

一季度业绩超预期，国缘占比提升拉高毛利率

■ 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)	21,515/21,515
12个月最高/最低(元)	18.09/11.89

相关研究报告:

今世缘(603369)《国缘放量带动业绩加快增长,净利率仍有提升空间》
--2018/01/21

今世缘(603369)《国缘高增长有望持续,省内和省外市场全面向好》
--2018/01/08

今世缘(603369)《国缘高增长有望持续,毛利率有望进一步提升》
--2017/12/14

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

证券分析师助理: 管嘉琪

电话: 18321784096

E-MAIL: guanjq@tpyzq.com

事件: 2017年,公司实现营收29.57亿,同比增长15.57%;归母净利润8.96亿,同比增长18.21%;EPS 0.71元/股,同比增长18.21%。单四季度,公司实现营收5.65亿,同比增长12.57%;归母净利润1.2亿,同比增长6.57%。2018年一季度,公司实现营收14.9亿,同比增长31.11%;归母净利润5.09亿,同比增长31.79%。

2017年年底控货致四季度节奏放缓,2018年一季度业绩大超预期

2017年单四季度,公司营收和净利润同比分别增长12.57%和6.57%,较前三季度有所放缓。主要是因为2017年四季度公司提前完成全年任务,因此年底放慢了发货节奏。从预收款来看,2017年底公司账面预收款为8.15亿,同比增长68%,如果考虑预收款变化,公司真实收入同比增长高达27%。

2018年一季度,公司实现营收14.9亿,同比增长31.11%,超市场预期。我们认为,主要有几方面原因:(1)受益于省内消费升级以及公司多年的品牌宣传和消费者培育,国缘在省内呈现爆发式增长,我们预计2017年报表增长25%左右,实际增长更快;(2)2017年春节在1月,部分春节打款确认在2016年收入中,另外,2017年底公司放慢了发货节奏,部分收入通过预收款的形式在2018年一季度确认,从而增加了2018年一季度报表弹性;(3)2018年1月中旬,公司对主要产品进行了提价(通过降低费用的形式),导致经销商在提价前集中打款。

国缘占比持续提升,公司毛利率持续提升 分产品来看,目前公司产品结构中国缘占比已经超过60%,今世缘约38%,高沟不到1%。2017年,公司业绩增长主要是依靠国缘拉动,我们预计全年国缘增长约25%,带动公司毛利率由70.96%提升至71.71%。2018年一季度,国缘继续维持高增长,预计报表增速在50%左右,带动公司毛利率由74%提升至74.35%。分区域来看,省内各区域均实现增长。其中南京市场表现十分抢眼,2017年全年增长约30%,成为淮安以外的第二大市场,而且公司在南京销售的产品中国缘占比在80%左右。

另外,近两年公司对今世缘系列产品进行调整,砍掉了一些低价格和低贡献率的产品,逐渐聚焦到典藏系列。综上所述,我们认为,公司

执业资格证书编码: S1190117060044

产品结构有望持续优化。一方面,国缘系列受益于消费升级以及公司资源倾斜有望维持较快增长,占比继续提升;另一方面,今世缘系列在公司产品聚焦战略下均价也在提升,公司毛利率未来仍有提升空间。

消费税对利润影响有限,费用率稳步降低 2017年,公司消费税率为11.1%,同比提升了3.8 pcts,其中四季度有明显提升(单四季度税金及附加率提升了11.1 pcts),我们认为主要是受消费税新规影响导致税基提升。2018年一季度,公司税金及附加率为14%,同比提升了1.4 pcts,影响有限,未来有望维持平稳。

销售费用率上,受益于中高端产品占比提升以及营收快速增长,2017年公司销售费用率为14.48%,同比降低3.8 pcts;2018年一季度,公司销售费用率为14.53%,同比提升0.4 pcts,主要是由于公司加大了在品牌和市场的费用投入,预计全年有望维持平稳或小幅降低。管理费用率上,2017年为6.6%,同比降低0.96pcts;2018年一季度为3.13%,同比降低1.1 pcts,主要是受益于规模经济,未来有望继续稳步降低。

盈利预测与评级 公司国缘系列定位300-600元次高端价格带,目前在公司整体营收中占比超过60%。受益于省内消费升级以及公司资源倾斜,未来几年国缘有望继续维持较快增长,从而推动公司营收快速增长。同时,受益于产品结构提升,毛利率也有望稳步增长。2018年一季度,由于产品提价以及春节时点靠后等原因,公司收入利润增长均超30%,预计全年会有所回落。我们预测公司2018-2020年EPS分别为0.89/1.10/1.34,对应PE分别为19.2/15.6/12.8,给予2019年20倍估值,目标价维持22元,维持“买入”评级。

风险提示: 消费升级不及预期,费用控制不及预期,市场拓展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2958	3667	4401	5237
同比增长	15.4%	24.0%	20%	19%
净利润(百万元)	896	1129	1388	1694
同比增长	18.2%	26.0%	23.0%	22.0%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.89	1.10	1.34
PE	24.2	19.2	15.6	12.8

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

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；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



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。