今世缘（603369）

公司研究/点评报告

Q3 业绩表现亮眼，未来发展看点十足

—今世缘（603369）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料　　2020 年 11 月 02 日

一、事件概述

10 月 30 日今世缘发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 41.95 亿元，同比+1.93%；实现归母净利润 13.13 亿元，同比+1.52%，基本 EPS 为 1.05 元。折合 Q3 单季度公司实现营收/归母净利润 12.81/2.94 亿元，同比分别+20.99%/+32.70%。

二、分析与判断

➢ 把握旺季加速增长，特 A+类产品表现亮眼

20Q3 单季度公司营收/业绩同比+20.99%/+32.70%，增速环比+17.26ppt/+30.79ppt，疫情后江苏白酒消费市场恢复较快，公司加大政策支持把握双节白酒动销旺季。**特 A+类产品引领增长，**20Q3 特 A+/特 A 产品分别实现营收 8.69/2.99 亿元，分别同比+37.60%/-5.07%，占比同比+8.16ppt/-6.44ppt，预计主要系国缘与 V 系增长态势良好带动产品结构优化明显，**毛利率亦因此得以提升，** Q3 为 76.78%，同比+2.83ppt。**分地区看，**淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区分别同比+26.26%/+36.65%/+11.10%/+15.22%/+20.38%，省内各市场得益于动销回暖及宴席市场集中恢复整体增长明显，其中南京与淮安市场引领增长。

➢ 公司经营持续改善，多因素拉动盈利能力提高

从合同负债来看，20Q3 期末公司合同负债为 634.20 亿元，同比+33.77%，环比+80.29%，主要系公司采取较为积极的返利政策催生渠道打款热情。**从现金流来看，**20Q3 单季度公司销售收现/经营现金流净额分别为 17.41/6.77 亿元，分别同比+34.34%/+168.58%，回款状况良好。

从期间费用来看，前三季度期间费用率变化较小，20Q3 同比+5.85ppt 至 28.92%，其中销售/管理费用率为 24.66%/4.06%，分别同比+7.27ppt/-1.36ppt，Q3 单季度销售费用同比+71.59%，预计主要系公司为迎接旺季加大费用投入所致，管理和财务费用率基本稳定。

从净利率来看，前三季度公司归母净利率为 31.31%，同比-0.13ppt(Q3 为 22.95%，同比+2.03ppt)，除毛利率及期间费用率外，20Q3 单季度税金占比同比-3.89ppt（预计主要系生产与销售错配所致）贡献盈利能力。

➢ 环比改善明显，看好未来发展前景

公司积极作为，整体经营状况环比改善明显，未来发展具备多重看点：1）省内精耕，公司地处江苏，白酒消费价格带高、氛围好，通过提高苏中、苏南市场的品牌力，未来有望持续受益于江苏省内广阔的白酒市场；2）产品端发力高端，未来 V 系列有望承接消费升级，维持快速增长态势；3）省外扩张持续进行，公司在环江苏市场享有一定知名度，未来发力省外将为公司业绩的持续增长提供保障。

三、投资建议

预计 2020-2022 年收入分别为 54.49 亿元/65.87 亿元/81.22 亿元，同比增长 11.8%/20.9%/23.3%。归属上市公司净利润 15.84 亿元/18.69 亿元/23.33 亿元，同比增长 8.6%/18.0%/24.8%，折合 EPS 1.26 元/1.49 元/1.86 元，对应 PE 分别为 41X/35X/28X，公司估值水平低于白酒板块 2020 年 45 倍 PE（wind 一致预期，算数平均法），给予“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情或经济下滑拖累需求，省内竞争加剧，省外开拓不及预期，食品安全问题等。

推荐　　维持评级

当前价格：　51.85 元

交易数据	2020-10-30
近 12 个月最高/最低(元)	56.90/24.80
总股本（百万股）	1,255
流通股本（百万股）	1,255
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	650
流通市值（亿元）	650

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：　S0100519010004

电话：　010-85127513

邮箱：　yujie@mszq.com

研究助理：郝宇新

执业证号：　S0100120070030

电话：　021-60876735

邮箱：　haoyuxin@mszq.com

相关研究

1.20Q2 环比改善明显，看好全年目标达成

2.今世缘（603369）2019 年半年报点评：产品结构持续改善，高增长势头不减

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,874	5,449	6,587	8,122
增长率（%）	30.3%	11.8%	20.9%	23.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,458	1,584	1,869	2,333
增长率（%）	26.7%	8.6%	18.0%	24.8%
每股收益（元）	1.16	1.26	1.49	1.86
PE（现价）	44.6	41.1	34.8	27.9
PB	9.0	7.9	6.8	5.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,874	5,449	6,587	8,122
营业成本	1,325	1,471	1,739	2,112
营业税金及附加	881	953	1,172	1,433
销售费用	853	876	1,108	1,350
管理费用	207	242	286	356
研发费用	14	18	21	27
EBIT	1,593	1,888	2,262	2,845
财务费用	(50)	(48)	(62)	(90)
资产减值损失	0	20	23	20
投资收益	173	173	173	173
营业利润	1,951	2,105	2,490	3,103
营业外收支	(10)	(0)	(5)	(3)
利润总额	1,942	2,104	2,485	3,101
所得税	484	520	617	768
净利润	1,458	1,584	1,869	2,333
归属于母公司净利润	1,458	1,584	1,869	2,333
EBITDA	1,697	2,005	2,395	2,996

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1607	2382	4075	5324
应收账款及票据	32	61	59	82
预付款项	24	18	26	29
存货	2151	2820	2871	4204
其他流动资产	72	72	72	72
流动资产合计	6491	7946	9669	12273
长期股权投资	15	188	362	535
固定资产	1026	1158	1356	1521
无形资产	129	128	134	135
非流动资产合计	3571	3702	3819	3917
资产合计	10062	11648	13489	16191
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	276	335	380	471
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2778	3320	3859	4823
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	78	78	78	78
非流动负债合计	78	78	78	78
负债合计	2856	3398	3937	4902
股本	1255	1255	1255	1255
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7206	8250	9552	11289
负债和股东权益合计	10062	11648	13489	16191

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	30.3%	11.8%	20.9%	23.3%
EBIT 增长率	20.5%	18.5%	19.8%	25.8%
净利润增长率	26.7%	8.6%	18.0%	24.8%
盈利能力				
毛利率	72.8%	73.0%	73.6%	74.0%
净利润率	29.9%	29.1%	28.4%	28.7%
总资产收益率 ROA	14.5%	13.6%	13.9%	14.4%
净资产收益率 ROE	20.2%	19.2%	19.6%	20.7%
偿债能力				
流动比率	2.3	2.4	2.5	2.5
速动比率	1.6	1.6	1.8	1.7
现金比率	1.5	1.5	1.7	1.6
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	3.1	3.2	3.1	3.1
存货周转天数	559.4	605.8	582.6	594.2
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）				
每股收益	1.2	1.3	1.5	1.9
每股净资产	5.7	6.6	7.6	9.0
每股经营现金流	1.0	1.1	1.9	1.5
每股股利	0.4	0.4	0.5	0.5
估值分析				
PE	44.6	41.1	34.8	27.9
PB	9.0	7.9	6.8	5.8
EV/EBITDA	37.1	31.0	25.2	19.8
股息收益率	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,458	1,584	1,869	2,333
折旧和摊销	104	137	156	171
营运资金变动	30	(159)	487	(410)
经营活动现金流	1,281	1,389	2,342	1,922
资本开支	150	75	82	78
投资	(1,185)	0	0	0
投资活动现金流	(1,163)	(75)	(82)	(78)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(20)	0	0	0
筹资活动现金流	(436)	(540)	(567)	(595)
现金净流量	(318)	774	1,693	1,249

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

郝宇新，食品饮料行业研究助理，约翰霍普金斯大学金融学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖白酒、啤酒板块。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。