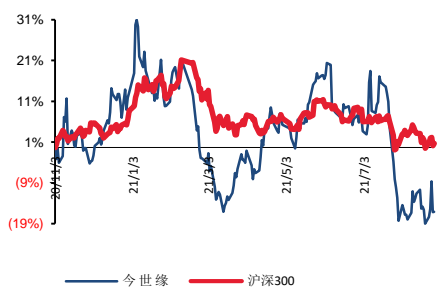


今世缘：结构升级延续，股权激励可期

■ 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)	62,976/62,976
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：特A+类高增延续，看好四开及V系潜力》--2021/08/24

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

证券分析师：蔡雪昱

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2021三季报，前三季度实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为53.33亿、16.99亿、17.02亿元，同比增长27.18%、29.33%、30.70%，其中Q3实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为14.82亿、3.64亿、3.69亿元，分别同比增长15.76%、23.82%、28.72%。

公司发布回购公告，公司拟使用不超过5.18亿元(含)的自有资金，回购股份660万股到770万股，占公司回购前总股本的0.53%-0.61%，回购价格不超过67.27元/股(含)，回购拟用于股权激励。

核心观点：

报表分析：报表质量良好，预收处于历史同期较高水平。Q3现金回款19.59亿，同比+12.49%，略低于收入增速，应收账款及票据0.61亿元，同比+16.41%环比+9.08%，合同负债+其他流动负债9.73亿元，同比增加3.39亿元，环比增加2.41亿元，处于历史同期较高水平，报表质量较好。

收入分析：产品结构持续升级，省内放缓省外加速。前三季度公司实现营收53.33亿，同比+32.20%(Q1:+35.35%;Q2:+27.32%;Q3:15.76%)。

1) 产品：前三季度300元以上特A+类35.41亿/yoy+38%、特A类13.64亿/yoy+14%，特A+类产品同比提升5.46pct至66.60%。Q3来看特A+类、特A类继续增长，其中特A+类增长16.35%、特A类增长17.69%增速略有放缓，A类、B类、C类增速均由负转正，Q3仅有D类和其他继续下滑。**2) 市场：**Q3省外1.04亿/yoy+24%、省内413.8亿/+15%，省内增速放缓省外加速，其中苏南大区、淮海大区继续放量，增速继续领先，分别同比+24%、+37%，南京大区增速唯一下滑1.6%、与7、8月疫情有关。**3) 渠道：**前三季度经销商数量为948家，与今年年初持平，Q3较Q2减少83家，其中省内减少13家，省外减少70家。

利润分析：产品结构升级，毛利率大幅上行。前三季度毛利率72.78%，同比+1.09pct，其中Q3毛利率78.48%，同比+1.7pct，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，后两个因

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

素还原后毛利率同口径提升更高。Q3 期间费用率 22%，同比-6.93pct，其中销售费用率 18.42%，同比-6.26pct，一方面是会计准则变更影响，再一方面是去年费用投放较高造成高基数，净利率 24.56%，同比+1.60pct，主要来自产品结构调整。

21 年展望：四大战役全面打响，全年收入目标冲击上限、利润上限实现无虞。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，考虑到前三季度增速，Q4 收入、净利润增速分别为 36.5%/-21%（上限）、-39%/-60%（下限），我们认为今年利润上限目标实现无虞，收入介于目标中间位置。公司今年全面打响“四大战役”，产品、品牌、渠道齐发力。我们认为公司 Q3 在疫情下依旧表现良好，彰显了公司良好的品牌力和渠道能力，在次高端持续扩容的大背景下，公司有望从中受益。

中长期展望：十四五规划逐步落地，股权激励有望推出，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。一方面，公司针对 V 系进行组织架构改革，预计有望带动 V 系发展进一步打开高端化格局。另一方面，国缘四开升级提档，带动 K 发展。此外，公司发布回购公告，预计股权激励有望推出，公司活力有望进一步释放。

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 系战略重新部署、K 系升级提档，全国化布局不断推进，同时随着股权激励的逐步落地，公司活力有望进一步释放。我们预测公司 2021-2023 年的收入增速分别为 26%、20%、18%；净利润增速分别为 29%、24%、19%，EPS 分别为 1.61、1.99、2.36 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 30 倍 PE、一年目标价 60 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	6453	7744	9138
增长率 (%)	5%	26%	20%	18%
净利润(百万元)	1567	2014	2498	2963
增长率 (%)	7%	29%	24%	19%
摊薄每股收益(元)	1.25	1.61	1.99	2.36

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。