

# 机制灵活主动降速，逆势投入巩固竞争地位

## 今世缘(603369)

评级:	买入	股票代码:	603369
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	57.36/35.35
目标价格:		总市值(亿)	555.45
最新收盘价:	44.55	自由流通市值(亿)	555.45
		自由流通股数(百万)	1,246.80

### 事件概述

8月25日，公司发布中报。25H1，公司实现营业收入69.50亿元，同比-4.84%，实现归母净利润22.29亿元，同比-9.46%。

### 分析判断：

#### ► Q2主动降速适应弱化的需求环境，反映企业机制灵活，追求健康长期发展。

经计算，25Q2，公司实现营业收入18.52亿元，同比-29.69%，实现归母净利润5.85亿元，同比-37.06%，我们认为在Q2行业需求转弱的环境下，公司主动降速且幅度较大，是为了灵活调控以使得市场供需匹配，保持渠道库存处于合理水平，维护市场价格和秩序，反映出公司机制灵活，对业绩的刚性诉求低，不会为了短期业绩做出不利于公司长期经营的市场动作。

#### ► 四开及以上受影响更大，省外、苏中表现稍好。

产品结构方面，25Q2，公司特A+/特A/A类收入分别同比-32.07%/-28.10%/-39.81%，弱环境下各价位带产品动销均受影响，其中400元以上的四开及V系受影响最大，对开、单开、淡雅受影响较小。

区域市场方面，25Q2，公司省内/省外收入分别同比-32.22%/-17.82%，5月下旬以来消费环境有较大变化，省外市场也受政策影响，但影响比省内稍好，因此下滑幅度小于省内，省外战略聚焦于江苏周边核心市场，其中浙江、上海民间消费占比较高、经济发达消费水平高，V系产品表现较好，我们认为也是Q2省外表现相对好一些的原因之一。省内分区域来看，Q2淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区收入分别同比-29.99%/-33.67%/-38.66%/-19.49%/-39.38%/-44.88%，除苏中大区稍好以外，其余大区收入降幅基本在30%左右及以上，造成区域表现差异的原因主要是各地产品结构不同，四开及以上的产品受政策影响更大，这类次高端产品占比更高的区域受到的影响也更大，另一方面，苏中大区自2024年以来，收入增速一直领先省内整体，我们认为公司在苏中市场的动销势能仍处于上升期，故体现出的影响更小。

经销体系方面，Q2末公司共有经销商1299家，Q2新增/减少经销商各80/48家，净增32家，经销体系保持一定进出率，整体呈扩充态势，我们认为公司从渠道进一步细化、经销体系不断优化两方面入手，不断健全下沉省内渠道网络，加强对省内终端网络的掌控力。

#### ► 逆势加大投入力度应对竞争，保持团队积极性。

盈利能力方面，25Q2公司毛利率72.81%，同比-0.21pct，尽管高端产品受影响更大，整体毛利率仍相对稳定。费用率方面，25Q2公司税金及附加费用率保持稳定，期间费用率合计同比+9.07pcts，主因销售/管理费用率分别同比+6.79pcts/+1.71pcts，上半年销售费用率同比+1.35pcts，时间拉长波动相对小一些，从上半年销售费用构成来看，主要构成项广告费、职工薪酬、综合促销费中，仅广告费略有下降，职工薪酬保持小幅增长，综合促销费在营收下降的情况下，同比仍增长26%，我们认为尽管营收随需求环境转弱，公司对业务人员的薪酬激励却仍保持稳步提升，为应对竞争也适度加大了促销力度，提升产品性价比，营收下降但市场份额仍在提升。综合影响下，公司Q2净利率为31.57%，同比-3.69pcts。

### 投资建议

根据中报业绩及对行业需求的判断，我们下调全年盈利预测，25-27年营业收入由121.99/128.78/134.24亿元

下调至 107.30/112.18/115.89 亿元，25-27 年归母净利润由 34.74/36.87/39.32 亿元下调至 30.15/32.23/34.10 亿元，EPS 由 2.79/2.96/3.15 元下调至 2.42/2.59/2.73 元，2025 年 8 月 26 日收盘价 44.55 元，对应 25-27 年 PE 分别为 18/17/16 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业需求再度恶化，省内竞争超预期加剧等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,100	11,546	10,730	11,218	11,589
YoY (%)	28.0%	14.3%	-7.1%	4.6%	3.3%
归母净利润(百万元)	3,136	3,412	3,015	3,223	3,410
YoY (%)	25.3%	8.8%	-11.6%	6.9%	5.8%
毛利率 (%)	78.3%	74.7%	74.3%	74.7%	75.2%
每股收益 (元)	2.52	2.74	2.42	2.59	2.73
ROE	23.6%	22.1%	16.3%	14.9%	13.6%
市盈率	17.71	16.28	18.42	17.23	16.29

资料来源: Wind, 华西证券研究所

**分析师: 寇星**

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

**分析师: 郭辉**

邮箱: guohui1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120002

联系电话:

**分析师: 沈嘉雯**

邮箱: shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话:

**分析师: 王厚**

邮箱: wanghou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525070002

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,546	10,730	11,218	11,589	净利润	3,412	3,015	3,223	3,410
YoY (%)	14.3%	-7.1%	4.6%	3.3%	折旧和摊销	175	355	425	516
营业成本	2,916	2,759	2,840	2,872	营运资金变动	-593	708	-648	744
营业税金及附加	1,685	1,556	1,642	1,690	经营活动现金流	2,867	4,024	2,974	4,662
销售费用	2,140	2,092	2,154	2,202	资本开支	-1,816	-631	-881	-1,148
管理费用	464	440	449	458	投资	-542	-27	-35	-42
财务费用	-133	-46	-92	-118	投资活动现金流	-2,259	-559	-834	-1,120
研发费用	49	47	48	50	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	322	220	220	193
投资收益	19	100	82	70	筹资活动现金流	-926	174	165	130
营业利润	4,553	4,009	4,287	4,538	现金净流量	-318	3,640	2,305	3,673
营业外收支	-6	0	0	0					
利润总额	4,547	4,009	4,287	4,538	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	1,135	994	1,063	1,128	<b>成长能力</b>				
净利润	3,412	3,015	3,223	3,410	营业收入增长率	14.3%	-7.1%	4.6%	3.3%
归属于母公司净利润	3,412	3,015	3,223	3,410	净利润增长率	8.8%	-11.6%	6.9%	5.8%
YoY (%)	8.8%	-11.6%	6.9%	5.8%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	2.74	2.42	2.59	2.73	毛利率	74.7%	74.3%	74.7%	75.2%
					净利率	29.6%	28.1%	28.7%	29.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	14.1%	10.9%	10.3%	9.8%
货币资金	6,158	9,798	12,103	15,776	净资产收益率 ROE	22.1%	16.3%	14.9%	13.6%
预付款项	20	13	15	16	<b>偿债能力</b>				
存货	5,569	5,050	5,878	4,960	流动比率	1.66	1.94	2.20	2.49
其他流动资产	2,182	2,211	2,198	2,210	速动比率	<b>0.99</b>	<b>1.36</b>	<b>1.55</b>	<b>1.95</b>
流动资产合计	13,928	17,072	20,194	22,961	现金比率	0.74	1.11	1.32	1.71
长期股权投资	47	55	64	72	资产负债率	36.2%	33.3%	30.7%	27.7%
固定资产	3,217	3,647	4,248	5,041	<b>经营效率</b>				
无形资产	452	546	614	682	总资产周转率	0.50	0.41	0.38	0.35
非流动资产合计	10,294	10,597	11,088	11,762	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	24,222	27,669	31,282	34,723	每股收益	2.74	2.42	2.59	2.73
短期借款	1,040	1,260	1,480	1,673	每股净资产	12.32	14.81	17.40	20.13
应付账款及票据	1,882	861	1,134	1,207	每股经营现金流	2.29	3.23	2.39	3.74
其他流动负债	5,452	6,685	6,582	6,347	每股股利	1.20	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8,374	8,806	9,196	9,227	<b>估值分析</b>				
长期借款	190	190	190	190	PE	16.28	18.42	17.23	16.29
其他长期负债	204	204	204	204	PB	3.67	3.01	2.56	2.21
非流动负债合计	394	394	394	394					
负债合计	8,768	9,200	9,590	9,622					
股本	1,255	1,255	1,255	1,255					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	15,454	18,469	21,692	25,102					
负债和股东权益合计	24,222	27,669	31,282	34,723					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。