



2021-04-28

公司点评报告

买入/维持

今世缘(603369)

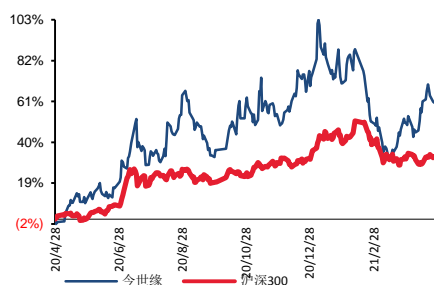
目标价: 67

昨收盘: 52.44

日常消费 食品、饮料与烟草

今世缘年报点评：产品升级持续推进，展望公司十四五发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,254/1,254
总市值/流通(百万元)	65,786/65,786
12个月最高/最低(元)	66.48/32.29

相关研究报告：

今世缘(603369)《今世缘：2020年高质量平稳收官，展望十四五发展》--2021/01/19

今世缘(603369)《今世缘三季报点评：业绩超预期，趋势向上》--2020/11/02

今世缘(603369)《今世缘中报点评：环比改善明显，国缘恢复增长，静待中秋加速》--2020/08/10

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

事件：公司发布2020年年报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为51.22、15.67、15.58亿元，同比增长5.09%、7.46%、8.30%。其中Q4实现营收、归母净利润、扣非归母净利润分别为9.27、2.53、2.55亿元，同比增长22.24%、54.28%、64.64%。收入、利润均略高于之前业绩快报。

公司制定2021年计划，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。

收入分析：产品结构持续升级，省外扩张持续推进

2020年公司实现营收51.22亿元，同比+5.09%(Q1:-9.42%;Q2:+3.76%;Q3:+20.99%;Q4:+22.24%)，公司增速逐季改善。

1) 产品：300元以上的“特A+类”产品增速良好，同比增长13%，占比从56%进一步提升至60%，特A+类各季增速均好于公司整体增速，特A+类以上产品占比从87%提升至89%，产品结构历史最优。2020年国缘品牌销售占比超过75%，V系销售增长50%；今世缘D20全国一体化运作初见成效，D30布局有序推进。

2) 市场：公司省内、省外占比分别为93%和6.4%，省外占比略有提升。公司省内收入47.67亿元(同增4.97%)，省外3.29亿元(同增6.71%)，省内淮海大区表现突出，增长15.6%，苏中、盐城表现次之，分别增长9.4%和6%，大本营淮安大区增速平稳；

3) 渠道：公司经销商从755增加至948家(+193家)，其中省内从330增加至400家(+70家)，省外从425增加至548家(+123家)。

利润分析：会计准则变更及促销力度加强，毛利率有所下行

2020年公司实现归母净利润15.67亿元，同比增长7.46%(Q1:-9.52%;Q2:+1.91%;Q3:+32.70%;Q4:+54.28%)，毛利率71.12%，同比下降1.7pct，其中Q4毛利率68.54%，同比下降6pct，主要原因是：1) 2020年公司加大对经销商的整体支持力度，让价兑付冲减收入；2) 会计准则调整，运输费用计入成本；3) 会计准则调整，促销返利不再计入费用直接冲减收入。全年净利率30.61%，同比提升0.67pct，其中Q1、Q2净利率略有下滑，Q3、Q4逐步提升，主要是上半年疫情下

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：

促销增加，下半年高毛利产品销售良好带动毛利率提升，其中 Q4 净利率 27.36%，同比提升 5.72pct，主要是投资收益大幅增加（同比增加 1 亿）。

21 年展望：打响四大战役，看好四开发展

短期来看，目前根据渠道反馈，今世缘今年的回款显著优于去年同期，走货情况良好。国缘四开锚定 400 以上增速最快的次高端价格带，预计 4 月底 5 月初升级产品上市，当前老产品 1.5 个月库存正逐步去化。V 系列锚定 600-800 元蓝海价格带，积极培育大单品系列，量价齐升趋势明显。

展望全年，2021 年作为十四五规划的开局之年，是公司全国化战略迈进跨越式发展的起步之年，公司要全面打响四大战役，即 V 系攻坚战、K 系提升战、典藏激活战、省外突破战，促进品牌、产品、区域协调发展，同时做好全国化布局，即坚持省内省外一盘棋的全局思维，采取分产品系运作模式。费用投放上，作为十四五开局之间，公司费用投放有望加大保障收入增长。

中长期展望：十四五规划清晰，看好公司长远发展

公司规划 2025 年努力实现营收百亿，争取 150 亿元，对应年化增速为 15%和 25%，2021 年营收目标 59 亿元左右，争取 66 亿元，对应增速为 15%和 30%，净利润目标 18 亿争取 19 亿，对未来五年及开局之年，公司战略清晰。根据公司回上交所函分析：

(1) 量增驱动、价增略小：2025 年目标 100 亿、争取 150 亿元，年化增速 15%、25%，销售成品酒分别为 6 万吨、9 万吨，较 19 年分别增长 90%、185%，折合吨价均为 16.67 万元/吨，较 19 年增长 8.8%。目标拆分表面看主要是由量驱动，价贡献较小，主要是公司销量目标是从包装产能保障角度出发，出现一定放大效应，公司依旧把改善产品结构作为努力方向。

(2) 侧重 V 系 K 系发展：V 系从 20 年的 2.6 亿提高至 20 亿，CAGR 为 50%；K 系从 30 亿提高至 55 亿，CAGR 为 13%；今世缘系列从 11.7 亿提高至 19 亿元，CAGR 为 10%。未来五年公司看好酱酒和次高端的发展，加大 V 系和今世缘系列 D20/D30 的布局，而 K 系大单品出于审慎原则考虑规划里年化增速相对谨慎，但公司定调成长期、所处扩容次高端，实际规划显然会更高。

(3) 五年后省外占比 20%：省外市场从 20 年的 3.6 亿、占比 7% 提高至 20 亿元、占比 20%，CAGR 为 41%，省内市场从 47.4 亿元提高至 80 亿元，CAGR 为 11%。未来五年 v 系列做好省内外高端市场推进，国缘做好省内外同步提高市场份额，今世缘提档升级。

我们认为未来五年行业产销预计继续下降，品牌集中度持续提升，同时酱酒风头正劲，进入明显的上升期。行业进入下半场淘汰赛，抓住酱酒品类及次高端升级机会的企业有望实现弯道超车。公司储备的国缘 V9，开创了国内清雅酱香白酒新品类；同时公司国缘四开升级提档，卡位 500 元次高端价格带，今世缘典藏 D30 升级，加快进入次高端赛道，将有望受益于未来次高端价格带升级。同时根据公司十四五规划，随着省内省外开拓力度加大，费用投放前期将有所增长，利润略有承压。

盈利预测：短期来看，公司四开产品升级换代，卡位 500 元此高端价位带，有望受益于省内消费升级。长期看，公司产品结构持续提升，V 系列的逐步放量将为公司成长注入新动能，此外公司将进一步开拓无锡、苏州等相对薄弱的市场，在省内的优势有望持续扩大，同时加强省外市场开拓力度，全国化布局不断推进，随着市场开拓力度加大，前期费用投放规划增加、利润承压。我们预测公司 2021-2023 年的收入增速分别为 25%、20%、18%；净利润增速分别为 19%、22%、18%，EPS 分别为 1.49、1.82、2.15 元/股。综合白酒行业当前估值、考虑到区域龙头特征，我们按照 2021 年业绩给 45 倍 PE、目标价 67 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：省内竞争加剧，公司出现重大管理瑕疵；宏观经济发生较大的波动，白酒消费有大幅下滑等。

■ 主要财务指标

	2020	2021A	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5122	6402	7682	9065
增长率 (%)	5%	25%	20%	18%
净利润(百万元)	1567	1869	2282	2702
增长率 (%)	7%	19%	22%	18%
摊薄每股收益(元)	1.25	1.49	1.82	2.15

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。