

2025 年 05 月 06 日

25 年经营战略延续，收入目标 5-12%

今世缘(603369)

评级：	买入	股票代码：	603369
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	59.6/35.35
目标价格：		总市值(亿)	583.38
最新收盘价：	46.79	自由流通市值(亿)	583.38
		自由流通股数(百万)	1,246.80

事件概述

2025 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现营业收入 115.44 亿元，同比+14.32%，实现归母净利润 34.12 亿元，同比+8.80%，收入业绩符合市场预期。2025Q1，公司实现营业收入 50.99 亿元，同比+9.17%，实现归母净利润 16.44 亿元，同比+7.27%，收入业绩略超市场预期。

分析判断：

► Q1 收入业绩略超市场预期，公司持续为渠道减负。

24 年年末及 25Q1 末，公司合同负债分别为 15.93/5.38 亿元，同比分别-33.65%/-44.68%，自 2024 年以来，每季度末公司合同负债金额均呈现同比显著下降的态势，我们推测一方面因为行业承压、渠道自身资金能力弱化，另一方面品牌方主动为渠道减负，减少压款。

► 巩固次高端龙头地位，向 V3、淡雅两端发展。

2024 年，公司特 A+/特 A 类收入合计占营业收入的比重达 93.88%，其余价位产品对公司整体经营的影响可忽略不计。24 年，特 A+/特 A 类收入分别同比+15.17%/+16.61%，25Q1，特 A+/特 A 类收入分别同比+6.60%/+17.37%。

近两年来，特 A 类产品收入增速持续领先，我们预计主要是定位 100-300 元的淡雅、单开增长较快带动，目前淡雅已成长为公司第三大单品，在盐城、淮安、徐州较好，也在向苏中、苏南扩散，我们认为，淡雅能够在近两年获得高速增长，得益于国缘品牌势能的带动、主要竞品海之蓝的成熟化，目前来看这两点竞争优势短期内均难以发生颠覆性变化，据此判断淡雅仍有望保持相对较快的增速。

以四开、对开、V 系列为主的特 A+类，则由于第一大单品四开进入稳定期，预计保持略低于公司整体收入增速水平的稳健小幅增长，根据公司规划，现阶段四开单品的增速不会很快但也不会停滞，V3 作为公司高端化的重要抓手之一，目前仍处于区域渗透布局期、生命周期的上升培育期，有望保持持续增长。

► 省内跑赢行业，省外追求更快。

2024 年，公司省内/省外收入分别同比+13.32%/+27.37%，省外收入占营收比重达 8.02%，25Q1，公司省内/省外收入分别同比+8.45%/+19.04%，省外收入增速快于省内。过往省外处于调整优化期，近两三年针对产品线优化调整后，增速好于过往，接下来省内要追求增速好于行业，省外要追求增速明显快于省内。

省内分区域来看，2024 年，公司大本营市场淮安、南京收入分别同比+12.31%/+11.68%，这两大市场收入合计占营收比重达 42.15%，在行业下半年整体出货降幅较大的背景下，两大成熟市场仍能实现双位数以上稳健增长，一方面是省内坚持精耕攀顶的效果显现，另一方面也体现出了品牌地位在消费者选择过程中起到的重大作用，作为当地的头部品牌，是行业集中度提升的最大受益者。2024 年，苏中大区、盐城大区收入增速分别位列第一第二，分别同比+21.21%/+15.62%，且 25Q1 继续保持了增速领跑的态势。

省外将继续围绕长三角一体化战略，以四开、对开为主导，优选重点区域进行招商，如在环江苏的安徽、山东、浙江等地招商，未来在四开成熟以后，复制省内路径，向两端延伸。

经销体系方面，2024 年，公司省内/省外分别新增经销商 130/164 家，分别净增经销商 114 家/53 家，省内继续推进扁平化，省外从 24 年下半年开始，招商步伐加快，经销体系趋于稳定向好。

► 费投增加导致盈利能力承压，短期内难以显著改善。

2024 年及 25Q1，公司毛利率分别同比-3.60pcts/-0.60pct，我们预计结构下行、竞争加剧带来的费用增投，是毛利率下降的主要原因。费用率方面，24 年及 25Q1，期间费用率分别同比-1.78pcts/-0.75pct，变动主

要由销售费用导致，销售费用率分别同比-2.23pcts/-0.87pct，销售费用总额微增，明细项目金额也未发生重大变化，因此我们认为销售费用率的下降，主要因为收入规模提升摊薄了销售费用率，同时公司费控实行较好。综合影响下，2024年及25Q1，公司净利率分别同比-1.50pcts/-0.57pct，盈利能力小幅下降。基于行业竞争及苏酒双龙头的竞争，短期内难以出现根本性好转，我们预计行业及公司在2025年将继续维持较高费用投入，盈利能力短期内难以有明显改善。

投资建议

根据公司经营规划，公司2025年经营目标为营业总收入同比增长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，我们下调25-26年盈利预测，新增27年盈利预测，25-26年营业收入由130.25/141.76亿元下调至126.06/134.00亿元，归母净利润由39.52/43.68亿元下调至36.53/39.10亿元，EPS由3.15/3.48元下调至2.93/3.14元，新增27年营业收入139.63亿元，归母净利润41.68亿元，EPS 3.34元，2025年5月6日收盘价46.79元，分别对应25-27年16x/15x/14x估值，维持“买入”评级。

风险提示

省内竞争加剧，渠道进一步收缩加剧招商难度，经济持续承压

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,100	11,546	12,606	13,400	13,963
YoY (%)	28.0%	14.3%	9.2%	6.3%	4.2%
归母净利润(百万元)	3,136	3,412	3,653	3,910	4,168
YoY (%)	25.3%	8.8%	7.1%	7.0%	6.6%
毛利率 (%)	78.3%	74.7%	74.6%	74.9%	75.4%
每股收益 (元)	2.52	2.74	2.93	3.14	3.34
ROE	23.6%	22.1%	19.1%	17.0%	15.3%
市盈率	18.60	17.10	15.97	14.92	14.00

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：郭辉

邮箱：guohui1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120002

联系电话：

分析师：沈嘉雯

邮箱：shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,546	12,606	13,400	13,963	净利润	3,412	3,653	3,910	4,168
YoY (%)	14.3%	9.2%	6.3%	4.2%	折旧和摊销	175	355	425	516
营业成本	2,916	3,200	3,366	3,433	营运资金变动	-593	336	638	-389
营业税金及附加	1,685	1,828	1,962	2,036	经营活动现金流	2,867	4,272	4,930	4,273
销售费用	2,140	2,357	2,505	2,611	资本开支	-1,816	-631	-881	-1,148
管理费用	464	504	536	551	投资	-542	-27	-35	-42
财务费用	-133	-46	-96	-152	投资活动现金流	-2,259	-541	-818	-1,105
研发费用	49	56	58	60	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	322	220	220	193
投资收益	19	118	97	85	筹资活动现金流	-926	174	165	130
营业利润	4,553	4,858	5,199	5,546	现金净流量	-318	3,905	4,277	3,298
营业外收支	-6	0	0	0	主要财务指标				
利润总额	4,547	4,858	5,199	5,546	成长能力				
所得税	1,135	1,205	1,290	1,379	营业收入增长率	14.3%	9.2%	6.3%	4.2%
净利润	3,412	3,653	3,910	4,168	净利润增长率	8.8%	7.1%	7.0%	6.6%
归属于母公司净利润	3,412	3,653	3,910	4,168	盈利能力				
YoY (%)	8.8%	7.1%	7.0%	6.6%	毛利率	74.7%	74.6%	74.9%	75.4%
每股收益	2.74	2.93	3.14	3.34	净利率	29.6%	29.0%	29.2%	29.9%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	14.1%	12.3%	11.5%	10.9%
货币资金	6,158	10,063	14,340	17,638	净资产收益率 ROE	22.1%	19.1%	17.0%	15.3%
预付款项	20	15	17	19	偿债能力				
存货	5,569	6,746	6,206	6,746	流动比率	1.66	1.88	2.18	2.46
其他流动资产	2,182	2,239	2,205	2,240	速动比率	0.99	1.21	1.58	1.83
流动资产合计	13,928	19,063	22,769	26,643	现金比率	0.74	0.99	1.37	1.63
长期股权投资	47	55	64	72	资产负债率	36.2%	35.6%	32.0%	29.2%
固定资产	3,217	3,647	4,248	5,041	经营效率				
无形资产	452	546	614	682	总资产周转率	0.50	0.47	0.42	0.39
非流动资产合计	10,294	10,597	11,088	11,762	每股指标 (元)				
资产合计	24,222	29,660	33,857	38,405	每股收益	2.74	2.93	3.14	3.34
短期借款	1,040	1,260	1,480	1,673	每股净资产	12.32	15.32	18.46	21.80
应付账款及票据	1,882	1,167	1,197	1,600	每股经营现金流	2.29	3.43	3.95	3.43
其他流动负债	5,452	7,732	7,770	7,553	每股股利	1.20	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8,374	10,159	10,446	10,826	估值分析				
长期借款	190	190	190	190	PE	17.10	15.97	14.92	14.00
其他长期负债	204	204	204	204	PB	3.67	3.05	2.53	2.15
非流动负债合计	394	394	394	394					
负债合计	8,768	10,553	10,841	11,221					
股本	1,255	1,255	1,255	1,255					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	15,454	19,107	23,016	27,184					
负债和股东权益合计	24,222	29,660	33,857	38,405					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。