太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-11-02

公司点评报告

买入/维持

今世缘(603369)

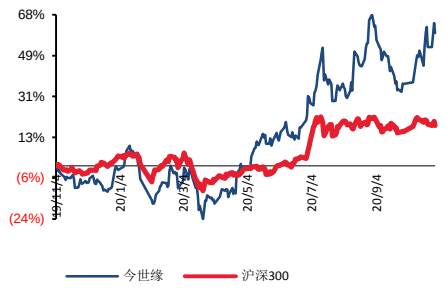
目标价：64

昨收盘：51.85

日常消费 食品、饮料与烟草

今世缘三季报点评：业绩超预期，趋势向上

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,254/1,254
总市值/流通(百万元)	65,046/65,046
12 个月最高/最低(元)	54.48/25.00

相关研究报告：

今世缘(603369)《今世缘中报点评：环比改善明显，国缘恢复增长，静待中秋加速》--2020/08/10

今世缘（603369）《今世缘：新五年计划开局顺利，2020 年继续拓展》--2020/04/29

今世缘（603369）《今世缘：股票期权激励保障长期发展》--2020/04/23

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL：huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL：caixy@tpyzq.com

事件：今世缘发布 2020 年三季报，公司前三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 41.94、13.13、13.02 亿元，同比增长 1.96%、1.52%、2.29%。单三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 12.8、2.94、2.87 亿元，同比增长 21.03%、32.70%、33.73%。收入利润均略超预期

单三季度公司现金回款 17.41 亿元，同比+34%，远高于收入增长，三季度末应收账款+应收票据 0.48 亿元，环比下降 1839 万，同比下降 4774 万，预收账款+合同负债 6.34 亿元，环比增加 2.82 亿元，同比增加 1.60 亿元，票据下降叠加预收增加较多带动收现增长；应付账款 3.88 亿元，环比增加 8607 万，跟在建工程付款节奏有关。公司报表质量良好。

收入分析：国缘高速增长，所有区域转正

前三季度公司实现营收 41.95 亿元，同比+1.96%（Q1：-9.41%；Q2：+3.81%；Q3：+21.03%）。

Q3 拆分来看，**1）产品：**300 元以上的特 A 类产品增速良好，同比增长 37.6%，占比 67.94%，同比提升 8.16pct，其次是 50 元-100 元的 A 类，同比增长 13.45%，占比 4.86%，同比下降 0.33pct。**2）区域：**Q3 所有区域增速转正，Q3 省内增长 22.23%，省外增长 6.68%，增速主要由省内贡献，其中省内南京大区和淮安大区增长较快，分别同比增长 36.6%和 26.3%。**3）经销商：**截至三季度末，公司共有经销商 899 家，其中省内 387 家，省外 512 家，Q3 省内增加 43 家，省外增加 13 家。

利润分析：毛利率下降，销售费用率下降，净利率基本持平

前三季度公司归母净利润 13.13 亿元，同比增长 1.52%（Q1：-9.52%；Q2：+1.91%；Q3：+32.70%）。Q3 毛利率 76.78%，同比提升 2.83pct，主要与产品结构有关，Q3 高毛利的 A+类产品销售良好。

前三季度公司税率 22.50%，同比下滑 3.9pct，我们认为主要与季节缴纳节奏不同及去年基数较高有关。期间费用率 28.93%，同比提升

执业资格证书编码：S1190517050002
证券分析师：李鑫鑫
电话：021-58502206
E-MAIL：lixx@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190519100001

5.84pct，其中销售费用率 24.68%，同比提升 7.27pct，主要是公司为应对中秋旺季进行渠道铺货，费用投入加大所致；管理费用率 4.06%，同比下滑 1.37pct。Q3 净利率 22.95%，同比提升 2.02pct，主要来自毛利率提升、税率下降。

未来展望：环比改善确立，中长期看好公司发展

2019 年作为新五年战略的开局之年，顺利完成目标，今年短期疫情影响最差时间段已经过去。Q3 公司积极布局中秋旺季，动销表现良好。但考虑到明年春节比今年晚一个月，预计全年完成股权激励目标有一定压力。中长期来看，我们看好公司在次高端和宴席市场的深耕和布局，股票期权激励计划扩大激励范围，三年激励目标有望实现。

盈利预测：我们预测公司 2020-2022 年的收入增速分别为 6%、27%、23%；净利润增速分别为 6%、29%、19%，EPS 分别为 1.23、1.59、1.90 元/股。综合白酒行业当前估值、考虑到区域龙头特征，我们按照 2021 年业绩给 40 倍 PE，一年目标价 64 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：省内竞争加剧，公司出现重大管理瑕疵；宏观经济发生较大的波动，白酒消费有大幅下滑等。

■ **主要财务指标**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4874	5166	6545	8051
增长率（%）	30%	6%	27%	23%
净利润(百万元)	1458	1545	1994	2381
增长率（%）	27%	6%	29%	19%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.23	1.59	1.90

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。