

公司研究

高目标彰显信心，期待后续增长

——今世缘（603369.SH）股票期权激励计划（变更）点评

要点

事件：今世缘发布变更后的股票期权激励计划草案，拟向激励对象授予 770 万份股票期权，占公司总股本的 0.614%，激励对象不超过 345 人，行权价格为 56.24 元/份，业绩考核包括以 2021 年为基数，2022-24 年营收增长率不低于 22%/51.3%/90.6%，扣非净利润增长率不低于 15%/32.3%/52.1%，且不低于同行平均水平或对标企业 75 分位值。

疫情扰动下考核目标积极。根据修改后的股权激励方案，公司 2022-24 年收入同比增速需要达到 22%/24%/26%，对应的 2021-24 年收入 CAGR 约 24%，并增加对于利润端的考核，2022-24 年扣非归母净利润同比增速均要达到 15%，对应 2021-24 年 CAGR 为 15%，且不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值。公司此前提出 2022 年营收目标 75 亿元、争取 80 亿元（同比增速 17-25%），净利润目标 22.5 亿元、争取 23.5 亿元（同比增速 11-16%），虽然存在疫情扰动，但公司对于 2022 年增长要求提高，接近此前目标上限。另外行权价格 56.24 元/份，高于公司当下股价，体现了管理层对后续的发展信心。

激励覆盖范围较广，中层员工占比较高。本次股权激励方案激励对象为不超过 345 人，包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员和管理骨干，其中，总经理顾祥悦获授 21 万股，占比 2.73%，其他六位董事及高管每人获授 16.8 万股，合计占比 13.08%，核心技术骨干人均授予约 1.92 万股、合计占比 84.18%。整体来看，本次激励方案覆盖范围较广，中层管理以及核心技术骨干占比较高，后续有望对中层业务团队产生较强激励。

三季度动销回暖，后续业绩增长与弹性可期。二季度公司经营受到疫情冲击，特别四五月份影响较大、六月逐渐恢复，渠道反馈截至六月末回款进度约 60%、发货进度 55%，相较往年同期略有放缓。经销商库存水平较低，核心单品价盘稳定，疫情环境下价位相对较低的国缘对开、淡雅增长较为亮眼，国缘四开、V 系列增速有所放缓。三季度公司或将加大力度备战中秋国庆旺季，陆续推出品牌宣传以及中秋活动，虽然七月疫情存在一定反复，但整体动销环比回暖。若三季度省内不出现大规模疫情反复、回款任务达到 80%，估计全年任务有望顺利达成。另外，公司今年进行组织架构调整，成立分品牌事业部，有利于后续资源分配、各个品牌系列共同发展，管理层换届以来活力加速释放。

盈利预测、估值与评级：维持 2022-24 年净利润预测为 25.1/30.7/36.6 亿元，折合 EPS 为 2.00/2.45/2.92 元，当前股价对应 P/E 为 22/18/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：省内疫情反复，V 系列、四开销售不及预期，市场竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,119	6,406	7,899	9,538	11,272
营业收入增长率	5.12%	25.12%	23.31%	20.75%	18.18%
净利润（百万元）	1,567	2,029	2,514	3,070	3,657
净利润增长率	7.46%	29.50%	23.89%	22.13%	19.12%
EPS（元）	1.25	1.62	2.00	2.45	2.92
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.95%	21.83%	22.71%	23.15%	23.08%
P/E	35	27	22	18	15
P/B	6.6	5.9	5.0	4.1	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-29

买入（维持）

当前价：43.77 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.55
总市值(亿元)	549.09
一年最低/最高(元)	38.87/62.57
近 3 月换手率	42.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.86	-7.64	17.15
绝对	-13.50	-2.40	3.00

资料来源：Wind

相关研报

稳中有进，持续升级——今世缘（603369.SH）2022 年一季报点评（2022-04-30）
产品结构持续改善，现金流表现亮眼——今世缘（603369.SH）2021 年年报点评（2022-04-17）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,119	6,406	7,899	9,538	11,272
营业成本	1,479	1,626	1,867	2,142	2,424
折旧和摊销	107	116	151	184	209
税金及附加	892	1,105	1,366	1,660	1,961
销售费用	875	968	1,240	1,507	1,781
管理费用	229	258	340	410	485
研发费用	22	30	36	43	51
财务费用	-21	-65	-52	-54	-57
投资收益	297	121	175	185	175
营业利润	2,092	2,712	3,353	4,093	4,874
利润总额	2,082	2,699	3,343	4,083	4,864
所得税	515	670	829	1,013	1,206
净利润	1,567	2,029	2,514	3,070	3,657
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,567	2,029	2,514	3,070	3,657
EPS(元)	1.25	1.62	2.00	2.45	2.92

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,119	3,024	853	2,775	3,393
净利润	1,567	2,029	2,514	3,070	3,657
折旧摊销	107	116	151	184	209
净营运资金增加	116	-857	2,129	668	710
其他	-671	1,737	-3,940	-1,148	-1,183
投资活动产生现金流	840	-1,216	1,959	-105	7
净资本支出	-393	-576	-320	-320	-220
长期投资变化	19	24	0	0	0
其他资产变化	1,214	-664	2,279	215	227
融资活动现金流	-159	-1,361	-589	-826	-1,018
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	362	-361	99	0	0
无息负债变化	366	1,914	-1,553	337	338
净现金流	1,799	448	2,224	1,844	2,383

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	71.1%	74.6%	76.4%	77.5%	78.5%
EBITDA 率	34.1%	39.7%	40.7%	41.7%	42.6%
EBIT 率	31.9%	37.9%	38.8%	39.8%	40.7%
税前净利润率	40.7%	42.1%	42.3%	42.8%	43.1%
归母净利润率	30.6%	31.7%	31.8%	32.2%	32.4%
ROA	13.2%	14.1%	17.0%	17.8%	18.1%
ROE (摊薄)	19.0%	21.8%	22.7%	23.2%	23.1%
经营性 ROIC	42.6%	68.7%	48.1%	50.9%	54.6%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	30%	36%	25%	23%	22%
流动比率	2.43	1.99	3.34	3.65	4.04
速动比率	1.67	1.35	2.42	2.69	3.03
归母权益/有息债务	22.85	16047.59	110.71	132.61	158.44
有形资产/有息债务	31.70	24001.35	145.05	170.12	199.16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	11,851	14,434	14,753	17,281	20,202
货币资金	3,402	3,958	6,181	8,026	10,409
交易性金融资产	2,351	2,684	2,510	2,515	2,512
应收账款	29	40	51	62	73
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	15	17	24	29	34
存货	2,604	3,194	3,361	3,855	4,362
其他流动资产	10	35	35	35	35
流动资产合计	8,417	9,933	12,251	14,613	17,522
其他权益工具	29	27	27	27	27
长期股权投资	19	24	24	24	24
固定资产	1,013	1,294	1,602	1,808	1,843
在建工程	489	726	556	440	360
无形资产	172	170	186	202	218
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	19	30	30	30	30
非流动资产合计	3,434	4,500	2,503	2,667	2,680
总负债	3,584	5,137	3,683	4,020	4,358
短期借款	362	0	0	0	0
应付账款	390	434	280	321	364
应付票据	134	136	168	193	218
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	139	269	269	269	269
流动负债合计	3,471	4,980	3,666	4,003	4,341
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	15	15	15	15
非流动负债合计	113	157	17	17	17
股东权益	8,267	9,297	11,071	13,261	15,844
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
公积金	1,344	1,344	1,344	1,344	1,344
未分配利润	5,647	7,112	8,886	11,076	13,659
归属母公司权益	8,267	9,297	11,071	13,261	15,844
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	17.10%	15.10%	15.70%	15.80%	15.80%
管理费用率	4.47%	4.03%	4.30%	4.30%	4.30%
财务费用率	-0.41%	-1.02%	-0.66%	-0.57%	-0.51%
研发费用率	0.44%	0.47%	0.45%	0.45%	0.45%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.45	0.59	0.70	0.86	1.02
每股经营现金流	0.89	2.41	0.68	2.21	2.70
每股净资产	6.59	7.41	8.82	10.57	12.63
每股销售收入	4.08	5.11	6.30	7.60	8.99

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	35	27	22	18	15
PB	6.6	5.9	5.0	4.1	3.5
EV/EBITDA	29.3	19.7	15.1	11.9	9.5
股息率	1.0%	1.3%	1.6%	2.0%	2.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE