

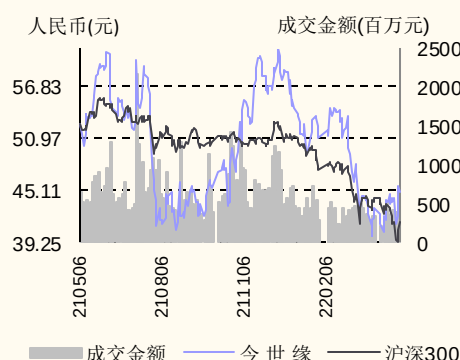
今世缘 (603369.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 44.88 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)	563.02
年内股价最高最低(元)	61.00/40.07
沪深 300 指数	4016
上证指数	3047



相关报告

- 1.《业绩符合预期, 关注激励进度及结构升级-今世缘年报点评》, 2022.4.16
- 2.《一季度收官超预期, 增长态势依旧稳健-业绩预告点评》, 2022.3.30
- 3.《经营数据超预期, 关注产品升级+区域拓展-经营公告点评》, 2022.3.10
- 4.《业绩符合预期, 关注产品结构优化-今世缘 21Q3 业绩点评》, 2021.10.30
- 5.《收入符合预期, 稳步推进 4K 换代升级-今世缘 21 年中报点评》, 2021.8.25

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

本士通 000000

Q1 开局稳健, 期待 V 系列释放潜力

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,119	6,406	7,815	9,768	11,820
营业收入增长率	5.12%	25.12%	22%	25%	21%
归母净利润 (百万元)	1,567	2,029	2,420	3,014	3,683
归母净利润增长率	7.46%	29.50%	19%	24.5%	22%
摊薄每股盈利 (元)	1.249	1.617	1.93	2.40	2.94
每股经营性现金流净额	0.89	2.41	1.51	2.50	3.27
净资产收益率	18.95%	21.83%	21.71%	23.13%	23.07%
市盈率 (倍)	45.94	33.63	23.26	18.68	15.29
市净率 (倍)	8.71	7.34	5.05	4.32	3.53

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 4 月 29 日发布一季报, 22Q1 实现营收 29.88 亿, 同比+24.70%; 归母净利润 10.02 亿, 同比+24.46%, 业绩符合前期预告。

经营分析

- 返乡潮下江苏春节动销良好, 产品结构持续升级。Q1 销售收现 25.63 亿, 同比+20.95% (Q1+Q4 为 33.4%), Q1 末合同负债同比+135.69%, 回款高增积蓄势能, 端午旺季需求有望反弹。①分产品看, 22Q1 特 A+类 (300 元以上)/特 A 类 (100-300 元)/A 类 (50-100 元)/B 类 (20-50 元)/C 类 (10-20 元) 营收分别为 19.43/8.28/1.16/0.55/0.33 亿元, 同比+25.60%/+30.42%/+9.12%/-9.22%/-8.00%, 特 A+类占比同比+0.5pct 至 65%。②分区域看, 22Q1 淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区/省外营收分别为 5.49/8.77/2.94/3.28/3.37/4.00/1.92 亿元, 同比+17.63%/+27.08%/+28.21%/+36.00%/+12.80%/+39.27%/+10.57%, 省外重点市场上海受疫情影响较重, 苏中、淮海表现强劲, 结构好的苏南、强势区域南京较为稳健。
- Q1 盈利能力稳健, 费用投放力度加大。22Q1 净利率同比-0.1pct, 其中毛利率同比+1.0pct, 主要系产品结构升级+国缘 4K 换代提价; 销售费率同比+1.2pct, 主要系促销活动+央视广告投入增加所致; 管理费率-0.1pct, 保持相对稳定。
- 内部机制优化, V 系列有望延续 50%以上的高增。分产品看, 大单品国缘对开、4K 态势良好, 4K 换代后实现量价齐升; V 系列内部规划到 25 年每年增速均在 50%以上, 达成 20%的收入占比目标。V3 已在江苏省内全面布局, 依托 4K 的渠道、消费群快速扩容, 未来有望继续把价格做高; V9 定位高端形象产品, 成立 V99 联盟体运作。公司定调 22 年营收目标增速 17-25%; 净利润目标增速 11-16%, 十四五目标百亿, 顺利实现可期。当前股票回购完成, 股权激励有望加快落地; 中长期看好分品牌事业部运作、超量奖励政策带来的费效比提升。

盈利预测

- 预计 22-24 年收入增速 22%/25%/21%, 归母净利润增速为 19%/25%/22%, EPS 为 1.93/2.40/2.94 元, 对应 PE 为 23/19/15 X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险, 区域竞争加剧风险, 结构升级速度低预期, 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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,870	5,119	6,406	7,815	9,768	11,820
增长率		5.1%	25.1%	22.0%	25.0%	21.0%
营业成本	-1,325	-1,479	-1,626	-2,032	-2,481	-2,919
%销售收入	27.2%	28.9%	25.4%	26.0%	25.4%	24.7%
毛利	3,545	3,641	4,779	5,783	7,287	8,900
%销售收入	72.8%	71.1%	74.6%	74.0%	74.6%	75.3%
营业税金及附加	-881	-892	-1,105	-1,344	-1,680	-2,033
%销售收入	18.1%	17.4%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%
销售费用	-853	-875	-968	-1,250	-1,543	-1,844
%销售收入	17.5%	17.1%	15.1%	16.0%	15.8%	15.6%
管理费用	-207	-229	-258	-391	-479	-567
%销售收入	4.2%	4.5%	4.0%	5.0%	4.9%	4.8%
研发费用	-14	-22	-30	-27	-24	-30
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	1,590	1,622	2,418	2,770	3,561	4,426
%销售收入	32.6%	31.7%	37.8%	35.5%	36.5%	37.5%
财务费用	50	21	65	68	74	85
%销售收入	-1.0%	-0.4%	-1.0%	-0.9%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	144	147	98	200	150	150
投资收益	173	297	121	180	220	230
%税前利润	8.9%	14.3%	4.5%	5.6%	5.5%	4.7%
营业利润	1,951	2,092	2,712	3,230	4,019	4,910
营业利润率	40.1%	40.9%	42.3%	41.3%	41.1%	41.5%
营业外收支	-10	-11	-13	-10	-10	-10
税前利润	1,942	2,082	2,699	3,220	4,009	4,900
利润率	39.9%	40.7%	42.1%	41.2%	41.0%	41.5%
所得税	-484	-515	-670	-800	-995	-1,217
所得税率	24.9%	24.7%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
净利润	1,458	1,567	2,029	2,420	3,014	3,683
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,458	1,567	2,029	2,420	3,014	3,683
净利率	29.9%	30.6%	31.7%	31.0%	30.9%	31.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,458	1,567	2,029	2,420	3,014	3,683
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	130	114	120	149	191	244
非经营收益	-311	-393	-327	-406	-359	-369
营运资金变动	30	-168	1,201	-275	287	547
经营活动现金净流	1,307	1,119	3,024	1,889	3,132	4,105
资本开支	-150	-393	-576	-771	-1,721	-2,621
投资	-1,185	948	-767	-445	-65	-60
其他	172	285	127	180	220	230
投资活动现金净流	-1,163	840	-1,216	-1,036	-1,566	-2,451
股权募资	0	0	0	433	0	0
债权募资	-20	362	-362	-9	0	0
其他	-416	-521	-999	-1,004	-1,129	-753
筹资活动现金净流	-436	-160	-1,361	-579	-1,129	-753
现金净流量	-292	1,799	447	273	437	902

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,607	3,402	3,958	4,231	4,668	5,570
应收账款	108	54	78	79	99	120
存货	2,151	2,604	3,194	3,340	3,943	4,399
其他流动资产	2,641	2,374	2,716	3,311	3,513	3,713
流动资产	6,508	8,433	9,946	10,961	12,223	13,802
%总资产	64.7%	71.2%	68.9%	68.1%	64.7%	60.4%
长期投资	2,072	1,527	1,922	1,967	1,982	1,992
固定资产	1,123	1,502	2,020	2,628	4,144	6,507
%总资产	11.2%	12.7%	14.0%	16.3%	21.9%	28.5%
无形资产	141	182	176	181	185	189
非流动资产	3,555	3,418	4,487	5,144	6,680	9,057
%总资产	35.3%	28.8%	31.1%	31.9%	35.3%	39.6%
资产总计	10,062	11,851	14,434	16,106	18,903	22,859
短期借款	0	362	1	0	0	0
应付款项	907	1,249	1,735	1,796	2,055	2,425
其他流动负债	1,871	1,860	3,244	3,050	3,702	4,357
流动负债	2,778	3,471	4,980	4,846	5,758	6,782
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	78	113	157	112	113	114
负债	2,856	3,584	5,137	4,958	5,871	6,897
普通股股东权益	7,206	8,267	9,297	11,147	13,032	15,962
其中：股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
未分配利润	4,608	5,647	7,112	8,529	10,413	13,344
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	10,062	11,851	14,434	16,106	18,903	22,859

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.16	1.25	1.62	1.93	2.40	2.94
每股净资产	5.74	6.59	7.41	8.89	10.39	12.72
每股经营现金净流	1.04	0.89	2.41	1.51	2.50	3.27
每股股利	0.41	0.45	0.59	0.80	0.90	0.60
回报率						
净资产收益率	20.23%	18.95%	21.83%	21.71%	23.13%	23.07%
总资产收益率	14.49%	13.22%	14.06%	15.03%	15.94%	16.11%
投入资本收益率	16.44%	14.00%	19.28%	18.51%	20.37%	20.71%
增长率						
主营业务收入增长率	30.28%	5.09%	25.13%	21.94%	25.00%	21.00%
EBIT增长率	20.51%	1.94%	49.06%	14.42%	28.53%	24.32%
净利润增长率	26.71%	7.46%	29.50%	19.29%	24.51%	22.21%
总资产增长率	17.17%	17.78%	21.79%	11.58%	17.37%	20.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.1	2.2	2.0	2.3	2.3	2.3
存货周转天数	567.2	586.8	650.6	600.0	580.0	550.0
应付账款周转天数	47.2	72.5	92.5	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	76.9	72.2	73.7	70.1	67.9	67.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-58.26%	-65.20%	-71.43%	-67.41%	-62.56%	-57.97%
EBIT利息保障倍数	-32.0	-77.1	-37.2	-40.9	-48.4	-52.0
资产负债率	28.38%	30.24%	35.59%	30.79%	31.06%	30.17%

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