

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

今世缘(603369)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员  
执业编号: S1500520110001  
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

今世缘(603369): 结构优化, 区域放量 2020.12.17

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 业绩略超预期, 结构持续升级

2021年04月21日

**事件:** 公司 2020 年实现营业总收入 51.22 亿元, 同比增长 5.09%; 营业收入 51.19 亿元, 同比增长 5.12%; 实现归母净利润 15.67 亿元, 同比增长 7.46%。

**点评:**

- **2020 年业绩超预期增长, 其中 Q4 业绩加速增长。**相较于此前发布的业绩快报(2020 年实现营收 51 亿元左右, 同比增加 4.7%左右; 归母净利润 15.5 亿元左右, 同比增加 6.3%左右), 公司 2020 年全年收入、利润均有超预期表现。20Q4 公司实现营业总收入 9.27 亿元, 同比增长 22.24%, 其中白酒收入 9.08 亿元, 同比增长 21.55%; 实现归母净利润 2.53 亿元, 同比增长 54.28%, 较 20Q3 进一步提速恢复, 主要系公司出厂价百元以上产品在疫情后动销恢复加快。
- **产品结构持续升级, 次高端品牌“国缘”占比提升至 75%。**在疫情影响下, 公司 300 元以上产品表现出强大韧性, 其全年收入同比增长 13%, 是所有产品分类中唯一实现正向增长的, 其营收占比达到 60%, 较 2019 年提升 4.22pct。公司顺应消费升级趋势, 在 600 元以上价格带加速发力, V 系列产品销售收入增长超过 50%, 加快高端消费意见领袖的培育。
- **省内苏中大区发力, 省外布局持续推进。**自 2019 年起, 公司不断加强省内渠道下沉, 在省内苏南、苏中拓展经销商布局。2020 年, 公司在苏南新增经销商 35 家, 在苏中新增经销商 20 家, 不断提高省内市场占有率。在公司的深耕运作下, 苏中地区 2020 年实现营收 6.54 亿, 同比增长 9.35%, 优于省内绝大多数地区。受益于公司在省外扩张的持续推进, 公司“桥头堡”淮海大区营收同比增长 15.61%, 处绝对领先水平。2020 年, 公司新增省外经销商 123 家, 省外收入同比增长 6.17%, 省外收入占比略有提升。
- **盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2021-2023 年摊薄每股收益分别为 1.55 元、1.91 元、2.32 元。**2021 年作为“十四五”开局之年, 公司营收目标为 59 亿, 争取 66 亿, 净利润目标 18 亿, 争取 19 亿, 2025 年努力实现营收过百亿, 争取 150 亿元。**我们维持对公司的“买入”评级。**
- **风险因素:** 省内竞争升级; 省外市场开拓不及预期

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	4,874	5,122	6,333	7,685	9,250
增长率 YoY %	30.3%	5.1%	23.7%	21.3%	20.4%
归属母公司净利润 (百万元)	1,458	1,567	1,945	2,392	2,915
增长率 YoY%	26.7%	7.5%	24.1%	23.0%	21.9%
毛利率%	72.8%	71.1%	72.4%	73.2%	73.9%
净资产收益率ROE%	20.2%	19.0%	20.0%	20.8%	21.2%
EPS(摊薄)(元)	1.16	1.25	1.55	1.91	2.32
市盈率 P/E(倍)	28.15	45.94	35.11	28.55	23.43
市净率 P/B(倍)	5.70	8.71	7.03	5.93	4.97

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 04 月 20 日收盘价

## 目录

1. 全年业绩略超预期，十三五顺利收官 .....	4
1.1 产品结构进一步升级，向高端化发力明显 .....	6
1.2 省内持续深耕，省外扩张有序 .....	7
2. 高质发展，“十四五”剑指百亿 .....	8
2.1 坚决打好“四大战役”，培育市场增长动能 .....	8
2.2 创新完善政策机制，激发改革发展活力 .....	9
2.3 产能建设保证“十四五”规划目标 .....	9
3. 盈利预测和评级 .....	10
3.1 盈利预测及假设 .....	10
3.2 投资评级 .....	10
4. 风险提示 .....	11

## 表目录

表 1: 公司收入预测 .....	10
表 2: 可比公司盈利及估值对比 .....	10

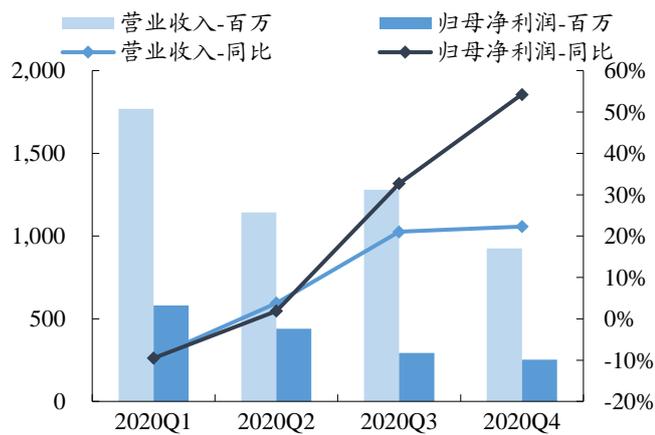
## 图目录

图 1: 公司 Q4 业绩增速亮眼 .....	4
图 2: 净利率提升，毛利率略降 .....	4
图 3: 2020 年吨价下滑明显 .....	4
图 4: 吨成本逐年提升 .....	4
图 5: 2020 年各品类毛利率均有不同程度下降 .....	5
图 6: 2020 年期间费用率略升 .....	5
图 7: 公司广告费与职工薪酬占比逐年提升 .....	5
图 8: 2020 年广告宣传投入减少 .....	5
图 9: 营业收入与销售回款匹配 .....	6
图 10: 2020 年生产成本上升导致经营性净现金流下滑 .....	6
图 11: 公司百元以上产品动销恢复加快 .....	6
图 12: 2020 年百元以上产品收入占比达 90% .....	6
图 13: 公司加快苏南、苏中地区招商工作 .....	7
图 14: 2020 年苏中大区和淮海大区增速表现亮眼 .....	7
图 15: 淮海大区是公司省外扩张的“桥头堡” .....	7
图 16: 公司省外扩张持续 .....	7
图 17: 2020 年公司基酒库存 10 万千升 .....	9

## 1. 全年业绩略超预期，十三五顺利收官

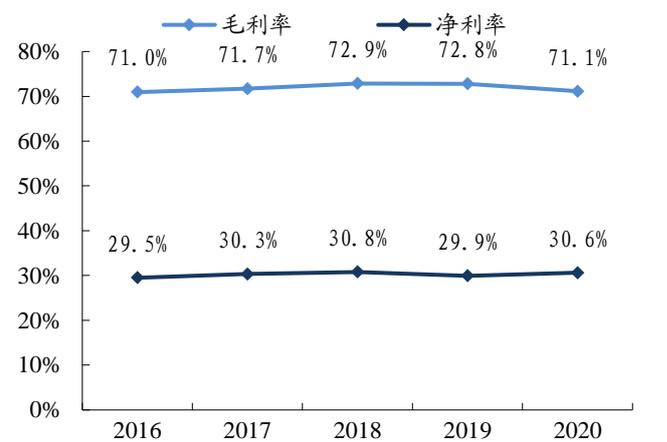
**2020 年业绩超预期增长，其中 Q4 业绩加速增长。**公司 2020 年实现营业总收入 51.22 亿元，同比增长 5.09%；营业收入 51.19 亿元，同比增长 5.12%；实现归母净利润 15.67 亿元，同比增长 7.46%。相较于此前发布的业绩快报（2020 年实现营收 51 亿元左右，同比增加 4.7%左右；归母净利润 15.5 亿元左右，同比增加 6.3%左右），公司 2020 年全年收入、利润均略超预期。面对疫情影响，公司未能实现 2020 年初制定的 10%增长目标，但下半年业绩好转明显，且呈加速增长趋势。其中，20Q4 公司实现营业总收入 9.27 亿元，同比增长 22.24%；实现归母净利润 2.53 亿元，同比增长 54.28%，增速亮眼，主要系公司百元以上产品增长明显，产品结构持续上移。

图 1：公司 Q4 业绩增速亮眼



数据来源：Wind，信达证券研发中心

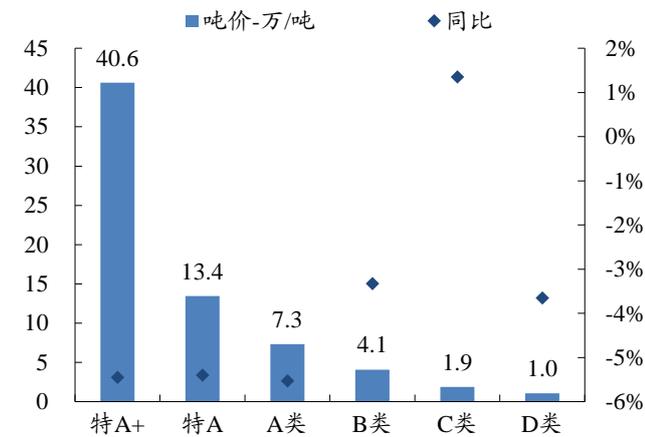
图 2：净利率提升，毛利率略降



数据来源：Wind，信达证券研发中心

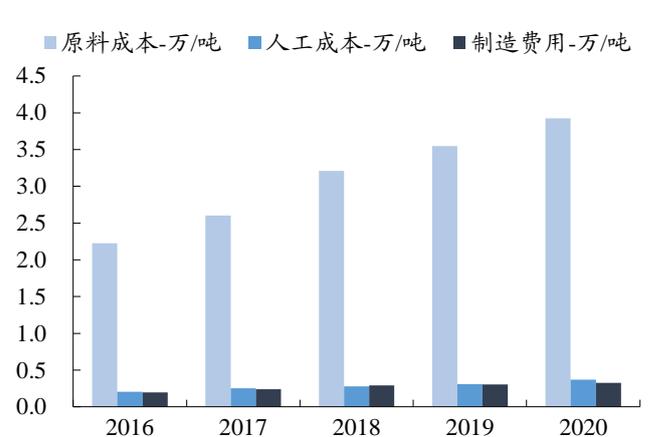
**吨价下降，吨成本提升，导致毛利率下滑。**2020 年公司整体毛利率为 71.12%，同比减少 1.67pct，其中白酒毛利率 71.11%，同比减少 1.78pct，主要系吨价的下降和吨成本的提升所致。2020 年，公司加大了对经销商的整体支持力度，年末兑付是让价兑付，因此冲减了收入，同时运输费从销售费用科目转移到成本科目，导致吨价有较明显下滑。叠加近年来原料、人工、制造费用等成本的不断上涨，各品类毛利率水平均有不同程度下降。

图 3：2020 年吨价下滑明显

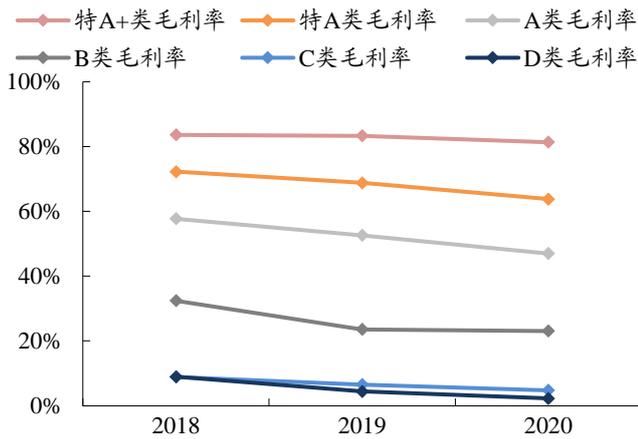


数据来源：Wind，信达证券研发中心

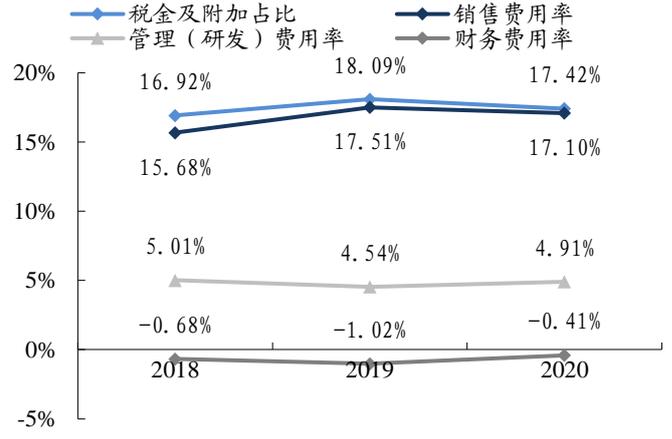
图 4：吨成本逐年提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

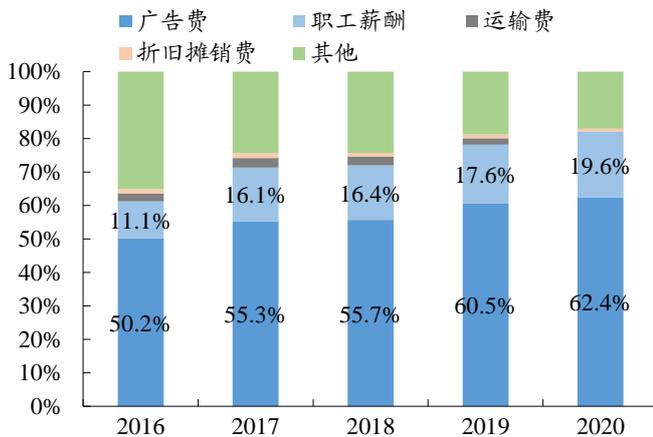
**图 5：2020 年各品类毛利率均有不同程度下降**


数据来源：Wind，信达证券研发中心

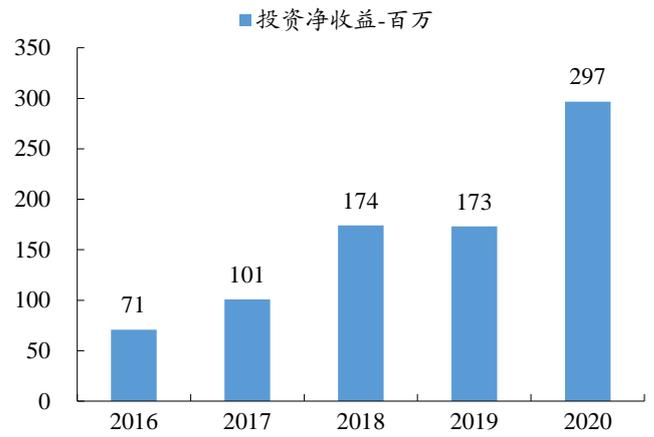
**图 6：2020 年期间费用率略升**


数据来源：Wind，信达证券研发中心

期间费用率略升，投资收益增长提升净利率。2020 年公司销售费用率为 17.1%，同比减少 0.41pct，主要系部分运输费转移到营业成本科目所致，其中广告费与职工薪酬占比逐年提升，与公司正处于渠道扩张阶段相符；管理（研发）费用率为 4.91%，同比增加 0.37pct；期间费用率较 2019 年增加 0.57pct。公司税金及附加占比为 17.42%，同比减少 0.67pct。由于公司投资收益较 2019 年有较大幅度变化，同比增长 71.7%，因此净利率略有提升，同比增加 0.67pct。

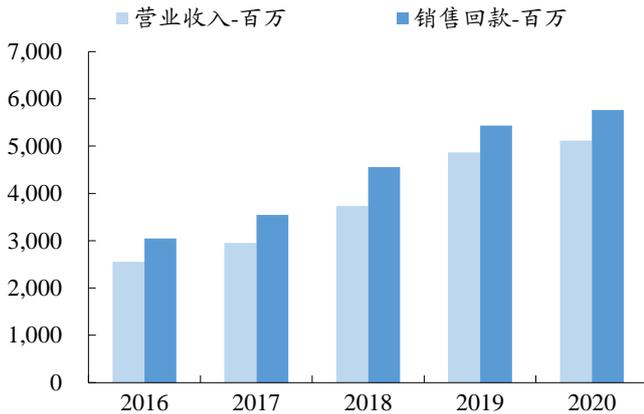
**图 7：公司广告费与职工薪酬占比逐年提升**


数据来源：Wind，信达证券研发中心

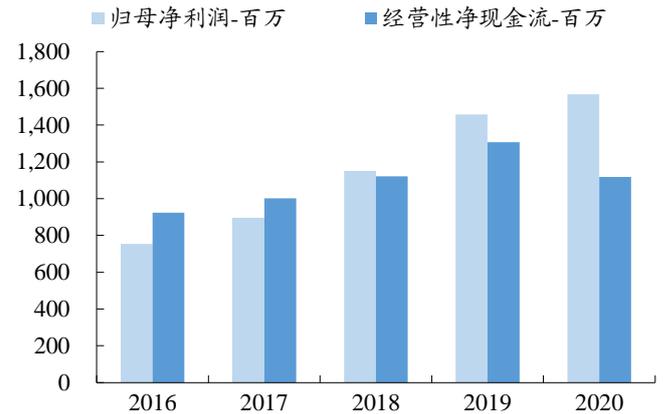
**图 8：2020 年投资净收益增长 71.1%**


数据来源：Wind，信达证券研发中心

销售回款情况良好，经营性净现金流有所下滑。2020 年，公司经营现金流情况良好，销售回款营收匹配，但经营性净现金流出现下滑，主要系生产成本提升，经营性现金流支出同比增长幅度大所致。

**图 9：营业收入与销售回款匹配**


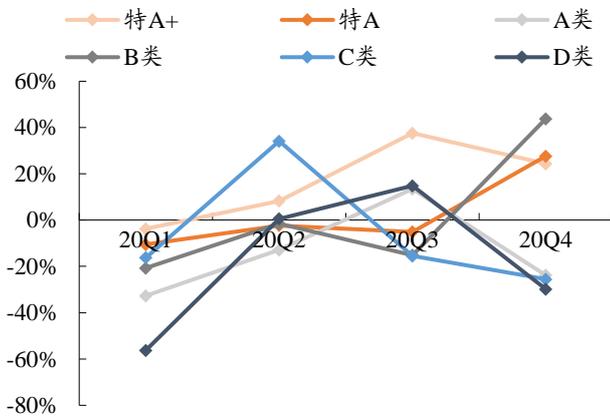
数据来源：Wind，信达证券研发中心

**图 10：2020 年生产成本上升导致经营性净现金流下滑**


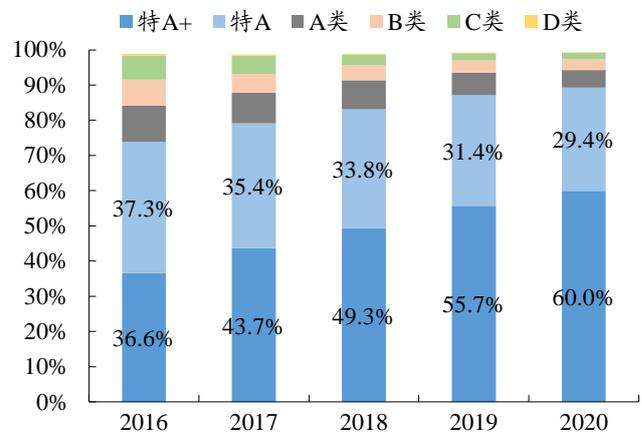
数据来源：Wind，信达证券研发中心

### 1.1 产品结构进一步升级，向高端化发力明显

百元以上产品动销恢复加快，销售占比提升至 90%左右。2020 年上半年，受疫情影响，公司中高端产品动销受阻，低端产品率先逆势引领增长。随着疫情得到有效控制，下半年经济稳定向好，商务、宴请需求增加，300 元以上产品动销明显加快，带动公司业绩逆势转增。全年公司百元以上产品销售占比达到 89.3%，较 2019 年提高 2.22pct，其中特 A+类收入占比提高 4.22pct，特 A 类占比略有下滑，产品结构升级势头明显。

**图 11：公司百元以上产品动销恢复加快**


数据来源：Wind，信达证券研发中心

**图 12：2020 年百元以上产品收入占比达 90%**


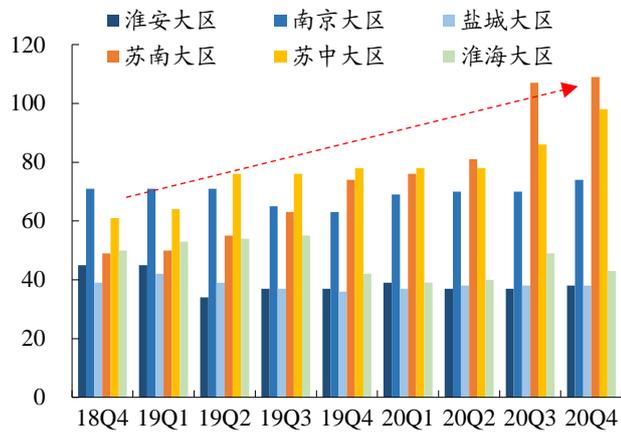
数据来源：Wind，信达证券研发中心

国缘 V 系列率先在南京、苏南地区放量，受到本土消费者认可。国缘 V 系列产品于 2019 年正式导入，其中 V3 定位 700 元价位带，V9 定位 1200 元价位带，是帮助公司进一步强大的战略单品。2020 年，V 系列在南京、苏南地区开始培育放量，全年销售收入增长超 50%。国缘 V9 单品是公司开发的清雅酱香品类，在保持酱香型酒幽雅、细腻风格的同时，其清雅、飘逸的风格特点，又符合年轻化、时尚化的消费需求，受到江苏本土消费者的认可。2020 年 11 月，公司新设 V9 事业部，不止负责国缘 V9 的运营，将覆盖整个 V 系列产品的运作。未来，V 系列尤其是 V9 单品，将是公司顺应消费升级、占位高端的重中之重工作。

## 1.2 省内持续深耕，省外扩张有序

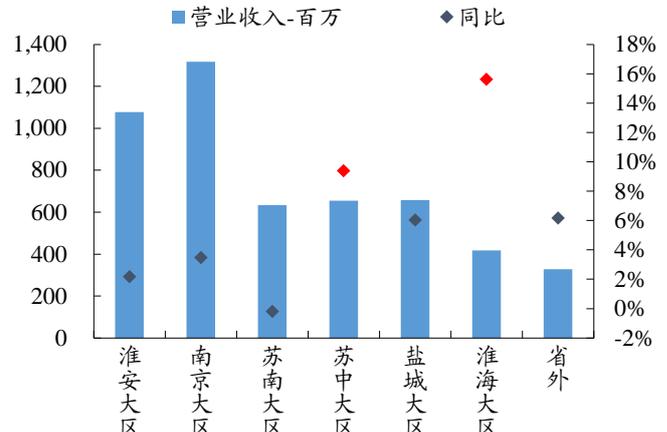
苏南、苏中经销商布局加快，渠道下沉提升市场占有率。以苏州、无锡、常州为代表的苏南市经济发展水平在江苏省内领先，主流价格带已升级至 300-600 元次高端价位，与南京市场较为相似，为公司国缘系列产品提供了良好的发展环境。2020 年，公司在苏南大区新增经销商 35 家，在苏中大区新增经销商 20 家，不断提高省内市场占有率。在公司的深耕运作下，苏中地区 2020 年实现营收 6.54 亿，同比增长 9.35%，优于省内绝大多数地区。

图 13: 公司加快苏南、苏中地区招商工作



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

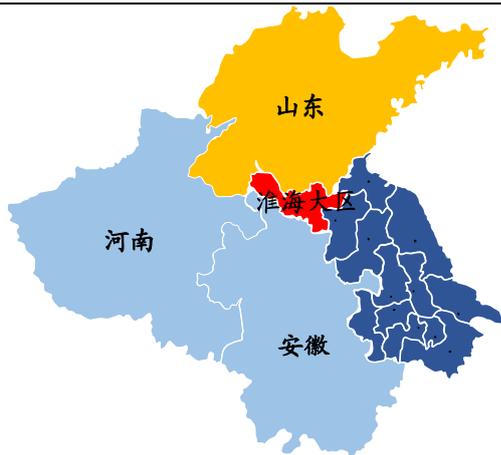
图 14: 2020 年苏中大区和淮海大区增速表现亮眼



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

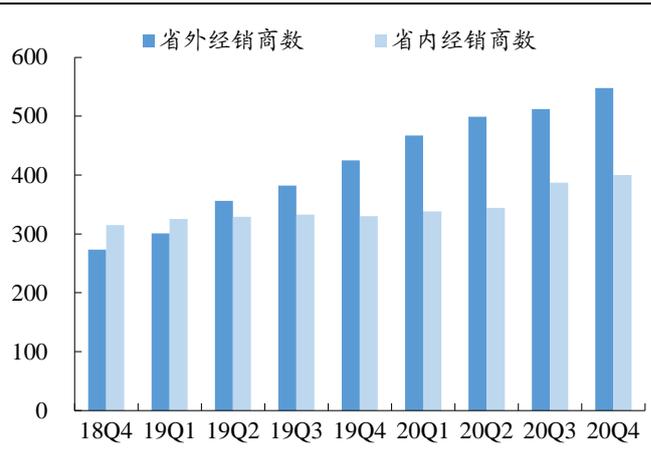
受益于省外市场扩张，“桥头堡”淮海大区增速亮眼。徐州处于山东、河南、安徽和江苏四省交界处，是淮海大区的核心区域，也是今世缘带动临近三省消费氛围的“桥头堡”。虽然在省内六大区中，淮海大区的销售规模最小，但 2019 年，淮海大区收入增长 68%，增幅最大。受 2020 年初疫情影响，公司上半年营收下滑 4.65%，淮海大区是省内市场中唯一实现正增长的区域，离不开公司对省外的加速布局。下半年淮海大区快速增长趋势不变，全年实现营收 4.18 亿元，同比增长 15.61%。

图 15: 淮海大区是公司省外扩张的“桥头堡”



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 公司省外扩张持续



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

省外布局有序推进，收入占比略有提升。今世缘采取“全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发”区域拓展策略，以江苏周边“2+5”省份为重点布局区域，已初步形成规模影响力。2020 年公司新增省外经销商 123 家，实现省外收入 3.29 亿元，同比增长 6.17%，超过省内收入增速，使得公司省外收入占比提升至 6.48%，较 2019 年增加 0.08pct。其中，安徽、河南、浙江、山东是公司重点样板市场，是未来寻求省外增长的重要突破口。

## 2. 高质发展，“十四五”剑指百亿

2021年营收目标59亿元(+15.2%)，争取66亿元(+28.9%)；净利润目标18亿元(+14.9%)，争取19亿元(+21.3%)。公司2025年营收目标超百亿（争取150亿），年复合增长率为14.3%（24.0%）。2021年，是公司全面开启“发展高质量，酒缘新跨越”的起步之年，公司将深入贯彻“五大”发展理念，以战略目标为引领，全力落实好市场营销“四大战役”、南厂区技改扩能等一批重点项目。

### 2.1 坚决打好“四大战役”，培育市场增长动能

在2021年发展大会上，公司提出“四大战役”：V系攻坚战、K系提升战、典藏激活战、省外突破战，抢抓消费升级新机遇，抢占市场竞争好赛道，做足缘文章，激发酒活力。

**全新启动V系攻坚战，奋力抢占黄金赛道。**国缘V系是公司积极参与头部竞争，应对行业分化变局、消费升级机遇的重要抓手，更是公司由“富起来”走向“强起来”的关键举措。2021年，公司将围绕五方面展开：**（1）确保高质发展**，2021年固化高端价格认知；**（2）做好重点市场**，按照V系“板块突破，点状布局”策略，把江苏市场打造成V系10亿核心市场，并且打造8个千万级省外市场；**（3）聚焦700元、1200元、2000元三个核心赛道**，聚焦V3、V9至尊、商业版；**（4）国缘V系将以三大体系为主线，狠抓落实**；**（5）注重营销创新**，2021年江浙沪一体化运作，丰富团购主体，拓宽渠道，优化控盘奖励等措施，做好V系体系的运作，着力做好体系化、模式化、创新化三大目标。

**理性规划K系提升战，全力抢抓次高端份额。**国缘K系是公司的主销规模产品，是国缘品牌的核心基本盘。公司副总经理胡跃吾此前表示：“2021年公司将四开行提档升级，强化国缘四开市场地位。”2021年1月至3月，四开共计上涨30元/瓶出厂价，并开启配额制。2月4日，公司下发“暂停接收在销版四开国缘销售订单的通知”，预计新四开或定位500元+，对标M3水晶版。我们也将从“批价是否持续提升”和“销量是否稳步上升”两方面持续跟踪新四开的换代进度。

**用心组织典藏激活战，持续彰显差异化特色。**根据“今世缘”品牌定位特性，完善“打市场基础，做喜庆特色，拓日常消费”营销推广策略，更加注重品牌文化内涵与消费场景的融入展现，实现对消费者心智体验的渗透占有。公司明确“聚焦推广D20、战略培育D30”的品类策略，引导今世缘品牌形象再提升，辐射带动现有系列产品，借此实现今世缘、国缘双品牌协同发力抢占中高端、次高端市场份额。

**坚决打赢省外突破战，加快推进全国化进程。**要增强省内外一盘棋全局思维，注重市场发展阶段及区域客户差异，系统实施三大品系战役，分类提炼分品系产品运作模式，持续优化复制推广，加快促进省外市场突破成长。**（1）国缘品牌**：上升为公司全国化布局主导龙头品牌，积极抢抓次高端扩容及超高端分化机遇，按照“全国有影响，华东主战场，关键长三角”区域策略，积极规划全国化拓展路径。**（2）今世缘品牌**：发挥差异化特色优势，创新升级推广体系，以缘文化为特色的喜宴推广联盟体，提升消费势能。2020年11月，公司增设省外工作部，优化省外营销组织架构，提升了工作效率；制定分级授权机制，提高了响应速度；完善营销配套服务机制，激发了奋斗热情。公司计划首先做好安徽、河南、浙江、山东4个重点样板市场，目标2025年实现省外收入占比20%左右，

## 2.2 创新完善政策机制，激发改革发展活力

**持续深化全方位、多维度改革，为今世缘发展增添动力。**深化营销机制变革，全力提升市场质量。深化流程变革，完善厂商职责，深化“1+1+N”利益共同体建设。深化考核变革，分级下放考核权限，提高考核灵活性。深化督察变革，建立溯源检查机制，确保市场运营质量稳步提升。深化管理模式创新，全面提升运转效率。开展创新变革专项活动，完善部门协同机制。深化三项制度改革，全心激发干事热情。完善人事制度，有序培养后备人才，建立健全干部担当作为的激励和保护机制。优化薪酬机制，有序提升一线员工收入，提高重点岗位人才薪酬竞争力。

**全面深耕，致力于与经销商和核心终端共同发展。**(1) **构建商务联盟**，突出厂家主导，商家主体，激发终端活力，共商共建共享，业务分工协调，超越博弈思维，多方持续活力。(2) **刺激业绩增长**，巩固存量，抢抓增量，两周都要硬，强化考核多元激励。(3) **提高营销效率**，避免浪费，做好持续改进，对厂家深度协销，把 20%的核心终端商作为经销商来管理，把具备条件的经销商通过主体完善，来激发其自主权，把公司策略很好落地。

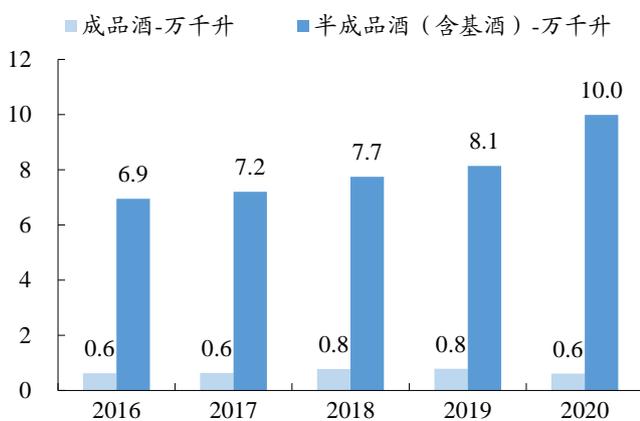
## 2.3 产能建设保证“十四五”规划目标

公司现有酿酒产能 2.7 万吨（厂房设备配套完整且全部为自有），2018-2020 年总产量分别为 1.9 万吨、2.2 万吨、2.5 万吨，产能利用率分别为 70%、81%和 93%，预计未来五年产能利用率 95%；2018-2020 年原酒使用量 1.8 万吨、2.1 万吨、2.1 万吨，产销率分别为 95%、95%和 84%。公司规划未来五年陆续新建产能 3.8 万吨，预计 2021 年首批开工 1.6 万吨产能，2024 年上半年建成投产，2026 年全部建成投产。

公司现有包装产能按 24 小时运行计算为 8.5 万吨/年，在实际工况下为 4 万吨（厂房设备配套完整且全部为自有）。公司现有在建智能化灌装中心 1 个（并配套仓储物流中心），设计产能 8 万吨，预计 2022 年建成投产。

若未来实现年 100 亿销售收入需要销售成品酒在 6 万吨左右，若实现 150 亿元销售，需要销售成品酒在 9 万吨左右。公司现有 10 万千升基酒库存，在建产能投产后，预计能够满足完成销售目标所需要的成品酒包装需求。

图 17：2020 年公司基酒库存 10 万千升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

### 3. 盈利预测和评级

#### 3.1 盈利预测及假设

**收入预测:** 我们预计今世缘 2021-2022 年的收入将分别达到 63.33 亿元、76.85 亿元和 92.5 亿元, 分别同比增长 23.7%、21.3%和 20.4%。

表 1: 公司收入预测

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
特 A+类	收入-百万元	2716	3069	3990	4987	6234
	YOY	47%	13%	30%	25%	25%
	毛利率	83.1%	81.4%	82.0%	82.3%	82.5%
特 A 类	收入-百万元	1528	1503	1803	2164	2488
	YOY	21%	-2%	20%	20%	15%
	毛利率	68.8%	63.8%	62.8%	61.8%	60.8%
A 类	收入-百万元	314	254	254	254	254
	YOY	2%	-19%	0%	0%	0%
	毛利率	52.6%	47.0%	47.0%	47.0%	47.0%
B 类	收入-百万元	168	159	162	166	169
	YOY	2%	-5%	2%	2%	2%
	毛利率	23.5%	23.0%	23.0%	23.0%	23%
C 类	收入-百万元	101	93	83	75	68
	YOY	-6%	-9%	-10%	-10%	-10%
	毛利率	6.5%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
D 类	收入-百万元	9	7	7	6	6
	YOY	14%	-25%	-5%	-5%	-5%
	毛利率	4.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**毛利率预测:** 我们预计今世缘 2021-2023 年的毛利率将分别达到 72.4%、73.2%和 73.9%, 分别同比上升 1.4pct、0.8pct 和 0.7pct。

**费用率预测:** 我们预计今世缘 2021-2023 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 21.5%、21.5%和 21.5%, 保持平稳。

**净利润预测:** 我们预计今世缘 2021-2023 年的归母净利润将分别达到 19.45 亿元、23.92 亿元和 29.15 亿元, 分别同比增长 24.1%、23.0%和 21.9%。

#### 3.2 投资评级

表 2: 可比公司盈利及估值对比

2021/04/20	总市值(亿元)	EPS			CAGR		PE			PEG	PS		
		19A	20E	21E	19-21	19A	20E	21E	19A		20E	21E	
贵州茅台	26,315	32.80	37.17	43.18	14.7%	63.86	56.35	48.52	3.29	29.62	26.85	23.69	
五粮液	10,393	4.48	5.18	6.24	18.0%	59.72	51.73	42.88	2.38	20.74	18.14	15.53	
泸州老窖	3,509	3.17	4.95	6.00	37.6%	75.59	48.40	39.89	1.06	22.18	17.43	14.78	
山西汾酒	3,130	2.22	4.50	5.76	60.9%	161.47	79.85	62.39	1.02	26.35	18.13	14.93	
洋河股份	2,456	4.90	5.58	6.46	14.8%	33.27	29.22	25.23	1.70	10.62	10.30	9.09	
古井贡酒	1,277	4.17	4.17	5.33	13.1%	60.86	60.79	47.58	3.63	12.26	11.75	9.79	
酒鬼酒	595	0.92	2.26	3.11	83.8%	198.76	80.94	58.83	0.70	39.37	22.01	16.68	

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

ST 舍得	363	1.51	1.57	2.05	16.6%	71.46	68.60	52.56	3.17	13.70	13.33	10.46
平均					32.5%	90.62	59.49	47.23	2.12	21.85	17.24	14.37
今世缘	683	1.16	1.55	1.91	28.1%	46.84	35.11	28.55	1.02	14.01	13.33	10.78

数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2020 年茅台、今世缘数据为实际值

我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.55 元、1.91 元、2.32 元, 对应 2021 年 4 月 20 日收盘价 (54.44 元/股) 市盈率 35/28/23 倍, 维持“买入”评级。

## 4. 风险提示

### 江苏省内白酒行业竞争升级

公司 90% 以上的收入来自江苏省内, 若省内外名酒加强江苏市场的销售政策投放, 省内竞争升级, 公司或面临收入增长放缓, 或因增加费用投放而减少短期业绩。

### 省外市场开拓中渠道管理不善

以国缘品牌为代表的主力产品收入贡献 75% 以上, 随着国缘品牌力的提升, 国缘开始在省外重点市场铺货, 若在此过程中, 渠道管理不善致价格混乱, 国缘品牌力将受损, 进而其收入增长将出现更多不确定性。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	6,491	8,417	9,238	11,015	13,235	
货币资金	1,607	3,402	3,914	5,448	7,454	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	32	29	35	38	43	
预付账款	24	7	17	21	24	
存货	2,151	2,604	2,873	3,106	3,307	
其他	2,677	2,376	2,399	2,402	2,407	
<b>非流动资产</b>	3,571	3,434	4,080	4,752	5,505	
长期股权投资	15	19	19	19	19	
固定资产	1,026	1,013	1,176	1,419	1,742	
无形资产	129	172	203	235	266	
其他	2,401	2,229	2,681	3,079	3,477	
<b>资产总计</b>	10,062	11,851	13,318	15,767	18,739	
<b>流动负债</b>	2,778	3,471	3,495	4,134	4,893	
短期借款	0	362	0	0	0	
应付票据	79	134	144	169	198	
应付账款	197	390	263	282	331	
其他	2,501	2,585	3,088	3,682	4,364	
<b>非流动负债</b>	78	113	113	113	113	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	78	113	113	113	113	
<b>负债合计</b>	2,856	3,584	3,608	4,247	5,006	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	7,206	8,267	9,710	11,520	13,733	
<b>负债和股东权益</b>	10,062	11,851	13,318	15,767	18,739	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	4,874	5,122	6,333	7,685	9,250	
同比	30.3%	5.1%	23.7%	21.3%	20.4%	
归属母公司净利润	1,458	1,567	1,945	2,392	2,915	
同比	26.7%	7.5%	24.1%	23.0%	21.9%	
毛利率(%)	72.8%	71.1%	72.4%	73.2%	73.9%	
ROE%	20.2%	19.0%	20.0%	20.8%	21.2%	
EPS(摊薄)(元)	1.16	1.25	1.55	1.91	2.32	
P/E	28.15	45.94	35.11	28.55	23.43	
P/B	5.70	8.71	7.03	5.93	4.97	
EV/EBITDA	23.24	39.72	29.48	23.37	18.52	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	4,874	5,122	6,333	7,685	9,250	
营业成本	1,325	1,479	1,748	2,061	2,414	
<b>营业税金及附加</b>	881	892	1,108	1,345	1,619	
销售费用	853	875	1,077	1,306	1,573	
管理费用	207	229	285	346	416	
研发费用	14	22	25	31	37	
财务费用	-50	-21	-28	-47	-65	
减值损失合	0	0	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	173	297	317	384	463	
其他	135	150	168	173	178	
<b>营业利润</b>	1,951	2,092	2,603	3,200	3,897	
营业外收支	-10	-11	-10	-10	-10	
<b>利润总额</b>	1,942	2,082	2,593	3,190	3,887	
所得税	484	515	648	797	972	
<b>净利润</b>	1,458	1,567	1,945	2,392	2,915	
少数股东损	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司</b>	1,458	1,567	1,945	2,392	2,915	
EBITDA	1,697	1,736	2,184	2,689	3,285	
EPS(当	1.16	1.25	1.55	1.91	2.32	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	1,307	1,119	1,668	2,357	2,952	
净利润	1,458	1,567	1,945	2,392	2,915	
折旧摊销	104	111	94	94	94	
财务费用	1	7	8	0	0	
投资损失	-173	-297	-317	-384	-463	
营运资金变	30	-168	78	396	546	
其它	-111	-101	-140	-140	-140	
<b>投资活动现金流</b>	-1,163	840	-105	16	95	
资本支出	-150	-393	-520	-520	-520	
长期投资	-1,185	948	0	0	0	
其他	172	285	415	536	615	
<b>筹资活动现金流</b>	-436	-159	-1,050	-840	-1,040	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-20	362	-362	0	0	
支付利息或	-416	-521	-688	-840	-1,040	
<b>现金流净增加额</b>	-292	1,799	513	1,533	2,006	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东总监	王莉本	18121125183	<a href="mailto:wangliben@cindasc.com">wangliben@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。