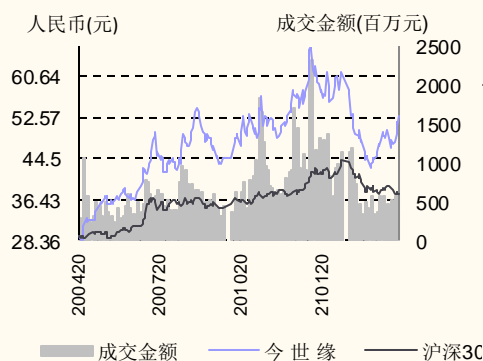


市场价格 (人民币): 52.70 元

业绩符合预期, 十四五笃定前行

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	12.55
已上市流通 A 股(亿股)	12.55
总市值(亿元)	661.12
年内股价最高最低(元)	66.48/28.36
沪深 300 指数	4966
上证指数	3427



公司基本情况 (人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	4,874	5,122	6,607	8,126	9,752
营业总收入增长率	30.28%	5.09%	29.00%	23.00%	20.00%
归母净利润(百万元)	1,458	1,567	1,896	2,351	2,868
归母净利润增长率	26.71%	7.46%	21.01%	23.99%	22.01%
摊薄每股收益(元)	1.162	1.249	1.51	1.87	2.29
每股经营性现金流净额	1.02	0.89	1.36	1.66	2.06
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.23%	18.95%	19.88%	21.00%	21.55%
P/E	28.15	45.94	34.87	28.12	23.05
P/B	5.70	8.71	6.93	5.90	4.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

公司于 2021 年 4 月 18 日发布年报, 2020 年营业收入为 51.19 亿元, 同比 +5.12%; 归母净利为 15.67 亿元, 同比 +7.46%。其中 20Q4 营业收入为 9.26 亿元, 同比 +22.32%; 归母净利为 2.53 亿元, 同比 +54.28%。

经营分析

业绩符合预期, 产品结构升级延续。20 年白酒收入 50.84 亿元, 同比 +5.11%, 其中量增 0.8%, 价升 4.3%。①分产品看, 20 年特 A+类/特 A 类/A 类产品分别实现收入 30.69/15.03/2.54 亿元, 同比 +13.0%/-1.7%/-19.3%, 300 元以上的特 A+类产品占比从 56%提升至 60%, 国缘系列销售占比超 75%, V 系列增长超 50%。20 年特 A+类/特 A 类/A 类产品销量同比 +19.5%/+4.0%/-14.5%, 吨价同比 -5.4%/-5.4%/-5.5%, 预计系新收入准则下费用冲减收入影响。②分地区看, 20 年淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区/省外分别实现收入 10.77/13.17/6.43/6.54/6.58/4.18/3.29 亿元, 同比 +2.2%/+3.5%/+1.2%/+9.4%/+6.1%/+15.6%/+6.2%, 苏中、盐城、淮海等大区增长势头向好。公司 20 年净增加 193 个经销商, 其中, 南京/苏南/苏中/省外经销商分别净增加 11/35/20/123 个, 省内薄弱区域深化, 省外招商积极。③分季度看, 20Q4 营收 9.26 亿元, 考虑预收款项 (合同负债+其他流动负债), 实际收入同比 -3.6%, 预计系春节推后导致打款备货延迟。

毛利率受货折影响, 控费促盈利能力提升。20 年净利率同比 +0.67pct, 其中毛利率同比 -1.67pcts, 特 A+类/特 A 类/A 类毛利率同比 -1.96/-5.00/-5.62pcts, 预计系货折兑付节奏加快+材料人工成本上升; 税金及附加占比/销售费率/管理费用率同比 -0.67/-0.41/+0.23pct, 经营效率稳步增强。20Q4 净利率同比 +5.72pcts, 其中毛利率同比 -5.98pcts, 税金及附加占比/销售费率/管理费用率同比 -5.87/-3.38/-0.26pct, 预计广告投放收缩, 盈利水平改善。

静待国缘 4K 升级换代, 十四五笃定前行。结合渠道反馈, 我们预计经销商 Q1 回款大约同增 35-40%, 利润增速更快, 开门红可期。节后老 4K 开始控量挺价衔接新品上市, 当前库存 2-3 个月, 静待后续改革升级推进。21 年公司规划营收目标 59 亿元 (同比 +15%), 争取 66 亿元 (同比 +29%); 净利润目标 18 亿元 (同比 +15%), 争取 19 亿元 (同比 +21%)。十四五规划 25 年营收目标过百亿, 争取 150 亿元, 对应 20-25 年 CAGR 分别为 14%、24%。今世缘省内空间广阔, 省外扩张加速, 有望凭借清晰的产品结构、团购渠道优势, 打造自身核心竞争力。

盈利调整

公司已披露 21 年经营目标, 考虑上次预测对毛利率、费用端假设偏乐观, 我们对预测的 21-22 年归母净利润分别调整 -8%/-10%, 预计 21-23 年收入增速 29%/23%/20%, 归母净利润增速 21%/24%/22%, 对应 PE 为 35/28/23X, 维持“买入”评级。

风险提示

国缘四开换代升级不及预期、宏观经济下行风险、食品安全问题。

相关报告

- 《Q3 动销加速恢复, 高端国缘持续发力-今世缘三季报点评》, 2020.11.1
- 《笃定前行, 业绩环比加速可期-今世缘 20 年中报点评》, 2020.8.8
- 《苏酒龙头笃定前行, 21 年业绩有望步入加速期-苏酒龙头笃定前行...》, 2020.4.30

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,741	4,874	5,122	6,607	8,126	9,752
增长率		30.3%	5.1%	29.0%	23.0%	20.0%
营业成本	-1,014	-1,325	-1,479	-1,830	-2,202	-2,594
%销售收入	27.1%	27.2%	28.9%	27.7%	27.1%	26.6%
毛利	2,727	3,548	3,643	4,777	5,924	7,158
%销售收入	72.9%	72.8%	71.1%	72.3%	72.9%	73.4%
营业税金及附加	-632	-881	-892	-1,168	-1,436	-1,721
%销售收入	16.9%	18.1%	17.4%	17.7%	17.7%	17.7%
销售费用	-586	-853	-875	-1,150	-1,422	-1,677
%销售收入	15.7%	17.5%	17.1%	17.4%	17.5%	17.2%
管理费用	-173	-207	-229	-291	-345	-410
%销售收入	4.6%	4.2%	4.5%	4.4%	4.3%	4.2%
研发费用	-14	-14	-22	-26	-24	-20
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	1,322	1,593	1,624	2,143	2,696	3,330
%销售收入	35.3%	32.7%	31.7%	32.4%	33.2%	34.2%
财务费用	25	50	21	37	60	83
%销售收入	-0.7%	-1.0%	-0.4%	-0.6%	-0.7%	-0.9%
资产减值损失	-25	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	9	144	147	149	150	151
投资收益	174	173	297	190	214	240
%税前利润	11.4%	8.9%	14.3%	7.5%	6.8%	6.3%
营业利润	1,516	1,951	2,092	2,532	3,136	3,822
营业利润率	40.5%	40.0%	40.9%	38.3%	38.6%	39.2%
营业外收支	9	-10	-11	-11	-10	-9
税前利润	1,525	1,942	2,082	2,521	3,126	3,813
利润率	40.8%	39.8%	40.7%	38.2%	38.5%	39.1%
所得税	-374	-484	-515	-625	-775	-945
所得税率	24.6%	24.9%	24.7%	24.8%	24.8%	24.8%
净利润	1,151	1,458	1,567	1,896	2,351	2,868
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,151	1,458	1,567	1,896	2,351	2,868
净利率	30.8%	29.9%	30.6%	28.7%	28.9%	29.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,151	1,458	1,567	1,896	2,351	2,868
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	113	104	111	124	153	178
非经营收益	-183	-311	-393	-297	-362	-386
营运资金变动	40	30	-168	-11	-60	-77
经营活动现金净流	1,121	1,281	1,116	1,712	2,082	2,583
资本开支	-205	-150	-393	-599	-341	-440
投资	-202	-1,185	948	86	85	91
其他	179	172	285	190	214	240
投资活动现金净流	-229	-1,163	840	-323	-42	-109
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	20	-20	362	-362	0	0
其他	-315	-416	-521	-638	-690	-753
筹资活动现金净流	-295	-436	-160	-1,000	-690	-753
现金净流量	598	-318	1,797	389	1,350	1,722

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,887	1,607	3,402	3,791	5,141	6,862
应收账款	71	108	54	75	91	106
存货	1,968	2,151	2,604	2,858	3,258	3,695
其他流动资产	2,325	2,641	2,374	2,435	2,490	2,545
流动资产	6,251	6,508	8,433	9,159	10,979	13,209
%总资产	72.8%	64.7%	71.2%	70.3%	72.9%	75.2%
长期投资	677	2,072	1,527	1,540	1,555	1,565
固定资产	1,059	1,123	1,502	1,625	1,779	2,009
%总资产	12.3%	11.2%	12.7%	12.5%	11.8%	11.4%
无形资产	125	141	182	185	189	192
非流动资产	2,337	3,555	3,418	3,876	4,078	4,347
%总资产	27.2%	35.3%	28.8%	29.7%	27.1%	24.8%
资产总计	8,588	10,062	11,851	13,035	15,057	17,556
短期借款	20	0	362	0	0	0
应付款项	836	907	1,249	1,405	1,625	1,828
其他流动负债	1,606	1,871	1,860	1,983	2,123	2,301
流动负债	2,462	2,778	3,471	3,388	3,748	4,129
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	78	113	111	112	114
负债	2,479	2,856	3,584	3,499	3,860	4,243
普通股股东权益	6,095	7,206	8,267	9,536	11,197	13,313
其中：股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
未分配利润	3,624	4,608	5,647	6,916	8,577	10,693
少数股东权益	14	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	8,588	10,062	11,851	13,035	15,057	17,556

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.92	1.16	1.25	1.51	1.87	2.29
每股净资产	4.86	5.74	6.59	7.60	8.93	10.61
每股经营现金净流	0.89	1.02	0.89	1.36	1.66	2.06
每股股利	0.33	0.41	0.45	0.50	0.55	0.60
回报率						
净资产收益率	18.88%	20.23%	18.95%	19.88%	21.00%	21.55%
总资产收益率	13.40%	14.49%	13.22%	14.55%	15.61%	16.34%
投入资本收益率	16.25%	16.44%	14.00%	16.72%	17.94%	18.66%
增长率						
主营业务收入增长率	26.49%	30.28%	5.09%	29.00%	23.00%	20.00%
EBIT 增长率	20.93%	20.51%	1.94%	31.91%	25.84%	23.51%
净利润增长率	28.45%	26.71%	7.46%	21.01%	23.99%	22.01%
总资产增长率	18.89%	17.17%	17.78%	9.99%	15.51%	16.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.3	3.1	2.2	2.8	2.7	2.6
存货周转天数	661.1	567.2	586.8	570.0	540.0	520.0
应付账款周转天数	56.0	47.2	72.5	80.0	75.0	70.0
固定资产周转天数	74.5	76.9	72.2	71.0	60.2	55.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.83%	-58.26%	-65.20%	-64.93%	-67.80%	-70.33%
EBIT 利息保障倍数	-52.4	-32.0	-77.1	-57.9	-44.6	-40.1
资产负债率	28.86%	28.38%	30.24%	26.84%	25.63%	24.17%

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402