

轻工制造

2025 年 04 月 24 日

天安新材 (603725)

2024 年年报及 2025 年一季报点评——24 年扣非净利大幅增长，25Q1 超预期，整装全产业链布局初见成效！

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 24 日

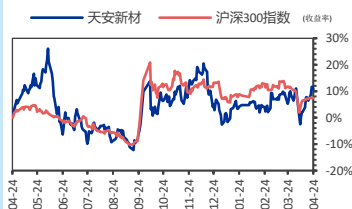
收盘价 (元)	6.95
一年内最高/最低 (元)	11.92/5.32
市净率	2.7
息率 (分红/股价)	2.45
流通 A 股市值 (百万元)	1,992
上证指数/深证成指	3,297.29/9,878.32

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	2.54
资产负债率%	67.93
总股本/流通 A 股 (百万)	305/287
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
魏雨辰 A0230525010001
weiyu@swsresearch.com

联系人

魏雨辰
(8621)23297818x
weiyu@swsresearch.com

投资要点：

- **公司公告 2024 年年报及 2025 年一季报。**2024 年实现收入 31.00 亿元，同比下滑 1.3%，实现归母净利润 1.01 亿元，同比下滑 16.5%，实现扣非归母净利润 0.90 亿元，同比增长 23.4%，符合预期。25Q1 实现收入 5.80 亿元，同比增长 10.3%，实现归母净利润 0.15 亿元，同比增长 23.7%，实现扣非归母净利润 0.14 亿元，同比增长 37.0%，超预期。
- **建筑陶瓷板块市占率稳步提升，毛利率逆势增长。**2024 年陶瓷收入 14.6 亿元，同比下滑 7%，销量同比增长 3%，受益于轻资产外协代工模式，以及汽车产业链管理经验迁移、内部精益化管控深化，毛利率提升 2pct。公司修炼内功，持续提升成本控制及供应链效率，利润率、周转率持续提升，在竞争激烈的行业环境中实现逆势增长。**完善中心仓布局，加速渠道下沉和全国化市场拓展，**通过中心仓模式提高终端渠道辐射能力，进一步覆盖县域行政区，深耕下沉市场需求，加速全国化市场拓展。
- **高分子业务稳步放量，综合优势凸显。**2024 年薄膜收入 4.8 亿元，同比增长 17%，汽车内饰收入 5.5 亿元，同比增长 12%，25Q1 高分子业务延续增长。公司在新材料领域技术、管理综合能力突出，加速客户开发、提高客户粘性，实现快速增长，尤其把握新能源车渗透率提升趋势，持续提高供应品质及效率，及时响应下游客户及主机厂对材料品质、供货效率等方面的要求，持续提升市占率。随公司汽车内饰业务制造管理能力、薄膜研发创新能力的提升，该板块具备较高增长确定性。
- **管理能力和产品结构优化带动毛利率上行，费用率下降。**2024 年公司实现毛利率 22.6%，同比+0.2pct，25Q1 实现毛利率 22.0%，同比+0.7pct，主要受益于鹰牌管理优化和薄膜业务高毛利产品放量。2024 年销售/管理/研发费用率分别同比-0.9/-0.1/-0.3pct 至 6.3%/5.6%/3.5%，25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.5/+0.0/+0.1pct 至 7.1%/6.9%/2.9%。受非经常性投资收益影响，2024 归母净利率同比-0.6pct 至 3.3%，25Q1 归母净利率同比+0.3pct 至 2.6%。
- **公司持续推进泛家居业务发展，收购佛山南方建筑设计院和佛山隼业，通过资源整合扩展产业生态圈。**2024 年上半年收购佛山南方建筑设计院，补强公装产业建筑设计和室内装饰设计能力，10 月收购佛山隼业 49%股权，打通建筑施工环节，获得装配式内装从建筑设计施工，到装修设计施工、材料核心技术、后端制造的全部环节主导权，并对建发集团项目享有优先权，盘活全产业链资源，完整获得项目各环节利润。
- **长期战略规划稳中求变。**1) 从设计到生产，再到安装服务，装配式整装生态圈基本闭环，鹰牌生活进一步开设新展厅、布局大湾区、开拓海外市场；2) 鹰牌陶瓷和高分子材料业务作为基石，稳步成长，持续优化产品创新能力和渠道、客户覆盖能力；3) 管理者抓好顶层设计，聚集优质人才和资源，实现供应链持续优化和新业态的渐进式放量。
- **并购鹰牌陶瓷后底部反转，中短期看好市场化改革驱动利润率提升，外协代工、中心仓模式带来行业下行期逆势增长，长期看好装配式内装切入整装，干法施工解决施工周期长、污染大痛点，B 端、C 端渗透率提升打开成长空间。**考虑到下游家居需求恢复仍需时间，下调 2025-2026 年归母净利润为 1.22/1.58 亿元 (原值 2.13/2.85 亿元)，新增 2027 年预测 1.99 亿元，2025-2027 年分别同比+21.0%/+29.3%/+25.6%，对应 PE 为 17X/13X/11X，维持“买入”评级！
- **风险提示：**家居市场需求弱、业务协同风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,100	580	3,309	3,684	4,135
同比增长率 (%)	-1.3	10.3	6.7	11.3	12.2
归母净利润 (百万元)	101	15	122	158	199
同比增长率 (%)	-16.5	23.7	21.0	29.3	25.6
每股收益 (元/股)	0.33	0.05	0.40	0.52	0.65
毛利率 (%)	22.6	22.0	22.6	22.7	22.9
ROE (%)	13.3	2.0	14.4	16.2	17.7
市盈率	21		17	13	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,142	3,100	3,309	3,684	4,135
其中: 营业收入	3,142	3,100	3,309	3,684	4,135
减: 营业成本	2,437	2,400	2,562	2,847	3,189
减: 税金及附加	18	18	20	22	25
主营业务利润	687	682	727	815	921
减: 销售费用	228	196	212	228	252
减: 管理费用	178	173	185	199	215
减: 研发费用	119	109	116	125	132
减: 财务费用	44	32	33	32	31
经营性利润	118	172	181	231	291
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-2	-7	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-10	-35	-10	-10	-10
加: 投资收益及其他	46	18	10	15	15
营业利润	181	152	182	235	295
加: 营业外净收入	2	0	0	0	0
利润总额	183	152	182	235	295
减: 所得税	28	24	29	38	47
净利润	155	128	153	198	248
少数股东损益	34	27	31	40	50
归属于母公司所有者的净利润	121	101	122	158	199

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。