

今世缘 (603369.SH)

充分释压，行稳致远

2025Q2 报表释压，预收款稳定。 2025H1 公司营收为 69.5 亿元 (同比-4.8%)，归母净利润为 22.3 亿元 (同比-9.5%)，销售收现为 67.0 亿元 (同比+7.6%)。2025Q2 公司营收为 18.5 亿元 (同比-29.7%)，归母净利润为 5.8 亿元 (同比-37.1%)，销售收现为 20.2 亿元 (同比-18.9%)。2025Q2 营收+△合同负债同比下降 16.4%，2025Q2 末合同负债为 6.0 亿元 (环比 2025Q1 增加 0.6 亿元、同比减少 0.3 亿元)。2025H1 公司虽营收下降但市场份额仍有提升。

毛利率维稳，费率拖累净利率。 2025Q2 公司毛利率为 73% (同比-0.2pct，预计主要系产品结构影响)、销售费用率/管理费用率/财务费用率/税金及附加率同比分别增加 6.8/1.7/0.4/0.1pct，综合影响下净利率率同比下降 3.7pct 至 31.6%。

大众价位表现相对略好。 2025H1 公司特 A+/特 A/A/B 类收入分别为 43/22/2/0.8 亿元，同比分别-7%/+0.7%/-10%/-6%；2025Q2 收入同比分别-32%/-28%/-40%/-13%。预计 2025H1 淡雅和单开保持增长，四开及以上产品承压。5 月中下旬以来，四开和 V 系产品环比下降明显，对开、淡雅及单开受政策影响相对略小。截至 6 月底，公司经销商库存率约 20%。

省外和苏中表现相对略好。 2025H1 省内/省外收入分别为 63/6 亿元，同比-6%/+5%；2025Q2 收入同比-32%/-18%。省内看，2025H1 淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海收入分别为 12/18/7/11/8/7 亿元，同比分别-4%/-8%/-11%/-0.2%/-6%/-7%；2025Q2 收入同比分别-30%/-34%/-39%/-19%/-39%/-45%。公司近年在环江苏 (皖鲁浙沪等) 销售有突破，省外计划投放淡雅。

盈利预测与投资建议： 考虑整体动销承压，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年摊薄 EPS 分别为 2.43/2.58/2.85 元/股 (前值分别为 2.99/3.28/3.58 元/股)，当前股价对应 PE 为 18/17/16x，维持“买入”评级。

风险提示： 宏观经济波动，消费恢复不及预期，行业竞争加剧，产品结构升级和省内外拓展不及预期等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	10,098	11,544	10,914	11,467	12,500
增长率 yoy (%)	28.1	14.3	-5.5	5.1	9.0
归母净利润 (百万元)	3,136	3,412	3,027	3,217	3,551
增长率 yoy (%)	25.3	8.8	-11.3	6.3	10.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.52	2.74	2.43	2.58	2.85
净资产收益率 (%)	23.6	22.1	17.6	17.0	16.9
P/E (倍)	17.6	16.2	18.2	17.2	15.6
P/B (倍)	4.2	3.6	3.2	2.9	2.6

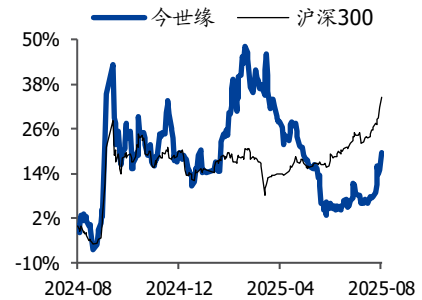
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 25 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	白酒 II
前次评级	买入
08 月 25 日收盘价 (元)	44.30
总市值 (百万元)	55,233.24
总股本 (百万股)	1,246.80
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	12.75

股价走势



作者

分析师	李梓语
执业证书编号:	S0680524120001
邮箱:	liziyu1@gszq.com
分析师	李依琳
执业证书编号:	S0680524080001
邮箱:	liyilin@gszq.com

相关研究

- 《今世缘 (603369.SH): 苏酒强者，尽享升级与份额》 2025-05-11
- 《今世缘 (603369.SH): 业绩稳健，韧劲十足》 2023-11-01
- 《今世缘 (603369.SH): 业绩略超预期，势能持续加码》 2023-07-30

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12914	13928	15223	16723	19726
现金	6457	6158	6906	8065	7703
应收票据及应收账款	49	35	50	53	89
其他应收款	47	30	40	42	51
预付账款	9	20	13	14	15
存货	4996	5569	6093	6427	9758
其他流动资产	1356	2117	2120	2122	2109
非流动资产	8717	10294	11525	12625	13056
长期投资	41	47	55	62	66
固定资产	1254	3217	5573	7337	8366
无形资产	409	452	537	580	583
其他非流动资产	7013	6577	5361	4646	4040
资产总计	21631	24222	26748	29348	32781
流动负债	8142	8374	9127	9857	11162
短期借款	900	1040	1387	1733	1683
应付票据及应付账款	1170	1882	1967	2074	2990
其他流动负债	6072	5452	5774	6050	6489
非流动负债	201	394	467	531	665
长期借款	0	190	254	317	452
其他非流动负债	201	204	213	213	213
负债合计	8344	8768	9594	10388	11827
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1255	1255	1255	1255	1255
资本公积	727	730	730	730	730
留存收益	11732	13897	15597	17403	19397
归属母公司股东权益	13287	15454	17154	18960	20954
负债和股东权益	21631	24222	26748	29348	32781

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2800	2867	3468	4139	2618
净利润	3136	3412	3027	3217	3551
折旧摊销	150	175	587	834	1028
财务费用	13	9	44	56	64
投资损失	-109	-	-	-19	-21
营运资金变动	-266	-593	-140	42	-2010
其他经营现金流	-123	-118	-32	8	6
投资活动现金流	-1198	-2259	-1759	-1924	-1443
资本支出	-2194	-1816	-1770	-1936	-1454
长期投资	860	-542	-1	0	-4
其他投资现金流	136	99	12	12	15
筹资活动现金流	-623	-926	-961	-1057	-1537
短期借款	300	140	347	347	-50
长期借款	0	190	63	63	135
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	9	3	0	0	0
其他筹资现金流	-932	-1259	-1371	-1467	-1621
现金净增加额	979	-318	748	1159	-362

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10098	11544	10914	11467	12500
营业成本	2187	2916	2896	3054	3318
营业税金及附加	1497	1685	1593	1668	1813
营业费用	2097	2140	2024	2069	2230
管理费用	428	464	439	455	490
研发费用	43	49	46	47	51
财务费用	-183	-133	-67	-68	-81
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	19	35	32	33	36
公允价值变动收益	17	53	0	0	0
投资净收益	109	19	18	19	21
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	4179	4553	4037	4295	4739
营业外收入	4	18	18	13	16
营业外支出	21	24	20	22	22
利润总额	4162	4547	4035	4287	4733
所得税	1026	1135	1007	1070	1182
净利润	3136	3412	3027	3217	3551
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3136	3412	3027	3217	3551
EBITDA	4019	4523	4555	5053	5679
EPS (元/股)	2.52	2.74	2.43	2.58	2.85

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	28.1	14.3	-5.5	5.1	9.0
营业利润(%)	25.1	9.0	-11.3	6.4	10.3
归属母公司净利润(%)	25.3	8.8	-11.3	6.3	10.4
获利能力					
毛利率(%)	78.3	74.7	73.5	73.4	73.5
净利率(%)	31.1	29.6	27.7	28.1	28.4
ROE(%)	23.6	22.1	17.6	17.0	16.9
ROIC(%)	20.6	19.6	15.8	15.1	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	38.6	36.2	35.9	35.4	36.1
净负债比率(%)	-41.8	-31.9	-30.7	-31.7	-26.6
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	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	212.0	276.9	257.2	223.6	177.2
应付账款周转率	2.6	3.1	2.6	2.6	2.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.52	2.74	2.43	2.58	2.85
每股经营现金流(最新摊薄)	2.25	2.30	2.78	3.32	2.10
每股净资产(最新摊薄)	10.66	12.39	13.76	15.21	16.81
估值比率					
P/E	17.6	16.2	18.2	17.2	15.6
P/B	4.2	3.6	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	13.8	11.5	11.0	9.7	8.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com