

今世缘 (603369.SH)

国缘占比持续提升，高端V系列表现亮眼

事件：公司发布2020年中报，2020H1公司实现营业总收入29.14亿元，同降4.7%，实现归母净利润10.20亿元，同降4.9%；单季度来看，2020Q2公司实现营业总收入11.43亿元，同增3.8%，归母净利润4.39亿元，同增1.9%，收入业绩基本符合预期。

国缘恢复良好，省外表现亮眼。二季度消费向好趋势不变，公司整体营收转正，其中国缘系列占比继续上移至74%（Q1为70%左右），高端V系列表现亮眼，销售口径收入超过3亿元。**1）分产品来看，**Q2特A+实现收入7.04亿元，同增8.3%，占比61.5%，同比提升2.6pcts，特A实现收入3.15亿元，同降2.3%，产品结构持续优化。**2）分地区来看，**Q2盐城地区收入同比大幅提升27.6%，主要系产品结构整理到位，中高端产品放量。Q2南京大区同比小幅下降8.5%，主要系预提费用大幅提升，其他省内地区Q2收入增速快速恢复，Q2省外实现收入9499万元，同增27.5%。上半年公司省外招商持续推进，Q2省外净增经销商32家，上半年累计经销商数量达499家。

市场支持拉低毛利率，盈利能力维持良性。毛利率方面，2020Q2毛利率63.6%，同比下降3.6pcts，主要系疫情发生以来，公司推出“缘助九条”方案缓解经销商资金压力，加大了市场支持力度并加快了费用兑付节奏，抵减收入后拉低毛利率水平。费用率方面，2020Q2销售费用率为2.8%，同比下降4.7pcts，主要系公司在疫情影响广告和促销活动费用投放减少，其中上半年广告投入减少5600万元，管理费用率为3.8%，同比上升1.1pcts，此外，Q2公司营业税金率12.6%，同比提升1.9pcts，亦拖累公司盈利能力提升。综合来看，公司H1净利率35.0%，同比下降0.1pct，Q2净利率38.4%，同比下降0.7pct，仍维持良性的盈利水平。

积极布局旺季市场，下半年预计环比加速明显。面对疫情的冲击，公司年初制定了收入/业绩“双十增长目标”，我们认为公司会在注重质量和可持续性的基础上，力争下半年环比加速增长。渠道调研反馈，公司二季度以来多措并举，积极协助渠道消化库存，6月底也对国缘系列挺价，保持价盘稳定。当前国缘对开批价约250元，四开批价约400元，环比变化不大，省内经销商库存保持较低水平，约在1个月左右。近期公司也在围绕终端和消费者持续开展宣传推广活动，营造品牌热度，加强经销商合作，保持差异化竞争策略，布局旺季市场，收入有望逐季提速。

盈利预测及投资建议：预计公司2020-2022年EPS为1.27/1.50/1.80元，对应2020-2022年PE分别为33/28/24倍。我们认为公司下半年业绩有望逐季改善，看好公司主力产品的发展空间，并考虑到估值切换，上调目标价至50元，对应2021年33倍PE，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响不确定性；高端产品推广不及预期；中秋国庆市场竞争激烈。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,736	4,870	5,438	6,484	7,679
增长率 yoy (%)	26.6	30.3	11.7	19.2	18.4
归母净利润（百万元）	1,151	1,458	1,590	1,877	2,258
增长率 yoy (%)	28.4	26.7	9.1	18.0	20.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.92	1.16	1.27	1.50	1.80
净资产收益率 (%)	18.8	20.2	18.1	18.0	18.1
P/E（倍）	46.2	36.5	33.4	28.3	23.5
P/B（倍）	8.7	7.4	6.0	5.1	4.3

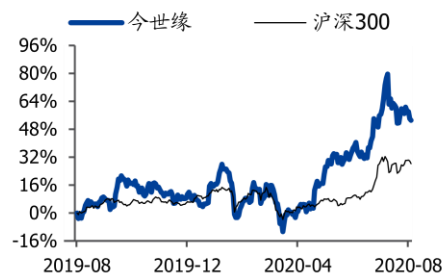
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	饮料制造
前次评级	买入
最新收盘价	42.38
总市值(百万元)	53,165.71
总股本(百万股)	1,254.50
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	7.57

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

相关研究

- 1、《今世缘（603369.SH）：增长目标显信心，产品结构再提升》2020-04-30
- 2、《今世缘（603369.SH）：推出激励草案，朝百亿阵营迈进》2020-04-24
- 3、《今世缘（603369.SH）：省内多点开花，国缘加速增长》2019-10-30

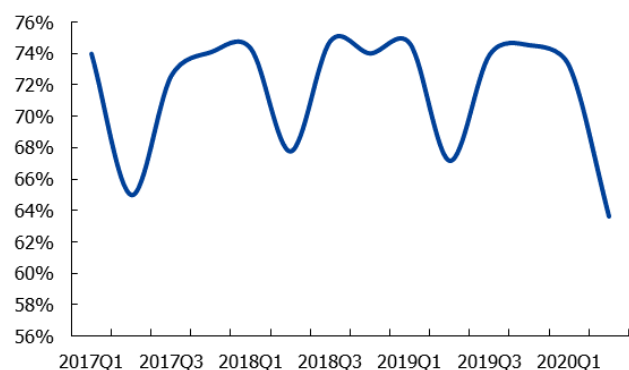


财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6222	6491	8359	10208	12475	营业收入	3736	4870	5438	6484	7679
现金	1887	1607	3098	4573	6349	营业成本	1014	1325	1497	1729	1995
应收票据及应收账款	59	32	70	52	92	营业税金及附加	632	881	924	1102	1305
其他应收款	12	14	15	19	22	营业费用	586	853	912	1160	1386
预付账款	7	24	11	30	18	管理费用	173	207	234	263	291
存货	1968	2151	2502	2871	3331	研发费用	14	14	9	14	20
其他流动资产	2288	2663	2663	2663	2663	财务费用	-25	-50	-58	-99	-145
非流动资产	2366	3571	3633	3816	4016	资产减值损失	25	0	1	14	17
长期投资	11	15	19	23	27	其他收益	11	18	14	13	13
固定资产	764	1026	1106	1285	1473	公允价值变动收益	9	144	0	0	0
无形资产	107	129	107	87	71	投资净收益	174	173	173	173	173
其他非流动资产	1485	2401	2400	2420	2445	资产处置收益	0	-0	0	0	0
资产总计	8588	10062	11992	14024	16491	营业利润	1516	1951	2106	2488	2995
流动负债	2462	2778	3118	3515	3966	营业外收入	14	3	19	19	15
短期借款	20	0	0	0	0	营业外支出	5	13	4	4	4
应付票据及应付账款	251	276	319	369	425	利润总额	1525	1942	2121	2503	3006
其他流动负债	2191	2501	2799	3146	3541	所得税	374	484	531	626	748
非流动负债	17	78	78	78	78	净利润	1151	1458	1590	1876	2258
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	-1	-0	-0
其他非流动负债	17	78	78	78	78	归属母公司净利润	1151	1458	1590	1877	2258
负债合计	2479	2856	3196	3593	4044	EBITDA	1558	1997	2154	2510	2987
少数股东权益	14	0	-1	-1	-1	EPS (元)	0.92	1.16	1.27	1.50	1.80
股本	1255	1255	1255	1255	1255	主要财务比率					
资本公积	718	717	717	717	717	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	4104	5222	6335	7737	9481	成长能力					
归属母公司股东权益	6095	7206	8797	10432	12448	营业收入(%)	26.6	30.3	11.7	19.2	18.4
负债和股东权益	8588	10062	11992	14024	16491	营业利润(%)	25.5	28.7	7.9	18.1	20.4
						归属于母公司净利润(%)	28.4	26.7	9.1	18.0	20.3
						获利能力					
						毛利率(%)	72.9	72.8	72.5	73.3	74.0
						净利率(%)	30.8	29.9	29.2	28.9	29.4
						ROE(%)	18.8	20.2	18.1	18.0	18.1
						ROIC(%)	18.1	19.7	17.5	17.1	17.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	28.9	28.4	26.7	25.6	24.5
						净负债比率(%)	-30.4	-22.2	-35.1	-43.8	-51.0
						流动比率	2.5	2.3	2.7	2.9	3.1
						速动比率	0.9	1.5	1.9	2.1	2.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	70.2	106.6	106.6	106.6	106.6
						应付账款周转率	4.2	5.0	5.0	5.0	5.0
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.92	1.16	1.27	1.50	1.80
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.04	1.14	1.39	1.63
						每股净资产(最新摊薄)	4.86	5.74	7.01	8.32	9.92
						估值比率					
						P/E	46.2	36.5	33.4	28.3	23.5
						P/B	8.7	7.4	6.0	5.1	4.3
						EV/EBITDA	32.8	24.5	22.0	18.3	14.8

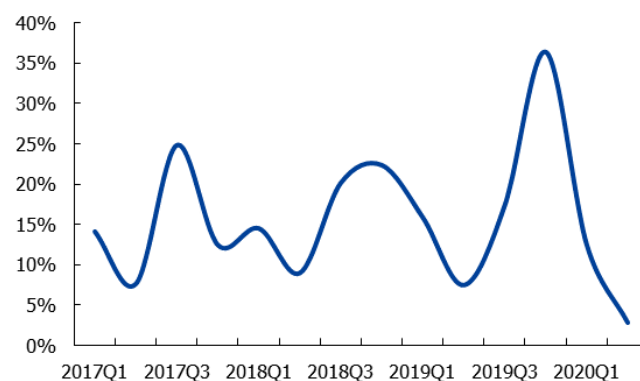
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

图表 1: 今世缘分季度毛利率情况



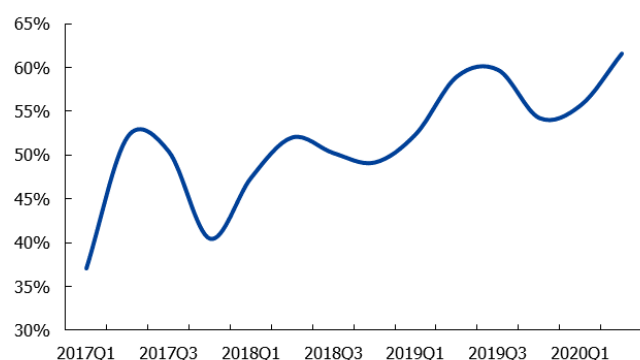
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 2: 今世缘分季度销售费用率情况



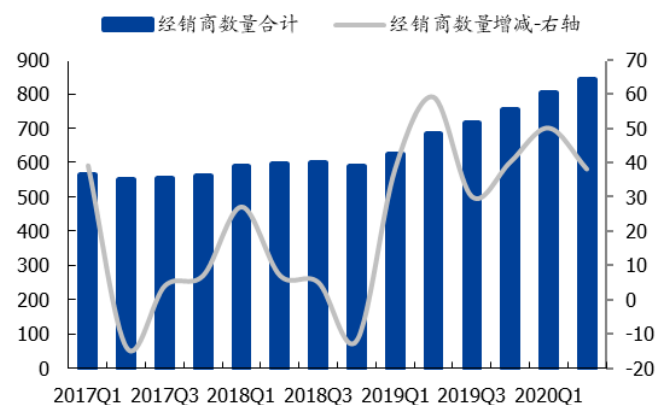
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 3: 今世缘分季度特 A+ 产品占比情况



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 4: 今世缘分季度经销商情况 (单位: 个)



资料来源: wind、国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com