

中粮资本 (002423.SZ)

持续深化产融协同，债市波动拖累短期业绩

2025 年 04 月 30 日

——中粮资本 2024 年年报和 2025 年 1 季报点评

投资评级：买入（维持）

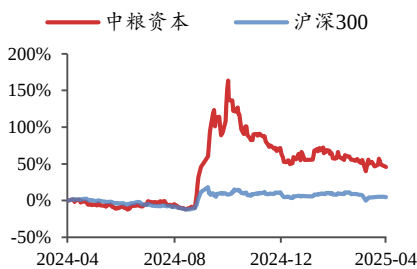
高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

日期	2025/4/30
当前股价(元)	11.89
一年最高最低(元)	22.63/7.06
总市值(亿元)	273.96
流通市值(亿元)	273.96
总股本(亿股)	23.04
流通股本(亿股)	23.04
近 3 个月换手率(%)	110.59

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《依托中粮产业链，三大主业构筑四维产融协同——公司首次覆盖报告》
-2025.3.17

● 持续深化产融协同，债市波动拖累短期业绩

(1) 2024 年公司营业总收入/归母净利润分别为 252.5 亿元/12.1 亿元，分别同比+13.3%/+ 18.6%，加权平均 ROE 5.7%，同比+0.3pct，净利润增速符合我们预期。公司每 10 股派现金 1.58 元，股利支付率维持 30%。(2) 根据国家统一会计制度要求及公司经营发展要求，公司于 2025 年 1 月 1 日变更与保险合同相关的会计政策，同时公司对同期报表进行追溯调整。公司 2025Q1 营总收/归母净利润为 23.5 亿元/3.9 亿元，同比-8.7%/-58.3%(基于回溯调整后)，一季度净利润同比下降明显，主要受投资收益(含公允价值变动损益)同比下降影响，主要受 1 季度债市下跌拖累。一季度末归母股东权益 217 亿，环比+5%。公司使用 I17 新准则下，1 季度利率波动对公司净资产影响较小，体现了公司较好的资产负债匹配。(3) 考虑 2025 年资本市场波动加大，我们下修 2025-2026 年净利润预测至 13.0/14.2 亿(调前 14.0/15.2 亿)，新增 2027 年净利润预测 15.5 亿，同比+7.8%/+8.6%/+9.3%，当前股价对应 PB 为 1.1/1.1/1.0 倍，估值仍在低位，公司立足中粮产业，持续完善以服务民生为特色的综合金融平台，维持“买入”评级。

● 2024 年中英人寿净利润增长较快，形成三大渠道立体化营销布局

(1) 2024 年中英人寿自身实力及行业地位不断提升，位列中外合资保险公司前茅，实现净利润 8.03 亿，同比+53%，ROE 达到 6.4%；原保险保费收入 210 亿，同比增长 30%，其中新单保费 87 亿，保持较好增速。(2) 2024 年中英人寿个险渠道实现保费收入约 61 亿，同比+15%，13 个月保费继续率 96.6%，提升 1 个百分点；经代渠道实现保费收入约 79 亿，同比+21%，13 个月继续率 97.7%，上升 2.3 个百分点；银保渠道实现保费收入约 51 亿，同比+144%，13 个月继续率 98.5%，下降 0.2 个百分点。形成个险、经代、银保三大渠道的立体化营销布局。

● 期货和信托子公司业绩稳健增长，加快转型发展步伐

(1) 2024 年中粮期货实现净利润 2.65 亿元，同比增长 11%，ROE 达到 7.2%，连续第 11 年获得证监会期货公司 AA 评级。2024 年境内经纪业务客户权益规模峰值达到 329 亿，同比提升 23%；国际业务客户权益日均规模为 33 亿，同比提升 7%；期货资管业务月均规模约 80 亿，同比增长约 23%，规模峰值突破 90 亿，创历史新高。(2) 2024 年中粮信托业务规模保持良好增长态势并突破 6000 亿，同比增加 107%，实现信托收入 12.3 亿，同比增长 6%；实现净利润 7.0 亿，同比增长 16%。中粮信托聚焦“3+1+3”业务赛道，进一步夯实业务布局，加快转型发展步伐；证券服务类信托连续两年实现规模倍增，截至 2024 年末规模近 4000 亿元；中粮信托不断加强财富管理体系建设，截至 2024 年末财富管理全口径 AUM 近千亿元。

● **风险提示：**利率下行造成寿险利差损风险；资本市场波动对投资收益带来影响。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,282	25,250	27,217	29,568	32,322
YOY(%)	19.8	13.3	7.8	8.6	9.3
归母净利润(百万元)	1,021	1,210	1,304	1,417	1,549
YOY(%)	71.0	18.6	7.8	8.6	9.3
毛利率(%)	8.4	8.8	8.8	8.8	8.8
净利率(%)	6.7	7.4	7.4	7.4	7.4
ROE(%)	5.4	5.7	5.5	5.7	5.9
EPS(摊薄/元)	0.44	0.53	0.57	0.61	0.67
P/E(倍)	26.8	22.6	21.0	19.3	17.7
P/B(倍)	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	58179	56865	60296	62624	65744
现金	12218	12948	13729	14259	14970
应收票据及应收账款	335	470	499	518	544
其他应收款	2644	2308	2447	2541	2668
预付账款	99	112	119	124	130
存货	100	68	73	75	79
其他流动资产	42783	40958	43429	45106	47353
非流动资产	66622	95120	100859	104753	109972
长期投资	3993	4157	4408	4578	4806
固定资产	1246	1211	1284	1333	1400
无形资产	1512	1456	1544	1603	1683
其他非流动资产	59870	88297	93624	97239	102083
资产总计	124801	151986	161155	167377	175716
流动负债	36347	34901	37006	38435	40350
短期借款	609	500	530	551	578
应付票据及应付账款	468	610	647	672	706
其他流动负债	35270	33790	35829	37212	39066
非流动负债	61968	81150	86046	89368	93821
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	61968	81150	86046	89368	93821
负债合计	98315	116051	123052	127804	134170
少数股东权益	7045	12818	13592	14116	14820
股本	2304	2304	2304	2304	2304
资本公积	9569	9483	10055	10443	10964
留存收益	176	214	227	235	247
归属母公司股东权益	19442	23117	24511	25458	26726
负债和股东权益	124801	151986	161155	167377	175716

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6763	14246	14390	14563	14765
净利润	1484	1856	2001	2174	2376
折旧摊销	97	165	165	165	165
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-1094	-4951	-4951	-4951	-4951
营运资金变动	-2752	96	96	96	96
其他经营现金流	9028	17079	17079	17079	17079
投资活动现金流	-4748	-12763	-12498	-12498	-12498
资本支出	288	132	132	132	132
长期投资	115824	127470	127470	127470	127470
其他投资现金流	-120284	-140101	-140101	-140101	-140101
筹资活动现金流	-3851	-530	-530	-530	-530
短期借款	617	337	337	337	337
长期借款	0	683	683	683	683
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4468	-1550	-1550	-1550	-1550
现金净增加额	-1805	983	1392	1565	1768

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22282	25250	27217	29568	32322
营业成本	3150	694	748	813	888
营业税金及附加	16	36	39	42	46
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	2699	2903	3129	3399	3716
研发费用	37	19	20	22	24
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	-29	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1144	451	486	528	577
投资净收益	1094	4951	5337	5798	6337
资产处置收益	2	1	1	1	1
营业利润	1870	2226	2399	2606	2849
营业外收入	3	8	9	9	10
营业外支出	14	19	21	23	25
利润总额	1859	2214	2387	2593	2835
所得税	375	358	386	419	458
净利润	1484	1856	2001	2174	2376
少数股东损益	463	647	697	757	828
归属母公司净利润	1021	1210	1304	1417	1549
EBITDA	645	852	918	998	1091
EPS(元)	0.44	0.53	0.57	0.61	0.67

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	19.8	13.3	7.8	8.6	9.3
营业利润(%)	85.0	19.0	7.8	8.6	9.3
归属于母公司净利润(%)	71.0	18.6	7.8	8.6	9.3
获利能力					
毛利率(%)	8.4	8.8	8.8	8.8	8.8
净利率(%)	6.7	7.4	7.4	7.4	7.4
ROE(%)	5.4	5.7	5.5	5.7	5.9
ROIC(%)	2.8	2.9	2.8	2.9	3.0
偿债能力					
资产负债率(%)	78.8	76.4	76.4	76.4	76.4
净负债比率(%)	259.0	297.2	297.2	297.2	297.2
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	72.8	62.7	56.2	58.1	60.9
应付账款周转率	10.5	5.8	1.1	1.1	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.53	0.57	0.61	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	2.94	6.18	6.25	6.32	6.41
每股净资产(最新摊薄)	8.44	10.03	10.64	11.05	11.60
估值比率					
P/E	26.8	22.6	21.0	19.3	17.7
P/B	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	29.3	25.0	25.9	25.0	23.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn