

## 今世缘(603369)/饮料制造

## 中报验证 Q2 改善, 全年目标完成可期

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 42.38

**分析师: 范劲松**
**执业证书编号: S0740517030001**

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

**研究助理: 房昭强**

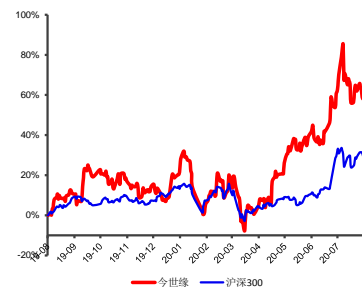
Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

**分析师: 龚小乐**
**执业证书编号: S0740518070005**

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1255
流通股本(百万股)	1255
市价(元)	42.38
市值(百万元)	53200
流通市值(百万元)	53200

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 今世缘\_深度报告: 十五年栉风沐雨, 新五年再创辉煌
- 2 今世缘\_深度报告: 双重指引目标明确, 江苏消费回暖的最大受益者
- 3 今世缘\_年报&一季报点评: 短期业绩承压, 全年目标有望良好实现
- 4 今世缘\_中报点评: 业绩符合预期, 品牌势能持续释放

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,741	4,874	5,440	6,572	8,078
增长率 yoy%	26.49%	30.28%	11.63%	20.81%	22.92%
净利润	1,151	1,458	1,606	1,916	2,324
增长率 yoy%	28.45%	26.71%	10.15%	19.32%	21.25%
每股收益(元)	0.92	1.16	1.28	1.53	1.85
每股现金流量	0.89	1.04	1.28	1.44	1.92
净资产收益率	18.88%	20.23%	17.12%	17.87%	18.82%
P/E	46.20	36.46	33.10	27.74	22.88
PEG	2.49	2.17	1.54	1.50	1.36
P/B	8.72	7.38	5.67	4.96	4.31

备注:

**投资要点**

- **事件: 2020年上半年公司实现收入29.13亿元, 同比下降4.65%, 实现归母净利润10.20亿元, 同比下降4.92%, 基本每股收益0.81元。**
- **业绩符合预期, Q2改善明显。**20Q2公司收入和净利润增速分别为3.76%和1.91%, 环比Q1改善明显, 验证公司Q2动销回暖。从回款来看, 20H1公司合同负债同比增长14.52%, 环比增长20.56%, 渠道补库贡献下回款表现更为强劲。分产品来看, 以国缘为代表的特A+仍是增长主力, 20Q2特A+产品收入同增8.5%, 而特A、A类、B类则继续下滑, 增速分别为-2.3%、-13.2%、-1.5%, 表明以商务宴请为主导的国缘需求率先回暖, 而以婚喜宴、走亲友为主导的腰部产品仍在恢复过程中, 公司产品结构进一步升级, 预计国缘系列占比已超过70%。分区域来看, 20Q2省内收入增速2.1%, 淮安、南京、苏南、苏中、盐城、淮海市场收入增速分别为4.2%、-8.5%、6.1%、-0.1%、27.6%、5.7%, 各大区增速差异与其费用核算节奏有关; 20Q2省外收入增速27.5%, 环比明显改善, 省外占比进一步提升1.6pct至8.3%。招商方面, 20Q2公司经销商达到843家, 环比Q1净增加38家, 其中省内和省外分别增加6家和32家, 省外开拓持续发力。
- **折扣增加导致毛利率下降, 牺牲短期利益意在长远。**20Q2公司毛利率为63.62%, 同比下降3.57pct, 主要是为帮扶经销商出货, 公司加大折扣力度所致, 随着疫情稳定折扣减少毛利率有望回升。20Q2公司期间费用率为6.47%, 同比下降1.99pct, 其中销售费用率为2.82%, 同比下降4.67pct, 主要是疫情之下公司广告投入减少及促销活动减少所致; 管理费用率为4.23%, 同比提升1.15pct, 主要是工资增加及折旧费用增加所致; 财务费用率为-0.58%, 同比提升1.52pct。20Q2公司净利率为38.43%, 同比下降0.73pct, 盈利能力短期下滑。20Q1公司经营净现金流2.10亿元, 同比下降40.34%, 主要是本年实现的收入款项在上年末已预收较多, 以及为支持经销商放宽了信用政策所致。
- **下半年有望逐季改善, 全年目标有望良好实现。**整体而言, 公司Q2加快追赶进度, 通过加大折扣、促进终端消费等政策抢抓动销, 积极成效逐渐显现, Q2业绩、回款等多项指标已经验证。展望下半年, 我们认为在Q2渠道梳理良性、库存低位、消费场景复苏的基础上, 下半年动销将呈现逐季改善态势, 同时渠道将迎来新一轮补货, 中秋、国庆旺季值得期待, 全年双位数增长目标有望良好实现。中长期来看, 我们认为公司仍处于品牌势能上升期, 国缘在省内认可度的升温不会因疫情而中止, 公司今年将坚持

高质量发展，且并未调整全年既定目标，我们看好公司在“五年翻两番”长期指引以及股权激励的双重驱动下，通过省内的精耕细作与省外稳步扩张实现快速成长。

- **投资建议：维持“买入”评级。**公司中报验证 Q2 动销逐渐回暖，我们认为在库存低位的基础上，下半年业绩有望逐季改善，全年目标有望实现。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 54.40/65.72/80.78 亿元，同比增长 11.63%/20.81%/22.92%；净利润分别为 16.06/19.16/23.24 亿元，同比增长 10.15%/19.32%/21.25%，对应 EPS 为 1.28/1.53/1.85 元。
- **风险提示：全球疫情持续扩散；消费升级不及预期；食品安全问题。**

**图表 1: 今世缘三大财务报表预测 (单位: 百万元)**

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>3,741</b>	<b>4,874</b>	<b>5,440</b>	<b>6,572</b>	<b>8,078</b>	货币资金	1,887	1,607	4,352	5,258	7,044
增长率	26.5%	30.3%	11.6%	20.8%	22.9%	应收款项	71	46	85	73	121
营业成本	-1,014	-1,325	-1,436	-1,682	-2,015	存货	1,968	2,151	2,311	2,918	3,344
%销售收入	27.1%	27.2%	26.4%	25.6%	24.9%	其他流动资产	2,295	2,687	2,673	2,693	2,681
毛利	2,727	3,548	4,005	4,890	6,063	流动资产	6,222	6,491	9,422	10,941	13,190
%销售收入	72.9%	72.8%	73.6%	74.4%	75.1%	%总资产	72.4%	64.5%	72.5%	75.5%	78.9%
营业税金及附加	-632	-881	-919	-1,117	-1,389	长期投资	677	15	15	15	15
%销售收入	16.9%	18.1%	16.9%	17.0%	17.2%	固定资产	764	1,026	979	930	878
营业费用	-586	-853	-936	-1,150	-1,430	%总资产	8.9%	10.2%	7.5%	6.4%	5.3%
%销售收入	15.7%	17.5%	17.2%	17.5%	17.7%	无形资产	107	129	141	151	160
管理费用	-173	-207	-218	-269	-347	非流动资产	2,366	3,571	3,569	3,553	3,528
%销售收入	4.6%	4.2%	4.0%	4.1%	4.3%	%总资产	27.6%	35.5%	27.5%	24.5%	21.1%
息税前利润 (EBIT)	1,337	1,608	1,932	2,353	2,897	<b>资产总计</b>	<b>8,588</b>	<b>10,062</b>	<b>12,991</b>	<b>14,494</b>	<b>16,718</b>
%销售收入	35.7%	33.0%	35.5%	35.8%	35.9%	短期借款	20	0	469	41	0
财务费用	25	50	26	28	32	应付款项	2,004	2,211	2,496	3,085	3,724
%销售收入	-0.7%	-1.0%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	其他流动负债	437	567	567	567	567
资产减值损失	25	0	2	2	2	流动负债	2,462	2,778	3,532	3,693	4,291
公允价值变动收益	9	144	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	174	173	170	160	150	其他长期负债	17	78	78	78	78
%税前利润	11.0%	8.8%	8.0%	6.3%	4.9%	<b>负债</b>	<b>2,479</b>	<b>2,856</b>	<b>3,610</b>	<b>3,772</b>	<b>4,369</b>
营业利润	1,570	1,975	2,130	2,543	3,081	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,095</b>	<b>7,206</b>	<b>9,381</b>	<b>10,722</b>	<b>12,349</b>
%营业利润率	42.0%	40.5%	39.1%	38.7%	38.1%	少数股东权益	14	0	0	0	0
营业外收支	9	-10	1	0	1	<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,588</b>	<b>10,062</b>	<b>12,991</b>	<b>14,494</b>	<b>16,718</b>
税前利润	<b>1,579</b>	<b>1,965</b>	<b>2,131</b>	<b>2,542</b>	<b>3,082</b>						
%利润率	42.2%	40.3%	39.2%	38.7%	38.1%						
所得税	-374	-484	-521	-622	-754						
%所得税率	23.7%	24.6%	24.5%	24.5%	24.5%						
净利润	1,151	1,458	1,606	1,916	2,324						
少数股东损益	0	0	0	0	0						
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,151</b>	<b>1,458</b>	<b>1,606</b>	<b>1,916</b>	<b>2,324</b>						
%净利润率	30.8%	29.9%	29.5%	29.2%	28.8%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,151	1,458	1,606	1,916	2,324	<b>每股指标</b>					
加: 折旧和摊销	88	104	87	91	95	每股收益 (元)	0.92	1.16	1.28	1.53	1.85
资产减值准备	25	27	0	0	0	每股净资产 (元)	4.86	5.74	7.48	8.55	9.84
公允价值变动损失	9	-144	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.89	1.04	1.28	1.44	1.92
财务费用	0	1	-26	-28	-32	每股股利 (元)	0.33	0.33	0.38	0.46	0.56
投资收益	-174	-173	-170	-160	-150	<b>回报率</b>					
少数股东损益	0	0	0	0	0	净资产收益率	18.88%	20.23%	17.12%	17.87%	18.82%
营运资金的变动	-39	150	105	-19	176	总资产收益率	13.40%	14.49%	12.36%	13.22%	13.90%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,121</b>	<b>1,307</b>	<b>1,603</b>	<b>1,801</b>	<b>2,413</b>	投入资本收益率	43.17%	55.64%	225.23%	316.08%	373.64%
固定资本投资	-60	-64	-60	-60	-50	<b>增长率</b>					
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-229</b>	<b>-1,163</b>	<b>78</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	营业总收入增长率	26.49%	30.28%	11.63%	20.81%	22.92%
股利分配	-414	-414	-482	-575	-697	EBIT增长率	25.42%	28.86%	9.08%	19.57%	21.27%
其他	119	-22	1,545	-400	-9	净利润增长率	28.45%	26.71%	10.15%	19.32%	21.25%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-295</b>	<b>-436</b>	<b>1,064</b>	<b>-975</b>	<b>-706</b>	总资产增长率	18.89%	17.17%	29.11%	11.57%	15.34%
<b>现金净流量</b>	<b>598</b>	<b>-292</b>	<b>2,745</b>	<b>905</b>	<b>1,786</b>	<b>资产管理能力</b>					
						应收账款周转天数	4.6	4.0	4.0	4.0	4.0
						存货周转天数	176.7	152.1	147.6	143.2	139.5
						应付账款周转天数	55.2	46.5	50.9	48.7	49.8
						固定资产周转天数	73.4	66.1	66.4	52.3	40.3
						<b>偿债能力</b>					
						净负债/股东权益	-25.98%	-60.39%	-51.05%	-65.31%	-125.00%
						EBIT利息保障倍数	-59.2	-38.7	-80.8	-90.1	-94.6
						资产负债率	28.86%	28.38%	27.79%	26.02%	26.13%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。