

今世缘 (603369.SH)

2024年省内市场份额提升，2025Q1 收现表现较好

优于大市

核心观点

2024年稳健落地，2025Q1 实现开门红。2024年公司实现收入115.5亿元/同比+14.3%，归母净利润34.1亿元/同比+8.8%；2024Q4收入16.0亿元/同比-7.6%，归母净利润3.3亿元/同比-34.8%；2025Q1收入51.0亿元/同比+9.2%，归母净利润16.4亿元/同比+7.3%。

2024年实现省内大众价位份额引领，渠道下沉。分产品看，2024年特A+/特A类产品收入74.9/33.5亿元，同比+15.2%/+16.6%，特A类及以上产品收入占比同比+1.01pcts至94.4%。2024年公司在省内100-500元价位带实现份额引领，预计百元价位淡雅增速高于平均，四开、对开稳中有进，V系列小基数下快速增长。分区域看，2024年淮安/南京优势市场收入同比+13.3%/+12.3%；苏中/盐城大区同比+21.2%/+15.6%，主要受益于国缘品牌势能辐射，淡雅渠道推力高、快速下沉县乡级渠道；苏南/淮海大区同比+9.5%/+9.0%；省外市场收入9.3亿元/同比+27.4%/占比提升至8.1%，周边板块化突破取得成效，预计安徽、山东两省超过亿元，部分地级市快速突破。

2024Q4 调整降速、蓄力春节，24Q4+25Q1 收入同比+4.6%。2024Q4特A+/特A类产品收入同比-3.7%/-7.2%，市场需求进一步走弱，公司控制发货、去化渠道库存为主，2024Q4省内/省外收入同比-7.9%/+0.7%。2025Q1特A+/特A类产品收入同比+6.6%/+17.4%，预计淡雅、单开势能持续向上，苏中/盐城大区收入同比+15.2%/+12.6%也侧面印证淡雅仍在承接县乡宴席消费升级的需求；V系列小基数下增长较快，其中V3在费用支撑下实现份额提升。2025Q1省外收入同比+19.0%，周边省份部分地级市累积一定消费氛围。

2025Q1 毛销差略有提升，收现表现较好。2024/25Q1毛利率同比-3.6/-0.6pcts，主要系1) 淡雅放量快增，结构有所下降；2) 省内存量竞争加剧，公司加大货折和促销力度（冲减收入）以稳固市场份额。2024/25Q1销售费用率同比-2.3/-0.9pcts，综合毛销差同比-1.3/+0.3pcts，管理费用率同比-0.2/-0.1pcts，费效环比呈提升趋势。24Q4+25Q1销售收现同比+10.8%，经营性现金流净额同比+13.4%，旺季备货渠道积极性较高，同时公司现金费用投放趋于理性，更加重视产品价盘稳定。截至2025Q1未合同负债环比下降10.5亿元/同比少降3.7亿元，节后公司对四开、对开停货，维护渠道秩序。

投资建议：2025年经营目标收入增长5-12%，净利润增幅略低于收入增幅。我们认为国缘品牌势能向上，大众价位产品仍能实现省内份额稳步提升；次高端价位产品在积极的费用投入下逐步起量；省外通过四开+对开产品组合以点带面。考虑到省内存量竞争加剧，消费升级趋势放缓，略下调此前收入及净利润预测并引入2027年预测，预计2025-2027年公司收入125.2/135.2/145.6亿元，同比+8.5%/+8.0%/+7.7%（前值25/26年收入+12.2%/+12.0%）；归母净利润36.7/39.5/42.7亿元，同比+7.6%/+7.6%/+8.2%（前值25/26年净利润+12.4%/+13.9%），当前股价对应25/26年15.8/14.7倍P/E，2024年现金分红率44%，对应2025年2.8%股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,100	11,546	12,523	13,519	14,556
(+/-%)	28.0%	14.3%	8.5%	8.0%	7.7%
净利润(百万元)	3136	3412	3671	3950	4273
(+/-%)	25.3%	8.8%	7.6%	7.6%	8.2%
每股收益(元)	2.50	2.72	2.93	3.15	3.41
EBIT Margin	38.1%	37.2%	36.3%	37.2%	37.6%
净资产收益率 (ROE)	23.6%	22.1%	21.0%	20.2%	19.7%
市盈率 (PE)	18.5	17.0	15.8	14.7	13.6
EV/EBITDA	16.6	15.0	13.4	11.8	11.0
市净率 (PB)	4.37	3.76	3.32	2.97	2.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

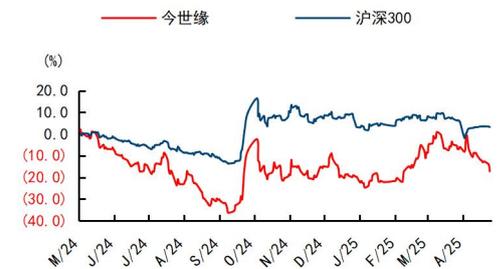
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	46.27元
总市值/流通市值	57689/57689百万元
52周最高价/最低价	59.60/35.35元
近3个月日均成交额	380.41百万元

市场走势

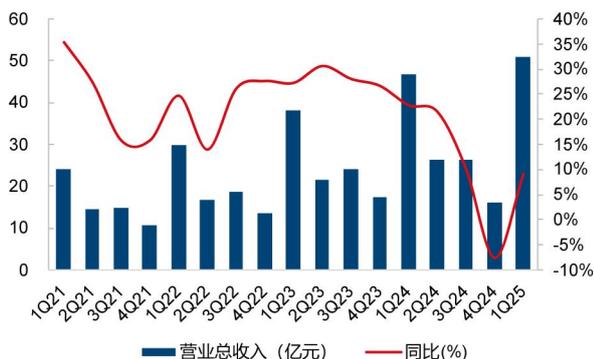


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《今世缘 (603369.SH) - 第三季度收入增速环比下降，放缓节奏蓄势春节》——2024-11-01
- 《今世缘 (603369.SH) - 2万吨产能开酿赋能品质升级，千元价位推新完善产品布局》——2024-09-23
- 《今世缘 (603369.SH) - 第二季度大众价位产品增速较快，利润率略有下降》——2024-08-18
- 《今世缘 (603369.SH) - 上市十年品牌势能向上，长期发展规划清晰》——2024-07-18
- 《今世缘 (603369.SH) - 一季度收入增长23%，国缘品牌势能延续》——2024-05-05

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



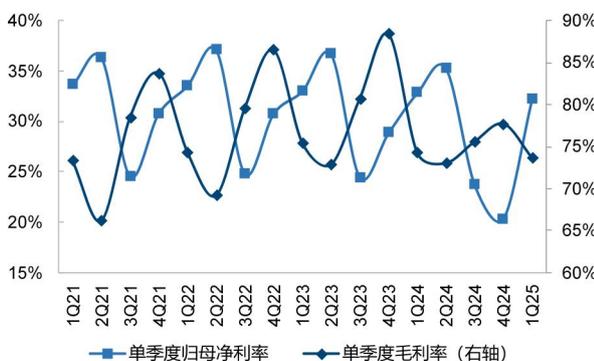
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度扣非归母净利润及同比增速



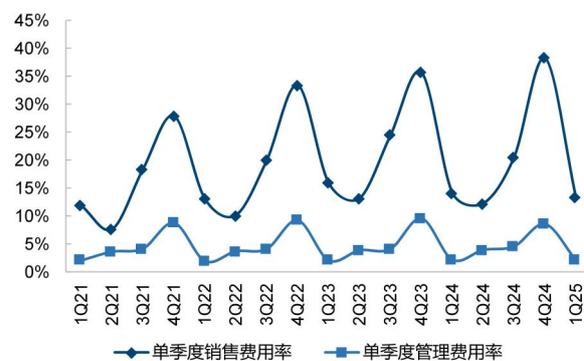
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 今世缘盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	11,546	13,058	14,622	12,523	13,519	-4.1%	-7.5%
收入同比增速%	14.3%	12.2%	12.0%	8.5%	8.0%	-3.77pcts	-4.03pcts
毛利率%	74.7%	77.9%	78.0%	75.0%	75.1%	-2.88pcts	-2.84pcts
销售费用率%	74.7%	20.8%	20.0%	19.7%	19.1%	-1.1pcts	-0.9pcts
管理费用率%	4.0%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%	-0.2pcts	-0.1pcts
归母净利润 (百万元)	3,412	3,990	4,544	3,671	3,950	-8.0%	-13.1%
归母净利润同比增速%	8.8%	12.4%	13.9%	7.6%	7.6%	-4.8pcts	-6.27pcts
净利率%	29.6%	30.6%	31.1%	29.3%	29.2%	-1.25pcts	-1.86pcts
EPS (元)	2.72	3.18	3.62	2.93	3.15	-8.0%	-13.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2025/4/29	2025/4/29	2024A	2025E	2024A	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,544	19,396	862.3	941.5	22.5	20.6		
000858.SZ	五粮液	优于大市	130	5,029	318.5	342.1	15.8	14.7		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	124	1,819	134.7	145.4	13.5	12.5		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	203	2,476	122.4	141.9	20.2	17.5		
002304.SZ	洋河股份	中性	69	1,037	66.7	76.0	15.5	13.6		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	43	140	0.1	1.7	1117.1	82.0		

600702.SH	舍得酒业	中性	57	191	3.5	6.6	55.1	28.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	166	876	55.2	63.4	15.9	13.8
603369.SH	今世缘	优于大市	46	577	34.1	36.7	17.0	15.8
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	44	355	25.9	29.3	13.7	12.1
603589.SH	口子窖	优于大市	36	214	16.6	17.0	12.9	12.6
603919.SH	金徽酒	优于大市	19	98	3.9	4.2	25.2	23.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除今世缘以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6457	6158	8140	9430	12116	营业收入	10100	11546	12523	13519	14556
应收款项	77	65	96	94	98	营业成本	2187	2916	3131	3362	3602
存货净额	4996	5569	5990	6331	6665	营业税金及附加	1497	1685	1828	1960	2111
其他流动资产	87	43	46	50	54	销售费用	2097	2140	2467	2582	2751
流动资产合计	12914	13928	16366	18000	21027	管理费用	441	479	519	559	600
固定资产	4964	6612	6403	6204	5978	研发费用	43	49	50	41	44
无形资产及其他	409	452	434	416	398	财务费用	(183)	(133)	(183)	(133)	(136)
投资性房地产	3302	3182	3182	3182	3182	投资收益	109	19	109	19	19
长期股权投资	41	47	47	47	47	资产减值及公允价值变动	17	53	53	53	53
资产总计	21631	24222	26432	27849	30633	其他收入	(9)	22	(13)	12	10
短期借款及交易性金融负债	900	1040	1087	0	0	营业利润	4179	4553	4911	5273	5709
应付款项	1170	1882	1683	1788	1998	营业外净收支	(17)	(6)	(17)	(6)	(11)
其他流动负债	6072	5451	5796	6101	6538	利润总额	4162	4547	4894	5267	5698
流动负债合计	8142	8374	8565	7889	8535	所得税费用	1026	1135	1224	1317	1424
长期借款及应付债券	0	190	190	190	190	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	201	204	204	204	204	归属于母公司净利润	3136	3412	3671	3950	4273
长期负债合计	201	394	394	394	394	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	8344	8768	8959	8283	8930	净利润	3136	3412	3671	3950	4273
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	13287	15454	17472	19566	21703	折旧摊销	144	162	441	565	600
负债和股东权益总计	21631	24222	26432	27849	30633	公允价值变动损失	(17)	(53)	(53)	(53)	(53)
						财务费用	(183)	(133)	(183)	(133)	(136)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(342)	(303)	(311)	67	306
每股收益	2.50	2.72	2.93	3.15	3.41	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.74	0.99	1.32	1.48	1.70	经营活动现金流	2921	3218	3748	4528	5126
每股净资产	10.59	12.32	13.93	15.60	17.30	资本开支	0	(1848)	(161)	(295)	(303)
ROIC	27.33%	24.24%	23%	23%	25%	其它投资现金流	959	(797)	0	0	0
ROE	23.60%	22.08%	21%	20%	20%	投资活动现金流	947	(2652)	(161)	(295)	(303)
毛利率	78%	75%	75%	75%	75%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	38%	37%	36%	37%	38%	负债净变化	0	190	0	0	0
EBITDA Margin	40%	39%	40%	41%	42%	支付股利、利息	(923)	(1247)	(1652)	(1857)	(2137)
收入增长	28%	14%	8%	8%	8%	其它融资现金流	(946)	1248	47	(1087)	0
净利润增长率	25%	9%	8%	8%	8%	融资活动现金流	(2792)	(866)	(1605)	(2943)	(2137)
资产负债率	39%	36%	34%	30%	29%	现金净变动	1076	(299)	1982	1290	2686
股息率	1.6%	2.1%	2.8%	3.2%	3.7%	货币资金的期初余额	5381	6457	6158	8140	9430
P/E	18.5	17.0	15.8	14.7	13.6	货币资金的期末余额	6457	6158	8140	9430	12116
P/B	4.4	3.8	3.3	3.0	2.7	企业自由现金流	0	1232	3379	4111	4702
EV/EBITDA	16.6	15.0	13.4	11.8	11.0	权益自由现金流	0	2670	3490	3130	4856

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032