

今世缘 (603369.SH)

2025Q3 延续调整，净利润降幅环比扩大

优于大市

核心观点

第三季度延续调整，净利润降幅环比扩大。2025Q1-3 公司实现营业总收入 88.82 亿元/同比-10.66%，归母净利润 25.49 亿元/同比-17.39%；其中 2025Q3 营业总收入 19.31 亿元/同比-26.78%，归母净利润 3.20 亿元/同比-48.69%。

2025Q3 收入延续下滑趋势，预计百元价位产品、苏中区域表现较好。分产品看，2025Q3 特 A+类收入 11.23 亿元/同比-38.04%，预计大单品四开、对开受政策影响下滑较大；特 A 类收入 6.39 亿元/同比-1.12%，预计 100 元价位淡雅受益于需求韧性和渠道推力表现较好，或承担主要增长；其他产品收入 1.15 亿元/同比-37.66%。分渠道看，2025Q3 直销(含团购)渠道 0.96 亿元/小基数下同+65.21%，批发代理渠道 17.91 亿元/同比-30.27%。分区域看，2025Q3 省内收入 17.01 亿元/同比-29.79%，其中苏中同比+1.06%，预计主要系淡雅渠道下沉贡献；省外收入 1.8 亿元/同比-13.79%，受需求普降影响延续下滑趋势，但降幅环比 25Q2 收窄，预计后续公司将聚焦部分已形成氛围的市场点状维持投入。

2025Q3 净利率同比-7.08pcts，增加费用投入，市场份额为先。2025Q3 整体毛利率 75.04%/同比-0.55pcts，销售费用率同比+9.49pcts，预计公司加大宴席、红包等政策力度，同时给予渠道侧利润费用，毛销差降幅走阔。25Q3 税金及附加/管理费用率分别 20.77%/5.44%，同比+1.34/+0.88pcts。2025Q3 销售收现 20.44 亿元/同比-33.29%，经营性现金流净额-1.68 亿元/同比-117.12%，主因收现减少及生产/销售端常规支出所致。截至 2025Q3 末合同负债 5.20 亿元/环比-0.80 亿元/同比-0.24 亿元，需求压力下公司减慢打款和发货节奏；我们预计中秋国庆双节期间伴随宴席等需求增加，经营节奏有所加快。

投资建议：全年省内消费场景及需求复苏仍具有不确定性，公司整体销售仍有压力，去化渠道库存或是主线；我们预计大众价位产品淡雅、单开等表现好于四开等，同时也将继续保持积极的市场费用投入抢夺份额。**下调此前收入及净利润预测，** 预计 2025-2027 年公司收入 101.0/105.5/114.1 亿元，同比-12.5%/+4.4%/+8.1%（前值同比-8.1%/+4.5%/+8.3%）；预计归母净利润 27.4/28.0/31.1 亿元，同比-19.8%/+2.3%/+11.0%（前值同比-11.7%/+4.4%/+9.7%），当前股价对应 2025/2026 年 17.8/17.4 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	10,103	10,549	11,405
(+/-%)	28.0%	14.3%	-12.5%	4.4%	8.1%
净利润(百万元)	3136	3412	2737	2801	3109
(+/-%)	25.3%	8.8%	-19.8%	2.3%	11.0%
每股收益(元)	2.50	2.72	2.18	2.23	2.48
EBIT Margin	38.1%	37.2%	32.7%	33.2%	34.3%
净资产收益率 (ROE)	23.6%	22.1%	16.1%	15.2%	15.5%
市盈率 (PE)	15.5	14.3	17.8	17.4	15.7
EV/EBITDA	14.3	12.9	14.8	13.7	12.4
市净率 (PB)	3.66	3.15	2.87	2.64	2.43

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	
收盘价	38.13 元
总市值/流通市值	47540/47540 百万元
52 周最高价/最低价	57.36/37.82 元
近 3 个月日均成交额	409.81 百万元

市场走势

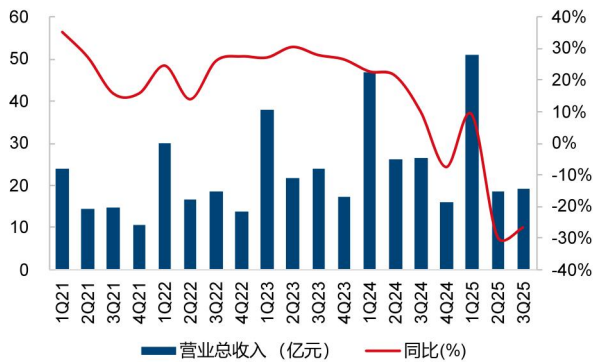


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

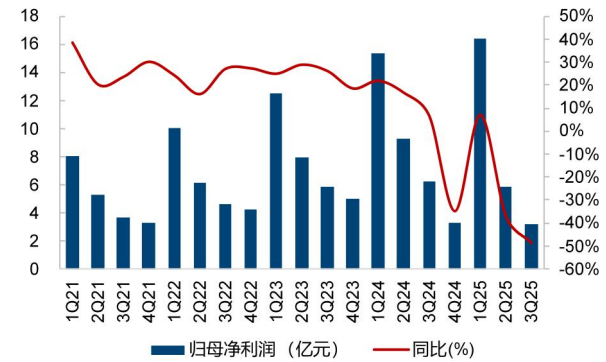
- 《今世缘 (603369.SH) -2025Q2 报表释放需求压力，主动降速为渠道纾压》——2025-08-26
- 《今世缘 (603369.SH) -2024 年省内市场份额提升，2025Q1 收现表现较好》——2025-04-30
- 《今世缘 (603369.SH) -第三季度收入增速环比下降，放缓节奏蓄势春节》——2024-11-01
- 《今世缘 (603369.SH) -2 万吨产能开酿赋能品质升级，千元价位推新完善产品布局》——2024-09-23
- 《今世缘 (603369.SH) -第二季度大众价位产品增速较快，利润率略有下降》——2024-08-18

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



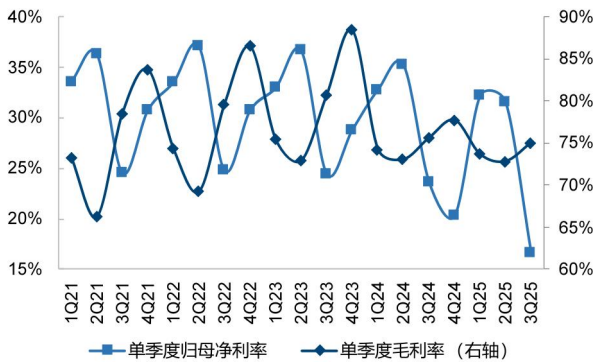
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



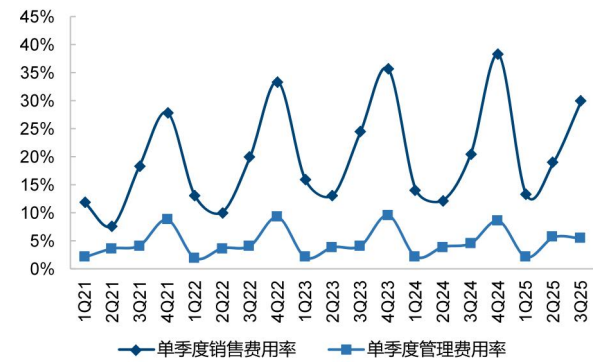
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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
营业总收入（百万元）	11,546	10,615	11,090	10,103	10,549	-4.8%	-4.9%
收入同比增速%	14.3%	-8.1%	4.5%	-12.5%	4.4%	-4.43pcts	-0.07pcts
毛利率%	74.7%	74.1%	74.4%	73.5%	73.6%	-0.61pcts	-0.81pcts
销售费用率%	74.7%	20.4%	19.9%	21.3%	21.0%	0.9pcts	1.1pcts
管理费用率%	4.0%	4.1%	4.0%	4.2%	4.0%	0.13pcts	0pcts
归母净利润（百万元）	3,412	3,011	3,144	2,737	2,801	-9.1%	-10.9%
归母净利润同比增速%	8.8%	-11.7%	4.4%	-19.8%	2.3%	-8.02pcts	-2.11pcts
净利率%	29.6%	28.4%	28.4%	27.1%	26.5%	-1.27pcts	-1.8pcts
EPS（元）	2.72	2.40	2.51	2.18	2.23	-9.1%	-10.9%

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） 2025/11/3	总市值（亿元） 2025/11/3	归母净利润（亿元）		PE	
					2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,435	17,970	862.3	921.2	20.8	19.5
000858.SZ	五粮液	优于大市	119	4,618	318.5	283.7	14.5	16.3
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	135	1,988	134.7	122.1	14.8	16.3
600809.SH	山西汾酒	优于大市	193	2,356	122.4	122.5	19.2	19.2
002304.SZ	洋河股份	中性	71	1,068	66.7	42.2	16.0	25.3
000799.SZ	酒鬼酒	中性	63	206	0.1	0.5	1650.5	421.8

600702.SH	舍得酒业	优于大市	62	207	3.5	5.6	59.8	37.0
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	159	842	55.2	49.9	15.3	16.9
603369.SH	今世缘	优于大市	39	484	34.1	27.4	14.3	17.8
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	43	344	25.9	21.3	13.3	16.1
603589.SH	口子窖	中性	32	194	16.6	10.8	11.7	18.0
603919.SH	金徽酒	优于大市	20	102	3.9	3.8	26.4	27.1

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	6567	8133	10120	营业收入	10100	11546	10103	10549	11405
应收款项	77	65	77	73	77	营业成本	2187	2916	2677	2787	2997
存货净额	4996	5569	4950	5082	5374	营业税金及附加	1497	1685	1495	1593	1722
其他流动资产	87	43	37	39	42	销售费用	2097	2140	2152	2215	2281
流动资产合计	12914	13928	13726	15421	17708	管理费用	441	479	445	440	474
固定资产	4964	6612	6403	6204	5978	研发费用	43	49	50	32	34
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	23792	25270	27313	其他收入	(9)	22	(13)	21	19
短期借款及交易性金融负债	900	1040	160	0	0	营业利润	4179	4553	3667	3740	4157
应付款项	1170	1882	1391	1435	1611	营业外净收支	(17)	(6)	(17)	(6)	(11)
其他流动负债	6072	5451	4888	4998	5310	利润总额	4162	4547	3650	3734	4146
流动负债合计	8142	8374	6439	6433	6921	所得税费用	1026	1135	912	934	1036
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	2737	2801	3109
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	6833	6827	7315	净利润	3136	3412	2737	2801	3109
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	16959	18444	19998	折旧摊销	144	162	441	565	600
负债和股东权益总计	21631	24222	23792	25270	27313	公允价值变动损失	(17)	(53)	(53)	(53)	(53)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(183)	(133)	(183)	(133)	(136)
每股收益	2.50	2.72	2.18	2.23	2.48	营运资本变动	(342)	(303)	(444)	25	189
每股红利	0.74	0.99	0.98	1.05	1.24	其它	0	0	0	0	0
每股净资产	10.59	12.32	13.52	14.70	15.94	经营活动现金流	2921	3218	2681	3337	3845
ROIC	27.33%	24.24%	18%	18%	20%	资本开支	0	(1848)	(161)	(295)	(303)
ROE	23.60%	22.08%	16%	15%	16%	其它投资现金流	959	(797)	0	0	0
毛利率	78%	75%	74%	74%	74%	投资活动现金流	947	(2652)	(161)	(295)	(303)
EBIT Margin	38%	37%	33%	33%	34%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	39%	37%	39%	40%	负债净变化	0	190	0	0	0
收入增长	28%	14%	-12%	4%	8%	支付股利、利息	(923)	(1247)	(1232)	(1316)	(1555)
净利润增长率	25%	9%	-20%	2%	11%	其它融资现金流	(946)	1248	(880)	(160)	0
资产负债率	39%	36%	29%	27%	27%	融资活动现金流	(2792)	(866)	(2112)	(1477)	(1555)
股息率	1.9%	2.6%	2.5%	2.7%	3.2%	现金净变动	1076	(299)	409	1566	1988
P/E	15.5	14.3	17.8	17.4	15.7	货币资金的期初余额	5381	6457	6158	6567	8133
P/B	3.7	3.1	2.9	2.6	2.4	货币资金的期末余额	6457	6158	6567	8133	10120
EV/EBITDA	14.3	12.9	14.8	13.7	12.4	企业自由现金流	0	1232	2313	2920	3422
						权益自由现金流	0	2670	1501	2860	3551

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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所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