



25Q1 营利双增，内增外延促成成长

——侨源股份 2024 年年报及 2025 年一季报点评

买入（维持）

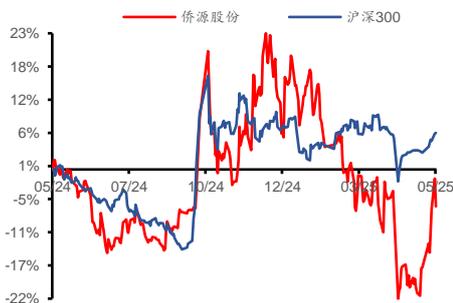
行业：基础化工
日期：2025年05月14日

分析师：于庭泽
SAC 编号：S0870523040001
联系人：郭吟冬
SAC 编号：S0870123060051

基本数据

最新收盘价（元）	28.97
12mth A 股价格区间（元）	24.05-38.21
总股本（百万股）	400.10
无限售 A 股/总股本	9.91%
流通市值（亿元）	11.49

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《西南气体龙头，内外并举启航新成长》
——2025 年 02 月 06 日

■ 投资摘要

事件概述

近日，公司发布2024年年报及2025年一季报。2024年，公司实现营业收入10.24亿元，同比+0.20%；实现归母净利润1.49亿元，同比-26.43%；扣非归母净利润1.44亿元，同比-26.90%。2025Q1，公司实现营业收入2.56亿元，同比+10.24%；实现归母净利润0.55亿元，同比+103.62%；扣非归母净利润0.47亿元，同比+102.78%。

2024年公司基本盘业务基本保持稳定。主营业务中，氧气贡献营业收入4.29亿元（同比-6.24%），毛利率39.77%（同比-1.02 pct）；氮气贡献营业收入4.09亿元（同比+4.24%），毛利率24.09%（同比-0.36%）；氧气和氮气合计贡献公司营业收入的81.90%。受市场波动影响，2024年氧气、氮气的售价略有下降。公司成本和费用管控得力，2024年，电力采购量8.81亿千瓦时（同比+0.33%），采购单价为0.438元/千瓦时（同比+0.83%），公司汶川基地电价相对较低，较竞争对手拥有一定的电力成本优势；期间费用率8.81%，同比+0.47 pct，略有增长。2024年，公司计提资产减值损失4952.44万元（同比+21925.34%），主要系部分长期资产闲置计提减值增加所致，对净利润产生较大影响。**量升本降，25Q1盈利同比大幅改善。**受销量提升带动收入增长、收到的政府补贴增加以及电力成本下降共同影响，公司25Q1盈利同比大增。

深入拓展特气市场，外购资产拓展产品线。公司在以川渝为核心的西部地区 and 以福州为核心的福建等地区具备产能规模优势，都江堰、汶川、眉山、金堂生产基地合计全液态气体产能约120余万吨，位居西南地区第一位，规模效应显著。未来公司将在产能扩张和产品线拓展方面持续投入，打开新的增长空间：（1）现场制气领域，在建项目投产后，公司将在福建福州、四川眉山、四川金堂运营多个管道气体项目，项目建设及运营能力有望大幅提升；（2）电子特气领域，公司正逐步着手布局新材料产业、半导体产业等所需特种气体，如高纯液氧、高纯液氮等；此外，公司将拓展生产经营医疗、食品、军工及航空航天领域的其他特种气体，空分稀有气体氦、氩、氖气，不断挖掘新的利润增长点；（3）通过股权收购进行横向拓展：公司拟收购宏晨化工，扩大在二氧化碳领域的产品布局，提高产品多元化水平，提升盈利能力。

■ 投资建议

中国工业气体行业持续增长，公司内增外延成长性良好，结合公司2025年1月发布的限制性股票激励计划公告指引，我们预计2025/2026/2027年公司营业收入分别为14.21/18.64/23.74亿元，增速分别为38.8%/31.2%/27.3%；归母净利润分别为2.63/4.44/6.25亿元，增速分别为76.2%/69.1%/40.6%。**维持“买入”评级。**

■ 风险提示

股权激励目标未能实现，产能建设进度不及预期，经济下行对工业气体需求降低，电力成本上升，行业竞争加剧。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1024	1421	1864	2374
年增长率	0.2%	38.8%	31.2%	27.3%
归母净利润	149	263	444	625
年增长率	-26.4%	76.2%	69.1%	40.6%
每股收益（元）	0.37	0.66	1.11	1.56
市盈率（X）	77.70	44.09	26.08	18.56
市净率（X）	6.61	5.91	5.02	4.14

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025年05月13日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	214	508	913	1458
应收票据及应收账款	185	259	339	432
存货	48	66	78	94
其他流动资产	152	177	208	240
流动资产合计	599	1010	1539	2225
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	6	6	6	6
固定资产	947	822	694	561
在建工程	299	287	276	267
无形资产	35	34	33	32
其他非流动资产	112	97	96	96
非流动资产合计	1398	1246	1105	961
资产总计	1997	2256	2643	3185
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	66	99	113	139
合同负债	6	9	12	14
其他流动负债	66	82	104	125
流动负债合计	139	190	228	278
长期借款	91	91	91	91
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	14	14	14	14
非流动负债合计	105	105	105	105
负债合计	244	295	333	383
股本	400	400	400	400
资本公积	588	588	588	588
留存收益	820	1027	1377	1869
归属母公司股东权益	1753	1961	2311	2802
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1753	1961	2311	2802
负债和股东权益合计	1997	2256	2643	3185

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	214	359	524	700
净利润	149	263	444	625
折旧摊销	140	158	161	164
营运资金变动	-122	-65	-85	-91
其他	47	3	4	3
投资活动现金流量	-59	-3	-19	-18
资本支出	-28	-19	-19	-18
投资变动	-31	0	0	0
其他	0	15	0	0
筹资活动现金流量	-169	-62	-99	-138
债权融资	-18	-2	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-151	-60	-99	-138
现金净流量	-14	294	406	544

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1024	1421	1864	2374
营业成本	685	958	1126	1362
营业税金及附加	8	11	14	18
销售费用	30	42	54	69
管理费用	58	82	112	147
研发费用	1	1	1	2
财务费用	2	1	-3	-9
资产减值损失	-50	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	192	336	571	801
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	193	336	571	801
所得税	44	73	127	176
净利润	149	263	444	625
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	149	263	444	625

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	33.1%	32.6%	39.6%	42.6%
净利率	14.6%	18.5%	23.8%	26.3%
净资产收益率	8.5%	13.4%	19.2%	22.3%
资产回报率	7.5%	12.4%	18.1%	21.4%
投资回报率	10.2%	12.8%	18.4%	21.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	0.2%	38.8%	31.2%	27.3%
EBIT 增长率	-5.9%	38.8%	68.5%	39.3%
归母净利润增长率	-26.4%	76.2%	69.1%	40.6%
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.66	1.11	1.56
每股净资产	4.38	4.90	5.78	7.00
每股经营现金流	0.54	0.90	1.31	1.75
每股股利	0.08	0.14	0.24	0.33
营运能力指标				
总资产周转率	0.51	0.67	0.76	0.81
应收账款周转率	5.66	6.61	6.44	6.37
存货周转率	14.59	16.81	15.60	15.79
偿债能力指标				
资产负债率	12.2%	13.1%	12.6%	12.0%
流动比率	4.31	5.32	6.75	8.00
速动比率	3.50	4.56	6.05	7.33
估值指标				
P/E	77.70	44.09	26.08	18.56
P/B	6.61	5.91	5.02	4.14
EV/EBITDA	36.73	22.56	14.77	10.70

资料来源: Wind, 上海证券研究所

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断