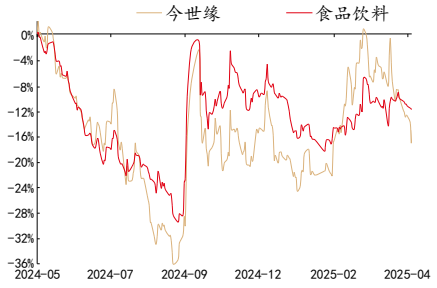
股票投资评级

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	47.40
总股本/流通股本（亿股）	12.47 / 12.47
总市值/流通市值（亿元）	591 / 591
52 周内最高/最低价	58.17 / 35.59
资产负债率(%)	36.2%
市盈率	17.32
第一大股东	今世缘集团有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:张子健
SAC 登记编号:S1340524050001
Email:zhangzijian@cnpsec.com

今世缘(603369)

业绩符合预期，省内增长势能强劲

投资要点

公司 2024 年度实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 115.46/115.44/34.12/33.8 亿元，同比 14.31%/14.32%/8.8%/7.8%。2024 年度，公司毛利率/归母净利率为 74.75%/29.55%，分别同比-3.6/-1.5pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.6%/18.54%/4.02%/0.42%/-1.15%，分别同比-0.23/-2.23/-0.22/0/0.66pct。2024 年年度实现销售收现 122.74 亿元，同比 1.77%；经现净额 28.67 亿元，同比 0.66 亿元；Q4 末合同负债 15.93 亿元，同比-8.08 亿元，环比增加 10.49 亿元（去年同口径环比增加 10.89 亿元）。24 年毛利率下滑，主因结算的折扣较多及部分产品升级所致；销售费用率下降主因收入增长较快。

公司单 Q4 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 16.04/16.04/3.26/3.06 亿元，同比-7.56%/-7.54%/-34.84%/-38.67%。24Q4 公司毛利率/归母净利率为 77.7%/20.33%，分别同比-10.66/-8.51pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.57%/38.32%/8.56%/1.22%/-2.72%，分别同比-1.66/2.52/-1.02/0.17/1.74pct。单四季度实现销售收现 29.85 亿元，同比-6.26%，经现净额 6.37 亿元，同比-1.82 亿元。

2024 年拆分：特 A+/特 A/A 类/B 类/CD 类分别实现收入 74.91/33.47/4.19/1.42/0.74 亿元，同比+15.17%/+16.61%/+1.95%/-11.09%/-14.57%。淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海/省外分别实现收入 22.35/26.31/14.26/19.24/12.74/10.62/9.26 亿元，同比+12.31%/+11.68%/+9.47%/+21.21%/+15.62%/+9.05%/+27.37%。直销/批发分别实现收入 2.73/112.05 亿元，同比+20.78%/+14.19%。24 年省内基本盘稳健，省外保持高速发展。

公司 2025 年 Q1 年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 50.99/50.99/16.44/16.39 亿元，同比 9.17%/9.17%/7.27%/7.45%。25Q1，公司毛利率/归母净利率为 73.63%/32.24%，分别同比-0.6/-0.57pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.39%/13.29%/2.08%/0.22%/-0.52%，分别同比 0.87/-0.87/-0.11/-0.02/0.25pct。25Q1 公司实现销售收现 46.77 亿元，同比 25.4%；经现净额 14.27 亿元，同比 4.26 亿元；25Q1 末合同负债 5.38 亿元，同比-4.35 亿元，环比-10.54 亿元（去年同口径环比-14.27 亿元）。

2025Q1 拆分：特 A+/特 A/A 类/B 类/CD 类分别实现收入 31.69/16.5/1.84/0.57/0.19 亿元，同比+6.6%/+17.37%/+3.28%/-3.84%/-38.27%。淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海/省外分别实现收入 9.19/13.27/5.16/7.16/5.75/5.88/4.27 亿元，同比

+9.02%/+5.16%/+9.17%/+15.2%/+12.64%/+3.22%/+19.04%。直销/批发分别实现收入 1.31/49.49 亿元，同比+17.43%/+9.09%。省内基本盘保持稳健增长。

● 盈利预测与投资建议

公司确定 2025 年经营目标为总营业收入同比增长 5%-12%，净利润增幅略低于收入增幅。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 127.04/139.94/161.18 亿元，同比增长 10.05%/10.15%/15.18%，归母净利润 36.96/41.09/48.63 亿元，同比增长 8.34%/11.16%/18.34%（从分红的视角来看，若 25 年按 44%分红率来计算，对应当前股价股息率为 2.75%），对应 EPS 为 2.96/3.30/3.90 元，对应当前股价 PE 为 16/14/12 倍。

● 风险提示：

食品安全风险；需求不及预期风险；批价大幅波动风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11544	12704	13994	16118
增长率(%)	14.32	10.05	10.15	15.18
EBITDA（百万元）	4589.12	5276.73	5831.49	6858.33
归属母公司净利润（百万元）	3411.93	3696.40	4108.91	4862.59
增长率(%)	8.80	8.34	11.16	18.34
EPS(元/股)	2.74	2.96	3.30	3.90
市盈率（P/E）	17.32	15.99	14.38	12.15
市净率（P/B）	3.82	3.29	2.84	2.45
EV/EBITDA	10.58	9.11	7.85	6.24

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表				
营业收入	11544	12704	13994	16118
营业成本	2916	3282	3586	4026
税金及附加	1685	1932	2128	2451
销售费用	2140	2160	2379	2659
管理费用	464	508	560	645
研发费用	49	53	57	66
财务费用	-133	6	-26	-37
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	4553	4928	5476	6478
营业外收入	18	8	8	8
营业外支出	24	20	20	20
利润总额	4547	4915	5464	6466
所得税	1135	1219	1355	1604
净利润	3412	3696	4109	4863
归母净利润	3412	3696	4109	4863
每股收益（元）	2.74	2.96	3.30	3.90
资产负债表				
货币资金	6158	8004	10442	13601
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	39	65	71	82
预付款项	20	14	15	18
存货	5569	6906	7546	8472
流动资产合计	13928	17174	20269	24384
固定资产	3219	6843	7535	8188
在建工程	3394	500	500	500
无形资产	452	377	301	226
非流动资产合计	10294	10941	11550	12123
资产总计	24222	28115	31819	36506
短期借款	1040	0	0	0
应付票据及应付账款	1882	1932	2112	2371
其他流动负债	5452	7842	8594	9735
流动负债合计	8374	9774	10705	12106
其他	394	360	325	289
非流动负债合计	394	360	325	289
负债合计	8768	10135	11031	12394
股本	1255	1255	1255	1255
资本公积金	730	730	730	730
未分配利润	13469	15995	18804	22127
少数股东权益	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
所有者权益合计	15454	17980	20788	24112
负债和所有者权益总计	24222	28115	31819	36506

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	14.3%	10.0%	10.2%	15.2%
营业利润	9.0%	8.2%	11.1%	18.3%
归属于母公司净利润	8.8%	8.3%	11.2%	18.3%
获利能力				
毛利率	74.7%	74.2%	74.4%	75.0%
净利率	29.6%	29.1%	29.4%	30.2%
ROE	22.1%	20.6%	19.8%	20.2%
ROIC	67.0%	50.8%	58.4%	64.8%
偿债能力				
资产负债率	36.2%	36.0%	34.7%	34.0%
流动比率	1.66	1.76	1.89	2.01
营运能力				
应收账款周转率	296.55	196.82	196.82	196.82
存货周转率	0.52	0.48	0.48	0.48
总资产周转率	0.48	0.45	0.44	0.44
每股指标（元）				
每股收益	2.74	2.96	3.30	3.90
每股净资产	12.39	14.42	16.67	19.34
估值比率				
PE	17.32	15.99	14.38	12.15
PB	3.82	3.29	2.84	2.45

现金流量表				
净利润	3412	3601	4014	4767
折旧和摊销	175	355	393	429
营运资本变动	-593	1040	274	446
其他	-108	19	-12	-24
经营活动现金流净额	2886	5016	4668	5618
资本开支	-1814	-1000	-1000	-1000
其他	-445	80	80	80
投资活动现金流净额	-2259	-920	-920	-920
股权融资	3	0	0	0
债务融资	330	-1074	-35	-36
其他	-1259	-1176	-1275	-1502
筹资活动现金流净额	-926	-2250	-1310	-1538
现金及现金等价物净增加额	-299	1846	2438	3160

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048