

# 养元饮品 (603156)

## 26 大年开局重拾增长，对外投资有望收获 增持 (维持)

2026 年 02 月 10 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

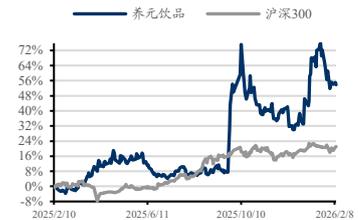
证券分析师 郭晓东

执业证书: S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	6,162	6,058	5,281	5,678	6,080
同比 (%)	4.03	(1.69)	(12.82)	7.51	7.09
归母净利润 (百万元)	1,467	1,722	1,322	1,471	1,590
同比 (%)	(0.46)	17.35	(23.25)	11.31	8.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.16	1.37	1.05	1.17	1.26
P/E (现价&最新摊薄)	25.95	22.11	28.81	25.88	23.94

### 股价走势



### 投资要点

■ **26 大年开局有望重拾增长，红牛合作恢复。**公司以核桃乳为核心的植物蛋白饮料有显著的大众礼品属性，销售季节性极强，2026 年春节为 2 月 16 日，较 2025 年晚约 19 天，从元旦到春节长达 47 天，旺季区间显著拉长，渠道备货主要在 1 月和 2 月，Q1 报表反馈预计积极。植物蛋白饮料市场规模可观，公司牢据核桃乳细分赛道龙头位置。核桃乳品类所属植物蛋白饮料赛道已进入相对成熟期，2021-2024 年我国植物蛋白饮料市场规模稳定在 350-400 亿元区间，2024 年公司核桃乳业务营收 53.73 亿元，“六个核桃”大单品引领核桃乳细分赛道发展。此外公司通过与红牛合作进军能量饮料赛道，饮料业务有望延续较好增势。公司于 2020 年获得红牛安奈吉系列长江以北地区全渠道独家经销权，我国能量饮料市场规模从 2015 年的 287.9 亿元增加至 2024 年的 620.6 亿元，2015-2024 年 CAGR 接近 9%、明显高于同期软饮料的 4%，且仍在继续成长。公司依托核桃乳成熟渠道体系导入能量饮料，能通过丰富品类增厚渠道利润和增强渠道粘性，也带来营收成长。

■ **对外投资渐入佳境，科技浪潮下有望带来丰厚回报。**截至 2025Q3 末，公司持有芜湖闻名泉泓投资管理合伙企业(有限合伙)99.90%股权，并通过泉泓投资对外进行投资，目前投资方向主要为多元化的科技产业，投资领域涵盖半导体、人工智能、新能源、传媒等行业。截至 2025Q3 末，除持有长江存储 0.98% 股份外，还重点持有泰州衡川新能源材料 4.92% 股份、成都新潮传媒 1.93% 股份、重庆紫光华智 0.70% 股份、极芯通讯 11.90% 股份等。主营存储芯片的长鑫科技集团股份有限公司科创板 IPO 申请于 2025 年 12 月 30 日获上交所受理，而公司参与投资的长江存储也存在上市预期，科技类成功投资范例成为中期价值提升的重要支撑。另一方面，公司高分红提供安全边际，当前公司主业为现金牛业务，且 2022-2024 年产能利用率仅 28%-30% 区间水平，预计短期资本开支维持低位水平，支撑未来延续高分红策略。

■ **盈利预测与投资评级：**公司核桃乳大众礼品属性强，2026 年春节晚，25-26 实现小大年切换，预计 Q1 开局良好，全年有望重拾增长。公司对外投资聚焦科技大赛道，在科技大浪潮下有望实现 IPO 退出从而兑现较好收益，而公司本身有高分红提供一定安全边际。我们更新 2025-2027 年营收分别为 52.81、56.78、60.80 亿元（前值为 51.22、52.40、55.06 亿元），分别同比-12.8%、+7.5%、+7.1%，归母净利润分别为 13.22、14.71、15.90 亿元（前值为 13.56、13.93、15.05 亿元），分别同比-23.3%、+11.3%、+8.1%，对应 PE 为 29、26、24x，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**新品推广不达预期风险，原材料价格大幅波动风险，食品安全风险，对外投资风险。

### 市场数据

收盘价(元)	30.21
一年最低/最高价	20.43/35.88
市净率(倍)	4.24
流通 A 股市值(百万元)	38,072.99
总市值(百万元)	38,072.99

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.13
资产负债率(% ,LF)	20.56
总股本(百万股)	1,260.28
流通 A 股(百万股)	1,260.28

### 相关研究

《养元饮品(603156)：2024 年报及 2025 年一季报点评：营收仍承压，高比例分红延续》

2025-04-27

《养元饮品(603156)：2024 前三季度业绩点评：利润阶段性承压，静待需求恢复》

2024-10-27

## 内容目录

1、春节晚，26 大年开局有望重拾增长 .....	4
2、对外投资聚焦科技，科技大浪潮下有望迎来收获 .....	7
3、现金流业务，高分红底色 .....	10
4、盈利预测与投资建议 .....	11
5、风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1:	2025 年春节期间亚洲传统饮料、功能饮料、果汁等表现亮眼.....	4
图 2:	2021-2026 年春节时间梳理一览.....	4
图 3:	养元 24Q4+25Q1 占 2025 财年收入比重 60%+.....	4
图 4:	养元收入、归母净利润及同比增速.....	5
图 5:	养元分业务拆分一览.....	5
图 6:	养元分区域拆分一览.....	5
图 7:	中国植物蛋白饮料行业规模及同比增速.....	6
图 8:	养元核桃乳收入及同比增速.....	6
图 9:	中国能量饮料市场规模及同比增速.....	7
图 10:	2024 年中国能量饮料竞争格局一览.....	7
图 11:	养元功能性饮料规模及同比增速.....	7
图 12:	中国能量饮料赛道仍保持稳健增长.....	7
图 13:	养元饮品股权结构图一览（截至 2025Q3 末）.....	8
图 14:	长江存储创新历程一览.....	9
图 15:	2024 年全球 NAND Flash 市场规模一览.....	9
图 16:	24Q2-25Q3 全球 NAND Flash 竞争格局一览.....	9
图 17:	公司产能利用率一览.....	10
图 18:	公司经营净现金流、资本开支一览.....	10
图 19:	食品饮料重点公司 2024 年分红率一览.....	10
图 20:	养元历年分红金额及分红率一览.....	10
表 1:	植物蛋白饮料细分行业及龙头梳理一览.....	6
表 2:	养元饮品对外投资情况梳理一览.....	8
表 3:	养元饮品业绩拆分及预测一览.....	11
表 4:	软饮料行业可比公司估值一览.....	12

## 1、春节晚，26 大年开局有望重拾增长

春节历来是食品饮料消费的旺季，2026 年除夕为 2 月 16 日，较 25 年除夕晚 19 天，春节前备货周期更充分，Q1 大众品整体开局乐观。核桃乳产品大众礼品属性十分突出，销售季节性极强，预计养元饮品公司 Q1 报表反馈积极，全年亦有望重拾增长。

尼尔森 NIQ 数据显示 2025 年春节全渠道(线上+线下)销售收入同比+8.7%，相比 2024 年下半年大致+4.6%同比增速明显抬升；其中包装水、功能饮料、果汁、亚洲传统饮料等品类增势表现较好。展望 2026 年春节，一方面 2026 年春节是 2021 年以来农历春节最晚的年份，从元旦到春节长达 47 天，旺季区间显著拉长；另一方面，养元公司 24Q4+25Q1 占 2025 财年收入比重 60%+，大众礼品的旺季效应最为明显。

图1：2025 年春节期间亚洲传统饮料、功能饮料、果汁等表现亮眼



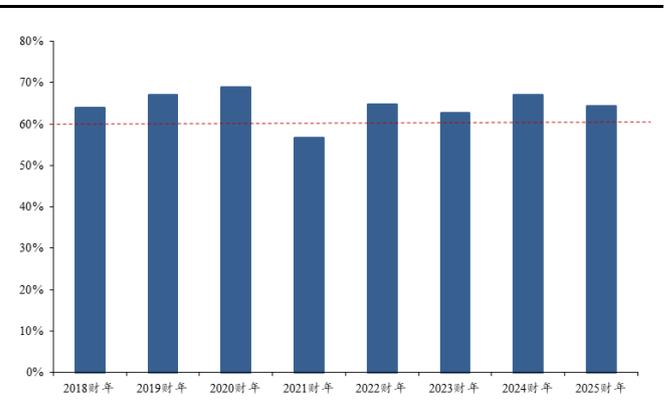
数据来源：尼尔森 NIQ，东吴证券研究所

图2：2021-2026 年春节时间梳理一览

年份	农历春节日期(公历日期)	元旦与春节间隔天数
2021	2月12日	42天
2022	2月1日	31天
2023	1月22日	21天
2024	2月10日	40天
2025	1月29日	28天
<b>2026</b>	<b>2月17日</b>	<b>47天</b>

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：养元 24Q4+25Q1 占 2025 财年收入比重 60%+

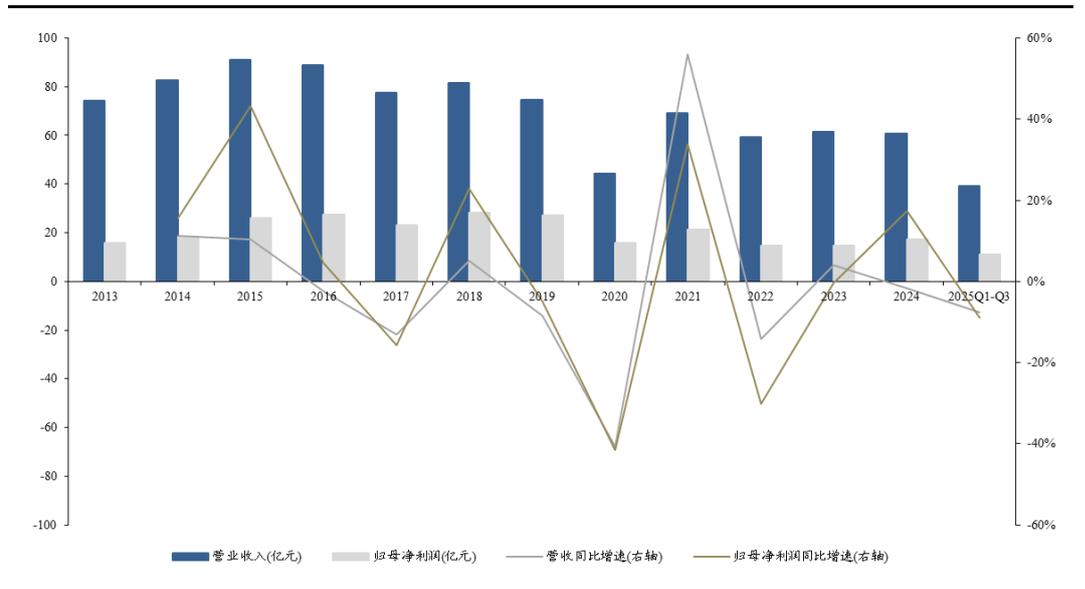


数据来源：Wind，东吴证券研究所，注：2025 财年指 (24Q4+25Q1+25Q2+25Q3)，2024 财年及以前依次类推

公司核桃乳主业较为成熟,整体销售区域分布相对均衡。2024 年营业收入同比-1.69%至 60.58 亿元, 2025Q1-Q3 营收同比-7.64%至 39.05 亿元, 预计 2026 年全年营收将逐步企稳。

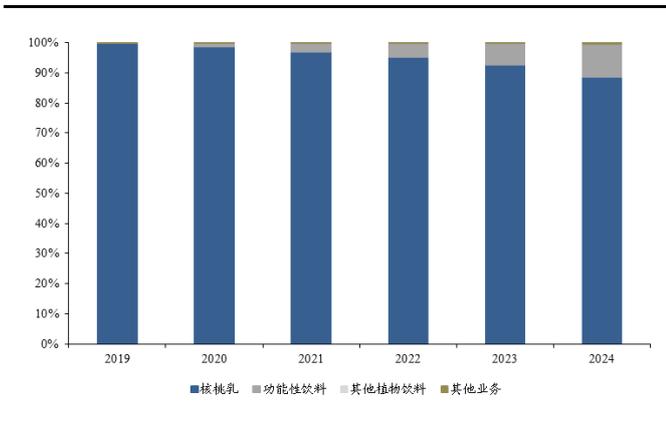
具体拆分来看, 2024 年核桃乳营收同比-5.86%至 53.73 亿元、功能性饮料营收同比+45.02%至 6.49 亿元, 核桃乳、功能性饮料营收占比分别为 88.7%、10.7%; 2024 年华东、华中、华北、西南、东北、西北、华南营收占比分别为 32.4%、23.4%、20.8%、14.0%、3.4%、3.3%、2.1%。

图4: 养元收入、归母净利润及同比增速



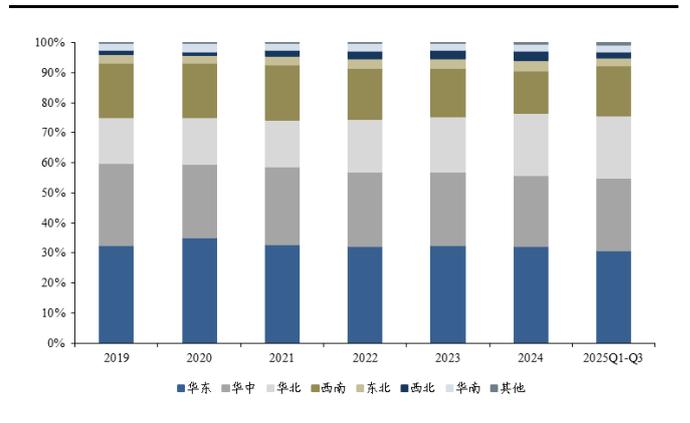
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 养元分业务拆分一览



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

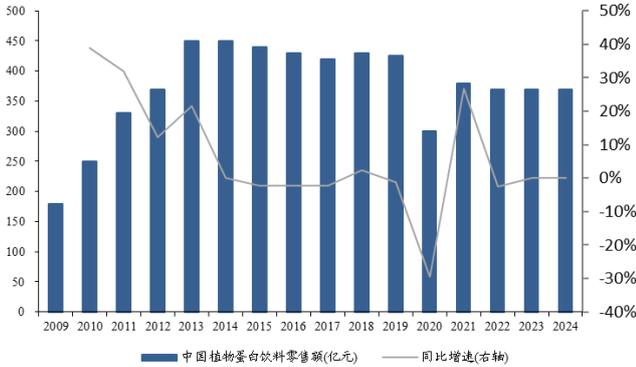
图6: 养元分区域拆分一览



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

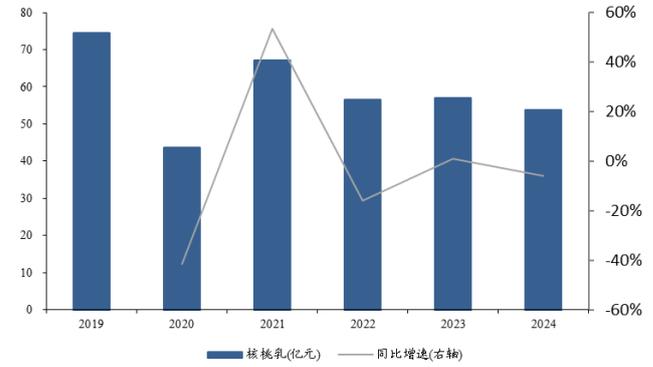
公司于核桃乳细分赛道牢据龙头位置。核桃乳品类所在的植物蛋白饮料赛道已进入成熟期。2021-2024年我国植物蛋白饮料市场规模稳定在350-400亿元区间，细分赛道包括核桃乳、杏仁露、豆奶、椰汁、花生奶等，其中公司“六个核桃”大单品引领核桃乳细分赛道发展，2024年公司核桃乳营收为53.73亿元，2022-2024年CAGR为-2.4%。

图7：中国植物蛋白饮料行业规模及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：养元核桃乳收入及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

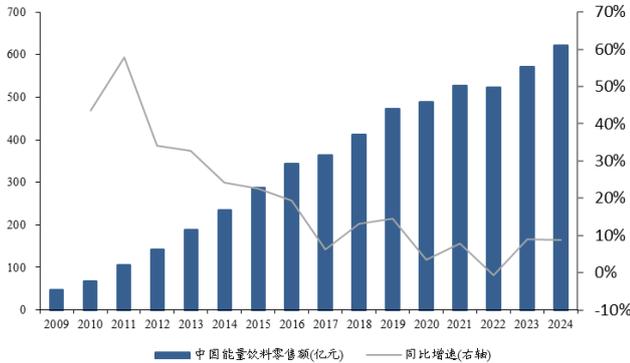
表1：植物蛋白饮料细分行业及龙头梳理一览

细分赛道	2024年市场规模	龙头企业	成立时间	品牌	品牌宣传
核桃乳	接近100亿元	养元饮品	1997年	六个核桃	“经常用脑，多喝六个核桃”
杏仁露	50亿元以内	承德露露	1950年	露露	“露露杏仁露 滋润健康每一天”
豆奶	100亿元左右	达利集团、维他奶集团、维维食品	1940年	豆本豆、维他奶、维维	专注植物营养“国民营养好豆奶” “真心做好豆奶” “维维豆奶，快乐开怀”
椰汁	100亿元左右	椰树集团	1956年	椰树	“天然、健康、无添加”
花生奶	50亿元以内	银鹭食品	1985年	银鹭	“银鹭花生牛奶，真材实料好味道”

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

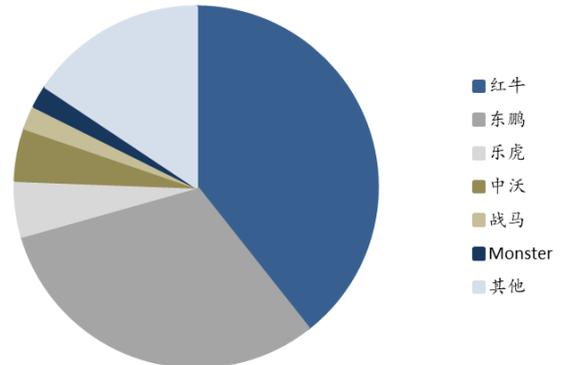
积极拓展饮料新方向，代理功能性饮料业务延续较好增势。公司于2020年获得红牛安奈吉系列长江以北地区的全渠道独家经销权。从行业层面来看，功能饮料赛道为长周期景气赛道，中国能量饮料零售额从2015年的287.9亿元增加至2024年的620.6亿元，2015-2024年CAGR接近9%、明显高于同期软饮料4%的年化增速；从公司层面来看，既有大单品现金牛特征构建了良好的厂商关系和渠道壁垒，核桃乳+能量饮料的多元品类协同将增厚渠道利润，实现厂商粘性增强。

图9：中国能量饮料市场规模及同比增速



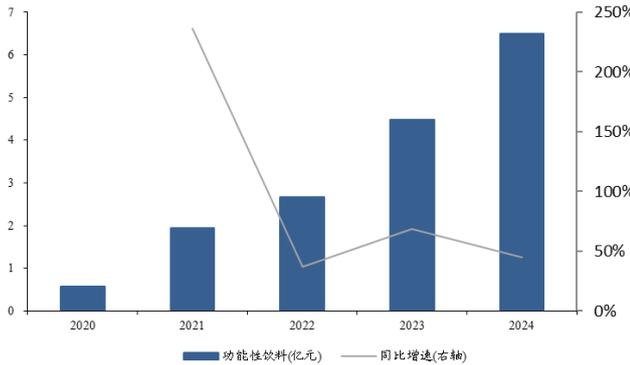
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2024年中国能量饮料竞争格局一览



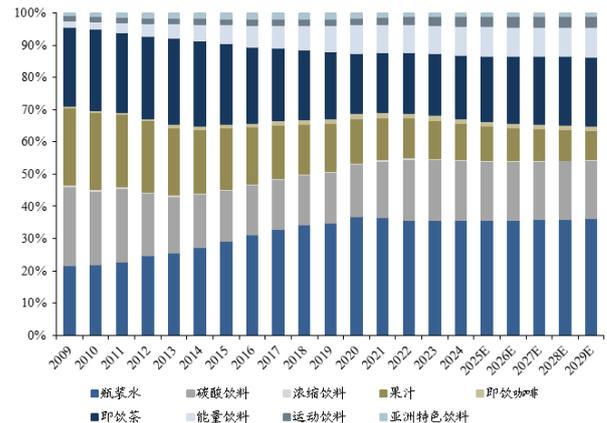
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：养元功能性饮料规模及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：中国能量饮料赛道仍保持稳健增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

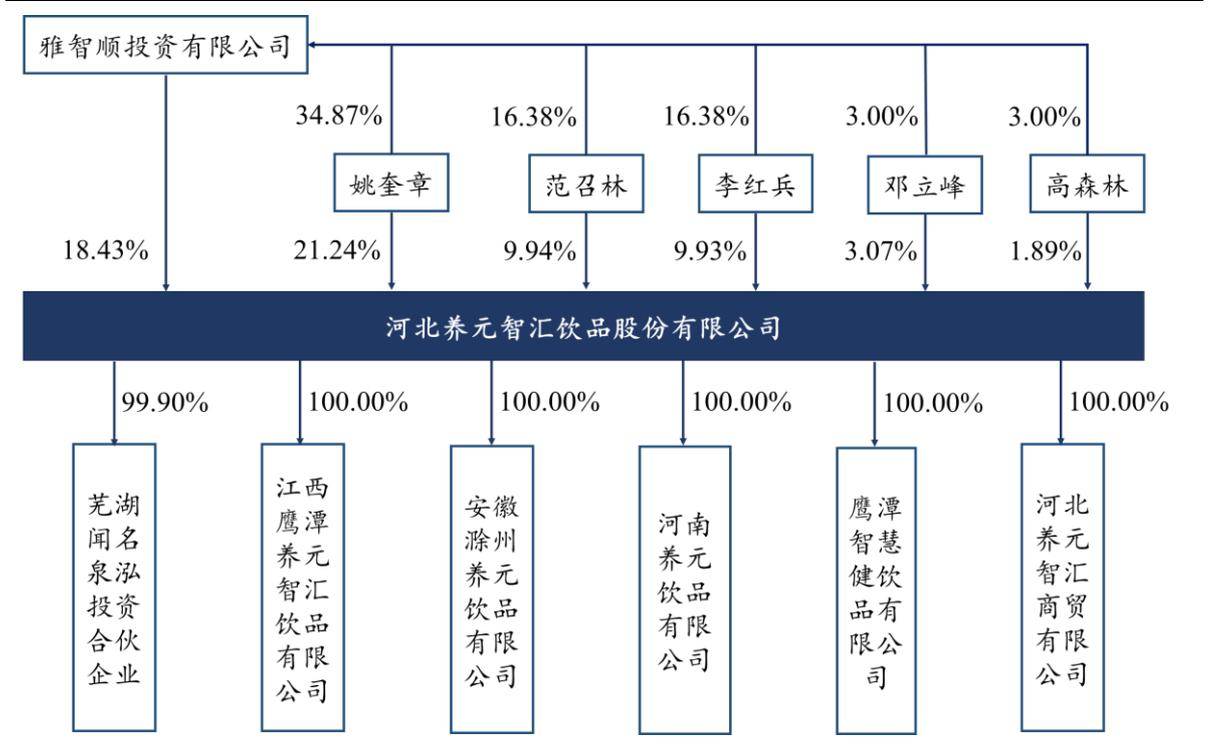
## 2、对外投资聚焦科技，科技大浪潮下有望迎来收获

当前董事长姚奎章为公司实际控制人，股权绑定核心管理层，在近年来理财收益趋薄的背景下，公司加大科技类方向投资，其中对长江存储的投资备受关注。从股权结构来看，截至 2025Q3 末，董事长姚奎章直接持有公司约 21.24% 股份，同时核心高管通过雅智顺投资有限公司持有公司约 18.43% 股份，姚奎章及核心管理层为一致行动人，掌控整体经营方向，对外投资体现了实控人及重点股东意志。

截至 2025Q3 末，养元饮品持有芜湖闻名泉泓投资管理合伙企业(有限合伙)99.90% 股权，并通过泉泓投资对外进行投资，目前投资方向主要为多元化科技产业投资，投资领域涵盖半导体、人工智能、新能源、传媒等行业。截至 2025Q3 末，除持有长江存储

0.98%股份外,还重点持有泰州衡川新能源材料4.92%股份、成都新潮传媒 1.93%股份、重庆紫光华智 0.70%股份、极芯通讯 11.90%股份等。

图13: 养元饮品股权结构图一览 (截至 2025Q3 末)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

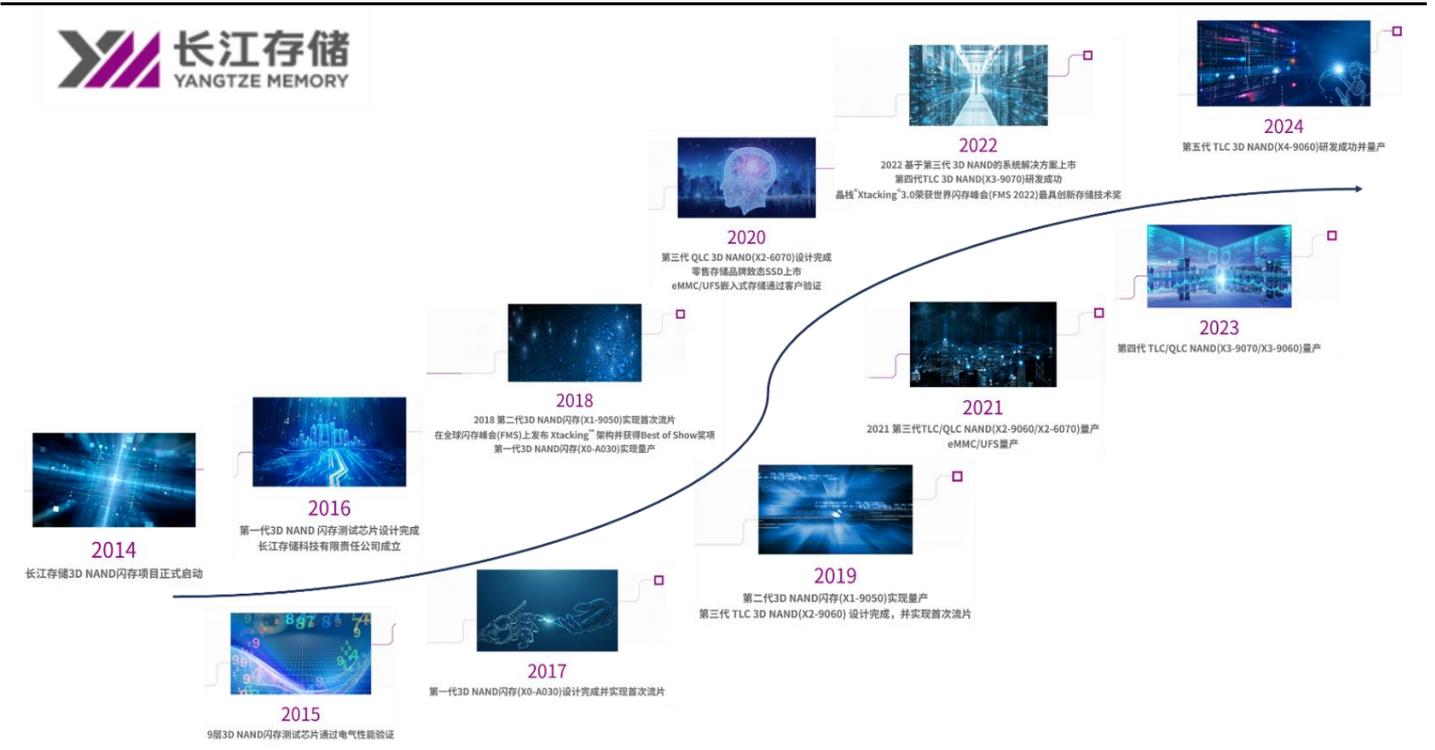
表2: 养元饮品对外投资情况梳理一览

企业名称	简介	法定代表人	注册资本 (万元)	持股比例 (截至2025Q3末)
长江存储控股股份有限公司	2016年成立, 主营先进的3D NAND闪存存储器的设计、生产和销售, 是国内大型集成电路制造企业。	陈南翔	1782000.00	0.98%
泰州衡川新能源材料科技有限公司	2018年成立, 专注于锂离子电池关键材料的研发与制造, 核心产品为高性能电池隔膜。	邓斌	24631.82	4.92%
成都新潮传媒集团股份有限公司	2007年成立, 打造社区场景下的数字化媒体平台, 主营业务是通过智能屏设备在电梯等场景进行广告投放与运营。	张继学	13077.53	1.93%
重庆紫光华智科技有限公司	2018年成立, 提供以视频技术为核心的行业解决方案与产品, 专注于安防监控、智能视觉等领域的智能化应用。	李子威	60942.59	0.70%
极芯通讯技术(安吉)有限公司	2019年成立, 主营5G通信技术服务、集成电路芯片制造、通信设备开发等, 主要面向移动终端和微小基站市场。	徐国鑫	273.69	11.90%
北京紫微宇通科技有限公司	2019年成立, 主要从事返回式航天器的总体设计、技术研发与系统集成工作。	张晓敏	230.47	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

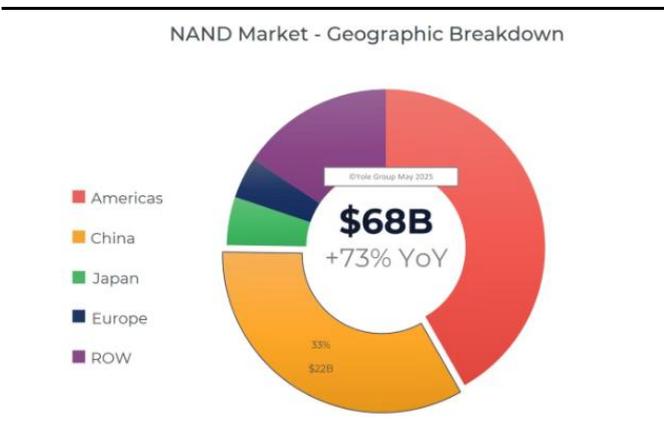
主营存储芯片的长鑫科技集团科创板 IPO 申请于 2025 年 12 月 30 日获上交所受理，受此影响同处行业头部的长江存储未来亦有较强上市预期。长江存储是一家集芯片设计、生产制造、封装测试及系统解决方案产品于一体的存储器 IDM 企业，长江存储为全球合作伙伴提供 3D NAND 闪存晶圆及颗粒，嵌入式存储芯片以及消费级、企业级固态硬盘等产品和解决方案。根据 Counterpoint 数据，2024 年全球 NAND 市场规模 680 亿美元，其中中国 NAND 市场规模 220 亿美元、大致占比 33%；此外 2025Q3 长江存储全球 NAND 市占率达 13%，与三星、SK 海力士、美光等龙头差距不断缩小。

图 14: 长江存储创新历程一览



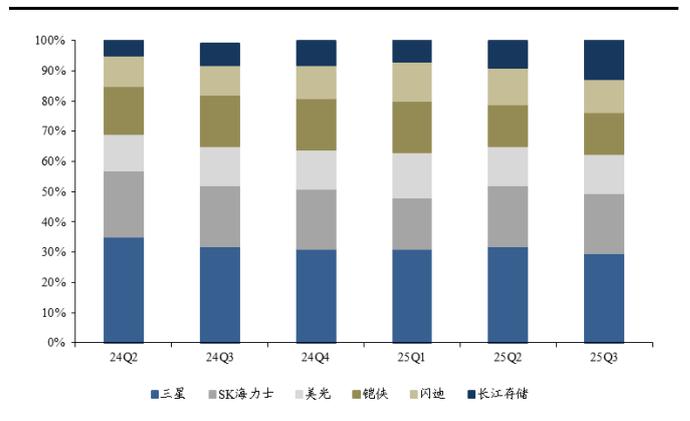
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 15: 2024 年全球 NAND Flash 市场规模一览



数据来源：Counterpoint，东吴证券研究所

图 16: 24Q2-25Q3 全球 NAND Flash 竞争格局一览



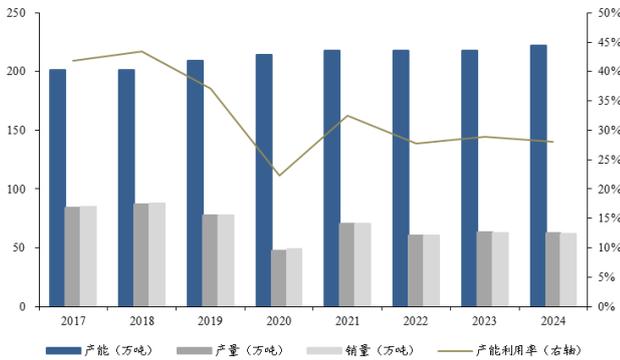
数据来源：Counterpoint，东吴证券研究所

### 3、现金流业务，高分红底色

公司核桃乳主业为现金牛行业，2022-2024 年公司产能利用率仅 28%-30% 区间水平，短期资本开支亦回落至低位，未来将维持分红政策。

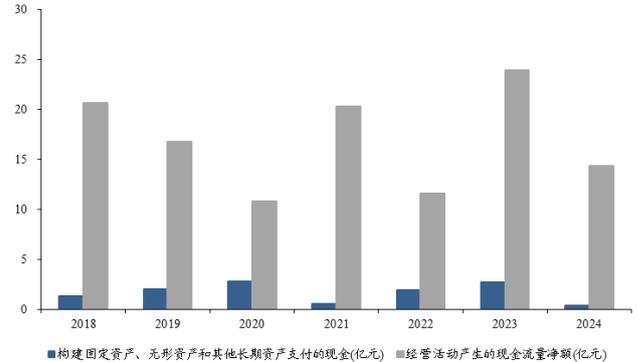
2024 年公司产能在 220 万吨/年，实际产量为 62.29 万吨，产能利用率仅 28%，2022-2024 年产能利用率亦维持在 28%-30% 区间。低产能利用率下资本开支维持低位，2024 年资本开支仅 0.38 亿元，而同期经营活动产生的现金流量净额为 14.31 亿元，2024 年分红率为 100%，分红率位居食品饮料板块前列。

图17：公司产能利用率一览



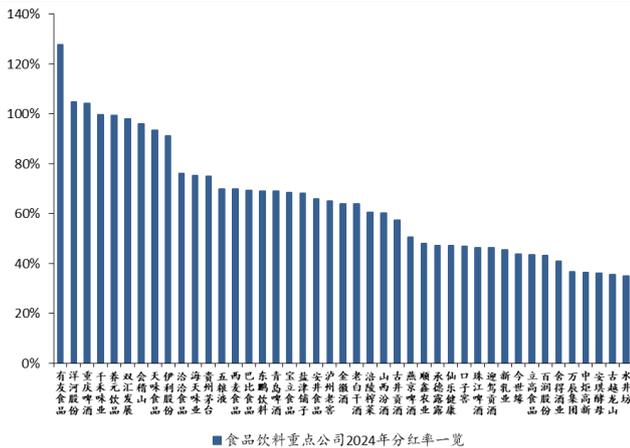
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：公司经营净现金流、资本开支一览



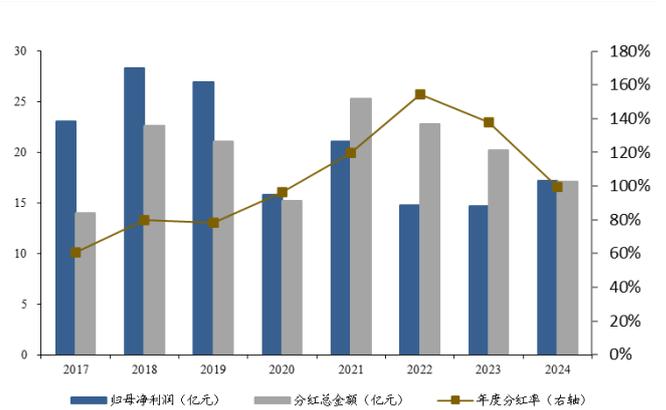
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19：食品饮料重点公司 2024 年分红率一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：养元历年分红金额及分红率一览



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

**收入预测:** 2026 大年开局, 预计核桃乳主业有望重拾增长; 同时与红牛合作恢复, 依托核桃乳成熟渠道体系导入能量饮料, 能通过丰富品类增厚渠道利润和增强渠道粘性, 也带来营收成长。预计公司 2025-2027 年营收分别为 52.81、56.78、60.80 亿元, 分别同比-12.8%、+7.5%、+7.1%, 其中核桃乳业务预计 2025-2027 年营收分别同比-16.4%、+4.4%、+3.3%; 能量饮料业务预计 2025-2027 年营收分别同比+16.2%、+26.3%、+26.3%。

**利润预测:** 受益于公司收入恢复增长带来的规模效应, 预计整体费用率将稳中有降, 而预计原材料成本压力将使得毛利率有所承压。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 13.22、14.71、15.90 亿元, 分别同比-23.3%、+11.3%、+8.1%。

表3: 养元饮品业绩拆分及预测一览

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入(百万元)</b>	6906	5923	6162	6058	5281	5678	6080
yoy	56.0%	-14.2%	4.0%	-1.7%	-12.8%	7.5%	7.1%
毛利率	49.1%	45.1%	45.7%	46.5%	42.9%	42.6%	42.4%
业务拆分一览							
<b>核桃乳(百万元)</b>	6706	5645	5708	5373	4492	4690	4843
yoy	53.6%	-15.8%	1.1%	-5.9%	-16.4%	4.4%	3.3%
毛利率	49.6%	45.8%	47.0%	48.4%	44.9%	44.9%	45.0%
<b>功能性饮料(百万元)</b>	194	266	448	649	754	952	1202
yoy	235.7%	37.5%	68.2%	45.0%	16.2%	26.3%	26.3%
毛利率	32.6%	29.8%	28.4%	30.6%	30.6%	31.3%	31.9%
<b>其他收入(百万元)</b>	6	12	6	35	35	35	35
yoy	77.7%	87.2%	-48.4%	480.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	81.1%	62.1%	74.9%	49.4%	49.4%	49.4%	49.4%

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

我们采取可比公司估值法, 选取软饮料行业龙头东鹏饮料以及细分赛道龙头承德露露、香飘飘、李子园作为可比公司, 2025-2027 年可比公司平均 PE 分别为 25x、21x、18x, 养元饮品同期 PE 高于行业中枢, 主要系 26 大年开局主业有望重拾增长、同时对外投资有望逐步兑现较好收益。具体来看, 短期核桃乳大众礼品属性强, 2026 年春节晚, 25-26 实现小大年切换, 预计 Q1 开局良好, 全年有望重拾增长。中期对外投资聚焦科技大赛道, 在科技大浪潮下有望实现 IPO 退出从而兑现较好收益, 而公司本身有高分红提供一定安全边际, 维持“增持”评级。

表4：软饮料行业可比公司估值一览

日期	2026/2/10	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E
605499.SH	东鹏饮料	270.7	1,498.7	8.9	11.2	13.6	31	24	20
000848.SZ	承德露露	8.6	87.2	0.6	0.7	0.7	14	13	12
603711.SH	香飘飘	13.6	56.3	0.4	0.6	0.6	33	25	22
605337.SH	李子园	12.6	49.2	0.6	0.6	0.7	23	21	19
<b>平均值</b>							<b>25</b>	<b>21</b>	<b>18</b>
603156.SH	养元饮品	30.2	380.7	1.0	1.2	1.3	29	26	24

数据来源：Wind，东吴证券研究所（东鹏饮料、承德露露、养元饮品盈利预测参考东吴证券外发报告，其余均为 Wind 一致预测，数据时间截至 2026 年 2 月 10 日）

## 5、风险提示

**新品推广不达预期风险：**新品推广需要多种有利因素配合，产品定位，渠道选择，营销推广方式等都对新品推广是否成功产生影响，新品推广如果不达预期将影响公司营收成长预期。

**原材料价格大幅波动风险：**公司原材料包括马口铁、核桃仁和糖等，若原材料价格波动上涨，则会对生产经营和盈利产生影响。

**食品安全风险：**食品安全内部控制是公司的声誉基石，若出现食品安全事件，公司的产品销售和企业形象都会遭到严重打击。

**对外投资风险：**公司通过泉泓投资对外进行多元化科技产业投资，投资领域已经扩展至半导体、人工智能、新能源、传媒等行业，存在投资亏损影响。

## 养元饮品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>8,065</b>	<b>7,937</b>	<b>8,347</b>	<b>9,041</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,058</b>	<b>5,281</b>	<b>5,678</b>	<b>6,080</b>
货币资金及交易性金融资产	6,810	6,820	7,161	7,785	营业成本(含金融类)	3,239	3,016	3,260	3,502
经营性应收款项	114	144	156	167	税金及附加	57	53	51	55
存货	767	586	634	681	销售费用	712	644	681	669
合同资产	0	0	0	0	管理费用	75	69	62	61
其他流动资产	374	386	397	408	研发费用	44	39	34	30
<b>非流动资产</b>	<b>5,760</b>	<b>5,592</b>	<b>5,448</b>	<b>5,295</b>	财务费用	(64)	(28)	(85)	(62)
长期股权投资	592	552	502	446	加:其他收益	121	53	85	91
固定资产及使用权资产	1,069	973	872	766	投资净收益	(126)	79	85	91
在建工程	57	34	16	2	公允价值变动	262	110	90	84
无形资产	133	150	175	198	减值损失	(36)	(40)	(50)	(56)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>2,215</b>	<b>1,691</b>	<b>1,884</b>	<b>2,036</b>
其他非流动资产	3,909	3,883	3,883	3,883	营业外净收支	(10)	2	0	0
<b>资产总计</b>	<b>13,825</b>	<b>13,529</b>	<b>13,795</b>	<b>14,335</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,205</b>	<b>1,693</b>	<b>1,884</b>	<b>2,036</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,679</b>	<b>3,022</b>	<b>3,244</b>	<b>3,466</b>	减:所得税	483	371	413	446
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1,722</b>	<b>1,322</b>	<b>1,471</b>	<b>1,590</b>
经营性应付款项	1,530	1,089	1,177	1,264	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,394	1,267	1,363	1,459	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,722</b>	<b>1,322</b>	<b>1,471</b>	<b>1,590</b>
其他流动负债	754	665	704	743	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.37	1.05	1.17	1.26
<b>非流动负债</b>	<b>131</b>	<b>135</b>	<b>135</b>	<b>135</b>	EBIT	2,033	1,665	1,799	1,974
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,132	1,787	1,919	2,094
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	46.53	42.90	42.61	42.44
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	28.43	25.03	25.91	26.15
其他非流动负债	131	135	135	135	收入增长率(%)	(1.69)	(12.82)	7.51	7.09
<b>负债合计</b>	<b>3,809</b>	<b>3,157</b>	<b>3,379</b>	<b>3,601</b>	归母净利润增长率(%)	17.35	(23.25)	11.31	8.08
归属母公司股东权益	10,013	10,369	10,414	10,732					
少数股东权益	3	3	3	3					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,015</b>	<b>10,372</b>	<b>10,416</b>	<b>10,734</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,825</b>	<b>13,529</b>	<b>13,795</b>	<b>14,335</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,431	770	1,617	1,744	每股净资产(元)	7.91	8.23	8.26	8.52
投资活动现金流	(1,250)	2,091	(940)	568	最新发行在外股份(百万股)	1,260	1,260	1,260	1,260
筹资活动现金流	(3,200)	(961)	(1,427)	(1,272)	ROIC(%)	14.35	12.75	13.52	14.58
现金净增加额	(3,020)	1,900	(750)	1,040	ROE-摊薄(%)	17.20	12.75	14.13	14.82
折旧和摊销	98	122	119	120	资产负债率(%)	27.55	23.34	24.49	25.12
资本开支	(38)	(18)	(25)	(23)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.11	28.81	25.88	23.94
营运资本变动	(327)	(518)	152	153	P/B(现价)	3.82	3.67	3.66	3.55

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>