消费升级与娱乐研究中心

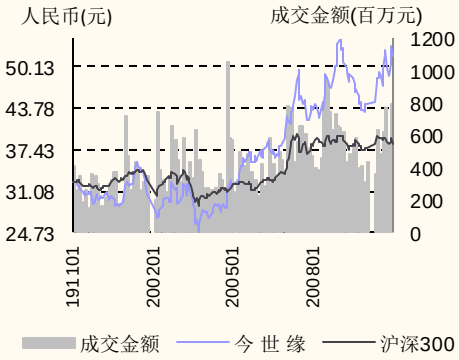
今世缘 (603369.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：51.85 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	12.55
已上市流通 A 股(亿股)	12.55
总市值(亿元)	650.46
年内股价最高最低(元)	54.48/24.73
沪深 300 指数	4695
上证指数	3225



相关报告

1.《笃定前行，业绩环比加速可期-今世缘 20 年中报点评》，2020.8.8

2.《苏酒龙头笃定前行，21 年业绩有望步入加速期-苏酒龙头笃定前行...》，2020.4.30

3.《缘结天下，笃定前行，迈入发展新阶段-今世缘深度报告》，2020.3.15

Q3 动销加速恢复，高端国缘持续发力

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.92	1.16	1.30	1.64	2.08
每股净资产(元)	4.86	5.74	6.69	7.91	9.55
每股经营性现金流(元)	0.89	1.02	1.28	1.60	2.09
市盈率(倍)	15.80	28.15	40	32	25
净利润增长率(%)	28.45%	26.71%	12.04%	25.94%	26.93%
净资产收益率(%)	18.88%	20.23%	19.48%	20.74%	21.80%
总股本(百万股)	1,254.50	1,254.50	1,254.50	1,254.50	1,254.50

来源：公司年报、国金证券研究所

点评

- 公司发布三季报，20Q1-Q3 实现营业收入 41.93 亿，同增 1.96%；归母净利润 13.13 亿，同增 1.52%；其中 20Q3 营业收入 12.80 亿，同增 21.03%；归母净利润 2.94 亿，同增 32.70%。

经营分析

- **Q3 业绩实现高增长，产品结构加速升级。**20Q3 营业收入 12.80 亿，同增 21%；Q3 末预收款（合同负债）环增 2.82 亿元，还原预收款后实际营业收入增速 27.6%，旺季动销旺盛。分产品看，20Q3 的特 A+类、特 A 类、A 类收入增速分别为+37.60%/-5.08%/+13.44%，产品结构上行趋势不变，300 元以上产品占比持续提升。分区域看，20Q3 省内、省外收入同增 22.23%/6.68%，其中淮安、南京、苏南、苏中、盐城、淮海地区收入增速分别为 26.26%/36.64%/11.10%/15.22%/11.36%/20.38%；20Q3 苏南、苏中、淮海、省外经销商净增加 26/8/9/13 家，重点市场持续渗透。分渠道看，20Q3 直销（含团购）、批发代理收入分别同比+200.86%/+17.40%。
- **盈利能力稳步提升，旺季加大费用投放。**20Q3 毛利率为 76.78%，同比+2.83pcts，主要系 1）产品结构提升，2）折扣减少。20Q3 净利率同比+2.01pcts，其中销售费用率同比+7.27pcts，疫情稳定后广告投放、市场支持逐步恢复，并且加大了经销商的费用支持；管理费用率同比-1.37pcts，预计控费水平有所提升，营业税金及附加占比同比-3.90pcts。
- **苏酒龙头笃定前行，长期稳定增长依旧可期。**近期渠道反馈，当前国缘库存为 1.5 个月左右，库存处于良性，渠道打款积极性较高，21 年加速改善可期。我们认为企业改制及内部激励有望释放企业活力，通过绑定核心骨干和高管的利益，有望激发积极性。今世缘的未来空间在于省内“结构升级+区域扩张”：区域上，苏南及苏中市场空间依旧广阔；产品上，公司次高端产品占比超 50%，省内消费升级带动产品结构加速改善。

盈利预测

- 预计 20-22 年公司收入增速 10%/24%/22%，归母净利润增速 12%/26%/27%，对应 EPS 分别为 1.30/1.64/2.08 元，对应 PE 为 40/32/25x，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行；行业竞争加剧；疫情不确定性影响需求。

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**2,957**	**3,741**	**4,874**	**5,361**	**6,648**	**8,110**
增长率		26.5%	30.3%	10.0%	24.0%	22.0%
主营业务成本	-835	-1,014	-1,325	-1,514	-1,861	-2,190
%销售收入	28.2%	27.1%	27.2%	28.3%	28.0%	27.0%
毛利	2,122	2,727	3,548	3,846	4,786	5,920
%销售收入	71.8%	72.9%	72.8%	71.8%	72.0%	73.0%
营业税金及附加	-405	-632	-881	-911	-1,064	-1,257
%销售收入	13.7%	16.9%	18.1%	17.0%	16.0%	15.5%
销售费用	-428	-586	-853	-804	-997	-1,176
%销售收入	14.5%	15.7%	17.5%	15.0%	15.0%	14.5%
管理费用	-195	-173	-207	-214	-266	-341
%销售收入	6.6%	4.6%	4.2%	4.0%	4.0%	4.2%
研发费用	0	-14	-14	-13	-20	-24
%销售收入	0.0%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润（EBIT）	1,093	1,322	1,593	1,903	2,440	3,122
%销售收入	37.0%	35.3%	32.7%	35.5%	36.7%	38.5%
财务费用	10	25	50	40	58	87
%销售收入	-0.4%	-0.7%	-1.0%	-0.7%	-0.9%	-1.1%
资产减值损失	-5	-25	0	0	0	0
公允价值变动收益	2	9	144	10	10	10
投资收益	101	174	173	180	190	200
%税前利润	8.4%	11.4%	8.9%	8.3%	7.0%	5.8%
营业利润	1,208	1,516	1,951	2,146	2,713	3,438
营业利润率	40.8%	40.5%	40.0%	40.0%	40.8%	42.4%
营业外收支	-4	9	-10	12	12	12
税前利润	1,204	1,525	1,942	2,158	2,725	3,450
利润率	40.7%	40.8%	39.8%	40.3%	41.0%	42.5%
所得税	-308	-374	-484	-524	-668	-838
所得税率	25.6%	24.6%	24.9%	24.3%	24.5%	24.3%
净利润	895	1,151	1,458	1,634	2,057	2,611
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**896**	**1,151**	**1,458**	**1,634**	**2,057**	**2,611**
净利率	30.3%	30.8%	29.9%	30.5%	30.9%	32.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	895	1,151	1,458	1,634	2,057	2,611
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
非现金支出	105	113	104	111	137	157
非经营收益	-114	-183	-311	-182	-226	-233
营运资金变动	116	40	30	39	43	81
经营活动现金净流	**1,001**	**1,121**	**1,281**	**1,602**	**2,012**	**2,617**
资本开支	-247	-205	-150	-481	-319	-419
投资	-374	-202	-1,185	-210	-210	-200
其他	91	179	172	180	190	200
投资活动现金净流	-530	-229	-1,163	-511	-339	-419
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	20	-20	0	0	0
其他	-231	-315	-416	-452	-527	-552
筹资活动现金净流	**-231**	**-295**	**-436**	**-452**	**-527**	**-552**
现金净流量	**241**	**598**	**-318**	**639**	**1,146**	**1,646**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,289	1,887	1,607	2,246	3,392	5,037
应收款项	64	71	108	157	217	283
存货	1,704	1,968	2,151	2,282	2,779	3,240
其他流动资产	2,018	2,325	2,641	2,820	3,034	3,248
流动资产	5,075	6,251	6,508	7,505	9,422	11,807
%总资产	70.3%	72.8%	64.7%	65.6%	69.4%	72.7%
长期投资	609	677	2,072	2,092	2,112	2,122
固定资产	999	1,059	1,123	1,168	1,338	1,588
%总资产	13.8%	12.3%	11.2%	10.2%	9.9%	9.8%
无形资产	132	125	141	146	150	154
非流动资产	2,148	2,337	3,555	3,930	4,153	4,443
%总资产	29.7%	27.2%	35.3%	34.4%	30.6%	27.3%
资产总计	**7,223**	**8,588**	**10,062**	**11,435**	**13,575**	**16,251**
短期借款	0	20	0	0	0	0
应付款项	815	836	907	1,060	1,287	1,493
其他流动负债	1,112	1,606	1,871	1,915	2,302	2,718
流动负债	1,927	2,462	2,778	2,975	3,589	4,210
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	78	72	67	62
负债	**1,944**	**2,479**	**2,856**	**3,047**	**3,656**	**4,272**
普通股股东权益	**5,262**	**6,095**	**7,206**	**8,388**	**9,919**	**11,978**
其中：股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
未分配利润	2,886	3,624	4,608	5,790	7,321	9,380
少数股东权益	17	14	0	0	0	0
负债股东权益合计	**7,223**	**8,588**	**10,062**	**11,435**	**13,575**	**16,251**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.71	0.92	1.16	1.30	1.64	2.08
每股净资产	4.19	4.86	5.74	6.69	7.91	9.55
每股经营现金净流	0.80	0.89	1.02	1.28	1.60	2.09
每股股利	0.19	0.25	0.33	0.36	0.42	0.44
回报率						
净资产收益率	17.02%	18.88%	20.23%	19.48%	20.74%	21.80%
总资产收益率	12.40%	13.40%	14.49%	14.29%	15.16%	16.07%
投入资本收益率	15.38%	16.25%	16.44%	17.04%	18.46%	19.64%
增长率						
主营业务收入增长率	15.78%	26.49%	30.28%	10.00%	24.00%	22.00%
EBIT增长率	20.59%	20.93%	20.51%	19.44%	28.19%	27.98%
净利润增长率	18.79%	28.45%	26.71%	12.04%	25.94%	26.93%
总资产增长率	16.91%	18.89%	17.17%	13.65%	18.71%	19.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.4	3.3	3.1	3.2	3.2	3.2
存货周转天数	703.2	661.1	567.2	550.0	545.0	540.0
应付账款周转天数	54.6	56.0	47.2	50.0	53.0	55.0
固定资产周转天数	94.0	74.5	76.9	89.3	75.8	68.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.25%	-34.83%	-58.26%	-60.05%	-64.35%	-68.70%
EBIT利息保障倍数	-104.2	-52.4	-32.0	-47.7	-41.8	-35.8
资产负债率	26.92%	28.86%	28.38%	26.65%	26.93%	26.29%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH