

今世缘（603369）2018年中报点评

二季度延续高增势头，国缘系列持续发力次高端

事项:

- ❖ 公司发布 2018 年中报，18H1 公司实现营收 23.6 亿元，同比增 30.81%；归母净利润 8.6 亿元，同比增 31.56%；扣非归母净利润 8.5 亿元，同比增 32.07%。其中 18Q2 公司实现营收 8.71 亿元，同比增 30.3%；归母净利润 3.47 亿元，同比增 31.22%；扣非归母净利润 3.4 亿元，同比增 31.17%；单二季度收入继续维持较高增速，符合市场预期。

评论:

- ❖ **单二季度收入继续维持高增速，淡季不淡。**18Q2 公司实现营收 8.71 亿元，同比增 30.3%，维持了一季度 30% 以上增速，淡季不淡。18H1 特 A+ 类产品（国缘系列，含税出厂指导价 300 元以上）实现收入 11.60 亿元，同比增 50.95%，收入占比提升 6.56pct 达 49.37%，产品结构升级明显，大单品战略成效显著；特 A 类产品（含税出厂指导价 300 元以上）实现收入 8.12 亿元，同比增 24.22%，收入占比为 34.58%，同比下降 1.86pct；其他含税出厂指导价在 100 元以下的产品实现收入 3.77 亿元，同比增 1.27%，收入占比为 16.05%，同比降 4.70pct。公司产品结构持续优化，次高端及以上产品占比持续提升，增速持续加快，显示较好增长势头。公司预收账款为 2.37 亿元，同比增 0.55 亿元，环比减 0.08 亿元，单二季度并未大幅释放预收账款，显示公司真成长。
- ❖ **省内继续维持高增速，省外与浙江商源合作效果显著。**18H1 公司省内实现收入 22.25 亿元，同比增 30.62%，继续维持了一季度的较高增速。其中淮安大本营市场淡季加速，18Q2 淮安市场实现收入 1.29 亿元，同比增 17.28%，相比一季度 12.12% 的增速稳中有升。南京市场继续呈现高增势头，是省内增速最快的市场，18Q2 继续保持 59.93% 的增速（18Q1 增速为 62.71%）。苏中市场 18Q2 同比增 35.25%，相比一季度的 17.72% 呈明显加速状态，成为公司一个新的发力点。苏北和苏南市场 18Q2 增速放缓趋势明显，苏北市场单二季度增速同比微增 3.82%（18Q1 增速为 52.68%），增速放缓明显。苏南市场单二季度同比增 19.98%，相比单一季度的 30.88% 也有明显放缓。省外与浙江商源合作，积极进行协同，效果显著。省外 18Q2 增速达 59.62%，相比单一季度的 20.36% 呈明显加速状态，预计未来省外市场将会积极改善，带来新的增量。
- ❖ **净利率稳中有升，创历史新高。**毛利率方面：公司产品结构持续升级，毛利率持续提升，18H1 毛利率为 71.93%，同比增 1.25pct。费用方面：18H1 公司销售费用率为 12.48%，同比增 0.75pct，主要系本期变动促销费用随销售收入增加及销售渠道建设投入加大所致。其中广告促销费同比增长 43.83%，主要系加大了国缘系列的广告宣传和渠道推广力度。管理费用率为 2.96%，同比减 1.64pct，主要系商标权摊销到期所致；财务费用率为 -0.97%，同比降 0.40pct；税金及附加率为 12.44%，同比增 2.40pct，环比降 1.57pct，消费税影响逐渐减弱。公司净利率为 36.29%，同比增 0.30pct，创历史新高，盈利能力持续改善。
- ❖ **盈利预测及投资评级：**我们认为公司次高端及以上产品占比持续提升，产品结构持续优化，公司有望充分受益于次高端行业扩容红利。一方面高端酒国缘系列量价齐升，未来高成长可期；另一方面，省内稳扎稳打，挖掘核心市场，深度分销重点突破；省外合作商源集团打开浙江市场，“2+5+N”战略助力公司全国化进程。我们预计公司 18/19/20 年归母净利润为 11.7/15.0/17.8 亿元，对应 PE 为 22/17/15 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**市场竞争加剧，需求不及预期。

主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	2,957	3,820	4,698	5,599
同比增速(%)	15.8%	29.2%	23.0%	19.2%
净利润(百万)	896	1,167	1,503	1,777
同比增速(%)	18.8%	30.2%	28.8%	18.2%
每股盈利(元)	0.71	0.93	1.20	1.42
市盈率(倍)	29	22	17	15
市净率(倍)	5	4	3	3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2018 年 7 月 31 日收盘价

推荐（首次）

当前价：19.77 元

华创证券研究所

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

联系人：龚源月

电话：021-20572560

邮箱：gongyuanyue@hcyjs.com

联系人：张燕

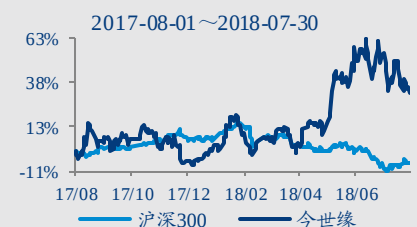
电话：021-20572507

邮箱：zhangyan1@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	125,450
已上市流通股(万股)	125,450
总市值(亿元)	248.01
流通市值(亿元)	248.01
资产负债率(%)	19.4
每股净资产(元)	4.6
12 个月内最高/最低价	24.49/13.56

市场表现对比图(近 12 个月)



附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,289	2,459	3,854	5,506
应收票据	31	31	31	31
应收账款	16	21	26	31
预付账款	10	12	15	18
存货	1,704	2,068	2,543	3,031
其他流动资产	1,993	1,993	1,993	1,993
流动资产合计	5,044	6,583	8,462	10,609
其他长期投资	599	599	599	599
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	762	661	573	497
在建工程	237	237	237	237
无形资产	111	111	111	111
其他非流动资产	460	460	460	460
非流动资产合计	2,180	2,079	1,991	1,915
资产合计	7,223	8,662	10,453	12,524
短期借款	0	0	0	0
应付票据	70	70	70	70
应付账款	165	201	247	294
预收款项	815	1,052	1,294	1,542
其他应付款	578	578	578	578
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	299	299	299	299
流动负债合计	1,927	2,200	2,488	2,783
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	17	17	17	17
非流动负债合计	17	17	17	17
负债合计	1,944	2,217	2,505	2,800
归属母公司所有者权益	5,262	6,429	7,932	9,710
少数股东权益	17	16	15	14
所有者权益合计	5,279	6,445	7,948	9,724
负债和股东权益	7,223	8,662	10,453	12,524

现金流量表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,416	1,092	1,303	1,542
现金收益	884	1,188	1,495	1,740
存货影响	-190	-364	-476	-487
经营性应收影响	3	-9	-10	-10
经营性应付影响	456	273	288	295
其他影响	262	4	4	4
投资活动现金流	-744	59	59	59
资本支出	-304	-1	-1	-1
股权投资	100	59	59	59
其他长期资产变化	-540	1	1	1
融资活动现金流	-380	19	34	51
借款增加	-150	0	0	0
财务费用	10	19	34	51
股东融资	-237	0	0	0
其他长期负债变化	-3	0	0	0

利润表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,957	3,820	4,698	5,599
营业成本	835	1,014	1,247	1,486
营业税金及附加	405	535	658	784
销售费用	428	555	117	158
管理费用	195	229	752	896
财务费用	-10	-19	-34	-51
资产减值损失	5	2	2	2
公允价值变动收益	2	1	1	1
投资收益	101	59	59	59
营业利润	1,208	1,563	2,015	2,383
营业外收入	3	9	9	9
营业外支出	7	4	4	4
利润总额	1,204	1,568	2,020	2,388
所得税	308	401	517	612
净利润	895	1,166	1,502	1,776
少数股东损益	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	896	1,167	1,503	1,777
NOPLAT	813	1,106	1,431	1,692
EPS(摊薄) (元)	0.71	0.93	1.20	1.42

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	15.8%	29.2%	23.0%	19.2%
EBIT 增长率	20.6%	36.0%	29.4%	18.2%
归母净利润增长率	18.8%	30.2%	28.8%	18.2%
获利能力				
毛利率	71.8%	73.5%	73.5%	73.5%
净利率	30.3%	30.5%	32.0%	31.7%
ROE	17.0%	18.1%	19.0%	18.3%
ROIC	18.3%	19.7%	20.1%	19.0%
偿债能力				
资产负债率	26.9%	25.6%	24.0%	22.4%
债务权益比	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
流动比率	261.8%	299.3%	340.1%	381.2%
速动比率	173.3%	205.3%	237.9%	272.3%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转天数	2	2	2	2
应付帐款周转天数	71	71	71	71
存货周转天数	734	734	734	734
每股指标(元)				
每股收益	0.71	0.93	1.20	1.42
每股经营现金流	1.13	0.87	1.04	1.23
每股净资产	4.19	5.12	6.32	7.74
估值比率				
P/E	29	22	17	15
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	22	16	13	11

资料来源：公司公告，华创证券预测

食品饮料组团队介绍

组长、高级研究员：龚源月

法国 ESSEC 商学院硕士。曾任职于弘则研究。2017 年加入华创证券研究所。

研究员：张燕

上海社会科学院硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理分析师：曹岩

对外经济贸易大学经济学硕士。曾任职于中粮集团。2014 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士。2018 年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席研究员：董广阳

上海财经大学硕士。曾任职于招商证券。2018 年加入华创证券研究所。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖食品饮料行业最佳分析师第一名。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	侯春钰	销售助理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500