重回高增长，国缘持续拉升

——今世缘 2020 年三季度报点评

公司点评

● 业绩略超预期，Q3 收入利润均超 20%

公司 2020Q1-Q3 总营收 41.95 亿（+1.93%），归母净利润 13.13 亿（+1.52%）；其中 2020Q3 营收 12.81 亿（+20.99%），归母净利润 2.94 亿（+32.70%），扣非净利润 2.87 亿（+33.73%），2020Q1-Q3 营收+△预收款为 44.77 亿（+4.53%），业绩略超预期。2020Q3 末合同负债 6.34 亿，同比增加 1.60 亿，环比增加 2.82 亿，系预收款确认时点所致。2020Q1-Q3 经营性现金流净额为 6.51 亿（+18.36%），其中 2020Q3 为 6.77 亿（+168.65%），系 Q3 销售回款 17.41 亿（+34.34%）所致。2020Q1-Q3 购建固定资产等支付的现金为 2.54 亿（+136.78%），系南厂区陶坛酒库二期等技改项目建设增加所致。

● 国缘占比 75%，南京大区增速超 30%

毛利率 2020Q1-Q3 为 71.69%（-0.78pct），其中 Q3 为 76.78%（+2.84pct），系产品结构优化所致。净利率 2020Q1-Q3 为 31.32%（-0.15pct），其中 Q3 为 22.96%（+2.01pct），系毛利率提升 2.84pct、销售费用率增加 7.27pct 等所致。分产品来看，2020Q1-Q3 特 A+营收 25.58 亿（+10.98%），其中 Q3 营收 8.69 亿（+37.7%），预计四开增速超 35%，国缘系列占比 75%。预计前三季度 V 系列营收超 2 个亿。2020Q1-Q3 特 A 营收 11.96 亿（-7.13%），其中 Q3 营收 2.99 亿（-5.1%），预计今世缘系列下滑幅度继续收窄。分区域来看，2020Q1-Q3 省内营收 39.02 亿（+1.74%），其中 Q3 营收 11.96 亿（+22.29%）；前三季度省内均实现正增长，Q3 淮安大区/南京大区/苏南大区/苏中大区/盐城大区/淮海大区营收增速分别为 26%/37%/11%/15%/12%/19%，南京大区依旧表现亮眼（Q3 为 3.31 亿）。2020Q1-Q3 省外营收 2.83 亿（+6.41%），其中 Q3 营收 0.84 亿（+6.33%），前三季度省内外比重为 93:7。

● Q4 望延续两位数增长，品牌势能持续释放

Q3 公司顺利转正，省内外均实现正增长，主要群体消费基本恢复正常，我们认为短期库存良性、产品价格稳定及销售确定性高，中期国缘占比持续提升带动产品结构持续优化，长期跟随苏酒构建周边板块机会，Q4 有望延续两位数增长。结合三季报，我们调整公司 2020-2022 年 EPS 为 1.23/1.53/1.89 元（前值分别为 1.31/1.64/2.10 元），当前股价对应 PE 分别为 35/28/22 倍，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：疫情拖累消费；核心产品增长不及预期；省外扩张不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,736	4,870	5,122	5,977	7,044
增长率(%)	26.6	30.3	5.2	16.7	17.9
净利润(百万元)	1,151	1,458	1,540	1,915	2,376
增长率(%)	28.4	26.7	5.6	24.4	24.1
毛利率(%)	72.9	72.8	73.2	75.0	76.8
净利率(%)	30.8	29.9	30.1	32.0	33.7
ROE(%)	18.8	20.2	18.7	19.6	20.2
EPS(摊薄/元)	0.92	1.16	1.23	1.53	1.89
P/E(倍)	46.2	36.5	34.5	27.8	22.4
P/B(倍)	8.7	7.4	6.5	5.4	4.5

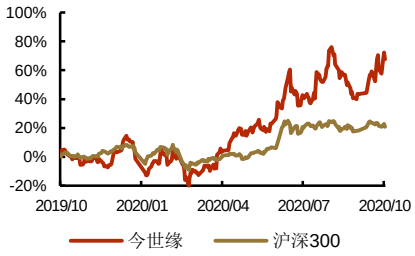
强烈推荐（维持评级）

王言海（分析师）
wangyanhai@xsdzq.cn
证书编号：S0280520080003

孙山山（分析师）
sunshanshan@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030002

市场数据	时间 2020.10.30
收盘价(元):	51.85
一年最低/最高(元):	24.8/56.9
总股本(亿股):	12.55
总市值(亿元):	650.46
流通股本(亿股):	12.55
流通市值(亿元):	650.46
近 3 月换手率:	50.67%

股价一年走势



相关报告

《业绩符合预期，核心产品持续发力》2020-08-08

《2020 年目标理性务实，稳扎稳打向前进》2020-04-28

《期权方案凝聚人心，公司大踏步向前进》2020-04-24

《“品牌+渠道”双轮驱动，省外扩张正当时》2020-03-14

《业绩预增符合预期，2020 年营收或仍将维持 25%左右增速》2020-01-15

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**6222**	**6491**	**7525**	**9347**	**11176**
现金	1887	1607	3834	5027	6722
应收票据及应收账款合计	59	32	68	49	87
其他应收款	12	14	14	18	19
预付账款	7	24	9	29	16
存货	1968	2151	2112	2536	2549
其他流动资产	2288	2663	1488	1688	1784
非流动资产	**2366**	**3571**	**3544**	**3680**	**3855**
长期投资	11	15	19	23	27
固定资产	764	1026	1028	1165	1330
无形资产	107	129	107	87	71
其他非流动资产	1485	2401	2389	2404	2427
资产总计	**8588**	**10062**	**11069**	**13027**	**15031**
流动负债	**2462**	**2778**	**2759**	**3172**	**3203**
短期借款	20	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	251	276	309	326	362
其他流动负债	2191	2501	2450	2847	2841
非流动负债	**17**	**78**	**78**	**78**	**78**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	78	78	78	78
负债合计	**2479**	**2856**	**2837**	**3250**	**3282**
少数股东权益	14	0	-1	-1	-1
股本	1255	1255	1255	1255	1255
资本公积	718	717	717	717	717
留存收益	4104	5222	6231	7472	9011
归属母公司股东权益	6095	7206	8232	9777	11750
负债和股东权益	**8588**	**10062**	**11069**	**13027**	**15031**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	1144	**1296**	**1131**	**1795**	**1550**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1121**	**1307**	**1408**	**1711**	**2147**
净利润	1151	1458	1540	1915	2376
折旧摊销	88	104	101	113	133
财务费用	-25	-50	-63	-107	-140
投资损失	-174	-173	-130	-144	-155
营运资金变动	40	30	-1	-17	-7
其他经营现金流	41	-61	-39	-49	-60
投资活动现金流	**-229**	**-1163**	**1271**	**-255**	**-189**
资本支出	205	150	-31	132	171
长期投资	-202	-1185	-4	-4	-4
其他投资现金流	-226	-2198	1235	-127	-22
筹资活动现金流	**-295**	**-436**	**-452**	**-263**	**-263**
短期借款	20	-20	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-315	-415	-452	-263	-263
现金净增加额	**598**	**-292**	**2227**	**1193**	**1695**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3736**	**4870**	**5122**	**5977**	**7044**
营业成本	1014	1325	1372	1496	1636
营业税金及附加	632	881	891	1034	1212
营业费用	586	853	840	974	1141
管理费用	173	207	205	227	254
研发费用	14	14	9	13	19
财务费用	-25	-50	-63	-107	-140
资产减值损失	25	0	0	0	0
公允价值变动收益	9	144	39	48	60
其他收益	11	18	9	11	12
投资净收益	174	173	130	144	155
营业利润	**1516**	**1951**	**2046**	**2544**	**3151**
营业外收入	14	3	9	7	8
营业外支出	5	13	8	8	8
利润总额	**1525**	**1942**	**2047**	**2543**	**3151**
所得税	374	484	508	628	775
净利润	**1151**	**1458**	**1540**	**1915**	**2376**
少数股东损益	0	0	-1	-0	-0
归属母公司净利润	**1151**	**1458**	**1540**	**1915**	**2376**
EBITDA	1558	1997	2066	2524	3108
EPS（元）	0.92	1.16	1.23	1.53	1.89

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	26.6	30.3	5.2	16.7	17.9
营业利润(%)	25.5	28.7	4.8	24.4	23.9
归属于母公司净利润(%)	28.4	26.7	5.6	24.4	24.1
获利能力					
毛利率(%)	72.9	72.8	73.2	75.0	76.8
净利率(%)	30.8	29.9	30.1	32.0	33.7
ROE(%)	18.8	20.2	18.7	19.6	20.2
ROIC(%)	37.3	154.8	166.3	174.8	184.4
偿债能力					
资产负债率(%)	28.9	28.4	25.6	25.0	21.8
净负债比率(%)	-30.4	-22.2	-46.5	-51.3	-57.2
流动比率	2.5	2.3	2.7	2.9	3.5
速动比率	0.9	1.5	1.9	2.1	2.7
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	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.2	5.0	0.0	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.16	1.23	1.53	1.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	2.66	1.12	1.36	1.71
每股净资产(最新摊薄)	4.86	5.74	6.56	7.79	9.37
估值比率					
P/E	46.2	36.5	34.5	27.8	22.4
P/B	8.7	7.4	6.5	5.4	4.5
EV/EBITDA	32.8	24.5	23.2	18.4	14.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王言海，现任职于新时代证券，首席分析师，从事于食品饮料方向研究，从业证书编号为：S0280520080003。7 年酒类消费品专业咨询经验，2 年证券从业经验，曾深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017 年 9 月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/