

盐津铺子(002847.SZ)

优于大市

渠道策略调整致三季度收入增速放缓,盈利能力较快提升

核心观点

公司公布 2025 年三季度业绩: 3025 实现营业总收入 14.9 亿元, 同比+6.0%; 实现归母净利润 2.3 亿元,同比+33.5%;实现扣非归母净利润 2.2 亿元,同 比.+45.0%。

Q3 收入增速放缓,系渠道端主动调整。Q3 公司收入同比+6.0%,增速环比有所 放缓, 主要系公司主动调整渠道结构, 收缩了电商渠道部分低毛利品类的销 售。分品类看,核心品类大魔王魔芋延续强劲增长,预计仍实现翻倍式增长, 持续贡献主要增量。分渠道看,定量流通渠道增速领衔,量贩零食渠道维持 较高增速,电商渠道 Q3 收入下滑接近 40%,系主要拖累。

Q3 盈利能力大幅提升,着力提升经营质量。1)毛利率端,受益于公司产品结 构的优化,大单品占比进一步提升, Q3 毛利率在原料成本高位的情况下仍 有 1pp 的同比提升。2)费用有效管控,销售费用率同比-3.5pp,与公司主 动调整电商渠道有关,减少了低回报率的部分线上营销费用投入。管理/研 发/财务费用率分别同比+0.1/-0.2/+0.3pp, 变化不大。Q3归母净利率达 15.6%, 同比+3.2pp、环比+2.1pp, 均有显著改善。

盈利预测与投资建议:综合来看, Q3 公司经营上更加注重增长质量, 尤其是 核心品类的全渠道布局、核心品牌的建设。"大魔王"品牌在麻酱魔芋赛道 已建立起强大的市场认知与消费者心智影响力,目前在线下渠道仍有较大渗 透空间,成为后续公司增长的稳定支撑。此外,渠道建设也在有效推进,公 司在巩固量贩零食渠道优势的同时,凭借大魔王系列在定量流通取得较大突 破,近期在头部高端会员店上市第二款鹌鹑蛋产品,全渠道布局日趋完善。 Q3 电商渠道调整预计接近尾声,我们预计 Q4 开始公司增长动能将逐步恢复, 建议持续关注公司核心品类渠道扩张情况、新品表现。考虑到电商渠道策略 调整幅度较大,相应地,整体盈利水平中枢抬高,我们小幅下调 2025-2027 年收入预测, 并小幅上调 2025-2027 年利润预测: 预计 2025-2027 年公司实 现营业总收入 60. 1/70. 0/80. 1 亿元(前预测值 63. 3/75. 7/88. 3 亿元),同 比+13.4%/+16.4%/+14.4%; 实现归母净利润8.3/10.2/12.7亿元(前预测值 8. 0/9. 8/12. 7 亿元),同比+29. 7%/+23. 0%/+24. 2%; EPS 分别为

3. 04/3. 74/4. 65 元;当前股价对应 PE 分别为 23/19/15 倍。公司供应链优 势突出、大单品打造能力不断强化, 且持续通过现金分红及股份回购的方式 加强股东回报,维持"优于大市"评级。

风险提示: 宏观经济增长受外部环境变化的负面影响; 行业竞争加剧; 原材料价 格大幅上涨;渠道拓展进程不及预期。

| 盈利预测和财务指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4, 115 | 5, 304 | 6, 015 | 7, 000 | 8, 009 |
| (+/-%) | 42. 2% | 28. 9% | 13. 4% | 16. 4% | 14. 4% |
| 归母净利润(百万元) | 506 | 640 | 830 | 1021 | 1268 |
| (+/-%) | 67. 8% | 26. 5% | 29. 7% | 23. 0% | 24. 2% |
| 每股收益 (元) | 2. 58 | 2. 35 | 3. 04 | 3. 74 | 4. 65 |
| EBIT Margin | 13.8% | 11. 8% | 14. 8% | 15. 6% | 17. 0% |
| 净资产收益率(ROE) | 35. 0% | 36. 9% | 38. 9% | 37. 1% | 38. 4% |
| 市盈率(PE) | 27. 1 | 29.8 | 23. 0 | 18. 7 | 15. 1 |
| EV/EBITDA | 21. 0 | 25. 9 | 20. 2 | 16. 6 | 13. 5 |
| 市净率(PB) | 9. 48 | 11.00 | 8. 94 | 6. 94 | 5. 77 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究・财报点评

食品饮料・休闲食品

证券分析师:张向伟

证券分析师: 杨苑 021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn \$0980523090001

\$0980523090003

基础数据

投资评级 合理估值 收盘价 总市值/流通市值 52 周最高价/最低价 近3个月日均成交额

69.95 元 19081/17188 百万元 99.98/49.04 元

优于大市(维持)

277.55 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《盐津铺子(002847.SZ)-2025年上半年魔芋品类放量,盈利水 平提升》 --2025-08-21

《盐津铺子(002847. SZ)-2025 年第一季度收入同比+25. 7%, 魔 芋大单品多渠道畅销》 -2025-04-27

《盐津铺子(002847. SZ)-第三季度收入同比增长 26. 2%, 盈利 能力受税率波动影响》 -2024-10-30

《盐津铺子(002847.SZ)-第二季度收入同比增长23%,着力打 告品类品牌》 -2024-08-09

《盐津铺子(002847. SZ)-上半年收入增速 27%-32%, 业绩成长 性仍强》 ----2024-07-14



公司公布 2025 年三季度业绩: 3Q25 实现营业总收入 14.9 亿元, 同比+6.0%; 实现归母净利润 2.3 亿元, 同比+33.5%; 实现扣非归母净利润 2.2 亿元, 同比+45.0%。

Q3 收入增速放缓,系渠道端主动调整。Q3 公司收入同比+6.0%,增速环比有所放缓,主要系公司主动调整渠道结构,收缩了电商渠道部分低毛利品类的销售。分品类看,核心品类大魔王魔芋延续强劲增长,预计仍实现翻倍式增长,持续贡献主要增量。分渠道看,定量流通渠道增速领衔,量贩零食渠道维持较高增速,电商渠道Q3 收入下滑接近 40%,系主要拖累。

Q3 盈利能力大幅提升,着力提升经营质量。1)毛利率端,受益于公司产品结构的优化,大单品占比进一步提升,Q3 毛利率在原料成本高位的情况下仍有 1pp 的同比提升。2)费用有效管控,销售费用率同比-3.5pp,与公司主动调整电商渠道有关,减少了低回报率的部分线上营销费用投入。管理/研发/财务费用率分别同比+0.1/-0.2/+0.3pp,变化不大。Q3 归母净利率达 15.6%,同比+3.2pp、环比+2.1pp,均有显著改善。

盈利预测与投资建议:综合来看,Q3公司经营上更加注重增长质量,尤其是核心品类的全渠道布局、核心品牌的建设。"大魔王"品牌在麻酱魔芋赛道已建立起强大的市场认知与消费者心智影响力,目前在线下渠道仍有较大渗透空间,成为后续公司增长的稳定支撑。此外,渠道建设也在有效推进,公司在巩固量贩零食渠道优势的同时,凭借大魔王系列在定量流通取得较大突破,近期在头部高端会员店上市第二款鹌鹑蛋产品,全渠道布局日趋完善。Q3电商渠道调整预计接近尾声,我们预计Q4开始公司增长动能将逐步恢复,建议持续关注公司核心品类渠道扩张情况、新品表现。考虑到电商渠道策略调整幅度较大,相应地,整体盈利水平中枢抬高,我们小幅下调2025-2027年收入预测,并小幅上调2025-2027年利润预测:预计2025-2027年公司实现营业总收入60.1/70.0/80.1亿元(前预测值63.3/75.7/88.3亿元),同比+13.4%/+16.4%/+14.4%; 实现归母净利润8.3/10.2/12.7亿元(前预测值8.0/9.8/12.7亿元),同比+29.7%/+23.0%/+24.2%; EPS分别为3.04/3.74/4.65元;当前股价对应PE分别为23/19/15倍。公司供应链优势突出、大单品打造能力不断强化,且持续通过现金分红及股份回购的方式加强股东回报,维持"优于大市"评级。

风险提示

宏观经济增长受外部环境变化的负面影响;行业竞争加剧;原材料价格大幅上涨;渠 道拓展进程不及预期。

表1: 盈利预测调整表

| 项目 | 原 | 预测 (调整前 | j) | 现预测(调整后) | | | 调整幅度 | | |
|------------|--------|---------|------------|----------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 74.0 | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入(百万元) | 6, 330 | 7, 575 | 8, 830 | 6, 015 | 7, 000 | 8, 009 | -315 | -574 | -821 |
| 收入同比增速% | 19. 3% | 19. 7% | 16. 6% | 13. 4% | 16. 4% | 14. 4% | -5. 9% | -3.3% | -2. 2% |
| 毛利率% | 29. 1% | 29. 3% | 30. 8% | 30. 5% | 31. 3% | 32. 4% | 1.5% | 2. 0% | 1. 6% |
| 销售费用率% | 10. 6% | 10. 5% | 10. 5% | 10. 2% | 10. 4% | 10. 3% | -0.4% | -0.1% | -0. 2% |
| 归母净利率% | 12. 6% | 12. 9% | 14. 4% | 13. 8% | 14. 6% | 15. 8% | 1. 2% | 1. 7% | 1. 5% |
| 归母净利润(百万元) | 799 | 976 | 1, 268 | 830 | 1, 021 | 1, 268 | 31 | 45 | 0 |
| 归母净利润同比增速% | 24. 8% | 22. 2% | 29. 9% | 29. 7% | 23. 0% | 24. 2% | 4. 8% | 0.8% | -5. 7% |
| EPS(元) | 2. 93 | 3. 58 | 4. 65 | 3. 04 | 3. 74 | 4. 65 | 0. 11 | 0. 16 | 0. 00 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



表2: 可比公司估值表(2025年10月28日)

| 代码 | 公司简称 | PE-TTM | 股价 | EPS | | P | E | 总市值 | 投资评级 |
|------------|---------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-----|------|
| באטו | A MINIO | | ALVI | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 亿元 | |
| 002847. SZ | 盐津铺子 | 25. 4 | 69. 95 | 3. 04 | 3. 74 | 23. 0 | 18. 7 | 191 | 优于大市 |
| 9985. HK | 卫龙美味 | 22. 0 | 10. 90 | 0. 61 | 0. 74 | 18. 0 | 14. 7 | 265 | 优于大市 |
| 002991. SZ | 甘源食品 | 17. 8 | 54. 39 | 2. 59 | 3. 30 | 21. 0 | 16. 5 | 51 | 中性 |
| 002557. SZ | 洽洽食品 | 28. 3 | 21. 91 | 0. 72 | 1. 18 | 30. 3 | 18. 5 | 111 | 优于大市 |

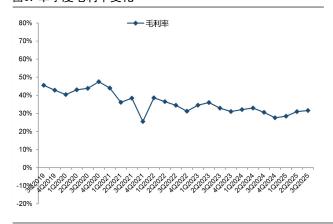
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 单季度营业收入及增速



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 单季度毛利率变化



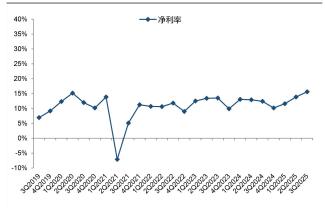
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季度归母净利润及增速



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季度归母净利润率变化



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



财务预测与估值

| 映画性の | 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--|---------------|---------|---------|-------|-------|--------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 特別の | 现金及现金等价物 | 310 | 235 | 509 | 500 | 918 | 营业收入 | 4115 | 5304 | 6015 | 7000 | 8009 |
| 対極液性性 | 应收款项 | 227 | 277 | 297 | 338 | 373 | 营业成本 | 2735 | 3676 | 4178 | 4810 | 5413 |
| | 存货净额 | 594 | 744 | 847 | 969 | 1060 | 营业税金及附加 | 33 | 40 | 48 | 56 | 64 |
| 日記 | 其他流动资产 | 172 | 146 | 150 | 168 | 168 | 销售费用 | 516 | 663 | 613 | 728 | 825 |
| | 流动资产合计 | 1304 | 1402 | 1803 | 1974 | 2519 | 管理费用 | 183 | 219 | 219 | 246 | 272 |
| 接触機模接換 20 255 283 308 328 投資報益 0 10 20 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 | 固定资产 | 1168 | 1710 | 2335 | 2828 | 2986 | 研发费用 | 80 | 80 | 72 | 77 | 80 |
| 大照殿校投資 | 无形资产及其他 | 198 | 245 | 245 | 245 | 245 | 财务费用 | 16 | 13 | 19 | 22 | 17 |
| 時期較枝疾 0 0 0 0 0 0 0 時代 (48) 27 20 32 34 接戶估計 2870 3612 4666 5354 678 担便协公 (48) 27 29 32 34 短間情談及京營性金融 技術情態 600 334 646 520 520 营业利利 584 719 966 1170 1452 政力債債計 600 334 973 110 520 費利利債 564 712 966 110 146 大規前數及向付债券 1376 1512 1463 2031 2193 所得限費用 60 40 830 1021 1268 大財間放放向付债券 136 5151 461 461 461 少数股底有域 80 640 830 1021 1268 大財間放債債券 136 251 461 461 461 461 462 462 462 462 462 462 462 462 462 <td>投资性房地产</td> <td>200</td> <td>255</td> <td>283</td> <td>308</td> <td>328</td> <td></td> <td>0</td> <td>(2)</td> <td>0</td> <td>0</td> <td>0</td> | 投资性房地产 | 200 | 255 | 283 | 308 | 328 | | 0 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| おきられ | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | (1) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期備款及交易性金融 负债 | | 2870 | 3612 | 4666 | 5354 | 6078 | | | 27 | 29 | 32 | 34 |
| 应付款項 608 849 973 1107 1231 营业外净收支 (10) (7) (20) (6) (6) (4) 其他流动负债 470 322 350 404 442 利潤怠額 574 712 946 1164 1446 流动负债合计 1376 1512 1963 2031 2193 所得极费用 61 72 123 151 188 长期借款及应付债券 0 261 461 461 461 0数股东损益 8 1 (7) (8) (10) 其他长期负债 32 66 70 79 87 月漏干母公司净利润 506 640 830 1021 1268 非流动负债合计 32 326 531 540 548 <u>月漏干母公司净利润 506 640 830 1021 1268</u> 护液动负债合计 1408 1838 2494 2571 2741 净利润 506 640 830 1021 1268 少数股东权益 15 39 36 34 31 资产的 540 548 少数股东权益 15 39 36 34 31 资产的 540 548 股东权益 1447 1735 2135 2749 3306 折旧摊销 152 183 174 213 249 负债和股东权益总计 2870 3612 4666 5354 6078 所务费用 16 13 174 213 249 类键财务与估值指标 2023 2024 2025E 2026E 2027E | 短期借款及交易性金融 | | | | | | | | | | | |
| 其他流动负债 470 322 350 404 442 判測整額 574 712 946 1446 1446 流动负债合计 1376 1512 1963 2031 2193 所得税费用 61 72 123 151 188 长期備款及应付债券 0 261 461 461 461 少数股东损益 8 1 770 68 100 其被动负债计 32 656 70 79 87 月属于母公司净利润 506 640 830 1021 1268 事被动负债计 1408 1838 249 2571 2741 净利润 506 640 830 1021 1268 少数股东权益 15 39 36 34 31 资产减值准备 16 (12) 50 2 12 14 投資和股股 16 1437 1735 2135 2135 2479 3306 托田摊销 152 183 14 202 14 投資和股股 16 1437 1735 2135 2479 2076 2076 2076 2076 | | | | | | | | | | | | |
| 議動负債合計 1376 1512 1963 2031 2193 所得根费用 61 72 123 151 1818 長期備款及应付债券 0 261 461 461 461 少数股东损益 8 1 (7) (8) (10) 其他长期负债 32 65 70 79 87 月属于母公司净利润 506 640 830 1021 1268 非流动负債合计 32 326 531 540 548 月水内 2021 2022 2024 2025 2026 2025 负债合计 1408 1838 2494 2571 2741 净利润 506 640 830 1021 1268 少数股东权益 15 39 36 34 31 资产减值准备 16 (12) 5 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 | | | | | | | | | | | | |
| 接照情談及应付债券 の 261 461 461 461 461 少数股东损益 8 1 (7) (8) 102 其他长期负债 32 65 70 79 87 月展于公司争利润 506 640 830 1021 1268 事流功負債合計 32 326 531 540 548 現金流量表(百万元) 2023 2024 2025E 2026E 2027E 负债合计 1408 1838 2494 2571 2741 净利润 506 640 830 1021 1268 少数股东权益 15 39 36 34 31 资产权值准备 16 (12) 5 2 2 1 1 | | | | | | | | | | | | |
| 其他长期负债 32 65 70 79 87 月順子母公司浄利润 506 640 830 1021 1288 非流动负债合针 32 326 531 540 548 現金計畫表(百万元) 2023 2024 2025 2026 20276 负债合针 1408 1838 2494 2571 2741 季利润 506 640 830 1021 1268 少数股东权益 147 1735 2745 2749 3306 折旧摊销 152 183 174 213 249 负债和股东权益計 2670 3612 4666 5354 6078 2026年 2027E 2026年 116 133 174 213 249 美健財务与估值指标 2023 2024 2025E 2026E 2027E 2027E 2027E 2027E 2027E 2027E | | | | | | | | | | | | |
| 非流动负债合计 32 326 531 540 548 现金流量表(百万元) 2023 2024 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2026 2021 1 2020 2024 2025 2021 2749 3306 344 31 资产液值准备 16 (12) 5 2 1 1 股票校益 16 12 25 2 1 2 2 2 1 2 <t< td=""><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></t<> | | | | | | | | | | | | |
| 负债合计 1408 1838 2494 2571 2741 净利润 506 640 830 1021 1268 少数股东权益 15 39 36 34 31 资产或值准备 16 (12) 5 2 1 股东权益 1447 1735 2135 2749 3306 折旧摊销 152 183 174 213 249 负债和股东权益总计 2870 3612 4666 5354 6078 公允价值变动损失 1 0 0 0 0 0 支債利利原东权益总计 2870 2024 2025E 2026E 2027E 营运资本变动 138 (11) 29 17 42 每股收益 2.58 2.35 3.04 3.74 4.65 其它 (148) 434 7 12 6 每股紅利 1.50 1.60 2.13 2.62 3.25 经营活动现金施 664 1134 1045 1266 4080 70 0 0 0 | | 32 | 65 | 70 | 79 | 87 | | 506 | 640 | 830 | 1021 | 1268 |
| 少数股东权益 15 39 36 34 31 资产减值准备 16 (12) 55 2 1 放债和股东权益总计 1447 1735 2135 2749 3306 折旧摊销 152 183 174 213 249 负债和股东权益总计 2870 3612 4666 5354 6078 公允价值变动损失 1 0 0 0 0 0 美練財务与估值指标 2023 2024 2025 2026 2027E 营运资本变动 138 (111) 29 17 42 每股收益 2.58 2.35 3.04 3.74 4.65 其它 (148) 434 7 12 6 每股至利 1.50 1.60 2.13 2.62 3.25 经营活动现金流 664 1134 1045 1266 1566 每股净资产 7.38 6.36 7.82 10.08 12.12 经营活动现金流 664 1134 1045 1266 1566 日股净净资产 7.38 <t< td=""><td>非流动负债合计</td><td>32</td><td>326</td><td>531</td><td>540</td><td>548</td><td>现金流量表(百万元)</td><td>2023</td><td>2024</td><td>2025E</td><td>2026E</td><td>2027E</td></t<> | 非流动负债合计 | 32 | 326 | 531 | 540 | 548 | 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 股东权益 1447 1735 2135 2749 3306 折旧摊销 152 183 174 213 249 负债和股东权益总计 2870 3612 4666 5354 6078 公允价值变动损失 1 0 0 0 0 0 类键财务与估值指标 2023 2024 2025E 2026E 2027E 营运资本变动 138 (111) 29 17 42 每股收益 2.58 2.35 3.04 3.74 4.65 其它 (148) 434 7 12 6 每股红利 1.50 1.60 2.13 2.62 3.25 经营活动现金流 664 1134 1045 1266 1566 每股净资产 7.38 6.36 7.82 10.08 12.12 资本开支 (347) (783) (808) (708) 408) ROIC 28.62% 26.96% 27% 27% 31% 其它投资现金施 26 (755) (808) (708) 408) EBIT Margin 14 12% 15% 16% 17% 长期贷款股款增加 (137) 261 20 | 负债合计 | 1408 | 1838 | 2494 | 2571 | 2741 | 净利润 | 506 | 640 | 830 | 1021 | 1268 |
| | 少数股东权益 | 15 | 39 | 36 | 34 | 31 | | 16 | (12) | 5 | 2 | 1 |
| 大練財务与估值指标 2023 2024 2025E 2026E 2027E 营运资本变动 16 13 19 22 17 英練財务与估值指标 2023 2024 2025E 2026E 2027E 营运资本变动 138 (111) 29 17 42 每股收益 2.58 2.35 3.04 3.74 4.65 其它 (148) 434 7 12 6 每股红利 1.50 1.60 2.13 2.62 3.25 经营活动现金流 664 1134 1045 1266 1566 每股净资产 7.38 6.36 7.82 10.08 12.12 资本开支 (347) (783) (808) (708) (408) ROIC 28.62% 26.96% 27% 27% 31% 投资技资和股资和现金流 51 28 0 0 0 ROIC 34.95% 36.89% 37% 31% 投资抵金和股资和现金流 (296) (755) (808) (708) 0 EBIT Margin 14% 12%< | 股东权益 | 1447 | 1735 | 2135 | 2749 | 3306 | | 152 | 183 | 174 | 213 | 249 |
| 关键财务与估值指标 2023 2024 2025E 2026E 2027E 营运资本变动 138 (111) 29 17 42 每股收益 2.58 2.35 3.04 3.74 4.65 其它 (148) 434 7 12 6 每股红利 1.50 1.60 2.13 2.62 3.25 经营活动现金流 664 1134 1045 1266 1566 每股净资产 7.38 6.36 7.82 10.08 12.12 资本开支 (347) (783) (808) (708) (408) ROIC 28.62% 26.96% 27% 27% 31% 其它投资现金流 51 28 0 0 0 0 ROIC 28.62% 26.96% 27% 27% 31% 其它投资和现金流 (296) (755) (808) (708) (408) EAIT 34% 31% 31% 32% 权益性融资 0 36 0 0 0 0 0 0 0 <td< td=""><td>负债和股东权益总计</td><td>2870</td><td>3612</td><td>4666</td><td>5354</td><td>6078</td><td></td><td>1</td><td>0</td><td>0</td><td>0</td><td>0</td></td<> | 负债和股东权益总计 | 2870 | 3612 | 4666 | 5354 | 6078 | | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毎股收益 2.58 2.35 3.04 3.74 4.65 其它 (148) 434 7 12 6 | | | | | | | | 16 | 13 | 19 | 22 | 17 |
| 毎般紅利 1.50 1.60 2.13 2.62 3.25 経营活动现金流 664 1134 1045 1266 1566 年服净资产 7.38 6.36 7.82 10.08 12.12 资本开支 (347) (783) (808) (708) (408) ROIC 28.62% 26.96% 27% 27% 31% 其它投资现金流 51 28 0 0 0 0 6 ROE 34.95% 36.89% 39% 37% 38% 投资活动现金流 (296) (755) (808) (708) (408) 毛利率 34% 31% 31% 31% 32% 权益性融资 0 36 30 0 0 0 6 EBIT Margin 14% 12% 15% 16% 17% 长期贷款增加 (137) 261 200 0 0 6 EBITDA Margin 18% 15% 18% 19% 20% 支付股利、利息 (220) (477) (437) (576) (709) 收入增长 42% 29% 13% 16% 14% 其它融资现金流 (296) (477) (437) (576) (709) 分为增长率 68% 27% 30% 23% 24% 融资活动现金流 (255) (452) 37 (729) (740) 资产负债率 50% 52% 54% 49% 46% 现金净变动 113 (73) 274 (171) 418 股息率 1.5% 2.3% 3.0% 3.7% 4.7% 货币资金的期初余额 191 304 231 505 334 752 | 关键财务与估值指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 营运资本变动 | 138 | (111) | 29 | 17 | 42 |
| 毎股净资产 7. 38 6. 36 7. 82 10. 08 12. 12 资本开支 (347) (783) (808) (708) (408) ROIC 28. 62% 26. 96% 27% 27% 31% 其它投资现金流 51 28 0 0 0 0 ROE 34. 95% 36. 89% 39% 37% 38% 投资活动现金流 (296) (755) (808) (708) (408) 毛利率 34% 31% 31% 31% 31% 32% 权益性融资 0 36 0 0 0 0 EBIT Margin 14% 12% 15% 16% 17% 长期贷款增加 (137) 261 200 0 0 0 EBITDA Margin 18% 15% 18% 19% 20% 支付股利、利息 (220) (477) (437) (576) (709) 收入增长 42% 29% 13% 16% 14% 其它融资现金流 103 (272) 274 (152) (31) 净利润增长率 68% 27% 30% 23% 24% 融资活动现金流 (255) (452) 37 (729) (740) 资产负债率 50% 52% 54% 49% 46% 现金净变动 113 (73) 274 (171) 418 股息率 1. 5% 2. 3% 3. 0% 3. 7% 4. 7% 货币资金的期初余额 191 304 231 505 334 752 | 每股收益 | 2. 58 | 2. 35 | 3. 04 | 3. 74 | 4. 65 | 其它 | (148) | 434 | 7 | 12 | 6 |
| ROIC 28. 62% 26. 96% 27% 27% 31% 其它投资现金流 51 28 0 0 0 0 ROE 34. 95% 36. 89% 39% 37% 38% 投资活动现金流 (296) (755) (808) (708) (408) 毛利率 34% 31% 31% 31% 32% 权益性融资 0 36 0 0 0 0 EBIT Margin 14% 12% 15% 16% 17% 长期贷款增加 (137) 261 200 0 0 0 EBITDA Margin 18% 15% 18% 19% 20% 支付股利、利息 (220) (477) (437) (576) (709) 收入增长 42% 29% 13% 16% 14% 其它融资现金流 103 (272) 274 (152) (31) 净利润增长率 68% 27% 30% 23% 24% 融资活动现金流 (255) (452) 37 (729) (740) 资产负债率 50% 52% 54% 49% 46% 现金净变动 113 (73) 274 (171) 418 股息率 1.5% 2.3% 3.0% 3.7% 4.7% 货币资金的期初余额 191 304 231 505 334 752 | 每股红利 | 1.50 | 1. 60 | 2. 13 | 2. 62 | 3. 25 | 经营活动现金流 | 664 | 1134 | 1045 | 1266 | 1566 |
| ROE 34.95% 36.89% 39% 37% 38% 投资活动现金流 (296) (755) (808) (708) (408) 毛利率 34% 31% 31% 31% 32% 权益性融资 0 36 0 0 0 0 EBIT Margin 14% 12% 15% 16% 17% 长期贷款增加 (137) 261 200 0 0 0 EBITDA Margin 18% 15% 18% 19% 20% 支付股利、利息 (220) (477) (437) (576) (709) 收入增长 42% 29% 13% 16% 14% 其它融资现金流 103 (272) 274 (152) (31) 净利润增长率 68% 27% 30% 23% 24% 融资活动现金流 (255) (452) 37 (729) (740) 资产负债率 50% 52% 54% 49% 46% 现金净变动 113 (73) 274 (171) 418 股息率 1.5% 2.3% 3.0% 3.7% 4.7% 货币资金的期初余额 191 304 231 505 334 752 | 每股净资产 | 7. 38 | 6. 36 | 7. 82 | 10.08 | 12. 12 | 资本开支 | (347) | (783) | (808) | (708) | (408) |
| EAT P/E 14 34 31 31 31 31 32 4 校益性融资 0 36 0 0 0 0 0 EBIT Margin 14 12 15 15 16 16 17 长期贷款增加 (137) 261 200 0 0 EBITDA Margin 18 15 15 18 19 20 支付股利、利息 (220) (477) (437) (576) (709) 收入增长 42 29 13 13 16 14 其它融资现金流 103 (272) 274 (152) (31) 净利润增长率 68 27 30 23 24 融资活动现金流 (255) (452) 37 (729) (740) 资产负债率 50 52 54 49 49 46 现金净变动 113 (73) 274 (171) 418 股息率 1.5 2.3 3.0 3.7 4.7 货币资金的期初余额 191 304 231 505 334 752 | ROIC | 28. 62% | 26. 96% | 27% | 27% | 31% | 其它投资现金流 | 51 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin 14% 12% 15% 16% 17% 长期贷款增加 (137) 261 200 0 0 EBITDA Margin 18% 15% 18% 19% 20% 支付股利、利息 (220) (477) (437) (576) (709) 收入增长 42% 29% 13% 16% 14% 其它融资现金流 103 (272) 274 (152) (31) 净利润增长率 68% 27% 30% 23% 24% 融资活动现金流 (255) (452) 37 (729) (740) 资产负债率 50% 52% 54% 49% 46% 现金净变动 113 (73) 274 (171) 418 股息率 1.5% 2.3% 3.0% 3.7% 4.7% 货币资金的期初余额 191 304 231 505 334 752 P/E 27.1 29.8 23.0 18.7 15.1 货币资金的期未余额 304 231 505 334 752 | ROE | 34. 95% | 36. 89% | 39% | 37% | 38% | 投资活动现金流 | (296) | (755) | (808) | (708) | (408) |
| EBITDA Margin 18% 15% 18% 19% 20% 支付股利、利息 (220) (477) (437) (576) (709) 收入增长 42% 29% 13% 16% 14% 其它融资现金流 103 (272) 274 (152) (31) 净利润增长率 68% 27% 30% 23% 24% 融资活动现金流 (255) (452) 37 (729) (740) 资产负债率 50% 52% 54% 49% 46% 现金净变动 113 (73) 274 (171) 418 股息率 1.5% 2.3% 3.0% 3.7% 4.7% 货币资金的期初余额 191 304 231 505 334 P/E 27.1 29.8 23.0 18.7 15.1 货币资金的期末余额 304 231 505 334 752 | 毛利率 | 34% | 31% | 31% | 31% | 32% | 权益性融资 | 0 | 36 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 42% 29% 13% 16% 14% 其它融资现金流 103 (272) 274 (152) (31) 净利润增长率 68% 27% 30% 23% 24% 融资活动现金流 (255) (452) 37 (729) (740) 资产负债率 50% 52% 54% 49% 46% 现金净变动 113 (73) 274 (171) 418 股息率 1.5% 2.3% 3.0% 3.7% 4.7% 货币资金的期初余额 191 304 231 505 334 P/E 27.1 29.8 23.0 18.7 15.1 货币资金的期末余额 304 231 505 334 752 | EBIT Margin | 14% | 12% | 15% | 16% | 17% | 长期贷款增加 | (137) | 261 | 200 | 0 | 0 |
| 净利润增长率 68% 27% 30% 23% 24% 融资活动现金流 (255) (452) 37 (729) (740) 资产负债率 50% 52% 54% 49% 46% 现金净变动 113 (73) 274 (171) 418 股息率 1.5% 2.3% 3.0% 3.7% 4.7% 货币资金的期初余额 191 304 231 505 334 P/E 27.1 29.8 23.0 18.7 15.1 货币资金的期未余额 304 231 505 334 752 | EBITDA Margin | 18% | 15% | 18% | 19% | 20% | 支付股利、利息 | (220) | (477) | (437) | (576) | (709) |
| 资产负债率 50% 52% 54% 49% 46% 现金净变动 113 (73) 274 (171) 418 股息率 1.5% 2.3% 3.0% 3.7% 4.7% 货币资金的期初余额 191 304 231 505 334 P/E 27.1 29.8 23.0 18.7 15.1 货币资金的期末余额 304 231 505 334 752 | 收入增长 | 42% | 29% | 13% | 16% | 14% | 其它融资现金流 | 103 | (272) | 274 | (152) | (31) |
| 股息率 1.5% 2.3% 3.0% 3.7% 4.7% 货币资金的期初余额 191 304 231 505 334 P/E 27.1 29.8 23.0 18.7 15.1 货币资金的期末余额 304 231 505 334 752 | 净利润增长率 | 68% | 27% | 30% | 23% | 24% | 融资活动现金流 | (255) | (452) | 37 | (729) | (740) |
| P/E 27.1 29.8 23.0 18.7 15.1 货币资金的期末余额 304 231 505 334 752 | 资产负债率 | 50% | 52% | 54% | 49% | 46% | 现金净变动 | 113 | (73) | 274 | (171) | 418 |
| 7/E 94 1370/JANABA 004 201 000 004 702 | 股息率 | 1.5% | 2. 3% | 3. 0% | 3. 7% | 4. 7% | 货币资金的期初余额 | 191 | 304 | 231 | 505 | 334 |
| | P/E | 27. 1 | 29. 8 | 23. 0 | 18. 7 | 15. 1 | 货币资金的期末余额 | 304 | 231 | 505 | 334 | 752 |
| P/B 9.5 11.0 8.9 6.9 5.8 企业自由现金流 452 (148) 171 472 1069 | P/B | 9. 5 | 11. 0 | 8. 9 | 6. 9 | 5. 8 | 企业自由现金流 | 452 | (148) | 171 | 472 | 1069 |
| EV/EBITDA 21.0 25.9 20.2 16.6 13.5 权益自由现金流 315 113 655 333 1054 | EV/EBITDA | 21. 0 | 25. 9 | 20. 2 | 16. 6 | 13. 5 | 权益自由现金流 | 315 | 113 | 655 | 333 | 1054 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



免责声明

分析师声明

作者保证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理解,通过合理判断并得出结论,力求独立、客观、公正,结论不受任何第三方的授意或影响;作者在过去、现在或未来未就其研究报告 所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬,特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级(如有)分为股票评 | | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| 级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报 告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即报 | 股票 | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| 告发布日后的6到12个月内公司股价(或行业指数) | 投资评级 | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数(000300.SH)作为基 | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| 准; 新三板市场以三板成指(899001. CSI)为基准; | | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| 香港市场以恒生指数(HSI. HI)作为基准;美国市场以标普 500 指数(SPX. GI)或纳斯达克指数 | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| (IXIC. GI)为基准。 | 汉以行纵 | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司(已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格)制作;报告版权归 国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本 为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写,但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断,在不同时期,我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态;我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料,投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用,不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险,我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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,是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动:接受投资人或者客户委托,提供证券投资咨询服务;举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等;在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告,以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务;通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统,提供证券投资咨询服务;中国证监会认定的其他形式。

发布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。



国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编: 518046 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032