603369.SH

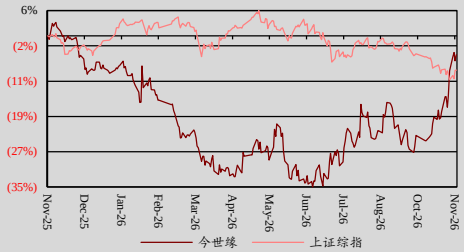
买入

原评级：买入
市场价格:人民币 34.96
板块评级:强于大市

本报告要点

- **今世缘三季报业绩点评：公司 3 季度业绩延续向好趋势，在去年同期低基数下，Q3 延续二季度改善趋势，实现业绩双位数增长。当前白酒板块仍处于磨底阶段，公司经营韧性优于行业，我们维持买入评级。**

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(0.3)	24.5	27.4	(8.4)
相对上证综指	8.0	28.4	32.2	(1.4)

发行股数 (百万)	1,246.80
流通股 (百万)	1,246.80
总市值 (人民币 百万)	43,588.13
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	411.81
主要股东（%）	
今世缘集团有限公司	46

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 11 月 5 日收市价为标准

相关研究报告

《今世缘》20260902
《今世缘》20241104
《今世缘》20240819

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：白酒 II

证券分析师：邓天娇
(8610)66229391
tianjiao.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

证券分析师：李育文
yuwen.li@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300526030002

今世缘

3 季度公司业绩优于行业，经营表现具有韧性

今世缘公告 2026 年三季报业绩。1-3Q26 公司营收、归母净利分别为 86.7、25.0 亿元，同比分别-2.4%、-1.8%，其中 3Q26 公司营收 22.3 亿元，同比+15.5%，归母净利 4.2 亿元，同比+31.6%。截至 3 季度末，公司合同负债 8.3 亿元，环比 2 季度末减少 0.1 亿元，去年同期减少 0.8 亿元。在去年同期低基数下，Q3 延续二季度改善趋势，实现业绩双位数增长。当前白酒板块仍处于磨底阶段，公司经营韧性优于行业，我们维持买入评级。

支撑评级的要点

- **3 季度业绩表现优于行业，彰显经营韧性。**3Q26 公司营收 22.3 亿元，同比+15.5%，在去年同期低基数背景下，实现双位数增长，整体表现优于行业。（1）分产品来看，公司 300 元以上、100-300 元、100 元以内价格带产品，3Q26 营收同比增速分别为+11.3%、+24.3%、+16.7%，营收占比分别为 57.4%、36.5%、6.1%，同比-2.44pct、+2.41pct、+0.03pct，产品结构延续上半年趋势，向大众价格带集中，我们认为三季度禁酒令及外部消费环境变化影响持续，高端消费场景收缩下价格带较高的 V 系列等产品恢复节奏偏慢，百元价格带淡雅放量明显。（2）分不同区域来看，3Q26 省内营收 19.51 亿元，同比+14.7%；省外营收 2.28 亿元，同比+29.4%，营收占比 10.5%，同比+1.1pct。省内市场，整体保持平稳增长，基本盘南京、淮安大区表现稳健，苏中大区、盐城大区营收增速环比进一步扩大。随着今世缘的品牌力及产品力持续提升以及公司对于省外市场的持续培育，省外市场延续较快增长。（3）截至 3 季度末，公司经销商合计 1484 家，环比 2 季度末净增 19 家，其中省内、省外分别环比 2 季度末增加 1 家、18 家，整体招商节奏有所放缓，省外招商持续推进。
- **产品结构变动对毛利率拖累有限，毛利率上行叠加费用优化，盈利持续改善。**（1）3Q26 公司毛利率为 76.9%，同比提升 1.8pct。尽管高价位产品营收占比有所下移，但对毛利率拖累有限；依托低价位产品更低的费销率以及精细化成本管控，对冲产品结构变动影响，整体盈利保持稳健。（2）费用率方面来看，3Q26 公司期间费用率同比降 2.7pct，其中销售费用率、管理费用率同比分别降 2.9pct、0.5pct。我们认为，三季度省内竞争仍延续理性化趋势，价格战减少与招商节奏放缓推动公司销售费用下降。3Q26 公司财务费用同比+0.5pct。（3）3Q26 公司销售收现 22.2 亿元，同比+8.8%，截至 3 季度末，合同负债 8.3 亿元，环比 2 季度末减少 0.1 亿元，去年同期减少 0.8 亿元。综上，3Q26 公司归母净利率同比提升 2.3pct 至 18.9%。

估值

- 当前白酒行业仍处于磨底阶段，三季度板块营业收入及归母净利润同比降幅环比均有所收窄，公司业绩表现优于行业整体，率先走出调整期。作为苏酒龙头企业之一，百元价格带核心单品持续放量，省内市场表现稳健，省外市场拓展持续推进。我们维持此前盈利预测，预计 2026 至 2028 年公司营收分别为 102.1 亿元、106.7 亿元、114.1 亿元，同比增速分别为+0.3%、+4.5%、+6.9%，归母净利分别为 25.8 亿元、28.0 亿元、29.8 亿元，同比增速分别为-0.8%、+8.3%、+6.5%。当前市值对应 PE 分别为 13.7X、12.6X、11.9X。当前白酒板块仍处于磨底阶段，公司经营韧性优于行业，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 宏观经济下行风险，需求端复苏较慢。省内受竞品挤压，行业竞争加剧。省外开拓不及预期。渠道库存超预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	11,544	10,181	10,207	10,665	11,405
增长率(%)	14.3	(11.8)	0.3	4.5	6.9
EBITDA(人民币 百万)	4,487	3,380	3,628	3,956	4,248
归母净利润(人民币 百万)	3,412	2,604	2,582	2,797	2,978
增长率(%)	8.8	(23.7)	(0.8)	8.3	6.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.74	2.09	2.07	2.24	2.39
市盈率(倍)	12.8	16.7	13.7	12.6	11.9
市净率(倍)	2.8	2.6	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA(倍)	10.6	10.7	7.4	6.3	5.3
每股股息 (人民币)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
股息率(%)	2.7	3.5	4.2	4.6	4.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2026 年三季报业绩概览

（人民币，百万元）	3Q25	3Q26	同比（%）	1-3Q25	1-3Q26	同比（%）
营业收入	1,930	2,230	15.5	8,881	8,666	(2.4)
营业成本	482	516	7.1	2,330	2,180	(6.4)
毛利率(%)	**75.0**	**76.9**	**1.8**	**73.8**	**74.8**	**1.1**
毛利	1,448	1,714	18.3	6,551	6,486	(1.0)
税金及附加	401	435	8.4	1,424	1,335	(6.2)
销售费用	580	605	4.3	1,610	1,538	(4.5)
管理费用	105	111	5.3	316	295	(6.6)
研发费用	8	13	56.4	32	40	23.0
财务费用	(17)	(8)	(51.7)	(68)	(22)	(67.5)
资产减值损失	0	0	-	0	0	-
公允价值变动收益	22	(1)	(104.0)	91	15	(84.1)
投资收益	21	7	(66.2)	40	28	(28.9)
营业利润	416	568	36.6	3,378	3,357	(0.6)
营业利润率(%)	**21.6**	**25.5**	**3.9**	**38.0**	**38.7**	**0.7**
营业外收入	2	2	44.1	5	5	15.7
营业外支出	4	11	178.1	8	43	472.9
利润总额	414	560	35.3	3,375	3,320	(1.6)
所得税	94	138	48.1	826	816	(1.2)
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	**24**	**25**	**1.0**	**25**	**25**	**(0.2)**
少数股东权益	0	0	-	0	0	-
归属于母公司净利润	320	422	31.6	2,549	2,503	(1.8)
归母净利率(%)	**16.6**	**18.9**	**2.3**	**28.7**	**28.9**	**0.2**
EPS（元/股）	0.26	0.34	31.6	2.04	2.01	(1.8)

资料来源：同花顺，中银证券

注：表内毛利率、营业利润率、所得税率、归母净利率指标的同比单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	11,546	10,182	10,208	10,666	11,407
营业收入	11,544	10,181	10,207	10,665	11,405
营业成本	2,916	2,622	2,641	2,751	2,943
营业税金及附加	1,685	1,591	1,595	1,632	1,711
销售费用	2,140	2,353	2,246	2,293	2,509
管理费用	464	429	429	448	490
研发费用	49	50	43	45	48
财务费用	(133)	(83)	0	0	0
其他收益	35	15	15	20	20
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	22	1	(1)	(2)	(1)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	53	170	0	0	0
投资收益	19	56	100	100	100
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,553	3,463	3,442	3,716	3,955
营业外收入	18	7	4	4	4
营业外支出	24	10	15	15	15
利润总额	4,547	3,460	3,431	3,705	3,944
所得税	1,135	856	849	908	966
净利润	3,412	2,604	2,582	2,797	2,978
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	3,412	2,604	2,582	2,797	2,978
EBITDA	4,487	3,380	3,628	3,956	4,248
EPS(最新股本摊薄，元)	2.74	2.09	2.07	2.24	2.39

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	**13,928**	**13,781**	**13,883**	**15,845**	**16,622**
货币资金	6,158	5,365	6,635	8,745	10,835
应收账款	35	65	32	66	32
应收票据	0	26	0	27	2
存货	5,569	6,983	5,927	5,688	4,449
预付账款	20	30	20	23	18
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,147	1,312	1,270	1,296	1,286
非流动资产	**10,294**	**12,118**	**12,451**	**12,368**	**12,262**
长期投资	2,379	2,583	2,583	2,583	2,583
固定资产	3,217	6,409	7,237	7,512	7,501
无形资产	452	437	482	530	578
其他长期资产	4,245	2,689	2,150	1,742	1,600
资产合计	**24,222**	**25,899**	**26,333**	**28,213**	**28,883**
流动负债	**8,374**	**8,422**	**8,326**	**8,945**	**8,384**
短期借款	1,040	950	1,677	1,870	1,771
应付账款	1,058	1,101	923	758	844
其他流动负债	6,276	6,371	5,726	6,317	5,768
非流动负债	**394**	**914**	**347**	**417**	**382**
长期借款	190	427	0	0	0
其他长期负债	204	487	347	417	382
负债合计	**8,768**	**9,336**	**8,673**	**9,362**	**8,766**
股本	1,255	1,247	1,247	1,247	1,247
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	15,454	16,563	17,661	18,851	20,117
负债和股东权益合计	**24,222**	**25,899**	**26,333**	**28,213**	**28,883**

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,412	2,604	2,582	2,797	2,978
折旧摊销	175	243	376	462	544
营运资金变动	(425)	(1,434)	345	574	851
其他	(296)	95	(267)	(153)	(254)
经营活动现金流	**2,867**	**1,508**	**3,036**	**3,680**	**4,119**
资本支出	(1,817)	(1,832)	(755)	(355)	(450)
投资变动	(587)	881	0	0	0
其他	145	84	100	100	100
投资活动现金流	**(2,259)**	**(866)**	**(655)**	**(255)**	**(350)**
银行借款	330	147	300	193	(99)
股权融资	(1,390)	(1,597)	(1,484)	(1,607)	(1,711)
其他	133	86	73	100	131
筹资活动现金流	**(926)**	**(1,364)**	**(1,111)**	**(1,314)**	**(1,679)**
净现金流	**(318)**	**(723)**	**1,270**	**2,111**	**2,090**

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	14.3	(11.8)	0.3	4.5	6.9
营业利润增长率(%)	9.0	(23.9)	(0.6)	8.0	6.4
归属于母公司净利润增长率(%)	8.8	(23.7)	(0.8)	8.3	6.5
息税前利润增长率(%)	12.1	(27.2)	3.7	7.4	6.0
息税折旧前利润增长率(%)	12.3	(24.7)	7.4	9.0	7.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	8.8	(23.7)	(0.8)	8.3	6.5
获利能力					
息税前利润率(%)	37.3	30.8	31.9	32.8	32.5
营业利润率(%)	39.4	34.0	33.7	34.8	34.7
毛利率(%)	74.7	74.2	74.1	74.2	74.2
归母净利润率(%)	29.6	25.6	25.3	26.2	26.1
ROE(%)	22.1	15.7	14.6	14.8	14.8
ROIC(%)	20.3	12.2	13.2	14.4	16.6
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.5)
流动比率	1.7	1.6	1.7	1.8	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	276.9	204.3	211.8	218.2	232.3
应付账款周转率	12.1	9.4	10.1	12.7	14.2
费用率					
销售费用率(%)	18.5	23.1	22.0	21.5	22.0
管理费用率(%)	4.0	4.2	4.2	4.2	4.3
研发费用率(%)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
财务费用率(%)	(1.2)	(0.8)	(0.7)	(0.9)	(1.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.7	2.1	2.1	2.2	2.4
每股经营现金流(最新摊薄)	2.3	1.2	2.4	3.0	3.3
每股净资产(最新摊薄)	12.4	13.3	14.2	15.1	16.1
每股股息	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	12.8	16.7	13.7	12.6	11.9
P/B(最新摊薄)	2.8	2.6	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	10.6	10.7	7.4	6.3	5.3
价格/现金流 (倍)	15.2	28.9	11.6	9.6	8.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371