

今世缘（603369）：产品渠道双轮拓张，稳中有进厚积薄发

——今世缘中报点评

2019年07月31日

强烈推荐/维持

今世缘

公司报告

事件：公司 19H1 公司实现营收 30.57 亿元，同比增长 29.40%，实现归母净利润 10.72 亿元，同比增长 25.23%；其中 19Q2 实现收入 11.02 亿元，同比增长 26.55%，实现归母净利润 4.31 亿元，同比增长 24.10%，符合预期。

产品结构不断优化，省内省外共同发力。公司 19Q2 维持高增速，从产品端看，19H1 公司特 A+类产品（即含税出厂指导价在 300 元以上产品）营收同比增长 44.33%，其中对开国缘和四开国缘的增长速度均超 40%，产品结构持续中高端升级。从区域看，省内南京大区、徐州大区和省外增长速度较快，同比增长为 48.88%，61.40%和 51.42%，公司对于省外市场和省内薄弱地区市场不断加大开发强度，对于重点市场集中力量，并且取得不错的成果，预计 2019 年全年省外市场可保持 50-70%的增速。

毛利率和净利率同比下降，系新的成本计算和销售费用预付所致。19Q2 公司毛利率为 67.19%，同比下降 0.60pct，净利率 39.16%，同比下降 0.77pct，公司的产品结构持续升级但毛利率微降低，是因为公司原本将对经销商的让价计入销售费用，在调整之后，让价计入成本，而公司净利率下降还有公司预付了央视的广告费用及其他销售费用，19H1 广告促销宣传同比增长 36.48%。

长期保持稳中有进的发展态势，产品渠道双轮发力。从产品发展角度，目前公司次高端产品国缘系列发展态势良好，均保持 40%以上高速发展，新推出的高端产品 V9 布局更长周期，产品持续中高端升级。从区域发展角度，做深江苏市场，布局全国，稳步推进。从管理角度，公司每年新增 200 名员工，遵循宁缺毋滥的原则，公司管理层稳定性强，稳扎稳打，厚积薄发。

盈利预测：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%，给予公司 2020 年 25 倍估值，对应 12 个月目标价 35.25 元，“30%”空间，维持“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

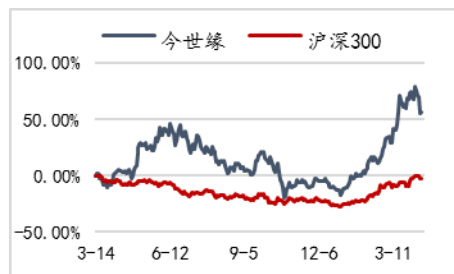
公司简介：

今世缘公司主要从事浓香型白酒的生产、加工和销售。拥有“国缘”、“今世缘”和“高沟”三个著名商标。公司主要经营白酒生产及配制酒的生产、销售。公司先后荣获中国白酒智能化酿造示范车间、推动中国酒业发展企业等称号。

交易数据

52 周股价区间(元)	18.43-31.74
总市值(亿元)	221
流通市值(亿元)	217
总股本/流通 A 股(万股)	78900/77800
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.18

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554024

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

分析师：娄倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519020001

附表：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	2019F	2020F	2021F		2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
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
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	2019F	2020F	2021F	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	营运能力					
财务费用	-10	-25	-2	-2	-2	总资产周转率	0.44	0.47	0.57	0.66	0.69
应收账款减少	0	0	-352	-101	-106	应收账款周转率	154	111	22	14	13
预收账款增加	0	0	0	1	1	应付账款周转率	23.69	24.08	19.67	15.66	15.83
投资活动现金	-530	-229	195	-384	-377	每股指标(元)					
公允价值变动	2	9	0	0	0	每股收益(最新摊	0.71	0.92	1.16	1.41	1.69
长期股权投资	0	0	903	0	0	每股净现金流(最	0.19	0.48	1.67	0.72	0.93
投资收益	101	174	115	130	140	每股净资产(最新	4.19	4.86	5.65	6.64	7.82
筹资活动现金	-231	-295	-454	-529	-635	估值比率					
应付债券增加	0	0	0	0	0	P/E	21.72	15.80	22.41	18.37	15.31
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/B	6.17	5.33	4.58	3.90	3.31
普通股增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	24.31	18.76	13.32	10.52	8.45
资本公积增加	-26	0	0	0	0						
现金净增加额	241	598	2090	898	1169						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	《今世缘 (603369.SH) : 18 年及 2019Q1 财报点评, 渠道精耕细作, 产品结构升级助力高增速》	2019-04-15
公司	《今世缘 (603369.SH): 业绩微增, 看好公司婚庆行业转型》	2019-03-29
公司	《今世缘 (603369.SH): 中国人的喜铺, 婚庆概念第一股》	2019-02-01

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位,北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所,负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名,万得wind食品饮料最佳分析师第三名,同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

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。