

延续增长趋势

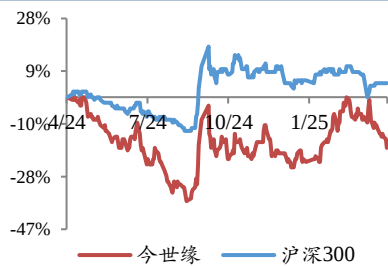
——今世缘 24 年报&25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-30

收盘价（元）	47.40
近 12 个月最高/最低（元）	58.45/35.35
总股本（百万股）	1,247
流通股本（百万股）	1,247
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	591
流通市值（亿元）	591

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

➤ 公司发布 2024 年报及 25Q1 季报：

- **25Q1**：收入 50.99 亿元（+9.17%），归母净利润 16.44 亿元（+7.27%），扣非归母净利润 16.39 亿元（+7.45%）。
- **24Q4**：收入 16.04 亿元（-7.56%），归母净利润 3.26 亿元（-34.84%），扣非归母净利润 3.06 亿元（-38.67%）。
- **24 年**：收入 115.46 亿元（+14.31%），归母净利润 34.12 亿元（+8.80%），扣非归母净利润 33.80 亿元（+7.80%）。
- **25Q1 及 24Q4 符合市场一致预期。**

● 收入：大众价格带维持高增

- **25Q1**：分产品结构，公司特 A+/特 A/A 类营收分别同比增长 6.6%/17.4%/3.3%，特 A+/特 A 类占比白酒业务营收分别同比 -1.6/+2.2pct 至 62.4%/32.5%，公司淡雅系列仍维持较高势能。特 A+类产品中，我们预计 V 系增速快于四开，省内市占率仍有提升空间。分区域看，省内苏中/盐城/苏南营收增速领先，分别同比增长 15.2%/12.6%/9.2%，省外营收同比增长 19.0%，实现低基数下持续突破。
- **24 年**：分产品结构，公司特 A+/特 A/A 类营收分别同比增长 15.2%/16.6%/2.0%，特 A+/特 A 类占比白酒业务营收分别同比提升 0.5/0.6pct 至 65.3%/29.2%，预计淡雅全年增速领涨。特 A+类产品中，V 系增速快于开系，主因资源投放+低渗透率。分区域看，省内区域苏中/盐城营收增速较快，分别同比增长 21.2%/15.6%，公司省内渠道下沉持续；省外营收同比增长 27.4%，维持快速扩张态势。

● 利润：费效比提升对冲毛利率影响

- **25Q1**：公司毛利率同比下降 0.60pct 至 73.6%，主因特 A 类占比提升。同期，公司销售/管理/研发/财务费率分别同比 -0.87/-0.12/-0.01/+0.25pct，费用投入优化对冲毛利率影响。综上，公司归母净利率同比下降 0.57pct 至 32.2%。
- **24 年**：公司毛利率同比下降 3.6pct 至 74.7%，主因产品结构变化+货折力度提升。同期，公司销售/管理/研发/财务费率分别同比 -2.22/-0.22/-0.01/+0.66pct，整体费用投放精准有效对冲毛利率影响。综上，公司归母净利率同比下降 1.5pct 至 29.6%。

● 报表质量：回款意愿仍强

- **25Q1 公司**“营收+Δ合同负债”+24.7%，销售收现+25.4%，均快于营收增速，渠道端合作意愿较高，市占率提升势能不减。

● **投资建议：维持“买入”**

➤ **我们的观点：**

展望 25 年，产品端淡雅聚焦大众价格带势能仍强，V 系高端化持续推进；区域端，省内苏中/苏南仍有精耕空间，推动市占率提升，省外低基数下持续发力，有望贡献额外增量。

盈利预测：考虑到行业景气度恢复较慢，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入 125.59/138.38/152.89 亿元（25-26 年原值为 134.77/151.73 亿元），分别同比增长 8.8%/10.2%/10.5%；实现归母净利润 36.92/40.51/44.92 亿元（25-26 年原值为 41.03/46.40 亿元），分别同比增长 8.2%/9.7%/10.9%；当前股价对应 PE 分别为 16/15/13 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**

行业景气度恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11546	12559	13838	15289
收入同比 (%)	14.3%	8.8%	10.2%	10.5%
归属母公司净利润	3412	3692	4051	4492
净利润同比 (%)	8.8%	8.2%	9.7%	10.9%
毛利率 (%)	74.7%	73.9%	73.5%	73.7%
ROE (%)	22.1%	19.3%	17.5%	16.2%
每股收益 (元)	2.74	2.96	3.25	3.60
P/E	16.53	16.01	14.59	13.16
P/B	3.67	3.09	2.55	2.13
EV/EBITDA	11.46	10.03	8.19	6.63

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 30 日

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	13928	18303	24201	29380	
现金	6158	9769	15002	19543	
应收账款	35	56	44	66	
其他应收款	30	53	38	63	
预付账款	20	22	25	27	
存货	5569	6290	6979	7567	
其他流动资产	2117	2113	2113	2113	
非流动资产	10294	9991	9664	9317	
长期投资	47	47	47	47	
固定资产	3217	3594	3810	3898	
无形资产	452	452	452	452	
其他非流动资产	6577	5898	5355	4920	
资产总计	24222	28294	33865	38697	
流动负债	8374	8753	10273	10614	
短期借款	1040	1140	1230	1310	
应付账款	1058	1080	1312	1310	
其他流动负债	6276	6534	7731	7994	
非流动负债	394	394	394	394	
长期借款	190	190	190	190	
其他非流动负债	204	204	204	204	
负债合计	8768	9148	10667	11008	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	1255	1255	1255	1255	
资本公积	730	730	730	730	
留存收益	13469	17161	21213	25704	
归属母公司股东权	15454	19146	23197	27689	
负债和股东权益	24222	28294	33865	38697	

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2867	3494	5124	4439
净利润	3412	3692	4051	4492
折旧摊销	175	303	327	347
财务费用	9	0	0	0
投资损失	-19	-25	-28	-31
营运资金变动	-593	-484	765	-377
其他经营现金流	3887	4185	3294	4877
投资活动现金流	-2259	17	20	22
资本支出	-1816	-8	-8	-8
长期投资	-542	0	0	0
其他投资现金流	99	25	28	31
筹资活动现金流	-926	100	90	80
短期借款	140	100	90	80
长期借款	190	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0
其他筹资现金流	-1259	0	0	0
现金净增加额	-318	3611	5233	4541

资料来源：wind，华安证券研究所

利润表	单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11546	12559	13838	15289
营业成本	2916	3273	3662	4014
营业税金及附加	1685	1884	2076	2293
销售费用	2140	2135	2297	2507
管理费用	464	502	554	612
财务费用	-133	-154	-147	-120
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	53	0	0	0
投资净收益	19	25	28	31
营业利润	4553	4929	5407	5994
营业外收入	18	6	6	6
营业外支出	24	14	14	14
利润总额	4547	4921	5399	5986
所得税	1135	1229	1348	1494
净利润	3412	3692	4051	4492
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3412	3692	4051	4492
EBITDA	4523	5053	5560	6190
EPS（元）	2.74	2.96	3.25	3.60

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	14.3%	8.8%	10.2%	10.5%
营业利润	9.0%	8.3%	9.7%	10.9%
归属于母公司净利	8.8%	8.2%	9.7%	10.9%
获利能力				
毛利率（%）	74.7%	73.9%	73.5%	73.7%
净利率（%）	29.6%	29.4%	29.3%	29.4%
ROE（%）	22.1%	19.3%	17.5%	16.2%
ROIC（%）	19.6%	17.4%	15.9%	15.0%
偿债能力				
资产负债率（%）	36.2%	32.3%	31.5%	28.4%
净负债比率（%）	56.7%	47.8%	46.0%	39.8%
流动比率	1.66	2.09	2.36	2.77
速动比率	0.99	1.37	1.67	2.05
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.48	0.45	0.42
应收账款周转率	276.86	276.86	276.86	276.86
应付账款周转率	3.06	3.06	3.06	3.06
每股指标（元）				
每股收益	2.74	2.96	3.25	3.60
每股经营现金流（摊	2.30	2.80	4.11	3.56
每股净资产	12.32	15.36	18.61	22.21
估值比率				
P/E	16.53	16.01	14.59	13.16
P/B	3.67	3.09	2.55	2.13
EV/EBITDA	11.46	10.03	8.19	6.63

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。