

2019年07月31日

今世缘 (603369.SH)

高端酒保持领涨，省外招商驶入快车道

■事件：公司披露 2019 半年报。公司上半年实现营业收入 30.57 亿元，同比增长 29.40%；归母净利润 10.72 亿元，同比上升 25.23%。其中 Q2 营收 11.01 亿元，同比上升 26.55%，归母净利润 4.31 亿元，同比上升 24.10%。基本符合预期。

■高价位酒继续引领增长，特 A+产品收入占比过半。公司上半年高价位特 A+类产品收入增长 44.33%，延续了 Q1 的快速增长势头（增速 44.86%），特 A+类产品含税出厂价在 300 元以上，基本是国缘系列。公司目前已经顺利实现了从“今世缘”到“国缘”的产品迭代，卡位次高端价格带的国缘产品已经成为公司的营收主力。目前国缘四开、双开省内消费氛围日益浓厚，V 系正在培育，品牌知名度向上势头明显。公司 2017 年上半年特 A+产品收入占比大约 42.8%，2018 年已经提高到 49.7%，2019 年上半年继续提高到 55.0%，占比首次过半。

■省内徐州和南京大区领衔增长，省外进入快车道。2018Q4 进行组织架构变更，省内 6 个大区做出调整。南京大区成为公司第一大市场，营收延续高速增长。经过多年的消费者培育，南京市场进入放量期，2019Q1 收入增速为 54%（估算销量提升 24%），上半年整体保持 50%左右快速增长，增速居大区第二位；南京大区占省内收入的比例从 18%（2017Q1）提升至 31%（2019H1）。分设徐州大区，半年度增速省内居首。公司将徐州从苏北独立出来设立大区，收效显著。2019Q1 徐州大区营收过亿，同比增速 60%，半年度增速 61.40%，营收规模达到 2.33 亿元。同时，徐州与淮安、盐城同步发展，提升公司在苏北地区的影响力。省外进入快车道。公司提出奋斗新五年目标，省内外齐步发展，目前省内消费氛围日渐浓厚，省外市场招商持续进行，上半年省外经销商增加 97 家，净增加 83 家，省外收入也达到 1.87 亿元，增幅 51.42%。

■投资建议：略调整 2019-2020 年每股收益至 1.16 元、1.47 元，略调整目标价至 34.00 元，对应 2019-2020 年 PE 分别为 29.2x、23.0x，维持买入-A 评级。

■风险提示：省外品牌涌入加剧省内竞争；省外山东等地区拓展不及预期导致对单一市场过度依赖。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,957.5	3,740.9	4,739.0	5,852.4	6,933.2
净利润	895.9	1,150.7	1,460.9	1,849.2	2,229.3
每股收益(元)	0.71	0.92	1.16	1.47	1.78
每股净资产(元)	4.19	4.86	5.59	6.65	7.90
盈利和估值					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	38.0	29.6	23.3	18.4	15.3
市净率(倍)	6.5	5.6	4.8	4.1	3.4
净利润率	30.3%	30.8%	30.8%	31.6%	32.2%
净资产收益率	17.0%	18.9%	20.8%	22.2%	22.5%
股息收益率	0.9%	1.2%	1.3%	1.6%	2.0%
ROIC	30.7%	43.2%	55.6%	48.8%	63.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白酒

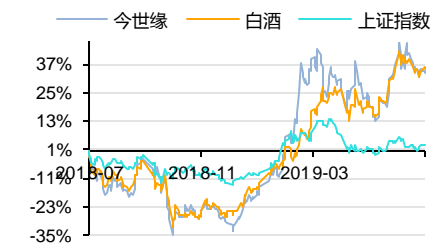
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**34.00 元**
股价 (2019-07-30) **27.12 元**

交易数据

总市值(百万元)	34,022.04
流通市值(百万元)	34,022.04
总股本(百万股)	1,254.50
流通股本(百万股)	1,254.50
12 个月价格区间	13.39/29.89 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.87	5.01	32.58
绝对收益	-2.76	1.41	35.48

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001

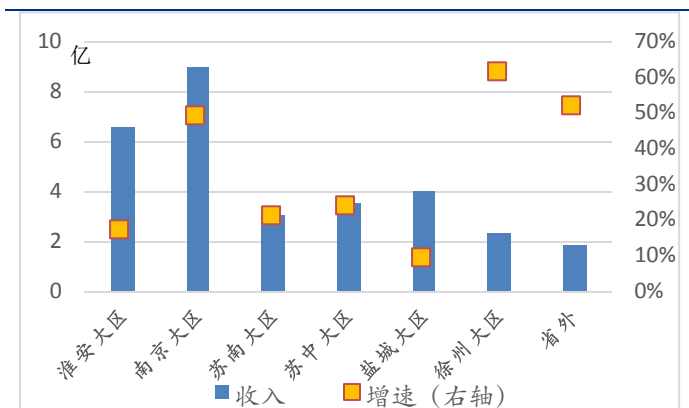
sucheng@essence.com.cn

021-35082778

相关报告

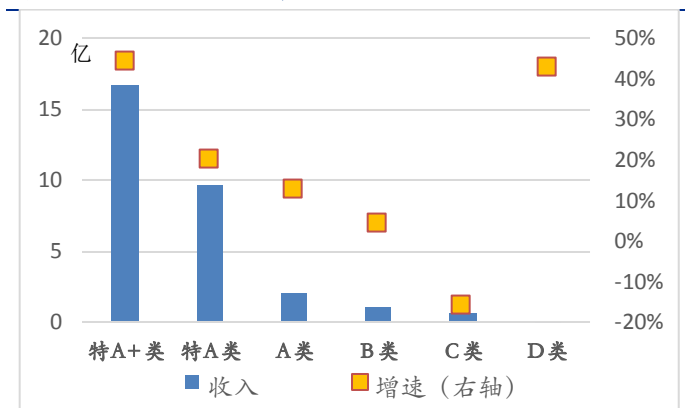
今世缘：省内全面开花，营收增速再上台阶/苏铖	2019-04-13
今世缘：Q4 控制发货节奏，三年翻番目标不改/苏铖	2019-01-07
今世缘：省内加速增长，省外开拓伊始/苏铖	2018-10-31
今世缘：全国化再下一城，图谋苏鲁板块共振/苏铖	2018-10-16
今世缘：增长态势延续，全年可期/苏铖	2018-07-31

图 1：2019H1 公司各大区收入及增速情况



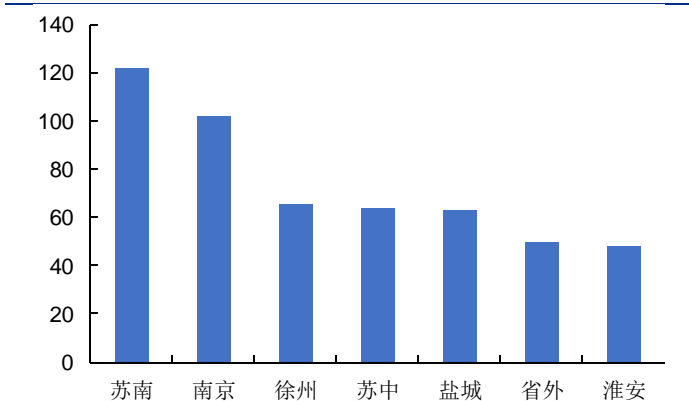
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：2019H1 公司各产品收入及增速情况



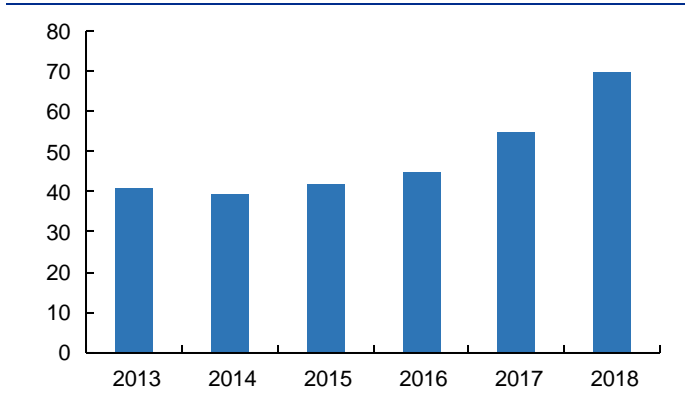
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：2018 年公司各大区出厂价格（元/500ml）



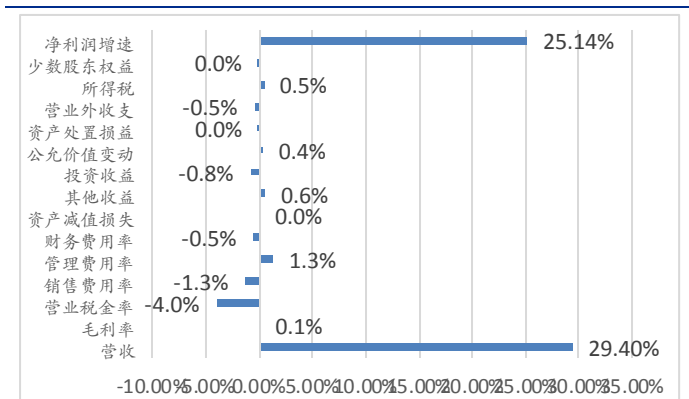
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：2013-2018 年公司出厂价变化（元/500ml）



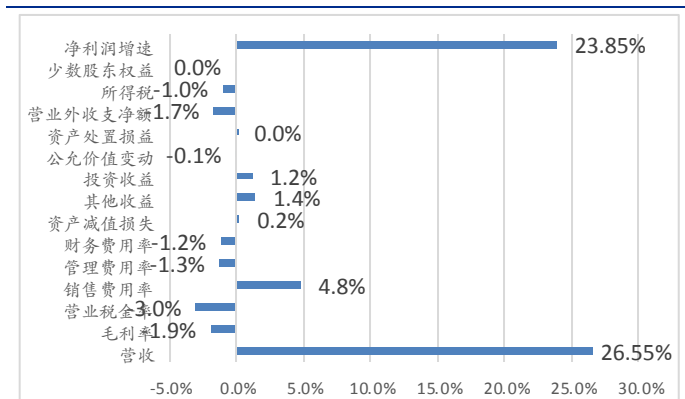
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：2019 年 1-6 月净利润增速贡献拆分



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：2019Q2 年净利润增速贡献拆分



资料来源：wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,957.5	3,740.9	4,739.0	5,852.4	6,933.2	成长性					
减:营业成本	835.3	1,013.5	1,208.7	1,434.3	1,651.1	营业收入增长率	15.8%	26.5%	26.7%	23.5%	18.5%
营业税费	405.1	632.2	800.9	989.1	1,171.7	营业利润增长率	21.4%	25.5%	27.8%	26.7%	20.6%
销售费用	428.3	585.6	792.9	976.8	1,158.3	净利润增长率	18.8%	28.4%	27.0%	26.6%	20.6%
管理费用	195.5	172.9	181.8	194.2	208.2	EBITDA 增长率	20.3%	23.0%	26.8%	25.9%	20.6%
财务费用	-10.5	-25.2	-34.5	-48.9	-70.1	EBIT 增长率	22.0%	25.4%	27.4%	26.5%	20.2%
资产减值损失	5.3	25.4	25.4	25.4	25.4	NOPLAT 增长率	21.8%	26.3%	26.9%	26.5%	20.2%
加:公允价值变动收益	2.0	8.8	-	-	-	投资资本增长率	-10.3%	-1.5%	44.2%	-7.9%	22.7%
投资和汇兑收益	101.0	174.0	174.0	174.0	174.0	净资产增长率	14.2%	15.7%	15.1%	18.9%	18.7%
营业利润	1,208.0	1,516.0	1,937.8	2,455.6	2,962.4	利润率					
加:营业外净收支	-4.4	9.2	9.2	9.2	9.2	毛利率	71.8%	72.9%	74.5%	75.5%	76.2%
利润总额	1,203.6	1,525.2	1,946.9	2,464.8	2,971.6	营业利润率	40.8%	40.5%	40.9%	42.0%	42.7%
减:所得税	308.3	374.5	486.7	616.2	742.9	净利润率	30.3%	30.8%	30.8%	31.6%	32.2%
净利润	895.9	1,150.7	1,460.9	1,849.2	2,229.3	EBITDA/营业收入	43.4%	42.2%	42.2%	43.0%	43.8%
						EBIT/营业收入	40.3%	39.9%	40.2%	41.1%	41.7%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	91	73	60	52	50
货币资金	1,289.2	1,887.1	1,917.3	3,446.4	4,219.2	流动营业资本周转天数	214	140	146	138	125
交易性金融资产	202.0	260.8	260.8	260.8	260.8	流动资产周转天数	584	542	496	474	481
应收账款	32.8	63.1	42.2	87.9	66.2	应收账款周转天数	4	5	4	4	4
应收票据	30.9	8.3	65.6	25.2	70.9	存货周转天数	196	177	153	118	91
预付账款	10.1	7.2	31.3	5.7	35.5	总资产周转天数	816	761	672	618	609
存货	1,704.0	1,967.6	2,060.7	1,763.3	1,758.5	投资资本周转天数	335	249	238	219	197
其他流动资产	1,774.4	2,027.3	2,448.5	2,990.1	3,526.8	投资回报率					
可供出售金融资产	599.3	665.6	582.8	615.9	621.4	ROE	17.0%	18.9%	20.8%	22.2%	22.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.4%	13.4%	16.1%	16.8%	17.9%
长期股权投资	10.0	11.1	11.1	11.1	11.1	ROIC	30.7%	43.2%	55.6%	48.8%	63.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	761.8	763.6	814.2	861.9	1,053.2	销售费用率	14.5%	15.7%	16.7%	16.7%	16.7%
在建工程	236.8	295.7	356.5	405.2	277.6	管理费用率	6.6%	4.6%	3.8%	3.3%	3.0%
无形资产	111.5	106.9	97.9	88.8	79.8	财务费用率	-0.4%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-1.0%
其他非流动资产	429.0	493.8	382.3	427.9	427.3	三费/营业收入	20.7%	19.6%	19.8%	19.2%	18.7%
资产总额	7,223.2	8,587.6	9,091.4	11,017.4	12,433.8	偿债能力					
短期债务	-	20.0	-	-	-	资产负债率	26.9%	28.9%	22.7%	24.2%	20.2%
应付账款	743.1	730.7	795.4	894.5	953.9	负债权益比	36.8%	40.6%	29.3%	31.8%	25.3%
应付票据	70.0	105.3	71.7	143.4	114.9	流动比率	2.62	2.53	3.34	3.25	3.98
其他流动负债	1,113.6	1,605.6	1,176.3	1,605.4	1,425.4	速动比率	1.73	1.73	2.33	2.58	3.28
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-113.52	-59.20	-55.10	-49.21	-41.25
其他非流动负债	17.4	16.9	18.4	17.6	17.6	分红指标					
负债总额	1,944.2	2,478.5	2,061.8	2,661.0	2,511.9	DPS(元)	0.25	0.33	0.35	0.44	0.53
少数股东权益	16.7	14.4	13.7	13.1	12.5	分红比率	35.0%	36.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5	股息收益率	0.9%	1.2%	1.3%	1.6%	2.0%
留存收益	3,984.0	4,821.5	5,761.3	7,088.9	8,654.9						
股东权益	5,279.1	6,109.1	7,029.5	8,356.5	9,921.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.71	0.92	1.16	1.47	1.78
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	4.19	4.86	5.59	6.65	7.90
净利润	895.4	1,150.7	1,460.9	1,849.2	2,229.3	PE(X)	38.0	29.6	23.3	18.4	15.3
加:折旧和摊销	99.4	87.8	97.5	112.7	145.4	PB(X)	6.5	5.6	4.8	4.1	3.4
资产减值准备	5.3	25.4	-	-	-	P/FCF	32.6	28.1	110.6	15.9	23.4
公允价值变动损失	-2.0	8.8	-	-	-	P/S	11.5	9.1	7.2	5.8	4.9
财务费用	1.6	0.2	-34.5	-48.9	-70.1	EV/EBITDA	13.1	9.3	15.3	11.5	9.3
投资损失	-101.0	-174.0	-174.0	-174.0	-174.0	CAGR(%)	27.3%	24.6%	24.7%	27.3%	24.6%
少数股东损益	-0.5	0.0	-0.7	-0.6	-0.6	PEG	1.4	1.2	0.9	0.7	0.6
营运资金的变动	156.4	-38.7	-919.8	334.7	-717.5	ROIC/WACC	2.8	3.9	5.0	4.4	5.7
经营活动产生现金流量	1,001.3	1,121.0	429.4	2,073.1	1,412.5	REP	2.3	1.5	1.7	1.9	1.2
投资活动产生现金流量	-529.9	-228.5	125.5	-71.4	-46.3						
融资活动产生现金流量	-230.6	-294.6	-524.8	-472.6	-593.4						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034