太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2017-07-31

公司点评报告

增持/首次

今世缘(603369)

目标价：18.5

昨收盘：15.01

食品饮料 饮料制造

今世缘中报点评：国缘放量带动毛利率提升，上半年业绩稳健增长

■ 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)	18,830/18,830
12 个月最高/最低(元)	15.01/11.76

相关研究报告：

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：S1190517030002

证券分析师：王学谦

电话：010-88321966

E-MAIL：wangxq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511120001

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL：caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1440513090001

证券分析师：管嘉琪

点评事件：

2017 年 7 月 30 日，公司公布 2017 年中报数据。2017 年上半年，公司实现收入 18.04 亿元，同比增长 17.24%，归属于母公司的净利润为 6.49 亿，同比增长 22.29%，经营活动产生的现金流量净额为 4.74 亿元，同比增 12.95%；单二季度，公司实现营收 6.67 亿，同比增长 11.73%，归母净利润 2.64 亿，同比增长 17.61%。

投资要点：

国缘放量增长，带动毛利率稳步提升

2017 年上半年，公司实现营收 18.04 亿，同比增长 17.24%。主要是因为公司特 A 类产品（即含税出厂指导价在 100 元以上产品，主要是国缘系列）增长速度较快。公司按照含税出产价由高到低将产品分为特 A 类、A 类、B 类、C 类和大曲类，近几年，公司特 A 类产品占比持续提升，由 2012 年的约 60%提升至目前约 75%；同时，随着公司产品结构的持续升级，公司销售毛利率也持续提升，2017 年上半年，公司销售毛利率为 70.68%，同比提升 0.92pcts。

费用率下降，进一步提升净利率

2017 年上半年，公司净利率为 35.99%，同比提升 1.50 pcts；实现净利润 6.49 亿，同比增长 22.35%。除了毛利率提升之外，费用率下降也是主要原因。上半年，公司销售费用率为 11.73%，同比降低 0.38 pcts，主要是因为二季度的费用投入较少。但是由于公司很多销售费用投入和确认都是发生在四季度，考虑公司省内下沉以及省外扩展都需要费用投入，我们预计全年费用率将较去年维持稳定。管理费用率方面，2017 年上半年为 4.60%，同比降低 2 pcts，主要是因为本期折旧费减少，以及税金转计入税金及附加科目导致。

省内消费升级+市占率提升，公司增长有保障

目前，公司在江苏省内实现的营收占公司整体收入的 95%左右，省内市场对公司至关重要，而公司在省内市占率仅约 10%。具体而言，苏北地区主要是地产酒主导，省内品牌市占率近 75%。公司收入最大的部分也来自于苏北地区，公司产品在苏北地区的消费基础牢固，未来有望持续受益于消费升级。而苏南地区白酒品牌较为分散，目前呈现出苏酒、川酒和徽酒三足鼎立的格局，地产酒仍有较大的提升空间。而且苏南地区的消费能力强，次高端白酒的消费需求更大，未来随着

电话：021-61376554
E-MAIL：guanjq@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190117060044
证券分析师：郑汉镇
E-MAIL：zhenghz@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190117070027

公司省内持续深耕，苏南市场有望实现较快发展。

盈利评级与预测

公司是江苏白酒龙头企业，拥有“国缘”、“今世缘”和“高沟”三个著名品牌。其中“国缘”定位中国中高度白酒创领者，成为公司业绩增长的驱动力；“今世缘”定位喜庆缘分酒，通过差异化的竞争打造竞争壁垒。未来，随着江苏省消费升级促进以及市场深耕下市占率的提升，公司业绩有望维持稳定增长。**我们预测 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.71/0.81/0.92 元，目标价 18.5 元，维持“增持”评级。**

风险提示：

次高端白酒行业增长放缓，江苏省内竞争加剧。

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万）	2554.38	2947.75	3345.70	3730.46
同比增长	5.34%	15.40%	13.50%	11.50%
利润表（百万）	754.16	886.14	1024.38	1161.64
同比增长	10.06%	17.50%	15.60%	13.40%
EPS	0.6	0.71	0.81	0.92
PE	25.02	21.29	18.42	16.24

食品饮料大消费黄何华

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；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

研究院/机构业务部

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)88321761/88321717

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。