

**603369.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 41.6

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 今世缘 2021 年半年度业绩点评。

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(29.9)	(21.1)	(25.3)	(10.7)
相对上证指数	(29.2)	(19.0)	(25.1)	(13.6)

发行股数(百万)	1,255
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	52,187
3个月日均交易额(人民币 百万)	693
净负债比率(%) (2021E)	(27)
主要股东(%)	
今世缘集团有限公司	45

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2021 年 8 月 23 日收市价为标准

**相关研究报告**

《今世缘: 国缘四开换新上市, V3 终端表现势能向上》20210615

《今世缘: 产品快速升级, 省内深度下沉, 五年目标高增》20210516

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**食品饮料: 饮料制造**
**证券分析师: 邓天娇**

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

**证券分析师: 汤玮亮**

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

# 今世缘

## 300 元以上产品高增, 省内持续深耕

今世缘公布 21 年中报。2021 年上半年实现营收 38.5 亿, 同比增 32.2%, 净利 13.3 亿, 同比增 30.9%, 每股收益 1.1 元/股。2Q21 营收和净利分别为 14.5 亿、5.3 亿, 营收同比增 27.3%, 净利同比增 20.5%。公司产品结构持续提升, 收入符合预期, 净利略低预期。

**支撑评级的要点**

- 受益核心单品快速增长, 1H21 营收 38.5 亿, 同比增 32.3%, 其中 2Q21 营收 14.5 亿, 同比增 27.3%。分产品来看, (1) 1H21 公司 300 元以上特 A+ 系列收入占比同比提升 7.7pct, 产品结构持续提升。其中 2Q21 实现营收 9.8 亿, 同比增 39.6%, 收入占比 67.5%, 同比提升 5.9pct, 我们判断主要为国缘 K 系贡献。根据微酒新闻, 公司于今年 1 月至 3 月, 每月 1 日起按 10 元/瓶上调出厂价, 同步上调供货价、产品零售价及团购价。产品价格上调后, 四开国缘终端成交价将由此前的 410-420 元调整至 450 元以上, 渠道利润也可随之上升。新四开于 5 月初正式发货, 公司配备灵活的销售政策来增强消费者粘性, 从报表反馈来看, 产品新老衔接顺利, 2 季度公司 300 元以上特 A+ 系列产品营收增速为 39.6%, 整体符合预期。2021 年, 公司执行 V 系列攻坚战, 国缘 V 系列目前为个位数占比, 公司战略布局 V 系列助力产品结构调优, 预计在公司费用资源投放加大的基础上 2021 年将实现较快增速。(2) 100-300 元特 A 类产品单 2 季度实现营收 3.8 亿, 同比增 19.7%, 收入占比 25.9%, 同比降 1.6pct。(3) 百元以下产品 2Q20 收入增速同比降 24.9%, 收入占比同比降 4.3pct。
- 公司目前仍以深耕省内为主, 薄弱区域表现亮眼。1H21 公司省内实现营收 35.5 亿, 同比增 31.3%, 收入占比 92.3%, 其中 2Q21 省内营收 13.4 亿, 同比增 28.5%。省内分市场来看, (1) 优势市场淮安大区、南京大区、盐城大区 2Q21 实现营收 2.5 亿、3.9 亿、1.6 亿, 同比分别增 34.3%、21.5%、15.5%, 继续保持良好势头。(2) 公司薄弱区域苏南大区、淮海大区、苏中大区业绩表现亮眼, 2Q21 分别实现营收 2.1 亿、1 亿、2.4 亿, 收入增速分别为 33.4%、33.6%、39.1%。我们认为今世缘作为区域名酒, 省内仍有较大提升空间, 省外市场十四五期间有望进入突破阶段。
- 2Q21 公司净利增速低于营收, 主要由于上年同期销售费用率偏低。2Q21 公司实现归母净利 5.3 亿, 同比增 20.5%。2Q21 受益产品结构不断提升, 公司毛利率 66.2%, 同比提升 2.6pct, 税金及附加率、管理费用率分别降 1.8pct、0.2pct。2Q21 销售费用率同比提升 4.8pct, 上年同期销售费用率偏低, 仅为 2.8%, 2Q21 费用投放恢复正常。1H21 公司组织国缘新品上市发布会 54 场, 同时四开焕新增加渠道投入, 从销售费用细分项来看, 1H21 广告宣传费 2.9 亿, 同比增 69.3%。

**估值**

- 今世缘作为江苏省内的地产酒, 充分享受当地优渥的消费环境, 产品结构升级速度领先行业。公司内部激励有望不断推进, 省内提升空间大, 当前具备估值优势。我们维持此前的盈利预测, 预计 21 至 23 年公司 EPS 分别为 1.54、1.94、2.36 元/股, 对应 PE 分别为 27.1X、21.5X、17.6X, 维持买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 省内受竞品挤压, 渠道库存积压。未能顺利完成此前规划。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	4,874	5,122	6,431	7,695	9,075
变动(%)	30	5	26	20	18
净利润(人民币 百万)	1,458	1,567	1,929	2,430	2,963
全面摊薄每股收益(人民币)	1.162	1.249	1.537	1.936	2.361
变动(%)	26.7	7.5	23.1	26.0	21.9
全面摊薄市盈率(倍)	35.8	33.3	27.1	21.5	17.6
价格/每股现金流量(倍)	23.2	27.3	68.7	18.8	16.3
每股现金流量(人民币)	1.79	1.53	0.61	2.21	2.55
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.8	25.9	21.3	16.0	12.5
每股股息(人民币)	0.331	0.415	0.461	0.581	0.673
股息率(%)	0.8	1.0	1.1	1.4	1.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2021 年半年报业绩回顾

(人民币, 百万)	2Q20	2Q21	同比	1H20	1H21	同比
营业收入	1,143	1,455	27.3	2,913	3,851	32.2
营业成本	416	492	18.4	890	1,133	27.3
<b>毛利率(%)</b>	<b>63.6</b>	<b>66.2</b>	<b>2.6</b>	<b>69.4</b>	<b>70.6</b>	<b>1.1</b>
毛利	727	963	32.4	2,023	2,718	34.4
税金及附加	144	157	9.4	429	542	26.2
销售费用	32	111	243.0	253	394	55.7
管理费用	43	53	22.2	86	102	18.4
研发费用	5	4	(27.9)	9	9	3.8
财务费用	(7)	(18)	166.6	(12)	(26)	122.2
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	33	2	(95.3)	11	10	(9.5)
投资收益	36	48	32.9	93	67	(27.4)
营业利润	582	706	21.4	1,366	1,777	30.1
<b>营业利润率(%)</b>	<b>50.9</b>	<b>48.5</b>	<b>(2.4)</b>	<b>46.9</b>	<b>46.2</b>	<b>(0.7)</b>
营业外收入	1	1	(61.2)	2	3	53.1
营业外支出	0	1	822.9	11	4	(66.8)
利润总额	583	705	21.0	1,357	1,777	31.0
所得税	144	176	22.5	337	442	31.1
<b>所得税率(剔除非经常性影响)(%)</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>0.4</b>	<b>27</b>	<b>26</b>	<b>(0.6)</b>
少数股东权益	0	0	-	0	0	-
归属于母公司净利润	439	529	20.5	1,020	1,335	30.9
<b>净利率(%)</b>	<b>38.4</b>	<b>36.4</b>	<b>(2.0)</b>	<b>35.0</b>	<b>34.7</b>	<b>(0.3)</b>
EPS	0.35	0.42	20.5	0.81	1.06	30.9

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	4,874	5,122	6,431	7,695	9,075
销售成本	(2,206)	(2,371)	(2,743)	(3,062)	(3,479)
经营费用	(847)	(850)	(1,361)	(1,643)	(1,918)
息税折旧前利润	1,821	1,901	2,327	2,991	3,679
折旧及摊销	69	107	98	139	174
经营利润(息税前利润)	1,752	1,794	2,228	2,852	3,504
净利息收入/(费用)	50	21	112	143	215
其他收益/(损失)	164	286	286	286	286
税前利润	1,951	2,092	2,573	3,220	3,909
所得税	(484)	(515)	(634)	(780)	(936)
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
净利润	1,458	1,567	1,929	2,430	2,963
核心净利润	1,458	1,567	1,929	2,430	2,963
每股收益(人民币)	1.162	1.249	1.537	1.936	2.361
核心每股收益(人民币)	1.162	1.249	1.537	1.936	2.361
每股股息(人民币)	0.331	0.415	0.461	0.581	0.673
收入增长(%)	30	5	26	20	18
息税前利润增长(%)	33	2	24	28	23
息税折旧前利润增长(%)	32	4	22	29	23
每股收益增长(%)	27	7	23	26	22
核心每股收益增长(%)	27	7	23	26	22

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,951	2,092	2,573	3,220	3,909
折旧与摊销	69	107	98	139	174
净利息费用	(50)	(21)	(48)	(72)	(108)
运营资本变动	26	1	(44)	(17)	(19)
税金	(493)	(526)	(645)	(791)	(946)
其他经营现金流	746	260	(1,175)	298	193
经营活动产生的现金流	2,248	1,914	760	2,778	3,203
购买固定资产净值	(150)	(395)	(395)	(395)	(395)
投资减少/增加	1,288	(267)	297	297	297
其他投资现金流	(3,247)	300	(352)	(381)	(401)
投资活动产生的现金流	(2,109)	(362)	(450)	(479)	(500)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	412	1,283	(504)	0	0
支付股息	(416)	(521)	(579)	(729)	(844)
其他融资现金流	(416)	(521)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(420)	242	(1,083)	(729)	(844)
现金变动	(280)	1,794	(773)	1,570	1,859
期初现金	1,887	1,607	3,402	2,629	4,198
公司自由现金流	140	1,552	310	2,298	2,704
权益自由现金流	502	2,815	(243)	2,227	2,596

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,607	3,402	2,629	4,198	6,058
应收帐款	46	44	88	105	124
库存	2,151	2,604	4,365	4,579	5,041
其他流动资产	2,687	2,367	2,372	2,376	2,380
流动资产总计	6,491	8,417	9,453	11,259	13,603
固定资产	1,123	1,502	1,843	2,183	2,510
无形资产	129	172	163	155	146
其他长期资产	2,319	1,760	1,764	1,768	1,772
长期资产总计	3,571	3,434	3,770	4,106	4,428
总资产	10,062	11,851	13,223	15,364	18,031
应付帐款	276	524	566	594	654
短期债务	0	504	0	0	0
其他流动负债	2,501	2,442	2,891	3,270	3,723
流动负债总计	2,778	3,471	3,457	3,864	4,377
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	78	113	148	183	217
股本	1,507	1,255	1,255	1,255	1,255
储备	5,699	7,012	8,362	10,063	12,181
股东权益	7,206	8,267	9,617	11,318	13,436
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	10,062	11,851	13,223	15,364	18,031
每股帐面价值(人民币)	5.74	6.59	7.66	9.02	10.71
每股有形资产(人民币)	4.70	6.45	7.53	8.90	10.59
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.07)	(2.31)	(2.09)	(3.35)	(4.83)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	37.4	37.1	36.2	38.9	40.5
息税前利润率(%)	35.9	35.0	34.7	37.1	38.6
税前利润率(%)	40.0	40.9	40.0	41.9	43.1
净利率(%)	29.9	30.6	30.0	31.6	32.6
流动性					
流动比率(倍)	2.3	2.4	2.7	2.9	3.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(22.3)	(35.0)	(27.3)	(37.1)	(45.1)
速动比率(倍)	1.6	1.7	1.5	1.7	2.0
估值					
市盈率(倍)	35.8	33.3	27.1	21.5	17.6
核心业务市盈率(倍)	35.8	33.3	27.1	21.5	17.6
市净率(倍)	7.2	6.3	5.4	4.6	3.9
价格/现金流(倍)	23.2	27.3	68.7	18.8	16.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.8	25.9	21.3	16.0	12.5
周转率					
存货周转天数	154.2	169.4	197.8	212.1	193.5
应收帐款周转天数	4.4	3.2	3.8	4.6	4.6
应付帐款周转天数	19.7	28.5	30.9	27.5	25.1
回报率					
股息支付率(%)	28.5	33.2	30.0	30.0	28.5
净资产收益率(%)	21.9	20.3	21.6	23.2	23.9
资产收益率(%)	14.1	12.3	13.4	15.1	16.0
已运用资本收益率(%)	26.3	22.5	24.9	27.9	29.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371