

释放压力以推动健康发展

核心观点

2025年二季度，行业动销承压之际，公司大幅度收缩业绩，收入、利润分别同比下降29.69%、37.06%，各系列产品、各区域均呈现较大幅度的下滑。行业调整，渠道周转明显放缓，公司以放缓节奏为市场纾困，提升促销费用力度保证产品动销与渠道利润。今世缘在江苏省内500元以下价位的份额仍在提升，V系消费者认知不断扩大，省内具备较强竞争力。省外优化渠道打造样板市场，扩大品牌影响力。

事件

公司发布2025年半年报

上半年，公司总营收69.51亿元，同比-4.84%；归母净利润22.29亿元，同比-9.46%；扣非归母净利润22.24亿元，同比-9.08%。其中Q2公司营收18.52亿元，同比-29.69%，归母净利润5.85亿元，同比-37.06%；扣非归母净利润5.85亿元，同比-36.47%。

简评

放缓节奏出清业绩

二季度，公司酒类销售收入18.02亿元，同比-30.94%。受制于行业动销大幅度下滑，渠道周转速度放缓，公司降低回款要求、减少出货量、拉动终端动销，25Q2业绩大幅下降。

分产品来看，二季度中高档系列的特A+类、特A类分别实现销售收入11.42亿元、5.83亿元，同比下滑32.07%、28.10%，公司主力产品开系、V系、雅系主要场景商务、宴席、送礼等，动销受影响最为明显。

分区域来看，二季度，省内淮安、南京、苏南、苏中、盐城、淮海六个大区分别实现营收3.07亿元（-29.99%）、4.26亿元（-33.67%）、2.12亿元（-38.66%）、4.00亿元（-19.49%）、1.78亿元（-39.38%）、0.88亿元（-44.88%），今世缘在省内各主销区域均大幅度降低业绩，苏中大区仍在深挖市场阶段降幅相对较低。Q2省外贡献营收1.91亿元（-17.82%），公司省外市场根基较弱，在拓市场阶段基数较小，且公司战略重点开始偏向省外，下滑幅度低于省内。

今世缘 (603369.SH)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期: 2025年08月26日

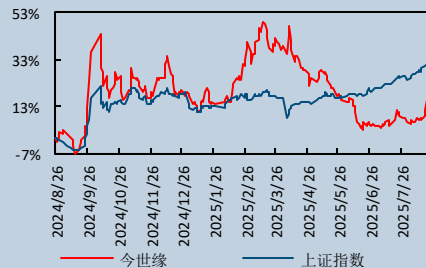
当前股价: 44.30元

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
8.00/0.29	-1.99/-17.97	13.01/-23.05
12月最高/最低价(元)		56.37/35.59
总股本(万股)		124,680.00
流通A股(万股)		124,680.00
总市值(亿元)		552.33
流通市值(亿元)		552.33
近3月日均成交量(万)		1117.39
主要股东		
今世缘集团有限公司		45.70%

股价表现



增加促销提振渠道信心，25Q2 利润率下滑

25Q2 公司毛利率同比下降 0.21pcts 至 72.81%，归母净利率下降 3.69pcts 至 31.57%。主要系：

- ① 毛利率下降：Q2 公司业绩大幅下滑，预计系公司制造费用等成本占比提升影响，此外预计公司也加大市场促销力度提升动销。
- ② 费用率优化：上半年，白酒市场动销下滑幅度较高，公司进一步加大市场投入保证渠道良性、增强市场赋能，其中综合促销费、职工薪酬增长 26.29%、6.12%。二季度销售费用率 19.02%，同比+6.79pcts，管理费用率 5.65%，同比+1.71pcts。
- ③ 投资收益：25Q2 投资收益 0.1014 亿元，公允价值变动净收益 0.5085 亿元，合计同比增加 1 亿元。

现金流量角度，Q2 公司销售收现 20.23 亿元，同比-18.92%，Q2 末合同负债 6.00 亿元，同比-4.44%，下滑幅度小于收入降幅，公司业绩除了受行业下滑因素影响，公司亦主动减少出货推动渠道价值链健康运作。

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 107.93、114.85、126.97 亿元，实现归母净利润 30.12 亿、33.23 亿、38.09 亿元，对应 PE 为 18.34X、16.62X、14.50X，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	10,793.32	11,485.46	12,696.97
YoY(%)	28.07	14.32	-6.51	6.41	10.55
净利润(百万元)	3,136.04	3,411.93	3,011.87	3,322.74	3,809.36
YoY(%)	25.30	8.80	-11.73	10.32	14.65
毛利率(%)	78.34	74.74	74.47	75.09	75.83
净利率(%)	31.06	29.55	27.90	28.93	30.00
ROE(%)	23.60	22.08	17.45	17.26	17.68
EPS(摊薄/元)	2.52	2.74	2.42	2.67	3.06
P/E(倍)	17.61	16.19	18.34	16.62	14.50
P/B(倍)	4.16	3.57	3.20	2.87	2.56

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）。

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