



达意隆 (002209.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

业绩高增长，看好公司出海前景

投资逻辑：

公司为国内液态包装机械领军企业，业绩加速增长：公司为可口可乐、百事可乐、怡宝等国内外一线客户提供针对水、饮料等液态包装产品全面解决方案。得益于行业高景气度同时客户开拓顺利，公司 24/1Q-3Q25 营收分别同比增长 18%/39%，归母净利润分别同比增长 49%/146%，业绩呈加速成长态势。

新兴市场潜力较大，国内企业有较大成长空间：目前中国液态包装机械需求增长放缓，主要是无糖茶饮、功能性饮料等细分品类市场还有较高增长。相比之下新兴市场潜力更大，以印度市场为例，18 年到 23 年饮料制造业总产值、利润五年复合增速分别为 12.65%、8.84%，同时 22 年的人均瓶装水消费类为 5.61 升/人，相比中国的 36.95 升/人还有较大成长潜力。主要海外市场参与者克朗斯、西得乐、KHS 集团 24 年营收分别达到 412、134、129 亿元人民币，国内企业相比之下还有较大成长空间。

公司出海布局初显成效，合同负债创历史新高：公司近年积极拓展海外市场，23 年实现海外大客户突破获得意向订单 5.43 亿元人民币，通过技术实力和服务品质不断获得客户认可。24/1H25 海外收入增速分别达到 50%、81%，1H25 收入占比已经达到 46%。考虑 1H25 公司海外毛利率达到 30.88%，高于国内 6.82pcts，后续随着海外高增长整体盈利能力也有望进一步提升。截至 25 年三季报末公司合同负债为 10.32 亿元，同比增长 46.26%，饱满的订单有望支持后续业绩继续实现高增长。

盈利预测、估值和评级

预计公司 25 至 27 年分别实现归母净利润 1.58/2.03/2.56 亿元，对应当前 PE 分别为 20X/15X/12X。考虑公司目前合同负债创历史新高，业绩高增长，结合可比公司估值，给与公司 26 年 PE 20X 目标价，对应股价 20.36 元/股，首次覆盖给与“增持”评级。

风险提示

行业景气度不及预期风险，汇率波动风险，股东减持风险，单一客户占比较高风险。

机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：李嘉伦 (执业 S1130522060003)

lijialun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.58 元

目标价 (人民币)：20.36 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1,285	1,521	1,911	2,332	2,815
营业收入增长率	11.89%	18.38%	25.64%	22.07%	20.68%
归母净利润 (百万元)	47	70	158	203	256
归母净利润增长率	108.59%	49.69%	126.39%	28.21%	26.30%
摊薄每股收益 (元)	0.23	0.35	0.79	1.02	1.29
每股经营性现金流净额	1.10	0.84	0.16	0.71	0.79
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.27%	9.73%	18.27%	19.34%	20.03%
P/E	66.51	44.43	19.63	15.31	12.12
P/B	4.84	4.32	3.59	2.96	2.43

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 公司为国内液态包装机械领军企业，业绩加速增长	4
1.1 公司为国内液态包装机械领军企业	4
1.2 公司近年业绩加速增长，盈利能力逐步提升	5
2. 液态包装机械新兴市场潜力较大，国内企业有较大成长空间	6
2.1 液态包装机械新兴市场潜力较大	6
2.2 全球龙头以欧洲企业为主，国内企业还有较大成长空间	9
3. 公司出海布局初显成效，合同负债创历史新高	12
3.1 公司持续加大海外市场布局，实现大客户突破，海外收入加速增长	12
3.2 合同负债创历史新高，随着新增产能投放有望继续实现业绩高增	13
4. 盈利预测与投资建议	14
4.1 盈利预测	14
4.2 投资建议	15
5. 风险提示	15

图表目录

图表 1： 公司针对水、饮料等液态包装提供全面解决方案	4
图表 2： 公司吹贴灌旋一体机实现了占地面积、操作人员节省经济性较强	4
图表 3： 公司覆盖国内外一线客户	5
图表 4： 1H25 公司设备销售收入占比 94%	5
图表 5： 公司营收加速增长	6
图表 6： 公司利润加速增长	6
图表 7： 公司盈利能力稳步提升	6
图表 8： 期间费用率呈下降趋势	6
图表 9： 中国饮料零售额进入低速增长区间	7
图表 10： 细分品类增长为设备需求带来一些结构性机会	7
图表 11： 印度饮料行业收入规模显著扩张	7
图表 12： 印度饮料行业利润规模显著扩张	7
图表 13： 印度瓶装水消费相比中国有较大成长潜力	8
图表 14： 印度饮料市场有望保持高增长	8
图表 15： 南美市场碳酸饮料有望保持高复合增速	9
图表 16： 能量饮料细分品类增速更高	9
图表 17： 越南清凉饮料市场空间持续增长	9



图表 18: 新品类的增长潜力更大	9
图表 19: 克朗斯 24 年收入规模达到 53 亿欧元	10
图表 20: 克朗斯 24 年全球收入结构	10
图表 21: 克朗斯收入以灌装与包装设备为主	10
图表 22: 灌装与包装设备的盈利能力最强	10
图表 23: 西得乐 24 年全球收入结构	10
图表 24: 西得乐 24 年下游分产品结构	10
图表 25: KHS24 年营收达到 16.54 亿欧元	11
图表 26: 国内企业相比海外龙头还有较大成长空间	11
图表 27: 公司收入增速高于国内其他参与者	11
图表 28: 国内市场参与者毛利率水平目前较为接近	11
图表 29: 公司积极拓展营销渠道加大海外市场布局, 并实现单一大客户突破	12
图表 30: 公司高效服务获得客户认可	13
图表 31: 公司海外收入高增长, 占比逐步提升	13
图表 32: 公司海外收入毛利率更高	13
图表 33: 公司合同负债创历史新高	14
图表 34: 公司新增产能项目主体结构已经封顶	14
图表 35: 公司分业务预测	15
图表 36: 可比公司估值	15

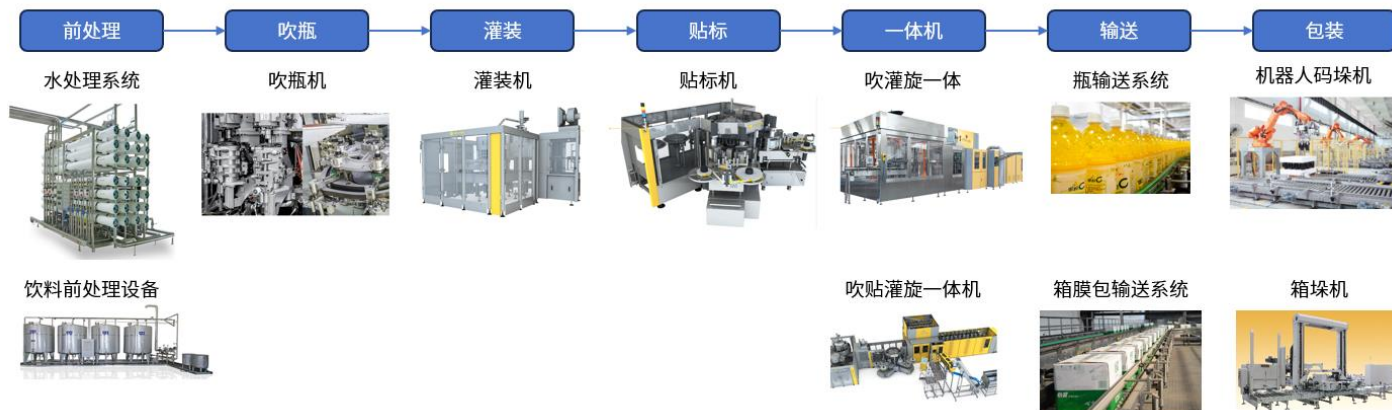


1. 公司为国内液态包装机械领军企业，业绩加速增长

1.1 公司为国内液态包装机械领军企业

公司为国内液态包装机械领军企业，为全球客户提供水处理、饮料前处理系统、PET 吹瓶系列、灌装系列、桶装水系列、吹灌旋系列、吹贴灌旋系列、贴标系列、输送系列、二次包装设备系列等液态产品相关设备。

图表1：公司针对水、饮料等液态包装提供全面解决方案



来源：公司官网，国金证券研究所

公司技术实力较强，是一体机概念先行者，在 CBST2007 展会上，推出全新一代高端设备“DCGS22 吹灌旋一体机”，后续进一步研发出吹贴灌旋一体机，与传统生产线相比，可以节约空间 20%-30%，能省去贴标机前端无压力输送、瓶身风干系统等设备，操作人员由传统设备标配的 3 人减少为 1 人。

图表2：公司吹贴灌旋一体机实现了占地面积、操作人员节省经济性较强



来源：公司官网，国金证券研究所

公司覆盖国内外一线客户，为可口可乐、百事可乐、宝洁全球战略合作伙伴。

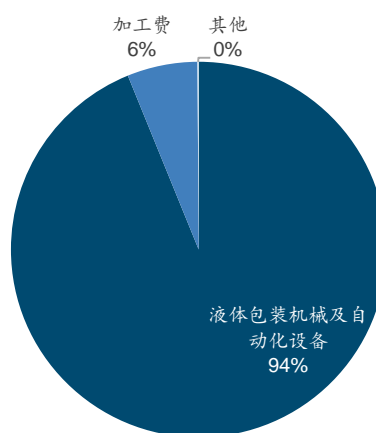
图表3: 公司覆盖国内外一线客户

国际知名品牌客户		国内知名品牌客户	
<p>饮料</p> <p>可口可乐、百事可乐、雀巢、达能、Big Cola、SAB MILLER 等</p>	<p>非饮料</p> <p>P&G、联合利华、汇丰、益海嘉里、亨氏、英博 (Inbev)、嘉士伯、喜力等</p>	<p>饮料</p> <p>怡宝、娃哈哈、农夫山泉、乐百氏、蓝松、景田、润田、崂山、益力、安徽野岭、黄山无极雪、浙江快活林、古田山、华山泉、利泰、峨眉山信发、四川阿玛宁、蓝剑、云南天外天、小麦香源、巴马活泉、新疆雪白真、普利思、屈臣氏、黑松、统一、达利园、银鹭、椰树、天喔、紫江、东鹏、辣妹子、九龙斋、贝奇 (深圳百盛)、东一堂、乐源、维维、瑞年国际、重庆奇爽、华通柠檬、大庆悦然、今麦郎、名人食品、香雪制药等</p>	<p>非饮料</p> <p>浪奇、蓝月亮、隆力奇、好来化工、艺康国际、鲁花、海天、欣和、美味鲜、东古、加加、欣和、老才臣、富氏、天津利民、燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒、格力等</p>
      	     	       	       
国际区域品牌客户			
<p>饮料</p> <p>沙特 Tania, Dala, Hilwa, Fayha, Oasis; 孟加拉 pran; 埃塞 origin, Yes; 阿尔及利亚 RAMY; 印尼 SOSRO, Aqua, Tamobel, Indofood Asahi; 印度 Bisleri; 越南 THP; 阿曼 Oasia; 俄罗斯 mepkypnii 等</p>	<p>非饮料</p> <p>英国 SAB Miller; 印度 Adani Wilmar; 印尼 Best Group 等</p>		
              	              		
              	              		

来源：公司官网，国金证券研究所

目前公司收入以设备销售为主，也提供一部分代加工服务但占比较低。

图表4: 1H25 公司设备销售收入占比 94%



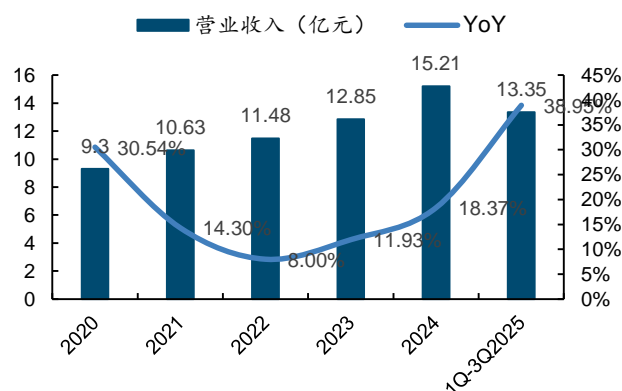
来源：Ifind，国金证券研究所

1.2 公司近年业绩加速增长，盈利能力逐步提升

公司营收、归母净利润加速增长。得益于行业景气度较高同时公司客户开拓顺利,1Q-3Q25 公司实现营业收入 13.35 亿元,同比增长 38.95%;实现归母净利润 1.03 亿元,同比增长 146.16%,近年业绩成长加速。

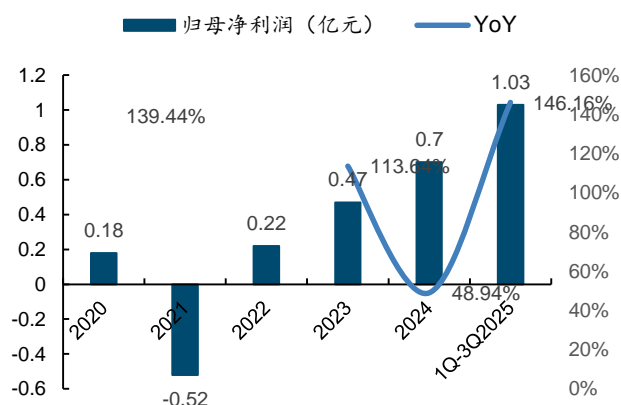


图表5：公司营收加速增长



来源：Ifind，国金证券研究所

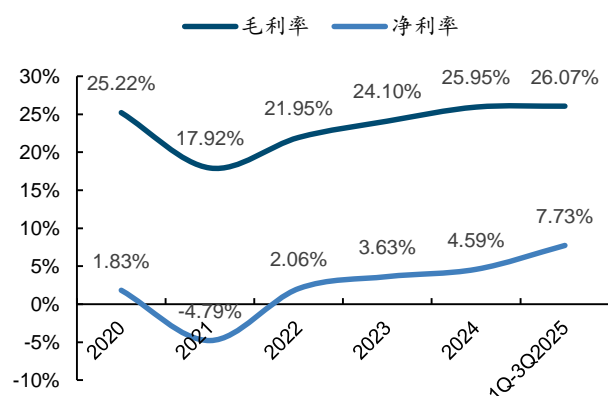
图表6：公司利润加速增长



来源：Ifind，国金证券研究所

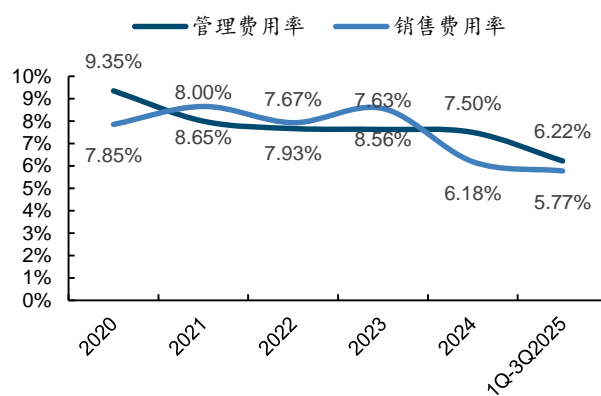
目前公司盈利能力稳步提升，同时期间费用率呈下降趋势。1Q-3Q25 管理+销售费用率为 11.99%，同比下降 5.29pcts，带动 1Q-3Q25 净利率同比提升 3.36pcts。

图表7：公司盈利能力稳步提升



来源：Ifind，国金证券研究所

图表8：期间费用率呈下降趋势



来源：Ifind，国金证券研究所

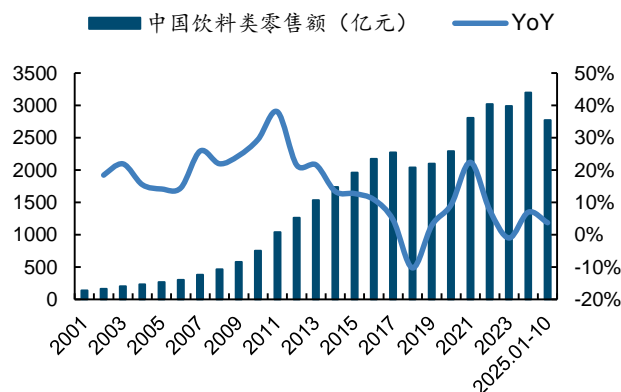
2. 液态包装机械新兴市场潜力较大，国内企业有较大成长空间

2.1 液态包装机械新兴市场潜力较大

国内饮料市场整体增长放缓，主要存在一些结构性机会。以中国饮料类零售额作为参考，目前整体增速已经回到了较低区间，2024 年和 2025 年 1 至 10 月的累计同比增速分别为 6.99%、3.71%。根据公司公告信息，2024 年国内包装饮用水占饮料行业总产量的 48.5%，而以茶饮料、蛋白饮料、特殊用途饮料为代表的“其他品类”饮料占比为 30.7%，增长显著，细分品类增长为设备市场带来一些结构性的机会。

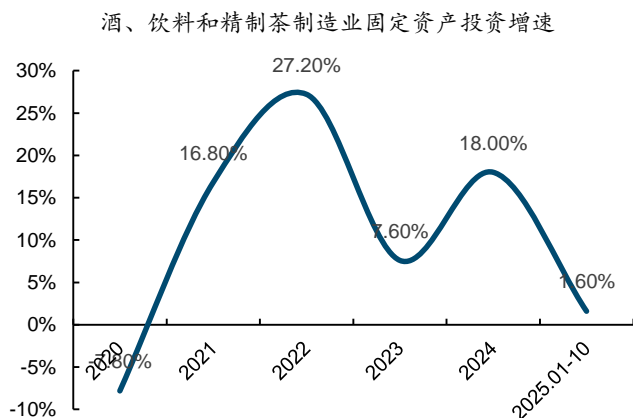


图表9：中国饮料零售额进入低速增长区间



来源：Ifind，国金证券研究所

图表10：细分品类增长为设备需求带来一些结构性机会



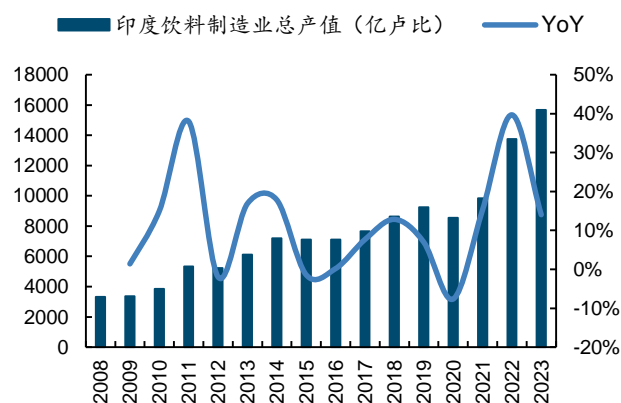
来源：Ifind，国金证券研究所

相比之下新兴市场潜力更大：

1) 印度市场快速增长，人均消费量有较大提升空间

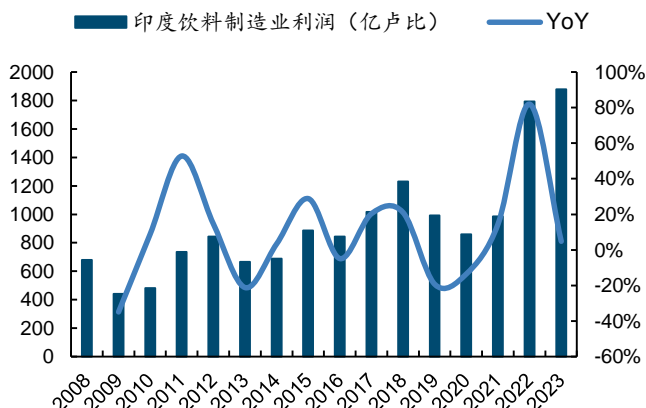
根据印度国家统计局数据，印度饮料制造业总产值、利润规模正在快速扩张，18 年到 23 年五年复合增速分别为 12.65%、8.84%。

图表11：印度饮料行业收入规模显著扩张



来源：印度国家统计局，国金证券研究所

图表12：印度饮料行业利润规模显著扩张

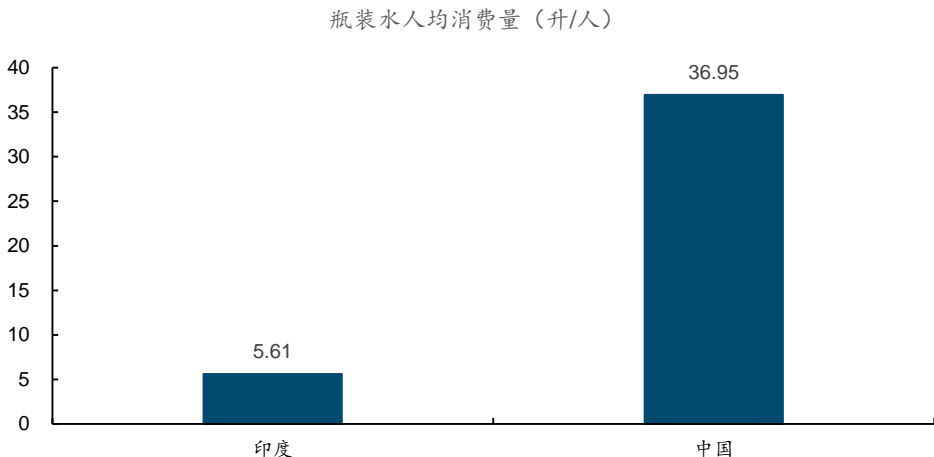


来源：印度国家统计局，国金证券研究所

印度饮料市场目前仍有较大成长潜力，根据丝路印象数据 2022 年印度瓶装水销量为 80 亿升，按照 2022 年人口 14.25 亿人计算对应人均瓶装水消费量 5.61 升/人，而根据未来智库数据 2022 年中国人均包装饮用水消费量为 36.95 升/人，相比之前有较大成长潜力。



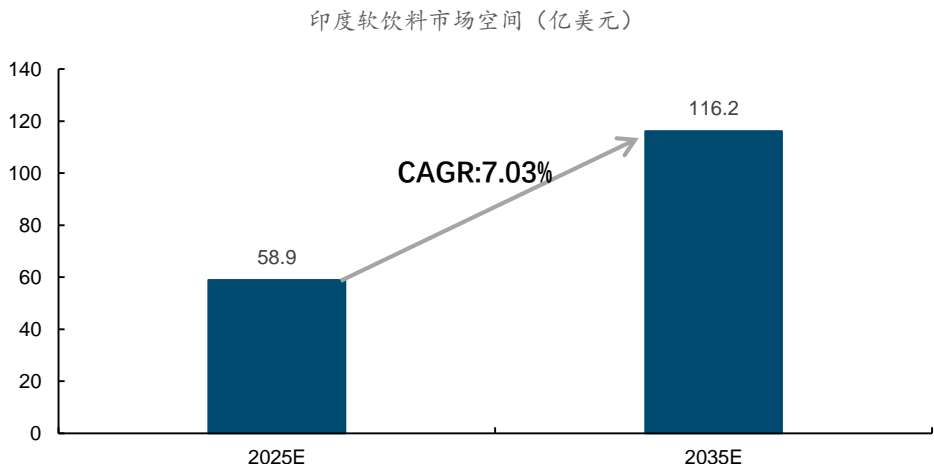
图表13: 印度瓶装水消费相比中国有较大成长潜力



来源: Ifind, 丝路印象, 未来智库, 国金证券研究所

根据 Claight 数据, 印度软饮料市场空间预计 2025 年达到 58.9 亿美元, 预计 2035 年达到 116.2 亿美元, 期间复合增速 7.03%。

图表14: 印度饮料市场有望保持高增长



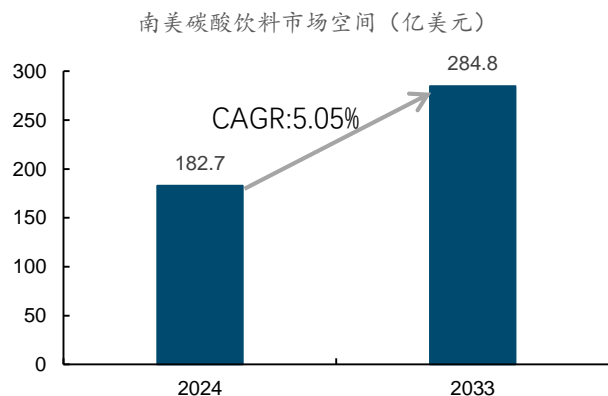
来源: Claight, 国金证券研究所

2) 南美市场各品类均有较大潜力

根据 Market Data Forecast 数据, 南美碳酸饮料市场空间 2024 年为 182.7 亿美元, 预计 2033 年达到 284.8 亿美元, 期间复合增速 5.05%。根据 Cognitive 数据, 南美能量饮料市场空间 2024 年为 30.76 亿美元, 预计 2024 至 2031 年复合增速为 8.2%, 市场空间将在 2031 年达到 53.4 亿美元。

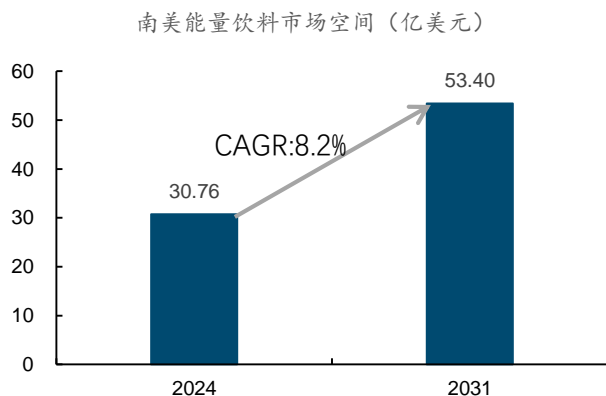


图表15：南美市场碳酸饮料有望保持高复合增速



来源：Market Data Forecast, 国金证券研究所

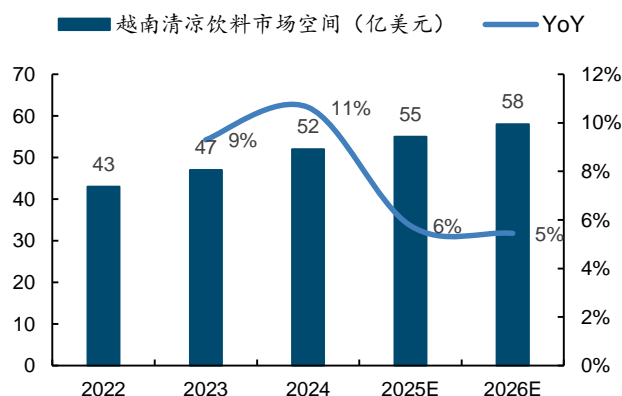
图表16：能量饮料细分品类增速更高



来源：Cognitive, 国金证券研究所

3) 东南亚以越南市场为例，在行业整体有望保持增长的同时，茶饮、能量饮料等新品类增长潜力更大。

图表17：越南清凉饮料市场空间持续增长



来源：《VIETNAM BEVERAGE MARKET Usage&Attitudes Study》，国金证券研究所

图表18：新品类的增长潜力更大

品类	创新方向	增长潜力
碳酸软饮料	零糖、天然甜味剂、功能性添加成分	中等（增速4-6%）
即饮茶	强化功能益处、高端手工品类	高（增速8-10%）
能量饮料	天然能量来源、减糖、附加益处	高（增速10-12%）
运动/等渗饮料	天然电解质、拓展场景使用	中高（增速7-9%）
即饮咖啡	高端手工品类、功能益处	极高（增速15-18%）

来源：《VIETNAM BEVERAGE MARKET Usage&Attitudes Study》，国金证券研究所

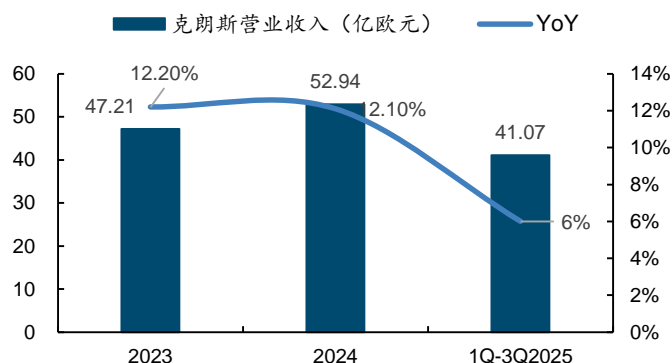
2.2 全球龙头以欧洲企业为主，国内企业还有较大成长空间

液态包装机械海外市场参与者以德国克朗斯（KRONES）、法国西得乐（SIDEL）、德国 KHS 为主，企业均有较大收入规模，覆盖的国家、下游应用也较为广泛：

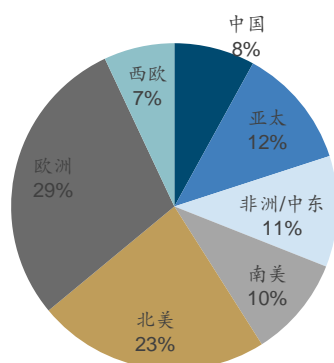
1) 克朗斯 24 年营收达到约 53 亿欧元，按照欧元兑人民币平均汇率 7.77 计算折合人民币 412 亿元，企业体量较大。



图表19：克朗斯 24 年收入规模达到 53 亿欧元



图表20：克朗斯 24 年全球收入结构

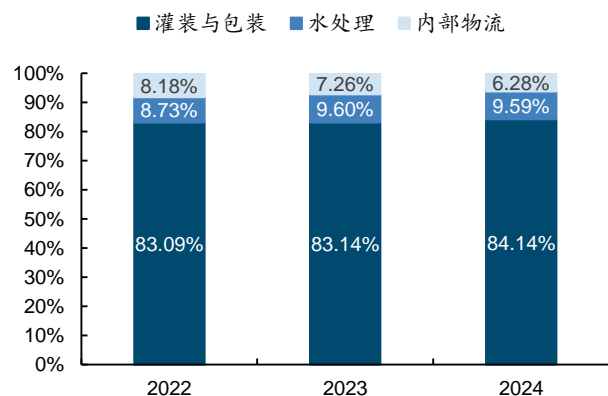


来源：克朗斯官网，国金证券研究所

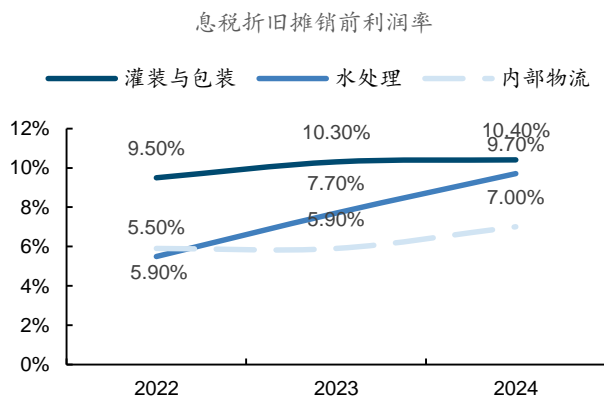
来源：克朗斯官网，国金证券研究所

克朗斯 24 年收入中 84%来自于灌装与包装设备，也是公司盈利能力最强的板块。

图表21：克朗斯收入以灌装与包装设备为主



图表22：灌装与包装设备的盈利能力最强

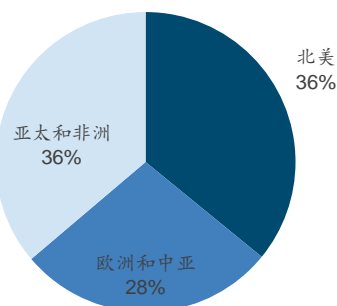


来源：克朗斯官网，国金证券研究所

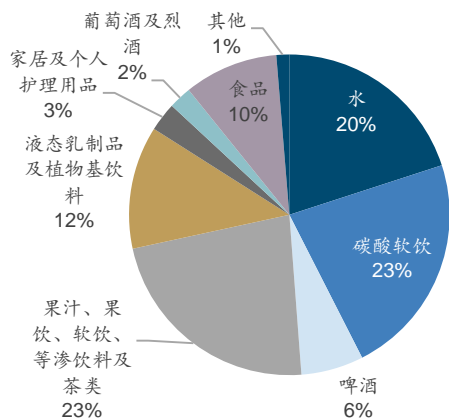
来源：克朗斯官网，国金证券研究所

2) 西得乐 24 年营业收入 17.2 亿欧元，按照欧元兑人民币平均汇率 7.77 计算折合人民币约 134 亿元。

图表23：西得乐 24 年全球收入结构



图表24：西得乐 24 年下游分产品结构



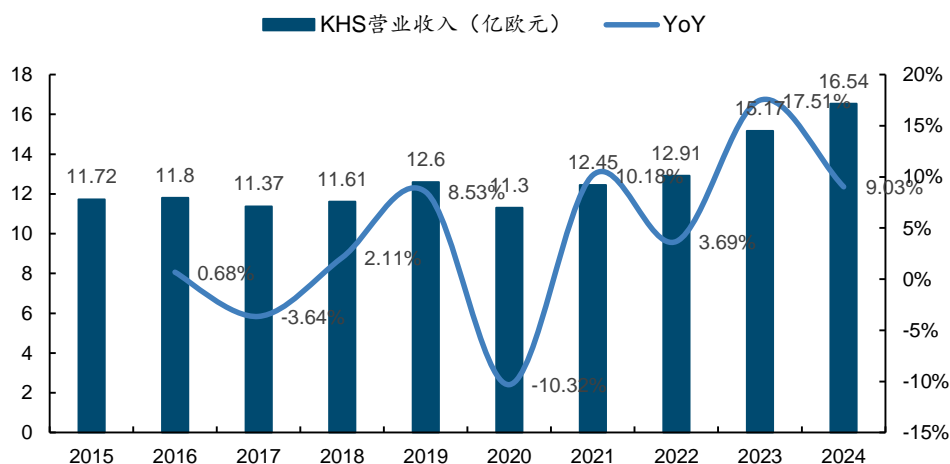
来源：Tetra Laval 官网，国金证券研究所

来源：Tetra Laval 官网，国金证券研究所

3) KHS 集团 24 年收入为 16.54 亿欧元，按照欧元兑人民币平均汇率 7.77 计算折合人民币约 129 亿元。



图表25: KHS24 年营收达到 16.54 亿欧元

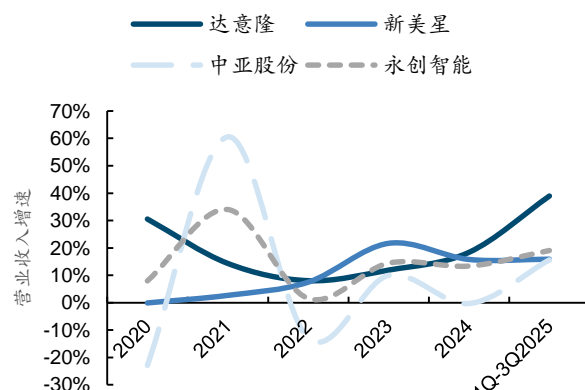
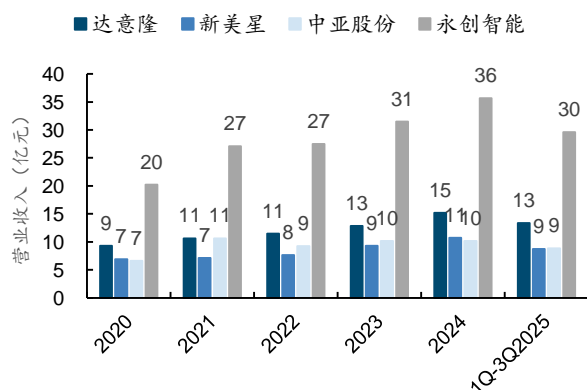


来源: KHS 官网, 国金证券研究所

国内相关市场参与者除公司外还有新美星、中亚股份、永创智能等, 相比海外龙头还有较大成长空间。公司目前收入增速高于国内其他参与者, 毛利率水平则较为接近。

图表26: 国内企业相比海外龙头还有较大成长空间

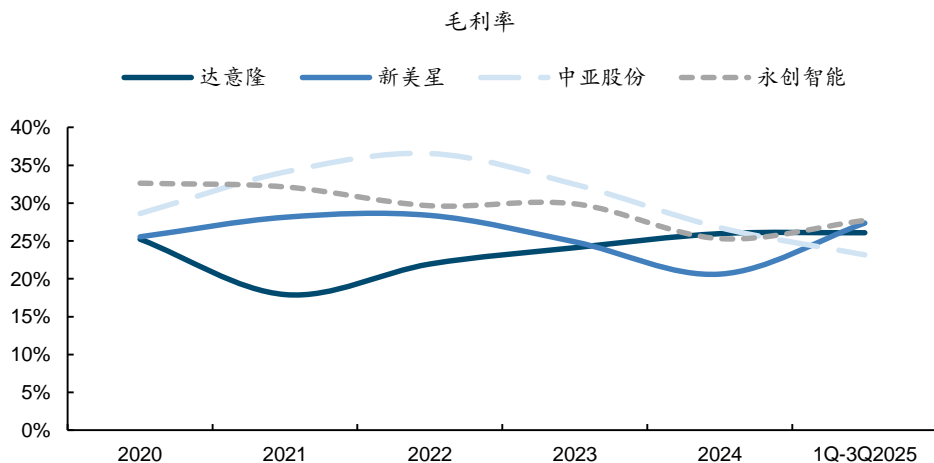
图表27: 公司收入增速高于国内其他参与者



来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: Ifind, 国金证券研究所

图表28: 国内市场参与者毛利率水平目前较为接近



来源: Ifind, 国金证券研究所



3. 公司出海布局初显成效，合同负债创历史新高

3.1 公司持续加大海外市场布局，实现大客户突破，海外收入加速增长

公司近年在国际市场积极拓展营销渠道，通过多种途径扩大国际市场的订单额、订单比例和订单质量。2023 年 4 月 25 日，公司收到某重大客户发来的意向通知书，计划向公司采购瓶装饮料生产线，累计采购金额折合人民币 5.43 亿元人民币，该重大客户为其所属国家知名企业的下属子公司。在 2023 年 8 月公司收到了一期预付款 766.49 万美元，2023 年 12 月收到了二期项目预付款 132.24 万美元。

图表29：公司积极拓展营销渠道加大海外市场布局，并实现单一大客户突破



来源：公司官方微信公众号，国金证券研究所

公司通过技术实力与服务品质的共振获得了多家海外客户认可：

- 1) 在印尼达能 4 线项目中，行业标准通常需要 21 天完成安装，公司用时仅 12 天，并顺利调试运行，成功为印尼达能打造了可回收 PET5 加仑桶生产线，确保客户能够在激烈的市场竞争中保持领先地位。
- 2) 在委内瑞拉 MNDS 项目中，行业标准通常需要两个月的周期，从安装开始到调试完成，公司仅历时仅 45 天，获得了客户的高度认可。
- 3) 在印度市场实现一周 4 条线同时投产，加速深耕印度市场。



图表30：公司高效服务获得客户认可

关于委国巴塞罗那(TI231011-1)达意隆工程师的表彰函
Carta de elogio para tecnicos de Tech-Long Línea 2 Barcelona

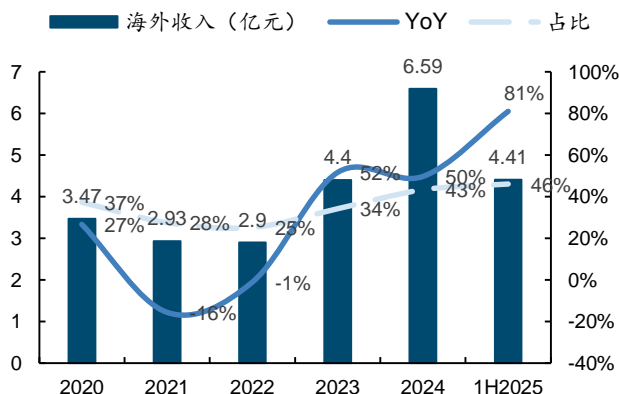
尊敬达意隆领导：
Estimado equipo de Tech Long:
我代表本公司对达意隆龚德常、林王吉、张贻红、林晓聪、唐继鸿、肖勇、Pablo Esteban、Reiner Berbesl 8 位工程师，表示衷心的感谢，自到现场安装调试超出预期时间，生产良好，勤勤恳恳、兢兢业业为设备安装与调试付出巨大的努力，言传身教每一位现场人员，准时准点与现场人员共进退，在此要好好的夸奖达意隆领导管理有方，带出这么好的工程师队伍：
En nombre de nuestra empresa, me gustaría expresar mi más sincero agradecimiento a los ingenieros de Tech-Long, Gong Dechang, Lin Wangji, Zhang Yihong, Lin Xiaocong, Tang Jihong, Xiao Yong y Pablo Esteban. Reiner Berbesl, quienes desde que llegaron al sitio para instalar el equipo, han trabajado con muchos esfuerzos y concienzudamente para instalación y puesta en marcha de los equipos. Han enseñado a todo nuestro equipo en sitio tanto en teoría como en práctica. Su equipo en el sitio avanzó y se retiró con el personal en el sitio a tiempo. Me gustaría elogiar al liderazgo de Tech-Long por su buena gestión y sacar a la luz un equipo tan bueno de ingenieros;
因此本公司在未来的日子里，随着产能需求量增大，依然会第一位考虑达意隆设备；
Por lo tanto, en el futuro, a medida que aumente la demanda de capacidad de producción, nuestra empresa seguirá considerando primero los equipos de Tech-Long;
祝达意隆包装机械公司，企业蒸蒸日上，人才辈出，达到欧洲发达国家的技术水平，成为世界级品牌。
¡Le deseo a Tech-Long Packaging Machinery Co., Ltd. una empresa próspera, una gran cantidad de talentos, que alcance el nivel técnico como la de los países de Europa, y se convierta en una marca de clase mundial!

公司名称/empresa: GRUPO AW ORIENTAL, C.A.
GRUPO AW ORIENTAL, C.A.
Recibido: 2023/03/12
Departamento de Materiales y Equipos

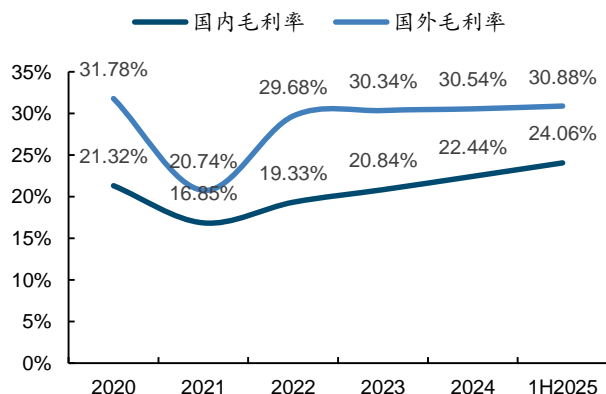
来源：公司官方微信公众号，国金证券研究所

随着公司海外市场顺利开拓，目前公司海外收入高增长同时占比逐步提升。同时由于海外毛利率高于国内，后续整体盈利能力也有望进一步增强。

图表31：公司海外收入高增长，占比逐步提升



图表32：公司海外收入毛利率更高



来源：Ifind，国金证券研究所

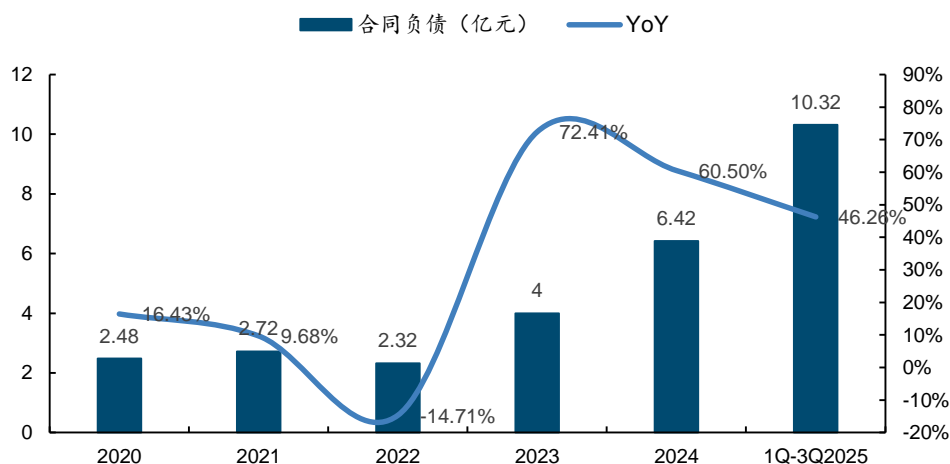
来源：Ifind，国金证券研究所

3.2 合同负债创历史新高，随着新增产能投放有望继续实现业绩高增

随着公司海外市场突破签单量不断提升，公司合同负债也创历史新高，截至 25 年三季报末合同负债为 10.32 亿元，同比增长 46.26%。根据公司公告信息，一般情况下，公司与客户签订合同后一般需要 3-6 个月左右的生产周期，以及 2-4 个月左右的运输与安装调试周期，安装调试完成后且达到验收标准后启动销售收入确认工作，目前的订单较为饱满，有望支持后续业绩增长。



图表33: 公司合同负债创历史新高



来源: Ifind, 国金证券研究所

公司 2024 年 10 月 18 日正式破土动工“高端智能液态包装成套装备研发和绿色化改造项目”，到 2025 年 7 月 1 日主体结构已经封顶，项目将全面转入消防安装、内部装修及设备进驻阶段。项目预计将于 2026 年全面竣工并投入运营。新增产能的投放也有望支撑公司业绩增长。

图表34: 公司新增产能项目主体结构已经封顶



来源: 公司官方微信公众号, 国金证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

盈利预测核心假设:

1) 液体包装机械及自动化设备: 对液体包装机械及自动化设备进行国内外收入拆分预测。其中国内市场预计后续维持低速稳健增长, 预计 25 至 27 年收入增速分别为 15%/10%/10%, 毛利率稳定在 24%; 海外市场成长潜力较大有望保持高增长, 预计 25 至 27 年收入增速分别为 40%/35%/30%, 毛利率稳定在 31% 高于国内市场。合计对应液体包装机械及自动化设备 25 至 27 年收入分别为 19.08/23.3/28.12 亿元, 同比增长 25.87%/22.09%/20.69%, 毛利率分别为 27.38%/27.74%/28.03%, 由于海外收入占比提升毛利率有望呈上升趋势。

2) 期间费用率: 考虑公司收入规模增长带来的规模效应, 预计公司 25 至 27 年管理费用率分别为 7%/6.8%/6.6%, 销售费用率稳定在 5.4%。

综上, 预计公司 25 至 27 年分别实现归母净利润 1.58/2.03/2.56 亿元, 对应当前 PE 分别为 20X/15X/12X。


图表35：公司分业务预测

亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
液体包装机械及自动化设备	12.77	15.16	19.08	23.30	28.12
YoY	12.82%	18.72%	25.87%	22.09%	20.69%
毛利率	24.05%	25.95%	27.38%	27.74%	28.03%
其中					
国内收入	8.37	8.57	9.86	10.84	11.93
YoY	-1.56%	2.45%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	20.74%	22.42%	24.00%	24.00%	24.00%
海外收入	4.40	6.59	9.22	12.45	16.19
YoY	51.81%	49.62%	40.00%	35.00%	30.00%
毛利率	30.34%	30.54%	31.00%	31.00%	31.00%
其他	0.08	0.05	0.03	0.03	0.03
YoY	-0.36%	-39.93%	-50.00%	10.00%	10.00%
毛利率	31.57%	27.22%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	12.85	15.21	19.11	23.32	28.15
YoY	11.89%	18.37%	25.62%	22.07%	20.68%
毛利率	24.10%	25.95%	27.39%	27.75%	28.04%

来源：公司公告，Ifind，国金证券研究所

4.2 投资建议

选取主业为包装机械的永创智能、奥瑞金、宝钢包装、东方精工作为公司可比公司，可比公司 25 至 27 年平均 PE 分别为 30X/22X/18X，考虑公司目前合同负债创历史新高，业绩高速增长，结合可比公司估值，给与公司 26 年 PE 20X 目标价，对应股价 20.36 元/股，首次覆盖给与“增持”评级。

图表36：可比公司估值

证券代码	股票名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
603901.SH	永创智能	68	0.71	0.16	1.64	2.45	3.13	95	434	41	28	22
002701.SZ	奥瑞金	155	7.75	7.91	13.70	14.32	15.95	20	20	11	11	10
601968.SH	宝钢包装	69	2.19	1.72	1.93	2.96	4.02	32	40	36	23	17
002611.SZ	东方精工	221	4.33	5.01	7.04	8.39	10.24	51	44	31	26	22
	平均							49	134	30	22	18
002209.SZ	达意隆	31	0.47	0.70	1.58	2.03	2.56	67	44	20	15	12

来源：Ifind，国金证券研究所；除公司与奥瑞金外取自 Ifind 2025 年 12 月 22 日一致预期

5. 风险提示

行业景气度不及预期风险：目前受益于新兴市场下游景气度较高公司实现了订单、业绩高速增长，后续若行业景气度不及预期，将对公司业绩增长造成影响。

汇率波动风险：目前由于公司海外收入增速较高，后续海外收入占比将持续提升，若汇率出现波动将对公司业绩造成影响。

股东减持风险：公司持股 5%以上股东乐丰投资因自身资金安排，在 2025 年 10 月 15 日至 2025 年 11 月 3 日间通过集中竞价交易、大宗交易分别减持 1%、2%，合计减持比例 3%。减持计划实施后持股比例从 11.15%下降至 8.15%。目前该减持计划已经实施完毕，乐丰投资不属于公司控股股东或实际控制人，本次减持股份计划的实施不会导致公司控制权发生



变化，也不会对公司的治理结构、持续经营产生影响。但若后续再次进行减持预计将对公司股价造成一定不利影响。

单一客户占比较高风险：根据公司公告信息，2023 年公司收到的 5.43 亿元意向书占当年营收的 42.25%，该客户的项目交付情况、履约情况会对公司业绩造成较大影响。根据公司公告信息，2024 年前五大客户收入占比为 42.27%，其中前三名分别为 12.24%、10.82%、9.97%，公司客户集中度偏高，大客户若出现变化将对公司业绩产生较大影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,148	1,285	1,521	1,911	2,332	2,815
增长率		11.9%	18.4%	25.6%	22.1%	20.7%
主营业务成本	-896	-975	-1,126	-1,387	-1,685	-2,025
%销售收入	78.1%	75.9%	74.1%	72.6%	72.2%	72.0%
毛利	252	310	395	523	647	789
%销售收入	21.9%	24.1%	25.9%	27.4%	27.8%	28.0%
营业税金及附加	-9	-11	-12	-17	-21	-25
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-91	-110	-94	-103	-126	-152
%销售收入	8.0%	8.6%	6.2%	5.4%	5.4%	5.4%
管理费用	-88	-98	-114	-134	-159	-186
%销售收入	7.6%	7.6%	7.5%	7.0%	6.8%	6.6%
研发费用	-51	-57	-67	-84	-98	-113
%销售收入	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.2%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	13	34	108	185	244	313
%销售收入	1.1%	2.6%	7.1%	9.7%	10.5%	11.1%
财务费用	8	0	9	1	1	2
%销售收入	-0.7%	0.0%	-0.6%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-11	-15	-35	-14	-21	-28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	4	4	4	4
%税前利润	3.4%	2.6%	4.4%	2.2%	1.7%	1.3%
营业利润	21	47	108	186	238	301
营业利润率	1.8%	3.7%	7.1%	9.7%	10.2%	10.7%
营业外收支	2	2	-18	0	0	0
税前利润	23	49	90	186	238	301
利润率	2.0%	3.8%	5.9%	9.7%	10.2%	10.7%
所得税	1	-2	-20	-28	-36	-45
所得税率	-3.5%	4.0%	22.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	24	47	70	158	203	256
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	22	47	70	158	203	256
净利率	1.9%	3.6%	4.6%	8.3%	8.7%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	24	47	70	158	203	256
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
非现金支出	73	79	85	57	70	85
非经营收益	6	7	34	-1	-1	-1
营运资金变动	-20	86	-22	-182	-131	-182
经营活动现金净流	84	219	168	32	141	158
资本开支	-31	-26	-52	-151	-90	-80
投资	-10	0	0	0	0	0
其他	-3	0	0	4	4	4
投资活动现金净流	-44	-26	-52	-147	-86	-76
股权募资	4	18	0	5	0	0
债权募资	40	-50	-110	2	0	23
其他	-33	-41	-29	-20	-24	-29
筹资活动现金净流	11	-73	-139	-13	-24	-6
现金净流量	54	123	-14	-129	31	76

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	197	429	556	411	430	499
应收款项	332	343	399	466	564	674
存货	601	651	1,009	1,016	1,222	1,453
其他流动资产	89	133	119	124	147	173
流动资产	1,219	1,557	2,082	2,017	2,363	2,799
%总资产	70.7%	75.9%	81.6%	78.0%	79.5%	81.6%
长期投资	12	11	19	19	19	19
固定资产	323	315	308	402	439	460
%总资产	18.8%	15.4%	12.1%	15.5%	14.8%	13.4%
无形资产	36	33	31	39	45	50
非流动资产	504	495	470	568	609	632
%总资产	29.3%	24.1%	18.4%	22.0%	20.5%	18.4%
资产总计	1,724	2,051	2,552	2,585	2,972	3,432
短期借款	282	228	54	67	67	90
应付款项	490	642	927	819	994	1,195
其他流动负债	286	466	731	739	779	793
流动负债	1,058	1,336	1,712	1,625	1,840	2,078
长期贷款	0	1	57	57	57	57
其他长期负债	72	73	66	38	27	19
负债	1,130	1,410	1,834	1,720	1,924	2,154
普通股股东权益	591	641	718	865	1,047	1,277
其中：股本	195	199	199	199	199	199
未分配利润	138	178	234	376	559	789
少数股东权益	2	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,724	2,051	2,552	2,585	2,972	3,432

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.114	0.234	0.351	0.794	1.018	1.286
每股净资产	3.029	3.220	3.606	4.346	5.262	6.419
每股经营现金净流	0.428	1.098	0.844	0.160	0.706	0.794
每股股利	0.013	0.024	0.052	0.079	0.102	0.129
回报率						
净资产收益率	3.78%	7.27%	9.73%	18.27%	19.34%	20.03%
总资产收益率	1.30%	2.27%	2.73%	6.11%	6.82%	7.46%
投入资本收益率	1.51%	3.71%	10.16%	15.92%	17.69%	18.70%
增长率						
主营业务收入增长率	8.02%	11.89%	18.38%	25.64%	22.07%	20.68%
EBIT 增长率	N/A	163.28%	221.97%	70.99%	31.60%	28.62%
净利润增长率	-143.37%	108.59%	49.69%	126.39%	28.21%	26.30%
总资产增长率	-0.65%	19.00%	24.43%	1.29%	14.95%	15.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	93.3	90.8	83.5	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	251.4	234.3	269.0	270.0	270.0	270.0
应付账款周转天数	138.2	140.9	147.4	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	101.7	88.4	67.5	56.2	47.2	39.3
偿债能力						
净负债/股东权益	14.26%	-31.25%	-61.93%	-33.13%	-29.23%	-27.50%
EBIT 利息保障倍数	-1.6	-100.2	-12.0	-166.0	-188.6	-171.7
资产负债率	65.59%	68.75%	71.88%	66.54%	64.76%	62.77%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究