



精拓非美市场，智能柜金融机具需求强劲

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 2024年，智能货柜与多个头部品牌商达成项目合作，智能自助终端产品收入同比增长34%；智慧金融机具中标多个总行集采项目，产品收入同比增长26%；2) 海外出口总收入同比增长达24%，占比42%，再创历史新高，一带一路沿线国家和地区、欧洲、南美市场发展势头强劲；3) 高度重视科技创新投入，每年研发投入占比平均达到10%以上，研发人员超1000人，占比约30%；4) 顺利完成新一届董事会、高管团队换届工作，为未来的稳健前行与蓬勃发展注入新动能。
- 公司正在进入发展的“新起点”。**随着研发等相关费用投入逐步下降，同时基本摆脱大客户依赖问题，2023年公司实现扭亏为盈，2024年进入发展的“新起点”，实现营业收入23.76亿元，同比增长8.52%，归母净利润4853.63万元，同比增长151.95%。2025Q1营业收入4.96亿元，同比增长21.05%，归母净利润492.38万元，同比增长127.15%。
- 稳步推进海外市场扩张。**2024年公司海外业务收入已达到9.9亿元，占比42%，创历史新高。据公告披露，海外市场的业务毛利率较国内市场高10-15pp左右，从而有效的支撑了公司整体业绩。2024年，美国市场对公司营收贡献不足10%，关税变化对企业影响有限且风险可控。
- 高度重视科技创新投入。**2024年公司研发投入3.48亿元，占营收比重14.6%。公司已针对成本费用控制和效率提高两方面，深入开展成本费用及效率因素的分析，设定改善目标，制定具体的改进措施，在销售、开发、采购、制造、物流、工程及服务等各关键业务环节持续推进落实。
- 重视投资者回报积极分红。**据2024年度利润分配预案，拟向全体股东每10股派发现金股利2元(含税)，合计派发现金股利1.59亿元，现金分红总额占净利润比重达327%。公司上市以来累计现金分红15.79亿元，上市以来平均分红率55.58%。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2025-2027年归母净利润分别为0.64亿元、0.83亿元、1.06亿元，BPS分别为4.98元、5.02元、5.07元，对应PB分别为1.4倍、1.3倍、1.3倍。参考可比公司，给予新北洋2025年2倍PB，对应目标价9.96元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 市场竞争加剧风险、技术迭代风险、下游需求波动风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险、新业务拓展风险、政策风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2376.29	2647.27	2887.33	3120.04
增长率	8.52%	11.40%	9.07%	8.06%
归属母公司净利润(百万元)	48.54	64.03	82.87	106.18
增长率	151.95%	31.93%	29.42%	28.13%
每股收益EPS(元)	0.06	0.08	0.10	0.13
每股净资产BPS(元)	4.79	4.98	5.02	5.07
净资产收益率ROE	2.63%	3.62%	4.53%	5.38%
PE	113	85	66	52
PB	1.41	1.35	1.34	1.33

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58351859
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.11
流通A股(亿股)	7.87
52周内股价区间(元)	5.01-7.76
总市值(亿元)	54.71
总资产(亿元)	56.09
每股净资产(元)	4.80

相关研究

目 录

1 新北洋：“一体两翼、八大业务板块”	1
2 “科技赋能”推动智能装备行业快速发展	3
3 产品多点开花，海外布局成效显著	5
4 重视创新研发，盈利能力显著提升	9
5 盈利预测与估值	11
6 风险提示	12

图 目 录

图 1: 新北洋智能微超售货机.....	1
图 2: “一体两翼”和“三条成长曲线”.....	1
图 3: 公司股权关系图（截至 2025 年一季报）.....	2
图 4: 公司营业收入.....	2
图 5: 公司归母净利润.....	2
图 6: 银行网点转型场景.....	3
图 7: 智能自助终端产品.....	4
图 8: 物流分拣自动化场景.....	4
图 9: 营业收入构成（分产品）占比.....	5
图 10: 公司分业务毛利率.....	5
图 11: 公司海外收入占比.....	6
图 12: 新北洋（泰国）公司投产启动.....	6
图 13: 新北洋参展 Parcel+post Expo 2024.....	7
图 14: SNBC 智能零售解决方案.....	7
图 15: 新零售综合运营业务.....	8
图 16: 关键基础零部件.....	8
图 17: 公司营业收入.....	9
图 18: 公司归母净利润.....	9
图 19: 公司三费占比.....	10
图 20: 公司研发费用及研发费用率.....	10
图 21: 公司分红情况.....	10

表 目 录

表 1: 收入和成本预测.....	11
表 2: 可比公司估值.....	11
附表: 财务预测与估值.....	13

1 新北洋：“一体两翼、八大业务板块”

以智能化自动化推动行业无人化少人化。新北洋成立于2002年，是智能设备/装备领域具有显著影响力的解决方案提供商。自2015年二次创业以来，重点围绕“无人化、少人化”的社会发展趋势和主航道方向，聚焦金融、物流、无人零售、餐饮、彩票、医疗、交通及政务等特定的细分领域和市场，为全球客户提供专业化、场景化的智能设备/装备综合解决方案。

图 1：新北洋智能微超售货机



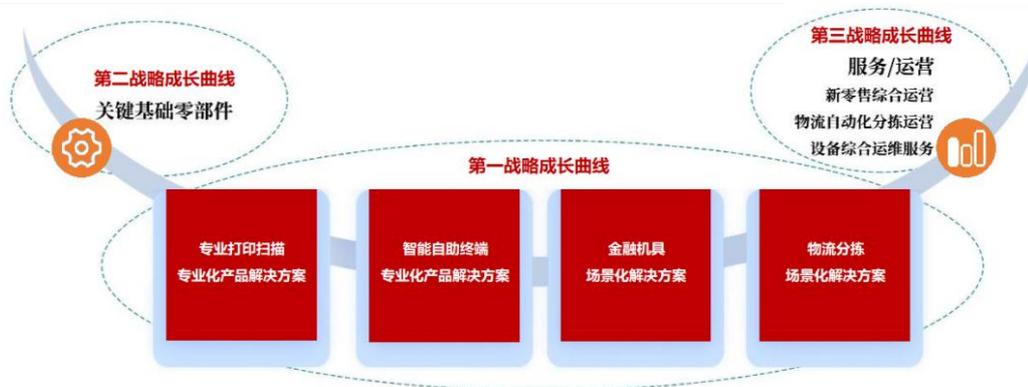
数据来源：新北洋公众号，西南证券整理

经过 9 年多的探索和布局，公司已基本完成“一体两翼、八大业务板块”的战略布局。

“一体”：即以“2 个专业化产品解决方案”（专用打印扫描专业化产品解决方案、智能自助终端专业化产品解决方案）+“2 个场景化产品解决方案”（金融机具场景化产品解决方案、物流分拣场景化产品解决方案）为公司核心发展基础的“主体”业务，稳步提升业务规模和竞争力，保持公司稳定增长态势。

“两翼”：即以主体业务的上游“关键基础零部件解决方案”+下游“服务运营解决方案”（包括新零售综合运营、物流自动化分拣运营和设备综合运维服务）作为产业链上下游布局支撑的“两翼”业务，推动产业链上中下游的协同共进，实现全面突破。

图 2：“一体两翼”和“三条成长曲线”

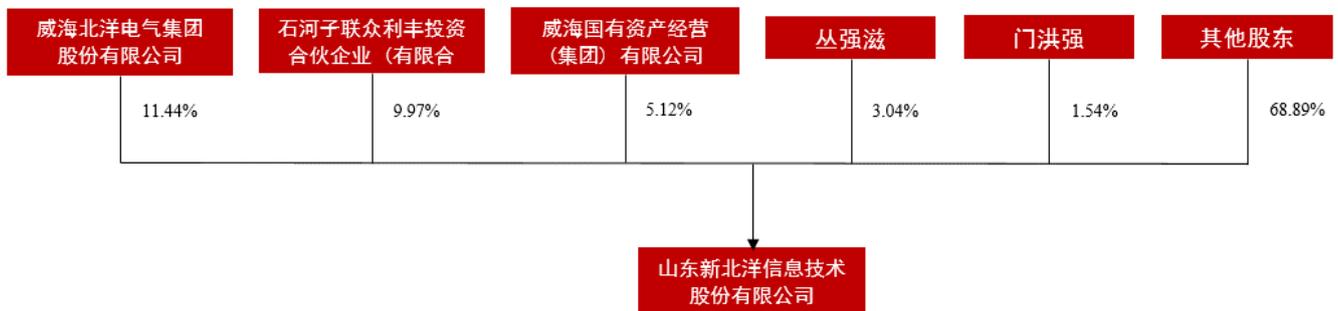


数据来源：公司公告，西南证券整理

混改落地激发公司经营活力。自 2021 年 2 月起，公司实际控制人由威海市国资委变更为无实际控制人，控股股东由北洋集团变更为无控股股东。截至 2025 年一季报，公司第一大股东北洋集团及其一致行动人威海国有资产经营（集团）有限公司持股合计 16.56%；第二大股东石河子联众利丰投资合伙企业（有限合伙）及其一致行动人门洪强持股合计 11.51%；丛强滋先生曾任新北洋总经理、董事长，现任新北洋董事。

领导班子换届完成，新老班底平稳接力。2024 年，依据中长期战略规划和接班人计划，公司顺利完成新一届董事会、高管团队的换届工作，选举宋森先生为公司董事长，聘任荣波先生为公司总经理并兼任财务总监，聘任姜天信先生、孙建宇先生、秦飞先生、陈大相先生、刘丙庆先生为公司副总经理，聘任康志伟先生为公司董事会秘书。换届工作顺利完成，为未来的稳健前行与蓬勃发展注入了新动能，公司治理体系持续向科学化迈进。

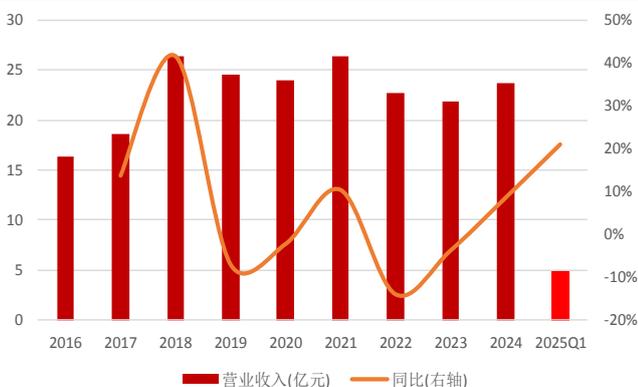
图 3：公司股权关系图（截至 2025 年一季报）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司正在进入发展的“新起点”。历史上看，公司收入端较为稳定，但利润端波动较大，主因尚处于新业务探索和布局阶段，前期各种投入规模大且相对集中，同时存在大客户依赖问题。随着研发等相关费用投入逐步下降（研发费用由 2019 年 3.89 亿元下行至 2024 年 3.46 亿元），同时基本摆脱大客户依赖问题（前五名客户销售占比由最高 43.75% 降至 2024 年 26.58%），2023 年公司实现扭亏为盈，2024 年进入发展的“新起点”，实现营业收入 23.76 亿元，同增 8.52%，归母净利润 4853.63 万元，同增 151.95%。2025Q1 营业收入 4.96 亿元，同增 21.05%，归母净利润 492.38 万元，同增 127.15%。展望未来，随着公司多业务板块布局完善、服务运营占比提升，以及海外收入规模增长，有望支撑公司业绩持续稳定增长。

图 4：公司营业收入



数据来源：wind，西南证券整理

图 5：公司归母净利润



数据来源：wind，西南证券整理

2 “科技赋能”推动智能装备行业快速发展

近年来，各行业不断加快推进“科技赋能”，围绕数据、物联网、AI等方面的技术创新和应用，推动智能设备/装备行业发展，降低成本，提高效率。

智慧金融设备，市场规模稳定可观。中国人民银行发布的《2024年支付体系运行总体情况》显示，截至2024年末，我国ATM机具保有量为80.27万台。近年来，央行大力推动金融科技发展，2024年7月二十届三中全会明确了金融强国路径，重点关注科技金融等领域，促使商业银行加大在金融科技方面的投入。国内商业银行积极优化网点布局，推动网点朝着业务智能化、营销一体化、服务人性化的方向转型，拓展智慧金融设备的应用场景；同时构建多渠道业务体系，提升交易的便捷性与安全性，对智慧金融设备提出了更高要求；还贯彻数字化转型，强化低碳循环金融支撑，为智能现金运营管理带来新的发展机遇。从全球范围来看，银行卡与现金支付依旧是主流支付方式，传统自助存取款场景的需求总体保持稳定，ATM全球保有量约300万台。另外，在现金流通的各个业务环节，尤其是商业领域，对现金管理自动化产生了新的需求。近年来自助结账终端需求迅速增长，为纸币识别产品开拓了新的应用场景。咨询机构Datos Insights预测，到2027年，全球商业零售现金管理自动化设备需求量将超过130万台，这为金融机具厂商提供了广阔的发展空间。

图6：银行网点转型场景



数据来源：公司官网，西南证券整理

智能自助终端在多领域广泛应用。根据QYR统计及预测，2024年全球交互式自助服务机市场销售额达到11.41亿美元，预计2031年将达到16.62亿美元，CAGR为5.6%。从市场表现来看，智能快递柜、取餐柜等产品在国内市场趋于成熟稳定，海外市场需求快速增长。无人零售行业的智能货柜产品市场需求增速迅猛，点位覆盖率不断提高。政策层面，国家“推动大规模设备更新和消费品以旧换新”等政策稳步推进，为医疗自助终端、政务自助终端以及铁路自助终端等传统自助产品带来新机遇，通过融合创新应用挖掘新市场需求，为智能自助终端市场注入活力。

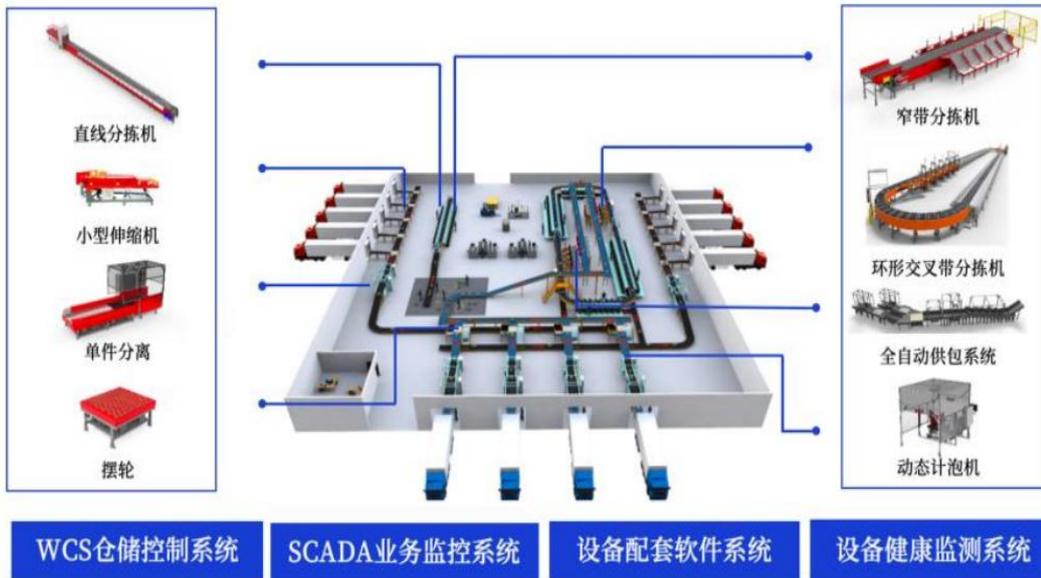
图 7：智能自助终端产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

物流分拣自动化需求依旧处于快速增长阶段。根据国家邮政局数据，2024 年我国快递业务量达到 1750.8 亿件，同比增长 21.5%。这一迅猛的业务量增长态势，对快递物流行业的自动化水平提出了更高层次的要求。当下，国内快递物流行业的自动化建设正处于关键的发展中期。头部企业，诸如顺丰、中通、京东物流等，在其主要作业场地已基本实现较高度的自动化建设。自动化分拣设备、智能仓储系统以及 AGV 等先进技术装备广泛应用，极大地提升了货物处理效率和准确性。

图 8：物流分拣自动化场景



数据来源：公司官网，西南证券整理

3 产品多点开花，海外布局成效显著

加大市场拓展力度，加快业务机会转化。2024年，公司营收同比增长7%，其中智能自助终端产品收入同比增长34%，智慧金融机具收入同比增长26%。从营收构成来看，公司打印扫描产品收入占比较上年同期下降5.7pp至18.8%，主要受部分项目延期等因素影响，后续将推动云打印新品上市、微打机芯市场拓展，同时挖掘彩票等领域的客户机会；公司智能自助终端产品收入占比较上年同期上升4.1pp至21.6%，智能货柜与多个头部品牌商达成项目合作，海外物流柜首次与中亚某龙头客户达成合作；智慧金融设备收入占比较上年同期上升2.9pp至21.1%，凭借前期项目与技术积累，公司中标多个总行的集采项目，金融机具核心产品CRS取得重大市场突破，年度内实现收入过亿元。

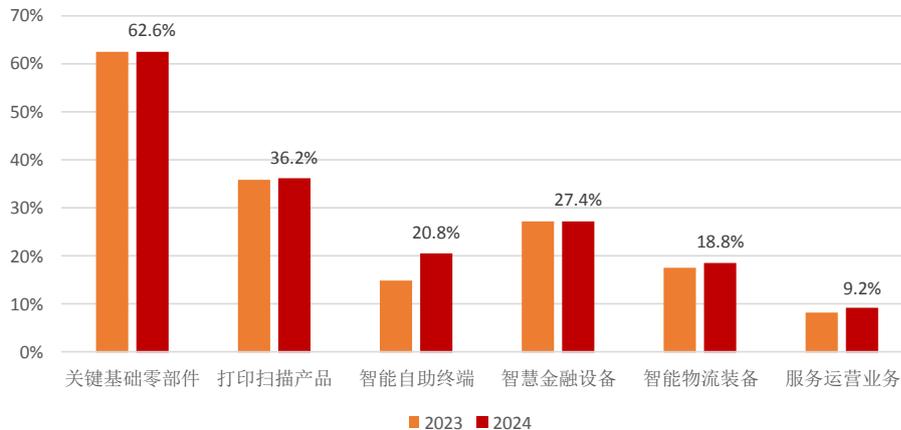
图9：营业收入构成（分产品）占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率水平全面回升。2020至2022年，公司毛利率曾持续下降，主要由于部分项目处于研发和市场开拓的投入阶段，同时市场竞争白热化。2023年开始，随着公司供应链的不断完善、成本管控能力不断提升、海外市场的持续拓展，毛利率水平持续改善。2024年，公司综合毛利率较上年同期上升0.8pp至28.2%，各业务毛利率均同比持平或有所提升。

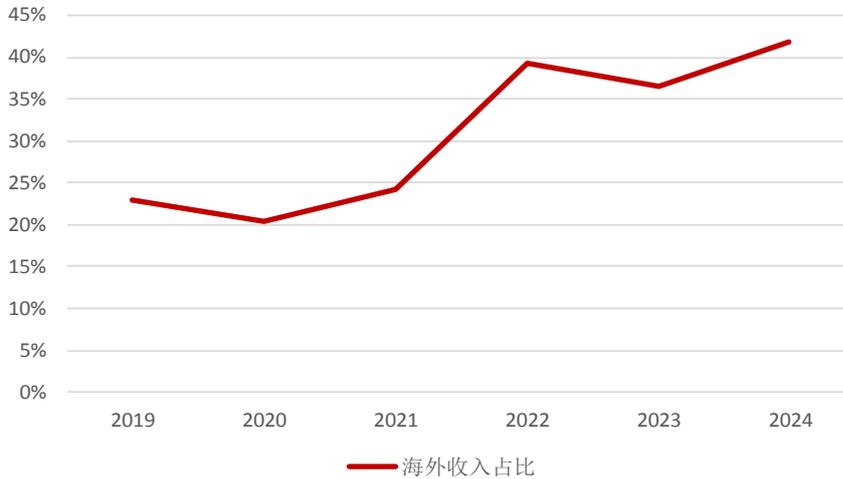
图10：公司分业务毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理 注：公司自2024年1月1日起执行财政部颁布的《企业会计准则解释第18号》“关于不属于单项履约义务的保证类质量保证的会计处理”规定，将保证类质保费用计入营业成本，从而导致毛利率数据的变动，但对营业收入、净利润、净资产等主要指标无影响

海外收入占比创新高。公司始终坚持做好产品，将在国内市场充分验证，打磨好的产品，积极向海外市场推广。近年来，海外布局成效显著，据公告披露，2024 年公司海外业务收入已达到 9.92 亿元，同比增长 24.05%，占营业收入的比重达 41.75%，创历史新高。

图 11：公司海外收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

海外设立首个生产工厂。2024 年 12 月 12 日，新北洋（泰国）公司投产启动仪式在泰国春武里府举行，首期租用园区占地面积 5500 余平方米，这是公司在海外设立的首座工厂。目前，厂内建有的专用打印扫描产品线已经顺利投产，并准备开始批量交付。未来，根据产品市场推广的需要，利用逐渐验证成熟的泰国工厂生产运营模式，公司将持续拓展部分智能设备产品在泰国工厂的生产交付，稳步打造海外生产基地的桥头堡。

图 12：新北洋（泰国）公司投产启动



数据来源：公司官网，西南证券整理

据公告披露，海外市场的业务毛利率较国内市场高 10-15pp 左右，从而有效的支撑了公司整体业绩；而海外收入的增长，主要来源于物流柜和金融机具两个业务板块。

物流柜业务: 海外市场增长主要来源于中亚客户、欧洲客户的有效需求。中亚客户方面，公司先后签订两个超过 1000 万美元的订单，其中第一个订单已于 2024 年三季度完成交付，另一个订单自 2024 年四季度起陆续交付中；欧洲客户方面，已经成功与欧洲头部物流公司建立长期合作关系，并借助其影响力，加速拓展其他邮政、物流类公司，在德国、希腊、捷克等国家实现持续的规模化销售，推动公司物流柜产品的海外市场占有率快速增长。

图 13: 新北洋参展 Parcel+post Expo 2024



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

金融机具业务: 海外市场，基于东南亚、南美以及“一带一路”周边等国家和地区，仍处于大量使用现金的阶段，其相关金融机具产品的市场空间很大。公司将国内市场验证成熟的金融机具产品，同步向新兴市场国家拓展，在海外市场的竞争中实现降维打击。同时，聚焦“海外商业零售”场景，提供前端和后端，尤其是后端的大额现金存储解决方案，并与海外知名的头部系统集成商建立了稳定的客情关系。

图 14: SNBC 智能零售解决方案

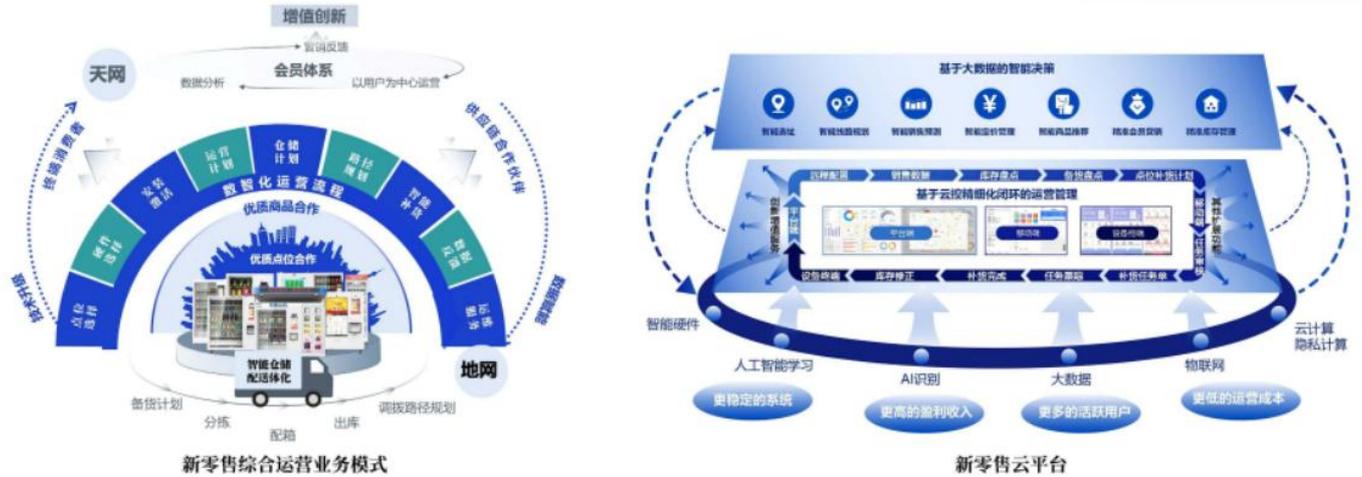


数据来源: 新北洋公众号, 西南证券整理

2024 年，美国市场对公司营收贡献不足 10%，关税变化对企业影响有限且风险可控。公司的深度定制化产品通过核心知识产权、专用模具、专有技术构建起“一对一”壁垒，与美国客户有着超过 10 年的稳定合作，订单安全性较为稳固。公司将持续聚焦资源，坚定海外市场结构调整的信心，加速海外市场拓展重心向高成长性区域的转移，不断推动海外市场业务持续向好发展。

向下游延伸，打造第二成长曲线。2024年，公司服务运营业务营收同比增长12%，其中新零售综合运营业务收入规模同比增长超过50%。新零售综合运营业务的点位规模快速扩大，截至2024年底在营点位数量近万个，同比增长近60%；借助“昆仑智拣”云平台体系的加速构建以及平均人效的提升，物流自动化分拣运营业务的现场运营效率显著提高；依托“昆仑智服”云平台的智能化优势，成功拓展并达成金融机具跨品牌维保、挖掘智能自助终端头部客户的维保及翻新业务机会、承接物流自动化设备场地搬迁翻新改造等服务新业务。

图 15：新零售综合运营业务



数据来源：公司公告，西南证券整理

向上游拓展，培养第三成长曲线。在智能设备/装备厂商中，公司是少数掌握专用打印扫描和机器人/自动化关键基础零部件核心技术的企业之一，依托多年积累的光、机、电、软、算等技术，沿产业链向上游拓展，着力培育发展新兴业务。2024年，公司关键基础零部件营收同比增长11%。运动控制方向，摆轮、电滚筒等核心产品在国内某知名快递物流企业实现入围突破。工控主板方向，持续推动客户切换公司自研主板。机器视觉方向，依托高精度CIS图像采集解决方案，助力多家金融机构数字化转型。

图 16：关键基础零部件



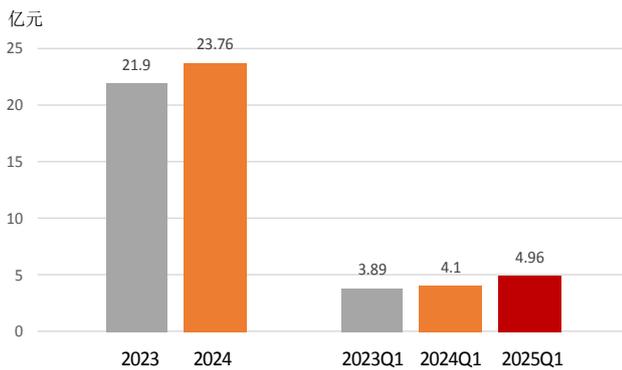
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司规划布局的机器人/自动化关键基础零部件业务计划分为三步走，第一步是“物流分拣自动化关键基础零部件”，快速形成并提供大配套一体化解决方案，努力提高细分领域市场占有率。目前伺服电机、伺服驱动器、电滚筒等除自研自用外，同时正在积极向其他集成商推广，力争早日达成批量化的合作。第二步是“物流自动化关键基础零部件”，第三步是“机器人自动化关键基础零部件”，从而培育公司未来 5 至 7 年后的长远竞争优势与新兴增长极。

4 重视创新研发，盈利能力显著提升

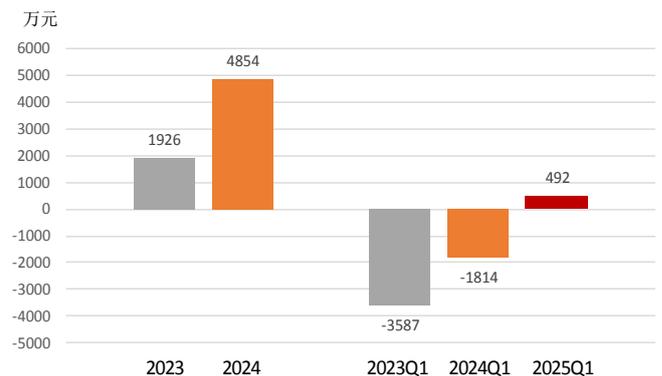
收入和利润均呈现恢复性增长的态势。2024 年公司实现营业收入 23.76 亿元，同比增长 8.52%；实现归属于上市公司股东的净利润 4854 万元，同比增长 152%。2025Q1，公司实现营业收入 4.96 亿元，同比增长 21%；实现归属于上市公司股东的净利润 492 万元，同比增长 127%。一方面得益于客户/市场的有效拓展，公司的智能自助终端产品解决方案、新零售综合运营业务持续增长，尤其是智能自助终端产品解决方案在一带一路沿线国家和地区、欧洲地区继续保持着规模化增长；另一方面公司牢牢遵守“以市场为导向，拓客户、抓订单、推新品”的发展原则，不断强化成本预算管控真正落地的能力，整体经营业绩沿着“可持续、可预期、有保障”的轨迹稳步向好发展。

图 17：公司营业收入



数据来源：wind，西南证券整理

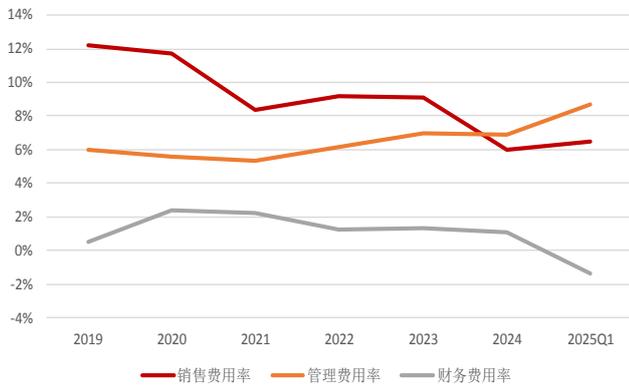
图 18：公司归母净利润



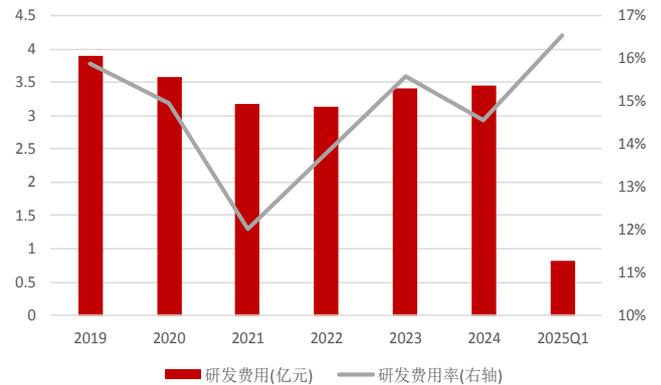
数据来源：wind，西南证券整理

费用管控能力不断强化，持续加码研发创新赋能。2024 年，公司销售费用、管理费用、财务费用总计 3.32 亿元，三费占营收比重 14%。公司始终保持领先于行业的研发投入水平，每年研发投入占营收比重平均达到 10% 以上。公司拥有一支年轻化、国际化、高水平的专业研发团队，现有研发人员超过 1000 人，占员工总数的比例约 30%。2024 年研发投入 3.48 亿元，占营收比重 14.6%。

公司已针对成本费用控制和效率提高两方面，深入开展成本费用及效率因素的分析，设定改善目标，制定具体的改进措施，在销售、开发、采购、制造、物流、工程及服务等各关键业务环节持续推进落实。后续公司将进一步加大成本管控，从设计、生产、采购、物流、工艺等诸多环节着力改善。

图 19: 公司三费占比


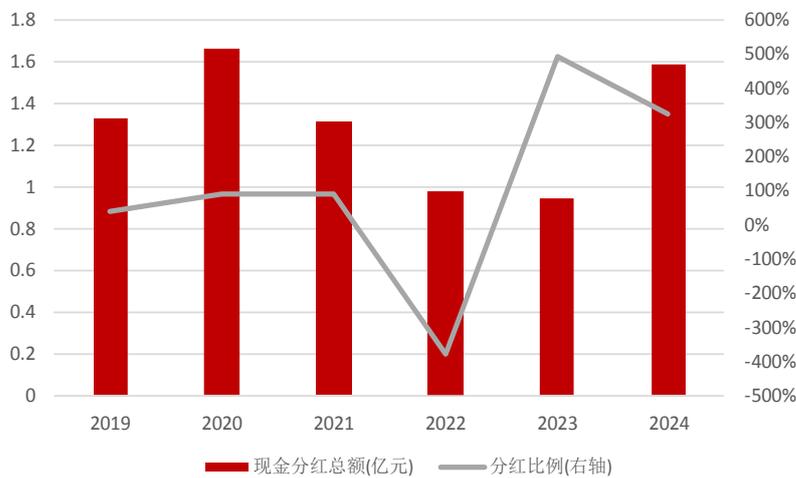
数据来源: wind, 西南证券整理

图 20: 公司研发费用及研发费用率


数据来源: wind, 西南证券整理

重视投资者回报积极分红。据 2024 年度利润分配预案,拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2 元(含税),合计派发现金股利 1.59 亿元。此次分红以 2025 年 3 月 31 日总股本扣除回购股份后的 7.94 亿股为基数,剩余未分配利润结转至下一年度。根据公告,2024 年公司归属于上市公司股东的净利润为 4853.63 万元,现金分红总额占净利润比重达 327%。

公司始终重视市值管理,积极响应《上市公司监管指引第 10 号—市值管理》的指引要求,通过多种方式,包括但不限于长期持续分红、股份回购、深化投资者关系管理和交流等,全方位强化并推进市值管理工作,更好地维护广大股东利益。公司上市以来累计现金分红 15.79 亿元,上市以来平均分红率 55.58%。

图 21: 公司分红情况


数据来源: wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司智能自助终端、金融机具等产品销售进入快速增长阶段，预计 2025-2027 年智能制造产品销售量增速分别为 10%、8%、7%，单价同比+1.5%、+1%、+1%；

假设 2：随着公司高毛利产品占比逐步提升，预计 2025-2027 年智能制造产品整体毛利率分别为 32%、32.5%、33%；

假设 3：服务运营业务目前占比不高，预计 2025-2027 年营收增速分别为 10%、9%、8%，毛利率分别为 10%、10.5%、11%。

表 1：收入和成本预测

		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入（百万元）	2376	2647	2887	3120
	YOY	8.5%	11.4%	9.1%	8.1%
	营业成本（百万元）	1707	1886	2043	2192
	毛利率	28.2%	28.8%	29.3%	29.8%
智能制造	营业收入（百万元）	2021	2257	2462	2661
	YOY	8.0%	11.7%	9.1%	8.1%
	营业成本（百万元）	1385	1535	1662	1783
	毛利率	31.5%	32.0%	32.5%	33.0%
服务运营	营业收入（百万元）	355	390	425	460
	YOY	11.6%	10%	9%	8%
	营业成本（百万元）	322	351	381	409
	毛利率	9.2%	10.0%	10.5%	11.0%

数据来源：西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 26.47 亿元、28.87 亿元、31.20 亿元，归母净利润分别为 0.64 亿元、0.83 亿元、1.06 亿元，BPS 分别为 4.98 元、5.02 元、5.07 元，对应 PB 分别为 1.4 倍、1.3 倍、1.3 倍。我们选取德玛科技（专注于智能物流装备）、兰剑智能（提供智能仓储物流解决方案）、诺力股份（布局智能制造装备和智慧物流系统）为可比公司，它们在产品类型、技术应用场景以及客户群体等方面存在相似之处，可比公司 2025 年平均 PB 为 2.4 倍。我们给予新北洋 2025 年 2 倍 PB，对应目标价 9.96 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	每股净资产(元)				PB(倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688360.SH	德玛科技	29.45	7.35	7.87	8.53	9.26	4.0	3.7	3.5	3.2
688557.SH	兰剑智能	25.23	11.43	13.18	14.69	NA	2.2	1.9	1.7	NA
603611.SH	诺力股份	19.67	11.41	12.45	13.68	15.1	1.7	1.6	1.4	1.3
平均							2.6	2.4	2.2	2.2
002376.SZ	新北洋	6.75	4.79	4.98	5.02	5.07	1.4	1.4	1.3	1.3

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

市场竞争加剧风险：新北洋所处的专用打印扫描设备、智能终端等行业竞争激烈，市场参与者众多。如果未来市场竞争进一步加剧，可能导致产品价格下降、毛利率下滑，进而影响公司的经营业绩和市场份额。

技术迭代风险：行业技术更新换代迅速，若公司不能及时跟上技术发展趋势，在新技术研发、产品创新等方面落后于竞争对手，可能面临产品竞争力下降、市场需求减少的风险，对公司的持续发展造成不利影响。

下游需求波动风险：公司产品广泛应用于金融、物流、零售等多个行业，下游行业的发展状况和需求变化对公司经营业绩影响较大。若下游行业出现周期性波动、政策调整或经济环境变化等情况，导致对公司产品的需求减少，将对公司的营业收入和利润产生不利影响。

原材料价格波动风险：原材料成本在公司产品成本中占比较高，若未来原材料价格出现大幅上涨，而公司无法及时将成本压力传导至下游客户，可能导致公司产品毛利率下降，进而影响公司的盈利水平。

汇率波动风险：公司存在一定比例的海外业务，汇率波动可能对公司的出口业务和汇兑损益产生影响。若人民币汇率大幅波动，可能导致公司出口产品价格竞争力下降，同时增加汇兑损失，对公司的财务状况和经营业绩造成不利影响。

新业务拓展风险：公司在积极拓展新业务领域，如智能物流、新零售等。新业务拓展过程中可能面临技术研发、市场开拓、客户认可等方面的挑战，若新业务不能按预期发展，可能对公司的业绩增长和战略布局产生不利影响。

政策风险：行业相关政策的调整可能对公司的生产经营产生影响。例如，税收政策、环保政策、行业监管政策等的变化，可能增加公司的运营成本或对公司的业务开展形成限制，从而影响公司的经营业绩。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2376.29	2647.27	2887.33	3120.04	净利润	108.77	159.08	205.88	254.59
营业成本	1707.30	1886.02	2042.55	2191.52	折旧与摊销	173.49	126.56	135.00	141.02
营业税金及附加	24.42	27.40	29.81	32.24	财务费用	25.18	-14.86	-20.90	-29.25
销售费用	143.27	159.61	174.08	188.12	资产减值损失	-17.43	-15.44	-16.44	-15.94
管理费用	163.56	179.34	197.42	212.91	经营营运资本变动	70.59	-347.00	-52.93	-104.66
财务费用	25.18	-14.86	-20.90	-29.25	其他	-160.58	-109.20	-87.56	-93.00
资产减值损失	-17.43	-15.44	-16.44	-15.94	经营活动现金流净额	200.02	-200.86	163.05	152.76
投资收益	128.20	124.67	124.04	126.47	资本支出	7.55	-200.00	-150.00	-100.00
公允价值变动损益	0.04	-1.36	-1.12	-1.01	其他	-16.38	114.44	107.93	121.48
其他经营损益	0.00	-383.40	-392.04	-403.55	投资活动现金流净额	-8.83	-85.56	-42.07	21.48
营业利润	110.29	165.11	211.68	262.35	短期借款	60.40	102.26	-35.01	-76.88
其他非经营损益	-0.68	-0.63	-0.65	-0.64	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	109.60	164.48	211.03	261.71	股权融资	1023.65	0.00	0.00	0.00
所得税	0.83	5.40	5.15	7.12	支付股利	-94.74	-24.27	-32.02	-41.44
净利润	108.77	159.08	205.88	254.59	其他	-1189.11	131.77	6.06	2.25
少数股东损益	60.24	95.05	123.01	148.41	筹资活动现金流净额	-199.80	209.76	-60.97	-116.07
归属母公司股东净利润	48.54	64.03	82.87	106.18	现金流量净额	1.39	-76.66	60.01	58.18
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	738.48	661.82	721.83	780.01	成长能力				
应收和预付款项	771.74	855.92	914.29	1003.88	销售收入增长率	8.52%	11.40%	9.07%	8.06%
存货	706.48	886.80	934.61	986.99	营业利润增长率	88.08%	49.71%	28.20%	23.94%
其他流动资产	91.71	137.21	150.82	160.55	净利润增长率	102.61%	46.25%	29.42%	23.66%
长期股权投资	1051.92	1051.92	1051.92	1051.92	EBITDA 增长率	20.75%	-10.41%	17.69%	14.84%
投资性房地产	30.73	30.73	30.73	30.73	获利能力				
固定资产和在建工程	1419.90	1512.62	1546.90	1525.16	毛利率	28.15%	28.76%	29.26%	29.76%
无形资产和开发支出	497.10	481.31	465.51	449.72	三费率	13.97%	12.24%	12.14%	11.92%
其他非流动资产	180.73	183.62	193.51	195.92	净利率	4.58%	6.01%	7.13%	8.16%
资产总计	5488.78	5801.94	6010.12	6184.87	ROE	2.63%	3.62%	4.53%	5.38%
短期借款	505.38	607.64	572.63	495.74	ROA	1.98%	2.74%	3.43%	4.12%
应付和预收款项	621.14	614.65	690.97	748.77	ROIC	4.06%	4.12%	4.87%	5.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.00%	10.46%	11.28%	11.99%
其他负债	218.84	186.95	198.87	205.10	营运能力				
负债合计	1345.37	1409.23	1462.48	1449.61	总资产周转率	0.44	0.47	0.49	0.51
股本	810.56	810.56	810.56	810.56	固定资产周转率	1.66	1.82	1.89	2.04
资本公积	1683.90	1683.90	1683.90	1683.90	应收账款周转率	3.13	3.05	3.09	3.07
留存收益	1478.23	1518.00	1568.85	1633.60	存货周转率	2.27	2.25	2.15	2.19
归属母公司股东权益	3884.46	4038.70	4070.63	4109.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.66%	—	—	—
少数股东权益	258.96	354.01	477.02	625.42	资本结构				
股东权益合计	4143.41	4392.71	4547.65	4735.26	资产负债率	24.51%	24.29%	24.33%	23.44%
负债和股东权益合计	5488.78	5801.94	6010.12	6184.87	带息债务/总负债	37.56%	43.12%	39.15%	34.20%
					流动比率	1.81	1.90	1.96	2.13
					速动比率	1.26	1.24	1.29	1.41
					股利支付率	195.19%	37.90%	38.63%	39.02%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	308.96	276.80	325.78	374.12	每股收益	0.06	0.08	0.10	0.13
PE	112.73	85.44	66.02	51.53	每股净资产	4.79	4.98	5.02	5.07
PB	1.41	1.35	1.34	1.33	每股经营现金	0.25	-0.25	0.20	0.19
PS	2.30	2.07	1.89	1.75	每股股利	0.12	0.03	0.04	0.05
EV/EBITDA	16.20	18.69	15.55	13.17					
股息率	1.73%	0.44%	0.59%	0.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn