

今世缘（603369）

2025 年中报点评：主动降速纾压，筑牢发展基础

买入（维持）

2025 年 08 月 26 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书：S0600525040001

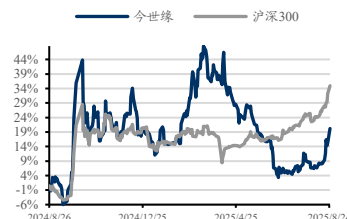
guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	10,100	11,546	10,594	11,250	12,166
同比（%）	28.05	14.31	(8.24)	6.19	8.14
归母净利润（百万元）	3,136	3,412	2,983	3,214	3,569
同比（%）	25.30	8.80	(12.56)	7.72	11.07
EPS-最新摊薄（元/股）	2.52	2.74	2.39	2.58	2.86
P/E（现价&最新摊薄）	17.61	16.19	18.51	17.19	15.47

投资要点

- **事件：**今世缘 25H1 总营收 69.51 亿元，同比-4.84%，归母净利润 22.29 亿元，同比-9.46%；其中 25Q2 总营收 18.52 亿元，同比-29.69%，归母净利润 5.85 亿元，同比-37.06%。
- **淡雅、单开韧性凸显，省内深耕、省外持续聚焦。**5 月下旬以来受外在政策冲击，核心产品扫码率降幅较大，高端价位受影响更显著，省外影响比江苏省内稍好一些，6、7 月终端动销增速环比有所下滑。1）分产品来看，25H1 特 A+类、特 A 类营收分别同比-7.4%、+0.7%，其中 25Q1/25Q2 特 A+类营收分别同比+6.6%/-32.1%、特 A 类营收分别同比+17.4%/-28.1%，其中高端 V 系受影响最大，四开、对开亦受到一定程度影响，而淡雅、单开总体表现更好一些。2）分地区来看，25H1 省内、省外营收分别同比-6.1%、+4.8%，其中淮安、南京、苏南、苏中、盐城、淮海营收分别同比-4.3%、-7.9%、-11.0%、-0.2%、-6.4%、-7.3%，省内核心市场基础稳固，省外受政策影响比省内稍好，持续聚焦安徽、山东、上海、浙江等周边核心市场。
- **费用投放刚性致盈利承压，合同负债节奏平稳。**25Q2 销售净利率同比-3.70pct 至 31.58%，费用投放偏刚性，但收入规模阶段性下滑被动抬升费率水平，致盈利持续承压。其中 25Q2 销售毛利率同比-0.21pct 至 72.81%，税金及附加率同比+0.12pct 至 10.09%，销售费用率同比+6.79pct 至 19.03%，管理费用率同比+1.71pct 至 5.65%。此外 25Q2 公允价值变动净收益 0.51 亿元(24Q2 为净亏损 0.35 亿元)，主要由持有江苏银行股票收益、私募基金收益等贡献。25Q2 销售回款 20.23 亿元，同比-18.92%，25Q2 末合同负债 6.00 亿元，环增 0.62 亿元/同减 0.27 亿元，合同负债节奏相对平稳。
- **短期市场份额仍在提升，后百亿省内精耕省外突破。**短期来看，今世缘市场份额逆势提升，一是竞争势能仍然向上，二是灵活把握当前动销表现好的 100-300 元价格带。中长期来看，今世缘坚持品牌向上总方向，实施“多品牌、单聚焦、全国化”发展战略，其中省内“高精尖”，持续做强基本盘；省外“三聚焦”，为全国化打基础。
- **盈利预测与投资评级：**参考 25Q2 报表节奏，我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 29.83、32.14、35.69 亿元（前值为 36.79、41.01、45.37 亿元），对应当前 PE 分别为 18.5、17.2、15.5X。基于两点判断，一是报表逐步出清、后续有望轻装上阵，二是竞争势能向上、江苏省内份额逆势提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期；食品安全风险；次高端升级不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.30
一年最低/最高价	35.35/57.36
市净率(倍)	3.41
流通 A 股市值(百万元)	55,233.24
总市值(百万元)	55,233.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.98
资产负债率(%，LF)	33.41
总股本(百万股)	1,246.80
流通 A 股(百万股)	1,246.80

相关研究

《今世缘(603369)：2024 年报及 2025 年一季报点评：24 年稳健收官，25 年务实进取》

2025-04-30

《今世缘(603369)：聚力提升，驭势而上》

2025-02-27

今世缘三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,928	15,686	17,758	20,032	营业总收入	11,546	10,594	11,250	12,166
货币资金及交易性金融资产	8,252	9,335	10,910	13,327	营业成本(含金融类)	2,916	2,791	2,990	3,228
经营性应收款项	59	107	114	123	税金及附加	1,685	1,589	1,710	1,849
存货	5,569	6,116	6,552	6,367	销售费用	2,140	1,981	2,025	2,068
合同资产	0	0	0	0	管理费用	464	424	450	487
其他流动资产	49	128	182	214	研发费用	49	42	45	49
非流动资产	10,294	10,524	10,750	11,075	财务费用	(133)	(145)	(147)	(169)
长期股权投资	47	51	55	59	加:其他收益	35	26	28	30
固定资产及使用权资产	3,219	3,056	2,887	2,809	投资净收益	19	21	45	49
在建工程	3,394	3,694	3,994	4,294	公允价值变动	53	8	23	26
无形资产	452	523	594	665	减值损失	22	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	2	2	2	营业利润	4,553	3,967	4,274	4,760
其他非流动资产	3,177	3,197	3,217	3,245	营业外净收支	(6)	0	0	0
资产总计	24,222	26,210	28,508	31,107	利润总额	4,547	3,967	4,274	4,759
流动负债	8,374	8,539	8,453	8,413	减:所得税	1,135	984	1,060	1,190
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,040	1,040	1,040	1,040	净利润	3,412	2,983	3,214	3,569
经营性应付款项	1,882	1,338	1,433	1,415	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,593	2,372	2,242	2,260	归属母公司净利润	3,412	2,983	3,214	3,569
其他流动负债	3,859	3,789	3,738	3,698	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.74	2.39	2.58	2.86
非流动负债	394	394	394	394	EBIT	4,348	3,767	4,030	4,485
长期借款	190	190	190	190	EBITDA	4,523	4,039	4,308	4,772
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	74.75	73.66	73.43	73.47
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	29.55	28.16	28.57	29.34
其他非流动负债	204	204	204	204	收入增长率(%)	14.31	(8.24)	6.19	8.14
负债合计	8,768	8,934	8,848	8,807	归母净利润增长率(%)	8.80	(12.56)	7.72	11.07
归属母公司股东权益	15,454	17,276	19,660	22,299					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	15,454	17,276	19,660	22,299					
负债和股东权益	24,222	26,210	28,508	31,107					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,867	2,738	2,863	3,906	每股净资产(元)	12.32	13.86	15.77	17.89
投资活动现金流	(2,259)	(681)	(759)	(1,064)	最新发行在外股份(百万股)	1,247	1,247	1,247	1,247
筹资活动现金流	(926)	(1,182)	(851)	(951)	ROIC(%)	21.13	16.10	15.39	15.15
现金净增加额	(318)	875	1,252	1,891	ROE-摊薄(%)	22.08	17.27	16.35	16.01
折旧和摊销	175	272	278	287	资产负债率(%)	36.20	34.09	31.04	28.31
资本开支	(1,816)	(480)	(480)	(580)	P/E (现价&最新股本摊薄)	16.19	18.51	17.19	15.47
营运资本变动	(593)	(510)	(583)	103	P/B (现价)	3.60	3.20	2.81	2.48

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>