

## 持续出清

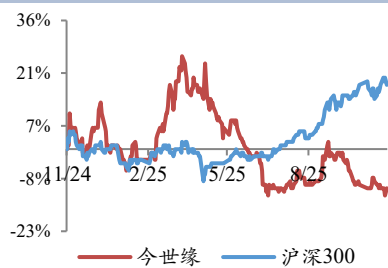
——今世缘 25Q3 点评

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-02

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 38.82       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 55.79/37.82 |
| 总股本（百万股）        | 1,247       |
| 流通股本（百万股）       | 1,247       |
| 流通股比例（%）        | 100.00      |
| 总市值（亿元）         | 484         |
| 流通市值（亿元）        | 484         |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：[dengxin@hazq.com](mailto:dengxin@hazq.com)

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

### 主要观点：

#### ➤ 公司发布 2025Q3 业绩：

- **25Q3：**营收 19.31 亿元（-26.78%），归母 3.20 亿元（-48.69%），扣非 3.21 亿元（-48.95%）。
- **25Q1-3：**营收 88.82 亿元（-10.66%），归母 25.49 亿元（-17.39%），扣非 25.45 亿元（-17.23%）。
- **25Q3 营收符合市场预期、利润略低于市场预期。**

#### ● 收入：大众价格带表现稳健、苏中势能持续

- 分品类：25Q3 公司特 A+/特 A 类营收各同比-38.0%/-1.1%，大众价格带表现较好。其中，我们预计四开及 V 系列受商务宴席需求走弱影响，动销承压，当前仍处于库存去化过程中；淡雅、柔雅、单开等大众价格带产品，表现相对突出，省内消费氛围持续向上，抢占消费者心智。
- 分区域：25Q3 公司省内/省外营收各同比-29.8%/-13.8%，省内营收占比白酒业务营收同比-1.6pct 至 90.6%，省外在招商铺货下，表现好于省内，同期省内/省外经销商各净-29/+42 家。拆分省内主要区域看，25Q3 苏中/淮安/盐城/苏南/南京/淮海营收各同比+1.1%/-31.6%/-32.5%/-35.3%/-36.9%/-43.9%，苏中在渠道下沉带动下表现相对突出，其他区域表现接近，与省内动销下滑幅度基本吻合。

#### ● 利润：产品结构拖累+费投力度加大

- 25Q3 公司毛利率同比-0.55pct 至 75.04%，我们预计主因产品结构拖累及货折提升所致。同期，公司销售/管理费率各同比+9.48/+0.87pct，销售费率大幅上升主因规模效应减弱+费投力度加大。综上，25Q3 公司归母净利率同比-7.09pct 至 16.59%，销售费率提升是主因。
- 25Q3 公司销售收现同比-33.29%，“营收+△合同负债”同比-27.54%，与营收表现基本匹配。25Q3 末公司合同负债 5.2 亿元，同比/环比各-0.24/-0.80 亿元，表现相对稳健，渠道合作意愿仍然较强。

#### ● 投资建议：维持“买入”

#### ➤ 我们的观点：

25Q3 公司持续出清，降低经营包袱，为后续健康发展奠定基础。中长期看，公司省内消费氛围持续培育，叠加渠道下沉持续推进，省内市占率仍有向上势能；省外招商稳步开展，经营天花板有望打开。

**盈利预测：**考虑到行业景气度恢复程度，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入 101.60/104.65/113.28 亿

元（原值 105.36/111.40/120.89 亿元），分别同比 -12.0%/+3.0%/+8.2%；实现归母净利润 27.64/28.39/31.15 亿元（原值 29.48/31.68/34.78 亿元），分别同比 -19.0%/+2.7%/+9.7%；当前股价对应 PE 分别为 18/17/16 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**

行业景气度恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入      | 11546 | 10160  | 10465 | 11328 |
| 收入同比（%）   | 14.3% | -12.0% | 3.0%  | 8.2%  |
| 归属母公司净利润  | 3412  | 2764   | 2839  | 3115  |
| 净利润同比（%）  | 8.8%  | -19.0% | 2.7%  | 9.7%  |
| 毛利率（%）    | 74.7% | 73.8%  | 73.8% | 74.2% |
| ROE（%）    | 22.1% | 15.2%  | 13.5% | 12.9% |
| 每股收益（元）   | 2.74  | 2.22   | 2.28  | 2.50  |
| P/E       | 16.53 | 17.51  | 17.05 | 15.54 |
| P/B       | 3.67  | 2.66   | 2.30  | 2.00  |
| EV/EBITDA | 11.46 | 10.57  | 9.55  | 7.69  |

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 10 月 31 日

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |        |        |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度            | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| <b>流动资产</b>    | 13928 | 15626 | 20101 | 23101 | <b>营业收入</b>     | 11546  | 10160  | 10465  | 11328  |
| 现金             | 6158  | 9359  | 12029 | 16158 | 营业成本            | 2916   | 2657   | 2741   | 2924   |
| 应收账款           | 35    | 39    | 37    | 45    | 营业税金及附加         | 1685   | 1473   | 1517   | 1643   |
| 其他应收款          | 30    | 37    | 32    | 43    | 销售费用            | 2140   | 2083   | 2145   | 2266   |
| 预付账款           | 20    | 18    | 18    | 20    | 管理费用            | 464    | 417    | 419    | 442    |
| 存货             | 5569  | 4060  | 5871  | 4723  | 财务费用            | -133   | -154   | -140   | -96    |
| 其他流动资产         | 2117  | 2113  | 2113  | 2113  | 资产减值损失          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>非流动资产</b>   | 10294 | 9991  | 9664  | 9317  | 公允价值变动收益        | 53     | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 47    | 47    | 47    | 47    | 投资净收益           | 19     | 20     | 21     | 23     |
| 固定资产           | 3217  | 3594  | 3810  | 3898  | <b>营业利润</b>     | 4553   | 3692   | 3792   | 4160   |
| 无形资产           | 452   | 452   | 452   | 452   | 营业外收入           | 18     | 6      | 6      | 6      |
| 其他非流动资产        | 6577  | 5898  | 5355  | 4920  | 营业外支出           | 24     | 14     | 14     | 14     |
| <b>资产总计</b>    | 24222 | 25617 | 29764 | 32419 | <b>利润总额</b>     | 4547   | 3684   | 3784   | 4151   |
| <b>流动负债</b>    | 8374  | 7004  | 8313  | 7852  | 所得税             | 1135   | 920    | 945    | 1036   |
| 短期借款           | 1040  | 1140  | 1230  | 1310  | <b>净利润</b>      | 3412   | 2764   | 2839   | 3115   |
| 应付账款           | 1058  | 678   | 1113  | 797   | 少数股东损益          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动负债         | 6276  | 5187  | 5970  | 5745  | <b>归属母公司净利润</b> | 3412   | 2764   | 2839   | 3115   |
| <b>非流动负债</b>   | 394   | 394   | 394   | 394   | EBITDA          | 4523   | 3821   | 3958   | 4387   |
| 长期借款           | 190   | 190   | 190   | 190   | EPS (元)         | 2.74   | 2.22   | 2.28   | 2.50   |
| 其他非流动负债        | 204   | 204   | 204   | 204   | <b>主要财务比率</b>   |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 8768  | 7399  | 8707  | 8246  | <b>会计年度</b>     | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 股本             | 1255  | 1255  | 1255  | 1255  | 营业收入            | 14.3%  | -12.0% | 3.0%   | 8.2%   |
| 资本公积           | 730   | 730   | 730   | 730   | 营业利润            | 9.0%   | -18.9% | 2.7%   | 9.7%   |
| 留存收益           | 13469 | 16233 | 19072 | 22187 | 归属于母公司净利        | 8.8%   | -19.0% | 2.7%   | 9.7%   |
| 归属母公司股东权       | 15454 | 18218 | 21057 | 24172 | <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 24222 | 25617 | 29764 | 32419 | 毛利率 (%)         | 74.7%  | 73.8%  | 73.8%  | 74.2%  |
| <b>现金流量表</b>   |       |       |       |       | 净利率 (%)         | 29.6%  | 27.2%  | 27.1%  | 27.5%  |
| 单位:百万元         |       |       |       |       | ROE (%)         | 22.1%  | 15.2%  | 13.5%  | 12.9%  |
| <b>会计年度</b>    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | ROIC (%)        | 19.6%  | 13.5%  | 12.1%  | 11.8%  |
| <b>经营活动现金流</b> | 2867  | 3089  | 2567  | 4034  | <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 净利润            | 3412  | 2764  | 2839  | 3115  | 资产负债率 (%)       | 36.2%  | 28.9%  | 29.3%  | 25.4%  |
| 折旧摊销           | 175   | 303   | 327   | 347   | 净负债比率 (%)       | 56.7%  | 40.6%  | 41.4%  | 34.1%  |
| 财务费用           | 9     | 0     | 0     | 0     | 流动比率            | 1.66   | 2.23   | 2.42   | 2.94   |
| 投资损失           | -19   | -20   | -21   | -23   | 速动比率            | 0.99   | 1.65   | 1.71   | 2.34   |
| 营运资金变动         | -593  | 34    | -586  | 587   | <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| 其他经营现金流        | 3887  | 2739  | 3433  | 2536  | 总资产周转率          | 0.50   | 0.41   | 0.38   | 0.36   |
| <b>投资活动现金流</b> | -2259 | 12    | 13    | 15    | 应收账款周转率         | 276.86 | 276.86 | 276.86 | 276.86 |
| 资本支出           | -1816 | -8    | -8    | -8    | 应付账款周转率         | 3.06   | 3.06   | 3.06   | 3.06   |
| 长期投资           | -542  | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 其他投资现金流        | 99    | 20    | 21    | 23    | 每股收益            | 2.74   | 2.22   | 2.28   | 2.50   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -926  | 100   | 90    | 80    | 每股经营现金流 (摊薄)    | 2.30   | 2.48   | 2.06   | 3.24   |
| 短期借款           | 140   | 100   | 90    | 80    | 每股净资产           | 12.32  | 14.61  | 16.89  | 19.39  |
| 长期借款           | 190   | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | P/E             | 16.53  | 17.51  | 17.05  | 15.54  |
| 资本公积增加         | 3     | 0     | 0     | 0     | P/B             | 3.67   | 2.66   | 2.30   | 2.00   |
| 其他筹资现金流        | -1259 | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA       | 11.46  | 10.57  | 9.55   | 7.69   |
| <b>现金净增加额</b>  | -318  | 3201  | 2670  | 4129  |                 |        |        |        |        |

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**联系人：**郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。