今世缘（603369）

公司研究/调研报告

公司战略明晰，持续看好未来成长性

——今世缘（603339）调研简报

公司调研报告/食品饮料　　2020 年 11 月 10 日

报告摘要：

一、事件概述

近期我们调研了今世缘，就公司近期经营情况与管理层进行了沟通。

二、分析与判断

➢ 国缘持续放量成为增长核心，前瞻布局战略明晰

20Q3 公司业绩表现亮眼主要由国缘品系中的 V 系列、四开和对开贡献，增速达到两位数，对应报表端特 A+类产品 20Q3 单季度同增 37.60%，占营收比同增 8.16ppts 至 67.94%。**公司产品战略规划清晰，**老 K 系在国缘品牌中占比近 70%，其中对开、四开是国缘品牌的代表产品，公司预计年末将对四开提价，将其打造为 450-500 元第一大单品。新 K 系不求放量，承担在消费场景和价格带等方面对老 K 系形成补足作用。V 系列推广重点在 V9，意在：1）布局未来高端酱酒内部分化机会，利用 V9 的清雅酱香香型实现突破；2）定价 2299 元占据 2000 元空白价格带，与茅五错位竞争。

➢ 渠道政策坚决实施，市场规划务实可行

渠道建设上，公司认识到产品从成长期进入成熟期后如不严加管控，产品价格透明化将不可避免，渠道利润减少将削弱渠道积极性。公司吸取行业发展经验教训，目前对主力产品实行严格配额制管理，将控盘分利政策实施到位，有利于价盘维护与未来提价政策实施。**市场拓展上，**公司计划逐步落实省内全区域、全渠道布局，省外则吸取先前导入今世缘品牌但陷入地产酒强势价格带竞争的教训，目前省外以国缘产品为切入点，在消费力较强的地区寻求局部突破、拔高品牌形象，省内外共同将国缘打造为公司第一品牌。

➢ 苏酒酒意正浓，次高端风口正盛

江苏白酒市场预计高达 400 亿元左右，人均消费能力领先全国，今世缘地处江苏尽享地利，未来深耕省内使得公司具备增长确定性，得益于江苏的经济地位和地理位置，苏酒亦声名在外，享名酒美誉，有望加速公司省外扩张。公司于 2004 年推出“国缘”品牌，经过多年培育，目前已在省内外次高端价格带享有一席之地。随着消费水平提高带来的消费升级，国缘品牌有望持续放量，同时内部前瞻布局把握未来先机。

三、投资建议

预计 2020-2022 年收入分别为 54.49 亿元/65.87 亿元/81.22 亿元，同比增长 11.8%/20.9%/23.3%。归属上市公司净利润 15.84 亿元/18.69 亿元/23.33 亿元，同比增长 8.6%/18.0%/24.8%，折合 EPS 1.26 元/1.49 元/1.86 元，对应 PE 分别为 39/33/27 倍，估值低于白酒板块 2020 年 48 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法），维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情或经济下滑拖累需求，省内竞争加剧，省外开拓不及预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,874	5,449	6,587	8,122
增长率（%）	30.3%	11.8%	20.9%	23.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,458	1,584	1,869	2,333
增长率（%）	26.7%	8.6%	18.0%	24.8%
每股收益（元）	1.16	1.26	1.49	1.86
PE（现价）	42.6	39.2	33.3	26.6
PB	8.6	7.5	6.5	5.5

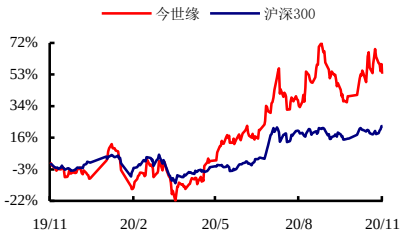
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　49.53 元

交易数据	2020-11-9
近 12 个月最高/最低(元)	54.48/25.0
总股本（百万股）	1,254
流通股本（百万股）	1,254
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	621
流通市值（亿元）	621

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：郝宇新

执业证号：　S0100120070030

电话：　021-60876735

邮箱：　haoyuxin@mszq.com

相关研究

1.今世缘（603369）2020 年三季报点评：Q3 业绩表现亮眼，未来发展看点十足

2.20Q2 环比改善明显，看好全年目标达成

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,874	5,449	6,587	8,122
营业成本	1,325	1,471	1,739	2,112
营业税金及附加	881	953	1,172	1,433
销售费用	853	876	1,108	1,350
管理费用	207	242	286	356
研发费用	14	18	21	27
EBIT	1,593	1,888	2,262	2,845
财务费用	(50)	(48)	(62)	(90)
资产减值损失	0	20	23	20
投资收益	173	173	173	173
营业利润	1,951	2,105	2,490	3,103
营业外收支	(10)	(0)	(5)	(3)
利润总额	1,942	2,104	2,485	3,101
所得税	484	520	617	768
净利润	1,458	1,584	1,869	2,333
归属于母公司净利润	1,458	1,584	1,869	2,333
EBITDA	1,697	2,005	2,395	2,996

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1607	2382	4075	5324
应收账款及票据	32	61	59	82
预付款项	24	18	26	29
存货	2151	2820	2871	4204
其他流动资产	72	72	72	72
流动资产合计	6491	7946	9669	12273
长期股权投资	15	188	362	535
固定资产	1026	1158	1356	1521
无形资产	129	128	134	135
非流动资产合计	3571	3702	3819	3917
资产合计	10062	11648	13489	16191
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	276	335	380	471
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2778	3320	3859	4823
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	78	78	78	78
非流动负债合计	78	78	78	78
负债合计	2856	3398	3937	4902
股本	1255	1255	1255	1255
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7206	8250	9552	11289
负债和股东权益合计	10062	11648	13489	16191

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	30.3%	11.8%	20.9%	23.3%
EBIT 增长率	20.5%	18.5%	19.8%	25.8%
净利润增长率	26.7%	8.6%	18.0%	24.8%
盈利能力				
毛利率	72.8%	73.0%	73.6%	74.0%
净利润率	29.9%	29.1%	28.4%	28.7%
总资产收益率 ROA	14.5%	13.6%	13.9%	14.4%
净资产收益率 ROE	20.2%	19.2%	19.6%	20.7%
偿债能力				
流动比率	2.3	2.4	2.5	2.5
速动比率	1.6	1.6	1.8	1.7
现金比率	1.5	1.5	1.7	1.6
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	3.1	3.2	3.1	3.1
存货周转天数	559.4	605.8	582.6	594.2
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）				
每股收益	1.2	1.3	1.5	1.9
每股净资产	5.7	6.6	7.6	9.0
每股经营现金流	1.0	1.1	1.9	1.5
每股股利	0.4	0.4	0.5	0.5
估值分析				
PE	42.6	39.2	33.3	26.6
PB	8.6	7.5	6.5	5.5
EV/EBITDA	35.4	29.5	24.0	18.8
股息收益率	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,458	1,584	1,869	2,333
折旧和摊销	104	137	156	171
营运资金变动	30	(159)	487	(410)
经营活动现金流	1,281	1,389	2,342	1,922
资本开支	150	75	82	78
投资	(1,185)	0	0	0
投资活动现金流	(1,163)	(75)	(82)	(78)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(20)	0	0	0
筹资活动现金流	(436)	(540)	(567)	(595)
现金净流量	(318)	774	1,693	1,249

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

郝宇新，食品饮料行业研究助理，约翰霍普金斯大学金融学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖白酒、啤酒板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。