

食品饮料

今世缘 (603369.SH)

维持评级

报告原因：年报点评

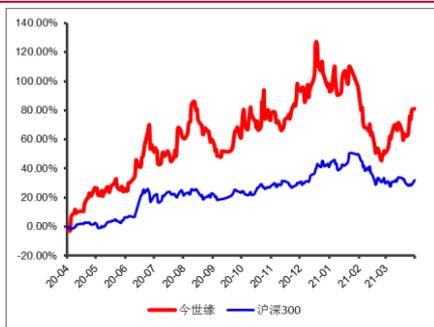
业绩逐季改善，略超前期指引

买入

2021年4月20日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年4月19日

收盘价(元)：54.44

年内最高/最低(元)：67.98/41.90

流通A股/总股本(亿)：12.55/12.55

流通A股市值(亿)：683

总市值(亿)：683

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益：1.25

每股净资产(元)：6.59

净资产收益率：20.25%

分析师：和芳芳

执业证书编号：S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 公司发布财报称，2020年净利润15.67亿元，同比增长7.46%；营业收入51.19亿元，同比增长5.12%；基本每股收益1.249元，同比增长7.46%。

事件点评

- 业绩略超此前业绩预告指引。公司2020年实现营业收入51.19亿元，同比增长5.12%，归母净利润15.67亿，同比增长7.46%，业绩略超此前业绩预告指引，其中2020Q4实现9.27亿元，同比+22.24%，归母净利润2.53亿元，同比+54.28%，逐季环比改善。1)分产品来看，2020年度，公司按照既定目标策略稳步推进，产品结构进一步优化，2020年公司特A+类/特A类/A类/B类/C类/D类产品营业收入分别同比增长13.0%/-1.7%/-19.3%/-5.2%/-8.6%/-25.0%，其中“特A+类”，占公司收入比重也进一步提高，达到60%。2)分区域来看，苏中、盐城、淮海地区增速较快，2020年淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区/省外分别实现营业收入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%。此外，2020年公司继续加大全国布局，全年省内/省外经销商分别净增70家和123家。
- 毛利下降，投资收益驱动净利率增加。公司20年销售净利率为30.61%，同比增加0.67pct，具体来看：1)2020年度销售毛利率为71.12%，同比减少1.67pct；2)2020年度销售期间费用率21.60%，同比增加0.57pct，其中销售费用率为17.09%，同比减少0.41pct；管理费用率4.91%，同比增加0.37pct；财务费用率为-0.41%，同比增加0.61pct，主要系取得的利息收入减少及支付的贷款利息增加所致。此外，2020年公司投资收益2.97亿，同比增加1.24亿。
- 公司发展战略清晰，2021年增长目标稳健。2021年，是公司全面开启“发展高质量，酒缘新跨越”的起步之年。根据市场形势、公司战略目标及2020年经营绩效情况，2021年营收目标59亿元，争取66亿元；净利润目标18亿元，争取19亿元，2025年努力实现营收过百亿，争取150亿元。我们认为公司战略目标明确，2021年增长目标稳健。公司坚决打好“四大战役”，培育市场增长动能，来扩大市场份额，以“国缘V系攻坚战”培育增长极，以“国缘开系提升战”夯

实基本盘，以“今世缘品牌激活战”打造大单品，以“省外市场突破战”拓展新天地。

投资建议

- 公司 2020 年顺利收官，2021 年增长目标稳健，我们认为公司发展目标明确，未来通过深耕省内市场，不断拓展省外市场，公司有望持续增长。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 19.29 亿、23.49 亿、28.32 亿，EPS 分别为 1.54 元、1.87 元、2.26 元，对应当前股价，PE 分别为 35 倍、29 倍、24 倍。维持“买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险、疫情发展超预期，省内市场竞争风险



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,417	11,682	16,355	23,839
现金	3,402	7,674	12,286	20,029
应收账款	44	78	78	97
其他应收款	15	19	23	28
预付账款	7	6	6	(4)
存货	2,604	2,806	3,412	4,109
其他流动资产	2,345	1,099	550	(418)
非流动资产	3,434	3,160	2,699	1,139
长期投资	19	15	17	17
固定资产	1,013	949	885	821
无形资产	172	160	150	140
其他非流动资产	2,229	2,035	1,647	161
资产总计	11,851	14,842	19,053	24,978
流动负债	3,471	5,162	7,711	11,666
短期借款	362	336	293	221
应付账款	390	316	414	540
其他流动负债	2,719	4,510	7,005	10,905
非流动负债	113	74	97	109
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	113	74	97	109
负债合计	3,584	5,236	7,808	11,775
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1,255	1,255	1,255	1,255
资本公积	717	717	717	717
留存收益	6,274	7,635	9,274	11,232
归属母公司股东权益	8,267	9,606	11,245	13,203
负债和股东权益	11,851	14,842	19,053	24,978

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,119	4,262	5,751	8,314
净利润	1,567	1,929	2,349	2,832
折旧摊销	111	76	75	74
财务费用	7	(66)	(134)	(230)
投资损失	(297)	(173)	(173)	(173)
营运资金变动	1,726	2,316	3,434	5,660
其他经营现金流	(1,995)	180	200	150
投资活动现金流	840	794	(320)	295
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(4)	4	(1)	(0)
其他投资现金流	844	789	(318)	295

利润表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,122	6,315	7,660	9,292
营业成本	1,479	1,705	2,076	2,499
营业税金及附加	892	1,099	1,334	1,618
销售费用	875	1,086	1,310	1,580
管理费用	229	265	314	372
财务费用	(21)	(66)	(134)	(230)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	147	180	200	150
投资净收益	297	173	173	173
营业利润	2,092	2,578	3,134	3,776
营业外收入	7	2	2	2
营业外支出	18	14	12	12
利润总额	2,082	2,566	3,124	3,766
所得税	515	636	775	934
净利润	1,567	1,929	2,349	2,832
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,567	1,929	2,349	2,832
EBITDA	2,198	2,588	3,074	3,620
EPS (元)	1.25	1.54	1.87	2.26

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	5.09%	23.30%	21.30%	21.30%
营业利润	7.23%	23.19%	21.57%	20.49%
归属于母公司净利润	7.46%	23.13%	21.74%	20.56%
获利能力				
毛利率(%)	71.13%	73.00%	72.90%	73.10%
净利率(%)	30.59%	30.55%	30.66%	30.48%
ROE(%)	18.95%	20.09%	20.89%	21.45%
ROIC(%)	168.88%	140.28%	435.41%	-114.27%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.24%	35.28%	40.98%	47.14%
净负债比率(%)	-6.60%	-46.35%	-65.69%	-94.78%
流动比率	2.43	2.26	2.12	2.04
速动比率	1.67	1.72	1.68	1.69
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.47	0.45	0.42
应收账款周转率	167.20	142.79	133.57	149.33
应付账款周转率	17.45	17.90	21.00	19.49
每股指标 (元)				



筹资活动现金流	(159)	(529)	(619)	(716)	每股收益(最新摊薄)	1.25	1.54	1.87	2.26
短期借款	362	(26)	(43)	(72)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	3.40	4.58	6.63
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.59	7.66	8.96	10.52
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	43.6	35.4	29.1	24.1
其他筹资现金流	(521)	(503)	(576)	(644)	P/B	8.3	7.1	6.1	5.2
现金净增加额	1,800	4,527	4,812	7,892	EV/EBITDA	29.60	22.88	17.80	13.49

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

