

省内提升份额，省外样板突破

核心观点

2024 年及 2025 年一季度，公司在行业深度调整期完成业绩稳健增长，品牌力进一步增强。TA+、TA 类产品持续引领，V 系向上持续突破，在省内品牌认知度提升，开系巩固竞争优势提升份额，雅系顺应大众价位动销提升省内覆盖面。公司阶段性增加货折影响毛利率，销售费用率有所下降。展望 2025 年，省内市场深耕，提升市场份额，省外优化渠道打造样板市场，今世缘有望实现稳健增长。

事件

公司发布 2024 年度及 2025 年一季度报告。

2024 年度，公司实现营业总收入 115.46 亿元，同比增长 14.31%；实现归母净利润 34.12 亿元，同比增长 8.8%。其中，2024Q4 实现营业总收入 16.04 亿元，同比减少 7.56%；实现归母净利润 3.26 亿元，同比-34.84%。

2025 年一季度，公司实现营业总收入 50.99 亿元，同比增长 9.17%；实现归母净利润 16.44 亿元，同比增长 7.27%。

简评

TA+、TA 类带动业绩增长，省外拓展加快

2024 年白酒收入 114.73 亿元，同比增长 14.37%，延续较强增长势头，市场份额持续提升。2024 年，公司深耕省内，加速拓展省外，巩固 TA+品类竞争优势，TA 类在大众价位表现出色，V 系、开系、雅系均保持较好增长，公司市场竞争力进一步提升。

全年量价拆分看，2024 年公司白酒销量 5.58 万千升，同比增长 19.54%，每千升价 21.48 万元，同比减少 4.33%。分产品看，核心产品系列 TA+、TA、A 类收入分别为 74.91 亿元、33.47 亿元、4.19 亿元，同比+15.17%、16.61%、1.95%。TA+、TA、A 类分别销售 1.79 万千升（+27.45%）、2.87 万千升（+26.24%）、6039.05 千升（+24.04%）。对应吨价看，TA+、TA、A 类每千升价分别为 41.95 万元（-9.64%）、13.27 万元（-27.62%）、6.95 万元（-17.81%）。

今世缘 (603369.SH)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

张立

zhanglidcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100002

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 05 月 06 日

当前股价：47.40 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-12.96/-11.03	6.42/5.31	-21.64/-28.05
12 月最高/最低价 (元)		59.51/35.59
总股本 (万股)		124,680.00
流通 A 股 (万股)		124,680.00
总市值 (亿元)		576.89
流通市值 (亿元)		576.89
近 3 月日均成交量 (万)		753.56
主要股东		
今世缘集团有限公司		45.21%

股价表现



24Q4 分产品来看，公司 TA+类、TA 类、A 类分别贡献营收 10.23 亿元（-3.73%）、4.85 亿元（-7.18%）、0.52 亿元（-38.08%）。Q4 公司顺应行业进入深度调整期，放缓回款节奏为渠道减压，并为春节旺季蓄力。

24Q4 分区域来看，省内主动降速巩固市场基础，其中苏中大区渗透率持续提升仍能正增长，淮安、南京、苏南、苏中、盐城、淮海等六个大区分别实现营收 2.93 亿元（-12.23%）、2.27 亿元（-12.98%）、2.21 亿元（-19.73%）、4.51 亿元（+4.44%）、1.81 亿元（-0.07%）。省外方面，加速样板市场打造，四季度省外营收 0.98 亿元（-14.10%）。

25Q1 增长势头稳健，公司竞争力提升

25Q1 酒类业务实现营收 50.78 亿元，同比增长 9.30%，白酒行业普遍动销承压，今世缘品牌力、产品力在逆势中得到渠道和消费者认可，展现超强韧性。**分产品来看**，25 年一季度 TA+类、TA 类、A 类分别贡献营收 31.69 亿元（+6.60%）、16.50 亿元（+17.37%）、1.84 亿元（+3.28%）。公司抢抓春节动销旺季，提升扫码奖励力度，营造消费氛围，V 系在省内品牌影响力提升，开系稳健，雅系延续较强动销。

分渠道来看，25 年一季度省内淮安、南京、苏南、苏中、盐城、淮海六个大区分别实现营收 9.19 亿元（+9.02%）、13.27 亿元（+5.16%）、5.16 亿元（+9.17%）、7.16 亿元（+15.20%）、5.75 亿元（+12.64%）、5.89 亿元（+3.22%）。省内持续推进“分品提升、分区精耕”策略，各区域渗透率提升，南京、淮安高基数下持续较高增长，V 系在苏中实现突破。**省外方面**，25Q1 贡献营收 4.37 亿元（+19.04%），省外有望持续维持高于省内的增速表现。

加强市场营销，盈利能力阶段性波动

盈利能力方面，2024 年公司毛利率 74.75%，同比-3.60pcts，2024Q4 公司毛利率 77.7%，同比-10.66pcts，2025Q1 毛利率 73.63%，同比-0.60pcts；2024 年公司归母净利率 29.55%，同比-1.50pcts，2024Q4 公司归母净利率 20.33%，同比-8.51pcts，2025Q1 归母净利率 32.24%，同比-0.57pcts。毛利率下滑主要系公司结算的产品折扣较多。

（1）2024 年销售费用率 18.54%，同比-2.23pcts，2024Q4 销售费用率 38.32%（同比+2.52pcts），2025Q1 销售费用率 13.29%（同比-0.87pcts）。从 2024 年看，广告费同增 2.78%至 8.88 亿元，综合促销费减少 9.21%至 7.07 亿元。

（2）2024 年管理费用率 4.02%，同比-0.22pcts，2024Q4 管理费用率 8.56%（同比-1.02pcts），2025Q1 管理费用率 2.08%（同比-0.11 pcts）。

现金流方面，2024Q4 销售收现 29.85 亿元，同比-6.26%，2025Q1 销售收现 46.77 亿元，同比增长 25.4%，主要系经销商回款节奏调整。2024Q4 经营性净现金流 6.37 亿元，同比-22.25%，2025Q1 经营性净现金流 14.27 亿元，同比增长 42.5%。合同负债方面，2025 年 3 月末合同负债余额 5.38 亿元，同比-44.68%。

深挖省内、拓展省外，后百亿时代今世缘市场份额有望持续提升

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。公司坚定“两个确保”——确保主要经济指标增幅高于行业平均水平，确保省外市场增速明显高于省内市场增速。短期看，持续发挥 500 元以下价位带领先优势，开系稳固根基，雅系扩大覆盖面，向上突破 500 元以上价位，V3 在省内品牌势能逐渐向好；区域方面，省内各区域发展仍不平衡，深耕空间较大。省外市场，以开系为导入，加大市场投入，持续打造样板市场，

长期看，江苏作为白酒消费大省，未来省内持续精耕和消费升级带动的结构升级将支撑公司业绩增长基本盘，

同时省外聚焦战略有望逐步迎来收获期，点状市场的突破有望贡献新的业绩增长点。我们持续看好今世缘长期高质量成长。

盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现收入 126.13 亿、143.81 亿、165.92 亿元，实现归母净利润 36.71 亿、43.14 亿、51.03 亿元，对应 EPS 为 2.94、3.46、4.09 元/股，对应 PE 为 16.10X、13.70X、11.58X，维持“买入”评级。

风险提示：

省内市场竞争加剧风险。公司当前销售收入仍由江苏省内市场贡献，近年来随着省外全国化白酒品牌以及酱香白酒的持续涌入和省内白酒龙头的不断扩容，省内市场竞争可能加剧。

省外市场拓展不及预期风险。公司对省外市场以聚焦战略进行扩张，省外点状市场原有的强势区域酒龙头或者强势的全国化白酒品牌或加大公司省外市场开拓的难度。

食品安全风险等。近年来，食品安全问题始终是消费者的关注热点，公司作为食品生产企业，生产销售各环节均涉及食品质量安全。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,097.98	11,544.39	12,612.61	14,380.58	16,592.37
YoY (%)	28.07	14.32	9.25	14.02	15.38
净利润(百万元)	3,136.04	3,411.93	3,671.00	4,314.35	5,102.72
YoY (%)	25.30	8.80	7.59	17.53	18.27
毛利率 (%)	78.34	74.74	75.36	76.06	76.77
净利率 (%)	31.06	29.55	29.11	30.00	30.75
ROE (%)	23.60	22.08	20.18	20.15	20.23
EPS (摊薄/元)	2.52	2.74	2.94	3.46	4.09
P/E (倍)	18.84	17.32	16.10	13.70	11.58
P/B (倍)	4.45	3.82	3.25	2.76	2.34

资料来源：iFinD，中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

张立

同济大学工学学士、金融硕士，2021 年 9 月加入中信建投证券，具有 4 年证券从业经验，2020 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一名核心团队成员，2020 年 wind 金牌分析师食品饮料行业第二名核心团队成员，曾任职于东北证券；专注于白酒行业研究，产业资源丰富，对产业发展规律有深刻理解。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk