

抗疫应对积极，势能依旧良好

■三类白酒企业疫情影响相对较小，今世缘春节前回款发货良好。新冠疫情于1月下旬开始集中爆发，春节期间白酒行业动销受损明显，预计会持续影响到Q2。但我们总体认为几类白酒企业影响较小：1) 核心的高端和低端刚需品牌，且春节期间本是低档酒淡季；2) 品牌势能向上的企业；3) 节前打款发货进度良好，节后淡季更为从容的企业。我们认为今世缘是省内品牌势能向上的企业，优势地级市不断增多，渠道势能正在释放期，且从渠道调研反馈看，公司按照全年销售计划分解，春节前完成全年回款30%以上，发货同终端出货均有不错表现，一方面渠道积极性良好，另一方面竞品仍在渠道整固阶段。目前公司渠道库存平均不到2个月，表明受疫情影响相对有限，较地产酒平均水平更优。

■应对疫情迅速，多重手段帮扶提振经销商信心，11日已全面复工。据微酒报道，公司从正月初二连续召开会议全面动员部署疫情防控工作，组织销售系统经理层会议评估疫情对市场可能造成的影响，迅速制定相应政策来扶持优质经销商：1) 优化营销方案。针对区域市场的阶段营销方案和不同类型的项目可采取暂停、延期或调整的处理方式，并围绕稳定价格体系、扩大消费场景、促进终端动销等方面策划实施；2) 对业务团队给与薪酬支持。厂家及时调整对商家业务人员移动访销考核指标，继续保持给予底薪补贴，同时规定各级销售组织不得增加经销商、终端商指标压力，不得采取转移库存、降价促销等方式追求短期销量。3) 简化流程，提供财务支持。对经销商在方案计划内产生的应结费用，简化流程手续，尽可能减少资金占用。对符合条件经销商根据需要可以给予一定额度的产品调拨，并给予延期还款政策。出台稳商政策同时，公司2月11日已全面复工，双管齐下，尽量将疫情影响降到最小。

■品牌势能信心，全年目标暂未调整。公司目前暂未调整全年目标，基于公司良好的品牌和渠道势能，加上公司积极稳妥的应对，我们对节后经销商库存和资金压力可控、价盘保持稳定持有信心。2020年公司营销规划清晰，工作分解充分，产品上，国缘4开价位优势突出，需求旺盛，高端V系已经导入作为补充，如能放量将成超预期的增长点；从区域上看，坚持精耕省内提升占有率不动摇，全面做好细化分解，明确市场成长空间，北部徐州势头较猛，省会南京已经起量，且渠道利润仍然有优势，增长惯性仍存，苏中苏南消费力更强，目标积极培育；省外市场加快形成区域“点线互动”、“连点成面”的良性开发局面，力争实现2020年翻一番。

■投资建议：略调整公司2019-2020年EPS为1.15元、1.38元，略调整6个月目标价至38.64元，相当于2020年28x市盈率，维持“买入-A”评级。

■风险提示：省内竞品投入加大竞争加剧；省外拓展不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,957.5	3,740.9	4,873.8	6,033.6	7,246.8
净利润	895.9	1,150.7	1,444.0	1,735.9	2,112.0
每股收益(元)	0.71	0.92	1.15	1.38	1.68
每股净资产(元)	4.19	4.86	5.58	6.58	7.76
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	41.9	32.6	26.0	21.6	17.8
市净率(倍)	7.1	6.2	5.4	4.5	3.9
净利润率	30.3%	30.8%	29.6%	28.8%	29.1%
净资产收益率	17.0%	18.9%	20.6%	21.0%	21.7%
股息收益率	0.8%	1.1%	1.2%	1.4%	1.7%
ROIC	30.7%	43.2%	55.0%	43.6%	59.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**38.64元**
股价(2020-02-12) **29.91元**

交易数据

总市值(百万元)	37,522.10
流通市值(百万元)	37,522.10
总股本(百万股)	1,254.50
流通股本(百万股)	1,254.50
12个月价格区间	18.46/35.81元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.13	-4.43	57.14
绝对收益	-16.48	-4.01	66.69

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

熊鹏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519090006
xiopeng@essence.com.cn

相关报告

今世缘：高端酒保持领涨，省外招商驶入快车道/苏斌	2019-07-31
今世缘：省内全面开花，营收增速再上台阶/苏斌	2019-04-13
今世缘：Q4 控制发货节奏，三年翻番目标不改/苏斌	2019-01-07

疫情影响较小，2020 年业绩确定性仍高

三类白酒企业疫情影响相对较小，今世缘春节前回款发货良好。新冠疫情于1月下旬开始集中爆发，春节期间白酒行业动销受损明显，预计会持续影响到Q2。但我们总体认为几类白酒企业影响较小：1) 核心的高端和低档刚需品牌，且春节期间本是低档酒淡季；2) 品牌势能向上的企业；3) 节前打款发货进度良好，节后淡季更为从容的企业。我们认为今世缘是省内品牌势能向上的企业，优势地级市不断增多，渠道势能正在释放期，且从渠道调研反馈看，公司按照全年销售计划分解，春节前完成全年回款30%以上，发货同终端出货均有不错表现，一方面渠道积极性良好，另一方面竞品仍在渠道整固阶段。目前公司渠道库存平均不到2个月，表明受疫情影响相对有限，较地产酒平均水平更优。

应对疫情迅速，多重手段帮扶提振经销商信心，11日已全面复工。据微酒报道，公司从正月初二连续召开会议全面动员部署疫情防控工作，组织销售系统经理层会议评估疫情对市场可能造成的影响，迅速制定相应政策来扶持优质经销商：1) **加强厂商沟通，优化营销方案**。针对区域市场的阶段营销方案和不同类型的项目可采取暂停、延期或调整的处理方式，并围绕稳定价格体系、扩大消费场景、促进终端动销等方面策划实施；2) **对业务团队给与薪酬支持帮助稳定**。厂家及时调整对商家业务人员移动访销考核指标，继续保持给予底薪补贴，同时规定各级销售组织不得增加经销商、终端商指标压力，不得采取转移库存、降价促销等方式追求短期销量。3) **简化流程，提供财务支持**。对经销商在方案计划内产生的应结费用，简化流程手续，尽可能减少资金占用。对符合条件经销商根据需要可以给予一定额度的产品调拨，协议期内的产品调拨给予延期还款政策。我们认为公司出台措施针对性强，在出台稳商政策同时，公司于2月11日已全面复工，双管齐下，尽量将疫情影响降到最小。

图 1：今世缘支持经销商 9 条政策

图 2：今世缘支持经销商 9 条政策

江苏今世缘酒业股份有限公司

关于应对新冠疫情支持全国经销商伙伴 共渡难关的九条政策意见

各大区、办事处及全国经销商伙伴：

新年伊始，新型冠状病毒感染的肺炎疫情席卷而来，全国各地疫情防控形势严峻复杂。为深入贯彻落实习近平总书记关于坚决打赢疫情防控阻击战的重要指示精神，公司高度重视，从正月初二起连续多次召开会议，全面动员部署疫情防控工作，并组织销售系统经理层专题会议，评估疫情对市场可能造成的影响。为积极践行“醒美酒，结善缘”的企业使命及构建厂商命运共同体合作理念，帮助广大经销商合作伙伴共渡难关，特制定以下政策意见（简称支持经销商共渡难关“缘”为九条）。

一、加强厂商沟通，保障市场服务

1. 配称组织。各区域市场以办事处为单位，分别按照经销商、终端商层面分类建立若干微信联络群，发布科学防护知识，增强互引沟通，确保自内而外的政策举措及自外而内的信息反馈畅通无阻。

2. 在线办公。销售系统业务团队采取线上办公、信息化沟通方式进入复工状态，全面了解经销商、终端商的疫情防控情况以及存在的困难、亟待解决的问题。

3. 优化方案。针对区域市场的阶段营销方案和不同类型的项目可采取暂停、延期或调整的处理方式，并围绕稳定价格体系、扩大消费场景、促进终端动销等方面精心策划，适时实施。

4. 关怀客户。公司将积极整合资源，为紧缺防护用品的部分客户，

赠送提供消毒液、口罩、消毒酒精等物资，有效防止、阻断疫情发生和蔓延。

二、稳定业务团队，注重学习提升

5. 薪酬支持。支持经销商稳定业务团队，鼓励不裁员，不降薪，采取轮岗轮休、缩短工时等方式稳定工作岗位。厂家及时调整对商家业务人员移动访销考核指标，继续保持给予底薪补贴。

6. 创新培训。按照“线上与线下结合，厂家与商家结合”的原则，公司组织专业师资机构及培训课件，集中组织商家业务团队进行学习培训，厂商互动研讨，共同提升业务技能。

7. 保持定力。秉持高质量发展理念及实事求是的务实作风，客观看待当期疫情对销售进度的影响，公司各级销售组织不得增加经销商、终端商指标压力，不得采取转移库存、降价促销等方式追求短期销量。

三、提供财务支持，减轻客户负担

8. 简化流程。对经销商在方案计划内产生应结费用，通过简化流程手续，可以先予登记结报，尽可能减少资金占用。

9. 降低成本。对于符合资质条件的经销商，根据需要可以给予一定额度的产品调拨；对于协议期内的产品调拨，可以给予延期还款。在政策允许范围内，最大程度的帮助经销商降低资金成本。

本政策意见由各大区、办事处以及相关部门通力协同，全力做好细化落实。相信有党中央的坚强领导，各级党委政府的严格落实，伟大的中华民族一定能够战胜疫情，今世缘永远是广大经销商的坚强后盾，相信只要我们厂商凝心聚力，众缘和合，众志成城，科学应对，就一定可以将疫情对市场的影响降到最低，并能化危为机，促进企业治理体系及能力提升，为未来更好发展奠定扎实基础。

江苏今世缘酒业股份有限公司
二〇二〇年二月六日

资料来源：酒业家，安信证券研究中心

资料来源：酒业家，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,957.5	3,740.9	4,873.8	6,033.6	7,246.8	成长性					
减:营业成本	835.3	1,013.5	1,295.7	1,525.2	1,711.3	营业收入增长率	15.8%	26.5%	30.3%	23.8%	20.1%
营业税费	405.1	632.2	823.7	1,019.7	1,224.7	营业利润增长率	21.4%	25.5%	26.3%	20.3%	21.8%
销售费用	428.3	585.6	805.1	1,102.2	1,378.6	净利润增长率	18.8%	28.4%	25.5%	20.2%	21.7%
管理费用	195.5	172.9	215.3	276.9	341.3	EBITDA 增长率	20.3%	23.0%	25.5%	19.7%	21.7%
财务费用	-10.5	-25.2	-32.8	-46.4	-66.7	EBIT 增长率	22.0%	25.4%	26.0%	20.0%	21.3%
资产减值损失	5.3	25.4	25.4	25.4	25.4	NOPLAT 增长率	21.8%	26.3%	25.5%	20.0%	21.3%
加:公允价值变动收益	2.0	8.8	-	-	-	投资资本增长率	-10.3%	-1.5%	51.3%	-11.3%	26.2%
投资和汇兑收益	101.0	174.0	174.0	174.0	174.0	净资产增长率	14.2%	15.7%	14.9%	17.8%	17.9%
营业利润	1,208.0	1,516.0	1,915.3	2,304.5	2,806.1	利润率					
加:营业外净收支	-4.4	9.2	9.2	9.2	9.2	毛利率	71.8%	72.9%	73.4%	74.7%	76.4%
利润总额	1,203.6	1,525.2	1,924.4	2,313.7	2,815.3	营业利润率	40.8%	40.5%	39.3%	38.2%	38.7%
减:所得税	308.3	374.5	481.1	578.4	703.8	净利润率	30.3%	30.8%	29.6%	28.8%	29.1%
净利润	895.9	1,150.7	1,444.0	1,735.9	2,112.0	EBITDA/营业收入	43.4%	42.2%	40.6%	39.3%	39.8%
						EBIT/营业收入	40.3%	39.9%	38.6%	37.4%	37.8%
资产负债表						运营效率					
货币资金	1,289.2	1,887.1	1,722.9	3,320.2	3,883.0	固定资产周转天数	91	73	58	50	48
交易性金融资产	202.0	260.8	260.8	260.8	260.8	流动营业资本周转天数	214	140	149	141	125
应收帐款	32.8	63.1	45.2	88.9	72.1	流动资产周转天数	584	542	488	462	458
应收票据	30.9	8.3	67.7	25.9	74.5	应收帐款周转天数	4	5	4	4	4
预付帐款	10.1	7.2	34.1	5.3	37.4	存货周转天数	196	177	159	121	91
存货	1,704.0	1,967.6	2,350.7	1,715.7	1,934.4	总资产周转天数	816	761	659	602	580
其他流动资产	1,774.4	2,027.3	2,513.4	3,077.4	3,677.9	投资资本周转天数	335	249	238	218	193
可供出售金融资产	599.3	665.6	582.8	615.9	621.4	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	17.0%	18.9%	20.6%	21.0%	21.7%
长期股权投资	10.0	11.1	11.1	11.1	11.1	ROA	12.4%	13.4%	15.6%	15.9%	17.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	30.7%	43.2%	55.0%	43.6%	59.7%
固定资产	761.8	763.6	814.2	861.9	1,053.2	费用率					
在建工程	236.8	295.7	356.5	405.2	277.6	销售费用率	14.5%	15.7%	16.5%	18.3%	19.0%
无形资产	111.5	106.9	97.9	88.8	79.8	管理费用率	6.6%	4.6%	4.4%	4.6%	4.7%
其他非流动资产	429.0	493.8	382.3	427.9	427.3	财务费用率	-0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
资产总额	7,223.2	8,587.6	9,259.8	10,932.2	12,436.0	三费/营业收入	20.7%	19.6%	20.3%	22.1%	22.8%
短期债务	-	20.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	743.1	730.7	905.3	891.8	1,024.0	资产负债率	26.9%	28.9%	24.2%	24.4%	21.6%
应付票据	70.0	105.3	84.5	144.3	123.4	负债权益比	36.8%	40.6%	31.9%	32.3%	27.6%
其他流动负债	1,113.6	1,605.6	1,234.0	1,613.2	1,522.2	流动比率	2.62	2.53	3.15	3.21	3.72
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.73	1.73	2.09	2.56	3.00
其他非流动负债	17.4	16.9	18.4	17.6	17.6	利息保障倍数	-113.52	-59.20	-57.48	-48.72	-41.08
负债总额	1,944.2	2,478.5	2,242.1	2,666.8	2,687.3	分红指标					
少数股东权益	16.7	14.4	13.7	13.1	12.6	DPS(元)	0.25	0.33	0.35	0.42	0.51
股本	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5	分红比率	35.0%	36.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	3,984.0	4,821.5	5,749.5	6,997.7	8,481.7	股息收益率	0.8%	1.1%	1.2%	1.4%	1.7%
股东权益	5,279.1	6,109.1	7,017.7	8,265.3	9,748.7						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	895.4	1,150.7	1,444.0	1,735.9	2,112.0	EPS(元)	0.71	0.92	1.15	1.38	1.68
加:折旧和摊销	99.4	87.8	97.5	112.7	145.4	BVPS(元)	4.19	4.86	5.58	6.58	7.76
资产减值准备	5.3	25.4	-	-	-	PE(X)	41.9	32.6	26.0	21.6	17.8
公允价值变动损失	-2.0	8.8	-	-	-	PB(X)	7.1	6.2	5.4	4.5	3.9
财务费用	1.6	0.2	-32.8	-46.4	-66.7	P/FCF	35.9	31.0	346.7	17.2	31.0
投资损失	-101.0	-174.0	-174.0	-174.0	-174.0	P/S	12.7	10.0	7.7	6.2	5.2
少数股东损益	-0.5	0.0	-0.7	-0.6	-0.6	EV/EBITDA	13.1	9.3	17.4	13.8	11.1
营运资金的变动	156.4	-38.7	-1,102.3	482.2	-845.5	CAGR(%)	24.7%	22.4%	24.2%	24.7%	22.4%
经营活动产生现金流量	1,001.3	1,121.0	231.9	2,109.8	1,170.7	PEG	1.7	1.5	1.1	0.9	0.8
投资活动产生现金流量	-529.9	-228.5	125.5	-71.4	-46.3	ROIC/WACC	2.8	3.9	5.0	3.9	5.4
融资活动产生现金流量	-230.6	-294.6	-521.5	-441.1	-561.6	REP	2.3	1.5	1.8	2.4	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖、熊鹏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034