

食品饮料

2026年04月30日

今世缘 (603369)

—— 25年释放压力，26Q1经营表现超预期

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2026年04月29日

收盘价(元)	27.78
一年内最高/最低(元)	49.19/25.34
市净率	1.9
股息率%(分红/股价)	4.32
流通A股市值(百万元)	34,636
上证指数/深证成指	4,107.51/15,120.92

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2026年03月31日

每股净资产(元)	14.39
资产负债率%	34.74
总股本/流通A股(百万)	1,247/1,247
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

王子昂 A0230525040003
wangza@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司披露2025年报及2026年一季报，根据公司公告，25年公司实现营业收入101.8亿，同比下降11.8%，归母净利润26.0亿，同比下降23.7%。我们在业绩前瞻中预测公司25年收入与业绩分别同比下降13.3%/19.1%，基本符合预期，26Q1公司实现营业收入43.2亿，同比下降15.2%，归母净利润13.9亿，同比下降15.8%。我们在一季报前瞻中预测公司26Q1收入与业绩分别同比下降18%/25%，业绩表现超预期。合并25Q4+26Q1，公司实现营业收入56.2亿，同比下降16.1%，归母净利润14.4亿，同比下降26.9%。公司25年度分红方案为拟每10股派发现金股利12元(含税)，如方案通过25年累计现金分红总额15.0亿元，分红率达57.5%。公司2026年主要发展目标是：争取实现市场份额进一步增长，利润增幅高于行业平均。
- **投资评级与估值：**综合考虑白酒行业深度调整和公司经营情况，下调26-27年盈利预测，新增28年盈利预测，预计2026-2028年归母净利润分别为27、31、36亿(26、27前次分别为29、32亿)，同比变化5%、12%、18%，当前股价对应的PE分别为13x、11x、10x，与可比公司比较估值仍处于合理区间，维持买入评级。我们认为，经过25年与26Q1的调整，公司经营压力得到释放，且韧性较强。公司省内市场基本盘扎实，省外扩张仍有空间，未来随着外部需求环境恢复，公司将重回增长通道。
- 2025年白酒收入100亿，同比下降12.8%。分产品看，特A+类营收62.3亿，同比下降16.9%；特A类营收32.7亿，同比下降2.3%。拆量价看，特A+类销量1.47万吨，同比下降17.6%，吨价同比增长0.9%；特A类销量约2.35万吨，同比下降6.7%，吨价同比增长4.7%。分区域看，25年省内营收92.5亿，同比下降12.3%，其中，淮安/南京/苏南/苏中/盐城/苏北大区营收分别为18.9/22.1/11.4/19.1/10.7/8.7亿，分别同比下降15.4%/16%/20.3%/1%/15.7%/18.3%。25年省外营收9.3亿，同比增长0.3%，占比9%，同比提升1.1个百分点。
26Q1白酒收入42.7亿，同比增长3.2%。分产品看，26Q1特A+类产品营收24.5亿，同比下降22.8%；特A类产品营收16.2亿，同比下降1.6%。分区域看，26Q1省内营收38.3亿，同比下降17.6%，其中，淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区营收分别为8.2/10.1/3.7/6.7/5.5/4.2亿，分别同比下降11.3%/24.0%/28.8%/6.1%/4.8%/29.4%。26Q1省外营收4.4亿，同比增长0.84%，占比10.3%，同比提升1.7pct。
- 2025年归母净利率25.6%，同比下降4.0pct，净利率下降主因销售费用率提升。2025年毛利率74.3%，同比下降0.5pct；营业税金税率15.6%，同比提升1.0pct；销售费用率23.1%，同比提升4.6pct，主因市场竞争加剧公司费用投放增加；管理费用(含研发费用)率4.7%，同比提升0.3pct。
26Q1净利率32.0%，同比下降0.2pct。26Q1毛利率74.4%，同比提升0.8pct；税率15.7%，同比下降0.7pct；销售费用率14.8%，同比提升1.5pct；管理费用(含研发费用)率2.4%，同比提升0.07pct。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	10,182	4,323	10,192	11,260	12,949
同比增长率(%)	-11.8	-15.2	0.1	10.5	15.0
归母净利润(百万元)	2,604	1,385	2,720	3,055	3,597
同比增长率(%)	-23.7	-15.8	4.5	12.3	17.7
每股收益(元/股)	2.09	1.11	2.18	2.45	2.88
毛利率(%)	74.2	74.4	75.0	75.7	76.6
ROE(%)	15.7	7.7	15.3	15.8	17.1
市盈率	13		13	11	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- 2025 年经营性现金流净额 15.1 亿, 同比下降 47.4%。销售商品提供劳务收到的现金 113.8 亿, 同比下降 7.3%, 现金流表现好于收入表现。25 年末合同负债 17.1 亿, 环比增加 11.9 亿, 24 年末合同负债为 15.9 亿元, 环比增加 10.5 亿。
- 26Q1 经营性现金流净额 21.1 亿, 同比增长 48.1%。26Q1 销售商品提供劳务收到的现金 47.9 亿, 同比增长 2.4%, 快于收入增速。26Q1 末合同负债 15.6 亿, 环比下降 1.5 亿元, 25Q1 末合同负债为 5.4 亿, 环比下降 10.5 亿。
- **核心假设风险:** 经济下行影响白酒需求; 食品安全事件。

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	11,546	10,182	10,192	11,260	12,949
其中：营业收入	11,544	10,181	10,190	11,258	12,948
减：营业成本	2,916	2,622	2,543	2,740	3,033
减：税金及附加	1,685	1,591	1,559	1,723	1,981
主营业务利润	6,943	5,968	6,088	6,795	7,934
减：销售费用	2,140	2,353	2,140	2,365	2,719
减：管理费用	464	429	408	450	518
减：研发费用	49	50	50	56	65
减：财务费用	-133	-83	-70	-82	-100
经营性利润	4,423	3,219	3,560	4,006	4,732
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	22	1	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	0
加：投资收益及其他	108	243	58	58	58
营业利润	4,553	3,463	3,618	4,065	4,790
加：营业外净收入	-6	-3	-3	-3	-3
利润总额	4,547	3,460	3,615	4,062	4,787
减：所得税	1,135	856	895	1,008	1,190
净利润	3,412	2,604	2,720	3,055	3,597
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3,412	2,604	2,720	3,055	3,597

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。