

2021年12月19日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

今世缘(603369): V系列望成动力引擎, 股权激励加快落地

推荐 (首次)

投资要点

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

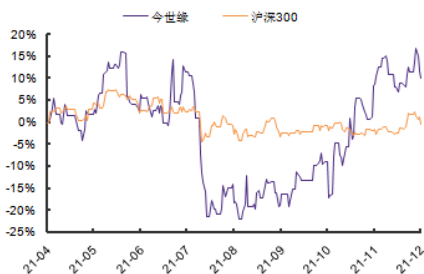
邮箱: sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2021-12-19

当前股价(元)	57.43
总市值(亿元)	720.5
总股本(百万股)	1,254.5
流通股本(百万股)	1,254.5
52周价格范围(元)	39.38-67.98
日均成交额(百万元)	692.0

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

■ 三季度报如期稳增长, 盈利能力持续提升

公司2021Q1-Q3营收53.35亿元(+27%), 归母净利润16.99亿元(+29%), 扣非17.02亿元(+31%)。其中2021Q3营收14.83亿元(+16%), 归母净利润3.64亿元(+24%), 扣非3.69亿元(+29%)。根据前三季度业绩, 我们认为公司全年收入59-66亿目标, 利润18-19亿目标完成无虞。2021Q1-Q3末合同负债为8.61亿元, 环比增加2.13亿元, 同增2.27亿元, 蓄水池继续增加。毛利率2021Q1-Q3为72.78%(+1.1pct), 其中2021Q3为78.48%(+1.7pct), 系产品结构持续优化所致, 我们预计国缘系列占比已提升至80%左右。净利率2021Q1-Q3为31.85%(+0.5pct), 其中2021Q3为24.56%(+1.6pct), 盈利能力持续提升。

■ 产品结构持续优化, 核心产品表现优异

公司毛利率2021Q1-Q3为72.78%(+1.1pct), 其中2021Q3为78.48%(+1.7pct), 系产品结构持续优化所致, 我们预计国缘系列占比已提升至80%左右。产品方面, 2021Q3特A+类10.11亿元(+16%), 特A类3.52亿元(+18%), 系2018Q3以来首次单季度特A+类增速慢于特A类, 我们认为系8月南京疫情影响特A+类国缘产品增长所致。区域来看, 2021Q3省内收入13.76亿元(+15%), 其中淮安大区营收3.46亿元(+22%), 南京大区营收3.26亿元(-1.6%), 系南京8月疫情影响所致; 苏南大区营收2.32亿元(+24%), 苏中大区营收1.52亿元(+22%), 盐城大区营收1.75亿元(+7%); 淮海大区营收1.45亿元(+37%), 苏南大区和淮海大区有望成为新的增长极; 2021Q3省外营收1.04亿元(+24%), 占比7%左右。当前公司战略清晰, 重点聚焦打造V系列, 聚焦投放V9广告, V3和竞品M6+共同培育600-800元次高端价格带上沿, 未来该价格带有望加快放量。

■ 股权激励有望加快落地, 未来公司三大看点

公司于10月底拟使用不超过5.18亿元自有资金回购股份660万股-770万股, 占回购前总股本约0.53%-0.61%; 公司已于11月26日完成回购, 累计回购股份约为770万股, 占公司总股本的比例为0.6138%, 回购均价为56.24元/股, 已支付的总金额为约4.33亿元。我们认为股权激励方案有望加快落地。

未来公司三大看点: 第一, V系列未来十年百亿目标, V3和竞品M6+提前卡位600-700元价格带; 第二, 苏南地区十四五

规划预计近40亿，未来增长空间较大；第三，十四五规划省外占比20%以上，省外扩张是公司打开天花板上行的必选题。

■ 盈利预测

当前公司正深入推进差异、高端化、全国化，全力落实好国缘V系攻坚战、K系提升战、今世缘品牌激活战、省外突破战。以长三角为中心，加快形成战略板块；以京津冀、广东、江西、湖南、湖北重点区域为核心，培育重点市场；地市市场开发采取市县区互动布局开发策略，县区市场开发坚持“聚焦法则”。省外突破遵循“全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发”的区域拓展策略。我们继续看好国缘系列占比持续提升带动产品结构持续优化，V系列望成公司新动力引擎，长期跟随苏酒构建周边板块机会，预计2021-2023年EPS为1.57/2.02/2.59元，当前股价对应PE分别为37/28/22倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、四开增长不及预期、V系列增长不及预期、省外扩张不及预期等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	5,122	6,403	8,093	10,129
增长率（%）	15.5%	25.0%	26.4%	25.2%
归母净利润（百万元）	1,567	1,967	2,538	3,251
增长率（%）	7.5%	25.6%	29.0%	28.1%
摊薄每股收益（元）	1.25	1.57	2.02	2.59
ROE（%）	19.0%	20.4%	22.1%	23.4%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	5,122	6,403	8,093	10,129
现金及现金等价物	3,402	7,035	8,830	11,189	营业成本	1,479	1,631	1,895	2,222
应收款	44	70	78	111	营业税金及附加	892	1,089	1,392	1,763
存货	2,604	2,980	3,152	3,275	销售费用	875	807	1,076	1,367
其他流动资产	2,367	2,373	2,383	2,396	管理费用	229	250	340	436
流动资产合计	8,417	10,108	12,092	14,621	财务费用	-21	-5	-10	-17
非流动资产:					研发费用	22	28	35	44
金融类资产	2,351	2,351	2,351	2,351	费用合计	1,106	1,080	1,441	1,830
固定资产	1,013	1,239	1,274	1,236	资产减值损失	0	-8	-5	-3
在建工程	489	196	78	31	公允价值变动	147	0	0	0
无形资产	172	167	158	150	投资收益	297	0	0	0
长期股权投资	19	19	19	19	营业利润	2,092	2,613	3,369	4,318
其他非流动资产	1,740	1,740	1,740	1,740	加: 营业外收入	7	5	6	7
非流动资产合计	3,434	3,361	3,270	3,177	减: 营业外支出	18	15	14	13
资产总计	11,851	13,469	15,362	17,798	利润总额	2,082	2,603	3,361	4,312
流动负债:					所得税费用	515	635	824	1,061
短期借款	362	362	362	362	净利润	1,567	1,967	2,538	3,251
应付账款、票据	524	745	811	873	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2,585	2,585	2,585	2,585	归母净利润	1,567	1,967	2,538	3,251
流动负债合计	3,471	3,692	3,757	3,820					
非流动负债:					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	113	113	113	113	营业收入增长率	15.5%	25.0%	26.4%	25.2%
非流动负债合计	113	113	113	113	归母净利润增长率	7.5%	25.6%	29.0%	28.1%
负债合计	3,584	3,805	3,870	3,933	盈利能力				
所有者权益					毛利率	71.1%	74.5%	76.6%	78.1%
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	四项费用/营收	21.6%	16.9%	17.8%	18.1%
股东权益	8,267	9,664	11,492	13,865	净利率	30.6%	30.7%	31.4%	32.1%
负债和所有者权益	11,851	13,469	15,362	17,798	ROE	19.0%	20.4%	22.1%	23.4%
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	偿债能力				
净利润	1567	1967	2538	3251	资产负债率	30.2%	28.2%	25.2%	22.1%
少数股东权益	0	0	0	0	营运能力				
折旧摊销	107	76	91	93	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
公允价值变动	147	0	0	0	应收账款周转率	115.2	91.3	104.3	91.3
营运资金变动	-702	-629	-255	-233	存货周转率	0.6	0.9	1.0	1.2
经营活动现金净流量	1119	1857	2505	3237	每股数据 (元/股)				
投资活动现金净流量	840	68	83	85	EPS	1.25	1.57	2.02	2.59
筹资活动现金净流量	1674	-571	-711	-878	P/E	46.0	36.6	28.4	22.2
现金流量净额	3,633	1,354	1,877	2,444	P/S	14.1	11.3	8.9	7.1
					P/B	8.7	7.5	6.3	5.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组简介

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	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。

■ 免责条款

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，华鑫证券研究部门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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

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。