



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年05月02日

基础数据

04月30日收盘价(元)	47.40
总市值(亿元)	590.98
总股本(亿股)	12.47

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食品饮料】今世缘三季报点评: Q3 主动控制节奏, 内生增长动力仍足-2024.11.01

【兴证食品饮料】今世缘事件点评: 2万吨新增产能开酿, 支撑后百亿稳健发展-2024.09.23

【兴证食品饮料】今世缘中报点评: Q2 投资收益下降致盈利波动, 内生增长动力仍足-2024.08.17

分析师: 沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师: 金含

S0190521080003
jinhan@xyzq.com.cn

研究助理: 王嘉琦

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

今世缘(603369.SH)

经营表现稳健, 省内份额稳步提升

投资要点:

- **事件:** 公司公告 2024 年年报及 2025 年一季报: 2024 年营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 115.46/34.12/33.80 亿元, 同比+14.31%/+8.80%/+7.80%。Q4 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 16.04/3.26/3.06 亿元, 同比-7.56%/-34.84%/-38.67%。25Q1 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 50.99/16.44/16.39 亿元, 同比+9.17%/+7.27%/+7.45%。
- **24 年平稳收官, Q4 主动控货去库。** 公司收入上半年快速增长, 三季度行业需求遇冷的背景下降速调整, Q4 主动控货挺价, 以去库为主, 为 25 年春节蓄力。分品牌来看, 24 年特 A+类、特 A 类收入分别为 74.9 亿元、33.5 亿元, 同比+15.2%、+16.6%, 预计 V 系、淡雅增速较快, 四开、对开表现相对稳健。分区域来看, 24 年省内、省外收入分别同比+13.3%/+27.4%, 省内成熟市场淮安、南京保持 10%+增速, 苏中、苏南、盐城、淮海大区分别增长 21.2%、9.5%、15.6%、9.0%, 省外加速开拓, 年末经销商总数达到 1228 家、同比净增加 167 家。利润端, 24 年归母净利率 29.55%, 同比-1.5pct, 主要系: 1) 毛利率 74.74%、同比-3.6pct, 货折力度加大; 2) 销售费用率 18.54%、同比-2.23pct, 系费用结构调整。
- **25Q1 稳健增长, 销售收现表现出色。** Q1 公司动销表现好于行业大盘, 预计四开、对开动销相对稳健, 淡雅、V3 受益于宴席场景收入增速较快。利润端, Q1 归母净利率 32.24%、同比-0.57pct, 毛利率同比小幅下滑 0.60pct, 税金及附加占营收比同比+0.87pct 系节奏确认影响, 费用优化带动销售费用率、管理费用率同比分别-0.87pct、-0.11pct。Q1 末合同负债余额 5.38 亿元, 销售确认致同比减少 4.35 亿元, 环比减少 10.54 亿元; Q1 销售收现同比+25.40%, 优于收入增速。
- **省内深耕份额提升, 省外加速扩容。** 产品方面, 主导产品对开、四开保持强势地位, 聚焦国缘 V3 加快放量, 持续培养和推广 V9 和 V6, 辐射长三角地区。渠道方面, 省内持续提升县区市场、乡镇市场精耕的密度与强度, 优势明显, 份额有望稳步提升; 省外坚定落实品牌聚焦、产品聚焦、区域聚焦、战术聚焦策略, 加大市场资源投入力度, 因城施策。在“省内精耕攀顶, 省外攻城拔寨”的战略下, 近两年公司省外市场的增速明显快于省内, 且板块市场的销售占比持续提升。预计随着省内份额提升, 省外市场拓展, 公司有望维持势能。
- **盈利预测与投资建议:** 根据最新公告调整盈利预测, 预计 2025-2027 年营收分别为 125.84/140.06/155.47 亿元, 同比+9.0%/+11.3%/+11.0%, 归母净利润分别为 37.15/41.39/45.90 亿元, 同比+8.9%/+11.4%/+10.9%, 对应 2025 年 4 月 30 日收盘价, PE 为 15.9/14.3/12.9 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 省内竞争加剧; 结构升级不及预期; 宏观经济波动风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11546	12584	14006	15547
同比增长	14.3%	9.0%	11.3%	11.0%
归母净利润(百万元)	3412	3715	4139	4590
同比增长	8.8%	8.9%	11.4%	10.9%
毛利率	74.7%	74.3%	74.3%	74.3%
ROE	22.1%	21.6%	21.3%	20.9%
每股收益(元)	2.74	2.98	3.32	3.68
市盈率	17.3	15.9	14.3	12.9

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13928	15811	17819	21307
货币资金	6158	7611	8856	11551
交易性金融资产	2094	1998	2043	2041
应收票据及应收账款	35	68	76	85
预付款项	20	12	14	15
存货	5569	6030	6711	7449
其他	53	93	119	165
非流动资产	10294	10655	11102	11007
长期股权投资	47	56	65	65
固定资产	3217	4085	4431	4437
在建工程	3394	2502	2053	1898
无形资产	452	505	558	611
商誉	0	0	0	0
其他	3182	3508	3996	3996
资产总计	24222	26466	28921	32314
流动负债	8374	8889	9103	9918
短期借款	1040	1115	1078	1040
应付票据及应付账款	1882	1733	1929	2142
其他	5452	6040	6096	6737
非流动负债	394	388	388	388
长期借款	190	190	190	190
其他	204	197	197	197
负债合计	8768	9276	9491	10306
股本	1255	1247	1247	1247
未分配利润	13270	14882	16502	18391
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	15454	17189	19431	22008
负债及权益合计	24222	26466	28921	32314

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	3412	3715	4139	4590
折旧和摊销	175	407	479	524
营运资金的变动	-593	-86	-464	59
经营活动产生现金流量	2867	4003	4150	5238
资本支出	-1816	-444	-440	-443
长期投资	-542	-206	-533	12
投资活动产生现金流量	-2259	-590	-912	-436
债权融资	322	75	-38	-38
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-926	-2044	-1910	-2106
现金净变动	-318	1369	1328	2695

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11546	12584	14006	15547
营业成本	2916	3240	3606	4003
税金及附加	1685	1837	2045	2270
销售费用	2140	2227	2479	2643
管理费用	464	503	560	622
研发费用	49	38	43	47
财务费用	-133	-103	-143	-122
投资收益	19	75	66	0
公允价值变动收益	53	10	10	10
信用减值损失	22	1	1	1
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	4553	4947	5512	6113
营业外收支	-6	-15	-15	-19
利润总额	4547	4932	5496	6095
所得税	1135	1217	1357	1504
净利润	3412	3715	4139	4590
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3412	3715	4139	4590
EPS(元)	2.74	2.98	3.32	3.68

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	14.3%	9.0%	11.3%	11.0%
营业利润增长率	9.0%	8.7%	11.4%	10.9%
归母净利润增长率	8.8%	8.9%	11.4%	10.9%
盈利能力				
毛利率	74.7%	74.3%	74.3%	74.3%
归母净利率	29.6%	29.5%	29.6%	29.5%
ROE	22.1%	21.6%	21.3%	20.9%
偿债能力				
资产负债率	36.2%	35.1%	32.8%	31.9%
流动比率	1.66	1.78	1.96	2.15
速动比率	0.99	1.10	1.21	1.39
营运能力				
资产周转率	50.4%	49.7%	50.6%	50.8%
每股资料(元)				
每股收益	2.74	2.98	3.32	3.68
每股经营现金	2.30	3.21	3.33	4.20
估值比率(倍)				
PE	17.3	15.9	14.3	12.9
PB	3.8	3.4	3.0	2.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn