



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 11 月 03 日

基础数据

11 月 03 日收盘价（元）	38.79
总市值（亿元）	483.63
总股本（亿股）	12.47

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】今世缘：加速出清，蓄势长期-2025.08.26

【兴证食饮】今世缘：经营表现稳健，省内份额稳步提升-2025.05.02

分析师：沈昊

S0190525010006

shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

S0190521080003

jinhan@xyzq.com.cn

分析师：王嘉琦

S0190525070007

wangjiaqi23@xyzq.com.cn

今世缘(603369.SH)

Q3 持续调整深化，蓄力业绩改善

投资要点：

- **事件：**公司公告 2025 年三季报：前三季度营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 88.82/25.49/25.45 亿元，同比-10.66%/-17.39%/-17.23%。Q3 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 19.31/3.20/3.21 亿元，同比-26.78%/-48.69%/-48.95%。
- **Q3 深度调整，报表持续出清。**Q1 公司动销表现好于行业大盘，Q2 受行业政策影响深度调整纾压去库，Q3 双节动销情况略好于预期，报表延续出清节奏。分品牌来看，前三季度特 A+类、特 A 类收入分别为 54.3 亿元、28.7 亿元，同比-16.0%、+0.3%，其中 Q3 收入同比-38.0%、-1.1%，预计 V 系列收入下滑较多，对开、四开收入有所调整，淡雅、典藏收入表现相对平稳。分区域来看，前三季度省内、省外收入分别同比-12.4%/+0.1%，其中 Q3 省内、省外收入分别同比-29.8%、-13.8%，省内收入下滑较多，其中苏中大区收入平稳微增，淮海、南京、苏南、盐城等地区深度调整。三季度末经销商总数达到 1312 家，较年初净增加 84 家。
- **费用支出刚性，盈利能力有所下滑，合同负债相对稳健。**1) Q3 毛利率为 75.04%，同比-0.55pct，主要系产品结构及货折影响。2) 费用端，Q3 销售费用率/管理费用率分别同比+9.49pct/+0.88pct，主要系收入下滑但费用刚性。3) 利润端，Q3 归母净利率 16.59%、同比-7.08pct。此外，前三季度合同负债余额 5.20 亿元，同比减少 0.24 亿元，环比减少 0.80 亿元；Q3 销售收现 20.44 亿元，同减 33.29%。
- **短期调整蓄势，中长期份额提升逻辑不变。**短期来看，面临行业政策扰动、需求疲软，公司理性操盘，主动调整，加速出清。中长期来看，公司近年来持续夯实基本盘，看好行业需求改善后公司经营势能释放，省内份额提升、省外市场拓展。产品方面，主导产品对开、四开保持强势地位，聚焦国缘 V3，持续培养和推广 V9 和 V6，辐射长三角地区。渠道方面，省内持续提升县市区市场、乡镇市场精耕的密度与强度，优势明显，份额有望稳步提升；省外坚定落实品牌聚焦、产品聚焦、区域聚焦、战术聚焦策略，加大市场资源投入力度，因城施策，板块市场的销售占比持续提升。
- **盈利预测与投资建议：**根据最新公告调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 101.30/101.56/106.71 亿元，同比-12.3%/+0.3%/+5.1%，归母净利润分别为 27.58/27.73/29.32 亿元，同比-19.2%/+0.5%/+5.7%，对应 2025 年 11 月 3 日收盘价，PE 为 17.5/17.4/16.5 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**省内竞争加剧；结构升级不及预期；宏观经济波动风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	11546	10130	10156	10671
同比增长	14.3%	-12.3%	0.3%	5.1%
归母净利润（百万元）	3412	2758	2773	2932
同比增长	8.8%	-19.2%	0.5%	5.7%
毛利率	74.7%	74.7%	74.7%	75.0%
ROE	22.1%	16.6%	15.3%	14.8%
每股收益（元）	2.74	2.21	2.22	2.35
市盈率	14.2	17.5	17.4	16.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13928	13697	14744	16451
货币资金	6158	6955	7759	9221
交易性金融资产	2094	1998	2043	2041
应收票据及应收账款	35	55	56	59
预付款项	20	10	10	10
存货	5569	4621	4777	4975
其他	53	59	100	144
非流动资产	10294	10697	11148	11372
长期股权投资	47	56	65	65
固定资产	3217	3945	4405	4657
在建工程	3394	2654	2096	1677
无形资产	452	505	558	611
商誉	0	0	0	0
其他	3182	3537	4024	4363
资产总计	24222	24394	25893	27824
流动负债	8374	7343	7368	7653
短期借款	1040	1115	1078	1040
应付票据及应付账款	1882	1369	1373	1430
其他	5452	4859	4917	5183
非流动负债	394	398	398	398
长期借款	190	190	190	190
其他	204	208	208	208
负债合计	8768	7742	7766	8051
股本	1255	1247	1247	1247
未分配利润	13270	14488	15546	16752
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	15454	16653	18126	19773
负债及权益合计	24222	24394	25893	27824

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	3412	2758	2773	2932
折旧和摊销	175	394	475	544
营运资金的变动	-593	-173	-135	77
经营活动产生现金流量	2867	2917	3109	3548
资本支出	-1816	-444	-440	-443
长期投资	-542	-206	-533	-327
投资活动产生现金流量	-2259	-579	-912	-707
债权融资	322	75	-38	-38
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-926	-1624	-1311	-1379
现金净变动	-318	714	887	1463

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11546	10130	10156	10671
营业成本	2916	2559	2567	2673
税金及附加	1685	1479	1483	1558
销售费用	2140	2178	2183	2257
管理费用	464	405	406	427
研发费用	49	41	41	43
财务费用	-133	-103	-126	-100
投资收益	19	75	66	68
公允价值变动收益	53	10	10	10
信用减值损失	22	1	1	1
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	4553	3677	3697	3911
营业外收支	-6	-15	-15	-19
利润总额	4547	3662	3681	3892
所得税	1135	904	909	961
净利润	3412	2758	2773	2932
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3412	2758	2773	2932
EPS(元)	2.74	2.21	2.22	2.35

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	14.3%	-12.3%	0.3%	5.1%
营业利润增长率	9.0%	-19.2%	0.5%	5.8%
归母净利润增长率	8.8%	-19.2%	0.5%	5.7%
盈利能力				
毛利率	74.7%	74.7%	74.7%	75.0%
归母净利率	29.6%	27.2%	27.3%	27.5%
ROE	22.1%	16.6%	15.3%	14.8%
偿债能力				
资产负债率	36.2%	31.7%	30.0%	28.9%
流动比率	1.66	1.87	2.00	2.15
速动比率	0.99	1.23	1.34	1.49
营运能力				
资产周转率	50.4%	41.7%	40.4%	39.7%
每股资料(元)				
每股收益	2.74	2.21	2.22	2.35
每股经营现金	2.30	2.34	2.49	2.85
估值比率(倍)				
PE	14.2	17.5	17.4	16.5
PB	3.1	2.9	2.7	2.4

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn