

2025 年 08 月 26 日

公司研究

评级：买入(维持)

研究所：

证券分析师：刘洁铭 S0350521110006

liujm@ghzq.com.cn

证券分析师：胡家东 S0350525080001

hujd@ghzq.com.cn

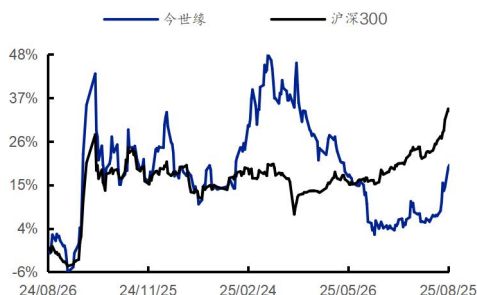
联系人：郝天宇 S0350124060016

haoty@ghzq.com.cn

顺势纾压，蓄力长期

——今世缘（603369）2025 年中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2025/08/26

表现	1M	3M	12M
今世缘	10.8%	2.4%	20.3%
沪深 300	7.9%	15.3%	33.9%

市场数据

2025/08/26

当前价格（元）	44.55
52 周价格区间（元）	35.35-57.36
总市值（百万）	55,544.94
流通市值（百万）	55,544.94
总股本（万股）	124,680.00
流通股本（万股）	124,680.00
日均成交额（百万）	1,067.66
近一月换手（%）	1.01

相关报告

《今世缘（603369）2024 年报及 2025 年一季报点评：稳步向前，势能延续（买入）*白酒 II*刘洁铭》——2025-05-03

《今世缘（603369）公司深度研究：行稳百亿路，缘启新篇章（买入）*白酒 II*刘洁铭》——2025-03-11

《今世缘（603369）公司动态研究：聚缘聚力稳步增长，股东增持彰显信心（买入）*白酒 II*刘洁铭》——2025-01-02

《今世缘（603369）2024 年三季报点评：主动调

事件：

2025 年 8 月 25 日，今世缘发布 2025 年中报。2025H1 公司实现营业总收入 69.51 亿元，同比-4.84%；归母净利润 22.29 亿元，同比-9.46%；扣非归母净利润 22.24 亿元，同比-9.08%。2025Q2 公司实现营业总收入 18.52 亿元，同比-29.69%；归母净利润 5.85 亿元，同比-37.06%；扣非归母净利润 5.85 亿元，同比-36.47%。

投资要点：

■ **上半年整体业绩承压，二季度报表客观反映实际。**2025Q2 营收/归母净利润同比分别-29.69%/-37.06%，我们认为公司二季度报表客观反映禁酒令影响下需求承压。**1) 分产品：**2025H1 特 A+类/特 A 类/A 类营收同比分别-7.37%/+0.74%/-10.04%，特 A 类（出厂价 100-300 元，含税）是上半年唯一保持同比正增的品类，我们预计系淡雅受禁酒令影响较小，叠加单品势能延续；2025Q2 特 A+类/特 A 类/A 类营收同比分别-32.06%/-28.24%/-40.00%，特 A 类营收同比降幅亦低于整体。**2) 分市场：**2025Q2 江苏省内市场实现营收 16.12 亿元，同比-32.18%，淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区营收同比分别-29.91%/-33.75%/-38.73%/-19.52%/-39.46%/-45.00%，其中苏中大区营收同比降幅相对较小，我们预计系前期增长势能积蓄下韧性延续；2025H1/Q2 江苏省外市场分别实现营收 6.28/1.91 亿元，同比分别+4.78%/-17.67%，省外市场拓展逻辑稳定演绎。**3) 分渠道：**2025Q2 批发代理/直销（含团购）分别实现营收 17.91/0.11 亿元，同比分别-31.79%/+167.42%。截至 2025H1 末，淮安大区/南京大区/盐城大区/苏南大区/苏中大区/淮海大区/省外经销商数量分别为 114/113/87/142/133/57/653 家，较 2025 年初分别增加 8/2/9/21/9/3/77 家，分别减少 8/1/0/2/6/2/39 家，省内经销商数量稳定。

■ **存量竞争下费投力度加大，二季度盈利能力略承压。**2025Q2 公司销售毛利率同比-0.21pct 至 72.81%；销售/管理费用率同比分别+6.79pct/+1.71pct；税金及附加费用率同比+0.13pct，最终销售净利率录得 31.58%，同比-3.69pct。公司现金流表现承压，2025Q2 销售收现/经营性现金流净额分别同比-18.92%/-243.84%。截至 2025Q2 末，公司合同负债 6.00 亿元，同比/环比分别-0.28/+0.61

整，势能延续（买入）*白酒II*刘洁铭，秦一方》
——2024-11-02

《今世缘（603369）公司动态研究：扩产夯实“双
百亿”基础，创新助力高质量发展（买入）*白酒
II*刘洁铭，秦一方》——2024-09-23

亿元，合同负债相对稳定。

■ **盈利预测和投资评级：**我们认为此次二季报客观反映公司经营情况，公司顺势释放报表压力轻装上阵，蓄力长期增长。考虑到宏观需求承压，我们下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 104.83/114.90/128.11 亿元，归母净利润分别为 30.34/33.47/37.88 亿元，EPS 分别为 2.43/2.68/3.04 元，对应 PE 分别为 18/17/15X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 消费力下行抑制行业需求；2) 宏观经济大幅波动；3) 行业政策发生变化；4) 营销工作执行效果不达预期；5) 价格改革的市场预期引发波动；6) 渠道改革不及预期；7) 食品安全风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11546	10483	11490	12811
增长率(%)	14	-9	10	11
归母净利润（百万元）	3412	3034	3347	3788
增长率(%)	9	-11	10	13
摊薄每股收益（元）	2.52	2.43	2.68	3.04
ROE(%)	22	18	18	19
P/E	16.53	18.30	16.59	14.66
P/B	3.67	3.35	3.04	2.73
P/S	4.91	5.30	4.83	4.34
EV/EBITDA	11.46	12.01	10.64	9.10

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：今世缘盈利预测表

证券代码：	603369		股价：	44.55	投资评级：	买入	日期：	2025/08/26	
财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					每股指标				
ROE	22%	18%	18%	19%	EPS	2.74	2.43	2.68	3.04
毛利率	75%	74%	75%	75%	BVPS	12.32	13.28	14.64	16.29
期间费率	21%	22%	22%	22%	估值				
销售净利率	30%	29%	29%	30%	P/E	16.53	18.30	16.59	14.66
成长能力					P/B	3.67	3.35	3.04	2.73
收入增长率	14%	-9%	10%	11%	P/S	4.91	5.30	4.83	4.34
利润增长率	9%	-11%	10%	13%					
营运能力					利润表（百万元）				
总资产周转率	0.50	0.43	0.46	0.47	营业收入	11546	10483	11490	12811
应收账款周转率	276.86	266.95	250.99	253.05	营业成本	2916	2682	2897	3158
存货周转率	0.55	0.52	0.58	0.61	营业税金及附加	1685	1520	1689	1883
偿债能力					销售费用	2140	2023	2206	2459
资产负债率	36%	31%	30%	30%	管理费用	464	430	460	525
流动比	1.66	1.78	1.85	1.94	财务费用	-133	-95	-88	-110
速动比	0.99	1.10	1.17	1.29	其他费用/（-收入）	49	47	51	57
					营业利润	4553	4035	4447	5033
资产负债表（百万元）					营业外净收支	-6	-5	-2	-1
现金及现金等价物	8252	7757	8654	10304	利润总额	4547	4030	4445	5032
应收款项	35	44	48	53	所得税费用	1135	996	1098	1243
存货净额	5569	4843	5070	5263	净利润	3412	3034	3347	3788
其他流动资产	73	75	79	84	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	13928	12718	13851	15704	归属于母公司净利润	3412	3034	3347	3788
固定资产	3217	3301	3357	3422					
在建工程	3394	4365	5191	5882	现金流量表（百万元）				
无形资产及其他	3634	3726	3743	3760	经营活动现金流	2867	2802	3766	4477
长期股权投资	47	57	66	76	净利润	3412	3034	3347	3788
资产总计	24222	24167	26208	28844	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	1040	940	840	740	折旧摊销	175	308	330	356
应付款项	1882	1490	1609	1754	公允价值变动	-53	0	0	0
合同负债	1593	1363	1494	1665	营运资金变动	-593	-402	208	474
其他流动负债	3859	3365	3558	3919	投资活动现金流	-2259	-1186	-992	-871
流动负债合计	8374	7158	7501	8078	资本支出	-1816	-1385	-1232	-1131
长期借款及应付债券	190	240	240	240	长期投资	-542	92	91	92
其他长期负债	204	213	213	213	其他	99	106	148	168
长期负债合计	394	454	454	454	筹资活动现金流	-926	-2011	-1777	-1855
负债合计	8768	7611	7955	8532	债务融资	322	-50	-100	-100
股本	1255	1247	1247	1247	权益融资	0	-432	0	0
股东权益	15454	16556	18253	20312	其它	-1248	-1529	-1677	-1755
负债和股东权益总计	24222	24167	26208	28844	现金净增加额	-318	-395	997	1750

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

胡家东，食品饮料组分析师，复旦大学金融学硕士、同济大学管理学学士，主要负责大酒水板块（白啤黄红）及部分大众品板块。

郝天宇，食品饮料组研究助理，香港大学金融科技学硕士，大连理工大学金融学学士，主要覆盖白酒、黄酒、预调酒等板块。

黄诗汶，食品饮料组研究助理，香港科技大学金融硕士，吉林大学财务管理学士，主要覆盖休闲食品、保健品、软饮料等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，胡家东，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些

公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。