

## 证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

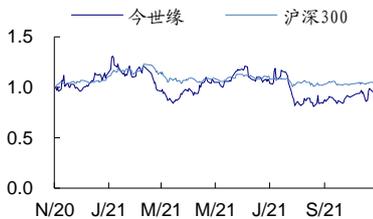
**今世缘(603369)**
**买入**

2021年三季度点评

(维持评级)

2021年10月31日

## 一年该股与沪深300走势比较



## 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,255/1,255
总市值/流通(百万元)	61,872/61,872
上证综指/深圳成指	3,547/14,451
12个月最高/最低(元)	67.98/39.38

## 相关研究报告:

《今世缘-603369-2021年中报点评:收入稳增长,产品升级稳步推进》——2021-08-26

《今世缘-603369-重大事件快评:四开产品升级顺利,回款动销较好确保上半年业绩》——2021-06-07

《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

**证券分析师: 陈青青**

电话: 0755-22940855

E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110001

**证券分析师: 李依琳**

电话: 010-88005029

E-MAIL: liyilin1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521070002

**独立性声明:**

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。

## 财报点评

**业绩平稳增长,产品结构持续上移**
**● 21Q3 业绩平稳增长,产品结构优化,利润率进一步提升**

公司发布 2021 年三季度报,前三季度实现营收 53.3 亿元(+27.2%),归母净利润 17.0 亿元(+29.3%);其中 21Q3 营收 14.8 亿元(+15.8%),归母净利润 3.6 亿元(+23.8%),业绩符合预期。21Q3 因产品提价和结构优化,毛利率同比+1.7pct 至 78.5%;21Q3 销售费用率同比-6.3pct 至 18.4%,一方面费用投放更为精准高效,另一方面或与 20Q3 销售费用投放较多基数较高有关,营业税金率受缴税节奏季节性波动影响同比+2.2pct 至 24.7%,净利率同比+1.6pct 至 24.6%。21Q3 末销售回款 59.8 亿元(+48.4%),经营净现金流 18.7 亿元(+187.4%),预收款 9.7 亿元(环比+32.9%),盈利质量良好。

**● 特 A+和特 A 类产品引领增长,省内外市场表现稳健**

分产品看,21Q3 特 A+/特 A/其他酒类收入分别为 10.1/3.5/1.2 亿元,同比+16.4%/+17.7%/+4.2%,百元以上价位产品引领增长,特 A+/特 A 类收入占比 68.4%/23.8% (+0.4pct/+0.4pct)。分区域看,21Q3 省内/省外收入 13.8/1.0 亿元(+15.0%/+23.7%),省外占比+0.5pct 至 7%,其中省内淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区收入分别同比增长 22%/-2%/24%/22%/7%/37%,除南京受疫情影响略有下滑外,其他区域增长稳健。21Q3 经销商队伍继续优化,省内/外经销商净减 6/18 家。

**● 产品升级和市场下沉扩张稳步推进,十四五百亿目标实现可期**

目前渠道反馈经销商全年回款任务已达成,四开和对开动销稳中有进,V 系增长强劲,渠道价盘稳中有升。中长期看,公司战略规划清晰,以国缘 V9 引领品牌升级,省内市场基本盘稳固,省外市场空间仍广。未来随着三化战略和四大战役稳步推进,十四五营收百亿目标实现可期。

**● 风险提示: 宏观经济风险,产品升级不及预期,省外拓展不及预期**
**● 投资建议: 略上调此前盈利预测,维持“买入”评级**

看好公司业绩稳健增长,略上调公司 2021-2023 年归母净利润假设 4%/5%/5%至 19.7/25.1/30.9 亿元,对应摊薄 EPS 为 1.6/2.0/2.5 元(前次 1.5/1.9/2.3 元),对应 PE 为 28/22/18x,维持“买入”评级。

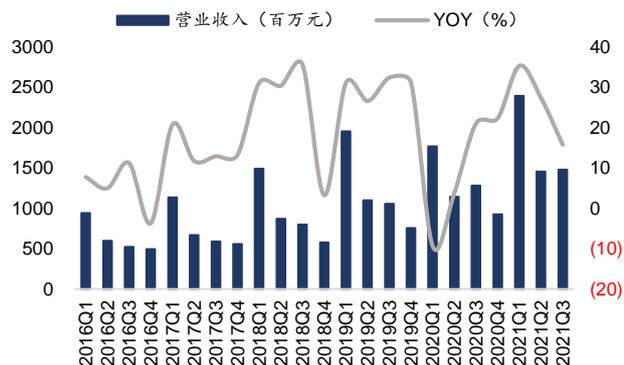
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,874	5,122	6,524	8,099	9,873
(+/-%)	30.3%	5.1%	27.4%	24.1%	21.9%
净利润(百万元)	1458	1567	1972	2510	3093
(+/-%)	26.7%	7.5%	25.9%	27.3%	23.3%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.25	1.57	2.00	2.47
EBIT Margin	33.0%	32.2%	35.3%	36.6%	37.8%
净资产收益率(ROE)	20.2%	19.0%	20.6%	22.3%	23.2%
市盈率(PE)	42.4	39.5	31.4	24.7	20.0
EV/EBITDA	38.0	37.3	27.3	21.7	18.0
市净率(PB)	8.59	7.48	6.46	5.50	4.64

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 今世缘单季度营业收入及同比



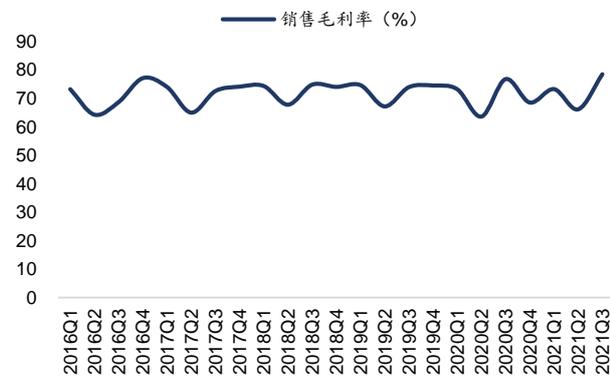
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 今世缘单季度归母净利润及同比



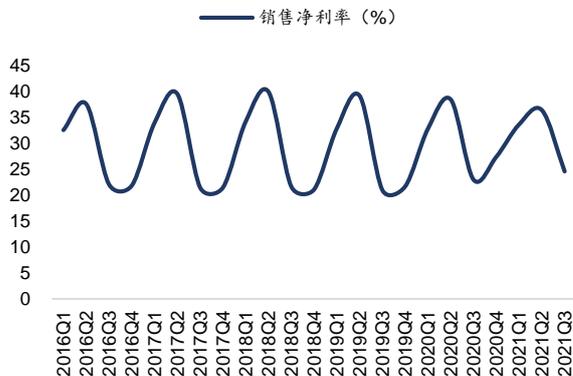
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 今世缘单季度销售毛利率



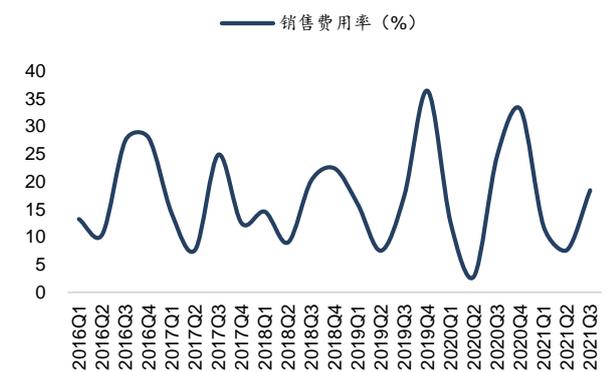
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 今世缘单季度销售净利率



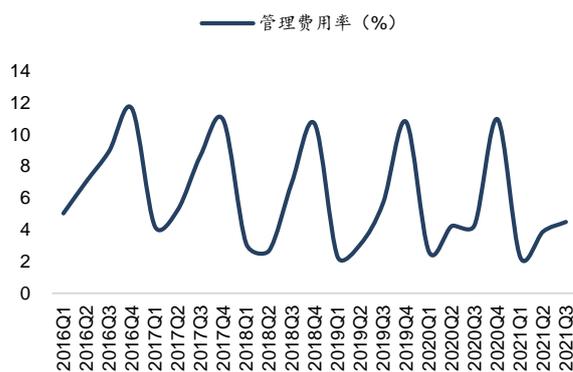
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 今世缘单季度销售费用率



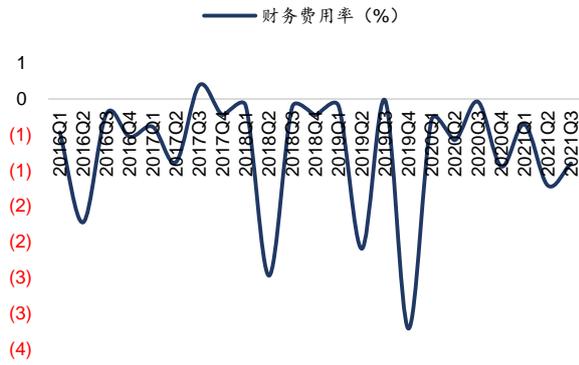
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 今世缘单季度管理费用率



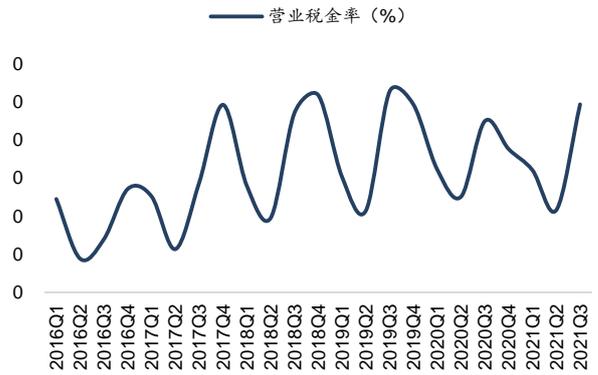
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 今世缘单季度财务费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 今世缘单季度营业税金率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司估值表 (截至 2021 年 10 月 29 日)

股票代码	简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
600809.SH	山西汾酒	301.50	3,679	3.55	4.56	6.22	84.9	66.1	48.5	买入
002304.SZ	洋河股份	186.18	2,806	4.98	5.04	6.40	37.4	36.9	29.1	买入
000596.SZ	古井贡酒	227.65	1,203	3.68	4.82	5.85	61.9	47.2	38.9	买入
	平均	<b>238.44</b>	<b>2,563</b>	<b>4.07</b>	<b>4.81</b>	<b>6.16</b>	<b>61.4</b>	<b>50.1</b>	<b>38.8</b>	
<b>603369.SH</b>	<b>今世缘</b>	<b>49.32</b>	<b>619</b>	<b>1.25</b>	<b>1.57</b>	<b>2.00</b>	<b>39.5</b>	<b>31.4</b>	<b>24.7</b>	<b>买入</b>

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3402	3402	3402	3402	营业收入	5122	6524	8099	9873
应收款项	44	59	73	89	营业成本	1479	1771	2140	2555
存货净额	2604	3176	3865	4656	营业税金及附加	892	1129	1401	1708
其他流动资产	17	21	26	32	销售费用	875	1044	1255	1481
<b>流动资产合计</b>	<b>8417</b>	<b>10419</b>	<b>13383</b>	<b>17807</b>	管理费用	229	281	339	402
固定资产	1502	1901	2338	2738	财务费用	(21)	(21)	(21)	(21)
无形资产及其他	172	165	158	151	投资收益	297	215	228	246
投资性房地产	1740	1740	1740	1740	资产减值及公允价值变动	147	92	128	122
长期股权投资	19	23	26	30	其他收入	(19)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11851</b>	<b>14248</b>	<b>17646</b>	<b>22467</b>	营业利润	2092	2627	3340	4117
短期借款及交易性金融负债	362	613	1442	3150	营业外净收支	(11)	(4)	(4)	(4)
应付款项	524	481	601	789	<b>利润总额</b>	<b>2082</b>	<b>2623</b>	<b>3336</b>	<b>4113</b>
其他流动负债	2585	3409	4134	4950	所得税费用	515	651	827	1020
<b>流动负债合计</b>	<b>3471</b>	<b>4503</b>	<b>6177</b>	<b>8889</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1567</b>	<b>1972</b>	<b>2510</b>	<b>3093</b>
其他长期负债	113	161	209	253					
<b>长期负债合计</b>	<b>113</b>	<b>161</b>	<b>209</b>	<b>253</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3584</b>	<b>4664</b>	<b>6386</b>	<b>9142</b>	净利润	1567	1972	2510	3093
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(27)	0	0	0
股东权益	8267	9584	11260	13325	折旧摊销	107	135	176	207
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11851</b>	<b>14248</b>	<b>17646</b>	<b>22467</b>	公允价值变动损失	(147)	(92)	(128)	(122)
					财务费用	(21)	(21)	(21)	(21)
关键财务与估值指标					营运资本变动	530	237	186	234
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	27	0	0	0
每股收益	1.25	1.57	2.00	2.47	<b>经营活动现金流</b>	2057	2252	2744	3412
每股红利	0.42	0.52	0.66	0.82	资本开支	(599)	(435)	(478)	(478)
每股净资产	6.59	7.64	8.98	10.62	其它投资现金流	241	(1410)	(2257)	(3611)
ROIC	23%	27%	34%	42%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(362)</b>	<b>(1848)</b>	<b>(2739)</b>	<b>(4093)</b>
ROE	19%	21%	22%	23%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	71%	72.9%	73.6%	74.1%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	35%	37%	38%	支付股利、利息	(521)	(655)	(834)	(1028)
EBITDA Margin	34%	37%	39%	40%	其它融资现金流	1141	252	829	1708
收入增长	5%	27%	24%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>99</b>	<b>(404)</b>	<b>(5)</b>	<b>680</b>
净利润增长率	7%	26%	27%	23%	<b>现金净变动</b>	<b>1794</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
资产负债率	30%	33%	36%	41%	货币资金的期初余额	1607	3402	3402	3402
息率	0.8%	1.1%	1.3%	1.7%	货币资金的期末余额	3402	3402	3402	3402
P/E	39.5	31.4	24.7	20.0	企业自由现金流	1278	1666	2112	2766
P/B	7.5	6.5	5.5	4.6	权益自由现金流	2419	1981	2971	4460
EV/EBITDA	37.3	27.3	21.7	18.0					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 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，并向客户发布的行为。

## 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