

特 A+延续高增态势, 20Q4 利润端表现优秀

——今世缘业绩预告点评

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002
 ✉️ : mali@stocke.com.cn
 ✍️ : 杨骥、张潇倩
 ☎️ : 021-80108140
 ✉️ : yangji@stocke.com.cn

事件

今日公司发布公告, 预计公司 2020 年度实现营业收入 51 亿元左右 (+4.7%左右); 预计归属于上市公司股东的净利润 15.5 亿元左右 (+6.3%左右); 预计归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 15.4 亿元左右 (+7%左右)。公司本次业绩预告主要原因是公司产品销售稳步增长及产品结构进一步优化。

投资要点

□ 特 A+延续双位数增长态势, 产品结构持续升级

今世缘 2020 年营业收入及净利润分别为 51、15.5 亿元左右, 同比增长约 4.7%、6.3%; 2020Q4 公司营业收入及净利润分别为 9.1、2.4 亿元左右, 同比增长约 19.4%、44.5%, 四季度公司利润增速环比大幅增长, 收入端环比保持稳健。分产品看: 2020 年特 A+类产品收入超 30 亿元 (同比增长超 13%), 占公司收入比重从 2019 年的 55.7%提升至 60%。

□ 核心产品表现稳定, 春节有望迎来较好表现

渠道调研显示, 国缘对开及四开等核心产品保持优异表现, 价盘稳定。今年以来国缘四开、V 系列等一些产品的增速达到两位数字, 具体来看, 前三季度四开国缘在老开品系系列占比超 50%, 对开占比接近 40%, 单开接近 10%, 配额制的实行推动四开批价稳步提升, 目前四开批价约为 400 元左右。考虑到 2020 年 12 月公司针对性调整核心单品四开国缘的价格体系 (1 月至 3 月每月 4K 出厂价上调 10 元/瓶, 计划外配额再上调 10 元/瓶), 并将从二季度开始有序管控老版四开国缘库存, 预计后续核心大单品批价仍有上行空间。公司 21 年春节大商预计打款进度为 30%, 终端动销良好, 春节旺季或将延续良好表现。

□ 展望十四五: 十四五规划理性积极, V 系列及省外扩张表现或超预期

近年来得益于公司较强的产品力、渠道力, 今世缘业绩发展势头向好。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”);

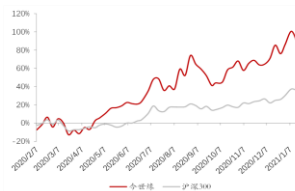
产品方面, 我们认为: 1) V9 有望乘酱香酒之风, 站稳高价位带的同时实现迅速放量, 从业绩目标角度及 V 系列发展规划来看, 我们预计今年 V 系列业绩高增, 2019-2023 年 V 系列 CAGR 将超 100%, 在公司谋划 10 年百亿工程的背景下, 我们预计十四五期间 V 系列收入或达 50 亿元, 或超市场预期; 2) K 系列有望继续抢抓次高端酒市场份额;

省外市场方面, 我们认为目前省外规模仍较小, 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%, 其中山东省较大的发展空间亦为今世缘高成长性奠定基础, 公司省外拓展有望加速, 全国化进程更进一步。

我们认为公司十四五规划理性积极 (2021 年营收目标 59 亿元左右, 争取 66 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。

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	¥57.36

单季度业绩	元/股
4Q/2019	0.13
1Q/2019	0.46
2Q/2020	0.35
3Q/2020	0.23



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)

《今世缘中报点评: 业绩符合预期, 品牌势能持续释放》(20200810)

《今世缘深度报告: 省外扩张或超预期, 品牌势能持续释放》2020.08.10

分析师: 马莉

联系人: 杨骥、张潇倩

□ 盈利预测及估值

预计公司 2020-2022 年公司收入增速分别为 4.8%、24.2%、22.3%；净利润增速分别为 6.3%、25.7%、24.2%；EPS 为 1.3、1.6、2.0 元/股；PE 分别为 46、36、29 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)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	4869.9	5103.9	6340.1	7755.1
(+/-)	30.3%	4.8%	24.2%	22.3%
净利润	1484.8	1577.7	1982.8	2462.5
(+/-)	29.0%	6.3%	25.7%	24.2%
每股收益 (元)	1.2	1.3	1.6	2.0
P/E	48.5	45.6	36.3	29.2

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6491	8126	9525	11474	营业收入	4870	5104	6340	7755
现金	1607	3046	3551	5581	营业成本	1325	1313	1520	1744
交易性金融资产	2591	1426	2009	1717	营业税金及附加	881	923	1147	1403
应收账款	32	195	328	463	营业费用	853	857	1110	1380
其它应收款	14	20	21	26	管理费用	207	214	254	299
预付账款	24	16	19	25	研发费用	14	15	19	23
存货	2151	2131	2467	2831	财务费用	(50)	(30)	(45)	(64)
其他	72	1291	1130	831	资产减值损失	0	15	20	16
非流动资产	3571	3184	3670	3988	公允价值变动损益	144	144	144	144
金额资产类	0	422	362	261	投资净收益	173	149	166	163
长期投资	15	12	13	13	其他经营收益	18	11	13	14
固定资产	1026	1150	1326	1516	营业利润	1978	2102	2639	3275
无形资产	129	117	114	113	营业外收支	(10)	(10)	(10)	(11)
在建工程	97	397	558	526	利润总额	1968	2092	2629	3265
其他	2304	1085	1297	1558	所得税	484	514	646	802
资产总计	10062	11310	13195	15462	净利润	1485	1578	1983	2463
流动负债	2778	3053	3638	4250	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	1485	1578	1983	2463
应付款项	276	323	356	400	EBITDA	2047.9	2146.6	2679.4	3313.8
预收账款	1304	1457	1830	2176	EPS (最新摊薄)	1.2	1.3	1.6	2.0
其他	1197	1273	1453	1673	主要财务比率				
非流动负债	78	38	44	53	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	78	38	44	53	营业收入	30.3%	4.8%	24.2%	22.3%
负债合计	2856	3090	3683	4303	营业利润	30.5%	6.2%	25.6%	24.1%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	29.0%	6.3%	25.7%	24.2%
归属母公司股东权益	7206	8219	9512	11159	获利能力				
负债和股东权益	10062	11310	13195	15462	毛利率	72.8%	74.3%	76.0%	77.5%
					净利率	30.5%	30.9%	31.3%	31.8%
					ROE	22.3%	20.5%	22.4%	23.8%
					ROIC	20.4%	18.9%	20.5%	21.6%
					偿债能力				
					资产负债率	28.4%	27.3%	27.9%	27.8%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	2.3	2.7	2.6	2.7
					速动比率	1.6	2.0	1.9	2.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
					应收帐款周转率	117.2	134.4	121.1	124.1
					应付帐款周转率	7.7	6.4	6.8	7.0
					每股指标(元)				
					每股收益	1.2	1.3	1.6	2.0
					每股经营现金	1.0	1.4	1.5	2.0
					每股净资产	5.7	6.6	7.6	8.9
					估值比率				
					P/E	48.5	45.6	36.3	29.2
					P/B	10.0	8.8	7.6	6.4
					EV/EBITDA	18.0	31.4	24.8	19.5

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1307	1696	1939	2465
净利润	1485	1578	1983	2463
折旧摊销	104	90	100	118
财务费用	(50)	(30)	(45)	(64)
投资损失	(173)	(149)	(166)	(163)
营运资金变动	2074	(859)	731	856
其它	(2132)	1067	(665)	(744)
投资活动现金流	(1163)	277	(789)	316
资本支出	(64)	(495)	(420)	(259)
长期投资	662	(419)	59	101
其他	(1761)	1191	(427)	474
筹资活动现金流	(436)	(534)	(645)	(751)
短期借款	(20)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(416)	(534)	(645)	(751)
现金净增加额	(292)	1439	505	2030

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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>