

今世缘 (603369) \食品饮料

——国缘系列领增长，享受升级红利

事件：

公司发布业绩预增公告，预计2017年度归属于上市公司股东的净利润8.67亿元—9.43亿元，同比增加15%-25%。利润区间符合我们的预期，并且有可能超预期。

投资要点：

➤ 受益省内消费结构升级趋势，产品结构优化明显

公司前三季度实现营业收入23.93亿元，+16.14%，归母净利润7.76亿元，+20.01%。公司预计全年归母净利润同比增长15%-25%，主要是由特A+类及特A类产品收入增速明显所贡献的，B、C、D类产品收入占比下滑主要是由于消费力提升下产品结构升级所带来的。这与我们草根调研的情况相符合，公司国缘系列收入增长较快，其中对开、四开系列更受消费者欢迎，国缘系列的购买者有一部分是原先今世缘系列的消费者，因此今世缘系列的销售情况有所下滑。公司在本土市场多年的精耕细作成效显著，民间消费口碑较好，对公司产品的认同度较高，在省内居民消费力提升的背景下充分享受升级红利，同时产品结构的升级带来了利润端更高的增速以及更高的毛利率，消费升级空间广阔。

➤ 渠道进一步下沉挖掘空白区域

今年以来，公司在加大对经销商支持力度的同时参与进行终端门店的建设工作。目前公司在省内市场以县为单位，实现销售渠道全覆盖。营销中心按照厂商共建的营销模式与经销商合作开发终端市场。为了加强渠道下沉建设，公司今年以来经销商数量明显增多。截至2017年三季度，公司省内经销商数量达到了297家，省外达到了257家。在公司渠道下沉建设步伐不断加快的背景下，省内重点市场获得高增速，淮安、南京、盐城三大市场收入占比较高，增速较快。公司产品目前省内市场以国缘系列为主，省外市场以今世缘系列为主，省外市场公司的开拓并不是从核心市场出发，而是侧重于周边城市甚至乡镇市场，避开主流产品的锋芒以优质的产品打开民间口碑，因此今世缘系列产品的性价比较为凸显销量较高，未来省外市场亦具备比较广阔的升级空间。

➤ 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、0.94元，2018年给予25倍估值，对应目标价为20.5元。

➤ 风险提示

省内消费不及预期、竞争格局发生变化

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	15.14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）	19,507
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

王映雪 研究助理
 电话：0510-85630532
 邮箱：wangyingxue@glsc.com.cn

相关报告

- 《今世缘 (603369) \食品饮料行业》
《省内大局已定，重点市场稳增》
- 《今世缘 (603369) \食品饮料行业》
《开拓省内增量空间，受益国缘放量增长》

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	1,380.34	904.81	1,618.38	2,120.53	3,137.36	营业收入	2,424.92	2,554.38	3,004.15	3,364.17	3,790.34
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	1,382.59	1,514.43	1,315.78	1,776.13	1,641.97	营业费用	440.10	467.22	540.75	598.82	663.31
其他	1,279.27	1,950.93	1,950.93	1,950.93	1,950.93	管理费用	194.05	193.35	210.29	235.49	265.32
流动资产合计	4,115.37	4,451.73	4,980.97	5,949.35	6,850.28	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	公允价值变动收益	-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	1,182.68	1,360.00	1,566.93
非流动资产合计	1,138.76	1,490.95	1,412.00	1,333.06	1,262.26	营业外净收益	69.66	81.48	7.22	7.22	7.22
资产总计	5,254.13	5,942.68	6,392.97	7,282.41	8,112.54	利润总额	902.76	1,005.76	1,189.90	1,367.22	1,574.15
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	1,025.41	1,180.62
其他	799.75	1,048.35	1,017.76	1,161.24	1,151.39	少数股东损益	-2.74	-0.71	-3.12	-3.58	-4.13
流动负债合计	1,212.21	1,321.77	1,142.04	1,307.57	1,304.22	归属于母公司净利润	685.25	754.16	895.54	1,029.00	1,184.74
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	1,212.21	1,321.77	1,142.04	1,307.57	1,304.22						
少数股东权益	8.23	6.43	3.31	-0.27	-4.40						
股本	501.80	1,254.50	1,254.50	1,254.50	1,254.50						
资本公积	993.61	742.71	742.71	742.71	742.71						
留存收益	2,538.27	2,617.26	3,250.40	3,977.90	4,815.51						
股东权益合计	4,041.92	4,620.91	5,250.93	5,974.84	6,808.32						
负债和股东权益总计	5,254.13	5,942.68	6,392.97	7,282.41	8,112.54						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	619.53	683.22	887.01	1,020.00	1,175.20
折旧摊销	81.27	91.76	78.15	78.15	70.00
财务费用	-1.08	2.26	-9.99	-18.69	-26.29
存货减少	-127.00	-131.83	198.64	-460.34	134.15
营运资金变动	155.24	295.05	-44.05	159.64	-21.60
其它	-29.98	-15.08	0.80	0.80	0.80
经营活动现金流	697.97	925.39	1,110.56	779.55	1,332.26
资本支出	112.02	127.21	0.00	0.00	0.00
长期投资	2,037.60	3,105.25	0.00	0.00	0.00
其他	1,480.11	2,224.74	5.42	5.42	5.42
投资活动现金流	-669.52	-1,007.72	5.42	5.42	5.42
债权融资	300.01	-300.01	-150.00	0.00	0.00
股权融资	2.20	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-180.86	-52.24	-252.41	-282.81	-320.85
筹资活动现金流	121.35	-352.25	-402.41	-282.81	-320.85
现金净增加额	155.23	-434.59	713.57	502.15	1,016.83

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	1.05%	5.34%	17.61%	11.98%	12.67%
EBIT	7.10%	11.75%	19.61%	14.29%	14.78%
EBITDA	7.50%	11.84%	16.68%	13.40%	13.40%
归属于母公司净利润	6.14%	10.06%	18.75%	14.90%	15.14%
获利能力					
毛利率	70.00%	70.96%	74.07%	74.71%	75.18%
净利率	28.15%	29.50%	29.71%	30.48%	31.15%
ROE	16.99%	16.34%	17.07%	17.22%	17.39%
ROIC	26.78%	24.76%	24.17%	29.16%	31.17%
偿债能力					
资产负债	23.07%	22.24%	17.86%	17.96%	16.08%
流动比率	3.39	3.37	4.36	4.55	5.25
速动比率	1.20	0.75	1.50	1.70	2.50
营运能力					
应收账款周转率	61.09	49.41	53.85	52.09	53.36
存货周转率	0.53	0.49	0.59	0.48	0.57
总资产周转率	0.46	0.43	0.47	0.46	0.47
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.60	0.71	0.82	0.94
每股经营现金流	0.56	0.74	0.89	0.62	1.06
每股净资产	3.22	3.68	4.18	4.76	5.43
估值比率					
市盈率	30.26	27.50	23.16	20.15	17.50
市净率	5.14	4.49	3.95	3.47	3.04
EV/EBITDA	7.48	18.33	15.05	12.95	10.81
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/或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门、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/或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