

食品饮料

2025年04月30日

# 今世缘 (603369)

——业绩符合预期，经营目标积极务实

报告原因：有业绩公布需要点评

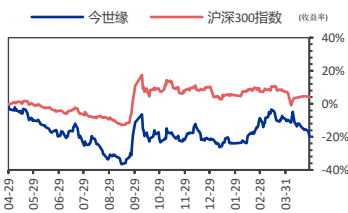
## 买入 (维持)

市场数据： 2025年04月29日	
收盘价(元)	46.27
一年内最高/最低(元)	59.60/35.35
市净率	3.8
股息率%(分红/股价)	2.16
流通A股市值(百万元)	57,689
上证指数/深证成指	3,286.65/9,849.80

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年03月31日	
每股净资产(元)	13.71
资产负债率%	31.95
总股本/流通A股(百万)	1,247/1,247
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 证券分析师

周缘 A0230519090004  
zhouyuan@swsresearch.com  
王子昂 A0230525040003  
wangza@swsresearch.com

### 联系人

王子昂  
(8621)23297818x  
wangza@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

### 投资要点：

- 事件：**公司披露2024年报及2025年一季报，根据公司公告，24年公司实现营业收入115.5亿，同比增长14.3%，归母净利润34.12亿，同比增长8.80%。24Q4公司实现营收16.0亿，同比下降7.54%，归母净利润3.26亿，同比下降34.8%。25Q1公司实现营业收入51.0亿，同比增长9.17%，归母净利润16.4亿，同比增长7.27%。合并24Q4+25Q1，公司实现营业收入67.0亿，同比增长4.64%，归母净利润19.7亿，同比下降3.09%。我们在业绩前瞻中预测公司24年收入与业绩分别同比增长15.8%/14.4%，公司24年业绩低于预期，我们在一季报前瞻中预测公司25Q1收入与业绩分别同比增长8%/3%，基本符合预期。公司24年度分红方案为拟每10股派发现金股利12元(含税)，如方案通过24年累计现金分红总额15.0亿元，分红率达43.9%。公司2025年主要发展目标是：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，保持利润增长与经营质量的动态平衡。
- 投资评级与估值：**结合宏观经济环境形势与公司经营目标，略下调25-26年盈利预测，新增27年盈利预测，预测25-27年归母净利润分别为36.0、38.2、40.8亿(25-26年前次为38.9、42.2亿元)，同比增长5.5%、6.1%和6.7%，当前股价对应25-27年PE分别为16x、15x、14x，维持买入评级。中长期看，今世缘是基础扎实且具备持续稳健增长能力的强势区域头部企业，1、公司的国缘、今世缘、高沟三大品牌定位清晰，独特的缘文化形成差异化的品牌文化和营销卖点；2、产品结构迎合江苏省消费升级大趋势，国缘四开和对开精准卡位400+和200+价格带，构成稳固的省内基本盘，仍有继续深耕和优化空间；3、中长期看，公司培育国缘V系列布局600以上价格带，同时积极探索省外市场，长期在中高端和省外市场具备增长潜力。
- 2024年白酒收入114.8亿，同比增长14.3%。分产品看，特A+类营收74.9亿，同比增长15.2%，占比65.3%，同比提升0.47pct，预计国缘四开维持稳定增长，V3实现较快增长；特A类营收33.5亿，同比增长16.6%，占比29.2%，同比提升0.57pct，主因对开、单开以及淡雅在流通渠道持续放量。拆量价看，特A+类销量1.79万吨，同比增长27.5%，吨价同比下降9.64%；特A类销量约2.52万吨，同比增长26.2%，吨价同比下降7.63%。特A+与特A类吨价均下降，预计主因市场竞争加剧投入加大。分区域看，24年省内营收105.47亿，同比增长13.4%，其中，淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区营收分别为22.4/26.3/14.3/19.2/12.7/10.6亿，分别同比增长12.31%/11.68%/9.47%/21.21%/15.62%/9.05%，南京市场仍为省内第一大市场，苏中市场增速最快。24年省外营收9.26亿，同比增长27.37%，占比8%，同比提升0.8个百分点。

### 财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11,546	5,099	12,265	13,097	14,033
同比增长率(%)	14.3	9.2	6.2	6.8	7.1
归母净利润(百万元)	3,412	1,644	3,600	3,820	4,077
同比增长率(%)	8.8	7.3	5.5	6.1	6.7
每股收益(元/股)	2.74	1.32	2.89	3.06	3.27
毛利率(%)	74.7	73.6	74.9	74.9	75.0
ROE(%)	22.1	9.6	19.6	17.2	15.5
市盈率	17		16	15	14

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- 25Q1 白酒收入 50.80 亿，同比增长 9.29%。分产品看，25Q1 特 A+类产品营收 31.7 亿，同比增长 6.60%，占比 62.4%，同比下降 1.57pct；特 A 类产品营收 16.5 亿，同比增长 17.4%，占比 32.5%，同比提升 2.23pct。特 A+增速放缓，预计国缘四开维持稳定，V3 仍然维持两位数增长，特 A 维持较快增长，主因对开与淡雅增长较快。分区域看，25Q1 省内营收 46.42 亿，同比增长 8.45%，其中，淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区营收分别为 9.19/13.27/5.16/7.16/5.75/5.89 亿，分别同比增长 9.02%/5.16%/9.17%/15.2%/12.64%/3.22%，苏中与盐城大区维持两位数增长。25Q1 省外营收 4.37 亿，同比增长 19.04%，占比 8.6%，同比提升 0.7 个百分点。
- 2024 年净利率 29.6%，同比下降 1.50pct，净利率下降主因毛利率下降。2024 年毛利率 74.7%，同比下降 3.60pct，主因产品结构有所下降以及折扣增加；税率 14.6%，同比下降 0.23pct；销售费用率 18.54%，同比下降 2.23pct，主因广告费和综合促销费占收入比下降；管理费用（含研发费用）率 4.44%，同比下降 0.22pct。
- 25Q1 净利率 32.2%，同比下降 0.57pct，净利率下降主因毛利率下降。25Q1 毛利率 73.6%，同比下降 0.60pct，预计主因产品结构有所下降以及折扣增加；税率 16.4%，同比提升 0.87pct；销售费用率 13.3%，同比下降 0.87pct；管理费用（含研发费用）率 2.30%，同比下降 0.13pct。
- 2024 年经营性现金流净额 28.67 亿，同比增长 2.40%。销售商品提供劳务收到的现金 122.7 亿，同比增长 1.80%，现金流增速明显慢于收入增速。24 年末合同负债 15.9 亿，环比增加 10.49 亿，23 年末合同负债为 24.0 亿元，环比增加 10.89 亿。
- 25Q1 经营性现金流净额 14.27 亿，同比增长 42.5%，主因销售商品提供劳务收到的现金增加。25Q1 销售商品提供劳务收到的现金 46.8 亿，同比增长 25.4%，现金流增速显著快于收入增速。25Q1 末合同负债 5.38 亿，环比下降 10.5 亿元，24Q1 末合同负债为 9.73 亿，环比下降 14.3 亿。
- **风险提示：**经济下行影响中高端白酒整体需求。
- **股价表现的催化剂：**V 系列增长超预期；省外市场拓展进度超预期。

## 财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,100	11,546	12,265	13,097	14,033
其中: 营业收入	10,098	11,544	12,265	13,097	14,033
减: 营业成本	2,187	2,916	3,078	3,290	3,509
减: 税金及附加	1,497	1,685	1,791	1,938	2,077
主营业务利润	6,414	6,943	7,396	7,869	8,447
减: 销售费用	2,097	2,140	2,232	2,397	2,582
减: 管理费用	428	464	491	524	589
减: 研发费用	43	49	52	55	59
减: 财务费用	-183	-133	-129	-151	-181
经营性利润	4,029	4,423	4,750	5,044	5,398
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	2	22	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	128	54	40	40	30
营业利润	4,179	4,553	4,791	5,084	5,427
加: 营业外净收入	-17	-6	0	0	0
利润总额	4,162	4,547	4,791	5,084	5,427
减: 所得税	1,026	1,135	1,190	1,263	1,349
净利润	3,136	3,412	3,600	3,820	4,077
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3,136	3,412	3,600	3,820	4,077

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。