

今世缘(603369)

报告日期: 2025 年 11 月 02 日

持续出清, 着眼长远

——今世缘 25Q3 业绩点评

投资要点

- **事件:** 25Q1-3 实现营业收入 88.81 亿 (同比-10.66%); 归母净利润 25.49 亿 (同比-17.39%); 扣非归母净利润 25.45 亿 (同比-17.23%)。25Q3 实现营业收入 19.31 亿 (同比-26.78%); 归母净利润 3.20 亿元 (同比-48.69%); 扣非归母净利润 3.21 亿元 (同比-48.95%)。
- **我们认为:** 公司自 25Q2 进入调整期, 25Q3 继续出清, 与外部环境表现相符, 彰显实事求是的务实思路, 当前虽外部环境承压、但公司仍积极进取、组织积极性较高, 我们坚定看好公司股份持续提升。
- **Q3 特 A 产品韧性仍强, 淡雅表现或优于整体**
 25Q1-3 特 A+类/特 A 类收入分别为 54.35/28.71 亿元 (同比-15.97%/+0.32%), 收入占比分别同比变动-3.87/+3.54pct 至 61.20%/32.33%。
 25Q3 特 A+类/特 A 类营业收入 11.23/6.39 亿元 (同比-38.04%/-1.12%), 收入占比分别同比变动-10.58/+8.59pct 至 58.20%/33.10%。
- **Q3 苏中表现亮眼, 省外经销商数量增加**
 25Q1-3 省内/外收入同比增速为-12.40%/+0.06%, 省外收入占比同比上升 0.97pct。淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海/省外收入占比分别同比变动-0.64/-0.89/-1.11/+1.79/-0.32/-0.60/+0.97pct, 其中省外收入同比增长 0.06%、苏中大区收入同比增长 0.10%, 表现优于其他区域。
 25Q3 省内/外收入同比增速为-29.79%/-13.79%, 省外收入占比同比提升 1.37pct, 其中苏中大区收入同比增长 1.06%, 表现优于省内其他区域。
 25Q1-3 省内/外经销商数量变动+4/+80 个, 25Q1-3 省内/外平均经销商规模同比-16.51%/-12.90%。
- **费用刚性下净利率回落, 合同负债下降渠道减负**
 - 1) 盈利能力: 25Q1-3 毛利率/净利率同比-0.51/-2.34pct 至 73.76%/28.70%; 25Q3 毛利率/净利率同比变动-0.55/-7.09pct 至 75.04%/16.60%。
 - 2) 费用率: 25Q1-3 年销售/管理 (含研发) 费用率同比变动+2.78/+0.34pct 至 18.13%/3.92%; 25Q3 销售/管理 (含研发) 费用率同比变动+9.49/+1.11pct 至 30.04%/5.88%。
 - 3) 预收款: 25Q1-3 合同负债同比下降 0.24 亿元至 5.2 亿元。
 - 4) 现金流: 25Q1-3 经营性现金流同比变动-59.33%到 9.07 亿元, 25Q3 经营性现金流同比变动-117.12%到-1.68 亿元。
- **盈利预测与估值**
 由于“禁酒令”对白酒的消费场景造成显著影响, 对公司的经营造成一定扰动, 故我们下修盈利预测, 预计公司 2025-2027 年收入增速分别为-12.3%、6.5%、8.4%; 归母净利润增速分别为-18.6%、7.6%、9.7%; EPS 为 2.23、2.40、2.63 元/股; PE 分别为 17.42、16.19、14.76 倍。但我们仍看好公司中长期成长性, 维持买入评级。
- **风险提示**
 消费需求恢复不及预期; 国缘动销不及预期。

投资评级: 买入(维持)

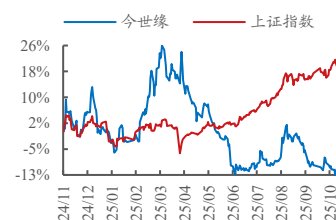
分析师: 张家祯
 执业证书号: S1230523080001
 zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
 执业证书号: S1230524100004
 manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 38.82
总市值(百万元)	48,400.78
总股本(百万股)	1,246.80

股票走势图



相关报告

- 1 《淡雅及省外表现较优, 员工薪酬逆势提升》 2025.09.07
- 2 《业绩符合预期, 目标务实积极》 2025.05.05
- 3 《主动控速减负, 增长势能仍强》 2024.11.03

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11544.4	10129.5	10787.7	11693.9
(+/-) (%)	14.3%	-12.3%	6.5%	8.4%
归母净利润	3411.9	2778.0	2990.4	3279.2
(+/-) (%)	8.8%	-18.6%	7.6%	9.7%
每股收益(元)	2.74	2.23	2.40	2.63
P/E	14.19	17.42	16.19	14.76

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13928	14321	14567	14637
现金	6158	7447	7134	6852
交易性金融资产	2094	1696	1895	1795
应收账款	35	100	151	205
其它应收款	30	31	30	33
预付账款	20	12	14	16
存货	5569	4991	5295	5696
其他	23	45	49	39
非流动资产	10294	11196	12106	12961
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	47	44	44	44
固定资产	3217	4373	5587	6873
无形资产	452	533	588	643
在建工程	3394	3035	2668	2215
其他	3182	3210	3218	3186
资产总计	24222	25517	26673	27598
流动负债	8374	8096	8376	8640
短期借款	1040	847	929	939
应付款项	1882	1539	1635	1814
预收账款	0	0	0	0
其他	5452	5710	5812	5887
非流动负债	394	385	390	390
长期借款	190	190	190	190
其他	204	195	200	199
负债合计	8768	8481	8766	9029
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	15454	17036	17907	18568
负债和股东权益	24222	25517	26673	27598

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2867	3264	3068	3471
净利润	3412	2778	2990	3279
折旧摊销	175	265	354	453
财务费用	(133)	(39)	(49)	(42)
投资损失	(19)	(84)	(71)	(58)
营运资金变动	129	(104)	195	255
其它	(697)	448	(352)	(415)
投资活动现金流	(2259)	(626)	(1393)	(1187)
资本支出	(1647)	(1041)	(1180)	(1262)
长期投资	(62)	41	(6)	(8)
其他	(549)	375	(207)	83
筹资活动现金流	(926)	(1350)	(1988)	(2566)
短期借款	140	(193)	82	10
长期借款	190	0	0	0
其他	(1257)	(1156)	(2071)	(2576)
现金净增加额	(318)	1289	(313)	(282)

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11544	10130	10788	11694
营业成本	2916	2613	2772	2982
营业税金及附加	1685	1479	1575	1707
营业费用	2140	1996	2104	2257
管理费用	464	506	518	526
研发费用	49	34	37	40
财务费用	(133)	(39)	(49)	(42)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	53	53	53	53
投资净收益	19	84	71	58
其他经营收益	35	25	26	29
营业利润	4553	3708	3992	4377
营业外收支	(6)	(6)	(6)	(6)
利润总额	4547	3702	3985	4370
所得税	1135	924	995	1091
净利润	3412	2778	2990	3279
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3412	2778	2990	3279
EBITDA	4693	3924	4286	4776
EPS (最新摊薄)	2.74	2.23	2.40	2.63

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	14.32%	-12.26%	6.50%	8.40%
营业利润	8.95%	-18.55%	7.64%	9.65%
归属母公司净利润	8.80%	-18.58%	7.65%	9.66%
获利能力				
毛利率	74.74%	74.20%	74.30%	74.50%
净利率	29.55%	27.42%	27.72%	28.04%
ROE	23.74%	17.10%	17.12%	17.98%
ROIC	20.32%	15.19%	15.51%	16.47%
偿债能力				
资产负债率	36.20%	33.24%	32.86%	32.72%
净负债比率	14.03%	12.23%	12.77%	12.50%
流动比率	1.66	1.77	1.74	1.69
速动比率	1.00	1.15	1.11	1.03
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.41	0.41	0.43
应收账款周转率	276.86	249.22	236.95	258.76
应付账款周转率	3.06	2.50	2.65	2.72
每股指标(元)				
每股收益	2.74	2.23	2.40	2.63
每股经营现金	2.30	2.62	2.46	2.78
每股净资产	12.32	13.66	14.36	14.89
估值比率				
P/E	14.19	17.42	16.19	14.76
P/B	3.15	2.84	2.70	2.61
EV/EBITDA	10.59	10.27	9.45	8.56

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>