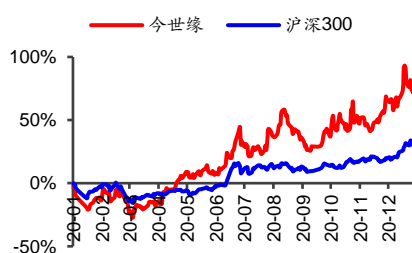


十三五稳健收官，十四五看V系引领品牌向上

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2021-1-18
收盘价（元）	57.36
近12个月最高/最低（元）	67.98/24.54
总股本（百万股）	1,255
流通股本（百万股）	1,255
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	720
流通市值（亿元）	720

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文獻

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：姚启璠

执业证书号：S0010120040033

电话：13795262443

邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

《今世缘首次覆盖：省内深度发展，国缘系快速成长》-20200807

《今世缘：二季度转增，边际看持续改善》-20200810

《今世缘：十四五目标再翻番，四大营销战役打响》-20201229

《今世缘 (603369.SH)：十四五挑战 150 亿，看 V 系引领品牌向上》-20210113

事件

公司公告，预计 2020 年度实现营业收入约 51 亿元，同增约 4.7%；预计归属于上市公司股东的净利润约 15.5 亿元，同增约 6.3%；预计归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约 15.4 亿元，同增约 7%；此前 1 月 13 日公告，2021 年营收目标 59 亿元左右，争取 66 亿元，同增约 15.7%~29.4%。

主要观点

■ **十三五稳健收官**。2020 年公司营收同增约 4.7%，4Q20 实现营收约 9.1 亿元，同增约 19.4%，基本符合预期，虽 1Q 受疫情影响较显著，2Q 起公司收入端增速环比持续改善，其中预计主要由国缘系列接近双位数增长、及省外市场增长快于省内带动，预计 2020 年公司省外收入占比提升至约 10%，此前公司周董事长在经销商大会上表示，省外经销商数量由 2015 年 241 家增加至 2020 年 535 家，此前公司周董事长在经销商大会上表示逐步呈现由量变向质变转变态势。根据此前公告，公司 2021 年营收目标 59 亿元左右，争取 66 亿元，同增约 15.7%~29.4%，展望十四五有望实现开门红；此外，根据公司五年战略规划测算，预计对应 5 年营收目标 CAGR 约 14%~24%，预计省外市场占比将提升至约 25%，因此需持续跟踪公司省外市场开拓节奏。2020 年公司省外规划 11 个 3000 万以上市场，其中亿元市场 5 个（山东、上海、北京、河南、安徽），省外稳步推进。

■ **以 V 系为产品战略导向，稳固发展 K 系基本盘**。此前今世缘明确 V 系攻坚战、K 系提升战、今世缘品牌激活战、省外突破战四大营销战略，并设立省外工作部、V 系高端事业部、市场监管部分别对应营销战略。2020 年国缘 V 系已逐步形成突破，V 系整体或接近翻倍增长，当前公司明显加强 V 系 V9、V3 战略地位（V3 定位 700 元+，V9 定位 1300 元+），包括聚焦资源加强宣传推广，谋求 V 系品牌建设后承接消费升级，公司规划 V 系十年百亿规模目标；K 系以维护市场秩序和价格秩序稳定为主要工作，保持 K 系基本盘稳健发展。

■ **四开正待换新升级**。2021 年春节后，公司或将对四开进行提档升级，强化国缘四开市场地位，新四开或定位 500 元+。一方面，通过对产品包装进行精细化升级，融入品质、文化、环保、防伪及信息化互动理念以提升新四开产品力，另一方面，实行配额管理严控价格，通过导入信息化系统、推进终端出库扫码等动作，实现配额制管理的有序推进，并注重 V9 与四开两大核心品项的协同推广。次高端四开仍将是公司未来两年核心增量。

■ **十四五目标有望提前实现，维持“买入”评级。**公司十四五目标及打法明确，挑战目标业绩增速积极乐观，核心 K 系产品仍处于产品生命周期成长阶段，V 系有望承接下一阶段消费升级，根据业绩预告微调 2020~2022 年业绩预测，预计营收同增 5%、23%、20%，EPS 1.24、1.55、1.89 元，对应 PE 46.4、37.0、30.4 倍。我们认为，公司产品结构顺应行业结构性增长，渠道继续发挥团购优势，区域省内南下空间仍大，省外正在质变的关键期，公司十四五挑战目标有机会实现，对应估值相较同业有相对优势，维持“买入”评级。

风险提示：1) 消费升级节奏不及预期，次高端白酒发展低于预期；2) 江苏省内苏南、苏中大区表现不及预期；3) 省外开拓进度不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4874	5106	6297	7567
收入同比(%)	30.3%	4.8%	23.3%	20.2%
归属母公司净利润	1458	1551	1944	2365
净利润同比(%)	26.7%	6.4%	25.4%	21.6%
毛利率(%)	72.8%	72.3%	74.2%	75.8%
ROE(%)	20.2%	17.7%	18.2%	18.1%
每股收益(元)	1.16	1.24	1.55	1.89
P/E	28.15	46.42	37.03	30.44
P/B	5.70	8.22	6.73	5.51
EV/EBITDA	23.24	40.75	30.13	23.35

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	6491	8459	11004	13936	
现金	1607	3052	5286	7910	
应收账款	32	44	60	62	
其他应收款	14	20	21	25	
预付账款	24	17	20	26	
存货	2151	2641	2939	3232	
其他流动资产	2663	2685	2677	2680	
非流动资产	3571	3571	3571	3571	
长期投资	15	15	15	15	
固定资产	1026	1026	1026	1026	
无形资产	129	129	129	129	
其他非流动资产	2401	2401	2401	2401	
资产总计	10062	12031	14575	17507	
流动负债	2778	3195	3796	4363	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	197	231	247	283	
其他流动负债	2580	2964	3549	4080	
非流动负债	78	78	78	78	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负	78	78	78	78	
负债合计	2856	3274	3874	4441	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	1255	1255	1255	1255	
资本公积	717	717	717	717	
留存收益	5235	6786	8730	11095	
归属母公司股东	7206	8757	10701	13066	
负债和股东权	10062	12031	14575	17507	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	1307	1137	1923	2312	
净利润	1458	1551	1944	2365	
折旧摊销	104	0	0	0	
财务费用	1	0	0	0	
投资损失	-173	-174	-176	-178	
营运资金变动	30	-106	290	259	
其他经营现金	1317	1522	1520	1971	
投资活动现金	-1163	308	311	313	
资本支出	-150	-10	-10	-10	
长期投资	-1185	0	0	0	
其他投资现金	172	318	321	322	
筹资活动现金	-436	0	0	0	
短期借款	-20	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-1	0	0	0	
其他筹资现金	-415	0	0	0	
现金净增加额	-292	1445	2234	2624	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	4874	5106	6297	7567	
营业成本	1325	1414	1623	1829	
营业税金及附加	881	923	1138	1368	
销售费用	853	848	1039	1286	
管理费用	207	214	264	318	
财务费用	-50	-47	-42	-66	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收	-144	-144	-144	-144	
投资净收益	173	174	176	178	
营业利润	1951	2075	2599	3159	
营业外收入	3	3	3	3	
营业外支出	13	13	13	13	
利润总额	1942	2065	2589	3149	
所得税	484	514	645	784	
净利润	1458	1551	1944	2365	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	1458	1551	1944	2365	
EBITDA	1697	1692	2214	2744	
EPS (元)	1.16	1.24	1.55	1.89	

主要财务比率					
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
成长能力					
营业收入	30.3%	4.8%	23.3%	20.2%	
营业利润	28.7%	6.3%	25.3%	21.6%	
归属于母公司净利	26.7%	6.4%	25.4%	21.6%	
获利能力					
毛利率(%)	72.8%	72.3%	74.2%	75.8%	
净利率(%)	29.9%	30.4%	30.9%	31.3%	
ROE(%)	20.2%	17.7%	18.2%	18.1%	
ROIC(%)	16.6%	14.5%	15.5%	15.8%	
偿债能力					
资产负债率(%)	28.4%	27.2%	26.6%	25.4%	
净负债比率(%)	39.6%	37.4%	36.2%	34.0%	
流动比率	2.34	2.65	2.90	3.19	
速动比率	1.55	1.82	2.12	2.45	
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.42	0.43	0.43	
应收账款周转率	151.57	116.64	104.21	121.13	
存货周转率	6.72	6.12	6.58	6.46	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊	1.16	1.24	1.55	1.89	
每股经营现金流	1.04	0.91	1.53	1.84	
每股净资产(最新	5.74	6.98	8.53	10.42	
估值比率					
P/E	28.15	46.42	37.03	30.44	
P/B	5.70	8.22	6.73	5.51	
EV/EBITDA	23.24	40.75	30.13	23.35	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。