

## 公司研究

## 延续出清，中档产品韧性较强

## ——今世缘（603369.SH）2025 年年报与 2026 年一季报点评

## 要点

**事件：**今世缘发布 2025 年年报与 2026 年一季报，25 年总营收 101.82 亿元，同比下滑 11.81%，归母净利润 26.04 亿元，同比下滑 23.69%，25Q4 单季总营收 13.0 亿元，同比下滑 18.94%，归母净利润 0.55 亿元，同比下滑 83.25%。公司拟每 10 股派发现金红利 12 元（含税），合计派发现金红利 14.96 亿元（含税），对应 25 年分红比例 57.46%。26Q1 实现总营收 43.23 亿元，同比下滑 15.23%，归母净利润 13.85 亿元，同比下滑 15.76%。

**25 年主动调整，特 A 类产品韧性较强。**25 年面对行业调整，公司主动释放报表压力。1) 分产品，25 年特 A+类/特 A 类/A 类/B 类产品收入 62.25/32.69/3.34/1.24 亿元，同比-16.9%/-2.3%/-20.3%/-12.4%，特 A 类产品韧性较强、25 年收入相对稳健。2) 分区域，25 年省内淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区收入分别为 18.9/22.1/11.4/19.1/10.7/8.7 亿元，同比-15%/-16%/-20%/-1%/-16%/-18%，省内苏中地区表现较为稳健，25 年省外收入 9.29 亿元，同比+0.26%，表现整体好于省内。

**26Q1 延续出清节奏。**1) 分产品，26Q1 特 A+类/特 A 类/A 类/B 类产品收入 24.45/16.24/1.24/0.53 亿元，同比-22.8%/-1.6%/-32.5%/-6.4%，特 A 类产品延续稳健的发展态势，特 A+类产品收入同比仍有承压。2) 分区域，26Q1 省内/省外收入分别为 38.27/4.41 亿元，同比-17.6%/+0.84%，省内苏中和盐城大区收入下滑幅度相对较小。截至 26Q1 末省内/省外经销商数量 771/620 家，较 26 年初净减 11 家/净增 44 家。

**费用率抬升影响净利率，销售收现表现优于收入。**1) 25 年/26Q1 毛利率 74.25%/74.40%，同比 -0.49/+0.77pct，税金率 15.63%/15.73%，同比 +1.03/-0.66pct，销售费用率 23.11%/14.76%，同比+4.57/+1.47pct，管理费用率 4.21%/2.13%，同比+0.19/+0.05pct。25 年因收入规模下降、部分费用支出刚性，销售费用率明显提升，26 年有望逐步优化。综上 25 年/26Q1 净利率 25.57%/32.04%，同比-4.0/-0.2pct。2) 25 年/26Q1 销售收现 113.83/47.88 亿元，同比-7.26%/+2.37%。截至 26Q1 末合同负债 15.6 亿元、环比略有减少。

**盈利预测、估值与评级：**考虑行业需求恢复仍需时间，下调 2026-27 年归母净利润预测为 26.0/28.1 亿元（较前次预测下调 16.8%/16.6%），新增 28 年归母净利润预测 30.9 亿元，折合 2026-28 年 EPS 为 2.09/2.25/2.48 元，当前股价对应 P/E 为 13/12/11 倍。公司报表压力释放后，26 年收入有望恢复增长，《未来三年（2026 年—2028 年）股东回报规划》保障投资者利益，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	11,544	10,181	10,318	11,026	11,997
营业收入增长率	14.32%	-11.81%	1.35%	6.85%	8.81%
归母净利润（百万元）	3,412	2,604	2,603	2,808	3,090
归母净利润增长率	8.80%	-23.69%	-0.04%	7.91%	10.03%
EPS（元）	2.72	2.09	2.09	2.25	2.48
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.08%	15.72%	14.73%	14.65%	14.81%
P/E	10	13	13	12	11
P/B	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 --

## 买入（维持）

当前价：27.78 元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003  
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005  
021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003  
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	12.47
总市值(亿元):	346.36
一年最低/最高(元):	25.34/47.84
近 3 月换手率:	42.46%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.43	-22.80	-65.69
绝对	3.66	-21.61	-38.27

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	11,544	10,181	10,318	11,026	11,997
营业成本	2,916	2,622	2,610	2,776	3,011
折旧和摊销	162	239	312	329	344
税金及附加	1,685	1,591	1,599	1,709	1,860
销售费用	2,140	2,353	2,270	2,404	2,579
管理费用	464	429	423	441	480
研发费用	49	50	50	50	54
财务费用	-133	-83	-27	-39	-45
投资收益	19	56	20	20	20
营业利润	4,553	3,463	3,458	3,732	4,106
利润总额	4,547	3,460	3,458	3,732	4,106
所得税	1,135	856	856	923	1,016
净利润	3,412	2,604	2,603	2,808	3,090
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3,412	2,604	2,603	2,808	3,090
EPS(元)	2.72	2.09	2.09	2.25	2.48

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,867	1,508	2,187	1,927	2,379
净利润	3,412	2,604	2,603	2,808	3,090
折旧摊销	162	239	312	329	344
净营运资金增加	1,220	683	804	1,526	913
其他	-1,928	-2,018	-1,532	-2,737	-1,969
投资活动产生现金流	-2,259	-866	-182	-190	-1,022
净资本支出	-1,816	-1,832	-220	-220	-220
长期投资变化	47	82	0	0	0
其他资产变化	-490	883	38	30	-802
融资活动现金流	-926	-1,364	-1,695	-1,348	-1,422
股本变化	0	-8	0	0	0
债务净变化	331	147	-226	-86	-63
无息负债变化	94	421	-993	-699	-357
净现金流	-318	-723	310	389	-65

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	74.7%	74.2%	74.7%	74.8%	74.9%
EBITDA 率	39.0%	33.3%	35.8%	36.2%	36.5%
EBIT 率	37.5%	30.9%	32.8%	33.2%	33.6%
税前净利润率	39.4%	34.0%	33.5%	33.8%	34.2%
归母净利润率	29.6%	25.6%	25.2%	25.5%	25.8%
ROA	14.1%	10.1%	10.1%	10.6%	11.1%
ROE (摊薄)	22.1%	15.7%	14.7%	14.6%	14.8%
经营性 ROIC	26.3%	16.5%	17.0%	16.8%	17.6%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	36%	36%	31%	28%	25%
流动比率	1.66	1.64	1.91	2.26	2.65
速动比率	1.00	0.81	0.98	1.16	1.36
归母权益/有息债务	12.56	12.03	15.34	18.00	20.81
有形资产/有息债务	18.67	17.85	21.38	23.78	26.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	24,222	25,899	25,787	26,510	27,776
货币资金	6,158	5,365	5,675	6,064	5,999
交易性金融资产	2,094	1,168	1,168	1,168	2,000
应收账款	35	65	72	77	84
应收票据	0	26	0	0	0
其他应收款 (合计)	30	19	31	33	36
存货	5,569	6,983	6,787	7,218	7,829
其他流动资产	23	124	124	124	124
流动资产合计	13,928	13,781	13,931	14,759	16,148
其他权益工具	7	8	8	8	8
长期股权投资	47	82	82	82	82
固定资产	3,217	6,409	6,581	6,673	6,700
在建工程	3,394	1,734	1,419	1,168	966
无形资产	452	437	448	459	469
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3	1	1	1	1
非流动资产合计	10,294	12,118	11,856	11,751	11,628
总负债	8,768	9,336	8,118	7,334	6,914
短期借款	1,040	950	725	638	575
应付账款	1,058	1,101	940	999	1,084
应付票据	824	816	783	833	903
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	207	242	242	242	242
流动负债合计	8,374	8,422	7,309	6,524	6,104
长期借款	190	427	427	427	427
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	283	283	283	283
非流动负债合计	394	914	810	810	810
股东权益	15,454	16,563	17,669	19,176	20,862
股本	1,255	1,247	1,247	1,247	1,247
公积金	1,358	933	933	933	933
未分配利润	13,270	14,378	15,484	16,991	18,677
归属母公司权益	15,454	16,563	17,669	19,176	20,862
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	18.54%	23.12%	22.00%	21.80%	21.50%
管理费用率	4.02%	4.21%	4.10%	4.00%	4.00%
财务费用率	-1.15%	-0.82%	-0.26%	-0.36%	-0.37%
研发费用率	0.42%	0.49%	0.48%	0.45%	0.45%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	1.20	1.20	1.04	1.13	1.24
每股经营现金流	2.29	1.21	1.75	1.55	1.91
每股净资产	12.32	13.28	14.17	15.38	16.73
每股销售收入	9.20	8.17	8.28	8.84	9.62

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	10	13	13	12	11
PB	2.3	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	7.6	10.3	9.3	8.6	7.7
股息率	4.3%	4.3%	3.8%	4.1%	4.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 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  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼