东兴证券
DONGXING SECURITIES

二季度正增长，半年报符合预期

——今世缘（603369）上半年财报点评

2014 年 08 月 07 日

推荐/维持

今世缘 | 财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号：S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	

事件：

公司发布 2014 年上半年财务报告：上半年收入 14.13 亿元，同比下降 7.37%，归属股东净利润 4.58 亿元，同比下降 6.20%，扣非后经利润 4.57 亿元，同比下降 5.96%，上半年 EPS1.018 元。

公司分季度财务指标

指标	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
营业收入（百万元）	23	934.34	60.33	32.09	33.52	2083.06	192.89
增长率（%）	-47.68%	69.42%	50.70%	55.98%	45.74%	122.94%	219.73%
毛利率（%）	59.49%	60.58%	72.71%	66.97%	63.66%	44.65%	34.34%
期间费用率（%）	40.13%	4.50%	24.82%	50.44%	40.47%	2.87%	12.20%
营业利润率（%）	-3.94%	43.28%	27.38%	14.96%	8.53%	27.95%	16.19%
净利润（百万元）	1.00	286.53	10.42	0.94	0.76	433.39	20.04
增长率（%）	56.89%	54.53%	73.56%	117.17%	-23.48%	51.25%	92.42%
每股盈利（季度，元）	0.00	0.30	0.01	0.00	0.00	0.45	0.02
资产负债率（%）	64.85%	64.23%	63.43%	72.43%	76.71%	67.37%	70.79%
净资产收益率（%）	0.07%	16.52%	0.60%	0.06%	0.05%	20.44%	0.97%
总资产收益率（%）	0.02%	5.91%	0.22%	0.02%	0.01%	6.67%	0.28%

观点：

- 公司上半年销售收入14.13亿元，同比下降7.37%，二季度收入5.52亿元，同比增长12.72%，淡季逆转了一季度收入下降的趋势。二季度单季度营业利润2.47亿元，同比增长16.37%，二季度归属股东净利润1.85亿元，同比增长4.96%。公司在二季度实现了收入和利润的正增长。
- 分市场来看，江苏省内市场上半年收入13.26亿元，同比下降6.57%，省外市场收入7671万元，但同比下降幅度超过省内市场，达到18.57%。上半年省内市场收入占比达到93.84%，省内市场收入占比继续上升。我们认为省外市场能否突破是公司业绩成长性的关键，考虑白酒行业整体环境，目前加大省外市场投入可能没有积极效果，预计公司销售格局改变要看2015年后。

- 上半年销售毛利率68.37%，同比2013年有0.96个百分点的下降。上半年销售费用1.73亿元，同比下降14.12%，费用下降幅度超过同期收入下降。2014年半年费用占比也下降至12.29%。上半年所得税中当期所得税费用1.43亿元，同比下降11.25%，当期所得税费用下降幅度于营业利润下降幅度相差不大。上半年利润增长有部分费用下降贡献，考虑下半年是婚宴市场旺季，预计下半年费用将有上升，但我们认为江苏省内市场环境2014年总体好于2013年，费用投放效率将有改善。
- 半年末应收票据8996万元，比2013年末增长75.46%，应收账款4386万元，比2013年末增长42.31%。但两项应收款项合计金额1.34亿元，收入占比仅9.47%，在较低水平。半年末预收账款1.41亿元，比2013年末减少2.37亿元。

结论：

二季度公司收入和利润转正，半年报总体符合预期。公司省内市场占比继续提升，省外市场暂时没有出现放量增长迹象。从渠道划分看，省内婚宴渠道是公司重点，下半年尤其国庆前后是婚宴市场旺季，旺季收入继续正增长值得期待。预计公司2014年至2016年EPS分别为1.24元、1.34元和1.56元，对应PE分别为20.8倍、19.3倍和16.5倍，给予公司“推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	2075	2421	4024	4729	5541	**营业收入**	2594	2515	2494	2673	3067
货币资金	984	1143	2737	3321	3933	**营业成本**	733	740	757	827	943
应收账款	39	31	34	37	42	营业税金及附加	256	248	246	263	302
其他应收款	12	15	15	16	19	营业费用	559	482	444	472	530
预付款项	44	35	42	51	60	管理费用	148	153	151	157	175
存货	959	1145	1141	1246	1420	财务费用	-9	-16	-19	-30	-36
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-0.09	-0.13	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	894	946	847	749	651	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6	6	6	6	6	投资净收益	0.80	0.40	0.00	0.00	0.00
固定资产	584	599	593	513	433	**营业利润**	907	909	915	984	1154
无形资产	194	182	164	146	128	营业外收入	1.70	8.64	4.00	5.00	5.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.68	2.93	3.00	4.00	4.00
资产总计	2970	3366	4872	5478	6192	**利润总额**	905	915	916	985	1155
流动负债合计	1096	1069	1141	1231	1338	所得税	229	235	229	246	289
短期借款	0	0	0	0	0	**净利润**	676	680	687	739	866
应付账款	91	90	87	95	108	少数股东损益	0	-1	0	0	0
预收款项	303	379	454	534	626	归属母公司净利润	677	681	687	739	866
一年内到期的非流	0	28	28	28	28	EBITDA	1129	1121	994	1052	1216
非流动负债合计	56	0	0	0	0	**EPS（元）**	1.50	1.51	1.24	1.34	1.56
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	1152	1069	1141	1231	1338	**成长能力**					
少数股东权益	4	10	10	10	10	营业收入增长	15.67%	-3.02%	-0.85%	7.17%	14.76%
实收资本(或股本)	450	450	554	554	554	营业利润增长	28.57%	0.17%	0.67%	7.59%	17.20%
资本公积	228	228	1076	1076	1076	归属于母公司净利润	26.92%	0.68%	0.83%	7.58%	17.18%
未分配利润	1040	1483	1826	2196	2629	**获利能力**					
归属母公司股东权	1814	2288	3721	4238	4844	毛利率(%)	71.73%	70.58%	69.64%	69.07%	69.27%
负债和所有者权	2970	3366	4872	5478	6192	净利率(%)	26.08%	27.04%	27.54%	27.65%	28.24%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	22.79%	20.24%	14.10%	13.49%	13.99%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	37.31%	29.78%	18.46%	17.44%	17.88%
经营活动现金流	737	495	828	776	835	**偿债能力**					
净利润	676	680	687	739	866	资产负债率(%)	39%	32%	23%	22%	`
折旧摊销	230.82	228.51	0.00	98.27	98.27	流动比率	1.89	2.27	3.53	3.84	4.14
财务费用	-9	-16	-19	-30	-36	速动比率	1.02	1.19	2.53	2.83	3.08
应收账款减少	0	0	-3	-2	-5	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	75	80	92	总资产周转率	0.99	0.79	0.61	0.52	0.53
投资活动现金流	-142	-136	0	0	0	应收账款周转率	74	72	77	76	78
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	24.30	27.84	28.17	29.33	30.13
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.50	1.51	1.24	1.34	1.56
筹资活动现金流	-159	-200	765	-191	-224	每股净现金流(最新	0.97	0.35	2.88	1.06	1.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.03	5.08	6.72	7.66	8.75
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	104	0	0	P/E	17.16	17.05	20.80	19.33	16.50
资本公积增加	0	0	848	0	0	P/B	6.40	5.08	3.84	3.37	2.95
现金净增加额	436	159	1594	585	612	EV/EBITDA	9.41	9.36	11.65	10.45	8.54

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，6 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

经济学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：　相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：　相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：　相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：　相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：　相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：　相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。