



务实调整，重视渠道良性发展

2025 年 11 月 01 日

➤ **事件：**公司于 2025 年 10 月 31 日发布 2025 年三季报，25Q1-3 实现营收 88.8 亿元，同减 10.7%；实现归母净利润 25.5 亿元，同减 17.4%；扣非归母净利润 25.5 亿元，同减 17.2%。**单季度看**，公司 25Q3 实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 19.3、3.2、3.2 亿元，同减 26.8%、48.7%、49.0%。

➤ **降速调整释放压力，苏中、省外区域表现相对较优。**在行业“总量收缩、分化加剧”的调整期，公司出清渠道库存，调整节奏，着眼长期良性发展。**分产品看**，25Q1-3 公司特 A+类产品实现收入 54.3 亿元，同比-16.0%；特 A 类 28.7 亿元，同比+0.3%；A 类 3.0 亿元，同比-18.0%；B 类 1.1 亿元，同比-13.3%；C、D 类 0.4 亿元，同比-30.6%。**分地区看**，25Q1-3 公司淮安市场实现收入 16.8 亿元，同比-13.6%；南京市场 20.7 亿元，同比-14.0%；苏南市场 9.8 亿元，同比-18.8%；苏中市场 14.8 亿元，同比+0.1%；盐城市场 9.5 亿元，同比-13.3%；淮海市场 8.1 亿元，同比-16.2%，苏中扬州、泰州、南通区域保持稳健势能。省外市场实现收入 8.0 亿元，同比+0.1%，省外区域维持增长，聚焦“10+N”重点地级板块累积品牌势能。**经销商层面**，截至 25Q3 末，公司省内经销商 617 家，净增加 4 家；省外 695 家，净增加 80 家，合计 1312 家。

➤ **加大费用投放力度，盈利能力短期承压。**公司 25Q1-3 毛利率 73.8%，同比-0.5pcts；归母净利率 28.7%，同比-2.3pcts。公司增加费用投放维护市场份额，25Q1-3 销售费用率为 18.1%，同比+2.8pcts；管理费用率为 3.6%，同比+0.3pcts；单三季度看，25Q3 毛利率为 75.0%，同比-0.6pcts；归母净利率为 16.6%，同比-7.1pcts；加大渠道费用支持力度及品牌宣传，国缘冠名“苏超”强化高端形象，25Q3 公司销售费用率为 30.0%，同比+9.5%；管理费用率为 5.4%，同比+0.9pcts。公司调整回款要求与发货节奏维持渠道库存良性，25Q3 末合同负债 5.2 亿元，同比-4.4%。

➤ **投资建议：**公司短期在消费场景受限及需求复苏疲软背景下务实降速，调整发展节奏，释放渠道压力；长期来看，公司省内恢复扩张势能，省外逐步布局开拓，看好后续品牌事业部持续精细化运营下产品势能回归。我们预计公司 25~27 年归母净利润为 27.7、30.5、34.1 亿元，当前股价对应 P/E 为 17、16、14X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**江苏省内竞争加剧；结构升级不及预期；新兴市场开拓不及预期。

推荐

维持评级

当前价格：

38.82 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@glms.com.cn

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@glms.com.cn

相关研究

- 1.今世缘 (603369.SH) 2025 年半年报点评：加码渠道投入，降速调整节奏-2025/08/27
- 2.今世缘 (603369.SH) 2024 年年报&2025 年一季报点评：蓄势扩张份额提升，经营节奏稳健务实-2025/04/30
- 3.今世缘 (603369.SH) 控股股东增持及 25 年发展大会点评：大股东增持彰显信心，平衡量、价、利蓄势发展-2024/12/31
- 4.今世缘 (603369.SH) 2024 年三季报点评：降费稳价调整节奏，维持渠道良性发展-2024/10/31
- 5.今世缘 (603369.SH) 2024 年半年报点评：上半年稳中求进，后百亿蓄势前行-2024/08/18

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	11,546	10,205	11,072	12,200
增长率 (%)	14.3	-11.6	8.5	10.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,412	2,771	3,051	3,405
增长率 (%)	8.8	-18.8	10.1	11.6
每股收益 (元)	2.74	2.22	2.45	2.73
PE	14	17	16	14
PB	3.1	2.9	2.6	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,546	10,205	11,072	12,200
营业成本	2,916	2,777	3,050	3,338
营业税金及附加	1,685	1,490	1,605	1,769
销售费用	2,140	1,898	2,034	2,220
管理费用	464	408	443	488
研发费用	49	51	40	49
EBIT	4,348	3,600	3,933	4,372
财务费用	-133	-9	7	-6
资产减值损失	0	-14	-22	-21
投资收益	19	102	166	183
营业利润	4,553	3,693	4,066	4,536
营业外收支	-6	-7	-7	-7
利润总额	4,547	3,686	4,059	4,529
所得税	1,135	915	1,008	1,125
净利润	3,412	2,771	3,051	3,405
归属于母公司净利润	3,412	2,771	3,051	3,405
EBITDA	4,523	3,775	4,120	4,574

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,158	4,605	5,911	7,666
应收账款及票据	35	63	62	68
预付款项	20	9	10	11
存货	5,569	6,170	6,354	6,584
其他流动资产	2,147	2,218	2,293	2,373
流动资产合计	13,928	13,067	14,630	16,703
长期股权投资	47	63	81	60
固定资产	3,217	3,791	4,304	4,753
无形资产	452	552	652	752
非流动资产合计	10,294	11,622	12,564	13,298
资产合计	24,222	24,689	27,194	30,001
短期借款	1,040	1,040	1,040	1,040
应付账款及票据	1,882	2,082	2,287	2,504
其他流动负债	5,452	4,447	4,911	5,435
流动负债合计	8,374	7,570	8,239	8,979
长期借款	190	190	190	190
其他长期负债	204	208	208	208
非流动负债合计	394	398	398	398
负债合计	8,768	7,968	8,637	9,377
股本	1,255	1,247	1,247	1,247
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	15,454	16,721	18,557	20,624
负债和股东权益合计	24,222	24,689	27,194	30,001

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.31	-11.61	8.49	10.19
EBIT 增长率	12.37	-17.19	9.23	11.18
净利润增长率	8.80	-18.78	10.11	11.59
盈利能力 (%)				
毛利率	74.74	72.79	72.45	72.64
净利率	29.55	27.15	27.56	27.91
总资产收益率 ROA	14.09	11.22	11.22	11.35
净资产收益率 ROE	22.08	16.57	16.44	16.51
偿债能力				
流动比率	1.66	1.73	1.78	1.86
速动比率	0.99	0.90	0.99	1.12
现金比率	0.74	0.61	0.72	0.85
资产负债率 (%)	36.20	32.27	31.76	31.26
经营效率				
应收账款周转天数	1.30	1.73	2.03	1.91
存货周转天数	652.23	761.01	739.15	697.59
总资产周转率	0.50	0.42	0.43	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	2.74	2.22	2.45	2.73
每股净资产	12.39	13.41	14.88	16.54
每股经营现金流	2.30	1.14	2.90	3.20
每股股利	1.20	0.97	1.07	1.20
估值分析				
PE	14	17	16	14
PB	3.1	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	9.87	11.83	10.84	9.76
股息收益率 (%)	3.09	2.51	2.76	3.08

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,412	2,771	3,051	3,405
折旧和摊销	175	175	187	202
营运资金变动	-593	-1,455	461	483
经营活动现金流	2,867	1,419	3,619	3,991
资本开支	-1,816	-1,374	-1,121	-968
投资	-542	-70	-90	-60
投资活动现金流	-2,259	-1,414	-1,045	-845
股权募资	0	0	0	0
债务募资	322	0	0	0
筹资活动现金流	-926	-1,558	-1,269	-1,391
现金净流量	-318	-1,553	1,306	1,755

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048