



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2018-07-30

公司点评报告

买入/维持

今世缘(603369)

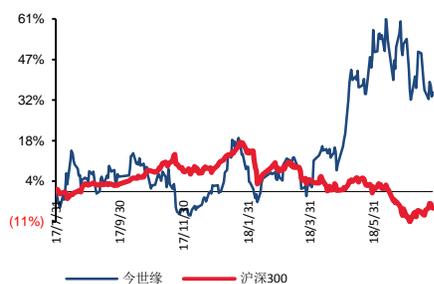
目标价: 23

昨收盘: 20.27

日常消费 食品、饮料与烟草

国缘维持放量增长，省外拓展速度加快

■ 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)	25,429/25,429
12个月最高/最低(元)	24.16/13.92

相关研究报告:

今世缘(603369)《一季度业绩超预期，国缘占比提升拉高毛利率》
--2018/04/10

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

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：管嘉琪

电话：18321784096

E-MAIL: guanjq@tpyzq.com

事件：7月30日，公司发布2018年半年报。2018年上半年，公司实现营业收入23.62亿，同比增长30.81%，归母净利润8.56亿，同比增长31.56%，扣非后归母净利润为8.50亿，同比增长32.07%，EPS 0.68元/股，同比增长31.57%。其中，单二季度，公司实现营业收入8.71亿，同比增长30.52%，归母净利润3.47亿，同比增长32%。

国缘继续放量，公司业绩维持高增长 2018年上半年，公司实现营业收入23.62亿，同比增长30.81%，其中Q1/Q2分别实现营业收入14.92亿和8.71亿，同比分别增长31.23%和30.52%。我们认为，Q1公司营收高速增长除了本身增长强劲外，还有春节旺季时间长以及提价等刺激因素；因此，Q2在没有上述情况影响下仍能够维持30%以上的增长，充分表明公司业绩持续向好。预收款方面，二季度末为2.37亿，同比增加0.55亿，环比减少0.07亿。

分产品来看，公司特A+类、特A类、A类、B类、C类、D类和其他类实现营业收入分别为11.60亿、8.12亿、1.88亿、1.05亿、0.72亿、0.04亿和0.08亿，同比分别增长50.95%、24.22%、16.12%、4.72%、-26.98%、-31.06%、44.27%。其中，特A类以上产品主要都是国缘系列，反映出国缘的高增长。另外，Q2特A+类增速较Q1有所降低，我们认为主要是因为春节期间高端酒需求较多。

省外招商速度加快，省内外均实现较快增长 江苏省是公司的核心市场，2018年上半年，江苏省内实现营业收入22.25亿，同比增长30.62%，占比约94%。省内前三大市场分别是淮安、南京和盐城，营收分别为5.53亿、5.26亿和3.09亿，同比增长29.74%、61.59%和24.40%，三者合计占了省内的62.29%。

江苏省外，公司执行“2+5+N”区域拓展规划。上半年，公司实现营业收入1.24亿，同比增长36.11%。今年年初，公司在发展大会上，将国缘定位从“江苏高端白酒传导品牌”升级为“中国高端中度白酒”创领者，公司逐渐加快了省外市场拓展步伐。截止二季度末，公司省外经销商数量为293家，较去年底增加29家，其中不乏浙江商源等大商。随着省外市场的推进，省外市场有望维持较快增长。

产品结构持续提升，公司毛利率稳步提升 2018年上半年，公司综合毛利率为71.93%，同比提升1.25 pcts。主要原因在于国缘系列维

执业资格证书编码: S1190117060044

持高增长, 带动特 A 类以上(含税出厂指导大于 100 元)产品占比持续提升。2018 年上半年, 特 A 类以上产品占总营收比例为 84.22%, 同比提升 4.74 pcts。我们认为, 公司国缘系列卡位次高端价格带, 有望受益行业扩容; 另外, 公司对国缘系列的资源投入也越来越大, 因此, 未来国缘仍有望维持较快增长, 公司毛利率仍有提升空间。

单二季度, 公司毛利率为 67.79%, 同比提升了 2.78 pcts, 但是环比一季度降低了 6.56 pcts, 我们认为, 主要原因在于淡季销量少, 因此固定成本摊销较多, 拉低了毛利率。

消费税对利润影响有限, 费用率稳步降低 2018 年上半年, 公司税金及附加率为 12.44%, 同比提升了 2.4 pcts, 我们认为主要是受消费税新规影响导致税基提升。全年来看, 随着基数影响消除, 税率影响有望逐渐降低。

销售费用率上, 上半年为 12.48%, 同比提升 0.76 pcts, 主要是因为公司新招销售人员导致职工薪酬增加, 以及广告促销宣传费用增加导致。管理费用率方面, 上半年为 2.96%, 同比降低 1.64 pcts, 主要系商标权摊销到期所致。

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。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.92/1.14/1.40, 对应 PE 分别为 21.6/17.3/14.2, 给予 2019 年 20 倍估值, 目标价维持 23 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	3786	4694	5633
同比增长	15.4%	28.0%	24.0%	20.0%
净利润(百万元)	896	1156	1445	1762
同比增长	18.2%	29.0%	25.0%	22.0%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.92	1.14	1.40
PE	27.8	21.6	17.3	14.2

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	付禹璇	18515222902	fuyx@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
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	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	zhafll@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@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。