



今世缘 (603369)

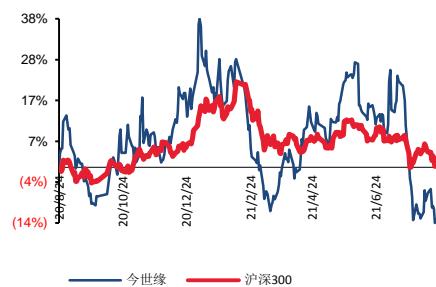
目标价: 53

昨收盘: 41.6

日常消费 食品、饮料与烟草

今世缘: 特 A+类高增延续, 看好四开及 V 系潜力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,254/1,254
总市值/流通(百万元)	52,187/52,187
12 个月最高/最低(元)	66.48/40.77

相关研究报告:

今世缘 (603369)《今世缘一季报点评: 特 A+类产品高增, 开年势头良好》--2021/04/30

今世缘 (603369)《今世缘年报点评: 产品升级持续推进, 展望公司十四五发展》--2021/04/27

今世缘 (603369)《今世缘: 2020 年高质量平稳收官, 展望十四五发展》--2021/01/19

证券分析师: 蔡雪显

电话: 010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517050002

证券分析师: 李鑫鑫

电话: 021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

点评事件:

今世缘发布 2021 年中报, 上半年实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 38.52、13.35、13.33 亿元, 同比增长 32%、31%、31%, 其中 Q2 实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 14.55、5.29、5.30 亿元, 分别同比增长 27%、21%、22%。

财务分析: Q2 现金回款 19.02 亿, 同比+49%, 高于营收增速, 应收账款及票据 0.56 亿元, 同比-21%环比+35%, 合同负债+其他流动负债 7.32 亿元, 同比增加 3.8 亿元, 环比增加 1.87 亿元, 处于历史同期较高水平, 报表质量较好。

核心观点:

收入分析: 产品结构持续升级, 省内恢复平稳省外略有放缓。上半年公司实现营收 38.52 亿, 同比+32.20% (Q1: +35.35%; Q2: +27.32%)。

1) 产品: 上半年 300 元以上特 A+类 25.29 亿/yoY+50%、特 A 类 10.12 亿/yoY+13%, 特 A+类产品同比提升 7.78pct 至 65.91%。Q2 来看特 A+类、特 A 类继续增长, 其中特 A+类增长 39.6%继续高增、特 A 类增长 19.7%增速环比改善, 其他价位段产品均出现下滑。21H1 较 19H1 同期增长 26%, 其中特 A+类和特 A 类分别增长 51%、4%, 其他均下滑。2) 市场: 上半年省内省外占比为 92.6%vs7.4%, 省外 2.83 亿/yoY+42%、省内 35.5 亿/+31%, 其中苏南大区、淮海大区增速最快, 分别同比+50%、58%, 大本营淮安大区增长 19%相对平稳。其中 Q2 省外增速放缓至 15%, 省内增速持续约 28%, 大本营淮安大区、苏中大区增长加速。3) 渠道: 上半年经销商增加 83 家至 1031 家, 主要是省外增加了 70 家, 其中 Q2 经销商增加 99 家, 省外增加 84 家。

利润分析: Q2 销售费恢复正常投放, 基数原因导致净利率略下降。上半年毛利率 70.58%, 同比+1.14pct, 主要原因是 1) 产品结构提升带来毛利率提升; 2) 会计准则调整, 运输费用计入成本; 3) 会计准则调整, 促销返利不再计入费用、直接冲减收入。期间费用率 12.44%, 同比+0.9pct, 其中销售费用率 10.24%, 同比+1.55pct, 主要是广告费大幅增加, 广告费率 7.46%, 同比提升 1.64pct, 净利率 34.66%, 同比-0.34pct, 主要是费用投放加大。Q2 来看, 毛利率 66.18%, 同比提升 2.55pct, 原因相同, 销售费用率由于基数原因大幅提高 4.78pct

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

至 7.60%，与历史同期比、恢复到较正常的投放力度，在毛利率提升费用增加的条件下，Q2 净利率下滑 2pct 至 36.38%。

21 年展望：四大战役全面打响，全年有望实现目标上限。2021 年营收目标 59 亿元左右，争取 66 亿元，对应增速为 15% 和 30%，净利润目标 18 亿争取 19 亿，考虑到 21H1 增速，下半年收入、净利润增速分别为 25%/3%（上限）、-7%/-15%（下限）。公司上半年全面打响“四大战役”，产品、品牌、渠道齐发力。品牌上，V9 广告片登陆央视及江苏卫视，品牌知名度不断提升；营销及渠道上，公司补充异业团购、高端会所等新业态营销，开拓银行合作、品牌联名等新渠道，新渠道开拓逐步推进；产品上，国缘四开成功换新，今世缘加快 D20/D30 布局。展望全年，我们认为公司收入、利润目标均有望达到上限，一方面产品升级趋势逐步确立，下半年特 A+ 类、特 A 类产品高增有望延续，另一方面随着产品品牌渠道相关举措推出，有望继续拉动收入向上增长。同时去年下半年费用处于历史相对低位，今年预计费用投放加大、利润略有承压。

中长期展望：十四五规划逐步落地，机制创新+战略实施，看好公司长远发展。公司规划 2025 年努力实现营收百亿，争取 150 亿元，对应年化增速为 15% 和 25%，对未来五年公司战略清晰，即侧重 V 系 K 系发展、省外占比大幅提升。目前公司针对 V 系进行组织架构改革，计划以实体分公司的形式组建 V 系联盟体，类似品牌专营公司，该模式已在苏州推行，如果推进顺利，预计有望带动 V 系发展进一步打开高端化格局。同时国缘四开升级提档，带动 K 发展。同时依据公司十四五规划，省内内省外开拓力度加大，费用投放预计有所增长，利润略有承压。

盈利预测：短期来看，公司四开产品升级换代，卡位 500 元次高端价位带，有望受益于省内消费升级。长期看，公司产品结构持续提升，V 系列的逐步放量将为公司成长注入新动能，此外公司原来相对薄弱的苏南地区开拓顺利，公司在省内的优势有望持续扩大，同时加强省外市场开拓力度，全国化布局不断推进，随着市场开拓力度加大，前期费用投放规划增加、利润承压。我们预测公司 2021-2023 年的收入增速分别为 28%、20%、18%；净利润增速分别为 24%、22%、18%，EPS 分别为 1.54、1.89、2.23 元/股。综合白酒行业当前估值、考虑到区域龙头特征，我们按照 2022 年业绩给 28 倍 PE、一年目标价 53 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：省内竞争加剧，公司出现重大管理瑕疵；宏观经济发生较大的波动，白酒消费有大幅下滑等。

■ 主要财务指标

	2020	2021A	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5122	6607	7928	9355
增长率 (%)	5%	29%	20%	18%
净利润(百万元)	1567	1950	2381	2820
增长率 (%)	7%	24%	22%	18%
摊薄每股收益(元)	1.25	1.55	1.90	2.25

资料来源：Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。