

公司研究

盈利能力抬升，持续稳健经营

——今世缘（603369.SH）2021年三季度报点评

要点

事件：今世缘发布2021年三季度报，前三季度实现营收53.35亿元，同比增长27.18%，归母净利润16.99亿元，同比增长29.33%。Q3单季营收14.83亿元，同比增长15.76%，归母净利润3.64亿元，同比增长23.82%。

Q3收入增速放缓，产品结构升级延续。21Q3收入同比增速15.76%，环比有所放缓，估计与省内疫情反复有关。**1) 分产品，**21Q3特A+类产品收入10.11亿，同比+16.35%，占比68.38%，同比+0.44pct，环比Q2提升0.59pct，特A类产品收入3.52亿，同比+17.7%，占比23.8%，同比+0.42pct，A类及以下产品占比进一步压缩，产品向上升级趋势延续。**2) 分区域，**21Q3省内/省外收入为13.76/1.04亿，同比+15%/24%，占比93%/7%，省内依旧贡献主要收入，淮安、南京、苏南、苏中、盐城、淮海大区收入分别为3.46/3.26/2.32/1.52/1.75/1.45亿元，同比+22%/-1.6%/+24%/+22%/+6.7%/+37%，占比分别为23%/22%/16%/10%/12%/10%，南京地区Q3收入同比略有下滑，主要因疫情反复对次高端白酒造成一定冲击，盐城市场因基数较大增长较为平稳。**3) 渠道布局方面，**截至三季度末经销商数量1007个，相较二季度末净增59个，其中省内/省外经销商407/600个，净增7/52个，省外招商、渠道布局继续推进。

费投优化下净利率提升，预收款增加、渠道信心较足。1) 21Q3销售毛利率78.48%，同比提升1.7pct，产品结构优化继续推动毛利率上行，销售费用率18.41%，同比下滑6.25pct，估计主要因去年同期市场投入较多、今年Q3因省内疫情影响线下投放活动有所减少，管理及研发费用率4.49%，同比基本持平(+0.19pct)，税金及附加占营收比重24.69%，同比提升2.2pct，估计主要与生产缴纳节奏有关。21Q3销售净利率24.55%，同比提升1.6pct，主要因毛利率提升、销售费用率收缩贡献。2) 21Q3销售回款19.59亿，同比+12.5%，经营活动现金流净额7.1亿，同比+4.9%。截至三季度末合同负债及其他流动负债9.73亿，环比6月底增加2.41亿，从近几年来看也处于历史高位，渠道回款备货较为积极。

盈利预测、估值与评级：公司经营稳健，核心单品四开在省内产品力强劲，升级换代稳步推进，同时加大对V3培育力度，V3作为新产品利润空间较高，Q3已初步开始放量，后续有望继续贡献量增。考虑前三季度在产品升级、费投优化下利润增幅较高，上调21年净利润预测为20.28亿（较前次预测+3.8%），维持2022-23年净利润预测24.53/29.47亿，对应EPS为1.62/1.96/2.35元，当前股价对应P/E为31/25/21倍，维持“买入”评级。

风险提示：新版四开、V系列发展不及预期，省内市场竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,870	5,119	6,529	8,044	9,553
营业收入增长率	30.35%	5.12%	27.53%	23.20%	18.77%
净利润(百万元)	1,458	1,567	2,028	2,453	2,947
净利润增长率	26.71%	7.46%	29.44%	20.95%	20.12%
EPS(元)	1.16	1.25	1.62	1.96	2.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.23%	18.95%	20.84%	21.38%	21.73%
P/E	42	39	31	25	21
P/B	8.6	7.5	6.4	5.4	4.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-29

买入（维持）

当前价：49.32元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

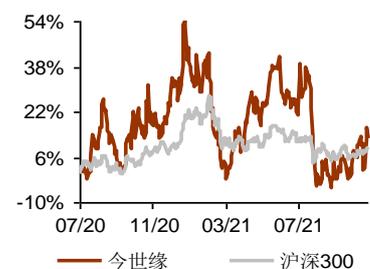
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.55
总市值(亿元)	618.72
一年最低/最高(元)	39.38/67.41
近3月换手率	61.20%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.00	17.91	-9.43
绝对	8.87	19.94	-4.07

资料来源：Wind

相关研报

行稳致远，再攀高峰——今世缘（603369.SH）投资价值分析报告（2021-09-22）

产品结构升级，品牌势能向上——今世缘（603369.SH）2021年半年报点评（2021-08-24）

21Q1表现亮眼，特A+产品驱动增长——今世缘（603369.SH）2021年一季度报点评（2021-04-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,870	5,119	6,529	8,044	9,553
营业成本	1,325	1,479	1,699	2,013	2,293
折旧和摊销	96	107	148	178	200
税金及附加	881	892	1,136	1,400	1,662
销售费用	853	875	999	1,343	1,586
管理费用	207	229	281	338	392
研发费用	14	22	20	24	29
财务费用	-50	-21	-44	-54	-57
投资收益	173	297	175	185	175
营业利润	1,951	2,092	2,684	3,247	3,901
利润总额	1,942	2,082	2,686	3,249	3,903
所得税	484	515	658	796	956
净利润	1,458	1,567	2,028	2,453	2,947
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,458	1,567	2,028	2,453	2,947
EPS(元)	1.16	1.25	1.62	1.96	2.35

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,307	1,119	1,355	2,033	2,608
净利润	1,458	1,567	2,028	2,453	2,947
折旧摊销	96	107	148	178	200
净营运资金增加	-1,777	116	1,025	750	708
其他	1,531	-671	-1,846	-1,348	-1,247
投资活动产生现金流	-1,163	840	1,224	-74	-8
净资本支出	-150	-393	-320	-320	-220
长期投资变化	15	19	0	0	0
其他资产变化	-1,028	1,214	1,544	246	212
融资活动现金流	-436	-159	-782	-656	-802
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-20	362	-262	0	0
无息负债变化	397	366	-152	288	267
净现金流	-292	1,799	1,797	1,303	1,798

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	72.8%	71.1%	74.0%	75.0%	76.0%
EBITDA 率	35.1%	34.1%	39.2%	38.9%	40.0%
EBIT 率	33.0%	31.9%	37.0%	36.7%	37.9%
税前净利润率	39.9%	40.7%	41.1%	40.4%	40.9%
归母净利润率	29.9%	30.6%	31.1%	30.5%	30.8%
ROA	14.5%	13.2%	15.7%	16.4%	17.0%
ROE (摊薄)	20.2%	19.0%	20.8%	21.4%	21.7%
经营性 ROIC	50.3%	42.6%	45.2%	45.2%	48.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	28%	30%	25%	23%	22%
流动比率	2.34	2.43	3.46	3.71	4.07
速动比率	1.56	1.67	2.49	2.66	2.96
归母权益/有息债务	-	22.85	97.31	114.74	135.62
有形资产/有息债务	-	31.70	126.51	146.62	170.00

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	10,062	11,851	12,901	14,933	17,288
货币资金	1,607	3,402	5,199	6,502	8,300
交易性金融资产	2,591	2,351	2,510	2,484	2,497
应收账款	32	29	42	52	62
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	14	15	20	24	29
存货	2,151	2,604	3,059	3,624	4,127
其他流动资产	72	10	10	10	10
流动资产合计	6,491	8,417	10,925	12,785	15,118
其他权益工具	18	29	29	29	29
长期股权投资	15	19	19	19	19
固定资产	1,026	1,013	1,265	1,433	1,444
在建工程	97	489	378	306	260
无形资产	129	172	188	204	220
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	24	19	19	19	19
非流动资产合计	3,571	3,434	1,976	2,147	2,170
总负债	2,856	3,584	3,170	3,458	3,725
短期借款	0	362	0	0	0
应付账款	197	390	255	302	344
应付票据	79	134	153	181	206
预收账款	1,304	0	0	0	0
其他流动负债	0	139	139	139	139
流动负债合计	2,778	3,471	3,158	3,447	3,714
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	10	10	10	10
非流动负债合计	78	113	12	12	12
股东权益	7,206	8,267	9,731	11,474	13,562
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
公积金	1,330	1,344	1,344	1,344	1,344
未分配利润	4,608	5,647	7,111	8,854	10,942
归属母公司权益	7,206	8,267	9,731	11,474	13,562
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	17.51%	17.10%	15.30%	16.70%	16.60%
管理费用率	4.25%	4.47%	4.30%	4.20%	4.10%
财务费用率	-1.02%	-0.41%	-0.68%	-0.67%	-0.60%
研发费用率	0.29%	0.44%	0.30%	0.30%	0.30%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.41	0.45	0.57	0.68	0.82
每股经营现金流	1.04	0.89	1.08	1.62	2.08
每股净资产	5.74	6.59	7.76	9.15	10.81
每股销售收入	3.88	4.08	5.20	6.41	7.62

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	42	39	31	25	21
PB	8.6	7.5	6.4	5.4	4.6
EV/EBITDA	34.7	33.3	21.9	17.7	14.1
股息率	0.8%	0.9%	1.1%	1.4%	1.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE