

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

今世缘(603369)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员
执业编号: S1500520110001
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

今世缘(603369): 业绩略超预期, 结构持续升级 2021.4.21

今世缘(603369): 结构优化, 区域放量 2020.12.17

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

特 A+快速放量, 省内深耕与省外扩张见效

2021年04月30日

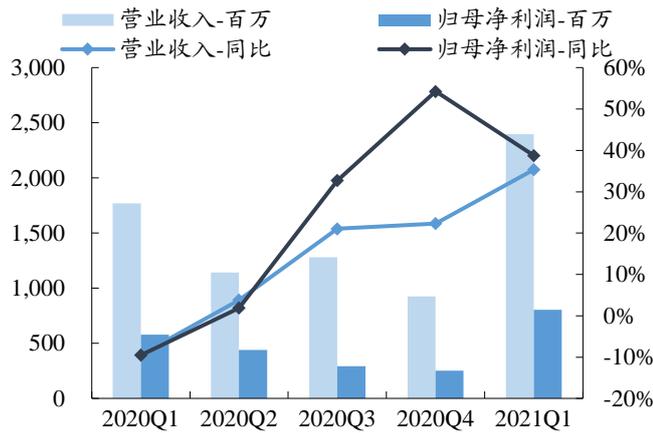
事件: 公司 21Q1 实现营业总收入 23.97 亿元, 同比增长 35.34%; 实现归母净利润 8.05 亿元, 同比增长 38.78%。

点评:

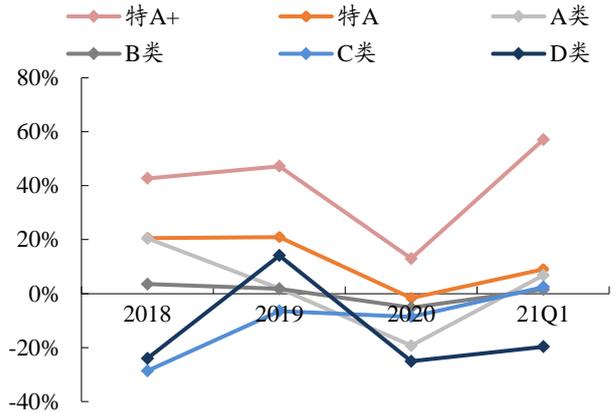
- **产品结构持续上移, 一季度业绩增长提速。** 21Q1 公司实现销售回款 21.19 亿元, 同比增长 110%; 预收款 4.82 亿元, 同比增长 65%。公司 300 元以上特 A+类产品收入增速达到 57%, 占比较 2020 年提高 4.6pct 至 64.6%, 预计公司国缘品牌收入占比较 2020 年的 75%进一步提升, 或达到 80%左右。其余特 A 类、A 类、B 类、C 类、D 类产品增速表现一般, 分别同比增长 9%、6.8%、1.5%、2.4%、-19.7%。得益于产品结构持续上移, 公司一季度收入、净利润增长提速, 毛利率达到 73.3%, 较 20Q1 略有提升。
- **期间费用率下降, 带动净利率进一步提升。** 21Q1 公司营业税金及附加占比为 16.06%, 同比减少 0.08pct; 销售费用率为 11.84%, 同比减少 0.64pct, 根据公司费用投放习惯, 上半年通常较少, 主要集中在四季度; 管理费用率为 2.05%, 同比减少 0.38pct; 期间费用率整体为 13.76%, 同比下降 1.06pct。由此, 公司一季度净利率提升 0.84pct 至 33.61%, 盈利能力进一步升高。
- **经销商布局阶段性到位, 省内发达区域与省外开始放量。** 自 2019 年以来, 公司不断扩充省内苏南、苏中大区及省外经销商队伍, 目前已阶段性招商到位, 开始进入放量增长模式。21Q1 公司苏南大区营收增长 69%, 苏中大区营收增长 35%, 在省内各区中处领先地位。南京大区近年来快速成长为公司省内第一大市场, 渠道布局较为成熟, 团购发力增效明显, 是公司 V 系产品重点放量市场, 一季度实现营收增长 35%。公司推进全国化目标明确, 省外布局初见成效, 21Q1 营收增长 67%, 为省内平均增速的 2 倍, 使得省外收入占比提升至 7.28%, 同比增加 1.39pct。受益于地理位置优势, 省内盐城大区作为通往省外的桥头堡, 同样实现了 68% 的高速增长。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2021-2023 年摊薄每股收益分别为 1.55 元、1.91 元、2.32 元。2021 年一季度开门红为公司“十四五”规划推进起到提振作用, 结构提升与省内深耕、省外扩张均见成效。我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 省内竞争升级; 省外市场开拓不及预期

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	4,874	5,122	6,333	7,685	9,250
增长率 YoY %	30.3%	5.1%	23.7%	21.3%	20.4%
归属母公司净利润 (百万元)	1,458	1,567	1,945	2,392	2,915
增长率 YoY%	26.7%	7.5%	24.1%	23.0%	21.9%
毛利率%	72.8%	71.1%	72.4%	73.2%	73.9%
净资产收益率ROE%	20.2%	19.0%	20.0%	20.8%	21.2%
EPS(摊薄)(元)	1.16	1.25	1.55	1.91	2.32
市盈率 P/E(倍)	28.15	45.94	35.11	28.55	23.43
市净率 P/B(倍)	5.70	8.71	7.03	5.93	4.97

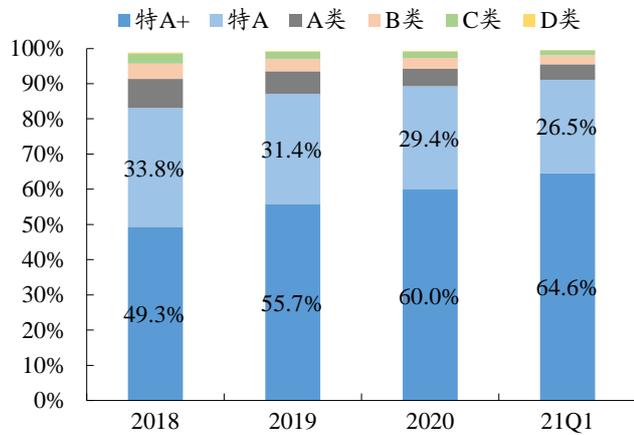
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 04 月 29 日收盘价

图 1: 21Q1 公司业绩增长提速


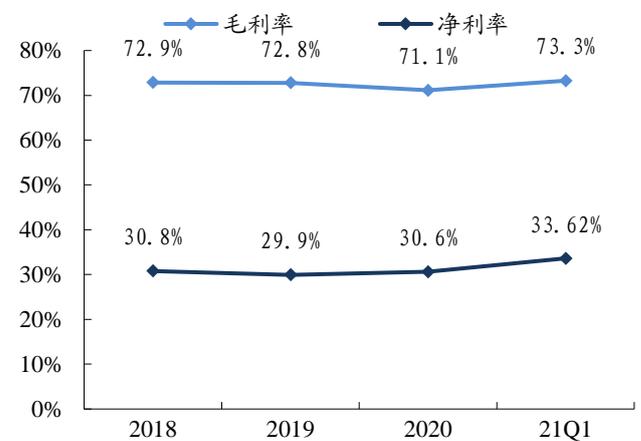
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 21Q1 特 A+类产品营收增长 57%


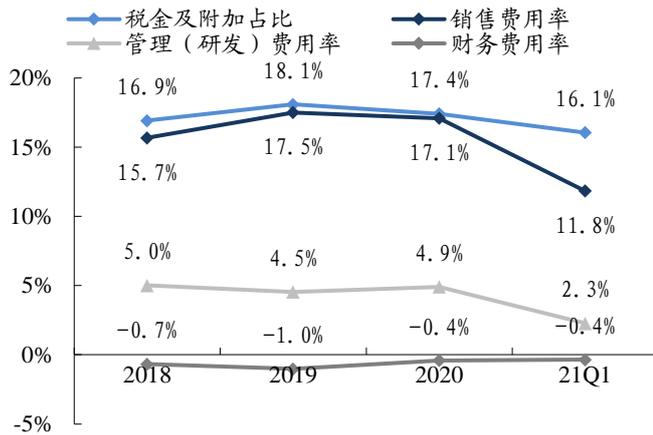
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 21Q1 特 A+类产品收入占比达到 64.6%


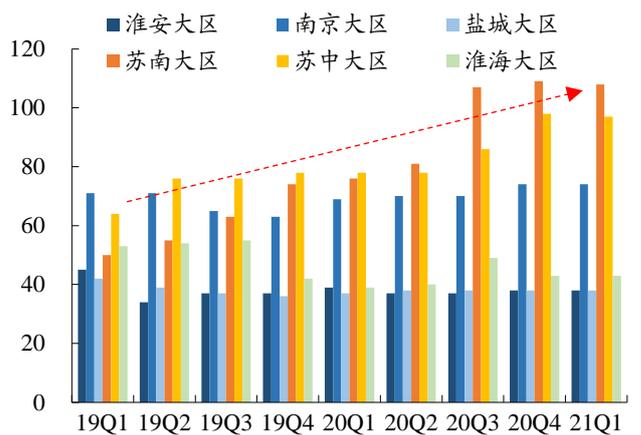
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 毛利率与净利率进一步提升


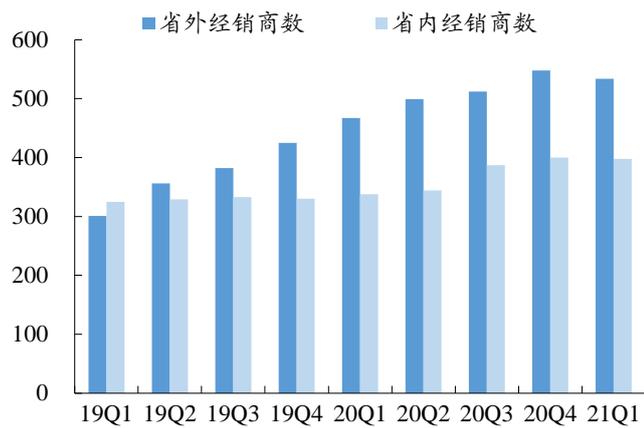
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 21Q1 公司费率持续下行


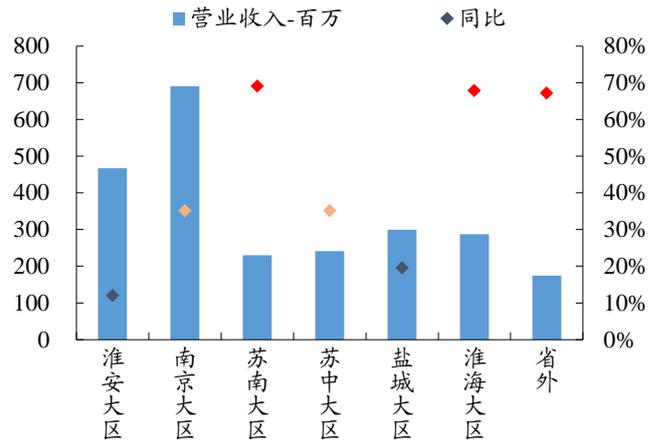
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 省内重点市场经销商扩张阶段性到位


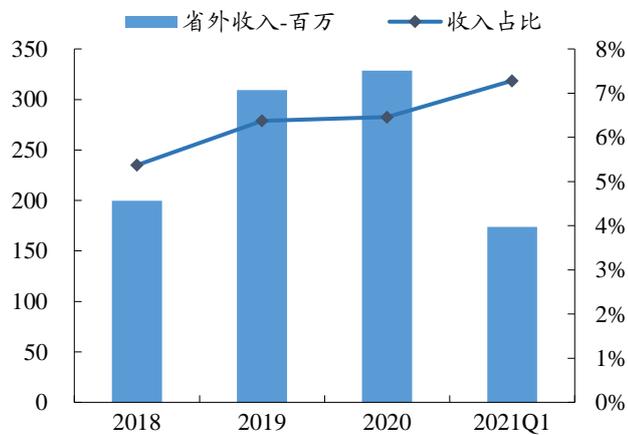
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：省外经销商扩充阶段性到位


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：21Q1 省内发达地区及省外增速亮眼


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：省外收入占比进一步提升至 7.28%


数据来源：Wind，信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	6,491	8,417	9,238	11,015	13,235	
货币资金	1,607	3,402	3,914	5,448	7,454	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	32	29	35	38	43	
预付账款	24	7	17	21	24	
存货	2,151	2,604	2,873	3,106	3,307	
其他	2,677	2,376	2,399	2,402	2,407	
非流动资产	3,571	3,434	4,080	4,752	5,505	
长期股权投资	15	19	19	19	19	
固定资产	1,026	1,013	1,176	1,419	1,742	
无形资产	129	172	203	235	266	
其他	2,401	2,229	2,681	3,079	3,477	
资产总计	10,062	11,851	13,318	15,767	18,739	
流动负债	2,778	3,471	3,495	4,134	4,893	
短期借款	0	362	0	0	0	
应付票据	79	134	144	169	198	
应付账款	197	390	263	282	331	
其他	2,501	2,585	3,088	3,682	4,364	
非流动负债	78	113	113	113	113	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	78	113	113	113	113	
负债合计	2,856	3,584	3,608	4,247	5,006	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	7,206	8,267	9,710	11,520	13,733	
负债和股东权益	10,062	11,851	13,318	15,767	18,739	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	4,874	5,122	6,333	7,685	9,250	
同比	30.3%	5.1%	23.7%	21.3%	20.4%	
归属母公司净利润	1,458	1,567	1,945	2,392	2,915	
同比	26.7%	7.5%	24.1%	23.0%	21.9%	
毛利率(%)	72.8%	71.1%	72.4%	73.2%	73.9%	
ROE%	20.2%	19.0%	20.0%	20.8%	21.2%	
EPS(摊薄)(元)	1.16	1.25	1.55	1.91	2.32	
P/E	28.15	45.94	35.11	28.55	23.43	
P/B	5.70	8.71	7.03	5.93	4.97	
EV/EBITDA	23.24	39.72	29.48	23.37	18.52	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	4,874	5,122	6,333	7,685	9,250	
营业成本	1,325	1,479	1,748	2,061	2,414	
营业税金及附加	881	892	1,108	1,345	1,619	
销售费用	853	875	1,077	1,306	1,573	
管理费用	207	229	285	346	416	
研发费用	14	22	25	31	37	
财务费用	-50	-21	-28	-47	-65	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	173	297	317	384	463	
其他	135	150	168	173	178	
营业利润	1,951	2,092	2,603	3,200	3,897	
营业外收支	-10	-11	-10	-10	-10	
利润总额	1,942	2,082	2,593	3,190	3,887	
所得税	484	515	648	797	972	
净利润	1,458	1,567	1,945	2,392	2,915	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	1,458	1,567	1,945	2,392	2,915	
EBITDA	1,697	1,736	2,184	2,689	3,285	
EPS(当	1.16	1.25	1.55	1.91	2.32	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1,307	1,119	1,668	2,357	2,952	
净利润	1,458	1,567	1,945	2,392	2,915	
折旧摊销	104	111	94	94	94	
财务费用	1	7	8	0	0	
投资损失	-173	-297	-317	-384	-463	
营运资金变	30	-168	78	396	546	
其它	-111	-101	-140	-140	-140	
投资活动现金流	-1,163	840	-105	16	95	
资本支出	-150	-393	-520	-520	-520	
长期投资	-1,185	948	0	0	0	
其他	172	285	415	536	615	
筹资活动现金流	-436	-159	-1,050	-840	-1,040	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-20	362	-362	0	0	
支付利息或	-416	-521	-688	-840	-1,040	
现金流净增加额	-292	1,799	513	1,533	2,006	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。