

今世缘 (603369. SH)

2025Q2 报表释放需求压力，主动降速为渠道纾压

优于大市

核心观点

中报释放需求压力，2025Q2 收入同比下降 30%。2025H1 公司实现营业总收入 69.5 亿元/同比-4.8%，归母净利润 22.3 亿元/同比-9.5%。其中 25Q2 营业总收入 18.5 亿元/同比-29.7%，归母净利润 5.85 亿元/同比-37.1%。

2025Q2 特 A 类及以上产品收入占比 95.7%，同比提升 0.22pcts。分产品看，2025Q2 特 A+类收入 11.42 亿元/同比-32.1%，特 A 类收入 5.83 亿元/同比-28.1%，A 类及以下收入 0.77 亿元/同比-41%，国缘品牌表现好于其他。第二季度受政策影响，省内市场政商务场景受损较多，预计四开/对开（特 A+类）动销有所承压，公司以去库挺价为主；大众消费场景跟随减少，淡雅/单开（特 A 类）产品势能支撑下仍有少量动销，预计下滑幅度相对较少。分渠道看，2025Q2 直销（含团购）收入 0.11 亿元/去年同期-0.17 亿元，批发代理收入 17.91 亿元/同比-31.8%。

第二季度省内消费场景受损，苏中地区收入下降幅度小于整体。分区域看，2025Q2 省内收入 16.11 亿元/同比-32.2%。其中，苏中收入 4.0 亿元/同比-19.5%，淮安收入 3.1 亿元/同比-30.0%，南京收入 4.3 亿元/同比-33.7%；苏中下滑幅度较小预计系淡雅持续深耕渠道，验证国缘品牌份额向上；南京、淮安优势区域受政商务场景扰动更多。苏南/盐城/淮海大区收入同比-38.7%/-39.4%/-44.9%。省外收入 1.91 亿元/同比-17.8%/占比 10.6%，公司持续聚焦省外国缘品牌培育工作，产品布局和渠道增密减缓下滑趋势。单 25Q2 省内/省外净增经销商 10/22 家。

2025Q2 毛销差同比-7.0pcts，需求压力下公司为渠道纾压。第二季度毛利率同比-0.2pcts，基本保持平稳，预计需求下滑背景下公司减少买赠等政策以稳定价盘；但同时加大渠道和消费者端的帮扶力度，提升终端开瓶、去化渠道库存，稳定经销商盈利和周转，2025Q2 销售费用率同比+6.8pcts，2025H1 综合促销费同比+26.3%。2025Q2 税金/管理费用率同比+0.1/+1.7pcts。2025Q2 销售收现 20.23 亿元/同比-18.9%，下滑幅度小于收入端；经营性现金流净额-3.52 亿元/同比-244%，转负系收款下降但生产、销售端日常现金投入刚性。截至 2025Q2 末合同负债 19.13 亿元/环比+0.16 亿元/同比-4.4%，判断经销商回款节奏较为稳健，但动销下降环境中公司减缓发货速度，维持渠道库存良性。

投资建议：展望下半年，消费场景及需求复苏仍具有不确定性，公司基地市场江苏消费结构中商务交流占比较高，国缘淡雅类产品表现预计好于四开等，整体销售和产品结构或仍有压力。略下调此前收入及净利润预测，预计 2025-2027 年公司收入 106.1/110.9/120.1 亿元，同比-8.1%/+4.5%/+8.3%（前值同比+8.5%/+8.0%/+7.7%）；归母净利润 30.1/31.4/34.5 亿元，同比-11.7%/+4.4%/+9.7%（前值同比+7.6%/+7.6%/+8.2%），当前股价对应 25/26 年 18.5/17.7 倍 P/E，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	10,615	11,090	12,007
(+/-%)	28.0%	14.3%	-8.1%	4.5%	8.3%
净利润(百万元)	3136	3412	3011	3144	3450
(+/-%)	25.3%	8.8%	-11.7%	4.4%	9.7%
每股收益(元)	2.50	2.72	2.40	2.51	2.75
EBIT Margin	38.1%	37.2%	34.5%	35.7%	36.4%
净资产收益率(ROE)	23.6%	22.1%	17.6%	16.7%	16.8%
市盈率(PE)	17.7	16.3	18.5	17.7	16.1
EV/EBITDA	16.0	14.4	15.3	13.8	12.7
市净率(PB)	4.18	3.60	3.25	2.96	2.71

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

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

44.30 元

收盘价

55233/55233 百万元

总市值/流通市值

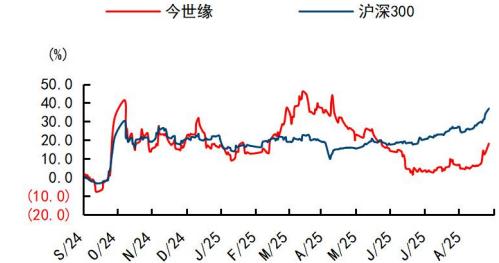
57.36/35.35 元

52 周最高价/最低价

450.89 百万元

近 3 个月日均成交额

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

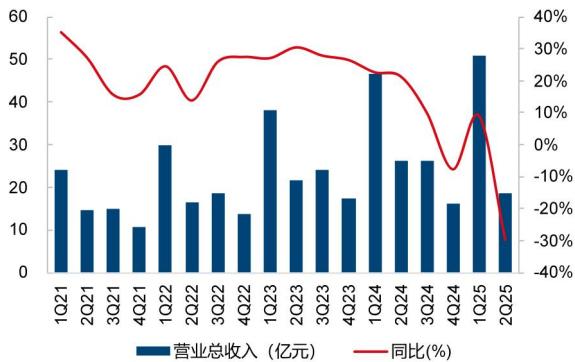
《今世缘 (603369.SH) -2024 年省内市场份额提升，2025Q2 收现表现较好》——2025-04-30

《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

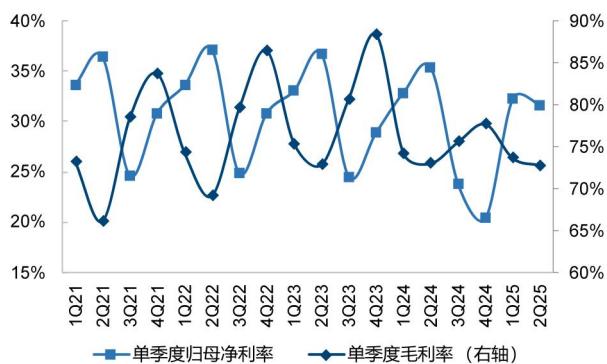
《今世缘 (603369.SH) -上市十年品牌势能向上，长期发展规划清晰》——2024-07-18

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业收入及同比增速


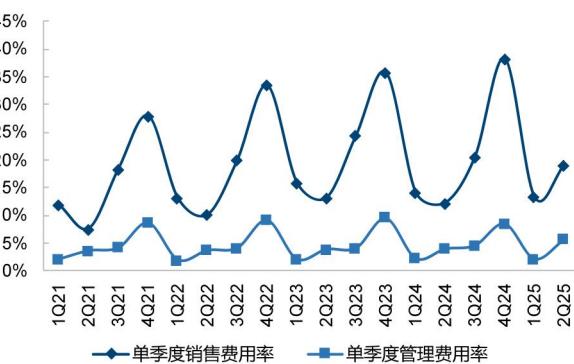
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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
营业收入(百万元)	11,546	12,523	13,519	10,615	11,090	-15.2%	-18.0%
收入同比增速%	14.3%	8.5%	8.0%	-8.1%	4.5%	-16.53pcts	-3.47pcts
毛利率%	74.7%	75.0%	75.1%	74.1%	74.4%	-0.89pcts	-0.74pcts
销售费用率%	74.7%	19.7%	19.1%	20.4%	19.9%	0.7pcts	0.8pcts
管理费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	4.1%	4.0%	0.1pcts	0pcts
归母净利润(百万元)	3,412	3,671	3,950	3,011	3,144	-18.0%	-20.4%
归母净利润同比增速%	8.8%	7.6%	7.6%	-11.7%	4.4%	-19.33pcts	-3.2pcts
净利率%	29.6%	29.3%	29.2%	28.4%	28.4%	-0.94pcts	-0.87pcts
EPS(元)	2.72	2.93	3.15	2.40	2.51	-18.0%	-20.4%

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	
			2025/8/25	2025/8/25	2025/8/25	2025/8/25	2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,490	18,721			862.3	938.0	21.7	20.0
000858.SZ	五粮液	优于大市	130	5,043			318.5	334.5	15.8	15.1
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	139	2,046			134.7	137.6	15.2	14.9
600809.SH	山西汾酒	优于大市	206	2,509			122.4	133.9	20.5	18.7
002304.SZ	洋河股份	中性	74	1,119			66.7	46.8	16.8	23.9
000799.SZ	酒鬼酒	中性	67	218			0.1	1.0	1746.2	224.6

600702.SH	舍得酒业	优于大市	67	223	3.5	6.4	64.5	34.8
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	174	921	55.2	61.5	16.7	15.0
603369.SH	今世缘	优于大市	44	552	34.1	30.1	16.3	18.5
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	47	377	25.9	26.5	14.5	14.2
603589.SH	口子窖	中性	36	212	16.6	13.4	12.8	15.8
603919.SH	金徽酒	优于大市	21	106	3.9	4.0	27.3	26.2

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6457	6158	6900	8458	10674	营业收入	10100	11546	10615	11090	12007
应收款项	77	65	81	77	81	营业成本	2187	2916	2748	2840	3041
存货净额	4996	5569	5116	5172	5456	营业税金及附加	1497	1685	1550	1608	1741
其他流动资产	87	43	39	41	44	销售费用	2097	2140	2165	2207	2341
流动资产合计	12914	13928	14230	15842	18349	管理费用	441	479	453	462	498
固定资产	4964	6612	6403	6204	5978	研发费用	43	49	50	33	36
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	24297	25692	27954	其他收入	(9)	22	(13)	19	17
短期借款及交易性金融负债	900	1040	354	0	0	营业利润	4179	4553	4032	4198	4611
应付款项	1170	1882	1437	1461	1635	营业外净收支	(17)	(6)	(17)	(6)	(11)
其他流动负债	6072	5451	5001	5061	5424	利润总额	4162	4547	4015	4192	4599
流动负债合计	8142	8374	6793	6521	7059	所得税费用	1026	1135	1004	1048	1150
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	3011	3144	3450
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	7187	6916	7453	净利润	3136	3412	3011	3144	3450
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	17110	18776	20501	折旧摊销	144	162	441	565	600
负债和股东权益总计	21631	24222	24297	25692	27954	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)	(456)	29	247
每股收益	2.50	2.72	2.40	2.51	2.75	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.74	0.99	1.08	1.18	1.37	经营活动现金流	2921	3218	2943	3685	4243
每股净资产	10.59	12.32	13.64	14.97	16.34	资本开支	0	(1848)	(161)	(295)	(303)
ROIC	27.33%	24.24%	19%	20%	22%	其它投资现金流	959	(797)	0	0	0
ROE	23.60%	22.08%	18%	17%	17%	投资活动现金流	947	(2652)	(161)	(295)	(303)
毛利率	78%	75%	74%	74%	75%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	38%	37%	35%	36%	36%	负债净变化	0	190	0	0	0
EBITDA Margin	40%	39%	39%	41%	41%	支付股利、利息	(923)	(1247)	(1355)	(1478)	(1725)
收入增长	28%	14%	-8%	4%	8%	其它融资现金流	(946)	1248	(686)	(354)	0
净利润增长率	25%	9%	-12%	4%	10%	融资活动现金流	(2792)	(866)	(2041)	(1832)	(1725)
资产负债率	39%	36%	30%	27%	27%	现金净变动	1076	(299)	742	1558	2216
股息率	1.7%	2.2%	2.4%	2.7%	3.1%	货币资金的期初余额	5381	6457	6158	6900	8458
P/E	17.7	16.3	18.5	17.7	16.1	货币资金的期末余额	6457	6158	6900	8458	10674
P/B	4.2	3.6	3.2	3.0	2.7	企业自由现金流	0	1232	2575	3267	3820
EV/EBITDA	16.0	14.4	15.3	13.8	12.7	权益自由现金流	0	2670	1956	3015	3956

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

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