

2025 年 08 月 26 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩出清调整，优化经营质量

—今世缘（603369.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

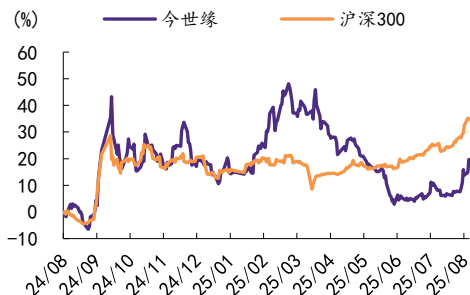
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2025-08-26

当前股价（元）	44.55
总市值（亿元）	555
总股本（百万股）	1247
流通股本（百万股）	1247
52 周价格范围（元）	35.59–56.37
日均成交额（百万元）	399.31

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《今世缘（603369）：业绩符合预期，整体稳健增长》2025-05-08
- 2、《今世缘（603369）：省内精耕攀顶向上培育，省外攻城拔寨聚焦扩张》2025-03-02
- 3、《今世缘（603369）：聚缘聚力量质并举，股东增持强化信心》2024-12-31

2025 年 8 月 25 日，今世缘发布 2025 年半年度报告，2025H1 总营业收入 69.51 亿元（同减 5%），归母净利润 22.29 亿元（同减 9%），扣非净利润 22.24 亿元（同减 9%）。2025Q2 总营业收入 18.52 亿元（同减 30%），归母净利润 5.85 亿元（同减 37%），扣非净利润 5.85 亿元（同减 36%）。

投资要点

■ 产品结构变动影响毛利，营收下降影响费用摊薄

2025Q2 毛利率同减 0.2pct 至 72.81%，主要系产品结构变化所致，销售/管理费用率分别同增 7pct/2pct 至 19.02%/5.65%，主要系公司在外界消费环境承压下增加固定费投，营收下滑致使规模效应收缩，综合来看，盈利能力边际承压，净利率同减 4pct 至 31.58%。

■ 顺应行业趋势开启调整，省内外战略延续

产品端，2025Q2 公司特 A+类/特 A 类/A 类/B 类产品营收分别为 11.42/5.83/0.48/0.20 亿元，分别同减 32%/28%/40%/13%，次高端产品受场景萎缩影响明显。区域端，2025Q2 公司省内/省外营收分别为 16.11/1.91 亿元，分别同减 32%/18%，截至 2025H1 末，公司经销商共 1299 家，较年初净增加 71 家，二季度省外表现相对优于省内，后续省内协同推进乡镇精耕，省外聚焦国缘品牌布局与培育工作，启动“四级市场”体系建设，强化市场开拓能力。

■ 盈利预测

目前白酒行业消费承压，公司顺应市场趋势开启销售节奏调整，短期推进顺价去库，后续坚持周边核心市场布局，短期业绩出清后，经营健康度提升，关注全国化布局进度。根据 2025 年半年报，我们调整 2025-2027 年 EPS 分别为 2.40/2.57/2.91（前值为 2.95/3.24/3.60）元，当前股价对应 PE 分别为 19/17/15 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、四开增长不及预期、V 系列增长不及预期、省外扩张不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	11,546	10,514	11,054	12,147
增长率（%）	14.3%	-8.9%	5.1%	9.9%
归母净利润（百万元）	3,412	2,997	3,209	3,627
增长率（%）	8.8%	-12.2%	7.1%	13.0%
摊薄每股收益（元）	2.72	2.40	2.57	2.91
ROE（%）	22.1%	17.0%	16.1%	15.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	11,546	10,514	11,054	12,147
现金及现金等价物	6,158	8,678	11,663	14,880	营业成本	2,916	2,776	2,895	3,138
应收款	65	72	70	70	营业税金及附加	1,685	1,577	1,636	1,773
存货	5,569	5,367	4,965	4,709	销售费用	2,140	1,998	2,089	2,296
其他流动资产	2,137	2,278	2,352	2,397	管理费用	464	442	453	480
流动资产合计	13,928	16,395	19,050	22,057	财务费用	-133	-191	-273	-363
非流动资产：					研发费用	49	53	55	61
金融类资产	2,094	2,194	2,274	2,324	费用合计	2,520	2,301	2,324	2,473
固定资产	3,217	5,040	5,518	5,476	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	3,394	1,358	543	217	公允价值变动	53	50	13	10
无形资产	452	429	407	385	投资收益	19	80	50	30
长期股权投资	47	47	47	47	营业利润	4,553	3,995	4,264	4,804
其他非流动资产	3,182	3,182	3,182	3,182	加：营业外收入	18	5	4	3
非流动资产合计	10,294	10,056	9,698	9,308	减：营业外支出	24	25	18	10
资产总计	24,222	26,452	28,748	31,365	利润总额	4,547	3,975	4,250	4,797
流动负债：					所得税费用	1,135	978	1,041	1,171
短期借款	1,040	1,090	1,120	1,130	净利润	3,412	2,997	3,209	3,627
应付账款、票据	1,882	1,193	1,117	1,076	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	3,859	3,859	3,859	3,859	归母净利润	3,412	2,997	3,209	3,627
流动负债合计	8,374	8,446	8,368	8,228					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	190	190	190	190	成长性				
其他非流动负债	204	204	204	204	营业收入增长率	14.3%	-8.9%	5.1%	9.9%
非流动负债合计	394	394	394	394	归母净利润增长率	8.8%	-12.2%	7.1%	13.0%
负债合计	8,768	8,840	8,762	8,623	盈利能力				
所有者权益					毛利率	74.7%	73.6%	73.8%	74.2%
股本	1,255	1,247	1,247	1,247	四项费用/营收	21.8%	21.9%	21.0%	20.4%
股东权益	15,454	17,611	19,986	22,742	净利率	29.6%	28.5%	29.0%	29.9%
负债和所有者权益	24,222	26,452	28,748	31,365	ROE	22.1%	17.0%	16.1%	15.9%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	36.2%	33.4%	30.5%	27.5%
净利润	3412	2997	3209	3627	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4
折旧摊销	162	237	357	388	应收账款周转率	178.3	146.0	158.7	173.8
公允价值变动	53	50	13	10	存货周转率	0.5	0.8	0.9	1.0
营运资金变动	-761	175	302	112	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	2867	3459	3881	4137	EPS	2.72	2.40	2.57	2.91
投资活动现金净流量	-2259	114	256	318	P/E	16.4	18.5	17.3	15.3
筹资活动现金净流量	1912	-789	-804	-860	P/S	4.8	5.3	5.0	4.6
现金流量净额	2,520	2,785	3,333	3,594	P/B	3.6	3.2	2.8	2.4

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，8 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号，2023 年东方财富行业最佳分析师第六名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及休闲食品。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。