

公司研究/动态点评

2019年09月24日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 33.92  
合理价格区间(元): 39.10~41.40

**贺琪** 执业证书编号: S0570515050002  
研究员 0755-22660839  
heqi@htsc.com

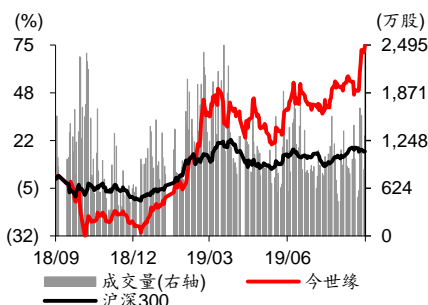
**李晴** 执业证书编号: S0570518110003  
研究员 021-28972093  
liqing3@htsc.com

**张晋溢** 执业证书编号: S0570519030001  
研究员 010-56793951  
zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1 《今世缘(603369,买入): 产品结构持续优化, 业绩稳步增长》2019.07
- 2 《今世缘(603369,买入): 结构持续优化, 业绩目标再次提速》2019.04
- 3 《今世缘(603369,买入): 公司经营指标亮眼, 业绩再提速》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 产品力和品牌力提升助推公司腾飞

## 今世缘(603369)

### 产品力和品牌力相互加持, 为公司发展夯实基础

经过长时间的品牌建设, 今世缘从此前的地产酒逐渐形成全国化品牌, 消费者认知度不断提升, 国缘系列产品的“高端中度白酒”形象深入人心。我们认为, 今世缘产品力和品牌力的不断提升和相互加持, 为公司发展奠定了基础, 公司业绩或将持续较快增长。我们预计, 公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.15 元、1.45 元和 1.83 元, 目标价范围为 39.10 元~41.40 元, 维持“买入”评级。

### 产品升级: 国缘 V9 高端产品推出, 有利于提高消费者品牌认知

次高端产品国缘系列自 2004 年推出以来, 经过 15 年的培育和建设, 成为推动今世缘快速发展的利器。除对开、四开为代表的次高端产品外, 今世缘积极推出 V 系列的高端产品, 2019 年 8 月, 清雅酱香的国缘 V9 上市, 坚定了今世缘参与头部竞争的信心, 同时高端产品的推出有利于提升消费者对今世缘的品牌认知。公司 2019 年中报显示, 以国缘 V 系、对开、四开为代表的特 A+类产品营业收入 16.74 亿元, 同比增长 44.33%, 占公司白酒收入的比重由去年同期的 49.37% 提升至 54.98%。

### 品牌建设: 公司扎实推进基础营销工作, 品牌力持续提升

近年来, 公司扎扎实实地推进基础营销工作, 除了营销人员、地方平台广告投入外, 公司加强了全国性广告的宣传和推广。自 2014 年 4 月开始, 今世缘连续 5 年独家冠名央视大型公益寻人节目《等着我》; 2019 年 1 月, 今世缘形象宣传片第三次登陆美国纽约时报广场户外屏幕, 向全世界展示了“中国国缘, 缘结天下”的独特魅力; 2019 年 9 月, 中央广播电视总台中秋晚会主会场落户江苏淮安, 今世缘成为淮安主会场首席支持单位。今世缘多种举措并进, 在品牌全国化乃至国际化道路上迈出坚实步伐。

### 市场布局: 与外省渠道、酒企加强合作, 积极突破省外市场

江苏作为今世缘大本营市场, 在今世缘产品收入结构中一直占据 90% 以上的份额。但近年来, 公司加强了省外市场的建设, 借助平台优势打造更加精准的营销政策, 进而实现省外市场的突破。2018 年 5 月, 今世缘和浙江商源集团签署战略合作协议, 帮助公司取得浙江市场的突破; 2018 年 10 月, 今世缘发布公告称收购山东景芝酒业股份有限公司 34%-49% 股份, 共同开拓山东市场。

### 公司业绩或将持续提升, 维持“买入”评级

我们认为, 公司通过产品升级、品牌建设以及市场布局等措施持续推进产品力和品牌力的提升, 公司业绩或将持续提升。我们预计公司 2019~2021 年分别实现销售收入 48.73 亿、62.16 亿和 78.37 亿元, 分别同比增长 30%、28% 和 26%, EPS 分别为 1.15 元、1.45 元和 1.83 元, 可比公司 2019 年 wind 一致预期平均 PE 为 34 倍, 给予公司 2019 年 34~36 倍 PE 估值, 由于对标公司估值提升, 我们提高目标价范围为 39.10 元~41.40 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,255
流通 A 股 (百万股)	1,255
52 周内股价区间 (元)	13.39-33.92
总市值 (百万元)	42,553
总资产 (百万元)	8,372
每股净资产 (元)	5.38

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,957	3,741	4,873	6,216	7,837
+/-%	15.44	26.49	30.25	27.57	26.07
归属母公司净利润 (百万元)	895.88	1,151	1,443	1,823	2,290
+/-%	18.21	28.45	25.41	26.35	25.59
EPS (元, 最新摊薄)	0.71	0.92	1.15	1.45	1.83
PE (倍)	47.50	36.98	29.49	23.34	18.58

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

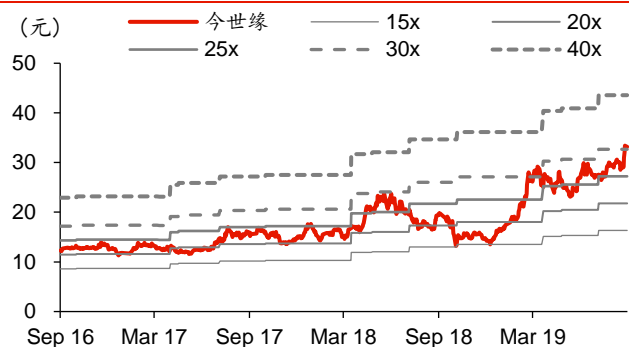
图表1: 今世缘可比公司一致预期

代码	公司	PE (TTM)	PE (2019E)	PE (2020E)	PE (2021E)
000799.SZ	酒鬼酒	52.76	47.03	35.59	28.56
600702.SH	舍得酒业	27.98	22.92	17.55	14.06
600779.SH	山西汾酒	40.39	36.29	29.19	24.16
600809.SH	水井坊	36.03	31.22	24.96	20.35
可比公司平均值		39.29	34.36	26.82	21.78

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 估值为 Wind 一致预期, 估值日期为 2019年9月24日

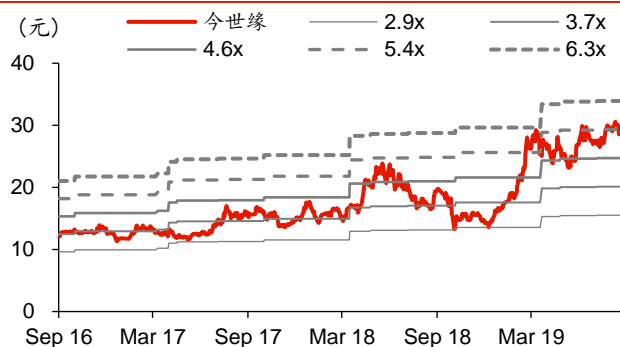
## PE/PB - Bands

图表2: 今世缘历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 今世缘历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,044	6,222	7,954	9,798	12,193
现金	1,289	1,887	3,216	4,470	6,161
应收账款	16.28	50.94	48.57	65.12	84.46
其他应收账款	16.77	12.23	21.98	26.38	32.74
预付账款	10.14	7.19	13.15	14.70	17.74
存货	1,704	1,968	2,436	2,970	3,638
其他流动资产	2,007	2,296	2,219	2,251	2,259
非流动资产	2,180	2,366	2,356	2,601	2,841
长期投资	10.02	11.11	7.51	9.39	9.51
固定投资	761.80	763.58	1,077	1,358	1,618
无形资产	111.49	106.91	71.20	36.50	2.68
其他非流动资产	1,296	1,485	1,201	1,197	1,210
资产总计	7,223	8,588	10,311	12,399	15,033
流动负债	1,927	2,462	2,741	3,253	3,846
短期借款	0.00	20.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	235.36	250.68	319.35	385.76	473.98
其他流动负债	1,691	2,191	2,422	2,867	3,372
非流动负债	17.45	16.92	16.04	17.47	16.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	17.45	16.92	16.04	17.47	16.86
负债合计	1,944	2,479	2,757	3,270	3,863
少数股东权益	16.71	14.44	12.89	12.29	11.18
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
资本公积	717.09	717.50	717.50	717.50	717.50
留存公积	3,267	4,104	5,566	7,138	9,177
归属母公司股东权益	5,262	6,095	7,540	9,116	11,159
负债和股东权益	7,223	8,588	10,311	12,399	15,033

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,001	1,121	1,322	1,578	1,960
净利润	895.37	1,151	1,442	1,823	2,289
折旧摊销	99.37	87.84	110.66	145.02	180.41
财务费用	(10.49)	(25.23)	(104.88)	(159.11)	(220.07)
投资损失	(100.97)	(173.98)	(132.43)	(141.03)	(143.66)
营运资金变动	115.67	40.21	(157.99)	(57.20)	(117.69)
其他经营现金	2.34	41.43	164.77	(32.16)	(27.58)
投资活动现金	(529.94)	(228.53)	(78.28)	(231.57)	(238.73)
资本支出	246.76	204.86	300.00	355.00	400.00
长期投资	318.62	202.39	(25.72)	9.25	(2.34)
其他投资现金	35.44	178.72	196.00	132.68	158.93
筹资活动现金	(230.65)	(294.63)	85.31	(91.95)	(30.77)
短期借款	(150.00)	20.00	(20.00)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(65.62)	0.41	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(15.03)	(315.04)	105.31	(91.95)	(30.77)
现金净增加额	240.70	597.86	1,329	1,255	1,691

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,957	3,741	4,873	6,216	7,837
营业成本	835.27	1,014	1,234	1,513	1,850
营业税金及附加	405.13	632.22	828.34	1,057	1,332
营业费用	428.28	585.63	916.04	1,243	1,646
管理费用	180.74	172.92	209.52	273.51	321.31
财务费用	(10.49)	(25.23)	(104.88)	(159.11)	(220.07)
资产减值损失	5.27	25.45	6.61	7.78	9.18
公允价值变动收益	2.04	8.78	2.66	3.37	4.21
投资净收益	100.97	173.98	132.43	141.03	143.66
营业利润	1,210	1,516	1,918	2,426	3,047
营业外收入	0.93	13.71	9.32	9.88	10.17
营业外支出	7.14	4.54	5.41	5.12	5.22
利润总额	1,204	1,525	1,922	2,430	3,052
所得税	308.26	374.47	480.50	607.57	762.90
净利润	895.37	1,151	1,442	1,823	2,289
少数股东损益	(0.51)	0.03	(1.54)	(0.60)	(1.11)
归属母公司净利润	895.88	1,151	1,443	1,823	2,290
EBITDA	1,299	1,579	1,924	2,411	3,007
EPS (元, 基本)	0.71	0.92	1.15	1.45	1.83

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	15.44	26.49	30.25	27.57	26.07
营业利润	20.83	25.31	26.52	26.45	25.61
归属母公司净利润	18.21	28.45	25.41	26.35	25.59
获利能力 (%)					
毛利率	71.76	72.91	74.68	75.66	76.40
净利率	30.29	30.76	29.62	29.33	29.22
ROE	17.02	18.88	19.14	20.00	20.52
ROIC	33.60	43.12	46.32	53.40	60.58
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.92	28.86	26.74	26.38	25.70
净负债比率 (%)	0	0.81	0	0	0
流动比率	2.62	2.53	2.90	3.01	3.17
速动比率	1.73	1.73	2.01	2.10	2.22
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.47	0.52	0.55	0.57
应收账款周转率	126.19	93.87	83.42	92.15	88.55
应付账款周转率	5.23	4.17	4.33	4.29	4.30
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.92	1.15	1.45	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.89	1.05	1.26	1.56
每股净资产(最新摊薄)	4.19	4.86	6.01	7.27	8.90
估值比率					
PE (倍)	47.50	36.98	29.49	23.34	18.58
PB (倍)	8.09	6.98	5.64	4.67	3.81
EV_EBITDA (倍)	30.39	25.00	20.51	16.37	13.12

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com