

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 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

今世缘(603369): 聚力新跨越, 打造V引擎 2022.01.11

今世缘(603369): 疫情造成短期扰动, 深耕形成持续增长 2021.11.31

今世缘(603369): 渠道持续下沉, 国缘引领增长 2021.08.24

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

回款蓄水充足, 国缘持续发力

2022年04月17日

事件: 公司公布2021年年报, 21年营业总收入64.08亿元, 同比增长25.13%, 归母净利润20.29亿元, 同比增长29.5%。其中21Q4, 公司营业总收入10.73亿元, 同比增长15.84%, 归母净利润3.3亿元, 同比增长30.39%。

点评:

- **回款蓄水池充足, 22年开门红平稳兑现。** 2021年, 公司销售回款85.56亿元, 同比增长48.45%, 大幅高于营收增长, 截至2021年底, 公司预收款20.67亿元, 环比增加12.06亿元, 留有较充足的蓄水池, 我们认为与公司开门红回款节奏提前有关。根据公告, 22Q1公司预计实现营业总收入30亿元左右, 同比增长25%左右; 预计实现归母净利润10亿元左右, 同比增长24%左右。由于春节期间江苏地区受疫情影响小, 打工返乡人数较多, 整体春节动销情况较好。二季度虽有疫情扰动, 但渠道库存保持良性, 经销商心态稳定。
- **结构升级明显, 广告投入减少, 利润弹性逐步释放。** 2021年, 公司特A+/特A/A类/B类/C类产品收入分别为41.7/17.1/2.7/1.4/0.8亿元, 分别同比增长35.7%/14.1%/4.4%/-13.3%/-9.8%, 产品结构进一步向国缘系列集中。其中特A+产品(出厂指导价300元以上)销量增长22%, 吨价增长11%, 收入占比达到65.29%, 同比提升5.1pct, 一方面新四开产品换代顺利, 平稳放量, 另一方面公司V系攻坚战初现成效, V3、V9逐步导入市场。在结构升级的引领下, 公司2021年毛利率提升3.5pct至74.6%; 由于广告费用投入的减少, 销售费用率同比下降2pct至15.1%, 而税金及附加占比和管理费用率略有下降, 整体期间费用率同比下降3pct至18.6%; 净利率同比提升1.1pct至31.7%, 利润弹性进一步释放。
- **苏南苏中持续发力, 省外布局突出。** 2021年, 公司在淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海/省外分别实现收入12.7/15.8/8.5/8.7/7.6/6.1/4.5亿元, 分别同比增长18.0%/19.8%/34.3%/32.9%/16.0%/44.9%/36.0%。其中苏南苏中增速明显高于平均水平, 省外及与三省交界处的淮海大区同样保持高速增长, 区域发展更加平衡。2021年, 公司经销商共计1051家, 同比增加103家, 新增经销商主要在省外, 体现出公司对全国化攻坚战的诉求, 省外培育有序推进。
- **盈利预测与投资评级:** 2022年, 公司确定营收目标75亿元(+17%), 争取80亿元(+25%); 净利润目标22.5亿元(+11%), 争取23.5亿元(+16%)。近日, 周素明董事长到龄退休辞职, 顾祥悦总经理接任, 管理层换届顺利, 公司“13445”营销规划保持延续。我们预计公司2022-2024年摊薄每股收益分别为2.01元、2.57元、3.24元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 省内竞争加剧; 省外市场开拓不及预期; 疫情反复影响。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5,122	6,408	8,028	10,062	12,339
增长率 YoY %	5.1%	25.1%	25.3%	25.3%	22.6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,567	2,029	2,520	3,220	4,060
增长率 YoY%	7.5%	29.5%	24.2%	27.8%	26.1%
毛利率%	71.1%	74.6%	76.3%	77.8%	78.9%
净资产收益率ROE%	19.0%	21.8%	23.1%	24.8%	26.0%
EPS(摊薄)(元)	1.25	1.62	2.01	2.57	3.24
市盈率 P/E(倍)	45.94	33.62	21.83	17.09	13.55
市净率 P/B(倍)	8.71	7.34	5.04	4.24	3.53

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 04 月 15 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	8,417	9,933	11,603	14,603	18,346	
货币资金	3,402	3,958	4,852	6,885	9,584	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	29	40	48	61	74	
预付账款	7	5	6	7	8	
存货	2,604	3,194	3,954	4,895	5,912	
其他	2,376	2,736	2,744	2,755	2,768	
非流动资产	3,434	4,500	4,620	4,622	4,515	
长期股权投资	19	24	24	24	24	
固定资产	1,013	1,294	1,631	1,786	1,785	
无形资产	172	170	170	170	170	
其他	2,229	3,013	2,795	2,642	2,535	
资产总计	11,851	14,434	16,223	19,225	22,861	
流动负债	3,471	4,980	5,154	6,085	7,112	
短期借款	362	0	0	0	0	
应付票据	134	136	156	184	214	
应付账款	390	434	520	612	712	
其他	2,585	4,409	4,477	5,290	6,186	
非流动负债	113	157	157	157	157	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	113	157	157	157	157	
负债合计	3,584	5,137	5,311	6,242	7,269	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	8,267	9,297	10,912	12,983	15,592	
负债和股东权益	11,851	14,434	16,223	19,225	22,861	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	5,122	6,408	8,028	10,062	12,339	
同比	5.1%	25.1%	25.3%	25.3%	22.6%	
归属母公司净利润	1,567	2,029	2,520	3,220	4,060	
同比	7.5%	29.5%	24.2%	27.8%	26.1%	
毛利率(%)	71.1%	74.6%	76.3%	77.8%	78.9%	
ROE%	19.0%	21.8%	23.1%	24.8%	26.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.25	1.62	2.01	2.57	3.24	
P/E	45.94	33.62	21.83	17.09	13.55	
P/B	8.71	7.34	5.04	4.24	3.53	
EV/EBITDA	39.50	25.22	14.86	11.24	8.48	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	5,122	6,408	8,028	10,062	12,339	
营业成本	1,479	1,626	1,899	2,233	2,600	
营业税金及附加	892	1,105	1,381	1,731	2,122	
销售费用	875	968	1,204	1,560	1,912	
管理费用	229	258	321	418	506	
研发费用	22	30	36	45	56	
财务费用	-21	-65	0	0	0	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	297	121	161	201	247	
其他	150	105	16	20	25	
营业利润	2,092	2,712	3,363	4,297	5,414	
营业外收支	-11	-13	-12	-12	-12	
利润总额	2,082	2,699	3,351	4,285	5,402	
所得税	515	670	831	1,065	1,342	
净利润	1,567	2,029	2,520	3,220	4,060	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	1,567	2,029	2,520	3,220	4,060	
EBITDA	1,745	2,549	3,377	4,284	5,360	
EPS(当年)(元)	1.25	1.62	2.01	2.57	3.24	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	1,119	3,024	1,960	3,205	4,024	
净利润	1,567	2,029	2,520	3,220	4,060	
折旧摊销	111	120	190	208	217	
财务费用	7	1	0	0	0	
投资损失	-297	-121	-161	-201	-247	
营运资金变	-168	1,201	-602	-34	-19	
其它	-101	-206	12	12	12	
投资活动现	840	-1,216	-161	-21	125	
资本支出	-393	-576	-322	-222	-122	
长期投资	948	-767	0	0	0	
其他	285	127	161	201	247	
筹资活动现	-159	-1,361	-905	-1,150	-1,450	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	362	0	0	0	0	
支付利息或股息	-521	-566	-905	-1,150	-1,450	
现金流净增加额	1,799	448	894	2,034	2,698	

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
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。