

渠道精耕细作，产品结构升级助力高增速

——今世缘（603369）18年及2019Q1财报点评

2019年04月15日

强烈推荐/首次

今世缘

财报点评

投资要点：

■ **事件：**2018年公司实现营业收入37.41亿元，同比增长26.49%，实现归母净利润11.51亿元，同比增长28.45%，利润分配方案为每10股派发现金红利3.30元（含税），共计分配利润41398.5万元。

公司2019Q1实现营业总收入19.55亿元，同比增长31.07%；实现归母净利润6.41亿元，同比增长26.00%。

■ **结构优化助力收入持续增长，高端产品收入占比超85%。分业务看，白酒整体价升量稳助力营收增长。**18年白酒实现营收36.98亿，同增26.71%，占比为99.53%；白酒销量同比回落0.51%，吨酒价格上升27.26%。**分产品类别看，高端产品量升价稳促使产品结构不断优化。**18年及19Q1特A和特A+类产品营收同比增长20.58%、42.70%和22.47%、44.86%，特A以上高端产品收入占比上升3.82%、1.45%，增至84.02%、85.47%。其中18年特A和特A+类产品销量同比上涨14.25%、40.97%，吨酒价格同比上升5.55%和1.23%。**收入政策放宽，预收账款创新高。**公司放松下游收款条件，为加速拓展省外补充现金流，长期应该关注公司资金周转情况。

■ **整体毛利率提升，公司产品高端化趋势明显。**18年及19年毛利率分别为72.87%、74.65%，同增1.16%、0.3%。分产品看，18年只有特A类和特A+类毛利率同比上升，毛利率分别为83.63%、72.24%，同增0.58%、0.89%。而其他类别的毛利率有不同程度的下降，其中C、B两类毛利率下降居前两位，分别为20.01%和10.61%，公司产品高端化趋势明显。

■ **费用结构趋向合理化，利润保持稳定。**公司18年净利率为30.80%、同增0.47%，18年及19Q1公司费用结构趋于合理化。销售费用随收入持续增长有所抬升，分别上升36.68%、43.52%，管理费用同比分别下降4.44%、4.44%。财务费用由于公司利息收入较大呈现负值，且规模不断扩大。18年销售费用增长主要源于收入增加带来的投入增长，差旅费以及广告费分别增长37.79%、42.98%。同时公司缩减业务招待费达48.24%助力保证销售费用增长。公司销售人员待遇提升，总人数增长7%，薪酬增长39%，待遇的提升提升员工士气。

■ **省内外增速接近，省内发力苏南。**18年省内外应收分别为35.1亿、1.99亿，省外收入增速26.62%与省内26.71%基本持平；分大区增速看，18年及19年南京、苏南、苏中大区增速分别为52.14%、54.03%、25.91%、34.14%、22.1%、27.19%，同时公司增设徐州大区，2019Q1营收增速高达59.55%；分大区占比看，19Q1南京大区收入占比增至28.17%已成为第一大区，增幅达17.21%，淮安大区和盐城大区降幅最大降幅达14.12%、15.62%，分别降至22.46%、14.58%。从量价方面看，18年南京、苏南大区营收增速较高源于价量齐升。其中销量分别增长24.45%、17.36%，吨酒价格分为上涨22.25%、7.28%。同时，南京以及苏南吨酒价格远高于其他大区，分别为16.68万元、22.68万元，其他地区最高的为苏中地区，仅有12.72万元。

■ **精准定位和渠道发力双管齐下，市场表现内外开花。直销渠道降价促销、批发渠道升价创收。**18年公司批发代理和直销收入占比分别为98.09%、1.91%，直销营业收入回落0.3%，主要源于直销渠道降价促销，直销渠道价格同比下降16.65%带来销售上升19.6%。批发代理收入增长27.37%，增长源于吨酒提升28.24%，销量仅回落0.68%。从经销商看，18年南京大区净减少8家经销商，苏南大区18年更换12.24%的经销商。精简调换经销商为进一步发力苏南高端市场提供条件。**开疆扩土，新五年目标翻两番。**省外牵头灵芝开拓山东市场，以“1+2+4+N”模式进行市场推广，积极围绕浙江、安徽等城市布点，以点带面形成系统营销网络，2019Q1省外营收增长高达72.21%，但应该警惕省外提价带来的销量下降风险。

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

分析师：姜倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

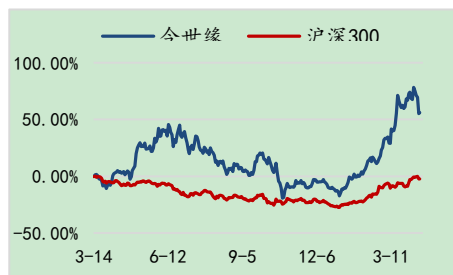
执业证书编号：

S1480519020001

交易数据

52周股价区间（元）	13.05-30.80
总市值（亿元）	324.92
流通市值（亿元）	324.92
总股本/流通A股（万股）	125450/125450
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.96

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

1、《今世缘（603369）：业绩微增，看好公司婚庆行业转型》2016-03-29

2、《今世缘（603369）：中国人的喜铺，婚庆概念第一股》2016-02-1

- **盈利预测与投资评级:** 长期以来, 今世缘对省内外市场深耕细作, 在渠道发力和产品接受度的双重保障下, 公司厚积薄发, 预测公司 2019-2021 年分别实现收入 49 亿元、61.25 亿元和 74.12 亿元, 同比增长 31%、25% 和 21%; 实现净利润 14.50 亿元、17.69 亿元和 21.23 亿元, 同比增长 25.99%、22.00% 和 20.01%, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 市场扩张不及预期、提价过快导致放量不及预期

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,957.50	3,740.92	4,900.60	6,125.76	7,412.16
增长率 (%)	15.78%	26.49%	31.00%	25.00%	21.00%
净利润 (百万元)	895.37	1,150.74	1,449.84	1,768.77	2,122.72
增长率 (%)	18.83%	28.52%	25.99%	22.00%	20.01%
净资产收益率 (%)	17.02%	18.88%	20.45%	21.24%	21.63%
每股收益(元)	0.71	0.92	1.16	1.41	1.69
PE	21.72	15.80	22.41	18.37	15.31
PB	6.17	5.33	4.58	3.90	3.31

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	5044	6222	6330	7424	8798	营业收入	2957	3741	4901	6126	7412
货币资金	1289	1887	3977	4875	6044	营业成本	835	1014	1288	1568	1849
应收账款	16	51	403	503	609	营业税金及附加	405	632	750	986	1164
其他应收款	17	12	16	20	24	营业费用	428	586	764	1026	1304
预付款项	10	7	12	19	26	管理费用	195	173	275	314	398
存货	1704	1968	50	61	72	财务费用	-25	-2	-2	-2	-2
其他流动资产	1651	1802	1871	1945	2022	资产减值损失	5.27	25.45	10.53	13.75	16.58
非流动资产合计	2180	2366	2402	2624	2814	公允价值变动收益	2.04	8.78	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10	11	0	0	0	投资净收益	100.97	173.98	115.21	130.05	139.75
固定资产	762	764	1999	2274	2515	营业利润	1208	1516	1930	2349	2822
无形资产	111	107	105	103	100	营业外收入	2.74	13.71	11.14	9.19	11.35
其他非流动资产	251	298	70	70	70	营业外支出	7.14	4.54	5.94	5.87	5.45
资产总计	7223	8588	8668	9984	11547	利润总额	1204	1525	1935	2353	2828
流动负债合计	1927	2462	1630	1707	1785	所得税	308	374	485	584	706
短期借款	0	20	0	0	0	净利润	895	1151	1450	1769	2123
应付账款	165	145	353	430	507	少数股东损益	-1	0	0	0	0
预收款项	815	1168	1169	1169	1170	归属母公司净利润	896	1151	1450	1769	2123
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	1283	1632	2140	2626	3132
非流动负债合计	17	17	0	0	0	EPS (元)	0.71	0.92	1.16	1.41	1.69
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1944	2479	1630	1707	1785	成长能力					
少数股东权益	17	14	14	14	14	营业收入增长	15.78%	26.49%	31.00%	25.00%	21.00%
实收资本(或股)	1255	1255	1255	1255	1255	营业利润增长	21.42%	25.50%	27.31%	21.72%	20.14%
资本公积	717	718	718	718	718	归属于母公司净利	25.99%	28.45%	25.99%	22.00%	20.01%
未分配利润	2886	3624	4131	4750	5493	获利能力					
归属母公司股	5262	6095	7091	8329	9815	毛利率(%)	71.76%	72.91%	73.72%	74.40%	75.05%
负债和所有者	7223	8588	8668	9984	11547	净利率(%)	30.27%	30.76%	29.58%	28.87%	28.64%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	7.81%	12.40%	13.40%	27.10%	28.81%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	17.02%	18.88%	20.45%	21.24%	21.63%
经营活动现金	1001	1121	2348	1811	2181	偿债能力					
净利润	895	1151	1450	1769	2123	资产负债率(%)	27%	29%	19%	17%	15%
折旧摊销	85.94	141.20	211.89	277.89	310.89	流动比率					
财务费用	-10	-25	-2	-2	-2	速动比率					
应收账款减少	0	0	-352	-101	-106	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	1	1	总资产周转率	0.44	0.47	0.57	0.66	0.69
投资活动现金	-530	-229	195	-384	-377	应收账款周转率	154	111	22	14	13
公允价值变动	2	9	0	0	0	应付账款周转率	23.69	24.08	19.67	15.66	15.83
长期股权投资	0	0	903	0	0	每股指标(元)					
投资收益	101	174	115	130	140	每股收益(最新摊)	0.71	0.92	1.16	1.41	1.69
筹资活动现金	-231	-295	-454	-529	-635	每股净现金流(最)	0.19	0.48	1.67	0.72	0.93
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新)	4.19	4.86	5.65	6.64	7.82
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	21.72	15.80	22.41	18.37	15.31
资本公积增加	-26	0	0	0	0	P/B	6.17	5.33	4.58	3.90	3.31
现金净增加额	241	598	2090	898	1169	EV/EBITDA	24.31	18.76	13.32	10.52	8.45

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员, 拥有买方、卖方双重工作经验, 曾就职于天风证券研究所, 东方基金, 泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位, 本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所, 负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

娄倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资, 于2018年6月加入东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

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。