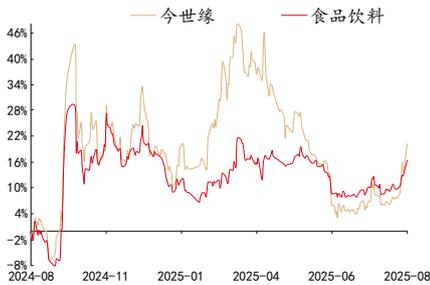




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	44.55
总股本/流通股本(亿股)	12.47 / 12.47
总市值/流通市值(亿元)	555 / 555
52周内最高/最低价	56.37 / 35.59
资产负债率(%)	36.2%
市盈率	16.28
第一大股东	今世缘集团有限公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 张子健
SAC 登记编号: S1340524050001
Email: zhangzijian@cnpsec.com

今世缘(603369)

业绩释放真实经营压力，最差时点已过

● 投资要点

公司发布 2025 年中报，实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 69.5/22.29/22.24 亿元，同比-4.84%/-9.46%/-9.08%。25H1 公司毛利率/归母净利率为 73.41%/32.06%，分别同比-0.38/-1.63pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 14.82%/3.03%/0.34%，分别同比+1.35/+0.21/+0.02pct。25H1 销售收现 67.00 亿元，同比+7.63%，经现净额 10.75 亿元，同比下降 13.75%。25H1 末合同负债（预收款）6.00 亿元，同比减少 0.28 亿元，增加 0.61 亿元（去年同口径环比减少 3.46 亿元）。25H1 毛利率略有下滑，预计主因产品结构承压；销售费用率提升，主因行业缩量竞争下公司促销费用有所增加。

公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 18.52/5.85/5.85 亿元，同比-29.69%/-37.06%/-36.47%。25Q2 公司毛利率/归母净利率为 72.81%/31.57%，分别同比-0.21/-3.69pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 19.02%/5.65%/0.69%，分别同比 6.79/1.71/0.21pct。单二季度销售费用率大幅提升，主因销售承压且促销费用提升。

分产品看，25H1 特 A+/特 A/A/B/C、D/其他类产品分别实现营收 43.11/22.32/2.32/0.77/0.27/0.03 亿元，分别同比-7.37%/0.74%/-10.04%/-6.34%/-39.38%/-9.85%。分地区看，25H1 省内/省外分别实现营收 62.54/6.28 亿元，分别同比-6.07%/4.78%；其中省内的淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区分别实现营收 12.26/17.53/7.28/11.16/7.53/6.77 亿元，分别同比-4.32%/-7.94%/-11.04%/-0.21%/-6.36%/-7.33%。

五月下旬以来消费环境发生了较大变化，价格带越高受影响越显著。我们预计二季度公司四开及以上产品（尤其是 V 系）受影响最大，对开、单开及淡雅系列受影响较小。省外市场受政策影响程度好于省内。公司省外战略聚焦于江苏周边核心市场（如安徽、山东、上海、浙江）。浙江无本土强势白酒品牌，公司将重点提升产品竞争力。上海、浙江市场民间消费占比较高，V 系产品表现较好。公司将坚持深耕已聚焦的重点市场。

● 盈利预测与投资评级

受到浪费条例执行中不断加码的影响，叠加去年同期基数较高，我们估计今年二季度大概率是公司同比表现最差的季度。展望下半年，官媒纠偏后政策影响将逐步减轻，公司在报表和动销端均进入低基数，业绩同比情况有望环比改善，我们预计公司业绩端最差时点已过。预计公司 2025-2027 年实现营收 106.88/112.76/125.43 亿元，同比增长-7.42%/5.50%/11.23%；实现归母净利润 30.10/32.09/36.76

亿元，同比增长-11.79%/6.63%/14.55%，对应EPS为2.41/2.57/2.95元，对应当前股价PE为18/17/15倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

食品安全风险；市场竞争加剧风险；需求复苏不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11544	10688	11276	12543
增长率(%)	14.32	-7.42	5.50	11.23
EBITDA（百万元）	4589.12	4357.22	4660.47	5317.49
归属母公司净利润（百万元）	3411.93	3009.64	3209.10	3676.02
增长率(%)	8.80	-11.79	6.63	14.55
EPS(元/股)	2.74	2.41	2.57	2.95
市盈率（P/E）	16.28	18.46	17.31	15.11
市净率（P/B）	3.59	3.17	2.82	2.50
EV/EBITDA	10.58	10.38	9.35	7.80

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	11544	10688	11276	12543	营业收入	14.3%	-7.4%	5.5%	11.2%
营业成本	2916	2739	2884	3140	营业利润	9.0%	-11.8%	6.6%	14.5%
税金及附加	1685	1582	1669	1856	归属于母公司净利润	8.8%	-11.8%	6.6%	14.5%
销售费用	2140	2041	2109	2258	获利能力				
管理费用	464	428	451	502	毛利率	74.7%	74.4%	74.4%	75.0%
研发费用	49	45	46	51	净利率	29.6%	28.2%	28.5%	29.3%
财务费用	-133	0	0	0	ROE	22.1%	17.2%	16.3%	16.5%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	67.0%	41.3%	44.5%	47.4%
营业利润	4553	4014	4280	4901	偿债能力				
营业外收入	18	8	8	8	资产负债率	36.2%	32.8%	31.2%	30.5%
营业外支出	24	20	20	20	流动比率	1.66	1.85	1.98	2.10
利润总额	4547	4002	4267	4888	营运能力				
所得税	1135	993	1058	1212	应收账款周转率	296.55	196.82	196.82	196.82
净利润	3412	3010	3209	3676	存货周转率	0.52	0.48	0.48	0.48
归母净利润	3412	3010	3209	3676	总资产周转率	0.48	0.41	0.39	0.39
每股收益(元)	2.74	2.41	2.57	2.95	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.74	2.41	2.57	2.95
货币资金	6158	7120	8791	10959	每股净资产	12.39	14.04	15.80	17.82
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	39	54	57	64	PE	16.28	18.46	17.31	15.11
预付款项	20	12	12	14	PB	3.59	3.17	2.82	2.50
存货	5569	5764	6069	6607	现金流量表				
流动资产合计	13928	15121	17106	19829	净利润	3412	2914	3114	3581
固定资产	3219	6843	7535	8188	折旧和摊销	175	355	393	429
在建工程	3394	500	500	500	营运资本变动	-593	625	123	265
无形资产	452	377	301	226	其他	-108	13	13	13
非流动资产合计	10294	10941	11550	12123	经营活动现金流净额	2886	3908	3643	4288
资产总计	24222	26062	28655	31951	资本开支	-1814	-1000	-1000	-1000
短期借款	1040	0	0	0	其他	-445	80	80	80
应付票据及应付账款	1882	1613	1698	1849	投资活动现金流净额	-2259	-920	-920	-920
其他流动负债	5452	6578	6928	7597	股权融资	3	0	0	0
流动负债合计	8374	8191	8626	9446	债务融资	330	-1074	-35	-36
其他	394	360	325	289	其他	-1259	-953	-1016	-1164
非流动负债合计	394	360	325	289	筹资活动现金流净额	-926	-2026	-1051	-1200
负债合计	8768	8551	8951	9735	现金及现金等价物净增加额	-299	961	1672	2168
股本	1255	1255	1255	1255					
资本公积金	730	730	730	730					
未分配利润	13469	15526	17719	20232					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	15454	17511	19704	22216					
负债和所有者权益总计	24222	26062	28655	31951					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
			预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048