

2025 年 07 月 01 日

投资评级：增持（首次）

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

王悦

wangyue03@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 06 月 27 日

收盘价（元）	13.70
一年内最高/最低（元）	18.18/4.02
总市值（百万元）	12,172.62
流通市值（百万元）	11,877.96
总股本（百万股）	888.51
资产负债率（%）	41.56
每股净资产（元/股）	4.19

资料来源：聚源数据

潮宏基 (002345.SZ)

——东方时尚国潮珠宝，品牌势能持续释放

投资要点：

- **定位东方时尚珠宝领潮品牌。**公司主要从事中高端时尚消费品的品牌运营管理和产品的设计、研发、生产及销售。2010 年公司在深交所上市，2014 年公司完成对亚太知名女包 FION 菲安妮的全资收购，随后 22 年公司与力量钻石等合作，创建并运营培育钻石珠宝首饰品牌，同年公司也通过旗下品牌“VENTI 梵迪”试水培育钻石市场，与海内外新锐设计师合作开发多个培育钻原创系列，大胆布局新兴品类，扩展多元化业务。公司当前运营“CHJ 潮宏基”“ADELE VENTI 梵迪”和“FION 菲安妮”三大品牌，聚焦珠宝首饰和时尚女包两大品类，当前已成功发展为东方市场珠宝领潮品牌。
- **品牌：融合东方文化元素，全方位打造年轻化珠宝品牌。**公司深度洞察客户对东方时尚文化的偏好，围绕“非遗”、“串珠”与“流行 IP”三大差异化类别，传统工艺与现代设计的有机结合丰富产品文化内涵及价值标签。门店形象深度融合非遗工艺与现代设计语言，打造极具辨识度的东方时尚美学空间。公司门店采用“极简东方”设计理念，通过金属光泽、玻璃材质与光影交织，构造出东方含蓄美感的独特风格，以金色、白色为主色调，搭配暖色灯光，突出珠宝的璀璨质感。此外，非遗花丝概念店以枣花锦纹样为灵感，通过花丝墙面的镂空设计与动态光影投射，形成兼具传统韵味与现代极简美学的空间符号。
- **渠道：国内持续推动加盟渠道布局，国际出海布局东南亚市场。**国内方面，持续加大加盟商赋能及协作，进一步推动加盟渠道布局。从营收来看，24 年自营/加盟代理/批发分别贡献营收 30.2/32.8/1.9 亿元，同比-7.4%/32.4%/41.3%，其中加盟贡献营收占比由 2019 年的 21.0% 增长至 2024 年的 50.4%；从门店数量来看，2024 年“CHJ 潮宏基”珠宝总店数净增 129 家，总店数增至 1,505 家，其中加盟店为 1,268 家，加盟店较年初净增 158 家；海外方面，启动国际化战略，积极拓展海外市场。2024 年公司以东南亚作为布局出海的首站，先后在马来西亚吉隆坡的 IOI Citymall 商场、泰国曼谷的 ICONSIAM 商场开设门店，正式进军东南亚市场，25 年公司继续于柬埔寨金边永旺商场和西港 Umall 商场开设门店。海外门店开业后经营情况较好，在稳步推进品牌出海业务的信心的同时也为品牌国际化战略布局奠定坚实基础。根据公司对外披露，下一阶段的国际化战略将重点布局新加坡中央商务区，并持续深耕东南亚市场。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 25-27 年实现营收 79.0/90.5/99.4 亿元，同比增速分别为 21.2%/14.6%/9.8%，实现归母净利润 4.7/5.6/6.6 亿元，同比增速分别为 140.9%/20.6%/17.7%，当前股价对应 PE 分别为 26/22/18 倍。我们选取同为黄金珠宝的老凤祥、中国黄金及周大生作为可比公司，考虑到公司为东方时尚珠宝领潮品牌，短期受益于金价上涨，未来随着公司稳步拓展加盟门店，持续推进渠道加密下沉，我们认为中长期公司业绩乐观可期，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；公司经营管理风险；新品投入市场不及预期风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,900	6,518	7,897	9,049	9,936
同比增长率（%）	33.56%	10.48%	21.16%	14.59%	9.80%
归母净利润（百万元）	333	194	466	563	662
同比增长率（%）	67.41%	-41.91%	140.86%	20.61%	17.67%
每股收益（元/股）	0.38	0.22	0.52	0.63	0.75
ROE（%）	9.18%	5.49%	12.55%	14.27%	15.74%
市盈率（P/E）	36.52	62.86	26.10	21.64	18.39

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

预计公司 25-27 年实现营收 79.0/90.5/99.4 亿元，同比增速分别为 21.2%/14.6%/9.8%，实现归母净利润 4.7/5.6/6.6 亿元，同比增速分别为 140.9%/20.6%/17.7%，当前股价对应 PE 分别为 26/22/18 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

近年来公司在夯实门店标准化运营能力的基础上，持续通过加盟模式加速渠道拓展，扩大市场辐射范围，在与华润万象生活、万达商管、龙湖、银泰、新城吾悦等商业渠道体系建立良好的战略合作的同时入驻 SKP、恒隆等优质高端商圈，新店拓展叠加同店增长驱动公司业绩持续增长，随着黄金价格上行叠加时尚化国潮品牌调性，我们认为公司未来增长空间较大，预计珠宝业务 2025-2027 年收入增速分别为 22%/15%/10%，皮具业务 2025-2027 年收入增速分别为 3%/4%/4%。

投资逻辑要点

我们选取同为黄金珠宝的老凤祥、中国黄金及周大生作为可比公司，考虑到公司为东方时尚珠宝领潮品牌，短期受益于金价上涨，未来随着公司稳步拓展加盟门店，持续推进渠道加密下沉，我们认为中长期公司业绩乐观可期。

核心风险提示

原材料价格波动风险；公司经营管理风险；新品投入市场不及预期风险。

内容目录

1. 东方时尚珠宝领潮品牌，深耕行业二十余载	5
2. 坚持东方时尚定位，持续扩张加盟渠道	6
2.1. 品牌：融合东方文化元素，全方位打造年轻化珠宝品牌	6
2.2. 渠道：国内持续推动加盟渠道布局，国际出海布局东南亚市场	9
3. 盈利预测与评级	11
3.1. 盈利预测	11
3.2. 相对估值	12
4. 风险提示	13

图表目录

图表 1: 公司三大品牌	5
图表 2: 2015-2025Q1 公司营收(亿元)及 yoy	5
图表 3: 2015-2025Q1 公司归母净利润(亿元)及 yoy	5
图表 4: 2015-2025Q1 公司毛利率及净利率情况	6
图表 5: 2015-2025Q1 公司期间费用率情况	6
图表 6: 2019-2024 年公司按地区拆分营收(亿元)	6
图表 7: 2024 年公司各地区营收占比情况	6
图表 8: 公司产品展示	7
图表 9: 潮宏基门店外观	9
图表 10: 非遗花丝概念店以枣花锦纹样为灵感	9
图表 11: 公司三类销售模式情况	10
图表 12: 2017-2024 年公司珠宝业务按业务模式拆分门店情况(家)	10
图表 13: 2019-2024 年公司分销售模式的营收情况(亿元)	10
图表 14: 2019-2024 年公司分销售模式的营收贡献占比情况	10
图表 15: 2019-2024 年公司分销售模式的毛利率情况	10
图表 16: 潮宏基马来西亚 IOI Citymall 门店	11
图表 17: 拆分行业收入预测(亿元)	12
图表 18: 公司盈利预测(百万元)	12
图表 19: 可比公司估值表	12

1. 东方时尚珠宝领潮品牌，深耕行业二十余载

定位东方的时尚珠宝领潮品牌，聚焦时尚珠宝和女包两大业务。公司成立于1996年，主要从事中高端时尚消费品的品牌运营管理和产品的设计、研发、生产及销售。2010年公司在深交所上市，2014年公司完成对亚太知名女包FION菲安妮的全资收购，随后2022年公司与力量钻石等合作，创建并运营培育钻石珠宝首饰品牌，同年公司也通过旗下品牌“VENTI梵迪”试水培育钻石市场，与海内外新锐设计师合作开发多个培育钻原创系列，大胆布局新兴品类，扩展多元化业务。公司当前运营“CHJ潮宏基”“ADELE VENTI梵迪”和“FION菲安妮”三大品牌，聚焦珠宝首饰和时尚女包两大品类，当前已成功发展为东方市场珠宝领潮品牌。

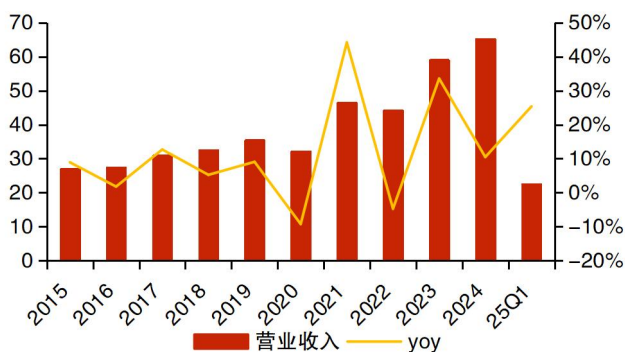
图表1：公司三大品牌

品牌名称	创立时间	品牌定位	品牌定位
CHJ 潮宏基	1997 年	中高端时尚珠宝品牌	秉承传承与创新，彰显东方之美，以原创设计与非遗工艺的现 代应用引领中国珠宝时尚潮流，品牌目标客群为注重寻求展现独特 自我和生活态度表现的都市独立时尚女性
FION 菲安妮	1979 年创立， 2014 年公司全资 收购	亚太知名女包	近年从品牌形象、产品设计以及渠道进行年轻化战略调整，致力 于融合最前沿的设计及深厚的手工匠艺底蕴，为新时代的年轻女 性创造高雅精致的皮具
VENTI 梵迪	2003 年	新锐钻饰品牌	通过精炼的线条和充满时尚灵感的精致创意珠宝传递“美兼顾自 己与万物”的品牌哲学理念，演绎独特而多样的设计风格，定位 于年轻化和更张扬个性

资料来源：公司公告，华源证券研究所

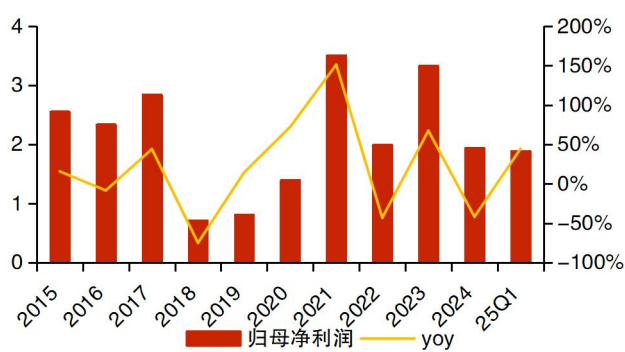
23 年业绩实现强劲复苏，营收及净利润稳健增长。2015–2021 年公司营收及归母净利润呈稳健增长态势，期间 CAGR 分别为 9.5%/5.4%，其中 2020 年与 2022 年为受疫情线下扰动的异常年份，23 年业绩实现强劲复苏，主因大力扩张加盟渠道，同期“CHJ 潮宏基”珠宝加盟店净增 293 家。24 年归母净利润同比下滑 41.9%，主因商誉减值影响，剔除其影响后，24 年归母净利润 3.5 亿元，同比下降 5.1%。25Q1 营收/归母净利润分别实现 22.5/1.9 亿元，同比增长 25.4%/44.4%，营收及归母净利润两端均实现稳健增长。

图表2：2015–2025Q1 公司营收(亿元)及 yoy



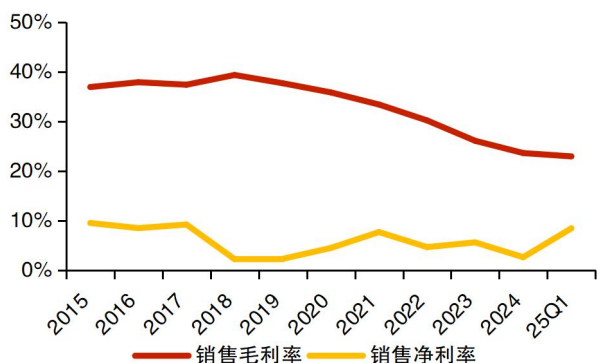
资料来源：wind，华源证券研究所

图表3：2015–2025Q1 公司归母净利润(亿元)及 yoy



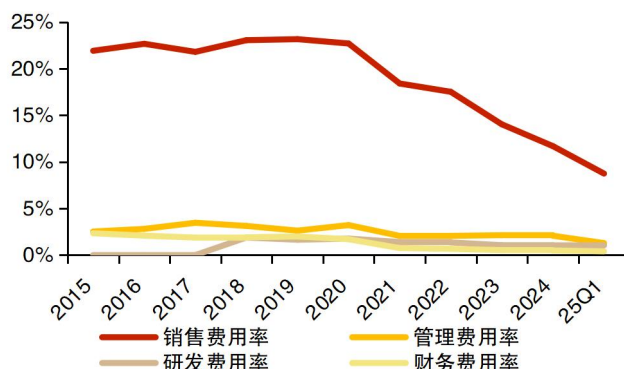
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：2015-2025Q1 公司毛利率及净利率情况



资料来源：wind, 华源证券研究所

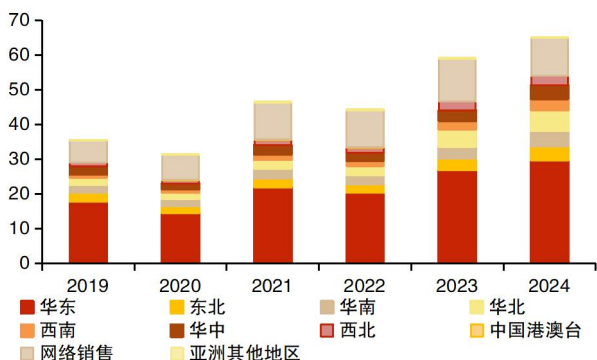
图表 5：2015-2025Q1 公司期间费用率情况



资料来源：wind, 华源证券研究所（2018 年前管理费用包含研发费用）

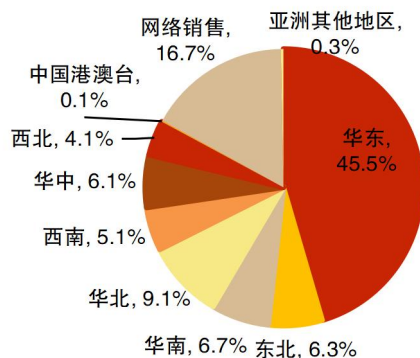
分地区来看，华东地区及网络销售营收占比较高。2024 年华东/东北/华南/华北/西南/华中/西北/中国港澳台/网络销售/亚洲其他地区分别贡献营收 29.6/4.1/4.4/5.9/ 3.3/4.0/2.7/0.1/ 10.9/0.2 亿元，分别占比 45.5%/6.3%/6.7%/9.1%/5.1%/6.1%/4.1%/0.1%/16.7%/0.3%，其中华东地区及网络销售贡献营收占比较高。

图表 6：2019-2024 年公司按地区拆分营收（亿元）



资料来源：公司公告, 华源证券研究所

图表 7：2024 年公司各地区营收占比情况



资料来源：公司公告, 华源证券研究所

2. 坚持东方时尚定位，持续扩张加盟渠道

2.1. 品牌：融合东方文化元素，全方位打造年轻化珠宝品牌

公司深度洞察客户对东方时尚文化的偏好，围绕“非遗”、“串珠”与“流行 IP”三大差异化类别，传统工艺与现代设计的有机结合丰富产品文化内涵及价值标签。具体来看：

1) 非遗方面，2024 年公司推出“花丝·风雨桥”、“花丝·如意”、“花丝·圆满”等系列，生动展示非遗花丝在当代审美与消费情绪下的新型表达，在扩大受众面的基础上持续提升品牌溢价；

2) 串珠方面，持续优化丰富产品，并通过编绳提供差异化服务；

3) 流行 IP 方面，公司与哆啦 A 梦、蜡笔小新及三丽鸥旗下的“美乐蒂”、“酷洛米”和“大耳狗”等 IP 联名，借助情感共鸣与流量效应吸引年轻客群。

图表 8：公司产品展示

类别	细分品类	产品
非遗	花丝•风雨桥	 非遗花丝•风雨桥 避风挡雨，庇佑安宁
	花丝•如意	 非遗花丝•如意 传统赋新生，事事皆如意
	花丝•圆满	 非遗花丝•圆满 周而复始，小得圆满

串珠

编绳



哆啦 A 梦



流行 IP

蜡笔小新



三丽鸥



资料来源：公司官网，潮宏基珠宝天猫旗舰店，华源证券研究所

门店形象深度融合非遗工艺与现代设计语言，打造极具辨识度的东方时尚美学空间。公司门店秉承“弘扬东方文化精髓，推动中国原创设计”的理念，通过金属光泽、玻璃材质与光影交织，构造出东方含蓄美感的独特风格，以金色、白色为主色调，搭配暖色灯光，突出珠宝的璀璨质感。此外，非遗花丝概念店以枣花锦纹样为灵感，通过花丝墙面的镂空设计与动态光影投射，形成兼具传统韵味与现代极简美学的空间符号。

图表 9：潮宏基门店外观



资料来源：公司公告, 华源证券研究所

图表 10：非遗花丝概念店以枣花锦纹样为灵感



资料来源：公司官网, 华源证券研究所

2.2. 渠道：国内持续推动加盟渠道布局，国际出海布局东南亚市场

持续加大加盟商赋能及协作，进一步推动加盟渠道布局。公司销售模式主要分为自营、加盟代理和批发模式。从营收来看，24 年自营/加盟代理/批发分别贡献营收 30.2/32.8/1.9 亿元，同比-7.4%/+32.4%/+41.3%，其中加盟贡献营收占比由 2019 年的 21.0%增长至 2024 年的 50.4%；从门店数量来看，2024 年“CHJ 潮宏基”珠宝总店数净增 129 家，总店数增至 1,505 家，其中加盟店为 1,268 家，加盟店较年初净增 158 家，其主因为：

1) 持续拓展加盟渠道布局，在夯实成熟区域的基础上，通过开拓重要合作伙伴和扶持重点加盟商，进一步开拓成长区域与空白市场；

2) 持续加大加盟商赋能及协作，通过数字化迭代升级运营，优化供应链能力，提升门店货品周转及盈利能力，2024 年加盟店店均 GMV 实现双位数增长，加盟商对品牌势能的信心持续增强；

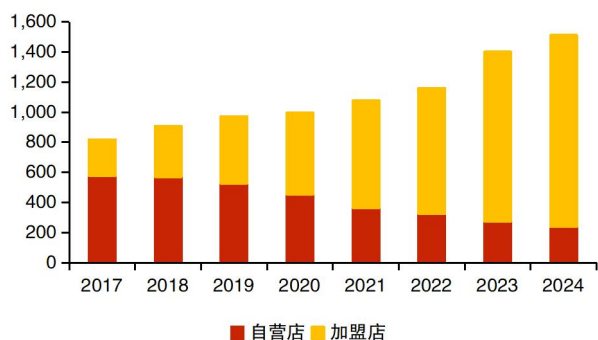
3) 针对市场差异化细分需求，公司孵化“潮宏基| Soufflé”子品牌独立门店，其主要客群为 18-35 岁女性，针对年轻人之间礼赠场景，意在通过差异化的产品组合、消费环境及消费体验满足消费者差异化需求，截至 24 年末，“潮宏基| Soufflé”门店数量达 41 家。

图表 11：公司三类销售模式情况

销售模式		具体方式
自营模式	联营	通过与百货商场合作，在商场内开设专营店，产品出售由商场在产品交付予顾客时向顾客收取全部货款，公司于约定结算期间按百货商场收取的全部款项扣除百货商场应得分成后的余额与商场结算。
	直营	由公司或子公司直接在购物中心、商业街等商圈，设立品牌旗舰店或品牌专卖店进行零售，产品交付予顾客时由公司或相应子公司向客户收取全部货款。
	网络销售	通过天猫、唯品会、京东、抖音、得物、小红书等电商平台直接或间接对消费者进行销售；
加盟代理模式		公司旗下品牌对加盟或代理商进行授权，由加盟代理商在指定地点开设品牌专营店，相关人、财、物由加盟商支配，并按公司统一管理模式进行经营
批发模式		公司将产品直接批量销售给企业客户的模式，主要包括企业客户的礼品定制业务等

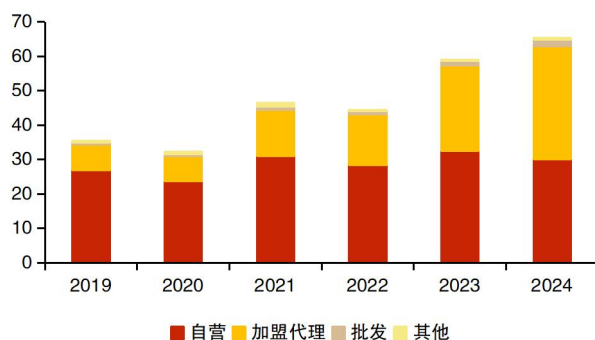
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 12：2017-2024 年公司珠宝业务按业务模式拆分门店情况（家）



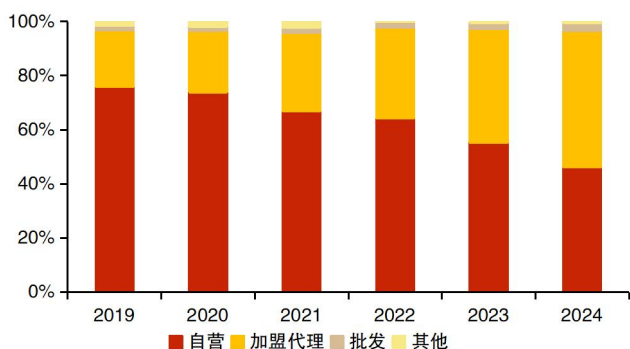
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 13：2019-2024 年公司分销售模式的营收情况（亿元）



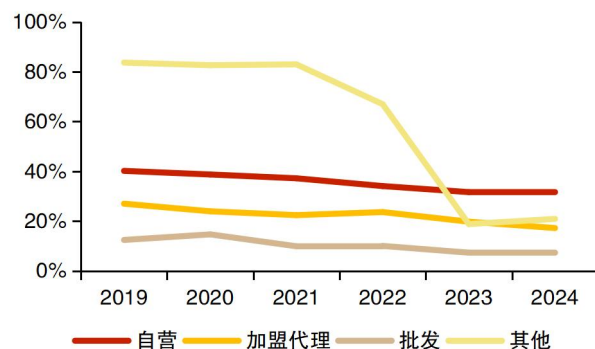
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 14：2019-2024 年公司分销售模式的营收贡献占比情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 15：2019-2024 年公司分销售模式的毛利率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

启动国际化战略，积极拓展海外市场。2024 年公司以东南亚作为布局出海的首站，先后在马来西亚吉隆坡的 IOI Citymall 商场、泰国曼谷的 ICONSIAM 商场开设门店，正式进军东

南亚市场，2025 年公司继续于柬埔寨金边永旺商场和西港 Umall 商场开设门店。海外门店开业后经营情况较好，在稳步推进品牌出海业务的信心的同时也为品牌国际化战略布局奠定坚实基础。根据公司对外披露，下一阶段的国际化战略将重点布局新加坡中央商务区，并持续深耕东南亚市场。我们认为基于东南亚旅游经济蓬勃发展的背景下，当地居民对黄金首饰偏好与国内更加接近，叠加中国设计国际影响力持续提升，驱动海外消费者对花丝、古法金等中国传统工艺的鉴赏能力不断增长，因此东南亚地区作为中国珠宝品牌布局国际市场的出海第一站较为合适。随着未来公司有效整合国内外资源协同发展，公司或将提升品牌在国际市场的影响力，持续扩大品牌在海外市场的渠道规模。

图表 16：潮宏基马来西亚 IOI Citymall 门店



资料来源：IOI Citymall 官网，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测

关键假设：近年来公司在夯实门店标准化运营能力的基础上，持续通过加盟模式加速渠道拓展，扩大市场辐射范围，在与华润万象生活、万达商管、龙湖、银泰、新城吾悦等商业渠道体系建立良好的战略合作的同时入驻 SKP、恒隆等优质高端商圈，新店拓展叠加同店增长驱动公司业绩持续增长，随着黄金价格上行叠加时尚化国潮品牌调性，我们认为公司未来增长空间较大，预计珠宝业务 2025-2027 年收入增速分别为 22%/15%/10%，皮具业务 2025-2027 年收入增速分别为 3%/4%/4%。

图表 17：拆分行业收入预测（亿元）

时间	2023	2024	2025E	2026E	2027E
珠宝行业					
营收	55.03	62.29	75.99	87.39	96.13
yoy	34.65%	13.18%	22.00%	15.00%	10.00%
毛利率	23.54%	21.97%	22.30%	22.60%	23.00%
皮具行业					
营收	3.75	2.74	2.82	2.93	3.05
yoy	14.81%	-27.04%	3.00%	4.00%	4.00%
毛利率	63.47%	61.71%	62.00%	62.20%	62.40%
其他					
营收	0.21	0.15	0.16	0.17	0.18
yoy	488.00%	-28.40%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	20.45%	3.53%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

盈利预测：我们预计公司 25-27 年实现营收 79.0/90.5/99.4 亿元，同比增速分别为 21.2%/14.6%/9.8%，实现归母净利润 4.7/5.6/6.6 亿元，同比增速分别为 140.9%/20.6%/17.7%，当前股价对应 PE 分别为 26/22/18 倍。

图表 18：公司盈利预测（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,900	6,518	7,897	9,049	9,936
营业收入 yoy	33.6%	10.5%	21.2%	14.6%	9.8%
归母净利润	333	194	466	563	662
归母净利润 yoy	67.4%	-41.9%	140.9%	20.6%	17.7%

资料来源：wind，华源证券研究所

3.2. 相对估值

我们选取同为黄金珠宝的老凤祥、中国黄金及周大生作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2025 年 PE 均值为 15 倍，考虑到公司为东方时尚珠宝领潮品牌，短期受益于金价上涨，未来随着公司稳步拓展加盟门店，持续推进渠道加密下沉，我们认为中长期公司业绩乐观可期，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 19：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		
		2025/6/27	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
600612.SH	老凤祥	49.57	3.22	3.54	3.75	15.39	14.00	13.22	
600916.SH	中国黄金	8.17	0.53	0.62	0.69	15.42	13.18	11.84	
002867.SZ	周大生	12.98	1.01	1.13	1.25	12.85	11.49	10.38	
平均值						14.55	12.89	11.81	
002345.SZ	潮宏基	13.70	0.52	0.63	0.75	26.10	21.64	18.39	

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，潮宏基盈利预测来自华源证券研究所（截至 2025 年 6 月 27 日收盘价）

4. 风险提示

1) 原材料价格波动风险：公司主营产品为中高端消费品，与居民购买力和消费意愿高度相关，近年来黄金等原材料价格走势波动较大，若未来国内外经济环境发生重大变化，公司不能采取有效措施积极应对，或对公司经营业绩产生不利影响；

2) 公司经营管理风险：若公司营销、铺货、存货管理等方面不能有效满足公司持续扩大的品牌规模及营销网络要求，或对公司未来销售规模和经营业绩造成一定影响；

3) 新品投入市场不及预期风险：公司推新受渠道、产品及营销等多重因素影响，若新品投入市场效果不及预期，或将对公司业绩产生较大影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	379	446	464	553
应收票据及账款	364	389	421	436
预付账款	14	15	16	16
其他应收款	33	37	40	41
存货	2,894	3,137	3,398	3,508
其他流动资产	485	584	672	746
流动资产总计	4,168	4,608	5,011	5,300
长期股权投资	171	172	174	176
固定资产	504	526	537	538
在建工程	0	5	5	5
无形资产	19	21	35	45
长期待摊费用	57	39	15	15
其他非流动资产	826	750	665	678
非流动资产合计	1,576	1,513	1,431	1,457
资产总计	5,745	6,121	6,441	6,757
短期借款	332	302	272	242
应付票据及账款	203	231	245	248
其他流动负债	1,474	1,693	1,839	1,956
流动负债合计	2,008	2,226	2,356	2,445
长期借款	64	55	42	31
其他非流动负债	3	3	3	3
非流动负债合计	67	58	45	34
负债合计	2,075	2,284	2,401	2,479
股本	889	889	889	889
资本公积	1,295	1,295	1,295	1,295
留存收益	1,346	1,533	1,758	2,022
归属母公司权益	3,530	3,717	3,942	4,206
少数股东权益	140	121	99	72
股东权益合计	3,670	3,838	4,040	4,278
负债和股东权益合计	5,745	6,121	6,441	6,757

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	169	427	519	615
折旧与摊销	125	233	270	165
财务费用	32	15	13	11
投资损失	4	-6	-6	-6
营运资金变动	-110	-276	-315	-171
其他经营现金流	216	12	12	12
经营性现金净流量	435	406	493	626
投资性现金净流量	-27	-5	-82	-87
筹资性现金净流量	-629	-334	-393	-450
现金流量净额	-220	67	18	89

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,518	7,897	9,049	9,936
营业成本	4,980	6,026	6,890	7,533
税金及附加	92	124	142	156
销售费用	762	877	986	1,063
管理费用	135	158	176	189
研发费用	68	87	104	119
财务费用	32	15	13	11
资产减值损失	-217	-79	-90	-99
信用减值损失	0	2	3	3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-4	6	6	6
公允价值变动损益	0	1	1	1
资产处置收益	1	13	13	13
其他收益	6	6	6	6
营业利润	235	559	675	794
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	236	560	675	794
所得税	67	112	135	159
净利润	169	448	540	635
少数股东损益	-24	-19	-23	-27
归属母公司股东净利润	194	466	563	662
EPS(元)	0.22	0.52	0.63	0.75

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	10.48%	21.16%	14.59%	9.80%
营业利润增长率	-41.56%	137.71%	20.62%	17.68%
归母净利润增长率	-41.91%	140.86%	20.61%	17.67%
经营现金流增长率	-29.22%	-6.86%	21.55%	26.96%
盈利能力				
毛利率	23.60%	23.69%	23.86%	24.19%
净利率	2.60%	5.67%	5.97%	6.39%
ROE	5.49%	12.55%	14.27%	15.74%
ROA	3.37%	7.62%	8.73%	9.80%
估值倍数				
P/E	62.86	26.10	21.64	18.39
P/S	1.87	1.54	1.35	1.23
P/B	3.45	3.28	3.09	2.89
股息率	2.55%	2.30%	2.77%	3.26%
EV/EBITDA	17	17	14	14

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。