

今世缘 (603369)

报告日期: 2021 年 12 月 29 日

聚焦高质量发展, V99 联盟助力升级

——今世缘更新点评

✍️ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
✉️ : mali@stocke.com.cn
✍️ 联系人: 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001
✉️ : zhangxiaqian@stocke.com.cn

事件

今世缘于今日召开以“聚焦高质量, 聚力新跨越”为主体的 2022 年今世缘发展大会, 首提“13445”营销工作计划的同时, 成立 V99 联盟以发力 V 系列。

投资要点

□ 好字当头好中求快, 聚焦高质量聚力新跨越

回望 2021 年, 今世缘开局之年首战取得初步胜利: **1) 主要指标全面增长:** 21Q4 公司继续保持良好发展态势, 今年省内含税销售额超亿元经销商达 20 家, 新增 6 家, 省外含税销售额过千万的地级市场超 30 个, 新增 18 个; **2) 管理水平再上台阶:** 22 家经销商试点推进授权机制, 无纸化费用结算; 丰富经销商门户功能; 完善供应链体系; 部分经销商公司化运营水平高; **3) 区域发展更加均衡:** 省内前三季度 6 个大区、13 地级市、74 办事处实现全城增长; 薄弱市场及高地市场实现双位数优秀增长 (其中苏南、苏中增幅均超 30%, 南京大区提前完成年度目标); **4) 技改项目稳步推进。** 在竞争加剧环境下, 公司将全面谋划“五年目标提前完成”路径举措, 落实“13445”营销工作规划 (把握“聚焦高质量, 聚力新跨越”一条主线; 遵循差异化、高端化、全国化三化方略; 强“产业信心、品牌信心、品质信心、发展信心”四大信心)。

□ V 系列攻坚战坚定不移, 开系提质扩面, 今世缘激活彰显特色

前三季度公司结构持续改善: 1) 超 A 类增长 20%: 国缘 V 系表现亮眼 (+120%), V 系在国缘品牌占比达 10.7%; 2) 特 A+ 类增幅 31.1%, 四开国缘量价齐升; 3) 今世缘次高端战略新品 D20&D30 增幅 235%。**展望未来, 公司将通过深化四大战役实现产品结构持续升级:** 1) V 系攻坚坚定不移——着力提升 V9 品牌势能 (公司于今日成立 V99 联盟体以助力 V 系发展); 2) 开系提质扩面——完善控盘分利体系, 持续推动分区精耕; 3) 今世缘激活彰显特色——创优喜宴推广模式, 升级老品扩展场景, 补充新品精简数量; 4) 省外突破要多措并举——双品牌协同布局 (国缘率先全国化, 主推开系, 局部高地布局 V9), 多样化板块打造 (周边化、板块化、百城突破工程、攻坚 10 个“准亿元”省级板块), 创新性消费培育, 力争十四五省外营收占比达到 20% 以上。

□ 超预期点: V 系列及省外扩张或超预期, 激励或加速增长

在“三化方略”指引下, 今世缘产品升级、市场拓展势头向好。具体来看:

渠道方面, 我们认为公司渠道利润始终较为稳定的核心原因之一为采取了“控价分利”模式 (“控政策”、“控价格”、“控终端”、“控库存”);

产品方面, V 系列有望延续强劲增长态势, 主因: 1) 产品结构梳理清晰: 公司重点发力 V3、V9, 其中 V9 或进一步分为至尊版和商务版 (各有 42 度和 52 度), 光瓶版退出市场, 覆盖 700-800 元、1000 元、2000+ 多个价格带, 高端产品矩阵清晰; 2) 组织结构赋能: 成立 V9 事业部, 负责公司高端产品线; 3) 渠道新招商: 在 V9 系列中公司重点发力 42 度 V9 商务版 (2021), 并单独招商, 或给予较强的渠道推力。21H1 V 系列翻倍增长, 我们预计今年 V 系列业绩高增, 2019-2023 年 V 系列 CAGR 将超 100%, 在公司谋划 10 年百亿工程的背景下, 十四五期间 V 系列收入或达 50 亿元, 或超市场预期。国缘四开升级换代进展顺利, 上半年四开增速约

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	¥54.50

单季度业绩	元/股
4Q/2020	0.20
1Q/2021	0.64
2Q/2021	0.42
3Q/2021	0.29



公司简介

今世缘为江苏领军酒企之一, 其中国缘系列及今世缘系列为公司主要产品系列。

相关报告

《今世缘回购点评: 回购加速激励落地, V 系列省外或超预期 (20211031)》

《21Q3 业绩点评: 今世缘点评: V 系列省外超预期, 激励或加速增长》

(20211030)

《今世缘跟踪报告: 高质量发展开新局, 国缘及 V 系发展可期 (20210712)》

《今世缘年报点评: 业绩略超预期, 期待十四五开局之年》(20210418)

《今世缘动态跟踪点评: V 系十年目标百亿, 十四五踏上新征程》(20201229)

《今世缘三季报业绩点评: 国缘品牌势能持续释放, 业绩符合预期》(20201101)

《今世缘深度报告: 省外扩张或超预期, 品牌势能持续释放》20200810

50%，新版四开批价约为 440-450 元，终端成交价提升至 450-480 元，部分地区站稳 480 元，在配额制+管控老版四开国缘库存推动下，预计后续四开价格有望提升至 500 元以上，开系列有望继续抢抓次高端酒市场份额。

省内市场方面，苏南地区有望成为今世缘在省内的又一增长极，主因：1) 苏锡常等苏南地区市场容量大，且主流消费价格带高于平均水平，目前苏南地区国缘占比超过南京；2) 苏南地区具有重要的战略地位，苏南地区将作为未来开拓上海、浙江市场的大本营。

省外市场方面，目前省外市场呈现结构升级和加速拓展两大特征，自 19 年提出双品牌战略以来，目前省外国缘占比达 50%。参考洋河的体量和省外扩张节奏，预期今世缘百亿体量时，省外占比有望达 8% 左右，即 2019-2023 年省外市场 CAGR 将超 32%，省外拓展有望加速，全国化进程更进一步。

股权激励推进中：公司于 2020 年开始计划推出股权激励，若未来股权激励落地，将有效激发管理层和员工积极性，加速公司发展和潜力释放。

我们认为公司十四五规划理性积极（2021 年营收目标 59 亿元，争取 66 亿元/净利润目标 18 亿元，争取 19 亿元；2025 年努力实现营收过百亿，争取 150 亿元），公司发展目标明确，未来公司将继续完善产品矩阵、持续深耕省内、加速拓展省外，我们看好公司的长期成长性。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2021-2023 年公司收入增速分别为 26.9%、25.5%、24.5%；归母净利润增速分别为 26.1%、27.8%、27.7%；EPS 为 1.6、2.0、2.6 元/股；PE 分别为 35、27、21 倍。考虑到公司全年业绩确定性较强，当前估值具有性价比，维持买入评级。

□ **催化剂**：白酒需求恢复超预期；国缘动销持续向好。

□ **风险提示**：海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；国缘动销情况不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	5119.4	6494.9	8148.2	10147.7
(+/-)	5.1%	26.9%	25.5%	24.5%
归母净利润	1569.4	1978.2	2528.6	3228.7
(+/-)	5.7%	26.1%	27.8%	27.7%
每股收益 (元)	1.3	1.6	2.0	2.6
P/E	43.6	34.6	27.0	21.2

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8417	9546	11359	14412
现金	3402	3054	4675	6879
交易性金融资产	2351	2471	2411	2441
应收账款	29	194	333	486
其它应收款	15	20	24	30
预付账款	7	17	22	20
存货	2604	3088	3633	4231
其他	10	703	262	325
非流动资产	3434	3853	4382	4335
金额资产类	0	222	74	99
长期投资	19	15	17	17
固定资产	1013	1203	1428	1566
无形资产	172	183	203	225
在建工程	489	711	809	727
其他	1740	1518	1851	1701
资产总计	11851	13399	15741	18746
流动负债	3471	3648	4135	4724
短期借款	362	0	0	0
应付款项	524	474	573	722
预收账款	0	1257	1253	1175
其他	2585	1918	2309	2827
非流动负债	113	69	87	90
长期借款	0	0	0	0
其他	113	69	87	90
负债合计	3584	3718	4221	4813
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	8267	9681	11520	13933
负债和股东权益	11851	13399	15741	18746
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1119	1252	2218	2951
净利润	1569	1978	2529	3229
折旧摊销	111	86	103	119
财务费用	(21)	(35)	(53)	(82)
投资损失	(297)	(215)	(228)	(246)
营运资金变动	414	(126)	870	514
其它	(658)	(436)	(1002)	(582)
投资活动现金流	840	(708)	40	(13)
资本支出	(379)	(484)	(411)	(161)
长期投资	(4)	(218)	147	(25)
其他	1224	(7)	304	172
筹资活动现金流	(159)	(891)	(637)	(733)
短期借款	362	(362)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(521)	(530)	(637)	(733)
现金净增加额	1800	(348)	1621	2204

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5119	6495	8148	10148
营业成本	1479	1753	2063	2402
营业税金及附加	892	1132	1420	1768
营业费用	875	1089	1395	1725
管理费用	229	244	295	381
研发费用	22	28	35	44
财务费用	(21)	(35)	(53)	(82)
资产减值损失	0	15	6	10
公允价值变动损益	147	147	147	147
投资净收益	297	215	228	246
其他经营收益	6	7	7	6
营业利润	2095	2638	3370	4300
营业外收支	(11)	(11)	(11)	(12)
利润总额	2084	2627	3358	4288
所得税	515	649	830	1060
净利润	1569	1978	2529	3229
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1569	1978	2529	3229
EBITDA	2163	2674	3404	4320
EPS (最新摊薄)	1.3	1.6	2.0	2.6
主要财务比率				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	5.1%	26.9%	25.5%	24.5%
营业利润	5.9%	25.9%	27.7%	27.6%
归属母公司净利润	5.7%	26.1%	27.8%	27.7%
获利能力				
毛利率	71.1%	73.0%	74.7%	76.3%
净利率	30.7%	30.5%	31.0%	31.8%
ROE	20.3%	22.0%	23.9%	25.4%
ROIC	17.9%	20.1%	21.6%	22.7%
偿债能力				
资产负债率	30.2%	27.7%	26.8%	25.7%
净负债比率	10.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.4	2.6	2.7	3.1
速动比率	1.7	1.8	1.9	2.2
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收帐款周转率	167.1	152.4	144.3	157.4
应付帐款周转率	5.0	4.9	5.6	5.2
每股指标(元)				
每股收益	1.3	1.6	2.0	2.6
每股经营现金	0.9	1.0	1.8	2.4
每股净资产	6.6	7.7	9.2	11.1
估值比率				
P/E	43.6	34.6	27.0	21.2
P/B	8.3	7.1	5.9	4.9
EV/EBITDA	30.8	23.5	18.0	13.7

资料来源: 浙商证券研究所

股票投资评级说明

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，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及、或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和、或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>