500元价格带稳价放量。

□ V系攻坚战战果丰硕，千元价格带有望成为新的增长极

V系攻坚是今世缘目前重要的战略方向，在“抓两头”的战略指导下，V系目前增长迅猛，V9、V3实现快速放量，一季度V系列增长300%，约完成3亿销售额，今年V系目标销售额10亿元，我们认为实现可能性较大，目前V9占比约40%-50%，V3占比约50%-60%。

我们认为V系列的成功来自以下几个方面：1) **产品品质**：V9产品品质优异，V9商务版采用10年以上基酒，V9至尊版采用15年以上基酒，且随着南厂区10万吨陶坛酒库二期完成，未来基酒年份有望进一步增长。2) **产品价格**：目前公司主推的V3、V9商务版、V9至尊版的批价分别为680、1330、1840元左右，实际成交价分别为660、1200、2000元左右，V3价格采取跟随梦6+策略，与梦6+实现交错竞争（终端成交价比梦6+

评级 买入

上次评级 买入
当前价格 ¥54.67

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21Q1业绩点评：业绩符合预期，国缘及V系列表现优异（20210429）》
- 《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》（20210229）
- 《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》（20211101）
- 《今世缘深度报告：省外扩张或超预期，品牌势能持续释放》（20200810）

约高 50 元)，V9 则享受千元价格带扩容红利。**3) 香型：**V3、V6、V9 的香型分别为浓香、兼香、酱香，其中 V9 的清雅酱香为原创香型，具有香型的独特性。**4) 组织赋能：**2020 年 11 月公司成立 V9 事业部，近期今世缘酒业苏南大区总经理、国缘 V9 事业部经理与常熟有缘共盈联盟体 11 位股东签约国缘 V 系联盟体（签约年销量 500 万，首批打款 200 万），类似品牌专营公司模式，股东入股的平台模式成立极大提振市场信心。**5) 渠道：**V 系主要采用团购渠道，由高管对接相应市场。凭借优异的品质、独特的香型、股东入股的平台模式，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。

□ 省外突破理清思路方向，周边板块市场拓展可期

今世缘目前省外占比较低，正重点打造环江苏的板块市场，其中山东、上海发展速度较快，安徽、河南、北京发展势头较好。**1) 主推产品方面：**此前公司省外主打产品为今世缘典藏，目前公司正重新梳理省外主推价格带和聚焦产品。**2) 渠道方面：**公司 21Q1 省外减少 26 个经销商、新增 12 个经销商，正在清理省外没有潜力的经销商，有望优化渠道、激发渠道活力。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。

□ 盈利预测及估值

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，未来公司将继续完善产品矩阵、持续深耕省内、加速拓展省外，我们看好公司的长期成长性。公司于 2020 年开始计划推出股权激励，若未来股权激励落地，将有效激发管理层和员工积极性，加速公司发展和潜力释放。

预计公司 2021-2023 年公司收入增速分别为 26.9%、25.4%、23.1%；净利润增速分别为 24.5%、23.5%、24.0%；EPS 为 1.6、1.9、2.4 元/股；PE 分别为 35、28、23 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	6494.9	8146.3	10024.5
(+/-)	5.1%	26.9%	25.4%	23.1%
净利润	1569.4	1954.2	2413.2	2991.3
(+/-)	5.7%	24.5%	23.5%	24.0%
每股收益 (元)	1.3	1.6	1.9	2.4
P/E	43.7	35.1	28.4	22.9

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8417	9522	11243	14058
现金	3402	3030	4444	6274
交易性金融资产	2351	2471	2411	2441
应收账款	29	194	333	485
其它应收款	15	20	24	30
预付账款	7	17	23	21
存货	2604	3088	3747	4482
其他	10	703	262	325
非流动资产	3434	3853	4382	4334
金额资产类	0	222	74	99
长期投资	19	15	17	17
固定资产	1013	1203	1428	1566
无形资产	172	183	203	225
在建工程	489	711	809	727
其他	1740	1518	1851	1701
资产总计	11851	13375	15624	18393
流动负债	3471	3648	4157	4747
短期借款	362	0	0	0
应付款项	524	474	591	765
预收账款	0	1257	1253	1160
其他	2585	1918	2314	2821
非流动负债	113	69	87	90
长期借款	0	0	0	0
其他	113	69	87	90
负债合计	3584	3718	4244	4837
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	8267	9657	11380	13556
负债和股东权益	11851	13375	15624	18393
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1119	1228	2013	2583
净利润	1569	1954	2413	2991
折旧摊销	111	86	103	119
财务费用	(21)	(35)	(51)	(76)
投资损失	(297)	(215)	(228)	(246)
营运资金变动	414	(126)	892	515
其它	(658)	(436)	(1116)	(720)
投资活动现金流	840	(708)	40	(13)
资本支出	(379)	(484)	(411)	(161)
长期投资	(4)	(218)	147	(25)
其他	1224	(7)	304	172
筹资活动现金流	(159)	(892)	(639)	(740)
短期借款	362	(362)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(521)	(530)	(639)	(740)
现金净增加额	1800	(372)	1414	1830

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5119	6495	8146	10024
营业成本	1479	1753	2128	2545
营业税金及附加	892	1132	1419	1746
营业费用	875	1091	1450	1784
管理费用	229	273	326	386
研发费用	22	28	35	44
财务费用	(21)	(35)	(51)	(76)
资产减值损失	0	15	6	10
公允价值变动损益	147	147	147	147
投资净收益	297	215	228	246
其他经营收益	6	7	7	6
营业利润	2095	2606	3216	3985
营业外收支	(11)	(11)	(11)	(12)
利润总额	2084	2596	3205	3973
所得税	515	641	792	982
净利润	1569	1954	2413	2991
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1569	1954	2413	2991
EBITDA	2162.7	2642.0	3252.1	4011.4
EPS (最新摊薄)	1.3	1.6	1.9	2.4
主要财务比率				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	5.1%	26.9%	25.4%	23.1%
营业利润	5.9%	24.4%	23.4%	23.9%
归属母公司净利润	5.7%	24.5%	23.5%	24.0%
获利能力				
毛利率	71.1%	73.0%	73.9%	74.6%
净利率	30.7%	30.1%	29.6%	29.8%
ROE	20.3%	21.8%	22.9%	24.0%
ROIC	17.9%	19.9%	20.8%	21.6%
偿债能力				
资产负债率	30.2%	27.8%	27.2%	26.3%
净负债比率	10.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.4	2.6	2.7	3.0
速动比率	1.7	1.8	1.8	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收帐款周转率	167.1	152.4	144.2	156.6
应付帐款周转率	5.0	4.9	5.7	5.2
每股指标(元)				
每股收益	1.3	1.6	1.9	2.4
每股经营现金	0.9	1.0	1.6	2.1
每股净资产	6.6	7.7	9.1	10.8
估值比率				
P/E	43.7	35.1	28.4	22.9
P/B	8.3	7.1	6.0	5.1
EV/EBITDA	30.8	23.9	19.0	14.9

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>