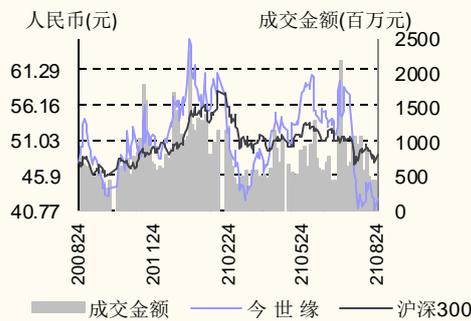


市场价格 (人民币): 42.58 元

### 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)	534.17
年内股价最高最低(元)	65.92/40.77
沪深 300 指数	4888
上证指数	3514



### 相关报告

1. 《21Q1 业绩符合预期，产品结构持续优化-今世缘一季报点评》，2021.4.30
2. 《业绩符合预期，十四五笃定前行-今世缘 2020 年报点评》，2021.4.19
3. 《Q3 动销加速恢复，高端国缘持续发力-今世缘三季报点评》，2020.11.1

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

李本媛 联系人  
libenyuan@gjzq.com.cn

## 收入符合预期，稳步推进 4K 换代升级

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,870	5,119	6,358	7,834	9,408
营业收入增长率	30.35%	5.12%	24.20%	23.20%	20.10%
归母净利润 (百万元)	1,458	1,567	1,897	2,352	2,858
归母净利润增长率	26.71%	7.46%	21.06%	23.98%	21.52%
摊薄每股盈利 (元)	1.162	1.249	1.51	1.87	2.28
每股经营性现金流净额	1.02	0.89	1.43	1.79	2.11
净资产收益率	20.23%	18.95%	19.89%	21.00%	21.48%
市盈率 (倍)	28.15	45.94	28.16	22.71	19
市净率 (倍)	5.70	8.71	5.60	4.77	4.02

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司于 8 月 24 日发布半年报, H1 实现营收 38.51 亿元, 同比+32.20%; 归母净利润 13.35 亿元, 同比+30.92%。Q2 实现营收 14.55 亿元, 同比+27.32%; 归母净利润 5.29 亿元, 同比+20.52%。

### 经营分析

- 收入符合预期，结构升级延续，省内市场深化。Q2 销售收现同比+48.82%，考虑合同负债+其他流动负债，实际收入同比+37%，回款表现良好。1) 分产品看：Q2 特 A+类 (300 元及以上)/特 A 类 (100-300 元)/A 类 (50-100 元) 收入分别为 9.82/3.77/0.54 亿元，同比+39.6%/+19.7%/-3.8%，特 A+类占比同比+5.9pct，预计国缘 4k 提升稳健有力，V3、V9 增速亮眼。2) 分区域看：Q2 淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海/省外收入分别 2.47/3.85/2.09/2.38/1.63/0.97/1.09 亿元，同比+34.3%/+21.5%/+33.4%/+39.1%/+15.5%/+33.6%/+14.7%，省内淮安、苏南、苏中、淮海等地加速渗透。Q2 省外收入占比同比-0.8pct，预计系去年基数偏高所致 (20Q2 省外收入同比+27.5%，整体收入同比+3.8%)，Q2 苏中/淮海/省外经销商数量对比 Q1 环增 19%/19%/16%。
- 利润增速慢于收入，预计受费用投放、公允价值变动收益拖累。21Q2 净利率同比-2.05pct，扣非净利率同比-1.53pct，1) 毛利率同比+2.55pct，预计受益于特 A+类产品占比提升，叠加去年同期折价偏高；2) 销售费率同比+4.78pct (对比 19Q2 微增 0.11pct)，主要系疫情退坡后加大促销、广告投入所致；3) 管理费率同比-0.15pct，营业税金及附加占比同比-1.77pct (对比 19Q2 微增 0.08pct)；4) 公允价值变动收益占比同比-2.8pct。
- 半年任务过半，国缘 4K 升级换代。21 年公司规划营收 59-66 亿元 (同增 15-29%)，净利润 18-19 亿元 (同增 15-21%)，H1 进度超半，全年目标完成可期。近期，江苏疫情有所缓解，若疫情能在 9 月上旬基本得以控制，我们预计对中秋的需求影响相对有限。当前，新国缘 4K 已处于换代升级阶段，成本价 420 元，批价 440-450 元，成交价 460-480 元，库存 1-2 个月，预计短期内仍在控费挺价。十四五规划营收目标过百亿，争取 150 亿元，省内“结构升级+区域扩张”的逻辑有望持续兑现。

### 盈利预测

- 维持盈利预测，预计 21-23 年收入增速 24%/23%/20%，归母净利润增速 21%/24%/22%，EPS 分别为 1.51/1.87/2.28 元，对应 PE 为 28/23/19X，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 疫情反复风险、四开换代不及预期、区域竞争加剧风险、食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,736	4,870	5,119	6,358	7,834	9,408	货币资金	1,887	1,607	3,402	3,867	5,363	7,128
增长率		30.3%	5.1%	24.2%	23.2%	20.1%	应收账款	71	108	54	74	87	102
营业成本	-1,014	-1,325	-1,479	-1,736	-2,092	-2,465	存货	1,968	2,151	2,604	2,735	3,094	3,512
%销售收入	27.1%	27.2%	28.9%	27.3%	26.7%	26.2%	其他流动资产	2,325	2,641	2,374	2,439	2,491	2,541
毛利	2,722	3,545	3,641	4,623	5,742	6,943	流动资产	6,251	6,508	8,433	9,115	11,035	13,283
%销售收入	72.9%	72.8%	71.1%	72.7%	73.3%	73.8%	%总资产	72.8%	64.7%	71.2%	70.2%	73.0%	75.3%
营业税金及附加	-632	-881	-892	-1,100	-1,347	-1,614	长期投资	677	2,072	1,527	1,540	1,555	1,565
%销售收入	16.9%	18.1%	17.4%	17.3%	17.2%	17.2%	固定资产	1,059	1,123	1,502	1,625	1,779	2,009
销售费用	-586	-853	-875	-1,094	-1,351	-1,614	%总资产	12.3%	11.2%	12.7%	12.5%	11.8%	11.4%
%销售收入	15.7%	17.5%	17.1%	17.2%	17.3%	17.2%	无形资产	125	141	182	185	189	192
管理费用	-173	-207	-229	-270	-325	-381	非流动资产	2,337	3,555	3,418	3,876	4,078	4,347
%销售收入	4.6%	4.2%	4.5%	4.3%	4.2%	4.1%	%总资产	27.2%	35.3%	28.8%	29.8%	27.0%	24.7%
研发费用	-14	-14	-22	-22	-20	-19	<b>资产总计</b>	<b>8,588</b>	<b>10,062</b>	<b>11,851</b>	<b>12,991</b>	<b>15,113</b>	<b>17,630</b>
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	短期借款	20	0	362	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	1,317	1,590	1,622	2,136	2,699	3,316	应付款项	836	907	1,249	1,348	1,542	1,740
%销售收入	35.3%	32.6%	31.7%	33.6%	34.5%	35.3%	其他流动负债	1,606	1,871	1,860	1,994	2,260	2,472
财务费用	25	50	21	49	77	105	流动负债	2,462	2,778	3,471	3,343	3,802	4,212
%销售收入	-0.7%	-1.0%	-0.4%	-0.8%	-1.0%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-25	0	0	0	0	0	其他长期负债	17	78	113	111	112	114
公允价值变动收益	9	144	147	149	150	151	<b>负债</b>	<b>2,479</b>	<b>2,856</b>	<b>3,584</b>	<b>3,454</b>	<b>3,914</b>	<b>4,326</b>
投资收益	174	173	297	180	190	210	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,095</b>	<b>7,206</b>	<b>8,267</b>	<b>9,537</b>	<b>11,199</b>	<b>13,304</b>
%税前利润	11.4%	8.9%	14.3%	7.1%	6.1%	5.5%	其中：股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
营业利润	1,516	1,951	2,092	2,526	3,130	3,801	未分配利润	3,624	4,608	5,647	6,917	8,579	10,684
营业利润率	40.6%	40.1%	40.9%	39.7%	40.0%	40.4%	少数股东权益	14	0	0	0	0	0
营业外收支	9	-10	-11	-5	-5	-3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,588</b>	<b>10,062</b>	<b>11,851</b>	<b>12,991</b>	<b>15,113</b>	<b>17,630</b>
税前利润	1,525	1,942	2,082	2,521	3,125	3,798	<b>比率分析</b>						
利润率	40.8%	39.9%	40.7%	39.7%	39.9%	40.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-374	-484	-515	-624	-773	-940	<b>每股指标</b>						
所得税率	24.6%	24.9%	24.7%	24.8%	24.8%	24.8%	每股收益	0.92	1.16	1.25	1.51	1.87	2.28
净利润	1,151	1,458	1,567	1,897	2,352	2,858	每股净资产	4.86	5.74	6.59	7.60	8.93	10.60
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.89	1.02	0.89	1.43	1.79	2.11
归属于母公司的净利润	1,151	1,458	1,567	1,897	2,352	2,858	每股股利	0.33	0.41	0.45	0.50	0.55	0.60
净利率	30.8%	29.9%	30.6%	29.8%	30.0%	30.4%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	18.88%	20.23%	18.95%	19.89%	21.00%	21.48%
净利润	1,151	1,458	1,567	1,897	2,352	2,858	总资产收益率	13.40%	14.49%	13.22%	14.60%	15.56%	16.21%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	16.25%	16.44%	14.00%	16.67%	17.96%	18.61%
非现金支出	113	104	111	124	153	178	<b>增长率</b>						
非经营收益	-183	-311	-393	-293	-343	-362	主营业务收入增长率	26.49%	30.28%	5.09%	24.15%	23.20%	20.10%
营运资金变动	40	30	-168	64	85	-22	EBIT增长率	20.93%	20.51%	1.94%	31.53%	26.32%	22.89%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,121</b>	<b>1,281</b>	<b>1,116</b>	<b>1,792</b>	<b>2,247</b>	<b>2,651</b>	净利润增长率	28.45%	26.71%	7.46%	21.06%	23.98%	21.52%
资本开支	-205	-150	-393	-593	-336	-434	总资产增长率	18.89%	17.17%	17.78%	9.62%	16.34%	16.66%
投资	-202	-1,185	948	86	85	91	<b>资产管理能力</b>						
其他	179	172	285	180	190	210	应收账款周转天数	3.3	3.1	2.2	2.9	2.7	2.6
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-229</b>	<b>-1,163</b>	<b>840</b>	<b>-327</b>	<b>-61</b>	<b>-133</b>	存货周转天数	661.1	567.2	586.8	575.0	540.0	520.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	56.0	47.2	72.5	80.0	75.0	70.0
债权募资	20	-20	362	-362	0	0	固定资产周转天数	74.5	76.9	72.2	73.8	62.4	57.0
其他	-315	-416	-521	-638	-690	-753	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-295</b>	<b>-436</b>	<b>-160</b>	<b>-1,000</b>	<b>-690</b>	<b>-753</b>	净负债/股东权益	-34.83%	-58.26%	-65.20%	-65.72%	-69.77%	-72.38%
<b>现金净流量</b>	<b>598</b>	<b>-318</b>	<b>1,797</b>	<b>465</b>	<b>1,496</b>	<b>1,765</b>	EBIT利息保障倍数	-52.4	-32.0	-77.1	-43.8	-35.2	-31.5
							资产负债率	28.86%	28.38%	30.24%	26.59%	25.90%	24.54%

来源：公司年报、国金证券研究所

**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：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402