

今世缘（603369）2020年中报点评

平稳渡过疫情，H2加速发力

事项:

- ❖ 公司发布 2020 年中报，2020H1 公司实现收入 29.1 亿元，同减 4.7%，归母净利润 10.2 亿元，同减 4.9%，其中 20Q2 实现收入 11.4 亿元，同增 3.8%，实现归母净利润 4.4 亿元，同增 1.9%。20H1 末合同负债为 3.5 亿元，同增 14.5%，20H1 销售回款 22.9 亿元，同减 9.8%，经营现金流量净额为-0.3 亿元，去年同期为 3.0 亿元，20Q2 销售回款 12.8 亿元，同增 4.5%，经营现金流净额为 2.1 亿元，同减 40.3%。

评论:

- ❖ **平稳渡过疫情，Q2 实现正增长，回款逐步加快。**公司 20Q2 实现收入 11.4 亿元，同增 3.8%，归母净利 4.4 亿元。同增 1.9%亿元，平稳渡过疫情冲击，符合我们前期调研反馈。**分产品看**，20H1 特 A+类、特 A 类产品实现收入 16.9/9.0 亿元，同比变化+0.9%/-7.8%。单 Q2 特 A+类、特 A 类产品实现收入 7.0/3.1 亿元，同比变化+8.3%/-2.3%。20H1 公司特 A 及以上产品收入占比合计为 89.0%，同比提升 2.1pcts，主要系中低档酒收入下滑，产品结构被动提升。**分区域来看**，20H1 省内收入 27.1 亿元，同减 5.3%，其中南京大区收入 8.3 亿元，同减 7.8%，淮安大区收入 6.0 亿元，同减 8.8%，徐州大区收入 2.4 亿元，同增 4.7%，年初至今持续实现正增长。20Q2 南京大区收入 3.2 亿元，同减 8.5%，主要系去年预提费用较高，今年结转较多所致，淮安大区收入 1.8 亿元，同增 4.2%。次高端价格带需求逐步恢复，预计国缘四开下半年加快回款，恢复较快增长。
- ❖ **毛利率略有下降，净利率保持平稳。**20H1 公司毛利率 69.5%，同比下降 2.5pcts，20Q2 毛利率 63.6%，同比下降 3.6pcts，推测系疫情后渠道折扣力度增加有关，年初至今公司两次上调国缘主导产品出厂价，预计下半年毛利率将逐步恢复。费用率方面，公司 20H1 销售费用率 8.7%，同比下降 4.2pcts，其中 Q2 销售费用率 2.8%，同比下降 4.7pcts，主要系广告投入及促销费用大幅减少，20H1 管理费用率 3.0%，同比提升 0.6pcts，整体来看，20H1 净利率为 35.0%，同比略降 0.1pcts，盈利水平依旧保持出色。
- ❖ **渠道维持较强推力，市场份额加快收割。**疫情冲击下公司渠道利润暂无较大波动，四开仍能保持在 30 元左右，利润空间达 7-8%，维持较强推力，预计下半年次高端需求环比改善下国缘产品加快回款。今年公司出台股权激励，业绩考核积极，预计下半年加大费用投入及产品铺货，同时受益竞品换代承接部分消费流失，有望加快市场份额收割，缩小与竞品差距。目前公司在流通渠道及部分市场仍有较大发展空间，公司紧握当下机会，增长具备较强确定性。
- ❖ **投资建议：激励激发活力，增长势能延续，上调目标价区间至 46-56 元。**公司推出股权激励彰显发展信心，国缘系列持续提价享受次高端升级红利，流通渠道及省内市场仍有较大发展空间，虽受疫情影响短期业绩承压，但中长期逻辑不改，增长势能有望延续。我们调整 2020-2022 年 EPS 为 1.28/1.53/1.87 元，给予 21-22 年 30 倍 PE，上调一年目标价区间至 46-56 元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**需求恢复不及预期，市场竞争加剧，省外扩张不及预期等。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	4,870	5,419	6,545	8,043
同比增速(%)	30.3%	11.3%	20.8%	22.9%
归母净利润(百万)	1,458	1,604	1,919	2,343
同比增速(%)	26.7%	10.0%	19.6%	22.1%
每股盈利(元)	1.16	1.28	1.53	1.87
市盈率(倍)	36	33	28	23
市净率(倍)	7	6	6	5

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 8 月 7 日收盘价

强推（维持）

目标价：46-56 元

当前价：42.38 元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

联系人：沈昊

邮箱：shenhao@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	125,450
已上市流通股(万股)	125,450
总市值(亿元)	531.66
流通市值(亿元)	531.66
资产负债率(%)	20.8
每股净资产(元)	6.1
12 个月内最高/最低价	50.53/24.54

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《今世缘（603369）调研报告：首年开局攻坚，来年高增可期》

2019-12-30

《今世缘（603369）调研报告：平稳过渡 化危为机，蕴势为能 厉行高远》

2020-02-11

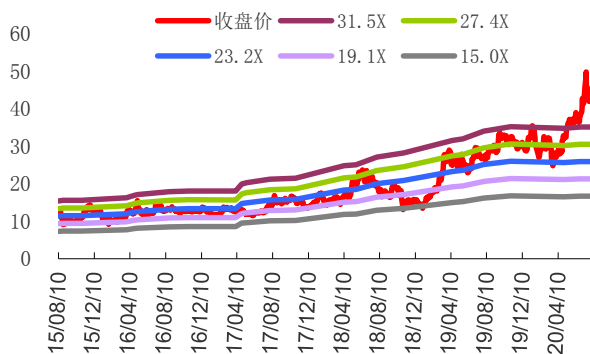
《今世缘（603369）2019 年报及 2020 年一季报点评：激励计划释放活力，增长势能有望延续》

2020-04-29

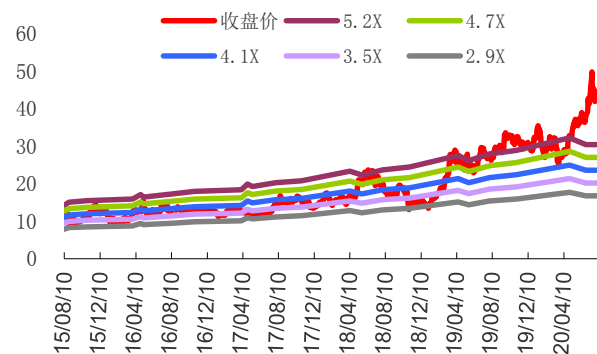
图表 1 今世缘分季度拆分 (百万元, %)

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2019H1	2020H1
营业总收入	1,955	1,102	1,059	758	1,771	1,143	3,057	2,914
营业总成本	1,146	572	799	740	1,024	633	1,717	1,657
其中: 营业成本	495	361	276	193	474	416	857	890
营业税金及附加	297	118	279	187	286	144	415	429
销售费用	310	82	184	276	221	32	393	253
管理费用	45	34	60	82	46	48	79	95
财务费用	-2	-23	-0	-24	-5	-7	-25	-12
资产减值损失	-	-	-	-	-	-	-	-
其他收益	0	9	6	2	4	2	9	6
营业利润	854	584	297	217	784	582	1,438	1,366
加: 营业外收入	0	0	0	3	1	1	0	2
减: 营业外支出	0	1	7	4	11	0	2	11
利润总额	854	582	290	215	774	583	1,436	1,357
减: 所得税	213	151	68	51	194	144	364	337
净利润	642	431	222	164	580	439	1,073	1,020
减少数股东损益	0	0	0	-0	-	-	0	-
归母净利润	641	431	222	164	580	439	1,072	1,020
EPS	0.51	0.34	0.18	0.13	0.38	0.38	1.62	1.62
主要比率								
毛利率	74.6%	67.2%	73.9%	74.6%	73.2%	63.6%	72.0%	69.5%
营业税金率	15.2%	10.7%	26.4%	24.7%	16.1%	12.6%	13.6%	14.7%
销售费用率	15.9%	7.5%	17.4%	36.4%	12.5%	2.8%	12.9%	8.7%
管理费用率	2.3%	3.1%	5.7%	10.8%	2.6%	4.2%	2.6%	3.3%
营业利润率	43.7%	53.0%	28.0%	28.6%	44.3%	50.9%	47.0%	46.9%
实际税率	24.9%	26.0%	23.6%	23.9%	25.0%	24.7%	25.3%	24.9%
净利率	32.8%	39.1%	20.9%	21.7%	32.8%	38.4%	35.1%	35.0%
收入季度占比	40.1%	22.6%	21.7%	15.6%				
YoY								
收入增长率	31.1%	26.5%	32.3%	31.1%	-9.4%	3.8%	29.4%	-4.7%
营业利润增长率	25.9%	26.8%	35.2%	37.5%	-8.2%	-0.4%	26.3%	-5.0%
归母净利润增长率	26.0%	24.1%	28.3%	34.9%	-9.5%	1.9%	25.2%	-4.9%

资料来源: Wind、华创证券

图表 2 今世缘 PE Band


资料来源: Wind、华创证券

图表 3 今世缘 PB Band


资料来源: Wind、华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,607	3,367	4,756	6,834
应收票据	8	27	33	40
应收账款	32	30	36	44
预付账款	24	26	30	36
存货	2,151	2,075	2,108	2,219
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,669	2,672	2,676	2,697
流动资产合计	6,491	8,197	9,639	11,870
其他长期投资	0	600	600	600
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	1,026	1,001	978	1,207
在建工程	97	726	1,101	883
无形资产	129	87	78	70
其他非流动资产	2,304	822	820	819
非流动资产合计	3,571	3,251	3,592	3,594
资产合计	10,062	11,448	13,231	15,464
短期借款	0	0	0	0
应付票据	79	88	101	120
应付账款	197	221	251	300
预收款项	1,304	0	0	0
合同负债	0	1,463	1,800	2,252
其他应付款	630	630	630	630
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	568	685	810	948
流动负债合计	2,778	3,087	3,592	4,250
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	78	78	78	78
非流动负债合计	78	78	78	78
负债合计	2,856	3,165	3,670	4,328
归属母公司所有者权益	7,206	8,283	9,561	11,136
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	7,206	8,283	9,561	11,136
负债和股东权益	10,062	11,448	13,231	15,464

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,307	1,618	2,012	2,474
现金收益	1,508	1,692	2,002	2,421
存货影响	-183	76	-33	-112
经营性应收影响	3	-20	-15	-22
经营性应付影响	207	-1,271	43	69
其他影响	-227	1,141	15	117
投资活动现金流	-1,163	431	-450	-107
资本支出	-175	-673	-452	-109
股权投资	-4	0	0	0
其他长期资产变化	-984	1,104	2	2
融资活动现金流	-436	-289	-173	-289
借款增加	-20	0	0	0
股利及利息支付	-416	-646	-770	-939
股东融资	0	0	0	0
其他影响	0	357	597	650

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,870	5,419	6,545	8,043
营业成本	1,325	1,482	1,686	2,018
税金及附加	881	980	1,184	1,455
销售费用	853	916	1,145	1,408
管理费用	207	238	288	354
研发费用	14	16	19	23
财务费用	-53	-26	-26	-27
信用减值损失	-27	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	144	144	144	144
投资收益	173	173	173	173
其他收益	18	18	0	0
营业利润	1,951	2,146	2,565	3,130
营业外收入	4	3	4	4
营业外支出	13	13	13	13
利润总额	1,942	2,136	2,556	3,121
所得税	484	532	637	778
净利润	1,458	1,604	1,919	2,343
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,458	1,604	1,919	2,343
NOPLAT	1,418	1,585	1,900	2,323
EPS(摊薄) (元)	1.16	1.28	1.53	1.87

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	30.3%	11.3%	20.8%	22.9%
EBIT 增长率	26.3%	11.8%	19.9%	22.3%
归母净利润增长率	26.7%	10.0%	19.6%	22.1%
获利能力				
毛利率	72.8%	72.6%	74.2%	74.9%
净利率	29.9%	29.6%	29.3%	29.1%
ROE	20.2%	19.4%	20.1%	21.0%
ROIC	77.4%	85.8%	51.7%	51.1%
偿债能力				
资产负债率	28.4%	27.6%	27.7%	28.0%
债务权益比	1.1%	0.9%	0.8%	0.7%
流动比率	233.7%	265.5%	268.3%	279.3%
速动比率	156.2%	198.3%	209.7%	227.1%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	3	2	2	2
应付账款周转天数	47	51	50	49
存货周转天数	559	513	447	386
每股指标(元)				
每股收益	1.16	1.28	1.53	1.87
每股经营现金流	1.04	1.29	1.60	1.97
每股净资产	5.74	6.60	7.62	8.88
估值比率				
P/E	36	33	28	23
P/B	7	6	6	5
EV/EBITDA	31	28	24	19

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，金融学专业，4 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券研发中心，2017 年新财富第一、2018 年水晶球第一、2019 年新财富第三团队核心成员，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，2019 年获新财富、金麒麟、上证报等最佳分析师第一，金牛奖最具价值分析师等奖项。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500