嘉必优(688089)公司点评报告

2024年04月27日

# Q1 收入+33%, 经营逐步改善

# ——嘉必优 **2023** 年报及 **2024** 年一季报点评

# 买入|维持

## 报告要点:

## ● 事件

公司公告 2023 年报及 2024 年一季报。2023 年,公司实现总收入 4.44 亿元 (+2.39%),归母净利 0.91 亿元 (+41.95%),扣非归母净利 0.62 亿元 (+103.17%)。2023Q4,公司实现总收入 1.19 亿元 (-25.72%),归母净利 0.31 亿元 (+329.44%),扣非归母净利 0.21 亿元 (+188.48%)。2024Q1,公司实现总收入 1.17 亿元 (+33.34%),归母净利 0.24 亿元 (+69.93%),扣非归母净利 0.19 亿元 (+158.16%)。公司拟每股派发现金红利 0.20 元(含税),分红率为 36.84%。

## ● 新国标实施增加境内需求,境外收入 23H2 恢复增长

 $\frac{1)}{1}$  人类营养业务增长稳健,个护及化妆品业务快速增长。2023 年,公司人类营养、动物营养、个人护理及化妆品收入分别为 4.18、0.13、0.04 亿元,同比 +10.25%、-38.34%、+145.87%。

2) ARA、DHA 增长稳健,量价齐升。2023年,公司 ARA、DHA、SA、其他产品收入分别为 3.02、0.79、0.23、0.31 亿元,同比+18.22%、+23.09%、-32.60%、-35.61%;从量价看,ARA、DHA、SA 销量同比+15.86%、+21.02%、-31.85%,推算单价同比+2.04%、+1.71%、-1.09%。

3) 新国标实施增加境内需求,境外需求 23H2 恢复正增长。2023 年,公司境内、境外收入分别为 2.71、1.64 亿元,同比+17.17%、-3.77%, 23H2 境内、境外收入同比-1.31%、+15.91%,下半年境外恢复增长。

# ● 毛利率稳健,归母净利率回升

1) 23 年毛利率稳健,归母净利率回升。2023 年,公司毛利率为 42.40%,同比+0.25pct,较 21 年-7.68pct,主要由于产品结构和客户结构变化;归母净利率为 20.59%,同比+5.74pct,主要来自管理费用率下降、减值损失减少,较 21 年-16.03pct,主要由于毛利率下降、帝斯曼补偿款减少、资产减值损失增加。2) 管理费用、减值损失同比减少。从费用率看,2023 年,公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.85%、5.84%、8.70%、-0.54%,同比+1.13、-3.27、+1.25、+2.99pct,财务费用率增加主要由于汇兑收益减少,管理费用率下降主要由于未完成股权激励考核、股份支付费用减少;资产减值损失/收入同比-6.21pct 至 1.93%,信用减值损失/收入同比-2.03pct 至 1.58%。2023 年,公司营业外收入为 0.24 亿元,同比-22.31%,主要为帝斯曼的现金补偿款。

3) Q1 盈利能力提升。24Q1,公司毛利率为40.49%,同比+2.13pct,归母净利率为20.78%,同比+4.47pct,主要来自毛利率提升、管理及财务费用率下降。

## ● 国内外双重机遇下, ARA&DHA 基石产品需求有望增长

1) 奶粉新国标落地, ARA&DHA 需求高。奶粉新国标, 已于 2023 年 2 月 22 日正式实施, 对于 ARA&DHA 的添加要求提高, 需求有望稳步增长。

2) 藻油 DHA 对鱼油 DHA 替代有望加速。公司藻油 DHA 均在密闭、洁净、可控的环境中培育,在日本排海情况下,或将加速对鱼油 DHA 替代。

3) DHA 纳入保健食品原料目录,新增应用领域。2023年6月, DHA 纳入保健食品原料目录,为其在保健食品上的应用打开了法规通道。

4) 帝斯曼主要专利到期, ARA 海外增长空间大。2023 年 6 月, 帝斯曼全球 ARA 主要专利到期, 未来公司海外 ARA 市占率有望进一步提升。

#### ● 投资建议

我们预计 2024、2025、2026 年公司归母净利分别为 1.19、1.53、1.92 亿元,同比增长 30.27%、28.85%、24.88%,对应 4 月 26 日 PE 分别为 21、16、13 倍(市值 25 亿元),维持"买入"评级。

### ● 风险提示

食品安全风险、市场竞争加剧风险、政策调整风险。

### 附表: 盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	433.42	443.80	563.49	700.88	856.31
收入同比(%)	23.44	2.39	26.97	24.38	22.18
归母净利润(百万元)	64.37	91.37	119.03	153.37	191.52
归母净利润同比(%)	-49.94	41.95	30.27	28.85	24.88
ROE(%)	4.54	6.19	7.62	8.94	10.04
每股收益(元)	0.38	0.54	0.71	0.91	1.14
市盈率(P/E)	38.30	26.98	20.72	16.08	12.87

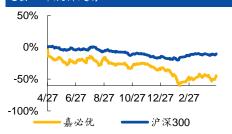
资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

## 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 37.40 / 10.53

A 股流通股(百万股): 168.31 A 股总股本(百万股): 168.31 流通市值(百万元): 2465.73 总市值(百万元): 2465.73

## 过去一年股价走势



资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

## 相关研究报告

《国元证券公司研究-嘉必优 (688089) 2023 年三季 报点评: Q3 收入增 23%, 经营逐季改善》2023.10.30

《国元证券公司研究-嘉必优 (688089) 2023 年中报 点评: Q2 收入增 16%,长期向上逻辑不改》 2023.09.03

## 报告作者

电话

分析师 邓晖

执业证书编号 S0020522030002

邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

021-51097188

分析师 朱宇昊

执业证书编号 S0020522090001

电话 021-51097188

邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 单蕾

电话 021-51097188

邮箱 shanlei@gyzq.com.cn



## 财务预测表

<ul> <li>機動量产</li> <li>907,37</li> <li>708,78</li> <li>708,78</li> <li>708,78</li> <li>708,78</li> <li>708,89</li> <li>240,88</li> <li>229,68</li> <li>240,88</li> <li>229,28</li> <li>241,102</li> <li>登业成本</li> <li>250,70</li> <li>255,64</li> <li>229,28</li> <li>230,20</li> <li>金世東京</li> <li>250,00</li> <li>中華地名政府</li> <li>250,11</li> <li>270,27</li> <li>255,64</li> <li>229,28</li> <li>231,13</li> <li>46,19</li> <li>56,43</li> <li>空生費用</li> <li>24,81</li> <li>30,42</li> <li>33,32</li> <li>47</li> <li>香屋県門</li> <li>39,51</li> <li>25,92</li> <li>33,33</li> <li>46,19</li> <li>56,43</li> <li>空生費用</li> <li>24,81</li> <li>30,42</li> <li>38,32</li> <li>47</li> <li>青屋県門</li> <li>39,51</li> <li>25,92</li> <li>33,33</li> <li>46,19</li> <li>20,43</li> <li>管理費用</li> <li>39,51</li> <li>25,92</li> <li>33,33</li> <li>46,19</li> <li>20,43</li> <li>管理費用</li> <li>39,51</li> <li>25,92</li> <li>38,38</li> <li>47</li> <li>香屋県門</li> <li>39,51</li> <li>25,92</li> <li>38,38</li> <li>47</li> <li>大田東連書子</li> <li>703,97</li> <li>902,71</li> <li>1001,94</li> <li>1002,15</li> <li>119,24</li> <li>136,16</li> <li>計3,69</li> <li>31,12</li> <li>30,13</li> <li>40,19</li> <li>20,43</li> <li>村屋県市</li> <li>30,13</li> <li>40,19</li> <li>20,43</li> <li>村屋県市</li> <li>30,13</li> <li>40,19</li> <li>20,43</li> <li>村屋県市</li> <li>30,14</li> <li>40,25</li> <li>119,24</li> <li>136,16</li> <li>21,50</li> <li>21,94</li> <li>1002,15</li> <li>1002,15</li> <li>1002,15</li> <li>1002,15</li> <li>1002,15</li> <li>21,92</li> <li>20,00</li> <li>20,00</li> <li>20,00</li> <li>20,00</li> <li>20,00</li> <li>20,00</li> <li>20,00</li> <li>20,00</li>     &lt;</ul>	资产负债表				单位:	百万元	利润表				单位:	百万元
型金・	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
登成機数	流动黄产	907. 37	708. 78	763. 69	894. 53	1123. 30	营业收入	433. 42	443. 80	563. 49	700. 88	856. 31
再他企政技 30.11 29.25 37.33 46.19 56.43 安全費用 24.81 30.42 38.32 47  新月棒枝 113.96 10.32 13.13 18.19 20.43 管理費用 39.51 25.92 33.81 42  青春 18.149 112.58 101.76 132.88 16.42.21 安定費用 39.51 25.92 38.60 35.76 39  非流域音声 703.97 902.71 1001.94 1002.15 974.17 資产系債裁失 53.28 -8.55 -8.66 1-12  出交賣产 433.17 508.33 659.00 685.30 660.30 核費申請 51.09 18.1.61 1-2.59 -0.74 1-0  出交賣产 433.17 508.33 659.00 685.30 660.30 核費申請 51.09 18.1.61 1-2.59 -0.74 1-0  出交賣产 433.17 508.33 659.00 685.30 660.30 核費申請 51.09 81.61 132.79 1736  出受賣产 433.17 508.33 10.01 8.53.37 61.01 70.93 **  素件申請 70.04 101.34 1011.49 1765.62 1896.67 2097.47 世上外決人 131.04 0.05 13.03 22.97 284 数の機数 30.55 38.03 37.07 38.26 少数股票報量 73.03 11.01 8.00 0.00 0.00 1.00 1.00 1.00 1.0	现金	494. 33	239. 68	240. 88	282. 53	421.02	营业成本	250. 77	255. 64	322. 99	399. 07	484. 04
孫侍称数 13.98 10.32 13.13 18.19 20.43	应收账款	188. 97	214. 81	268. 63	295. 49	325. 04	营业税金及附加	4. 56	6. 38	5. 97	7. 57	9. 25
再音管 81.49 112.58 101.76 132.88 164.21 研究管用 32.30 38.60 35.76 39 単位流物資产 703.97 902.71 101.94 1002.15 974.17 株部技管 29.45 27.37 32.33 35.56 39.12 成定产 433.17 508.33 659.60 685.30 6	其他应收款	36. 11	29. 25	37. 13	46. 19	56. 43	营业费用	24. 81	30. 42	38. 32	47. 66	58. 23
海域研養产   703.97   992.71   1001.94   1002.15   174.17   対象要用   -15.31   -2.41   -3.39   -3.49   -35.28   -8.55   -8.66   -15.41   -2.59   -0.74   -0.49   -0.24   -0.51   -2.59   -0.74   -0.51   -0.24   -0.51   -0.25   -0.74   -0.24   -0.51   -0.25   -0.74   -0.25   -	预付账款	13. 98	10. 32	13. 13	18. 19	20. 43	管理费用	39. 51	25. 92	33. 81	42. 05	51. 38
#強的音声 703.97 902.71 1001.94 1002.15 974.17						164. 21					39. 88	43. 87
※非経費											−3. 82	-5. 25
両皮膏产   433.17   508.33   659.60   668.30   660.30   投資中政益   1.69   5.32   9.88   9.94   24.89   70.93   24.49   71.03   7.043   24.49   71.03   7.043   7.											-1.88	-1. 76
大学性流の音子   36.34   41.08   53.37   61.01   70.93   曹金幹剛   51.09   81.61   132.79   178   長井地流の音子   205.01   325.94   256.64   220.28   203.82   雪並中水人   31.40   24.39   10.37   4   4.35   5.00   5.17   5.32   5.46   1611.34   1611.49   1765.62   1896.67   2097.47   4   4.35   5.00   137.99   177.34   70.66   135.88   127.34   140.31   24   24   24   24   24   24   24   2											-0. 88	-1. 67
京桃非流功黄产   205.01   325.94   256.64   220.28   203.82   音氷が秋入   31.40   24.39   10.37   44   24.39   10.37   44   24.39   10.137   44   24.39   10.37   44   24.39   10.37   44   24.39   10.137   44   24.39   10.37   44   24.39   10.37   44   24.39   10.37   44   24.39   10.37   44   24.39   10.37   44   24.39   10.37   44   24.39   10.37   44   24.39   10.37   44   24.39   10.30   137.99   177.34   10.00   137.99   177.34   10.00   137.99   177.34   10.00   137.99   177.34   10.00   137.99   177.34   10.00   137.99   177.34   10.00   137.99   177.34   10.00   13.63   12.60   14.40   10.31   14.40   10.36   13.40   14.40   10.36   14.40											9. 95	9. 98
素产品計         1611.34         1611.49         1765.62         1896.67         2097.47         労业外支出         4.35         6.00         5.17         5         6         2097.47         対政政制         180.44         112.42         182.51         164.41         178.57         利润息額         78.14         100.00         137.99         177.40         4月間報報         78.14         100.00         137.99         177.40         4月間報報         16.56         13.63         22.09         28.20         7月間報報         43.63         22.09         28.20         20.20         20.20         20.20         20.20         20.20         20.20         20.20         20.20         20.20         20.20         20.20         20.20         20.20         20.20         20.00         16.00         0.00							-				178. 97	225. 52
<ul> <li>漁功負債</li> <li>180. 44</li> <li>112. 42</li> <li>182. 51</li> <li>164. 41</li> <li>178. 57</li> <li>料測基額</li> <li>78. 14</li> <li>100. 00</li> <li>137. 99</li> <li>177</li> <li>短期情報</li> <li>30. 03</li> <li>11. 01</li> <li>8. 60</li> <li>0. 00</li> <li>0. 00</li> <li>所得稅</li> <li>16. 56</li> <li>13. 63</li> <li>22. 09</li> <li>28</li> <li>22. 09</li> <li>22. 09</li> <li>22. 00</li> <li>23. 40</li> <li>23. 41</li> <li>23. 21</li> <li>23. 21</li> <li>24. 00</li> <li>23. 24</li> <li>24. 23</li> <li>24. 25</li> <li>24</li></ul>											4. 41	1. 87
超期倍数 30.03 11.01 8.60 0.00 0.00 所得税 16.56 13.63 22.09 28 点件模数 107.34 70.86 135.88 127.34 140.31 井地波前角情 43.08 30.55 38.03 37.07 38.26 少数股係相当 -2.79 -5.01 -3.14 -4 年末 計画 -4 東流前角情 5.86 5.18 6.25 6.07 6.23 中馬寺公司神利湖 64.37 91.37 119.03 153 情報 5.86 5.18 6.25 6.07 6.23 中馬寺公司神利湖 64.37 91.37 119.03 153 負債合計 186.31 117.60 188.76 170.48 184.80 中馬寺公司神利湖 64.37 91.37 119.03 153 負債合計 186.31 117.60 188.76 170.48 184.80 中馬寺公司神利湖 61.58 86.37 115.89 127.27 260 日本											5. 58	5. 38
度付除故 107、34 70、86 135、88 127、34 140、31											177. 79	222. 02
其他流动負債       43.08       30.55       38.03       37.07       38.26       少数股东模益       -2.79       -5.01       -3.14       -4       -4       東流动負債       5.86       5.18       6.25       6.07       6.23       中馬本公司神利湖       64.37       91.37       119.03       153         长期積款       0.00 <t< td=""><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td>28. 46</td><td>35. 54</td></t<>											28. 46	35. 54
# 達动負債 5.86 5.18 6.25 6.07 6.23							-				149. 33	186. 47
長期情談											-4. 04	-5. 05
其他非流动负债       5.86       5.18       6.25       6.07       6.23       EPS (元)       0.54       0.54       0.71       0         负债合计       186.31       117.60       188.76       170.48       184.80         少款股库权益       6.10       17.54       14.40       10.36       5.32         資本公积       858.02       811.83       81.83 </td <td>非流动负债</td> <td>5. 86</td> <td>5. 18</td> <td>6. 25</td> <td>6. 07</td> <td>6. 23</td> <td>归属母公司净利润</td> <td>64. 37</td> <td>91. 37</td> <td>119. 03</td> <td>153. 37</td> <td>191. 52</td>	非流动负债	5. 86	5. 18	6. 25	6. 07	6. 23	归属母公司净利润	64. 37	91. 37	119. 03	153. 37	191. 52
負債合計       186.31       117.60       188.76       170.48       184.80         少夫販除未収益       6.10       17.54       14.40       10.36       5.32       主美財子比率         股本       120.00       168.31       168.31       168.31       168.31       168.31       168.31       20.21       金计手度       2022A       2023A       2024E       2025E       2025E       金社中度       2022A       2023A       2024E       2025E       2027A       204年度       2024A       2024A       2024A       2024A       2024A       2024B       2025E       2025E       2026E       2024E       2025E       2026E											260. 53	315. 12
主美対多比率         少数股东权益 股本       6.10       17.54       14.40       10.36       5.32         股本       120.00       168.31       168.31       168.31       168.31       24年度       2022A       2023A       2024E       2025         資本公积 自房供益 自房供益 自房供益 自房供本益 自信作放益 自信1.34       811.83       811.83       811.83       811.83       811.83       811.83       811.83       成本能力 管並收入(%)       23.44       2.39       26.97       24         現金流量本       現金流量本       141.89       1476.35       1562.46       1715.83       1907.35       普业权利润(%)       -56.39       59.74       62.72       34         現金流量本       東半度       東土利浦(%)       42.14       42.40       42.67       20.27       24         現金流量本       東半度       2022A       2023A       2024E       2025E       2026E       李利率(%)       42.14       42.40       42.68       43         会計學表別 海利湖       61.58       86.37       115.89       149.33       186.47       74       74       74       76       76       85.39       94.85       費力率(%)       4.54       6.19       7.62       8	其他非流动负债	5. 86	5. 18	6. 25	6. 07	6. 23	EPS(元)	0. 54	0. 54	0. 71	0. 91	1. 14
股本 120.00 168.31 168.31 168.31 168.31 3 811.83 811.83 811.83 811.83 811.83 811.83	负债合计	186. 31	117. 60	188. 76	170. 48	184. 80						
資本公积       858.02       811.83       818.87       92.81       82.82       82.87       82.82       82.82       73.69       927.21       营业收入(%)       23.44       2.39       26.97       24         (4) 持一棟       41.85       141.83       1476.35       156.46       1715.83       190.747       19.82       19.84       19.94       41.95       30.27       28         (4) 全計車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車車	少数股东权益	6. 10	17. 54	14. 40	10. 36	5. 32	主要财务比率					
留存收益 441. 64 496. 95 582. 32 735. 69 927. 21 营业收入(%) 23. 44 2. 39 26. 97 24 归属母公司股东权益 1418. 93 1476. 35 1562. 46 1715. 83 1907. 35 营业利润(%) -56. 39 59. 74 62. 72 34 負債和股本权益 1611. 34 1611. 49 1765. 62 1896. 67 2097. 47 归属母公司净利润(%) -49. 94 41. 95 30. 27 28 契利能力  東全流重東 2022A 2023A 2024E 2025E 2026E 净利率(%) 42. 14 42. 40 42. 68 43 43 43 45 45 46. 19 7. 62 86 45 45 45 45 46. 19 7. 62 86 45 45 45 45 45 45 45 45 45 45 45 45 45	股本	120. 00	168. 31	168. 31	168. 31	168. 31	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
四馬母公司股东权益	资本公积	858. 02	811.83	811.83	811.83	811.83	成长能力					
負債和股东权益       1611. 34       1611. 49       1765. 62       1896. 67       2097. 47       归属母公司净利润(%)       -49. 94       41. 95       30. 27       28         投資活業を       Q202A       2023A       2024E       2025E       2026E       净利单(%)       42. 14       42. 40       42. 68       43         接着功現金流       176. 40       68. 89       195. 47       124. 67       192. 22       ROE(%)       4. 54       6. 19       7. 62       8         净利润       61. 58       86. 37       115. 89       149. 33       186. 47       ROIC(%)       3. 73       6. 45       9. 69       11         折旧摊销       26. 62       48. 78       67. 87       85. 39       94. 85       会債権力       会債権力       201. 12       会債         投資損失       -1. 69       -5. 32       -9. 88       -9. 95       -9. 98       净負債比率(%)       11. 56       7. 30       10. 69       8         投資活动現金流       75. 79       19. 27       -11. 28       11. 04       -1. 67       建动比率       4. 56       5. 30       3. 63       4         投資活动現金流       -338. 53       -287. 30       -162. 45       -78. 17       -59. 02       普通							` '				24. 38	22. 18
							` '				34. 78	26. 01
現金流量表       単位:百万元       毛利率(%)       42.14       42.40       42.68       43         会计年度       2022A       2023A       2024E       2025E       2026E       神利率(%)       14.85       20.59       21.12       21         经营活动现金流       176.40       68.89       195.47       124.67       192.22       ROE(%)       4.54       6.19       7.62       8         净利润       61.58       86.37       115.89       149.33       186.47       ROIC(%)       3.73       6.45       9.69       11         折旧摊销       26.62       48.78       67.87       85.39       94.85       操債能力       株債能力       11.56       7.30       10.69       8         投資損失       -1.69       -5.32       -9.88       -9.95       -9.98       净负債比率(%)       11.56       7.30       10.69       8         投資損失       -1.69       -5.32       -9.88       -9.95       -9.98       净负债比率(%)       16.84       10.29       5.20       0         建資損金       -1.69       -5.32       -7.81       36.24       -107.31       -72.21       流动比率       5.03       6.30       4.18       5         投資指金       20.24       -7.81       36.24	负债和股东权益	1611. 34	1611. 49	1765. 62	1896. 67	2097. 47	, ,	-49. 94	41. 95	30. 27	28. 85	24. 88
会计年度       2022A       2023A       2024E       2025E       2026E       净利率(%)       14.85       20.59       21.12       21         经营活动现金流       176.40       68.89       195.47       124.67       192.22       ROE(%)       4.54       6.19       7.62       8         净利润       61.58       86.37       115.89       149.33       186.47       ROIC(%)       3.73       6.45       9.69       11         折旧摊销       26.62       48.78       67.87       85.39       94.85 <b>偿债能力 偿债能力</b> 11.56       7.30       10.69       8         投資損失       -1.69       -5.32       -9.88       -9.95       -9.98       净负债比率(%)       16.84       10.29       5.20       0         营运资金变动       29.42       -77.81       36.24       -107.31       -72.21       流动比率       5.03       6.30       4.18       5         共他经营现金流       75.79       19.27       -11.28       11.04       -1.67       建动比率       4.56       5.30       3.63       4         投資者初現金流       -338.53       -287.30       -162.45       -78.17       -59.02       普遍化力       普遍化力       2.23       2.05       2.33       2							<b>- 获利能力</b>					
Pan	现金流量表				单位:	百万元	毛利率(%)	42. 14	42. 40	42. 68	43. 06	43. 47
净利润       61.58       86.37       115.89       149.33       186.47       ROIC(%)       3.73       6.45       9.69       11         折旧摊销       26.62       48.78       67.87       85.39       94.85 <b>偿债能力</b> 财务费用       -15.31       -2.41       -3.39       -3.82       -5.25       资产负债率(%)       11.56       7.30       10.69       8         投资损失       -1.69       -5.32       -9.88       -9.95       -9.98       净负债比率(%)       16.84       10.29       5.20       0         营运资金变动       29.42       -77.81       36.24       -107.31       -72.21       流动比率       5.03       6.30       4.18       5         其他经营现金流       75.79       19.27       -11.28       11.04       -1.67       建动比率       4.56       5.30       3.63       4         投资活动现金流       -338.53       -287.30       -162.45       -78.17       -59.02       普运舱力       普运舱力         資本支出       249.47       297.68       150.15       75.08       50.30       总资产周转单       0.28       0.28       0.33       0         长期投资       75.11       30.15       -8.66       10.04       0.15       应收账款局特率       2.23       2.05 </td <td>会计年度</td> <td>2022A</td> <td>2023A</td> <td>2024E</td> <td>2025E</td> <td>2026E</td> <td>净利率(%)</td> <td>14. 85</td> <td>20. 59</td> <td>21. 12</td> <td>21. 88</td> <td>22. 37</td>	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率(%)	14. 85	20. 59	21. 12	21. 88	22. 37
折旧掉銷 26.62 48.78 67.87 85.39 94.85 <b>偿债舱力</b> 财务费用 -15.31 -2.41 -3.39 -3.82 -5.25 资产负债率(%) 11.56 7.30 10.69 8 报资损失 -1.69 -5.32 -9.88 -9.95 -9.98 净负债比率(%) 16.84 10.29 5.20 0 营运资金变动 29.42 -77.81 36.24 -107.31 -72.21 流动比率 5.03 6.30 4.18 5 其他经营现金流 75.79 19.27 -11.28 11.04 -1.67 速动比率 4.56 5.30 3.63 4 投资活动现金流 -338.53 -287.30 -162.45 -78.17 -59.02 <b>营运舱力</b> 资本支出 249.47 297.68 150.15 75.08 50.30 总资产周转率 0.28 0.28 0.33 0 长期投资 75.11 30.15 -8.66 10.04 0.15 应收账款周转率 2.23 2.05 2.33 2 其他投资现金流 -13.95 40.53 -20.95 6.95 -8.56 应付账款周转率 3.61 2.87 3.12 3 筹资活动现金流 -10.83 -34.02 -31.81 -4.85 5.29	经营活动现金流	176. 40	68. 89	195. 47	124. 67	192. 22	ROE(%)	4. 54	6. 19	7. 62	8. 94	10. 04
财务费用 -15.31 -2.41 -3.39 -3.82 -5.25 资产负债率(%) 11.56 7.30 10.69 8 投资损失 -1.69 -5.32 -9.88 -9.95 -9.98 净负债比率(%) 16.84 10.29 5.20 0 营运资金变动 29.42 -77.81 36.24 -107.31 -72.21 流动比率 5.03 6.30 4.18 5 其他经营现金流 75.79 19.27 -11.28 11.04 -1.67 速动比率 4.56 5.30 3.63 4 投资活动现金流 -338.53 -287.30 -162.45 -78.17 -59.02 营运能力 资本支出 249.47 297.68 150.15 75.08 50.30 总资产周转率 0.28 0.28 0.33 0 长期投资 75.11 30.15 -8.66 10.04 0.15 应收账款周转率 2.23 2.05 2.33 2 其他投资现金流 -13.95 40.53 -20.95 6.95 -8.56 应付账款周转率 3.61 2.87 3.12 3 等资活动现金流 -10.83 -34.02 -31.81 -4.85 5.29	净利润	61. 58	86. 37	115. 89	149. 33	186. 47	ROIC(%)	3. 73	6. 45	9. 69	11. 96	14. 56
投資損失 -1.69 -5.32 -9.88 -9.95 -9.98 净负债比率(%) 16.84 10.29 5.20 0 营运资金变动 29.42 -77.81 36.24 -107.31 -72.21 流动比率 5.03 6.30 4.18 5 其他经营现金流 75.79 19.27 -11.28 11.04 -1.67 速动比率 4.56 5.30 3.63 4 投資活动现金流 -338.53 -287.30 -162.45 -78.17 -59.02 营运舱力 资本支出 249.47 297.68 150.15 75.08 50.30 总资产周转率 0.28 0.28 0.33 0 长期投资 75.11 30.15 -8.66 10.04 0.15 应收账款周转率 2.23 2.05 2.33 2 其他投资现金流 -13.95 40.53 -20.95 6.95 -8.56 应付账款周转率 3.61 2.87 3.12 3 等责活动现金流 -10.83 -34.02 -31.81 -4.85 5.29	折旧摊销	26. 62	48. 78	67. 87	85. 39	94. 85	偿债能力					
营运资金变动       29. 42       -77. 81       36. 24       -107. 31       -72. 21       流动比率       5. 03       6. 30       4. 18       5         其他经营现金流       75. 79       19. 27       -11. 28       11. 04       -1. 67       建动比率       4. 56       5. 30       3. 63       4         投資活动現金流       -338. 53       -287. 30       -162. 45       -78. 17       -59. 02       普运舱力       ***       ***       ***       ***       ***       0. 28       0. 28       0. 33       0         长期投資       75. 11       30. 15       -8. 66       10. 04       0. 15       应收账款周转率       2. 23       2. 05       2. 33       2         其他投資现金流       -13. 95       40. 53       -20. 95       6. 95       -8. 56       应付账款周转率       3. 61       2. 87       3. 12       3         每方动现金流       -10. 83       -34. 02       -31. 81       -4. 85       5. 29       每股指标(元)       每股指标(元)	财务费用	-15. 31	-2. 41	-3. 39	-3. 82	-5. 25	资产负债率(%)	11. 56	7. 30	10. 69	8. 99	8. 81
其他经营现金流 75.79 19.27 -11.28 11.04 -1.67 速动比率 4.56 5.30 3.63 4 投责活动现金流 -338.53 -287.30 -162.45 -78.17 -59.02 营运能力  资本支出 249.47 297.68 150.15 75.08 50.30 总资产周转率 0.28 0.28 0.33 0 长期投资 75.11 30.15 -8.66 10.04 0.15 应收账赦周转率 2.23 2.05 2.33 2 其他投资现金流 -13.95 40.53 -20.95 6.95 -8.56 应付账款周转率 3.61 2.87 3.12 3 等责活动现金流 -10.83 -34.02 -31.81 -4.85 5.29 每股指标 (元)	投资损失	-1. 69	-5. 32	-9. 88	-9. 95	-9. 98	净负债比率(%)	16. 84	10. 29	5. 20	0. 68	0. 64
投責活动現金流 -338.53 -287.30 -162.45 -78.17 -59.02 <b>营运能力</b> 資本支出 249.47 297.68 150.15 75.08 50.30 总資产周转率 0.28 0.28 0.33 0 长期投資 75.11 30.15 -8.66 10.04 0.15 应收账款周转率 2.23 2.05 2.33 2 其他投資現金流 -13.95 40.53 -20.95 6.95 -8.56 应付账款周转率 3.61 2.87 3.12 3 舞責活动現金流 -10.83 -34.02 -31.81 -4.85 5.29 <b>每股指标(元)</b>	营运资金变动	29. 42	-77. 81	36. 24	-107. 31	-72. 21	流动比率	5. 03	6. 30	4. 18	5. 44	6. 29
資本支出     249. 47     297. 68     150. 15     75. 08     50. 30           ら資产周转率      0. 28     0. 28     0. 33     0       长期投资     75. 11     30. 15     -8. 66     10. 04     0. 15     应收账款周转率     2. 23     2. 05     2. 33     2       其他投资现金流     -13. 95     40. 53     -20. 95     6. 95     -8. 56     应付账款周转率     3. 61     2. 87     3. 12     3       等责活动现金流     -10. 83     -34. 02     -31. 81     -4. 85     5. 29     每股指标 (元)	其他经营现金流	75. 79	19. 27	-11. 28	11. 04	-1. 67	速动比率	4. 56	5. 30	3. 63	4. 63	5. 37
长期投资 75.11 30.15 -8.66 10.04 0.15 应收账款周转率 2.23 2.05 2.33 2 其他投资现金流 -13.95 40.53 -20.95 6.95 -8.56 应付账款周转率 3.61 2.87 3.12 3 等责活动现金流 -10.83 -34.02 -31.81 -4.85 5.29 每股指标(元)	投资活动现金流	-338. 53	-287. 30	-162. 45	-78. 17	-59. 02	营运能力					
其他投資现金流 -13.95 40.53 -20.95 6.95 -8.56 应付账款周转率 3.61 2.87 3.12 3 筹责活动现金流 -10.83 -34.02 -31.81 -4.85 5.29 <b>每股指标(元)</b>	资本支出	249. 47	297. 68	150. 15	75. 08	50. 30	总资产周转率	0. 28	0. 28	0. 33	0. 38	0. 43
等责活动现金流 -10.83 -34.02 -31.81 -4.85 5.29	长期投资	75. 11	30. 15	-8. 66	10.04	0. 15	应收账款周转率	2. 23	2. 05	2. 33	2. 48	2. 76
	其他投资现金流	-13. 95	40. 53	-20. 95	6. 95	-8. 56	应付账款周转率	3. 61	2. 87	3. 12	3. 03	3. 62
短期借款 30.03 -19.02 -2.41 -8.60 0.00 每股收益(最新掉滓) 0.38 0.54 0.71 0	筹资活动现金流	-10. 83	-34. 02	-31.81	-4. 85	5. 29	每股指标(元)					
	短期借款	30. 03	-19. 02	-2. 41	-8. 60	0.00	每股收益(最新摊薄)	0. 38	0. 54	0. 71	0. 91	1. 14

0.00

0.00

0.00

3. 75

41.65

0.00

0.00

0.00

5. 29

138. 49

0.00

0.00

0.00

-29. 41

1. 20

每股净资产(最新摊薄)

估值比率

EV/EBITDA

P/E

P/B

每股经营现金流(最新摊薄)

1.05

8. 43

38. 30

1.74

32. 89

0.41

8. 77

26. 98

1. 67

16. 03

1. 16

9. 28

20. 72

1.58

10.40

资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

0.00

0.00

13. 20

-54.06

-165. 94

0.00

48. 31

-46. 19

-17. 12

-250. 96

长期借款

普通股增加

现金净增加额

资本公积增加

其他筹资现金流

1.14

11. 33

12. 87

1. 29

6. 51

0.74

10. 19

16.08

1.44

7. 88





## 投资评级说明:

(1) 公	<b>;</b> 司评级定义		(2)	行业评级定义	
买入	预计未来6个月内,	股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来6个月内,	行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来6个月内,	股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来6个月内,	行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内,	股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内,	行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内,	股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上			

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,以勤勉的职业态度,独立、客观地 出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力,本报告清晰 准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论,结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议,并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式,指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称"本公司")在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布,仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告,则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议,国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠,但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有,未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,如需引用或转载本报告,务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥		上海			
地址: 妄	-徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心	地址:上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16			
A 座国元	证券	楼国元证券			
邮编:	230000	邮编:	200135		
传真:	(0551) 62207952	传真:	(021) 68869125		
		电话:	(021) 51097188		