



2021年11月1日

今世缘 (603369) : 聚焦产品结构优化, 省外市场拓展有序

食品饮料

推荐(维持) 当前股价: 49.32元

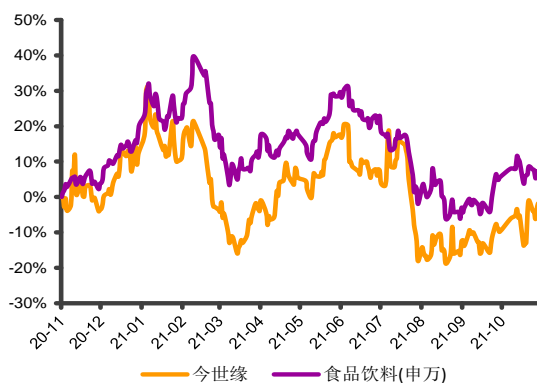
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,122	6,443	7,879	9,436
(+/-)	5.1%	25.8%	22.3%	19.8%
营业利润	2,092	2,572	3,197	3,904
(+/-)	7.2%	22.9%	24.3%	22.1%
归属母公司净利润	1,567	1,927	2,397	2,928
(+/-)	7.5%	23.0%	24.4%	22.2%
EPS (元)	1.25	1.54	1.91	2.33
市盈率	34.1	32.0	25.8	21.2

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	12.55/12.55
流通市值 (亿元)	669
每股净资产 (元)	7.49
资产负债率 (%)	28.21

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司发布 2021 三季报。报告期内, 公司实现营业收入 53.35 亿元, 同比增长 27.18%; 实现归属于上市公司股东的净利润 16.99 亿元, 同比增长 29.33%; 实现扣非后净利润 17.02 亿元, 同比增长 30.70%; 每股收益 1.35 元。其中 Q3 单季实现营业收入 14.82 亿元, 同比增长 15.76%; 归母净利润 3.64 亿元, 同比增长 23.82%; 每股收益 0.29 元。

● 产品结构升级, 省外渠道有序推进。前三季度收入/净利润双双保持了较快增长。分产品来看, 特 A+类 (300 元以上, 国缘) 收入 35.41 亿元, 同比+38.40%, 占比 66.37%, V 系目前增长迅猛; 特 A 类 (100-300 元, 国缘、今世缘) 收入 13.64 亿元, 同比+14.01%, 占比 25.57%; A 类 (50-100 元) 收入 2.25 亿元, 同比+3.59%, 其他产品线表现相对较弱。分地区来看, 省内收入 49.30 亿元, 同比+26.34%, 其中苏南大区 (+39.66%)、淮海大区 (+51.54%) 和苏中大区 (+33.20%) 增速较快; 淮安 (+19.95%)、盐城 (+14.75%) 和南京 (20.87%) 都保持稳定增长; 省外收入 3.86 亿元, 同比+36.65%, 表现亮眼。上半年省内经销商数量净增加 7 家, 省外经销商数量净增加 52 家, 省外渠道拓展顺利。

● 产品结构优化致毛利率提升。前三季度公司毛利率提升 1.09pct 至 72.78%, 其中 Q3 单季毛利率 78.49%, 同比 +1.70pct, 主要是毛利率高的特 A+类产品占比提升。期间费用率 15.10%, 同比-1.75pct, 其中销售费用率 12.51%, 同比 -1.06pct, 主要是疫情影响下费用有所收缩所致; 财务费用率 -0.74%, 同比-0.45pct; 管理费用率 3.07%, 同比-0.22pct; 研发费用率 0.26%, 同比-0.20pct。综合以上因素, Q1-3 净利率 31.85%, 同比+0.53pct。

● 公司未来看点。(1) 公司以“发展高质量, 酒缘新跨越”为总体要求, 持续推进“V 系攻坚”、“K 系提升”、“今世缘激活”和“省外突破”四大营销战役, 长期发展战略稳步落地, 省外市场拓展顺利; (2) 随着“品牌+渠道”双驱动营销体系成效凸显, 市场高质量发展态势初步形成, 公司聚焦次高端

产品，产品结构不断优化，有望持续提高盈利能力；（3）公司前三季度已完成全年营收目标的 90.39%，完成净利润目标的 94.39%，今年指标大概率超额完成；（4）公司拟以不超过人民币 67.27 元/股的价格，使用不超过人民币 5.18 亿元（含）的自有资金进行回购，拟用于实施股权激励计划，有利于公司建立和完善长效激励机制，充分调动员工的积极性，促进公司健康可持续发展。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 64.43、78.79 和 94.36 亿元，EPS 分别为 1.54、1.91 和 2.33 元，当前股价对应 PE 分别为 32.0、25.8 和 21.2 倍，维持“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；省外地区拓展不达预期；食品安全问题等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	5,122	6,443	7,879	9,436
货币资金	3,402	3,354	4,183	5,325	营业成本	1,479	1,822	2,118	2,431
应收款	54	129	147	171	营业税金及附加	892	1,122	1,372	1,643
存货	2,604	3,428	3,917	4,404	销售费用	875	1,115	1,347	1,585
其他流动资产	2,358	2,476	2,600	2,730	管理费用	229	277	331	387
流动资产合计	8,417	9,387	10,847	12,630	财务费用	-21	-20	-24	-33
非流动资产:					研发费用	22	26	32	38
金融类资产	1,508	1,658	1,824	2,007	费用合计	1,106	1,397	1,686	1,977
固定资产+在建工程	1,502	1,794	2,080	2,360	资产减值损失	-2	-2	-1	-1
无形资产+商誉	172	189	208	229	公允价值变动	147	155	162	171
其他非流动资产	252	277	305	335	投资收益	297	312	327	343
非流动资产合计	3,434	3,919	4,417	4,930	营业利润	2,092	2,572	3,197	3,904
资产总计	11,851	13,305	15,264	17,560	加: 营业外收入	7	8	9	9
流动负债:					减: 营业外支出	18	19	21	23
短期借款	362	380	399	419	利润总额	2,082	2,561	3,184	3,890
应付账款、票据	524	459	569	647	所得税费用	515	633	788	962
其他流动负债	2,585	2,843	3,128	3,441	净利润	1,567	1,927	2,397	2,928
流动负债合计	3,471	3,682	4,096	4,506	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债:					归母净利润	1,567	1,927	2,397	2,928
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	113	119	125	131	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	113	119	125	131	成长性				
负债合计	3,584	3,801	4,220	4,637	营业收入增长率	5.1%	25.8%	22.3%	19.8%
所有者权益					营业利润增长率	7.2%	22.9%	24.3%	22.1%
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	归母净利润增长率	7.5%	23.0%	24.4%	22.2%
资本公积金	717	717	717	717	总资产增长率	17.8%	12.3%	14.7%	15.0%
未分配利润	5,647	6,692	7,991	9,577	盈利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	71.1%	71.7%	73.1%	74.2%
所有者权益合计	8,267	9,505	11,043	12,923	营业利润率	40.9%	39.9%	40.6%	41.4%
负债和所有者权益	11,851	13,305	15,264	17,560	三项费用/营收	21.6%	21.7%	21.4%	21.0%
					EBIT/销售收入	40.8%	40.0%	40.6%	41.4%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	30.6%	29.9%	30.4%	31.0%
净利润	1567	1927	2397	2928	ROE	19.0%	20.3%	21.7%	22.7%
折旧与摊销	111	124	150	178	营运能力				
财务费用	7	-20	-24	-33	总资产周转率	43.2%	48.4%	51.6%	53.7%
存货的减少	-453	-824	-489	-487	资产结构				
营运资本变化	285	-140	92	54	资产负债率	30.2%	28.6%	27.7%	26.4%
其他非现金部分	-400	104	120	138	现金流质量				
经营活动现金净流量	1119	1170	2246	2778	经营净现金流/净利润	0.71	0.61	0.94	0.95
投资活动现金净流量	840	-566	-602	-640	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-159	-651	-815	-995	每股收益	1.25	1.54	1.91	2.33
现金流量净额	1,799	-47	829	1,142	每股净资产	6.59	7.58	8.80	10.30

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

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。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>