

省外开拓顺利，21Q1 顺利实现开门红

今世缘(603369)

评级:	买入	股票代码:	603369
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	67.98/31.44
目标价格:		总市值(亿)	670.28
最新收盘价:	53.43	自由流通市值(亿)	670.28
		自由流通股数(百万)	1,254.50

事件概述

公司发布 2021 年一季度报告，2021Q1 公司实现营业收入 23.97 亿元，同比+35.34%；归母净利润 8.05 亿元，同比+38.78%；扣非归母净利润 8.03 亿元，同比+38.03%；基本每股收益 0.64 元/股。

分析判断:

► V 系列、国缘保持增长势头，21Q1 顺利实现开门红。

分产品来看，特 A+类产品实现收入 15.47 亿元，同比+56.99%，产品占比提升至 64.57%；特 A 类产品实现收入 6.35 亿元，同比+9.05%；A 类产品实现收入 1.06 亿元，同比+6.76%；B 类/C 类/D 类/其他分别实现收入 0.60/0.36/0.01/0.02 亿元，分别同比+1.53%/+2.43%/-19.99%/-35.06%。次高端回暖，国缘连续提价增加渠道信心，V 系列+国缘保持增长势头，产品结构进一步优化。分区域来看，省内外分别实现收入 22.14/1.74 亿元，分别同比+33.14%/+67.14%；其中，省内淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区分别实现收入 4.67/6.90/2.30/2.41/2.99/2.87 亿元，分别同比+12.07%/+35.06%/+69.07%/+35.09%/+19.63%/67.88%。省外收入占比提升至 7.26%，省外拓展进展顺利。21Q1 省外经销商数量净减少 14 家，主因省外渠道优化。

► 费用率缩减公司盈利能力持续提升。

21Q1 毛利率 73.26%，同比+0.05pct，产品结构提升带来的贡献被运输费用项目调整抵消，因此毛利率仅有微增；税金及附加/销售/管理/财务费用率分别为 16.05%/11.84%/2.05%/-0.36%，分别同比-0.08/-0.64/-0.37/-0.07pct，费用率整体下降一方面由于收入提升带来的规模效应显现，另一方面运输费用项目调整销售费用率有大幅降低。因此，21Q1 净利率 33.62，同比+0.83pct。

21Q1 合同负债 4.82 亿元，同比+65.21%，主因 1) 动销良好渠道打款积极，2) 国缘系列连续提价渠道积极打款备货；销售收现 21.19 亿元，同比+109.89%，主因预售款项同比大增；经营活动现金流净额 5.33 亿元，去年同期-2.36 亿元，主因销售收现大幅增加经营活动现金流大幅改善。

► 短期开门红奠定全年稳定增长基本盘，中长期向百亿目标前进。

21Q1 开门红，伴随经济逐渐回暖、次高端消费空间逐渐打开、消费升级红利和渠道信心恢复，短期内收入有望维持 Q1 的高增长趋势，同时，产品持续升级和规模效应也将为盈利能力提升提供支撑。中长期来看，品牌方面，“V 系攻坚战、K 系提升战”战略，以 K 系列作为基础，V 系列作为高端增长点，重点发力次高端；渠道方面，省内精耕渠道，省外优化渠道持续突破，打开增长空间，向 2025 年营业收入 150 亿目标推进。

投资建议

维持盈利预测不变，我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 63/78/95 亿元，同比+24%/+23%/+22%；实现归母净利润 19/23/27 亿元，同比+20%/+20%/+20%；EPS 分别为 1.50/1.81/2.17 元，当前股价对应估值分别为 36/30/25 倍。维持“买入”评级。

风险提示

①公司省外突破不及预期；②经济下行导致需求减弱；③食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2021A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,874	5,122	6,325	7,762	9,458
YoY (%)	30.3%	5.1%	23.5%	22.7%	21.8%
归母净利润(百万元)	1,458	1,567	1,887	2,269	2,721
YoY (%)	26.7%	7.5%	20.4%	20.2%	20.0%
毛利率 (%)	72.8%	71.1%	73.4%	73.6%	73.8%
每股收益 (元)	1.16	1.25	1.50	1.81	2.17
ROE	20.2%	19.0%	19.8%	20.4%	20.8%
市盈率	45.97	42.78	35.52	29.55	24.63

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话: 010-59775343

联系人: 王厚

邮箱: wanghoug@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话: 010-59775343

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,122	6,325	7,762	9,458	净利润	1,567	1,887	2,269	2,721
YoY (%)	5.1%	23.5%	22.7%	21.8%	折旧和摊销	111	213	143	155
营业成本	1,479	1,685	2,053	2,474	营运资金变动	-168	436	204	59
营业税金及附加	892	1,120	1,370	1,703	经营活动现金流	1,119	2,287	2,314	2,565
销售费用	875	1,107	1,351	1,655	资本开支	-393	-835	-517	-626
管理费用	229	253	318	435	投资	948	-100	-100	-100
财务费用	-21	-34	-44	-57	投资活动现金流	840	-682	-306	-348
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	297	253	310	378	债务募资	362	0	0	0
营业利润	2,092	2,454	3,033	3,636	筹资活动现金流	-159	-627	-690	-753
营业外收支	-11	-4	-8	-7	现金净流量	1,799	978	1,317	1,464
利润总额	2,082	2,451	3,025	3,629	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	515	564	756	907	成长能力				
净利润	1,567	1,887	2,269	2,721	营业收入增长率	5.1%	23.5%	22.7%	21.8%
归属于母公司净利润	1,567	1,887	2,269	2,721	净利润增长率	7.5%	20.4%	20.2%	20.0%
YoY (%)	7.5%	20.4%	20.2%	20.0%	盈利能力				
每股收益	1.25	1.50	1.81	2.17	毛利率	71.1%	73.4%	73.6%	73.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	30.6%	29.8%	29.2%	28.8%
货币资金	3,402	4,380	5,697	7,161	总资产收益率 ROA	13.2%	13.7%	14.3%	14.9%
预付款项	7	17	21	25	净资产收益率 ROE	19.0%	19.8%	20.4%	20.8%
存货	2,604	2,769	3,093	3,390	偿债能力				
其他流动资产	2,405	2,540	2,654	2,772	流动比率	2.43	2.36	2.46	2.65
流动资产合计	8,417	9,706	11,465	13,348	速动比率	1.67	1.68	1.79	1.97
长期股权投资	19	19	19	19	现金比率	0.98	1.06	1.22	1.42
固定资产	1,013	1,411	1,617	1,809	资产负债率	30.2%	30.8%	30.1%	28.3%
无形资产	172	229	270	317	经营效率				
非流动资产合计	3,434	4,052	4,417	4,881	总资产周转率	0.43	0.46	0.49	0.52
资产合计	11,851	13,758	15,882	18,229	每股指标 (元)				
短期借款	362	362	362	362	每股收益	1.25	1.50	1.81	2.17
应付账款及票据	524	378	422	475	每股净资产	6.59	7.59	8.85	10.42
其他流动负债	2,585	3,378	3,880	4,205	每股经营现金流	0.89	1.82	1.84	2.04
流动负债合计	3,471	4,118	4,663	5,041	每股股利	0.00	0.50	0.55	0.60
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	113	113	113	113	PE	42.78	35.52	29.55	24.63
非流动负债合计	113	113	113	113	PB	8.71	7.04	6.04	5.13
负债合计	3,584	4,231	4,777	5,154					
股本	1,255	1,255	1,255	1,255					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	8,267	9,527	11,106	13,075					
负债和股东权益合计	11,851	13,758	15,882	18,229					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。