太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-10

公司点评报告

买入/维持

今世缘(603369)

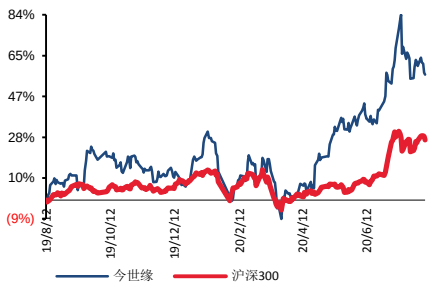
目标价：47

昨收盘：42.38

日常消费 食品、饮料与烟草

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

■ 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)	53,166/53,166
12 个月最高/最低(元)	49.71/25.00

相关研究报告：

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

今世缘（603369）《今世缘：2019 年目标完成无虞，2020 年有望保持较快增长》--2020/01/16

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 年中报，上半年公司实现营业收入 29.14 亿元，同比下滑 4.65%，归母净利润 10.19 亿元，同比下滑 4.92%，归母扣非净利润 10.15 亿元，同比下滑 4.09%。其中 Q2 实现营业收入 11.43 亿元，同比增长 3.81%，归母净利润 4.39 亿元，同比增长 1.91%，归母扣非净利润 4.33 亿元，同比增长 2.61%。其中预收账款 3.52 亿元，环比增加 0.60 亿元，同比增加 0.45 亿元（同比+14.52%）。

国缘恢复增长，盐城、省外恢复强劲

公司上半年实现营收 29.14 亿元，同比下滑 4.65%（Q1：-9.41%；Q2：+3.81%）。

从产品来看，公司产品销售增长及产品结构进一步优化，特 A 类产品占比从 54.75%提升至 57.96%，提升了 3.21pct。增速来看，上半年公司收入整体下滑的情况下，公司出厂价 300 元以上“特 A+类”产品实现正增长（同比+0.92%），其他价格带均有下滑，“特 A 类”小幅（同比-7.79%），A 类、B 类、D 类下滑严重，分别下滑 27%、15%、40%。单二季度来看，特 A+类产品及 C 类产品增速实现转正，分别增长 8.32%、34.19%，其他价格带下滑均较 Q1 放缓，显示需求恢复过程中两头产品的消费韧性。

从区域来看，南京大区销售规模达到 8.28 亿元，销售规模超过大本营淮安大区的 6 亿元，增速来看，淮海和省外大区实现了正增长，分别增长 4.69%和 6.29%。南京、淮安大区销售增速下滑较大，分别下滑 7.76%和 8.77%。单二季度来看，盐城地区、省外地区恢复强劲，分别增长 27.58%、27.5%，其他地区增速均有所好转，其中苏南、苏北、淮安恢复正增长，均实现了 4-6%的增长，苏中略有下滑，南京地区下滑 8.51%。

从经销商数量来看，今年公司逆势扩充渠道力量，省内、省外上半年分别净增 14、74 家经销商，其中省内主要由南京地区贡献。

毛利率下降，销售费用率下降，净利率基本持平

上半年公司毛利率 69.45%，同比下滑 2.51pct，在产品结构升级下，毛利率下滑主要是促销增加所致。其中 Q2 毛利率 63.62%，同比下滑 3.57pct。

上半年公司销售费用率 8.69%，同比下滑 4.17pct，主要是广告费

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

用大幅减少，广告费率从 10.41%下降至 5.82%，下滑了 4.59pct。管理费用率 2.96%，同比提升 0.56pct，主要是折旧费提升 0.24pct，职工薪酬提升了 0.08pct。期间费用率 11.55%，同比下滑 3.08pct。

上半年归母净利率 35%，同比下滑 0.1pct，归母扣非净利率 34.86%，同比提升 0.20pct，在毛利率下滑、费用率下滑的情况下，净利率录得小幅提升。

环比改善确立，全年目标有望实现

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。渠道跟踪 Q2 环比改善，公司动销加快、同时打款任务不重、渠道库存较轻，为中秋国庆旺季发力做好准备，我们预计下半年将逐季追回进度，全年双 10%目标有望实现。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 12%、21%、23%；净利润增速分别为 12%、20%、22%，EPS 分别为 1.31、1.56、1.91 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 30 倍 PE，目标价 47 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	5458	6605	8124
增长率（%）	30%	12%	21%	23%
净利润(百万元)	1458	1638	1961	2395
增长率（%）	27%	12%	20%	22%
摊薄每股收益(元)	1.16	1.31	1.56	1.91

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。