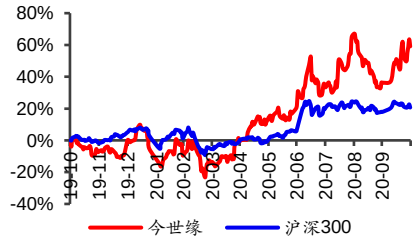
# 边际如期提速，产品结构持续上移

**投资评级：买入（维持）**

| 报告日期： | 2020-10-30 |
|---|---|
| 收盘价（元） | 51.85 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 56.90/24.54 |
| 总股本（百万股） | 1,255 |
| 流通股本（百万股） | 1,255 |
| 流通股比例（%） | 100 |
| 总市值（亿元） | 650 |
| 流通市值（亿元） | 650 |

公司价格与沪深 300 走势比较




**分析师：文献**
执业证书号：S0010520060002
电话：13923413412
邮箱：wenxian@hazq.com
**联系人：姚启璠**
执业证书号：S0010120040033
电话：13795262443
邮箱：yaoqf@hazq.com

**相关报告**

《今世缘首次覆盖：省内深度发展，国缘系快速成长》-20200807

《华安证券_公司研究_公司点评_今世缘（603369）：二季度转增，边际看持续改善》-20200810

## 事件

公司发布三季报，前三季度营业总收入 41.9 亿（+1.9% YoY），归母净利润 13.3 亿（+1.5% YoY），3Q20 营业总收入 12.8 亿（+21%YoY），归母净利润 2.9 亿（+32.7%），基本符合预期。

## 主要观点

**产品持续结构上移，货折收窄毛利率显著走强。**3Q20 公司特 A+类次高端产品营收 8.7 亿元，同增 37.6%实现快速增长，次高端以上产品营收占比快速提升至 68%，其中预计国缘四开快速增长，高端 V 系列培育尤为明显，带动产品结构整体上移，3Q20 毛利率 76.78%，环比 2Q 增 13.16pct，同比增 2.83pct，主要系 2Q20 货折体现在收入成本端，2Q 毛利率异常走低，3Q 货折影响基本消除，叠加四开以上产品占比提升，毛利率明显增长。

**现金流等各项指标稳健，财务质量走强。**3Q20 预收款余额 6.3 亿，环比 2Q20 增 2.8 亿，同比 3Q19 增 1.6 亿，3Q20 经营净现金流 6.8 亿，环比 2Q20 增 4.7 亿，同比 3Q19 增 4.3 亿，财务质量走强；3Q20 销售费用同增 72%，环比 Q2 增 10 倍，销售费用率同增 7.27pct，或系 3Q 公司旺季加大渠道投入所致，管理费用、营业税金均基本正常。

**区域协同发展，省内南下省外扩张。**3Q20，省内市场实现营收 12.8 亿元，同增 21%，淮安、南京、苏南、苏中、盐城、淮海大区分别同增 26%、37%、11%、15%、11%、20%，淮安、南京增速领跑或主要系受益于次高端整体扩容，苏北市场消费升级，省会市场表现尤为明显。苏中 1Q/2Q/3Q 增速分别为-5%/0%/+15%，苏南 1Q/2Q/3Q 增速分别为-14%/6%/11%，环比均持续改善，反应公司南下战略持续兑现（Q3 苏南新增经销商 33 个），苏中、苏南仍是公司省内增量核心市场；3Q20，省外市场实现营收 0.84 亿，同增 7%，2020 年公司省外以山东、北京、上海为首规划 5 个销售口径亿级市场，看好公司省外市场迎来质的突破。

**边际如期提速，维持“买入”评级。**公司 3Q 业绩边际改善明显，符合预期，维持 2020~2022 年业绩预测，预计营收同增 7%、24%、20%，EPS 1.25、1.56、1.89 元，PE 为 41.3、33.2、27.4 倍。我们认为，产品端，公司结构顺应行业结构性增长，渠道端，公司继续发挥团购优势，加强品牌流行性，区域端，公司省内南下空间仍大，省外正在质变的关键期，且对应估值相较同业有相对优势，因此维持“买入”评级。

风险提示：1）消费升级节奏不及预期，次高端白酒发展低于预期；2）江苏省内苏南、苏中大区表现不及预期；3）省外开拓进度不及预期。

**重要财务指标** 单位:百万元

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 4874 | 5195 | 6420 | 7732 |
| 收入同比(%) | 30.3% | 6.6% | 23.6% | 20.4% |
| 归属母公司净利润 | 1458 | 1574 | 1957 | 2373 |
| 净利润同比(%) | 26.7% | 8.0% | 24.4% | 21.2% |
| 毛利率(%) | 72.8% | 71.9% | 74.1% | 75.4% |
| ROE(%) | 20.2% | 17.9% | 18.2% | 18.1% |
| 每股收益(元) | 1.16 | 1.25 | 1.56 | 1.89 |
| P/E | 28.15 | 41.32 | 33.23 | 27.41 |
| P/B | 5.70 | 7.41 | 6.06 | 4.96 |
| EV/EBITDA | 23.24 | 36.05 | 26.81 | 20.76 |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| **流动资产** | 6491 | 8559 | 11124 | 14102 |
| 现金 | 1607 | 3062 | 5328 | 7949 |
| 应收账款 | 32 | 45 | 62 | 64 |
| 其他应收款 | 14 | 20 | 21 | 26 |
| 预付账款 | 24 | 18 | 21 | 27 |
| 存货 | 2151 | 2729 | 3016 | 3357 |
| 其他流动资产 | 2663 | 2685 | 2677 | 2680 |
| **非流动资产** | 3571 | 3571 | 3571 | 3571 |
| 长期投资 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 固定资产 | 1026 | 1026 | 1026 | 1026 |
| 无形资产 | 129 | 129 | 129 | 129 |
| 其他非流动资 | 2401 | 2401 | 2401 | 2401 |
| **资产总计** | 10062 | 12130 | 14696 | 17673 |
| **流动负债** | 2778 | 3271 | 3879 | 4484 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 197 | 239 | 253 | 294 |
| 其他流动负债 | 2580 | 3033 | 3626 | 4190 |
| **非流动负债** | 78 | 78 | 78 | 78 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负 | 78 | 78 | 78 | 78 |
| **负债合计** | 2856 | 3350 | 3958 | 4562 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 1255 | 1255 | 1255 | 1255 |
| 资本公积 | 717 | 717 | 717 | 717 |
| 留存收益 | 5235 | 6809 | 8767 | 11140 |
| 归属母公司股东 | 7206 | 8780 | 10738 | 13111 |
| **负债和股东权** | 10062 | 12130 | 14696 | 17673 |

| 现金流量表 | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| **经营活动现金** | 1307 | 1143 | 1951 | 2305 |
| 净利润 | 1458 | 1574 | 1957 | 2373 |
| 折旧摊销 | 104 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -173 | -177 | -180 | -182 |
| 营运资金变动 | 30 | -120 | 308 | 248 |
| 其他经营现金 | 1317 | 1559 | 1515 | 1990 |
| **投资活动现金** | -1163 | 311 | 314 | 316 |
| 资本支出 | -150 | -10 | -10 | -10 |
| 长期投资 | -1185 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金 | 172 | 321 | 324 | 326 |
| **筹资活动现金** | -436 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | -20 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金 | -415 | 0 | 0 | 0 |
| **现金净增加额** | -292 | 1455 | 2266 | 2621 |

| 利润表 | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| **营业收入** | 4874 | 5195 | 6420 | 7732 |
| 营业成本 | 1325 | 1461 | 1665 | 1899 |
| 营业税金及附加 | 881 | 939 | 1161 | 1398 |
| 销售费用 | 853 | 827 | 1059 | 1314 |
| 管理费用 | 207 | 234 | 289 | 348 |
| 财务费用 | -50 | -47 | -42 | -66 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收 | -144 | -144 | -144 | -144 |
| 投资净收益 | 173 | 177 | 180 | 182 |
| **营业利润** | 1951 | 2106 | 2616 | 3170 |
| 营业外收入 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 营业外支出 | 13 | 13 | 13 | 13 |
| **利润总额** | 1942 | 2096 | 2607 | 3160 |
| 所得税 | 484 | 522 | 649 | 787 |
| **净利润** | 1458 | 1574 | 1957 | 2373 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | 1458 | 1574 | 1957 | 2373 |
| EBITDA | 1697 | 1720 | 2227 | 2750 |
| EPS（元） | 1.16 | 1.25 | 1.56 | 1.89 |

| 主要财务比率 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | 30.3% | 6.6% | 23.6% | 20.4% |
| 营业利润 | 28.7% | 7.9% | 24.2% | 21.2% |
| 归属于母公司净利 | 26.7% | 8.0% | 24.4% | 21.2% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率(%) | 72.8% | 71.9% | 74.1% | 75.4% |
| 净利率(%) | 29.9% | 30.3% | 30.5% | 30.7% |
| ROE(%) | 20.2% | 17.9% | 18.2% | 18.1% |
| ROIC(%) | 16.6% | 14.7% | 15.6% | 15.8% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率(%) | 28.4% | 27.6% | 26.9% | 25.8% |
| 净负债比率(%) | 39.6% | 38.1% | 36.9% | 34.8% |
| 流动比率 | 2.34 | 2.62 | 2.87 | 3.15 |
| 速动比率 | 1.55 | 1.78 | 2.08 | 2.39 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.48 | 0.43 | 0.44 | 0.44 |
| 应收账款周转率 | 151.57 | 116.64 | 104.21 | 121.13 |
| 存货款周转率 | 6.72 | 6.12 | 6.58 | 6.46 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益(最新摊 | 1.16 | 1.25 | 1.56 | 1.89 |
| 每股经营现金流 | 1.04 | 0.91 | 1.56 | 1.84 |
| 每股净资产(最新 | 5.74 | 7.00 | 8.56 | 10.45 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 28.15 | 41.32 | 33.23 | 27.41 |
| P/B | 5.70 | 7.41 | 6.06 | 4.96 |
| EV/EBITDA | 23.24 | 36.05 | 26.81 | 20.76 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。
联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

## 重要声明

**分析师声明**

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

**行业评级体系**

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

**公司评级体系**

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。