

今世缘 (603369) \ 食品饮料

——省内大局已定，重点市场稳增

事件：

公司发布2017年三季报，前三季度实现营业收入23.93亿元，同比增长16.14%，实现归母净利润7.76亿元，同比增长20.01%。

投资要点：

➤ 产品结构向特A+类持续升级，毛利率上行带动利润增速的提高

公司前三季度特A+类产品实现营业收入10.65亿元，占比达到44.72%，较上半年42.81%的比重提高了1.91pct，其余产品从特A类到D类产品比重都有不同程度的下降，因此公司的产品结构持续往顶部升级，带动毛利率水平的上行。公司前三季度毛利率水平为71.15%，同比增长了1.66pct，环比增长了0.47pct。在公司年度目标任务接近完成的情况下，11月1日起公司将上调国缘系列产品的终端供货价和建议零售价，其中四开国缘上调20元/瓶、对开国缘上调15元/瓶、单开国缘上调10元/瓶、柔雅国缘上调10元/瓶、淡雅国缘上调5元/瓶。

➤ 重点市场开拓较好，未来省外有望贡献占比提高

分区域来看，公司省内收入环比增长33%，占比达到94.78%。省内地区中，苏南贡献了14.98%的营业收入，环比增长38%。此外盐城地区的营业收入达到了3.19亿元，环比增长29%；淮安地区营业收入达到6.31亿元，环比增长48%；南京地区营业收入4.09亿元，环比增长26%，由此可以看出公司省内实施的准直销模式成效显著，南京、盐城、淮安三地增速较快带动整个江苏市场的业绩。未来将以点带面的模式将核心市场的高增长复制至省内其他地区，省内市场大局已定的情况下，省外开拓进展较快，报告期末省外经销商数量达到257个，未来有望打开省外增速。

➤ 终端销售向好情况下费用率下行空间打开

公司前三季度的销售费用率为14.96%，同比下降1.03pct，其中单季度的销售费用率为24.84%，同比下降了2.59pct。前三季度的管理费用率为5.6%，同比下降了1pct。因此前三季度的净利率水平为32.14%，同比提高1.07pct。在省内渠道下沉与重点市场开拓较好情况下，公司前三季度的预收账款为3.33亿元，同比增长103.12%，经销商打款积极性较好。

➤ 盈利预测与估值

我们预计公司2017-2019年营业收入为30.04亿元、33.64亿元、37.90亿元，对应EPS为0.71元、0.82元和0.94元，2018年给予25倍估值，对应目标价为20.5元。

➤ 风险提示

省内竞争加剧、省外扩张不及预期

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：16.53元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,254/1,254
流通A股市值 (百万元)	20,737
每股净资产 (元)	4.10
资产负债率 (%)	21.50
一年内最高/最低 (元)	17.97/11.15

一年内股价相对走势



王承 分析师
 执业证书编号：S0590513090004
 电话：0510-85630532
 邮箱：wangc@glsc.com.cn

相关报告

1、《今世缘 (603369) \ 食品饮料行业》
 2017.08.02

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,380.3	904.81	1,618.3	2,120.5	3,137.3	营业收入	2,424.9	2,554.3	3,004.1	3,364.1	3,790.3
应收账款+票据	49.67	67.96	70.52	84.55	90.17	营业成本	727.35	741.70	778.91	850.93	940.70
预付账款	23.50	13.61	25.36	17.21	29.85	营业税金及附加	253.54	245.43	301.28	337.39	380.13
存货	1,382.5	1,514.43	1,315.7	1,776.1	1,641.9	营业费用	440.10	467.22	540.75	598.82	663.31
其他	1,279.2	1,950.93	1,950.9	1,950.9	1,950.9	管理费用	194.05	193.35	210.29	235.49	265.32
流动资产合计	4,115.3	4,451.73	4,980.9	5,949.3	6,850.2	财务费用	-24.21	-18.45	-10.56	-19.26	-26.85
长期股权投资	0.00	8.92	8.92	8.92	8.92	资产减值损失	0.77	0.89	0.80	0.80	0.80
固定资产	698.45	741.42	718.71	657.98	597.26	公允价值变动收	-0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	37.48	38.01	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
无形资产	148.84	126.09	116.02	105.95	95.88	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	254.00	576.51	568.36	560.21	560.21	营业利润	833.10	924.28	1,182.6	1,360.0	1,566.9
非流动资产合计	1,138.7	1,490.95	1,412.0	1,333.0	1,262.2	营业外净收益	69.66	81.48	7.22	7.22	7.22
资产总计	5,254.1	5,942.68	6,392.9	7,282.4	8,112.5	利润总额	902.76	1,005.7	1,189.9	1,367.2	1,574.1
短期借款	300.01	150.00	0.00	0.00	0.00	所得税	220.24	252.30	297.48	341.80	393.54
应付账款+票据	112.45	123.43	124.28	146.33	152.83	净利润	682.51	753.46	892.43	1,025.4	1,180.6
其他	799.75	1,048.35	1,017.7	1,161.2	1,151.3	少数股东损益	-2.74	-0.71	-3.12	-3.58	-4.13
流动负债合计	1,212.2	1,321.77	1,142.0	1,307.5	1,304.2	归属于母公司净	685.25	754.16	895.54	1,029.0	1,184.7
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	1.05%	5.34%	17.61%	11.98%	12.67%
负债合计	1,212.2	1,321.77	1,142.0	1,307.5	1,304.2	EBIT	7.10%	11.75%	19.61%	14.29%	14.78%
少数股东权益	8.23	6.43	3.31	-0.27	-4.40	EBITDA	7.50%	11.84%	16.68%	13.40%	13.40%
股本	501.80	1,254.50	1,254.5	1,254.5	1,254.5	归属于母公司净	10.06%	18.75%	14.90%	15.14%	
资本公积	993.61	742.71	742.71	742.71	742.71	获利能力					
留存收益	2,538.2	2,617.26	3,250.4	3,977.9	4,815.5	毛利率	70.00%	70.96%	74.07%	74.71%	75.18%
股东权益合计	4,041.9	4,620.91	5,250.9	5,974.8	6,808.3	净利率	28.15%	29.50%	29.71%	30.48%	31.15%
负债和股东权益总	5,254.1	5,942.68	6,392.9	7,282.4	8,112.5	ROE	16.99%	16.34%	17.07%	17.22%	17.39%
现金流量表						ROIC	26.78%	24.76%	24.17%	29.16%	31.17%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	619.53	683.22	887.01	1,020.0	1,175.2	资产负债率	23.07%	22.24%	17.86%	17.96%	16.08%
折旧摊销	81.27	91.76	78.15	78.15	70.00	流动比率	3.39	3.37	4.36	4.55	5.25
财务费用	-1.08	2.26	-9.99	-18.69	-26.29	速动比率	1.20	0.75	1.50	1.70	2.50
存货减少	-127.00	-131.83	198.64	-460.34	134.15	营运能力					
营运资金变动	155.24	295.05	-44.05	159.64	-21.60	应收账款周转率	61.09	49.41	53.85	52.09	53.36
其它	-29.98	-15.08	0.80	0.80	0.80	存货周转率	0.53	0.49	0.59	0.48	0.57
经营活动现金流	697.97	925.39	1,110.5	779.55	1,332.2	总资产周转率	0.46	0.43	0.47	0.46	0.47
资本支出	112.02	127.21	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	2,037.6	3,105.25	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.55	0.60	0.71	0.82	0.94
其他	1,480.1	2,224.74	5.42	5.42	5.42	每股经营现金流	0.56	0.74	0.89	0.62	1.06
投资活动现金流	-669.52	-1,007.7	5.42	5.42	5.42	每股净资产	3.22	3.68	4.18	4.76	5.43
债权融资	300.01	-300.01	-150.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	2.20	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	30.26	27.50	23.16	20.15	17.50
其他	-180.86	-52.24	-252.41	-282.81	-320.85	市净率	5.14	4.49	3.95	3.47	3.04
筹资活动现金流	121.35	-352.25	-402.41	-282.81	-320.85	EV/EBITDA	7.48	18.33	15.05	12.95	10.81
现金净增加额	155.23	-434.59	713.57	502.15	1,016.8	EV/EBIT	8.17	20.03	16.05	13.70	11.30

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064