

基础单品发力，状态有望趋稳

今世缘更新

核心观点

- **外部需求有望环比改善，业绩底可期。**我们认为，伴随居民、企业杠杆持续去化以及白酒消费者结构持续转化，白酒需求底逐步可探；考虑到大类资产价格及信用环境等因素，我们认为白酒在 2026 上半年有望实现供需的相对均衡，白酒产业有望在 2026 年达到业绩底。
- **公司基础单品发力、竞争优势凸显。**公司在调整期间仍保持相对优势，产品层面，雅系、开系承接消费需求，表现好于大盘，区域层面，省外好于省内，省内调整幅度相对有限，竞争优势持续凸显。
- **看好份额主线下的今世缘。**展望后续，我们认为白酒商品属性变化不可逆，快消属性增强是趋势，产业需求侧企稳后，白酒有望演变为类债资产，个股成长逻辑更多依赖份额抬升驱动，份额逻辑下，今世缘有望凭借省内渠道、产品优势实现省内高占有，增长确定性有望恢复。

盈利预测与投资建议

- 维持“买入”评级，下修目标价至 48.79 元（前值 51.85 元）；考虑到公司 2025 年度公司核心单品阶段性承压，并考虑到 2026 年外部需求或仍处于底部，下修 2025-26 年盈利预测，并增加 2027 年盈利预测，预计 2025-27 年 EPS 分别为 2.29 元、2.32 元、2.77 元（2025-26 年前值 EPS 分别为 3.70 元、4.40 元）。参考可比公司，考虑到估值切换，按 2026 年 EPS 给予 21X 动态 PE，下修目标价至 48.79 元。
- **风险提示**
食品安全、产业政策调整等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,098	11,544	10,289	10,301	11,584
同比增长(%)	28.1%	14.3%	-10.9%	0.1%	12.5%
营业利润(百万元)	4,179	4,553	3,822	3,869	4,610
同比增长(%)	25.1%	9.0%	-16.1%	1.2%	19.1%
归属母公司净利润(百万元)	3,136	3,412	2,859	2,897	3,453
同比增长(%)	25.3%	8.8%	-16.2%	1.3%	19.2%
每股收益（元）	2.52	2.74	2.29	2.32	2.77
毛利率(%)	78.3%	74.7%	75.0%	75.4%	76.7%
净利率(%)	31.1%	29.6%	27.8%	28.1%	29.8%
净资产收益率(%)	25.8%	23.7%	17.5%	16.0%	17.3%
市盈率	15.2	14.0	16.7	16.5	13.8
市净率	3.6	3.1	2.8	2.5	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025 年 11 月 18 日）	38.32 元
目标价格	48.79 元
52 周最高价/最低价	55.79/37.7 元
总股本/流通 A 股（万股）	124,680/124,680
A 股市值（百万元）	47,777
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 11 月 18 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.59	-3.18	-4.91	-13.03
相对表现%	0.22	-4.38	-12.67	-28.67
沪深 300%	-1.81	1.2	7.76	15.64



证券分析师

李耀 执业证书编号：S0860525100001
liyao@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

24H1 业绩维持高增，合同负债降低	2024-08-19
步伐稳健兼顾速度，持续深化竞争优势	2024-07-05
特 A 延续强势增长，锚定十四五营收目标	2024-04-30
不动摇	

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2025/11/17	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
洋河股份	002304	68.46	4.43	2.61	2.90	3.21	15	26	24	21
古井贡酒	000596	161.00	10.44	9.05	9.65	10.79	15	18	17	15
金徽酒	603919	20.91	0.77	0.74	0.81	0.91	27	28	26	23
老白干酒	600559	16.92	0.86	0.72	0.78	0.87	20	23	22	19
山西汾酒	600809	198.99	10.04	10.03	10.65	11.61	20	20	19	17
	调整后平均						18	23	21	19

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,457	6,158	8,743	10,873	13,482
应收票据、账款及款项融资	60	39	31	31	35
预付账款	9	20	18	18	20
存货	4,996	5,569	4,918	4,837	5,165
其他	1,392	2,143	2,245	2,355	2,473
流动资产合计	12,914	13,928	15,954	18,113	21,176
长期股权投资	41	47	0	0	0
固定资产	1,254	3,217	2,988	2,758	2,528
在建工程	3,711	3,394	2,208	1,439	942
无形资产	409	452	1,654	2,406	2,867
其他	3,302	3,182	5,161	7,161	8,704
非流动资产合计	8,717	10,294	12,011	13,764	15,042
资产总计	21,631	24,222	27,965	31,878	36,218
短期借款	900	1,040	1,092	1,147	1,204
应付票据及应付账款	1,170	1,882	1,663	1,635	1,746
其他	6,072	5,452	5,471	5,676	6,065
流动负债合计	8,142	8,374	8,226	8,457	9,015
长期借款	0	190	2,301	4,338	5,938
应付债券	0	0	0	0	0
其他	201	204	203	203	203
非流动负债合计	201	394	2,503	4,542	6,141
负债合计	8,344	8,768	10,729	12,999	15,156
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1,255	1,255	1,247	1,247	1,247
资本公积	294	297	738	738	738
留存收益	11,732	13,897	15,251	16,894	19,077
其他	6	5	0	0	0
股东权益合计	13,287	15,454	17,236	18,879	21,062
负债和股东权益总计	21,631	24,222	27,965	31,878	36,218

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,136	3,412	2,859	2,897	3,453
折旧摊销	144	166	267	302	326
财务费用	(183)	(133)	(23)	22	58
投资损失	(109)	(19)	(19)	(19)	(19)
营运资金变动	(215)	(443)	463	258	163
其它	28	(116)	(4)	(21)	(5)
经营活动现金流	2,800	2,867	3,543	3,439	3,977
资本支出	(2,178)	(1,828)	(2,113)	(2,044)	(1,610)
长期投资	(13)	(62)	104	0	0
其他	993	(368)	(63)	(81)	(86)
投资活动现金流	(1,198)	(2,259)	(2,072)	(2,125)	(1,696)
债权融资	(0)	191	2,110	2,038	1,600
股权融资	9	3	433	0	0
其他	(632)	(1,120)	(1,430)	(1,221)	(1,271)
筹资活动现金流	(623)	(926)	1,114	816	329
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	979	(318)	2,585	2,130	2,609

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,098	11,544	10,289	10,301	11,584
营业成本	2,187	2,916	2,575	2,533	2,704
销售费用	2,097	2,140	2,006	1,957	2,062
管理费用	428	464	436	436	472
研发费用	43	49	43	44	49
财务费用	(183)	(133)	(23)	22	58
资产、信用减值损失	(2)	(22)	0	0	0
公允价值变动收益	17	53	21	10	10
投资净收益	109	19	19	19	19
其他	(1,476)	(1,649)	(1,470)	(1,470)	(1,658)
营业利润	4,179	4,553	3,822	3,869	4,610
营业外收入	4	18	11	14	15
营业外支出	21	24	22	23	23
利润总额	4,162	4,547	3,811	3,860	4,602
所得税	1,026	1,135	951	964	1,149
净利润	3,136	3,412	2,859	2,897	3,453
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	3,136	3,412	2,859	2,897	3,453
每股收益（元）	2.52	2.74	2.29	2.32	2.77

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	28.1%	14.3%	-10.9%	0.1%	12.5%
营业利润	25.1%	9.0%	-16.1%	1.2%	19.1%
归属于母公司净利润	25.3%	8.8%	-16.2%	1.3%	19.2%
获利能力					
毛利率	78.3%	74.7%	75.0%	75.4%	76.7%
净利率	31.1%	29.6%	27.8%	28.1%	29.8%
ROE	25.8%	23.7%	17.5%	16.0%	17.3%
ROIC	23.3%	21.5%	15.3%	13.0%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	38.6%	36.2%	38.4%	40.8%	41.8%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.59	1.66	1.94	2.14	2.35
速动比率	0.97	1.00	1.34	1.57	1.78
营运能力					
应收账款周转率	212.0	276.9	312.1	331.4	350.6
存货周转率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
每股指标（元）					
每股收益	2.52	2.74	2.29	2.32	2.77
每股经营现金流	2.23	2.29	2.84	2.76	3.19
每股净资产	10.66	12.39	13.82	15.14	16.89
估值比率					
市盈率	15.2	14.0	16.7	16.5	13.8
市净率	3.6	3.1	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	9.7	8.8	9.9	9.6	8.1
EV/EBIT	10.1	9.1	10.6	10.3	8.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。