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 首席研究员
执业编号：S1500520110001
邮 箱：mazheng@cindasc.com

相关研究

今世缘（603369）：渠道持续下沉，国缘引领增长 2021.8.24

今世缘（603369）：特A+快速放量，省内深耕与省外扩张见效 2021.4.30

今世缘（603369）：业绩略超预期，结构持续升级 2021.4.21

今世缘（603369）：结构优化，区域放量 2020.12.17

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

疫情造成短期扰动，深耕形成持续增长

2021 年 10 月 31 日

事件：21Q1-3 公司营业收入 53.33 亿，同比增长 27.18%，归母净利 16.99 亿，同比增长 29.33%；其中，21Q3 营业收入 14.82 亿，同比增长 15.76%，归母净利润 3.64 亿，同比增长 23.81%。

点评：

- **疫情影响营收增速，费用投入下滑释放利润端。**由于公司收入主要来自于省内，且南京为省内第一大市场，7-8 月南京疫情较为严重，宴席消费场景缺失，造成南京地区收入同比下滑，影响公司三季度营收增速。而产品结构升级及费用投入短期下滑使得公司在利润端表现较好。21Q3 公司毛利率为 78.48%，同比增加 1.7pct，主要系产品结构的进一步升级及换代提价；税金及附加占比为 24.7%，同比增加 2.2pct，主要系公司生产运转照常，税费提前支出；销售费用率为 18.42%，同比减少 6.26pct，主要系三季度疫情影响公司费用投放节奏；管理费用率为 4.17%，同比增加 0.11pct；净利润率为 24.56%，同比增加 1.6pct。

- **收入蓄水池充足，现金流健康。**公司前三季度销售回款 59.8 亿，同比增长 48.42%，其中 Q3 回款 19.59 亿，同比增长 12.49%，考虑到疫情影响，公司对经销商回款较为宽松，保持良好的厂商关系。三季度末，公司预收款 8.61 亿，环比增加 2.13 亿，形成一定的蓄水池，保障四季度及明年开门红业绩的释放。21Q3 公司经营性净现金流 7.1 亿，现金流情况健康。

- **四开换代顺利，主要市场深耕形成复购动销。（1）分产品看：**21Q3，公司特 A+/特 A/A 类/B 类/C 类收入分别为 10.11 亿/3.52 亿/0.65 亿/0.29 亿/0.18 亿，分别同比增长 16.35%/17.69%/5.14%/10.33%/4.34%，出厂指导价三百元以上产品营收占比达到 68.38%，同比增加 0.44pct，为历史最高水平，主要系公司加快 V 系列布局，国缘 V 系联盟体成立，签约年销量 500 万，首批打款 200 万，且新四开顺利导入。**（2）分区域看：**21Q3 公司省内收入 13.76 亿，同比增加 15.04%；省外收入 1.04 亿，同比增加 23.67%，省外收入占比略有提升。省内淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区分别营收 3.46 亿/3.26 亿/2.31 亿/1.51 亿/1.75 亿/1.45 亿，同比增长 15.04%/22.21%/-1.63%/23.64%/22.33%/6.7%/37.36%，其中南京地区因疫情影响，收入出现下滑；苏南、苏中地区自 2020 年大举招商后，已渐入复购成长期，今年以来收入增速全省领先；地处苏鲁皖交界处的淮海大区随省外的扩张，同样保持较高速的增长。

- **盈利预测与投资评级：**我们认为，除去疫情影响，公司在省内市场的深耕效果逐渐显现，且在次高端价位带具有较强的消费者基础，伴随次高端的扩容和省内消费升级，公司有望进一步提高 V 系列在 600 元左右的市占率。**我们预计公司 2021-2023 年摊薄每股收益分别为 1.59 元、1.99 元、2.42 元，维持对公司的“买入”评级。**

- **风险因素：**省内竞争升级；省外市场开拓不及预期

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	4,874	5,122	6,413	7,854	9,460
增长率 YoY %	30.3%	5.1%	25.2%	22.5%	20.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,458	1,567	1,990	2,492	3,041
增长率 YoY%	26.7%	7.5%	27.0%	25.2%	22.0%
毛利率%	72.8%	71.1%	72.9%	74.0%	74.8%
净资产收益率ROE%	20.2%	19.0%	20.4%	21.4%	21.7%
EPS(摊薄)(元)	1.16	1.25	1.59	1.99	2.42
市盈率 P/E(倍)	28.15	45.94	31.10	24.83	20.34
市净率 P/B(倍)	5.70	8.71	6.34	5.30	4.42

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,491	8,417	9,302	11,195	13,547
货币资金	1,607	3,402	3,988	5,657	7,803
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	32	29	35	39	44
预付账款	24	7	17	20	24
存货	2,151	2,604	2,862	3,076	3,269
其他	2,677	2,376	2,399	2,403	2,407
非流动资产	3,571	3,434	4,080	4,752	5,505
长期股权投	15	19	19	19	19
固定资产	1,026	1,013	1,176	1,419	1,742
无形资产	129	172	203	235	266
其他	2,401	2,229	2,681	3,079	3,477
资产总计	10,062	11,851	13,382	15,947	19,052
流动负债	2,778	3,471	3,514	4,169	4,935
短期借款	0	362	0	0	0
应付票据	79	134	143	168	196
应付账款	197	390	262	280	327
其他	2,501	2,585	3,108	3,722	4,412
非流动负债	78	113	113	113	113
长期借款	0	0	0	0	0
其他	78	113	113	113	113
负债合计	2,856	3,584	3,627	4,283	5,048
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司	7,206	8,267	9,755	11,665	14,004
负债和股东权益	10,062	11,851	13,382	15,947	19,052

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,874	5,122	6,413	7,854	9,460
同比	30.3%	5.1%	25.2%	22.5%	20.5%
归属母公司净利润	1,458	1,567	1,990	2,492	3,041
同比	26.7%	7.5%	27.0%	25.2%	22.0%
毛利率（%）	72.8%	71.1%	72.9%	74.0%	74.8%
ROE%	20.2%	19.0%	20.4%	21.4%	21.7%
EPS (摊薄)(元)	1.16	1.25	1.59	1.99	2.42
P/E	28.15	45.94	31.10	24.83	20.34
P/B	5.70	8.71	6.34	5.30	4.42
EV/EBITDA	23.24	39.72	25.86	19.99	15.72

利润表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,874	5,122	6,413	7,854	9,460
营业成本	1,325	1,479	1,741	2,041	2,386
营业税金及附加	881	892	1,122	1,374	1,656
销售费用	853	875	1,090	1,335	1,608
管理费用	207	229	289	353	426
研发费用	14	22	26	31	38
财务费用	-50	-21	-29	-48	-67
减值损失合	0	0	0	0	0
投资净收益	173	297	321	393	473
其他	135	150	168	174	178
营业利润	1,951	2,092	2,663	3,333	4,065
营业外收支	-10	-11	-10	-10	-10
利润总额	1,942	2,082	2,653	3,323	4,055
所得税	484	515	663	831	1,014
净利润	1,458	1,567	1,990	2,492	3,041
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司	1,458	1,567	1,990	2,492	3,041
EBITDA	1,697	1,736	2,239	2,812	3,440
EPS (当年)(元)	1.16	1.25	1.59	1.99	2.42

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,307	1,119	1,738	2,484	3,081
净利润	1,458	1,567	1,990	2,492	3,041
折旧摊销	104	111	94	94	94
财务费用	1	7	8	0	0
投资损失	-173	-297	-321	-393	-473
营运资金变	30	-168	107	431	559
其它	-111	-101	-140	-140	-140
投资活动现	-1,163	840	-101	25	105
资本支出	-150	-393	-520	-520	-520
长期投资	-1,185	948	0	0	0
其他	172	285	419	545	625
筹资活动现	-436	-159	-1,050	-840	-1,040
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	-20	362	-362	0	0
支付利息或股息	-416	-521	-688	-840	-1,040
现金流净增加额	-292	1,799	587	1,668	2,146

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
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@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
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	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	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	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

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。