

今世缘 (603369.SH)

强烈推荐 (维持)

Q2 业绩大幅下滑，主动释放压力

消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 44.3 元

公司发布 25 年半年报，25 Q2 收入、利润同比-30%、-37%，渠道释压，报表开启调整。分产品看，四开、淡雅相对稳健，对开略承压。省内 Q2 加速出清，部分市场延续前期势能，省外渠道仍在开拓。Q2 毛利基本稳定费用加投，盈利能力下降。二季度公司主动调整，真实反映销售，释放渠道压力，展望下半年，我们认为在禁酒令持续纠偏和基数下降下，业绩及动销下滑幅度有望收窄，关注双节旺季。

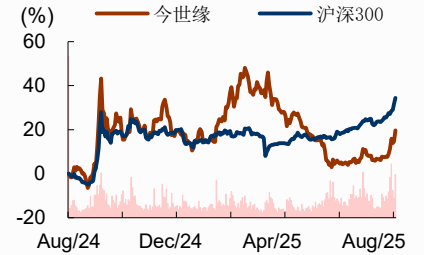
基础数据

总股本 (百万股)	1247
已上市流通股 (百万股)	1247
总市值 (十亿元)	55.2
流通市值 (十亿元)	55.2
每股净资产 (MRQ)	13.0
ROE (TTM)	19.6
资产负债率	33.4%
主要股东	今世缘集团有限公司
主要股东持股比例	45.7%

- Q2 收入、利润-30%、-37%，渠道释压，报表开启调整。公司 25H1 实现收入/归母净利润 69.5/22.3 亿，同比-4.8%/-9.5%。其中 25Q2 实现收入/归母净利润 18.5/5.8 亿，同比-29.7%/-37.1%，面对需求冲击，公司开启调整。单 Q2 现金回款 20.2 亿，同比-19.0%，经营净现金流转负至-3.52 亿。期末合同负债 6.0 亿元，比去年同期略降。
- 四开、淡雅相对稳健，对开略承压。分产品看，25H1 特 A+类/特 A 类/A 类/B 类/CD 类分别实现收入 43.1/22.3/2.3/0.8/0.3 亿元，分别同比 -7%/+1%/-10%/-6%/-39%，单 Q2 特 A+类/特 A 类/A 类/B 类/CD 类分别同比 -32%/-28%/-40%/-13%/-42%，其中，淡雅表现相对较好，对开略承压，四开相对稳健，V3 表现介于中间水平。
- 省内 Q2 加速出清，部分市场延续前期势能，省外渠道仍在开拓。分区域看，25Q2 省内/省外分别实现收入 16.1/1.9 亿元，分别同比-32%/-18%，淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海单 Q2 分别同比-30%/-34%/-39%/-19%/-39%/-45%，苏中延续前期品牌势能，市场份额有所提升。期末经销商数量 1299 家，上半年净增加 71 家，省内/省外分别变动+33/+38 家，预计省内拓展部分团购商，省外市场持续开拓。
- 毛利基本稳定费用加投，盈利能力下降。25Q2 毛利率 72.8%，同比-0.2pct，主营税金率 10.1%，同比+0.1pct，销售费用率/管理费用率分别为 19.0%/5.6%，分别同比+6.8/+1.7pcts，毛销差下降 7.0pcts，促销费绝对金额有所提升，预计与费用付现比例提升有关，Q2 公司净利率 31.6%，同比减少 3.7pcts，盈利能力有所下降。
- 投资建议：真实反映，渠道释压，继续“强烈推荐”。二季度公司主动调整，真实反映销售，释放渠道压力，展望下半年，我们认为在禁酒令持续纠偏和基数下降下，业绩及动销下滑幅度有望收窄，关注双节旺季，我们略下调 25-27 年 EPS 预测 2.37、2.54、2.73 元，当前股价对应 25 年 18.7X PE，继续维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：省内竞争加剧、商务需求恢复不及预期、省外扩张受阻、升级产品不及预期等。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-9	7
相对表现	1	-19	-25



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《今世缘 (603369) —Q4 主动纾压，Q1 开门红良好，竞争优势延续》2025-05-01
- 2、《今世缘 (603369) —Q3 理性降速，谋求良性发展》2024-10-31
- 3、《今世缘 (603369) —Q2 业绩符合预期，增长势能不变》2024-08-18

陈书慧 S1090523010003
✉ chenshuhui@cmschina.com.cn
刘成 S1090523070012
✉ liucheng5@cmschina.com.cn
朱彦霖 研究助理
✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10100	11546	10480	11129	11797
同比增长	28%	14%	-9%	6%	6%
营业利润(百万元)	4179	4553	3936	4234	4539
同比增长	25%	9%	-14%	8%	7%

归母净利润(百万元)	3136	3412	2950	3173	3401
同比增长	25%	9%	-14%	8%	7%
每股收益(元)	2.52	2.74	2.37	2.54	2.73
PE	17.6	16.2	18.7	17.4	16.2
PB	4.2	3.6	3.3	2.9	2.7

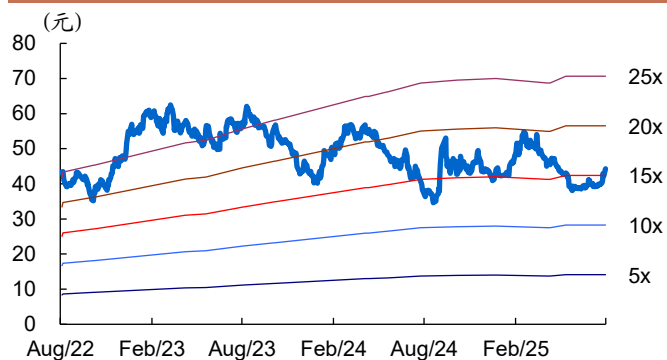
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	2395	1735	4671	2634	2637	1604	5099	1852	10100	11546
二、营业总成本	1619	1156	2670	1366	1816	1248	2951	1134	6067	7100
其中：营业成本	462	202	1204	710	644	358	1345	504	2187	2916
营业税金及附加	488	230	725	262	512	186	836	187	1497	1685
营业费用	586	621	661	322	542	615	678	352	2097	2140
管理费用	98	166	103	104	120	137	106	105	428	464
研发费用	5	18	11	13	6	20	11	13	43	49
财务费用	-18	-77	-36	-44	-9	-44	-26	-25	-183	-133
资产减值损失	-2	-4	2	-1	1	-23	2	-2	-2	-22
三、其他经营收益	3	80	37	-25	20	75	33	62	146	107
其它收益	0	7	9	14	1	11	6	1	19	35
公允价值变动收益	-1	15	9	-35	17	62	19	51	17	53
投资收益	4	58	19	-5	2	2	8	10	109	19
四、营业利润	779	659	2038	1242	842	431	2182	780	4179	4553
加：营业外收入	1	1	1	9	3	4	1	2	4	18
减：营业外支出	1	4	0	13	9	2	0	3	21	24
五、利润总额	779	655	2039	1239	835	434	2182	779	4162	4547
减：所得税	193	155	506	310	211	108	538	194	1026	1135
六、净利润	586	500	1533	929	624	326	1644	585	3136	3412
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	586	500	1533	929	624	326	1644	585	3136	3412
EPS	0.47	0.40	1.23	0.74	0.50	0.26	1.32	0.47	2.52	2.74
主要比率										
毛利率	80.7%	88.4%	74.2%	73.0%	75.6%	77.7%	73.6%	72.8%	78.3%	74.7%
主营税金率	20.4%	13.2%	15.5%	10.0%	19.4%	11.6%	16.4%	10.1%	14.8%	14.6%
营业费率	24.5%	35.8%	14.2%	12.2%	20.6%	38.3%	13.3%	19.0%	20.8%	18.5%
管理费率	4.1%	9.6%	2.2%	3.9%	4.6%	8.6%	2.1%	5.6%	4.2%	4.0%
营业利润率	32.5%	38.0%	43.6%	47.2%	31.9%	26.9%	42.8%	42.1%	41.4%	39.4%
实际税率	24.8%	23.6%	24.8%	25.0%	25.3%	24.9%	24.7%	24.9%	24.6%	25.0%
净利率	24.5%	28.8%	32.8%	35.3%	23.7%	20.3%	32.2%	31.6%	31.0%	29.6%
同比增长率										
收入增长率	28.0%	26.7%	22.8%	21.5%	10.1%	-7.6%	9.2%	-29.7%	28%	14%
营业利润增长率	25.1%	16.1%	22.1%	15.8%	8.1%	-34.5%	7.1%	-37.2%	25%	9%
净利润增长率	26.4%	18.8%	22.1%	16.9%	6.6%	-34.8%	7.3%	-37.1%	25%	9%

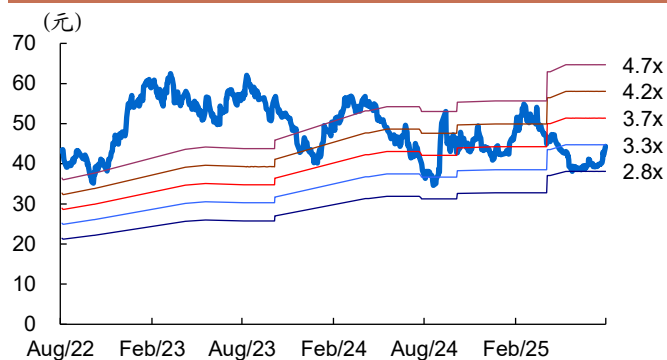
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 今世缘历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 今世缘历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《今世缘(603369)—Q4 主动纾压, Q1 开门红良好, 竞争优势延续》2025-05-01
- 2、《今世缘(603369)—Q3 理性降速, 谋求良性发展》2024-10-31
- 3、《今世缘(603369)—Q2 业绩符合预期, 增长势能不变》2024-08-18

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12914	13928	12205	12513	13071
现金	6457	6158	4893	4953	5250
交易性投资	1297	2094	2094	2094	2094
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	49	35	20	21	23
其它应收款	47	30	27	29	31
存货	4996	5569	5131	5375	5630
其他	69	43	39	41	43
非流动资产	8717	10294	12137	13861	15474
长期股权投资	41	47	47	47	47
固定资产	1254	3217	5107	6872	8522
无形资产商誉	409	452	407	366	330
其他	7013	6577	6576	6575	6575
资产总计	21631	24222	24342	26374	28545
流动负债	8142	8374	7050	7211	7380
短期借款	900	1040	0	0	0
应付账款	1170	1882	1737	1819	1906
预收账款	2400	1593	1470	1539	1612
其他	3672	3859	3843	3852	3861
长期负债	201	394	394	394	394
长期借款	0	190	190	190	190
其他	201	204	204	204	204
负债合计	8344	8768	7444	7605	7774
股本	1255	1255	1255	1255	1255
资本公积金	294	297	297	297	297
留存收益	11738	13902	15346	17218	19219
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	13287	15454	16898	18769	20771
负债及权益合计	21631	24222	24342	26374	28545

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2800	2867	3265	3345	3682
净利润	3136	3412	2950	3173	3401
折旧摊销	149	175	258	378	490
财务费用	13	9	0	0	0
投资收益	(109)	(19)	(127)	(127)	(127)
营运资金变动	(285)	(667)	183	(88)	(93)
其它	(103)	(43)	1	10	10
投资活动现金流	(1198)	(2259)	(1984)	(1984)	(1984)
资本支出	(2194)	(1817)	(2111)	(2111)	(2111)
其他投资	997	(442)	127	127	127
筹资活动现金流	(623)	(926)	(2546)	(1301)	(1400)
借款变动	101	193	(1040)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	9	3	0	0	0
股利分配	(916)	(1255)	(1505)	(1301)	(1400)
其他	182	132	0	0	0
现金净增加额	979	(318)	(1265)	60	298

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10100	11546	10480	11129	11797
营业成本	2187	2916	2691	2818	2952
营业税金及附加	1497	1685	1530	1625	1722
营业费用	2097	2140	1985	2085	2187
管理费用	428	464	421	447	474
研发费用	43	49	44	47	50
财务费用	(183)	(133)	0	0	0
资产减值损失	2	22	0	0	0
公允价值变动收益	17	53	73	73	73
其他收益	19	35	35	35	35
投资收益	109	19	19	19	19
营业利润	4179	4553	3936	4234	4539
营业外收入	4	18	18	18	18
营业外支出	21	24	24	24	24
利润总额	4162	4547	3930	4228	4533
所得税	1026	1135	981	1055	1132
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	3136	3412	2950	3173	3401

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	28%	14%	-9%	6%	6%
营业利润	25%	9%	-14%	8%	7%
归母净利润	25%	9%	-14%	8%	7%
获利能力					
毛利率	78.3%	74.7%	74.3%	74.7%	75.0%
净利率	31.0%	29.6%	28.1%	28.5%	28.8%
ROE	25.8%	23.7%	18.2%	17.8%	17.2%
ROIC	23.1%	21.5%	17.5%	17.6%	17.0%
偿债能力					
资产负债率	38.6%	36.2%	30.6%	28.8%	27.2%
净负债比率	4.2%	5.1%	0.8%	0.7%	0.7%
流动比率	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	212.0	277.0	381.0	536.0	535.0
应付账款周转率	1.9	1.9	1.5	1.6	1.6
每股资料(元)					
EPS	2.52	2.74	2.37	2.54	2.73
每股经营净现金	2.25	2.30	2.62	2.68	2.95
每股净资产	10.66	12.39	13.55	15.05	16.66
每股股利	1.01	1.21	1.04	1.12	1.20
估值比率					
PE	17.6	16.2	18.7	17.4	16.2
PB	4.2	3.6	3.3	2.9	2.7
EV/EBITDA	13.9	12.5	13.7	12.4	11.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。