



今世缘 (603369.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩持续出清，保持战略定力稳秩序

事件

2025 年 8 月 25 日，公司披露 25 年半年报，期内实现营收 69.5 亿元，同比-4.8%；归母净利 22.3 亿元，同比-9.5%。其中，25Q2 实现营收 18.5 亿元，同比-29.7%；归母净利 5.8 亿元，同比-37.1%。

经营分析

营收拆分：1) 25H1 特 A+类/特 A 类分别实现营收 43.1/22.3 亿元，同比分别-7.4%/+0.7%。其中，25Q2 分别实现营收 11.4/5.8 亿元，同比分别-32.1%/-28.1%。2) 25H1 省内/省外分别实现营收 62.5/6.3 亿元，同比分别-6.1%/+4.8%。其中，25Q2 分别实现营收 16.1/1.9 亿元，同比分别-32.2%/-17.8%；省内分区域来看，25Q2 淮安/南京/盐城/苏南/苏中/淮海大区分别-30.0%/-33.7%/-39.4%/-38.7%/-19.5%/-44.9%。

相对而言渗透势能上行的苏中区域下滑幅度较低；全国化层面公司明确三步走计划，规划用 5 年时间把国缘品牌打造成为环江苏知名白酒品牌，重点培育亿元地级市场，用 10 年时间推进长三角一体化、环江苏周边化战略，开辟第二江苏、第三江苏梯队，成就全国高端白酒品牌。经销商数量方面，25Q2 末环比省内/省外增加 10/22 家至 646/653 家。

从报表结构来看：1) 25Q2 归母净利率同比-3.7pct 至 31.6%，其中毛利率同比-0.2pct 至 72.8%，销售费用率+6.8pct (25H1 广告费-6%，促销费+26%，职工薪酬+6%)、管理费用率+1.7pct。2) 25Q2 末合同负债余额 6.0 亿元，环比+0.6 亿元，考虑环比合同负债变化后 25Q2 营收-16%；25Q2 销售收现 20.2 亿元，同比-19%。公司在下行期保持了相对稳健的战略定力，省内的产品&区域势能仍在延续，主动控货维持相对良性的渠道秩序。

盈利预测、估值与评级

我们预计 25-27 年收入分别-9.8%/+6.3%/+11.1%；归母净利分别-12.0%/+7.6%/+14.4%，对应归母净利分别 30.0/32.3/37.0 亿元；EPS 为 2.41/2.59/2.97 元，公司股票现价对应 PE 估值分别为 18.4/17.1/14.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

区域竞争加剧风险；省外开拓不及预期；行业政策风险；食品安全风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

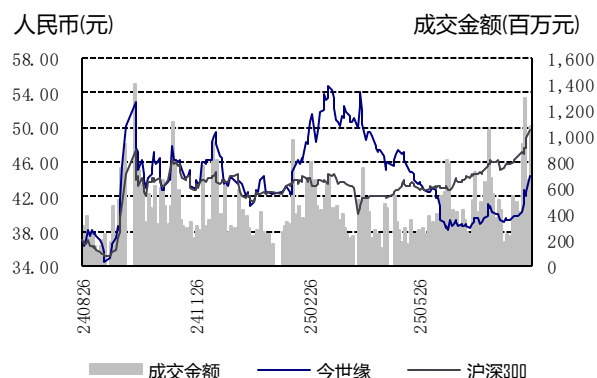
分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：44.30 元

相关报告：

- 《今世缘公司点评：业绩符合预期，持续看好省内势能上行》，2025.4.30
- 《今世缘公司点评：Q3 经营符合预期，产品势能仍上行》，2024.10.31
- 《今世缘公司深度研究：缘起后百亿，远眺新征程》，2024.8.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,100	11,546	10,410	11,064	12,289
营业收入增长率	28.0%	14.3%	-9.8%	6.3%	11.1%
归母净利润(百万元)	3,136	3,412	3,004	3,232	3,697
归母净利润增长率	25.3%	8.8%	-12.0%	7.6%	14.4%
摊薄每股收益(元)	2.50	2.72	2.41	2.59	2.97
每股经营性现金流净额	2.23	2.29	2.46	2.65	3.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.6%	22.1%	17.6%	17.1%	17.7%
P/E	19.5	16.6	18.4	17.1	14.9
P/B	4.6	3.7	3.2	2.9	2.6

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	7,888	10,100	11,546	10,410	11,064	12,289
增长率		28.0%	14.3%	-9.8%	6.3%	11.1%
主营业务成本	-1,845	-2,187	-2,916	-2,669	-2,793	-3,028
%销售收入	23.4%	21.7%	25.3%	25.6%	25.2%	24.6%
毛利	6,043	7,913	8,630	7,741	8,270	9,261
%销售收入	76.6%	78.3%	74.7%	74.4%	74.8%	75.4%
营业税金及附加	-1,277	-1,497	-1,685	-1,530	-1,615	-1,794
%销售收入	16.2%	14.8%	14.6%	14.7%	14.6%	14.6%
销售费用	-1,390	-2,097	-2,140	-1,990	-2,040	-2,240
%销售收入	17.6%	20.8%	18.5%	19.1%	18.4%	18.2%
管理费用	-323	-428	-464	-444	-464	-494
%销售收入	4.1%	4.2%	4.0%	4.3%	4.2%	4.0%
研发费用	-38	-43	-49	-44	-47	-52
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	3,015	3,848	4,291	3,732	4,104	4,681
%销售收入	38.2%	38.1%	37.2%	35.9%	37.1%	38.1%
财务费用	100	183	133	121	153	196
%销售收入	-1.3%	-1.8%	-1.2%	-1.2%	-1.4%	-1.6%
资产减值损失	-2	2	22	0	0	0
公允价值变动收益	84	17	53	100	0	0
投资收益	122	109	19	19	19	19
%税前利润	3.7%	2.6%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%
营业利润	3,341	4,179	4,553	4,004	4,307	4,927
营业利润率	42.4%	41.4%	39.4%	38.5%	38.9%	40.1%
营业外收支	-14	-17	-6	0	0	0
税前利润	3,328	4,162	4,547	4,004	4,307	4,927
利润率	42.2%	41.2%	39.4%	38.5%	38.9%	40.1%
所得税	-825	-1,026	-1,135	-1,000	-1,075	-1,230
所得税率	24.8%	24.6%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2,503	3,136	3,412	3,004	3,232	3,697
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,503	3,136	3,412	3,004	3,232	3,697
净利率	31.7%	31.0%	29.6%	28.9%	29.2%	30.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,503	3,136	3,412	3,004	3,232	3,697
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	145	148	154	239	268	294
非经营收益	-425	-217	-106	-140	-57	-74
营运资金变动	557	-266	-593	-37	-134	547
经营活动现金净流	2,780	2,800	2,867	3,066	3,309	4,464
资本开支	-1,147	-2,194	-1,816	-780	-680	-680
投资	-195	860	-542	100	0	0
其他	221	136	99	19	19	19
投资活动现金净流	-1,121	-1,198	-2,259	-661	-661	-661
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	592	300	322	-108	-719	0
其他	-736	-923	-1,248	-1,390	-1,477	-1,674
筹资活动现金净流	-144	-623	-926	-1,497	-2,195	-1,674
现金净流量	1,514	979	-318	908	453	2,129

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,381	6,457	6,158	7,066	7,519	9,647
应收款项	76	107	69	83	88	97
存货	3,910	4,996	5,569	5,996	6,505	6,968
其他流动资产	2,302	1,358	2,135	2,167	2,169	2,174
流动资产	11,669	12,918	13,930	15,310	16,280	18,886
%总资产	64.2%	59.7%	57.5%	58.4%	58.8%	61.4%
长期投资	2,531	2,592	2,436	2,436	2,436	2,436
固定资产	2,980	4,964	6,612	7,133	7,524	7,889
%总资产	16.4%	23.0%	27.3%	27.2%	27.2%	25.7%
无形资产	346	413	456	476	497	518
非流动资产	6,514	8,713	10,291	10,911	11,392	11,853
%总资产	35.8%	40.3%	42.5%	41.6%	41.2%	38.6%
资产总计	18,184	21,631	24,222	26,221	27,672	30,739
短期借款	600	900	1,040	719	0	0
应付款项	3,088	3,566	4,589	4,862	5,065	5,502
其他流动负债	3,252	3,676	2,745	2,907	3,087	3,675
流动负债	6,941	8,142	8,374	8,487	8,152	9,176
长期贷款	0	0	190	404	404	404
其他长期负债	178	201	204	224	233	242
负债	7,119	8,344	8,768	9,116	8,789	9,823
普通股股东权益	11,065	13,287	15,454	17,106	18,883	20,917
其中：股本	1,255	1,255	1,255	1,247	1,247	1,247
未分配利润	8,879	11,105	13,270	14,922	16,700	18,733
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	18,184	21,631	24,222	26,221	27,672	30,739

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.995	2.500	2.720	2.409	2.592	2.965
每股净资产	8.820	10.591	12.319	13.720	15.145	16.776
每股经营现金净流	2.216	2.232	2.285	2.459	2.654	3.580
每股股利	0.730	1.000	1.200	1.084	1.166	1.334
回报率						
净资产收益率	22.62%	23.60%	22.08%	17.56%	17.11%	17.68%
总资产收益率	13.76%	14.50%	14.09%	11.46%	11.68%	12.03%
投入资本收益率	19.15%	20.16%	19.07%	15.18%	15.78%	16.29%
增长率						
主营业务收入增长率	23.09%	28.05%	14.31%	-9.84%	6.28%	11.08%
EBIT 增长率	24.50%	27.64%	11.53%	-13.03%	9.96%	14.06%
净利润增长率	23.34%	25.30%	8.80%	-11.95%	7.57%	14.40%
总资产增长率	25.98%	18.96%	11.98%	8.26%	5.53%	11.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.0	1.7	1.3	1.3	1.3	1.3
存货周转天数	702.5	743.1	661.3	820.0	850.0	840.0
应付账款周转天数	123.2	138.3	119.2	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	56.4	45.3	101.7	122.3	119.7	111.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-63.60%	-51.59%	-45.44%	-46.99%	-48.77%	-54.20%
EBIT 利息保障倍数	-30.1	-21.0	-32.3	-30.9	-26.9	-23.9
资产负债率	39.15%	38.57%	36.20%	34.76%	31.76%	31.95%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	12	22	31	107
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.04	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究