

积极开拓海外市场，业绩有望持续改善

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 截至2025年11月我国包装机械出口均价不足200美元/台,而进口均价高达3.63万美元/台,价格差距明显,随着我国推进国产替代和走向高端化,公司作为细分行业龙头有望直接受益;2)公司在液体包装设备制造已深耕近三十年,产品整体技术处于国内领先水平,并已经出口到多个国家;3)公司目前手头订单充足,预计将从2025年开始持续放量,对公司形成业绩支撑。
- 深耕近三十年,中国饮料包装机械行业上市第一股。**公司前身广州达意隆包装机械有限公司成立于1998年,2008年公司正式在深交所挂牌上市,成为中国饮料包装机械行业第一家上市公司。公司持续围绕吹瓶技术、无菌杀菌工艺和装备等展开研发和核心关键部件的创新和试验。同时公司依托产品、技术等方面的综合优势,在饮料等市场领域提供全面整线解决方案,积极开拓国际市场。
- 包装机械制造市场国产替代趋势明显,下游消费复苏和升级助力可持续发展。**截至2025年11月,我国的包装专用设备产量已达175.55万台,同时我国包装专用设备逐渐突破国际垄断,走向越南、印尼等新兴国家市场。国内厂商在性价比方面具备竞争力,占据中低端市场,但高端市场仍被国际品牌垄断。从行业下游来看,现阶段中国饮料市场规模仅为美国的1/3,未来增长空间显著,在消费升级驱动和可支配收入提高的前提下,无糖饮料行业快速发展,市场的结构性变化正在重塑国内包装机械制造行业的竞争格局与发展路径。
- 公司盈利能力持续改善,手头订单充足支撑未来业绩。**公司2025年前三季度的业绩报告显示,公司在报告期内实现营业总收入13.35亿元,同比增长38.95%,创历史新高,净利润1.03亿元,同比增长146.16%。公司销售毛利率从2021年底的17.92%上升至2025年前三季度的26.07%。同时,公司的期间费用率从2021年底的22.26%下降至2025年前三季度的15.86%,目前公司生产经营一切正常,手头订单充足,预计后续公司将继续强化成本控制和运营效率提升,推动营业收入和利润的稳步增长。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2025/26/27年营收分别为18.7、22.2、24.4亿元,归母净利润分别为1.3、2.0、2.3亿元, EPS分别为0.64、0.99、1.16元,对应PE分别为23、15、13倍。我们给予公司2026年20倍PE,对应目标价19.8元,首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:**原材料价格波动风险、市场竞争风险、供应链风险等。

西南证券研究院

分析师: 胡光怿
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

分析师: 杨蕊
执业证号: S1250525070007
电话: 021-58351985
邮箱: yangrui@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)	1.99
流通A股(亿股)	1.56
52周内股价区间(元)	8.51-18.54
总市值(亿元)	29.93
总资产(亿元)	32.96
每股净资产(元)	4.12

相关研究

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1520.76	1866.68	2220.57	2437.69
增长率	18.38%	22.75%	18.96%	9.78%
归属母公司净利润(百万元)	69.79	128.06	196.42	229.88
增长率	49.69%	83.48%	53.38%	17.04%
每股收益EPS(元)	0.35	0.64	0.99	1.16
净资产收益率ROE	9.73%	15.36%	19.54%	19.21%
PE	43	23	15	13
PB	4.17	3.59	2.98	2.50

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 深耕近三十年，中国饮料包装机械行业上市第一股	1
2 包装机械制造市场：国产替代趋势明显，下游消费复苏和升级助力行业可持续发展	3
2.1 行业国产替代趋势明显，现阶段出口仍以中低端为主	3
2.2 受益于消费复苏和升级，包装机械制造行业有望迎来广阔机遇	4
3 主营业务：液态产品包装设备为主，提供综合解决方案	5
4 销售毛利率持续改善，整体费用管控能力不断提升	8
5 盈利预测与估值	9
6 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2025 年 Q3)	1
图 3: 公司 2025H1 主营业务结构情况.....	2
图 4: 公司 2025H1 主营业务毛利情况.....	2
图 5: 公司 2020 年以来营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2020 年以来归母净利润及增速	2
图 7: 截至 2025 年 11 月我国包装专用设备产量 (万台)	3
图 8: 截至 2025 年 11 月我国包装机械出口数量 (万台)	3
图 9: 截至 2025 年 11 月我国包装机械进口均价 (万美元/台)	3
图 10: 截至 2025 年 11 月我国包装机械出口均价 (美元/台)	3
图 11: 截至 2025 年 11 月我国饮料类商品累计零售额 (亿元)	4
图 12: 截至 2025 年 11 月我国软饮料累计产量 (万吨)	4
图 13: 2023-2028 年中国无糖饮料行业市场规模及增速.....	4
图 14: 2020-2024 年我国茶叶产量及增速	4
图 15: 公司液体包装机械及自动化设备营业收入及增速.....	7
图 16: 公司液体包装机械及自动化设备毛利率.....	7
图 17: 公司代加工业务营业收入及增速	7
图 18: 公司代加工业务毛利率.....	7
图 19: 公司销售毛利率和销售净利率	8
图 20: 公司期间费用率	8
图 21: 公司研发费用率	8
图 22: 公司平均净资产收益率 ROE.....	8

表 目 录

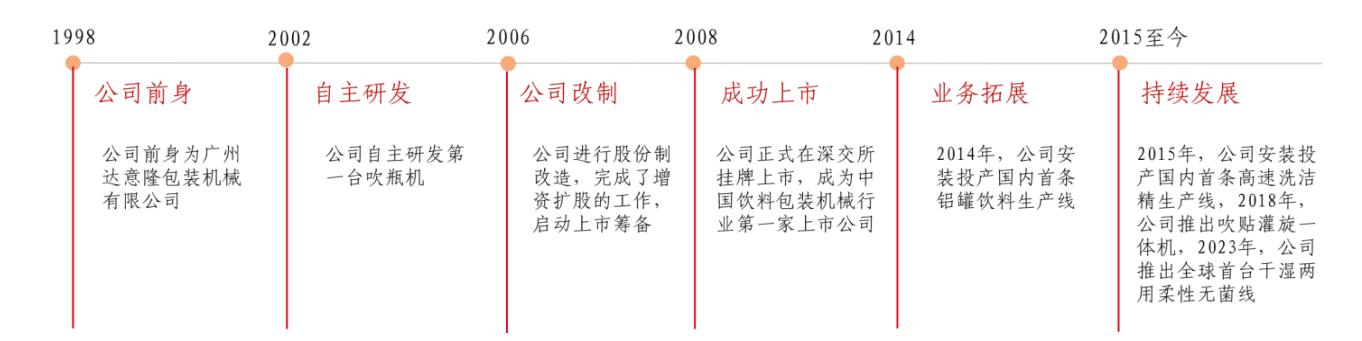
表 1: 公司主要产品介绍	5
表 2: 分业务收入及毛利率	9
表 3: 可比公司估值	9
附表: 财务预测与估值	11

1 深耕近三十年，中国饮料包装机械行业上市第一股

公司前身广州达意隆包装机械有限公司成立于 1998 年，主要以生产五加仑设备和小瓶水灌装设备等单机为主。2002 年，公司自主研发第一台吹瓶机，打开中国 PET 包装机械业发展新篇章。2006 年，公司四期厂房竣工并投入使用，公司总占地面积达到十二万平方米，成为亚洲最大的饮料包装设备制造基地。同年公司进行股份制改造，完成了增资扩股的工作，广州达意隆包装机械股份有限公司成立，启动上市筹备。2008 年，公司正式在深交所挂牌上市，成为中国饮料包装机械行业第一家上市公司，股票代码 002209。上市后，公司持续围绕吹瓶技术、加温技术、无菌杀菌工艺和装备、灌装技术、后段包装及自动化控制技术等展开研发和核心关键部件的创新和试验。2014 年，公司安装投产国内首条铝罐饮料生产线，2015 年，公司安装投产国内首条高速洗洁精生产线，2018 年，公司推出突破行业重大技术的吹贴灌旋一体机，2023 年，公司推出全球首台干湿两用柔性无菌线。

同时，公司依托产品、技术、质量管理和优质服务等综合优势，在饮料、粮油等市场领域提供全面整线解决方案，积极开拓国际市场。2011 年公司成立达意隆北美有限公司，开展国际市场部分区域本土化服务，2016 年，公司成立欧洲分公司，2019 年，达意隆包装机械印度私人有限公司成立，入驻印度及周边市场。未来，公司将依托于核心技术开展生产经营活动，提供贴合客户实际需求、符合行业趋势的产品与服务。

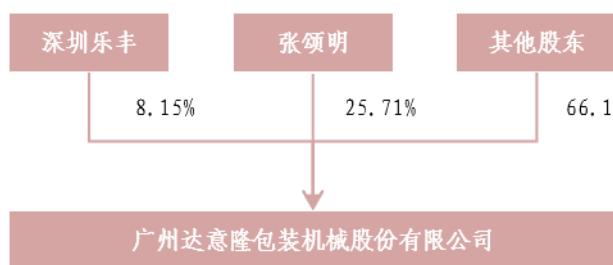
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

实际控制人为张颂明。公司的实控人为张颂明，张颂明直接持有公司 25.71% 的股份，同时张颂明也是公司的董事长兼总经理，管理层与股东利益高度一致，有助于企业提高决策效率，同时保持战略定力，更关注企业的长期价值增长。

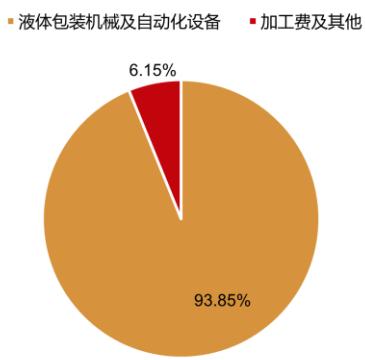
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 Q3）



数据来源：公司官网，西南证券整理

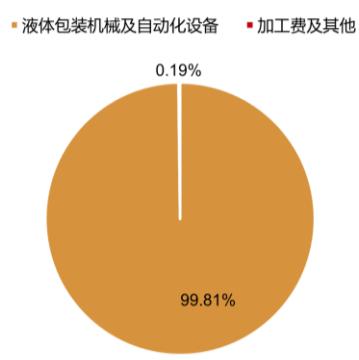
公司主营业务结构：公司是国内液态产品包装全面解决方案的综合提供商，主营的产品包括水处理/前处理设备、全自动旋转式 PET 瓶吹瓶机等后段智能包装设备，同时，公司也具备为下游饮料、日化等行业内品牌企业提供代加工和信息化解决方案的服务能力。截至 2025 年上半年，公司的收入主要来自液体包装机械及自动化设备，占比约为 93.85%，其次是加工费及其他业务，占比约 6.15%；毛利贡献方面，液体包装机械及自动化设备贡献毛利占比最高，达 99.81%，其次为加工费及其他业务，占比为 0.19%。

图 3：公司 2025H1 主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2025H1 主营业务毛利情况

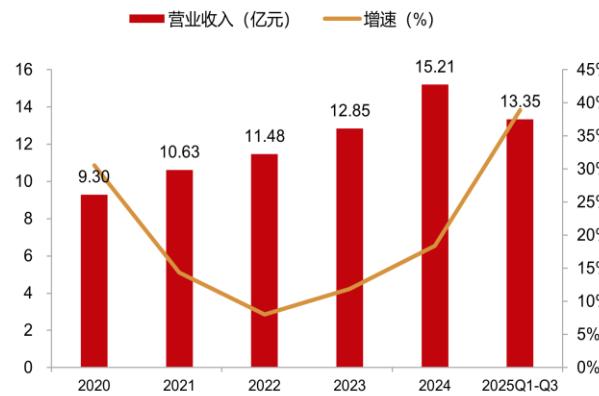


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：随着疫情结束后国内食品饮料行业市场需求回暖以及公司持续拓展海外市场，公司营业收入从 2020 年的 9.30 亿元增至 2024 年的 15.21 亿元，年复合增长率 13.4%。此外，除了 2021 年公司受产品主要原材料价格大幅上涨，导致公司产品毛利率下降等影响，2021 年归母净利润录得亏损约 0.52 亿元，2022 年以来公司归母净利润持续稳健增长。

公司发布 2025 年前三季度业绩报告显示，公司在报告期内实现营业总收入 13.35 亿元，同比增长 38.95%，创历史新高，净利润 1.03 亿元，同比增长 146.16%。在今年 9 月的公司中报业绩说明会中，公司表示预计 2025 年公司将实现营业收入为 18 亿元，实现净利润 1 亿元，扣除非经常性损益后的净利润 9000 万元。今年 11 月，公司回答投资者提问时表示，目前公司生产经营一切正常，手头订单充足，预计后续公司将会持续强化成本控制和运营效率提升，稳步推进年度经营目标的实现的同时推动公司未来营业收入和利润实现稳步增长。

图 5：公司 2020 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2020 年以来归母净利润及增速



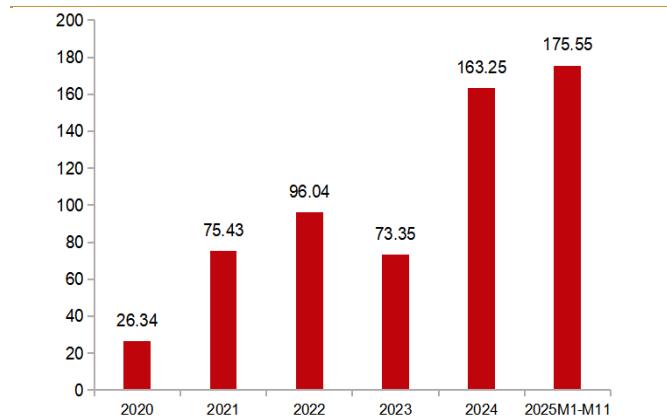
数据来源：Wind，西南证券整理

2 包装机械制造市场：国产替代趋势明显，下游消费复苏和升级助力行业可持续发展

2.1 行业国产替代趋势明显，现阶段出口仍以中低端为主

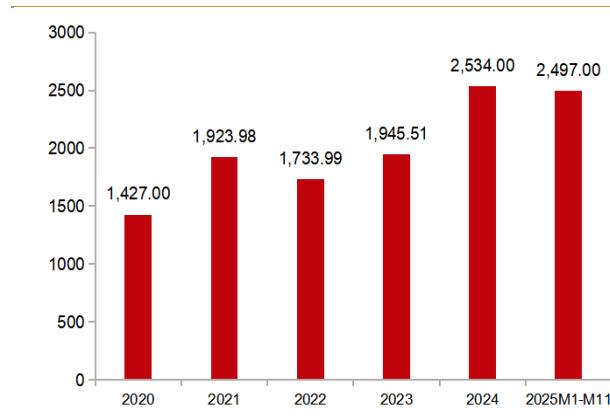
根据智研产业研究院报告，经过多年发展包装机械已成为我国机械工业中十大行业之一，随着人口老龄化程度逐渐加重，人力成本逐渐升高，加之工业机器人和自动化技术已经较为成熟，企业进行智能化布局的意愿和性价比逐步提升，包装机械已成为企业提高生产效率和实现大规模生产的关键要素之一。从产量来看，除 2023 年受下游新增以及旧设备换新需求减少影响，我国包装专用设备产量降至 73.35 万台，整体而言，我国包装设备发展速度快于《中国食品和包装机械工业“十四五”发展规划》的预期，截至 2025 年 11 月，我国的包装专用设备累计产量已达 175.55 万台，已超过 2024 年全年产量，继续保持增长势头。同时，部分国内企业经过多年努力已具备自主研发和生产能力，我国包装专用设备逐渐突破国际垄断，走向越南、印尼和泰国等新兴国家市场。

图 7：截至 2025 年 11 月我国包装专用设备产量（万台）



数据来源：iFinD，西南证券整理

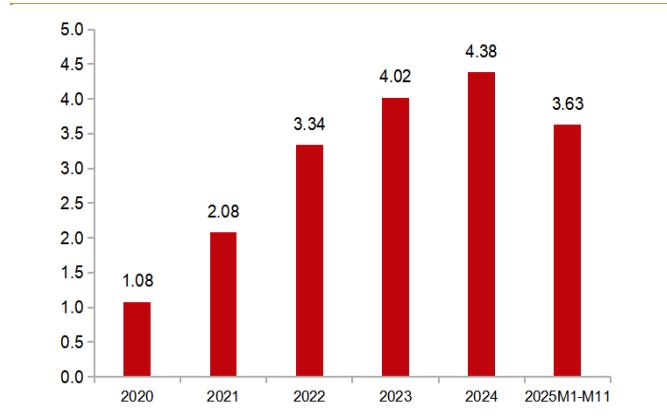
图 8：截至 2025 年 11 月我国包装机械出口数量（万台）



数据来源：iFinD，西南证券整理

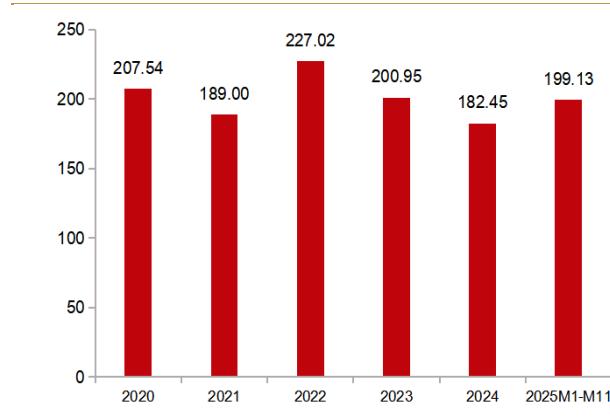
从我国包装机械进出口均价来看，国内厂商在性价比方面具备竞争力，占据中低端市场，截至 2025 年 11 月，我国包装机械出口均价不足 200 美元/台，高端市场仍被国际品牌垄断。

图 9：截至 2025 年 11 月我国包装机械进口均价（万美元/台）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 10：截至 2025 年 11 月我国包装机械出口均价（美元/台）

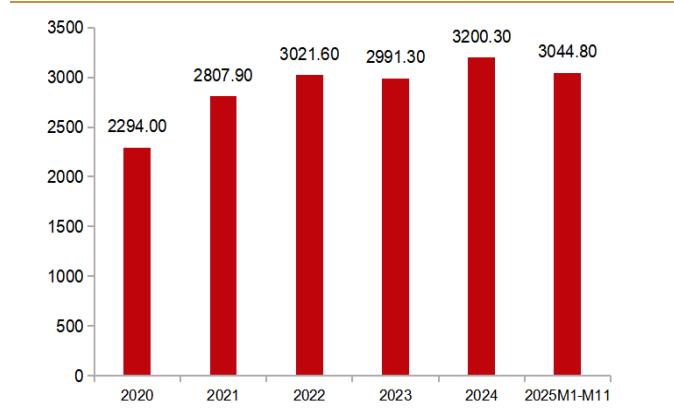


数据来源：iFinD，西南证券整理

2.2 受益于消费复苏和升级，包装机械制造行业有望迎来广阔机遇

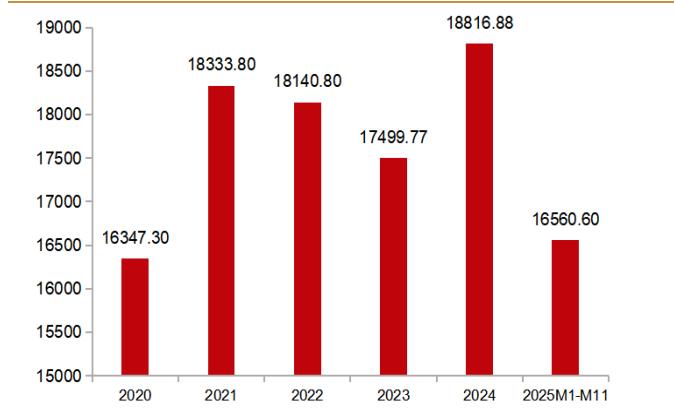
截至 2025 年 11 月，我国饮料类商品累计零售额为 3044.80 亿元，同比增长 3.61%，软饮料累计产量为 16560.60 万吨，同比下降 4.59%。尼尔森 IQ 监测的数据显示，对比全球市场，中国饮料市场规模仅为美国的 1/3，未来增长空间显著。

图 11：截至 2025 年 11 月我国饮料类商品累计零售额（亿元）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 12：截至 2025 年 11 月我国软饮料累计产量（万吨）



数据来源：iFinD，西南证券整理

2025 年上半年，我国经济运行总体平稳、稳中向好，居民收入继续增加，全国居民的人均可支配收入 21840 元，同比名义增长 5.3%，扣除价格因素实际增长 5.4%。在消费升级驱动和可支配收入提高的前提下，各个消费细分领域都在发生新的变化，水饮行业也不例外，对于饮料的饮用场景从传统的消暑解渴扩展到运动补能、健康养生、情绪悦己等多个方面，尤其是无糖化、低糖化渐成健康饮食新标准，无糖饮料行业得到快速发展。

根据艾媒咨询，2023 年中国无糖饮料市场规模已达 401.6 亿元，预计到 2028 年有望达 815.6 亿元。其中，消费者喝过的无糖饮料类型主要是无糖茶饮料和无糖气泡水，占比分别为 54.1%、45.2%，茶叶作为天然的健康饮品，在我国具有广大的消费群体，近年成为中国无糖饮料重要生产原料，2024 年中国茶叶产量已达到 373.69 万吨，同比增长 5.53%。总体而言，下游水饮市场的结构性变化正在重塑国内包装机械制造行业的竞争格局与发展路径。

图 13：2023-2028 年中国无糖饮料行业市场规模及增速



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

图 14：2020-2024 年我国茶叶产量及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

3 主营业务：液态产品包装设备为主，提供综合解决方案

作为国内液态产品包装装备行业的先行者，公司建有行业首家国家认定企业技术中心、国家地方联合工程研究中心、广东省企业技术中心、广东省饮料包装成套设备工程技术研究开发中心和广东省工业设计中心，是国家知识产权示范企业、国家级制造业单项冠军企业、高新技术企业、广东省机器人骨干企业。

公司专注于高端液态产品包装装备的研制，主营产品包括全自动旋转式 PET 瓶吹瓶机、灌装生产线、全自动 PET 瓶吹灌旋一体机以及纸箱包装机等后段智能包装设备，并为客户提供液态产品智能工厂的规划设计、安装调试、优化改造、备件供应等设备全生命周期服务。公司研制生产的设备主要用于饮料、调味品、食用油脂等产品的生产，有效实现了人工替代。未来，公司将持续围绕吹瓶技术、无菌杀菌工艺和装备及自动化控制技术等展开研发和核心关键部件的创新和试验，围绕标准化、模块化开展全产品系列的优化、改进和创新工作。

表 1：公司主要产品介绍

主要产品	产品介绍	产品图片
全自动旋转式 PET 瓶吹瓶机	为采用二步法制瓶工艺吹制 PET 瓶的机械设备，主要用于吹制 0.25L-20L 饮料、酒类等领域包装用的 PET 瓶	
灌装生产线	包括水/饮料灌装生产线、含气饮料灌装生产线、超洁净灌装生产线、无菌灌装生产线、黏流体灌装生产线等	  

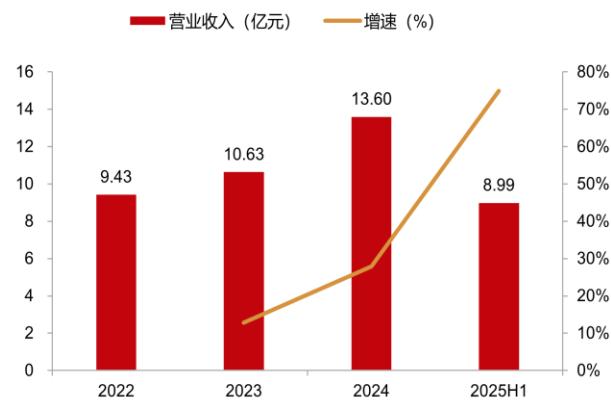
主要产品	产品介绍	产品图片
全自动 PET 瓶吹灌旋一体机	采用二步法制瓶工艺对 PET 瓶坯进行吹瓶、灌装、旋盖等操作的设备，主要用于采用塑料防盗盖封口的 PET 瓶进行饮料、调味品等液体物料的灌装	
全自动 PET 瓶吹贴灌旋一体机	采用二步法制瓶工艺对 PET 瓶坯进行吹瓶、贴标、灌装、旋盖等操作的设备，省去吹瓶、灌装、旋盖、贴标各工序之间的输送缓冲和贴标前的瓶身风干系统，占地面积小、整机效率高	
后段智能包装设备	包括贴标系列产品、输送系列产品、纸包机、热收缩膜包装机、装箱机、成型机、封箱机、码垛机、卸垛机等设备	
基于机器人的自动化解决方案	包括机器人理瓶机、机器人装箱机、机器人码垛机、机器人贴标系统、机器人压盖系统等	

数据来源：公司中报，西南证券整理

经过多年的发展,公司研制的全自动高速 PET 瓶吹瓶机、全自动 PET 瓶吹灌旋一体机、全自动 PET 瓶吹贴灌旋一体机等装备实现了进口替代,部分产品如 72000 瓶/小时 PET 瓶吹贴灌旋一体机填补了国内技术空白,整体技术处于国际领先水平。近年来,公司不断加大无菌工艺和装备的研发力度,先后突破了湿法和干法杀菌工艺,掌握了无菌灌装装备机械等相关技术,在超高速瓶装水生产线上也实现了突破。受益于公司创新能力,2025 年上半年,公司液体包装机械及自动化设备营业收入 8.99 亿元,同比大幅增长 74.96%。

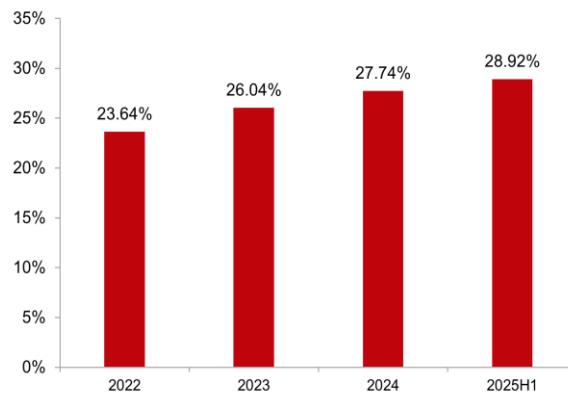
液态产品包装装备多数属于非标产品,需要根据客户要求进行个性化研发与制造。公司拥有一批先进的精密加工设备,包括多台大型数控立车和数控龙门加工中心、数控卧式镗铣中心等,这些设备可满足公司核心零部件的加工需求,有效缩短产品的交付周期,保证技术领先的同时也能快速为客户提供个性化研制服务。因此,近年来公司液体包装机械及自动化设备毛利率不断提升,从 2022 年底的 23.64% 提至 2025 年上半年的 28.92%。

图 15: 公司液体包装机械及自动化设备营业收入及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

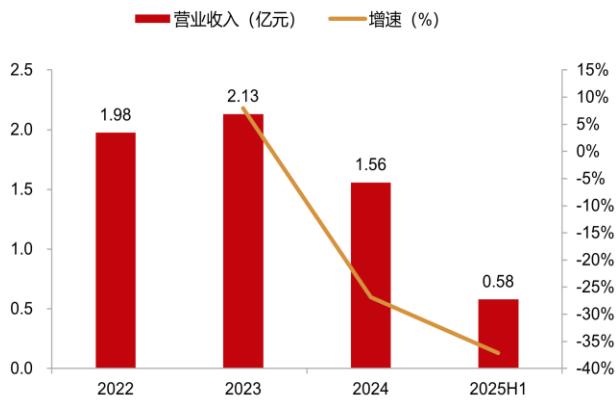
图 16: 公司液体包装机械及自动化设备毛利率



数据来源: Wind, 西南证券整理

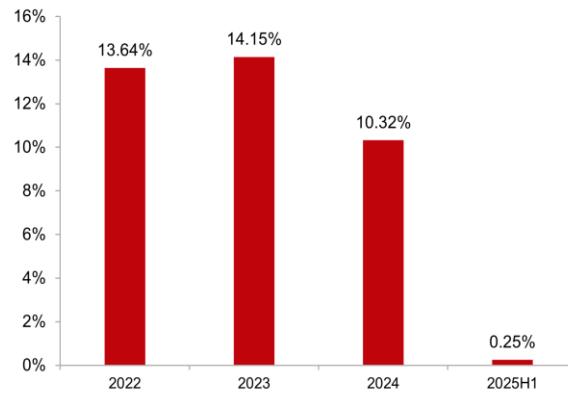
公司一直在进行服务型制造的转型升级,由单一的包装装备生产制造商转型成为个性化定制包装装备全生命周期解决方案服务商,打造包装装备的全生命周期服务模式。依托公司先进的精密加工设备,公司也具备为下游饮料、日化等行业品牌企业提供代加工和信息化解决方案的服务能力。2025 年上半年,公司代加工业务营业收入 0.58 亿元,同比下降 37.12%,营业收入的下降直接导致公司设备利用率低,公司代加工业务毛利率急速下滑至 0.25%。

图 17: 公司代加工业务营业收入及增速



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 公司代加工业务毛利率



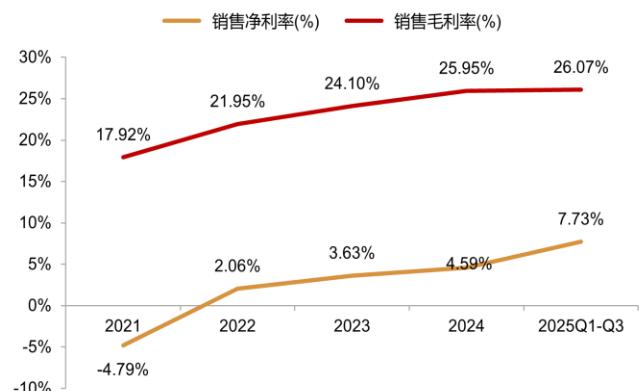
数据来源: Wind, 西南证券整理

4 销售毛利率持续改善，整体费用管控能力不断提升

2021 年，公司受大宗商品、电气元器件等原材料价格上涨、用工成本增加、疫情带来的国际海运等运输费用增加、人民币升值、货物运输周转费用增加等多种因素的综合影响，订单的综合成本大幅增加，导致公司产品整体毛利率下降。2022 年以来，公司通过引入多种信息化系统不断强化和提升管理效率，同时公司也将部分部件和工序交由专门的外协供应商完成，在保持核心竞争优势的前提下，最大化提高运营效益。公司目前主要机械加工设备已经接入信息化系统，基本实现了在核心零部件加工方面的订单、工艺、排期等的数字化，为有效控制原材料的库存量和采购价格，减少资金占用以提高公司的经营效率奠定了基础，公司销售毛利率从 2021 年底的 17.92% 上升至 2025 年前三季度的 26.07%。

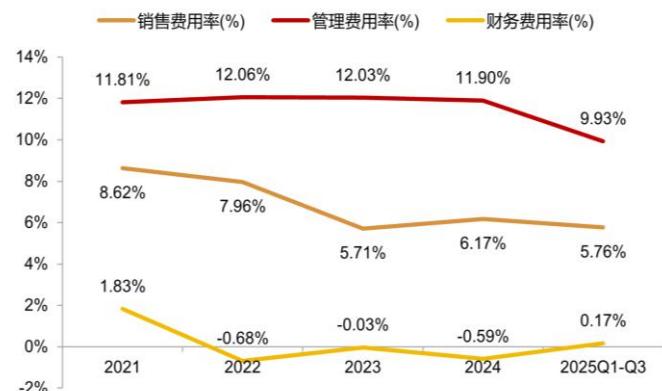
同时，公司的期间费用率大幅改善，从 2021 年底的 22.26% 下降至 2025 年前三季度的 15.86%，直接带动了公司的销售净利率的提升。2025 年前三季度，公司销售费用率和管理费用率同比均有所下降，财务费用率主要是受到汇率波动影响，同比有所上升。整体而言，公司的费用管控能力在近几年不断提升，有利于公司实现可持续增长和股东价值最大化。

图 19：公司销售毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

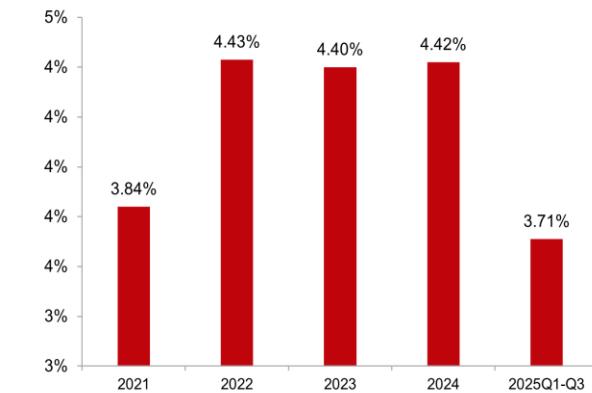
图 20：公司期间费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

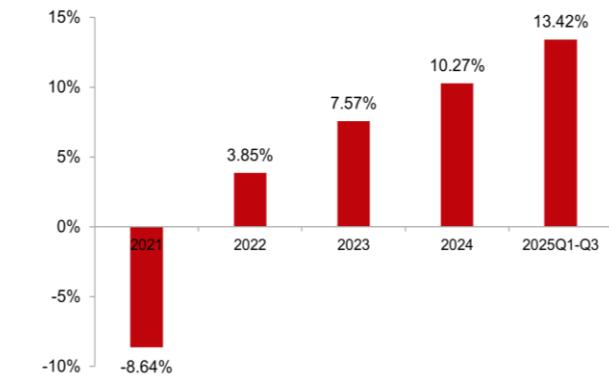
受益于公司研发投入持续加码，公司的平均净资产收益率随着高附加值设备放量而逐步回暖，公司有望在未来持续优化产品结构，从而进一步提升公司的平均净资产收益率。

图 21：公司研发费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 22：公司平均净资产收益率 ROE



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

1) 液体包装机械及自动化设备方面，预计 2025-2027 年公司将通过持续优化产品结构和拓展市场使得营收同比+30%、+20%、+10%；毛利率分别为 28%、28.5%、29%；

2) 代加工方面，预计未来公司将业务重心放在液体包装机械及自动化设备，因此预计 2025-2027 年该业务营收同比-40%、0%、+5%；毛利率分别为 2%、4%、6%。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	1520.8	1866.7	2220.6	2437.7
	YoY	18.4%	22.7%	19.0%	9.8%
	营业成本	1126.1	1368.4	1610.7	1753.5
	毛利率	25.9%	26.7%	27.5%	28.1%
液体包装机械及自动化设备	营业收入	1360.1	1768.2	2121.8	2334.0
	YoY	27.9%	30.0%	20.0%	10.0%
	营业成本	982.9	1273.1	1517.1	1657.1
	毛利率	27.7%	28.0%	28.5%	29.0%
代加工	营业收入	155.9	93.5	93.5	98.2
	YoY	-26.9%	-40.0%	0.0%	5.0%
	营业成本	139.8	91.7	89.8	92.3
	毛利率	10.3%	2.0%	4.0%	6.0%
其他业务	营业收入	4.7	5.0	5.2	5.5
	YoY	-39.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	3.4	3.6	3.8	4.0
	毛利率	27.2%	27.0%	27.0%	27.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2025/26/27 年营收分别为 18.7、22.2、24.4 亿元，归母净利润分别为 1.3、2.0、2.3 亿元，EPS 分别为 0.64、0.99、1.16 元，对应 PE 分别为 23、15、13 倍。

我们选取申万印刷包装机械行业中两家代表性企业东方精工和永创智能作为可比公司，两家公司 2026 年平均 PE 为 26 倍。给予公司 2026 年 20 倍 PE，对应目标价 19.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
002611.SZ	东方精工	17.36	0.41	0.58	0.69	0.84	42	30	25	21
603901.SH	永创智能	13.57	0.03	0.34	0.50	0.64	452	40	27	21
平均值							247	35	26	21
002209.SH	达意隆	15.04	0.35	0.64	0.99	1.16	43	23	15	13

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

原材料价格波动风险、市场竞争风险、供应链风险等。

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	1520.76	1866.68	2220.57	2437.69	净利润	69.79	128.06	196.42	229.88
营业成本	1126.13	1368.38	1610.70	1753.46	折旧与摊销	35.09	43.05	43.70	44.02
营业税金及附加	11.58	14.22	16.91	18.57	财务费用	-9.02	-9.18	-10.40	-13.12
销售费用	93.77	160.37	172.82	183.15	资产减值损失	-6.66	-7.78	-7.22	-7.85
管理费用	113.72	174.20	180.91	202.79	经营营运资本变动	122.94	-453.70	-106.38	-179.26
财务费用	-9.02	-9.18	-10.40	-13.12	其他	-44.16	53.11	43.41	29.75
资产减值损失	-6.66	-7.78	-7.22	-7.85	经营活动现金流净额	167.99	-246.45	159.52	103.43
投资收益	3.59	4.26	5.04	5.82	资本支出	4.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-56.56	1.57	9.27	8.59
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-51.75	1.57	9.27	8.59
营业利润	108.01	170.74	261.89	306.51	短期借款	-190.25	70.19	-78.84	-11.37
其他非经营损益	-18.21	0.00	0.00	0.00	长期借款	56.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	89.79	170.74	261.89	306.51	股权融资	6.71	0.00	0.00	0.00
所得税	20.00	42.69	65.47	76.63	支付股利	-10.35	-12.13	-25.17	-37.95
净利润	69.79	128.06	196.42	229.88	其他	-1.16	4.43	5.99	8.56
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-138.77	62.48	-98.02	-40.76
归属母公司股东净利润	69.79	128.06	196.42	229.88	现金流量净额	-14.04	-182.40	70.78	71.26
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	555.73	373.34	444.11	515.37	成长能力				
应收和预付款项	416.83	536.37	627.11	684.58	销售收入增长率	18.38%	22.75%	18.96%	9.78%
存货	1008.93	1025.08	1249.02	1420.02	营业利润增长率	130.21%	58.08%	53.38%	17.04%
其他流动资产	100.67	21.34	21.69	23.19	净利润增长率	49.69%	83.48%	53.38%	17.04%
长期股权投资	9.98	9.98	9.98	9.98	EBITDA 增长率	50.71%	52.60%	44.27%	14.30%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	308.49	268.03	226.92	185.49	毛利率	25.95%	26.69%	27.46%	28.07%
无形资产和开发支出	25.74	23.72	21.70	19.68	三费率	13.05%	17.43%	15.46%	15.29%
其他非流动资产	125.74	125.21	122.11	118.53	净利率	4.59%	6.86%	8.85%	9.43%
资产总计	2552.12	2383.07	2722.65	2976.85	ROE	9.73%	15.36%	19.54%	19.21%
短期借款	20.02	90.20	11.37	0.00	ROA	2.73%	5.37%	7.21%	7.72%
应付和预收款项	923.44	978.76	1188.30	1314.24	ROIC	15.67%	18.43%	20.42%	20.95%
长期借款	57.25	57.25	57.25	57.25	EBITDA/销售收入	8.82%	10.96%	13.29%	13.84%
其他负债	833.79	423.03	460.68	408.47	营运能力				
负债合计	1834.50	1549.25	1717.60	1779.96	总资产周转率	0.66	0.76	0.87	0.86
股本	199.03	199.03	199.03	199.03	固定资产周转率	5.14	6.97	9.36	12.12
资本公积	249.70	249.70	249.70	249.70	应收账款周转率	2.90	2.90	2.85	2.77
留存收益	282.87	398.79	570.03	761.96	存货周转率	1.33	1.32	1.40	1.30
归属母公司股东权益	717.63	833.82	1005.05	1196.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.72%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	717.63	833.82	1005.05	1196.90	资产负债率	71.88%	65.01%	63.09%	59.79%
负债和股东权益合计	2552.12	2383.07	2722.65	2976.85	带息债务/总负债	4.21%	9.52%	4.00%	3.22%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	1.22	1.37	1.46	1.58
EBITDA	134.08	204.61	295.18	337.41	速动比率	0.63	0.65	0.68	0.73
PE	42.89	23.38	15.24	13.02	股利支付率	14.83%	9.48%	12.81%	16.51%
PB	4.17	3.59	2.98	2.50	每股指标				
PS	1.97	1.60	1.35	1.23	每股收益	0.35	0.64	0.99	1.16
EV/EBITDA	18.12	13.11	8.59	7.28	每股净资产	3.61	4.19	5.05	6.01
股息率	0.35%	0.41%	0.84%	1.27%	每股经营现金	0.84	-1.24	0.80	0.52
					每股股利	0.05	0.06	0.13	0.19

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。

	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
公司评级	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
	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
行业评级	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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“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	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mw1@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn