

## 产品结构持续优化，省内延续快速增长

2022 年 04 月 30 日

➤ **公司发布 2022 年一季报。**2022 年一季度，公司实现营业收入 29.9 亿元左，同增 24.7% 左右，实现归母净利润 10 亿元，同比增长 24.5%，毛利率 74.30%，同增 1.04pct，产品结构上行带动毛利率稳步提升；销售/管理费用率分别同增 1.21/同降 0.11pct；销售回款 25.6 亿元，同增 20.95%，合同负债余额 11.4 亿元，较 2021 年末降 9.3 亿元。

➤ **产品结构稳步提升，省内延续快速增长。**产品结构上，2022 年一季度特 A+ 类产品营收 19.4 亿元，YoY+25.6%，占比 65.2%，同增 0.4pct，特 A 类产品营收 8.3 亿元，YoY+30.4%，产品结构稳步提升，我们预计 2022 年公司仍延续结构升级趋势，次高端以上产品 V 系及四开保持快速增长；**区域拓展上**，2022 年一季度江苏省收入同增 25.8%，其中淮安/南京/盐城/苏南/苏中/淮海收入分别同增 18%/27%/13%/28%/36%/39%，南京高地市场实现快速增长，苏南、苏中战略市场保持较好增长，省内北部下沉、南部渗透率提升空间仍大；一季度省外收入同增 10.6%、占比 6.5%，同降 0.8pct，省外开拓节奏相对平稳；一季度省内经销商净增加 6 个，省外经销商净减少 46 个，我们预计 2022 年公司省内仍将以苏南、苏中作为主要增量市场。

➤ **2022 年围绕 13455 方针，深化“四大战役”。**根据今世缘 2022 发展大会披露，公司明确 2022 年 13445 营销方针：1 指的是聚焦搞好质量，聚力新跨越。3 指的是三化方略，突出差异化，打造核心竞争力，致力高端化，抢占竞争新赛道，加快全够花，打好省外突破战。4 指产业信心、品牌信心、品质信心、发展信心。4 指的是深化“四大战役”：1) 坚定不移，**着力提升 V9 品牌势能**，推至尊，销商务，先有 V9 后有 V 系；2) 提质扩面，**持续做强开系基本盘**，放大品牌口碑热度，完善控盘分利体系，持续推动分区精耕；3) 彰显特色，强化今世缘品牌激活成效；4) 多措并举，加快省外板块市场突破，双品牌协同布局，多样化板块打造，创新新消费培育。5 指的是强化五项保障，升级营销组织 (**强化 V9 事业部**、组建国缘今世缘事业部和高沟销售公司)，加大市场投入，深化流程改革，落实优商计划，完善激励机制。我们认为，13455 营销方针有助公司强化“品牌+渠道”双轮驱动战略，并实现高质量发展。

➤ **投资建议：**公司 2022 年顺利实现“开门红”，特 A+ 类产品占比提升、产品结构延续提升，预计公司 2022~2024 年营收分别为 79/98/117 亿元，归母净利润分别为 25.2/31.6/38.9 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 22/18/15X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 经济波动超预期影响高端需求，挤压 V 系等成长空间；2) 省内竞争加剧等致主导产品动销不及预期、价盘失衡；3) 疫情冲击持续性超预期。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6408	7923	9810	11682
增长率 (%)	25.1	23.6	23.8	19.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	2029	2521	3158	3881
增长率 (%)	29.5	24.2	25.3	22.9
每股收益 (元)	1.62	2.01	2.52	3.09
PE	28	22	18	15
PB	6.1	4.8	3.8	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格：

44.88 元



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：姚启藩

执业证号：S0100522040001

电话：021-80508452

邮箱：yaoqifan@mszq.com

## 相关研究

- 1.今世缘 (603369.SH) 2021 年报点评：2021 年实现高质量增长，产品结构稳步提升
- 2.今世缘 (603369.SH) 2022 年 1-2 月经营数据点评：顺利实现“开门红”，预计结构稳步提升
- 3.【民生食品饮料】今世缘(603369)业绩预告点评报告：特 A+类占比稳升，结构升级推动业绩增长
- 4.【民生食品饮料】今世缘(603369)三季报点评报告：特 A+类占比稳升，营收锁定全年增长目标
- 5.今世缘 (603369) 2020 年年报点评：“十三五”平稳收官，新五年规划强化信心

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6408	7923	9810	11682
营业成本	1626	1900	2247	2522
营业税金及附加	1105	1366	1691	2014
销售费用	968	1173	1452	1717
管理费用	258	309	383	456
研发费用	30	38	47	55
EBIT	2428	3138	3991	4918
财务费用	-65	-75	-73	-77
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	121	150	147	175
营业利润	2712	3366	4214	5176
营业外收支	-13	-13	-13	-13
利润总额	2699	3354	4202	5163
所得税	670	833	1043	1282
净利润	2029	2521	3158	3881
归属于母公司净利润	2029	2521	3158	3881
EBITDA	2549	3328	4201	5149

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3958	5825	9033	12906
应收账款及票据	40	49	59	72
预付款项	5	16	12	15
存货	3194	3731	4413	4952
其他流动资产	2736	2767	2762	2781
流动资产合计	9933	12389	16278	20725
长期股权投资	24	29	33	38
固定资产	1294	1359	1404	1429
无形资产	170	165	160	155
非流动资产合计	4500	4769	5092	5358
资产合计	14434	17158	21370	26083
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	570	579	756	833
其他流动负债	4409	4592	5459	6201
流动负债合计	4980	5171	6215	7035
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	157	157	157	157
非流动负债合计	157	157	157	157
负债合计	5137	5328	6372	7192
股本	1255	1255	1255	1255
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	9297	11830	14998	18891
负债和股东权益合计	14434	17158	21370	26083

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	25.13	23.63	23.82	19.08
EBIT 增长率	48.61	29.22	27.18	23.23
净利润增长率	29.50	24.23	25.29	22.87
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	74.62	76.02	77.10	78.41
净利润率	31.66	31.82	32.19	33.22
总资产收益率 ROA	14.06	14.69	14.78	14.88
净资产收益率 ROE	21.83	21.31	21.06	20.54
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.99	2.40	2.62	2.95
速动比率	1.35	1.67	1.91	2.24
现金比率	0.79	1.13	1.45	1.83
资产负债率 (%)	35.59	31.05	29.82	27.57
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	2.27	2.25	2.20	2.24
存货周转天数	716.85	716.85	716.85	716.85
总资产周转率	0.44	0.46	0.46	0.45
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.62	2.01	2.52	3.09
每股净资产	7.41	9.43	11.96	15.06
每股经营现金流	2.41	1.75	2.88	3.36
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	28	22	18	15
PB	6.1	4.8	3.8	3.0
EV/EBITDA	20.54	15.17	11.25	8.43
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2029	2521	3158	3881
折旧和摊销	120	190	211	231
营运资金变动	1201	-397	362	246
经营活动现金流	3024	2193	3612	4211
资本开支	-576	-471	-548	-508
投资	-767	-4	-4	-5
投资活动现金流	-1216	-325	-405	-338
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-362	0	0	0
筹资活动现金流	-1361	0	0	0
现金净流量	448	1868	3207	3873

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001