

公司研究

主动调整，有望轻装上阵

——今世缘（603369.SH）2025 年中报点评

要点

事件：今世缘发布 2025 年中报，公司 25 年上半年实现营业总收入 69.51 亿元、同比下滑 4.84%，实现归母净利润 22.29 亿元、同比下滑 9.46%，其中 Q2 单季总营收 18.52 亿元、同比下滑 29.69%，归母净利润 5.85 亿元、同比下滑 37.06%。

25Q2 主动调整，收入同比下滑。二季度在较为低迷的需求环境下，公司主动降速调整、维护市场秩序，25Q2 收入同比下滑近 30%。1) 分产品，25Q2 特 A+ 类/特 A 类/A 类/B 类产品收入分别为 11.4/5.8/0.5/0.2 亿元，同比 -32%/-28%/-40%/-13%，特 A+类和特 A 类产品收入同比下滑 30%左右，二季度受政策端影响，政商务场景有所萎缩，估计国缘四开等次高端产品受到一定冲击。2) 分区域，25Q2 省内/省外收入分别为 16.11/1.91 亿元，同比 -32.2%/-17.8%，省内淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区收入分别为 3.1/4.3/2.1/4.0/1.8/0.9 亿元，同比-30%/-34%/-39%/-19%/-39%/-45%，近年发展势头较好的苏中大区收入下滑幅度相对较小，淮海、苏南、盐城、南京等大区收入调整更加明显，省外目前基数不高、Q2 收入下滑幅度整体好于省内。3) 截至 25Q2 末省内/省外经销商数量分别为 646/653 家，相较 25Q1 末净增 10/22 家，省内苏南大区新增经销商相对较多，省外市场继续扩展。

25Q2 毛利率平稳，净利率波动较为明显。1) 25Q2 销售毛利率 72.81%、同比小幅下滑 0.21pct，产品结构、以及货折力度相对平稳。25Q2 税金及附加项占营收比重 10.09%、同比略提升 0.13pct，销售费用率 19.02%、同比提升 6.79pct。结合上半年销售费用构成，职工薪酬、综合促销费等同比仍有一定提升。25Q2 管理及研发费用率 6.34%、同比提升 1.92pct。综合看 25Q2 销售净利率 31.58%、同比下滑 3.69pct，规模收缩下部分费用投入相对刚性，导致净利率短期有所承压。2) 25Q2 销售现金回款 20.23 亿元、同比减少 18.95%，经营活动现金流净额-3.52 亿元、同比减少 243.67%，截至 25Q2 末合同负债 6.0 亿元、相较 25Q1 末增加 0.62 亿元，较去年同期亦处于正常水平，合同负债较为稳健。

盈利预测、估值与评级：公司二季度主动降速调整，后续有望轻装上阵。考虑公司主动控速、行业需求恢复仍需时间，下调 2025-27 年归母净利润预测为 29.46/31.26/33.68 亿元（较前次预测下调 19.5%/21.8%/23.1%），折合 EPS 为 2.36/2.51/2.70 元，当前股价对应 P/E 为 18/17/16 倍，公司经营状态稳健，在省内市场仍具优势、市占率有望继续提升，维持“买入”评级。

风险提示：V 系列、四开销售不及预期，省内市场竞争加剧，行业需求恢复较慢。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,098	11,544	10,288	10,925	11,748
营业收入增长率	28.07%	14.32%	-10.88%	6.19%	7.53%
归母净利润（百万元）	3,136	3,412	2,946	3,126	3,368
归母净利润增长率	25.30%	8.80%	-13.65%	6.09%	7.74%
EPS（元）	2.50	2.72	2.36	2.51	2.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.60%	22.08%	17.44%	16.72%	16.30%
P/E	17	16	18	17	16
P/B	4.1	3.5	3.2	2.9	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29

买入（维持）

当前价：43.29 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

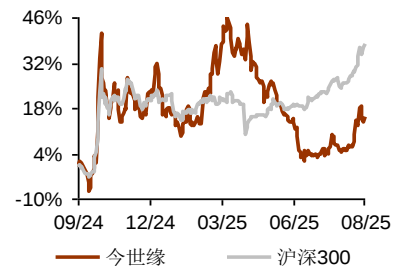
021-52523798

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.47
总市值(亿元):	539.74
一年最低/最高(元):	34.38/55.79
近 3 月换手率:	61.54%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.15	-15.24	-22.33
绝对	10.18	1.50	15.40

资料来源：Wind

相关研报

稳健收官，市占率继续提升——今世缘（603369.SH）2024 年年报与 25 年一季报点评（2025-05-07）

Q3 调整节奏，省内仍具增长势能——今世缘（603369.SH）2024 年三季报点评（2024-11-02）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,098	11,544	10,288	10,925	11,748
营业成本	2,187	2,916	2,680	2,847	3,041
折旧和摊销	144	162	189	218	242
税金及附加	1,497	1,685	1,502	1,595	1,715
销售费用	2,097	2,140	1,955	2,076	2,232
管理费用	428	464	414	439	472
研发费用	43	49	43	46	49
财务费用	-183	-133	-125	-142	-142
投资收益	109	19	20	15	15
营业利润	4,179	4,553	3,937	4,171	4,488
利润总额	4,162	4,547	3,927	4,166	4,488
所得税	1,026	1,135	980	1,040	1,120
净利润	3,136	3,412	2,946	3,126	3,368
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,136	3,412	2,946	3,126	3,368
EPS(元)	2.50	2.72	2.36	2.51	2.70

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,800	2,867	2,272	2,392	2,608
净利润	3,136	3,412	2,946	3,126	3,368
折旧摊销	144	162	189	218	242
净营运资金增加	1,339	1,148	-3	1,039	1,419
其他	-1,819	-1,856	-860	-1,991	-2,421
投资活动产生现金流	-1,198	-2,259	-130	-135	-41
净资本支出	-2,194	-1,816	-220	-220	-220
长期投资变化	41	47	0	0	0
其他资产变化	955	-490	90	85	179
融资活动现金流	-623	-926	-2,207	-1,184	-1,265
股本变化	0	0	-8	0	0
债务净变化	300	331	-826	0	0
无息负债变化	925	94	-1,410	-415	-417
净现金流	979	-318	-65	1,073	1,302

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	78.3%	74.7%	73.9%	73.9%	74.1%
EBITDA 率	39.7%	39.0%	37.9%	38.1%	38.3%
EBIT 率	38.3%	37.5%	36.1%	36.1%	36.3%
税前净利润率	41.2%	39.4%	38.2%	38.1%	38.2%
归母净利润率	31.1%	29.6%	28.6%	28.6%	28.7%
ROA	14.5%	14.1%	12.6%	12.6%	12.8%
ROE (摊薄)	23.6%	22.1%	17.4%	16.7%	16.3%
经营性 ROIC	32.8%	27.6%	23.6%	23.0%	22.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	39%	36%	28%	25%	22%
流动比率	1.59	1.66	2.19	2.59	3.10
速动比率	0.97	1.00	1.39	1.68	2.05
归母权益/有息债务	14.76	12.56	41.80	46.25	51.10
有形资产/有息债务	22.75	18.67	55.05	58.44	62.23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	21,631	24,222	23,427	24,812	26,356
货币资金	6,457	6,158	6,093	7,166	8,468
交易性金融资产	1,297	2,094	2,094	2,094	2,000
应收账款	49	35	41	44	47
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	47	30	31	33	35
存货	4,996	5,569	4,824	5,125	5,474
其他流动资产	60	23	23	23	23
流动资产合计	12,914	13,928	13,180	14,559	16,122
其他权益工具	9	7	7	7	7
长期股权投资	41	47	47	47	47
固定资产	1,254	3,217	3,844	4,314	4,656
在建工程	3,711	3,394	2,747	2,230	1,816
无形资产	409	452	463	473	484
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6	3	3	3	3
非流动资产合计	8,717	10,294	10,246	10,253	10,233
总负债	8,344	8,768	6,532	6,117	5,700
短期借款	900	1,040	0	0	0
应付账款	847	1,058	965	1,025	1,095
应付票据	324	824	536	569	608
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	312	207	207	207	207
流动负债合计	8,142	8,374	6,026	5,611	5,194
长期借款	0	190	404	404	404
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	2	2	2	2
非流动负债合计	201	394	506	506	506
股东权益	13,287	15,454	16,895	18,694	20,655
股本	1,255	1,255	1,247	1,247	1,247
公积金	1,355	1,358	1,365	1,365	1,365
未分配利润	11,105	13,270	14,711	16,511	18,472
归属母公司权益	13,287	15,454	16,895	18,694	20,655
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	20.77%	18.54%	19.00%	19.00%	19.00%
管理费用率	4.24%	4.02%	4.02%	4.02%	4.02%
财务费用率	-1.81%	-1.15%	-1.21%	-1.30%	-1.21%
研发费用率	0.43%	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.00	1.20	1.06	1.13	1.22
每股经营现金流	2.23	2.29	1.82	1.92	2.09
每股净资产	10.59	12.32	13.55	14.99	16.57
每股销售收入	8.05	9.20	8.25	8.76	9.42

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17	16	18	17	16
PB	4.1	3.5	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	13.1	11.8	13.1	12.1	11.1
股息率	2.3%	2.8%	2.5%	2.6%	2.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP