

公司研究/公告点评

2021年01月18日

食品饮料/饮料

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 57.36
目标价格(元): 79.05

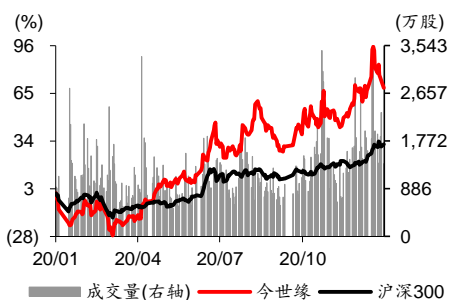
龚源月 SAC No. S0570520100001
研究员 SFC No. BQL737
gongyuanyue@htsc.com

张墨 SAC No. S0570119030032
联系人 SFC No. BQM965
zhangmo@htsc.com

相关研究

- 1《今世缘(603369 SH,买入): 更高质量发展,“十四五”百亿可期》2021.01
- 2《今世缘(603369 SH,买入): 省内外协同发力,双节助业绩增长》2020.10
- 3《今世缘(603369 SH,买入): Q2 业绩增速转正,国缘发展态势良好》2020.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

结构持续优化, 20Q4 利润提速

今世缘(603369)

20Q4 利润高增,“十三五”完美收官,“十四五”发展动能充足

2020.1.18 日公司发布 2020FY 业绩预告, 预计 2020 全年实现营业收入/归母净利润 51/15.5 亿元左右, YOY+4.7%/6.3%左右, 收入基本符合预期, 利润略超预期(我们前次预测收入/归母净利润 51 亿/15.2 亿); 其中 Q4 单季度实现营业收入/归母净利润 9.05/2.37 亿元左右, YOY+19%/44%左右, Q4 扣非净利润 2.38 亿元左右, YOY+44%左右, 春节错位背景下仍实现收入稳健增长及利润的快速增长。展望未来, 公司“十四五”规划提出百亿营收(争取 150 亿元)目标, 战略清晰、长期发展动能充足, 我们预计公司 20-22 年 EPS 为 1.24/1.55/1.94 元, 维持“买入”评级。

品牌渠道建设成效显著, 产品结构持续优化

公司业绩实现快速增长, 主要系(1)公司牢牢把握“543”酒缘大业发展方向, 全力聚焦白酒主业, 加速构建品牌全国化新格局, 深化“五力工程”, “品牌+渠道”双驱动营销体系建设成效明显, 经销商数量由 241 家(2015)增长至 535 家(2020), 市场渗透率及渠道掌控力不断提高, 深耕江苏省内市场的同时加速省外扩张, 市场份额不断拓展, 产品销售收入稳步增长。(2)产品结构进一步优化, 尤其是公司“特 A+类”产品销售增长较好(指含税出厂指导价 300 元以上白酒产品), 20 年收入增速超 13%, 占公司收入比重也进一步提高至 60%, V 系列逐步放量有望为公司成长注入新动能。

把握发展机遇,“十四五”发展目标清晰

当前正处于白酒行业深度分化的窗口期、消费升级的机遇期、企业发展的关键期, 2020.1.13 日公司发布(2021—2025)五年战略规划纲要, 提出“营收过百亿(争取 150 亿元), 市值过千亿, 力争跻身白酒行业第一方阵”的发展目标, “十四五”营收 CAGR 约 24%(按较高目标 150 亿), 为了“十四五”开好局、起好步, 公司提出 21 年营收 59 亿元(争取 66 亿元)的目标, 力争开门红。为保证战略目标的实现, 坚定落实发展任务, 公司确立了“白酒+缘文化”两大业务战略和八大关键战略举措, 在朝着百亿级营收目标进发的同时, 实现营销体系的革新、高端产品与重点市场的突破。

公司长期增长动能足, 维持“买入”评级

我们认为, 考虑到 2020 年公司在疫情冲击下白酒主业实现稳健发展, 20 年下半年快速恢复实现利润高增, “特 A+类”产品销售态势良好, 推动 20 年利润超预期, 公司“品牌+渠道”双轮驱动营销战略得以验证, 展望“十四五”, 在百亿营收目标的指引下, 公司产品升级、渠道拓展持续推进, 我们认为营收及利润或将延续增长态势, 我们小幅上调盈利预测, 预计其 20~22 年 EPS 分别为 1.24/1.55/1.94 元(前次 1.21/1.50/1.92 元), 参考 21 年可比公司平均 PE 为 51 倍(Wind 一致预期), 给予公司 2021 年 51 倍 PE 估值, 对应目标价为 79.05 元(前次为 82.50 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 市场竞争加剧、市场需求不达预期的风险、食品安全问题

公司基本资料

总股本(百万股)	1,255
流通 A 股(百万股)	1,255
52 周内股价区间(元)	25.00-66.48
总市值(百万元)	71,958
总资产(百万元)	10,623
每股净资产(元)	6.38

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,736	4,870	5,101	6,505	8,159
+/-%	26.55	30.35	4.74	27.54	25.43
归属母公司净利润(百万元)	1,151	1,458	1,550	1,939	2,436
+/-%	28.45	26.71	6.30	25.11	25.60
EPS(元, 最新摊薄)	0.92	1.16	1.24	1.55	1.94
PE(倍)	62.53	49.35	46.43	37.11	29.55

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营收 (百万元)	5,120	6,505	8,159	5,101	6,505	8,159	-0.4%	0.0%	0.0%
收入增速 (%)	5%	27%	25%	5%	28%	25%	-0.4pct	0.5pct	0.0pct
毛利率 (%)	71.0%	75.0%	76.4%	71.9%	75.3%	76.7%	0.9pct	0.3pct	0.3pct
费用率 (%)	19.3%	23.7%	24.0%	19.3%	22.8%	23.9%	0.0pct	-0.9pct	-0.1pct
净利率 (%)	29.7%	28.9%	29.5%	30.4%	29.8%	29.8%	0.7pct	0.9pct	0.3pct
归母净利润 (百万元)	1,520	1,879	2,408	1,550	1,939	2,436	1.9%	3.2%	1.1%
EPS (元)	1.21	1.50	1.92	1.24	1.55	1.94	1.9%	3.2%	1.1%

资料来源: 华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值表

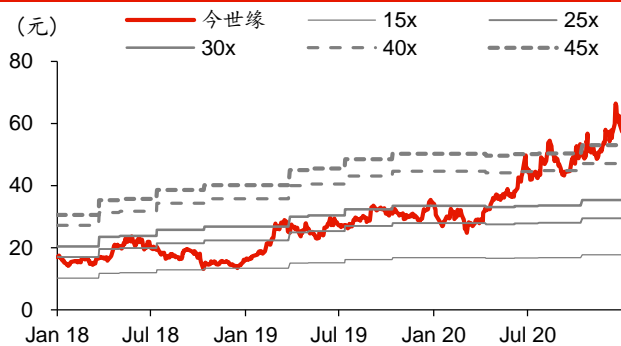
公司简称	股票代码	市值(mn)				PE (倍)				EPS (元)				20-22 净利润 CAGR
		2020/1/18	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	
舍得酒业	600702 CH	25,213	49	48	39	32	1.52	1.56	1.94	2.35	16%			
水井坊	600779 CH	41,712	50	60	45	37	1.69	1.43	1.89	2.32	11%			
古井贡酒	000596 CH	117,490	56	56	44	36	4.17	4.20	5.32	6.42	15%			
山西汾酒	600809 CH	325,516	167	116	90	71	2.23	3.22	4.14	5.22	33%			
洋河股份	002304 CH	301,669	41	40	35	30	4.90	5.04	5.77	6.57	10%			
平均值		162,320	73	64	51	41	2.90	3.09	3.81	4.58	17%			
中间值		117,490	50	56	44	36	2.23	3.22	4.14	5.22	15%			
今世缘	603369 CH	71,958	49	46	37	30	1.16	1.24	1.55	1.94	19%			

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

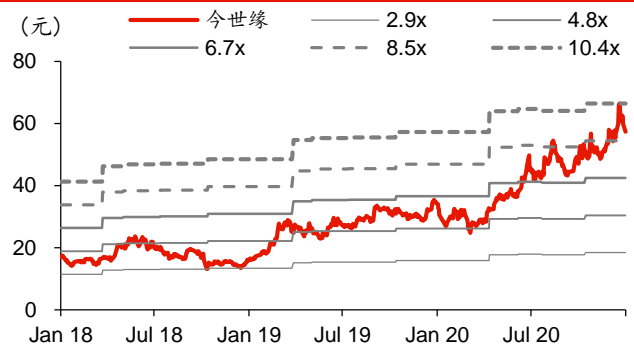
PE/PB - Bands

图表3: 今世缘历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 今世缘历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,222	6,491	7,745	9,369	11,683
现金	1,887	1,607	2,689	3,904	5,663
应收账款	50.94	32.15	57.19	55.26	86.71
其他应收账款	12.23	13.71	13.45	21.19	22.26
预付账款	7.19	23.50	8.64	32.35	19.07
存货	1,968	2,151	2,298	2,693	3,208
其他流动资产	2,296	2,663	2,678	2,663	2,684
非流动资产	2,366	3,571	3,538	3,828	4,155
长期投资	11.11	15.18	19.16	23.10	27.20
固定投资	763.58	1,026	1,022	1,293	1,589
无形资产	106.91	129.30	107.49	87.34	70.67
其他非流动资产	1,485	2,401	2,389	2,424	2,468
资产总计	8,588	10,062	11,282	13,197	15,838
流动负债	2,462	2,778	2,962	3,308	3,917
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	145.38	197.31	204.28	227.92	293.68
其他流动负债	2,296	2,580	2,758	3,080	3,623
非流动负债	16.92	78.31	78.31	78.31	78.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	16.92	78.31	78.31	78.31	78.31
负债合计	2,479	2,856	3,041	3,386	3,995
少数股东权益	14.44	0.00	0.02	(0.23)	(0.27)
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
资本公积	717.50	716.75	716.75	716.75	716.75
留存公积	4,104	5,222	6,238	7,494	9,072
归属母公司股东权益	6,095	7,206	8,242	9,811	11,843
负债和股东权益	8,588	10,062	11,282	13,197	15,838

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,121	1,307	1,398	1,690	2,286
净利润	1,151	1,458	1,550	1,939	2,435
折旧摊销	87.84	103.53	100.40	118.43	149.54
财务费用	(25.23)	(49.72)	(45.56)	(74.81)	(113.29)
投资损失	(173.98)	(173.16)	(179.91)	(179.87)	(180.03)
营运资金变动	40.21	29.71	18.19	(55.37)	67.19
其他经营现金	41.43	(61.09)	(44.58)	(57.29)	(73.08)
投资活动现金	(228.53)	(1,163)	152.14	(179.99)	(236.77)
资本支出	204.86	150.14	62.78	404.65	472.91
长期投资	(202.39)	(1,185)	(3.98)	(3.94)	(4.10)
其他投资现金	178.72	172.40	218.89	228.61	240.24
筹资活动现金	(294.63)	(435.87)	(468.79)	(295.27)	(289.72)
短期借款	20.00	(20.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.41	(0.76)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(315.04)	(415.11)	(468.79)	(295.27)	(289.72)
现金净增加额	597.86	(291.60)	1,082	1,215	1,759

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,736	4,870	5,101	6,505	8,159
营业成本	1,014	1,325	1,431	1,606	1,899
营业税金及附加	632.22	881.14	902.97	1,160	1,452
营业费用	585.63	852.88	714.08	1,106	1,477
管理费用	172.92	206.90	244.83	338.26	424.28
财务费用	(25.23)	(49.72)	(45.56)	(74.81)	(113.29)
资产减值损失	(25.45)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	8.78	144.35	38.79	48.49	60.11
投资净收益	173.98	173.16	179.91	179.87	180.03
营业利润	1,516	1,951	2,066	2,587	3,239
营业外收入	13.71	3.07	9.12	7.16	11.26
营业外支出	4.54	12.72	7.64	8.01	8.23
利润总额	1,525	1,942	2,068	2,586	3,242
所得税	374.47	483.67	517.73	647.22	806.72
净利润	1,151	1,458	1,550	1,939	2,435
少数股东损益	0.03	0.02	0.02	(0.25)	(0.04)
归属母公司净利润	1,151	1,458	1,550	1,939	2,436
EBITDA	1,558	1,997	2,104	2,606	3,248
EPS (元, 基本)	0.92	1.16	1.24	1.55	1.94

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	26.55	30.35	4.74	27.54	25.43
营业利润	25.50	28.72	5.88	25.20	25.22
归属母公司净利润	28.45	26.71	6.30	25.11	25.60
获利能力 (%)					
毛利率	72.87	72.79	71.94	75.31	76.73
净利率	30.80	29.94	30.39	29.80	29.85
ROE	18.84	20.23	18.81	19.76	20.56
ROIC	37.33	47.79	51.34	56.93	65.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.86	28.38	26.95	25.66	25.22
净负债比率 (%)	(30.43)	(22.21)	(32.54)	(39.72)	(47.76)
流动比率	2.53	2.34	2.61	2.83	2.98
速动比率	0.90	1.55	1.83	2.01	2.16
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.52	0.48	0.53	0.56
应收账款周转率	111.16	117.21	114.18	115.69	114.94
应付账款周转率	6.52	7.73	7.13	7.43	7.28
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.16	1.24	1.55	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.04	1.11	1.35	1.82
每股净资产(最新摊薄)	4.86	5.74	6.57	7.82	9.44
估值比率					
PE (倍)	62.53	49.35	46.43	37.11	29.55
PB (倍)	11.81	9.99	8.73	7.33	6.08
EV_EBITDA (倍)	44.84	33.93	31.70	25.13	19.61

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，龚源月，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师蔡源月本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com