

2025 年 12 月 28 日

证券研究报告·公司研究报告

有研粉材（688456）有色金属

当前价：75.49 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

优势产业转型加速，第二增长曲线持续发力

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 优势产业结构转型加速，公司铜基金属粉体材料产品、微电子锡基焊粉材料产品的国内市场占有率排名国内第一；2) 第二增长曲线持续发力 2024 年 3D 打印材料营收占比 1.48%，毛利占比 5.5%；3) 下游需求快速增长，金属增材制造原材料需求进一步提升。
- 经过多年积累，现已发展成为国际领先的先进有色金属粉体材料生产企业之一。公司产品主要用于粉末冶金、超硬工具、微电子封装、摩擦材料、催化剂、电工合金、电碳制品、导电材料、热管理材料、3D 打印等领域，其终端产品广泛应用于汽车、高铁、机械、航空、航天、化工、电子信息等领域。公司铜基金属粉体材料产品、微电子锡基焊粉材料产品的国内市场占有率排名国内第一。
- **优势产业结构转型加速，第二增长曲线持续发力。**铜基、锡基产品构成公司业务基本盘。2024 年铜基以及锡基产品收入超过 85%，其中铜基产品占比 59.04%、锡基产品占比 29.39%；2024 年铜基以及锡基产品毛利占比为 79.21%。公司积极拓展有色金属粉体材料在新兴领域的应用。3D 打印金属粉末、高端电子浆料等，进一步巩固市场竞争力，2024 年 3D 打印材料营收占比 1.48%、电子浆料营收占比 2.54%；由于新兴业务毛利率较高，2024 年二者合计贡献毛利为 9.09%。
- **得益于应用领域不断扩展，需求爆发式增长，金属增材制造原材料需求进一步提升。**从我国 3D 打印设备应用分布来看，航空航天占比 16.6%。近几年全球航天业再次呈现高度活跃发展态势，同时我国民营火箭公司活跃，助力我国卫星组网。在可回收火箭领域，民营企业正在积极布局，未来随着民营火箭企业技术的成熟和产品的商业化，发射成本进一步降低和技术进步将带来商业航天产业链快速发展从而带动上游材料需求。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 39.6、46.3、53.1 亿元，归母净利润分别为 7598 万元、9860 万元、1.19 亿元，EPS 分别为 0.73 元、0.95 元、1.15 元，对应动态 PE 分别为 103、79、66 倍。我们认为铜基、锡基产品构成公司业务基本盘，增材、电子浆料构建第二增长曲线。同时建议投资者持续关注 3D 打印下游需求商业航天方向最新变动，当前我国多款民营火箭首飞，未来我国卫星组网有望加速，公司竞争力不断提升，相关产品能够较好受益于行业需求爆发，首次覆盖，建议投资者持续关注。
- **风险提示：**国家及行业政策风险、行业竞争加剧风险、研发风险、订单波动风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3228.90	3955.86	4631.90	5308.72
增长率	20.44%	22.51%	17.09%	14.61%
归属母公司净利润（百万元）	59.38	75.98	98.60	119.35
增长率	7.73%	27.95%	29.77%	21.04%
每股收益 EPS（元）	0.57	0.73	0.95	1.15
净资产收益率 ROE	5.03%	6.11%	7.42%	8.35%
PE	131.8	103.0	79.4	65.6
PB	6.48	6.16	5.78	5.39

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：021-58352190

邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

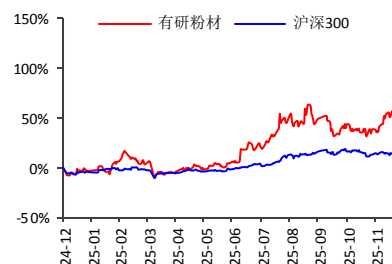
分析师：杨蕊

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：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.04
流通 A 股(亿股)	1.04
52 周内股价区间(元)	29.24-75.49
总市值(亿元)	78.25
总资产(亿元)	21.49
每股净资产(元)	12.04

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 有研粉材：国际领先的先进有色金属粉体材料生产企业	1
2 3D 打印下游快速发展，原材料需求进一步提升	3
3 优势产业结构转型加速，第二增长曲线持续发力	5
4 盈利预测与估值	8
5 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司产品服务营收占比.....	2
图 3: 公司产品服务毛利占比.....	2
图 4: 公司股权结构图.....	3
图 5: 2020-2025 年中国 3D 打印规模.....	3
图 6: 2024 年中国 3D 打印设备应用分布.....	4
图 7: 历年全球航天发射次数.....	4
图 8: 历年全球各地航天发射次数.....	5
图 9: 公司营业收入情况.....	6
图 10: 公司主要产品销量情况 (吨).....	6
图 11: 公司先进铜基金属粉体材料营收情况.....	6
图 12: SHFE 铜收盘价 (元/吨).....	6
图 13: 公司先进铜基金属粉体材料营收情况.....	6
图 14: SHFE 锡收盘价 (元/吨).....	6
图 15: 公司先进铜基金属粉体材料营收情况.....	7
图 16: 3D 打印粉体材料销量 (吨).....	7
图 17: 公司毛利润情况.....	7
图 18: 公司分产品毛利率情况.....	7
图 19: 公司期间费用情况 (亿元).....	8
图 20: 公司净利润情况.....	8

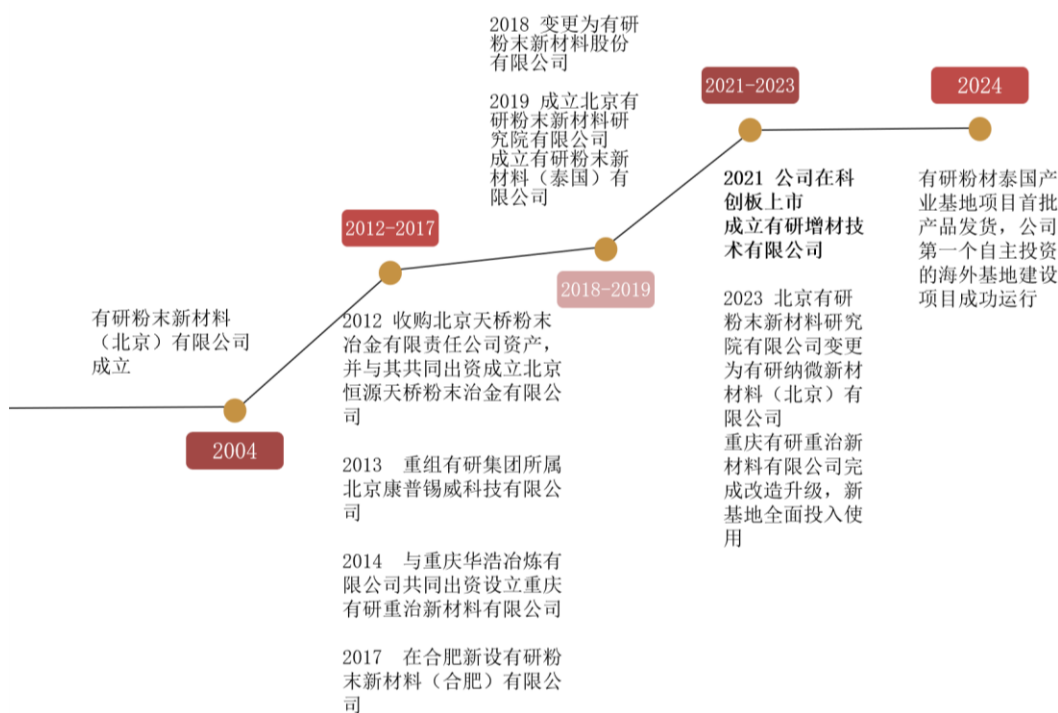
表 目 录

表 1: 公司主要产品服务.....	1
表 2: 分业务收入及毛利率.....	8
表 3: 可比公司估值.....	9
附表: 财务预测与估值.....	10

1 有研粉材：国际领先的先进有色金属粉体材料生产企业

有研粉材成立于 2004 年 3 月，经过多年积累，现已发展成为国际领先的先进有色金属粉体材料生产企业之一，公司铜基金属粉体材料产品、微电子锡基焊粉材料产品的国内市场占有率排名国内第一。公司逐步在北京、重庆、安徽、山东、英国和泰国等国内外地区布局了产业基地，在国内外有色金属粉体材料市场具有较强的市场竞争力，2021 年，公司在上交所科创板上市（股票代码：688456）。

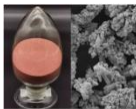
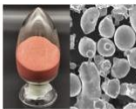
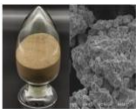
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品服务于高端制造业。公司主要通过采购铜、锡、银、镍等金属原材料，充分利用公司在有色金属粉体制备和应用方面的核心技术，为客户提供铜基金属粉体材料、微电子互连材料和 3D 打印粉体材料等产品，满足下游客户在粉末冶金、超硬工具、微电子互连封装、光伏新能源、摩擦材料、催化剂、电工合金、电碳制品、导电材料、3D 打印等领域的具体需求。产品主要用于粉末冶金、超硬工具、微电子封装、摩擦材料、催化剂、电工合金、电碳制品、导电材料、热管理材料、3D 打印等领域，其终端产品广泛应用于汽车、高铁、机械、航空、航天、化工、电子信息等领域。

表 1：公司主要产品服务

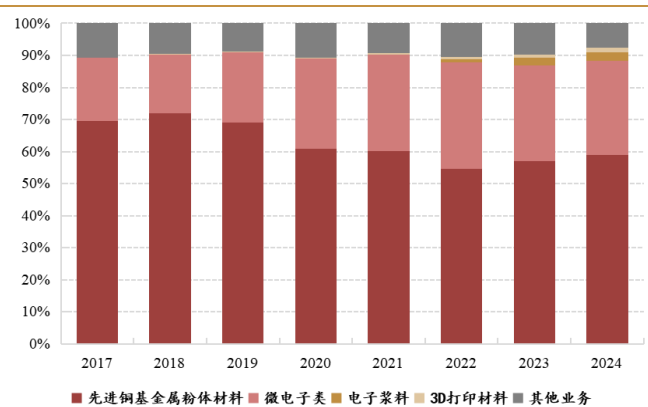
名称	具体产品	应用领域	示例
先进铜基金属粉体材料	电解铜金属粉体材料、雾化铜基金属粉体材料和其他铜基金属粉体材料。	广泛应用于汽车、高铁、航空、航天、化工、国防军工等诸多行业	  

名称	具体产品	应用领域	示例
高端微电子 锡基焊粉材料	按照成分可分为 Sn-Ag-Cu, Sn-Bi, Sn-Sb 等多个产品系列,按照粒度可分为 3~8#等规格	半导体封装和微电子组装等领域	  
3D 打印 粉体材料	气雾化为主要工艺生产的铝、铜、钛、高温合金、模具钢、钴铬合金等粉末材料	应用于航空航天、模具制造、生物医疗等领域	  

数据来源：公司官网，西南证券整理

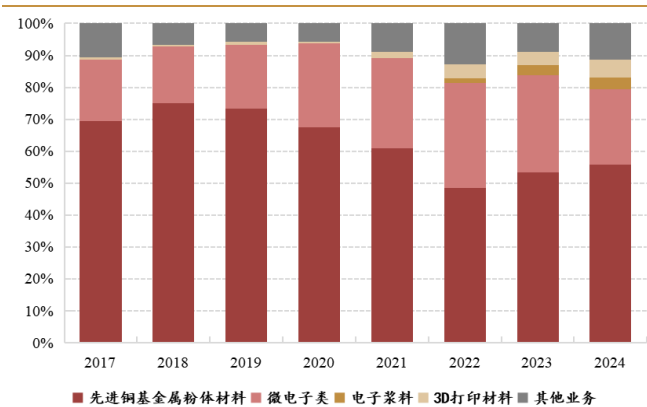
铜基、锡基产品构成公司业务基本盘，增材、电子浆料构建第二增长曲线。公司自设立以来一直专注于先进有色金属粉体材料的设计、研发、生产和销售，主要产品为铜基金属粉体材料、微电子锡基焊粉材料，铜基和锡基金属粉体材料在行业内处于领先地位，为公司贡献了绝大部分收入，2024 年铜基以及锡基产品收入超过 85%，其中铜基产品占比 59.04%、锡基产品占比 29.39%；2024 年铜基以及锡基产品毛利占比为 79.21%。同时公司积极拓展有色金属粉体材料在新兴领域的应用，如 3D 打印金属粉末、高端电子浆料等，进一步巩固市场竞争力，2024 年 3D 打印材料营收占比 1.48%、电子浆料营收占比 2.54%；由于新兴业务毛利率较高，2024 年二者合计贡献毛利为 9.09%。

图 2：公司产品服务营收占比



数据来源：wind，西南证券整理

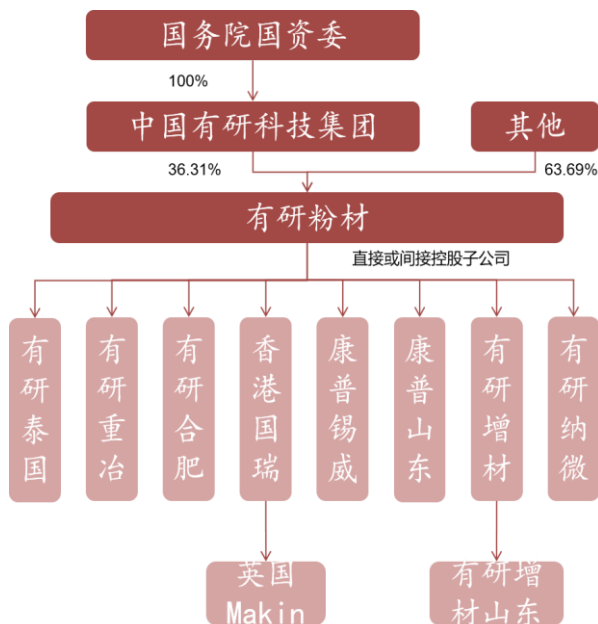
图 3：公司产品服务毛利占比



数据来源：wind，西南证券整理

公司是由中国有研科技集团有限公司（隶属国务院国资委的中央企业）控股，实际控制人为国资委。截止到 2025 年三季度末，国务院国资委通过公司控股股东有研科技集团，间接持有上市公司 36.31% 股权。同时公司四个业务板块分别通过子公司开展，先进铜基金属粉体材料（有研重冶、有研合肥、英国 Makin、有研泰国）、高端微电子锡基焊粉和微电子互连材料（康普锡威、康普山东）、3D 打印粉体材料（有研增材、有研增材山东）、电子浆料（有研纳微）。

图 4：公司股权结构图

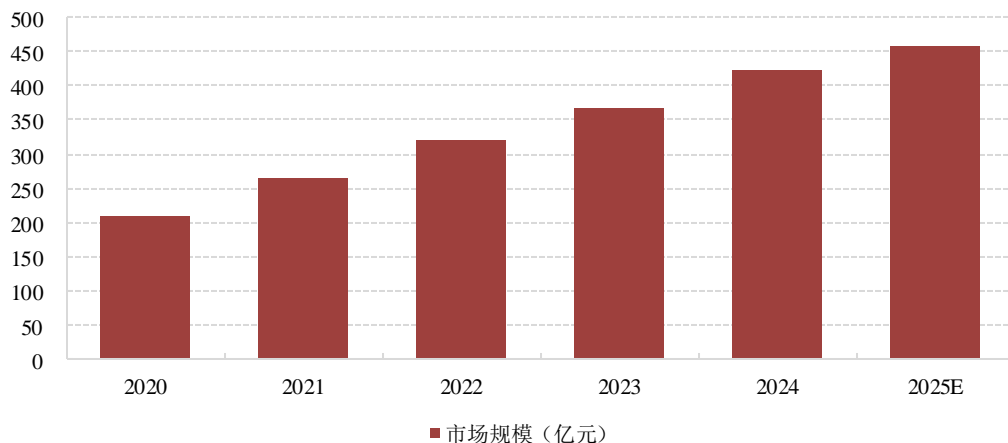


数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

2 3D 打印下游快速发展，原材料需求进一步提升

增材制造（3D 打印技术）是近些年快速发展起来的重要制造加工手段，即与等材、减材原理并列的增材制造方法。是集先进制造、数字制造、智能制造和绿色制造于一体的一项革命性制造技术。增材制造以数字模型为基础，通过将材料逐层堆积制造零件或实物，是一种“自下而上”的制造方法。当前 3D 打印正处于高速发展期，华经情报预计 2025 年全球市场规模将达到 298 亿美元，2022~2025 年 CAGR 为 18.3%，2030 年达到 853 亿美元，2025~2030 年 CAGR 预计达 23.4%。3D 打印逐渐成为推动我国新质生产力培育发展的重要力量，中商产业研究院预测，2025 年我国 3D 打印市场规模将达 457 亿元。

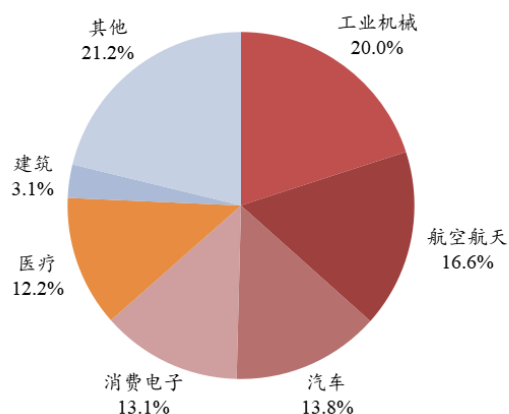
图 5：2020-2025 年中国 3D 打印规模



数据来源：中商产业研究，西南证券整理

3D 打印产业链涵盖上游材料、软硬件设备，中游 3D 打印服务供应商，下游高端制造以及文创消费等领域。得益于应用领域不断扩展，需求爆发式增长，金属增材制造原材料需求进一步大幅提升。随着数字化制造的兴起，3D 打印技术凭借其快速原型制造、复杂结构成型和个性化生产的优势，逐渐从工业领域渗透消费级市场。从我国 3D 打印设备应用分布来看，工业机械、航空航天、汽车、消费电子、医疗与建筑应用分别占比 20.0%、16.6%、13.8%、13.1%、12.2%与 3.1%，其他领域应用占比 21.2%。

图 6：2024 年中国 3D 打印设备应用分布



数据来源：华经产业研究，西南证券整理

全球航天业再次呈现高度活跃发展态势。自 1957 年全球首次航天发射以来，航天发射次数在冷战期间经历了快速增长，在 20 世纪 70 年代达到第一个高峰。随后发射次数有所下降并在 20 世纪 90 年代保持相对稳定。2010 年开始全球航天发射次数逐渐回升，2018 年以来发射活动进入了一个新的增长高峰，2024 年，全球共执行了 263 次航天发射任务，较 2023 年的 223 次增长了 18%。其中，258 次发射取得成功（含 3 次部分成功），5 次发射失败。

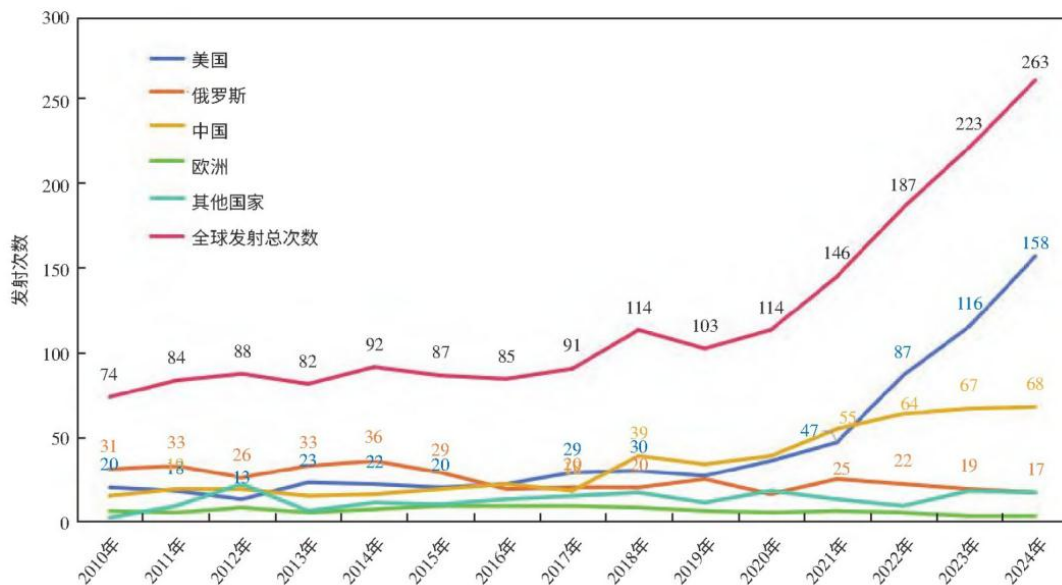
图 7：历年全球航天发射次数



数据来源：《2024 年全球航天发射统计分析》，西南证券整理

中美两国已然成为引领世界航天事业发展的核心力量。2024 年，全球共开展 263 次航天发射任务，同比增长 18%，成功将 2873 个航天器送入太空，总质量达 2171.39 吨，创下历史新高。其中，美国以 158 次发射占据全球 60% 的份额，其中 SpaceX 发射 138 次；中国实施 68 次发射，占比 26%，中国航天科技集团发射 51 次，中美两国发射次数最多，占全球发射总数的 86%。

图 8：历年全球各地航天发射次数



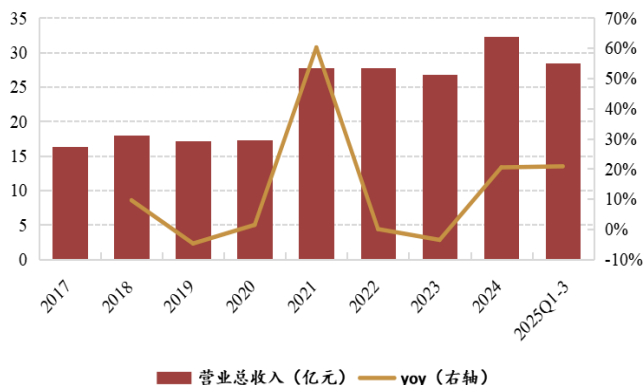
数据来源：《2024 年全球航天发射活动总结》，中电科蓝天科技招股说明书，西南证券整理

美国在轨卫星数量方面较为领先，当前中国正在同步推进两个万星级别的互联网卫星星座计划。远景规划总卫星数量约 1.3 万颗的 GW 星座（国网星座）、约 1.5 万颗的“千帆”星座，两大互联网卫星星座总数合计 2.8 万颗。2025 年开始我国多款民营火箭进入首飞，逐步解决运力问题，同时在可回收火箭领域，民营企业正在积极布局。未来随着民营火箭企业技术的成熟和产品的商业化，发射成本进一步降低和技术进步将带来商业航天产业链快速发展从而带动上游材料需求。

3 优势产业结构转型加速，第二增长曲线持续发力

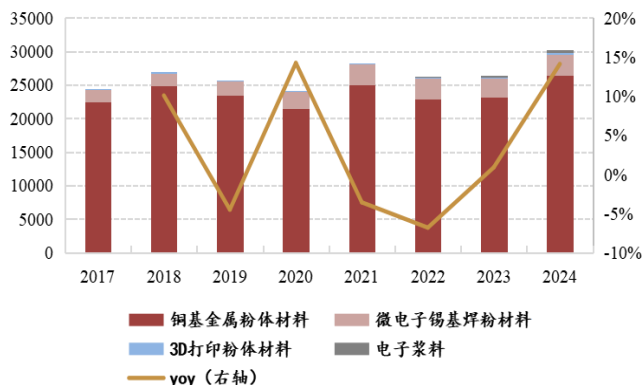
销量稳中有升，销售价格随原材料上涨。2017 年以来公司主要产品的销量稳中有升，截止到 2024 年销量合计 3.02 万吨，同比增长 14.11%，由于公司主要产品销售采用“原材料价格+加工费”的定价模式，原材料金属价格波动会造成公司营收波动，2017-2020 年原材料铜以及锡的价格相较稳定，公司营收主要随销量波动，原材料铜以及锡的价格自 2021 年以来明显上涨，公司 2021 年营收较 2020 年有较大幅度上涨，2024 年随着销量再次上涨，公司营收同比增长 20.4% 为 32.29 亿元。

图 9：公司营业收入情况



数据来源：wind，西南证券整理

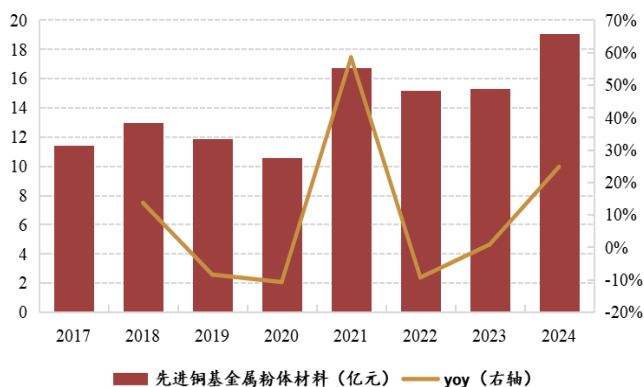
图 10：公司主要产品销量情况（吨）



数据来源：wind，西南证券整理

铜基板块和锡基板块为公司基础盘。当前公司铜基板块和锡基板块国内市占率均为第一，2024年，铜基板块销量为2.64万吨，同比增长14.4%，实现营收19.06亿元，同比增长24.8%；锡基板块销量为3107.14吨，同比增长5.14%，实现营收9.49亿元，同比增长18.2%。未来公司两个板块将以调整产品结构、加强新产品的研发为主，通过提高产品毛利率提升业绩水平。

图 11：公司先进铜基金属粉体材料营收情况



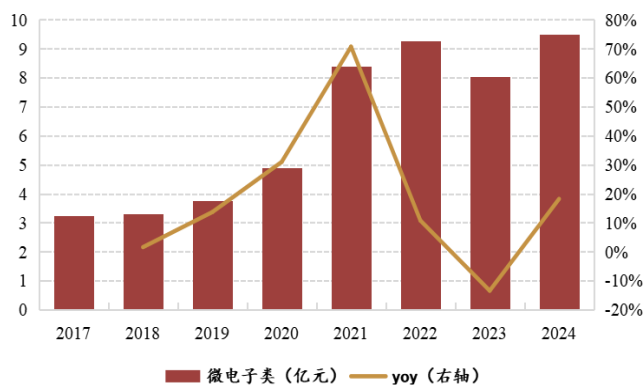
数据来源：wind，西南证券整理

图 12：SHFE 铜收盘价（元/吨）



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：公司先进铜基金属粉体材料营收情况



数据来源：wind，西南证券整理

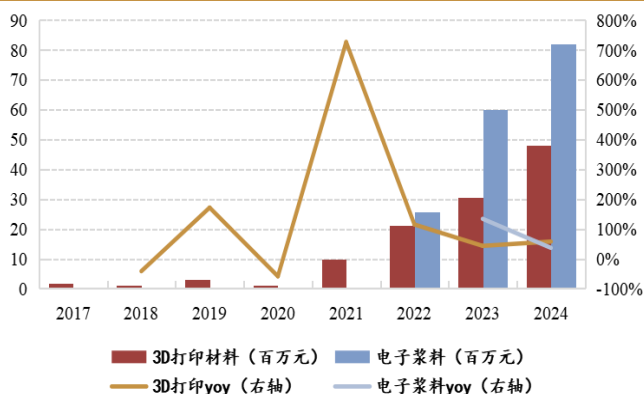
图 14：SHFE 锡收盘价（元/吨）



数据来源：wind，西南证券整理

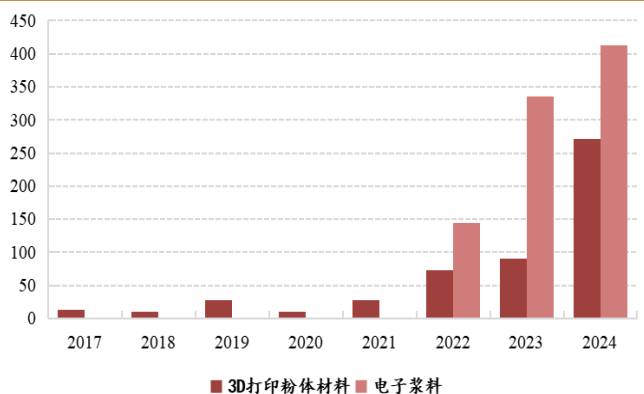
新赛道增材板块（3D 打印材料）和电子浆料板块是公司主要的业绩增长点。增材板块会随着 3D 打印粉体材料产业基地建设项目的落地（预计 2026 年 10 月）实现产能爬坡，形成新的增量，2024 年 3D 打印分体材料实现销量 271.17 吨，同比增长 202.0%，实现收入 4795 万元，同比增长 57.5%；电子浆料板块则通过超细镍粉、超细铜粉、超细银粉、银包铜粉及其浆料等新产品的研发，增加互连材料的种类，匹配下游头部客户的需求，带动公司业绩增长，2024 年电子浆料实现销量 412.74 吨，同比增长 23.21%，实现收入 8194 万元，同比增长 36.2%。

图 15：公司先进铜基金属粉体材料营收情况



数据来源：wind，西南证券整理

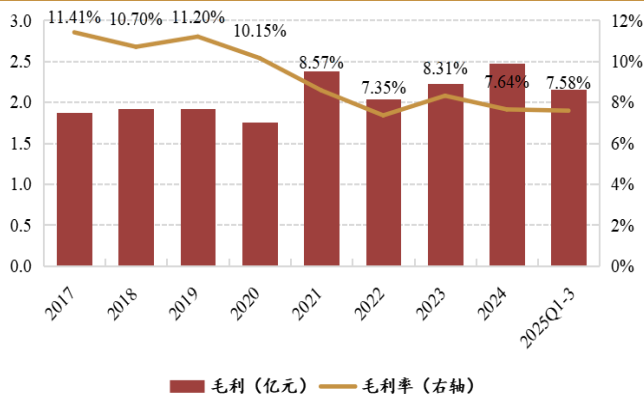
图 16：3D 打印粉体材料销量（吨）



数据来源：wind，西南证券整理

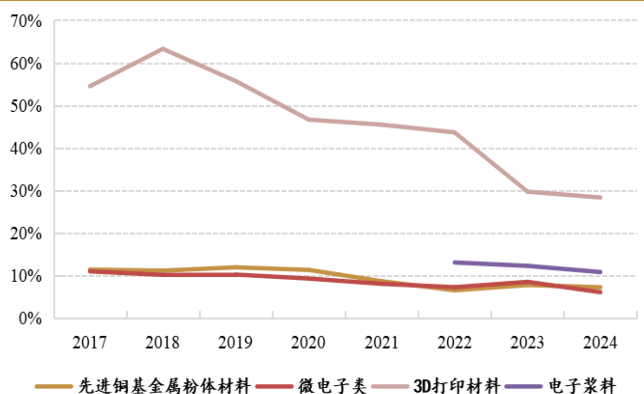
毛利率自 2021 年原材料价格大涨后下降，近几年维持在 7.5% 上下。由于公司主营产品是“原材料价格+加工费”的定价模式，原材料价格的上涨会带来毛利率下跌，因此尽管 2021 年公司毛利润为 2.38 亿元，同比上涨 35.2%，但毛利率下滑至 8.57%，2021 年至 2025 年前三季度，公司毛利率在 7.5% 上下波动。分产品来看，公司铜基以及锡基产品毛利率相对较低，2024 年铜基产品毛利率 7.23%、锡基产品毛利率 6.07%，两种新赛道产品毛利稍高，2024 年 3D 打印材料毛利率为 28.3%，电子浆料毛利率为 10.81%。

图 17：公司毛利润情况



数据来源：wind，西南证券整理

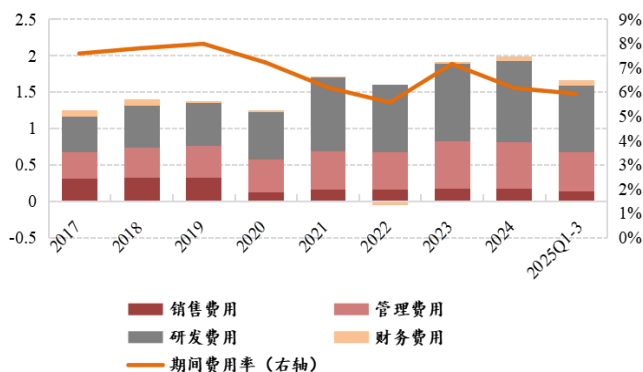
图 18：公司分产品毛利率情况



数据来源：wind，西南证券整理

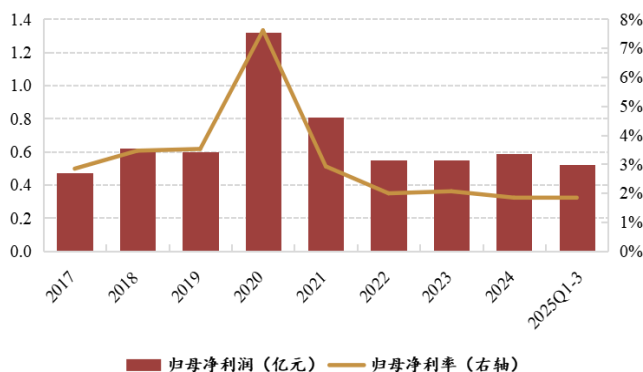
公司费用可控，净利润相对稳定。公司期间费用率相对稳定，费用随收入规模有所增长，2024 年期间费用率为 6.2%，2025 年前三季度为 5.9%。2024 年实现归母净利润 5938 万元，同比增长 7.73%，2025 年前三季度同比增长 28% 为 5166 万元。

图 19：公司期间费用情况（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 20：公司净利润情况



数据来源：wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

1) 铜基板块，在传统粉末冶金、电碳电刷、高铁闸片市场需求提升，公司传统铜粉销量保持增加，客户粘性强，同时受 AI、新能源、电子元器件等新兴市场的驱动，公司的导热、散热等功能材料（GPU 用铜粉、复合铜粉）新产品的销量在稳步增长。同时考虑到公司原材料价格的上涨，我们预计公司 2025-2027 年铜基产品营收同比增长 25.5%、18.3%、15.1%。

2) 锡基板块，随着消费电子市场的复苏，锡粉销量有所增加，在现有行业稳定的情况下，因贸易政策的变化及半导体产业的国产化替代进程的持续推进，公司的部分产品有较大机会，高端锡粉也在逐步打开市场，考虑到公司原材料价格的上涨，我们预计公司 2025-2027 年锡基产品营收同比增长 18.5%、16%、13%。

3) 3D 打印板块的在建基地未来能够逐步释放大量产能，也会给公司带来新的增量，增材山东公司已经于今年 5 月注册完成，项目整体正在推进，建设周期预计约 18 个月，计划于 2026 年 10 月投产，考虑到产能投放，我们预计公司 2025-2027 年 3D 打印产品营收同比增长 50%、30%、50%。

4) 电子浆料板块则通过超细镍粉、超细铜粉、超细银粉、银包铜粉及其浆料等新产品的研发，增加互连材料的种类，匹配下游头部客户的需求，我们预计公司 2025-2027 年电子浆料产品营收同比增长 50%、30%、20%。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

业务情况（百万元）		2024	2025E	2026E	2027E
铜基	收入	1906.2	2392.4	2829.7	3258.3
	增速	24.8%	25.5%	18.3%	15.1%
	成本	1768.4	2231.3	2650.7	3063.2
	毛利率	7.2%	6.7%	6.3%	6.0%
锡基	收入	948.9	1124.7	1305.0	1474.6
	增速	18.2%	18.5%	16.0%	13.0%

业务情况 (百万元)		2024	2025E	2026E	2027E
	成本	891.3	1062.9	1239.3	1405.4
	毛利率	6.1%	5.5%	5.0%	4.7%
3D 打印	收入	47.9	71.9	93.5	140.2
	增速	57.5%	50.0%	30.0%	50.0%
	成本	34.4	51.5	67.0	100.5
	毛利率	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%
电子浆料	收入	81.9	122.9	159.8	191.7
	增速	36.3%	50.0%	30.0%	20.0%
	成本	73.1	109.6	142.5	171.0
	毛利率	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
其他	收入	243.9	243.9	243.9	243.9
	成本	215.0	215.0	215.0	215.0
合计	收入	3228.9	3955.9	4631.9	5308.7
	增速	20.4%	22.5%	17.1%	14.6%
	毛利率	7.6%	7.2%	6.9%	6.7%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 39.6、46.3、53.1 亿元，归母净利润分别为 7598 万元、9860 万元、1.19 亿元，EPS 分别为 0.73 元、0.95 元、1.15 元，对应动态 PE 分别为 103、79、66 倍。

公司自设立以来一直专注于先进有色金属粉体材料的设计、研发、生产和销售，主要产品为铜基金属粉体材料、微电子锡基焊粉材料，铜基和锡基金属粉体材料在行业内处于领先地位，为公司贡献了绝大部分收入，同时公司积极拓展有色金属粉体材料在新兴领域的应用，如 3D 打印金属粉末、高端电子浆料等，进一步巩固市场竞争力，我们从产品以及行业选取 3 家上市公司作为可比公司，从 PE 角度看，可比公司 2025 年、2026 年、2027 年估值为 208、156、111 倍。我们认为铜基、锡基产品构成公司业务基本盘，增材、电子浆料构建第二增长曲线。同时建议投资者持续关注 3D 打印下游需求商业航天方向最新变动，当前我国多款民营火箭首飞，未来我国卫星组网有望加速，公司竞争力不断提升，相关产品能够较好受益于行业需求爆发，首次覆盖，建议投资者持续关注。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价	EPS(元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688333.SH	铂力特	106.22	0.38	0.80	1.19	1.60	280	133	89	66
688433.SH	华曙高科	63.10	0.16	0.21	0.27	0.40	394	300	234	158
688102.SH	斯瑞新材	37.88	0.16	0.20	0.26	0.35	237	189	146	108
平均值							304	208	156	111

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 2025-12-26 收盘价

5 风险提示

国家及行业政策风险、行业竞争加剧风险、研发风险、订单波动风险。

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	3228.90	3955.86	4631.90	5308.72	净利润	61.41	78.58	101.97	123.43
营业成本	2982.07	3670.28	4314.54	4955.07	折旧与摊销	35.39	30.13	31.86	33.85
营业税金及附加	8.94	10.29	11.12	12.74	财务费用	6.45	4.84	6.74	8.99
销售费用	16.62	19.38	21.77	23.89	资产减值损失	-1.55	0.00	0.00	0.00
管理费用	65.27	197.79	199.17	207.04	经营营运资本变动	-22.57	-67.22	-125.33	-125.09
财务费用	6.45	4.84	6.74	8.99	其他	-81.95	2.86	6.13	4.22
资产减值损失	-1.55	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-2.81	49.19	21.37	45.40
投资收益	-3.81	-3.81	-3.81	-3.81	资本支出	-33.86	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-0.37	0.50	0.50	0.50	其他	67.72	-3.31	-3.31	-3.31
其他经营损益	0.00	32.00	32.00	32.00	投资活动现金流净额	33.86	-53.31	-53.31	-53.31
营业利润	65.23	81.98	107.25	129.69	短期借款	36.71	52.16	107.96	90.77
其他非经营损益	-0.66	0.64	-0.04	0.08	长期借款	8.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	64.57	82.62	107.21	129.77	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.16	4.04	5.24	6.34	支付股利	-20.73	-11.88	-15.20	-19.72
净利润	61.41	78.58	101.97	123.43	其他	3.60	-10.75	-6.74	-8.99
少数股东损益	2.03	2.60	3.37	4.08	筹资活动现金流净额	28.08	29.53	86.02	62.06
归属母公司股东净利润	59.38	75.98	98.60	119.35	现金流量净额	60.68	25.41	54.08	54.15
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	291.06	316.47	370.55	424.70	成长能力				
应收和预付款项	517.26	610.52	722.04	828.24	销售收入增长率	20.44%	22.51%	17.09%	14.61%
存货	306.98	378.98	444.44	511.19	营业利润增长率	3.99%	25.68%	30.83%	20.92%
其他流动资产	86.88	27.21	31.36	35.52	净利润增长率	5.11%	27.95%	29.77%	21.04%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	14.32%	9.22%	24.72%	18.29%
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	427.52	450.31	471.36	490.43	毛利率	7.64%	7.22%	6.85%	6.66%
无形资产和开发支出	63.23	60.96	58.69	56.42	三费率	2.74%	5.61%	4.92%	4.52%
其他非流动资产	29.32	28.67	28.03	27.38	净利率	1.90%	1.99%	2.20%	2.33%
资产总计	1722.26	1873.12	2126.47	2373.88	ROE	5.03%	6.11%	7.42%	8.35%
短期借款	184.41	236.57	344.53	435.29	ROA	3.57%	4.20%	4.80%	5.20%
应付和预收款项	228.79	275.07	328.12	375.52	ROIC	5.18%	5.76%	6.76%	7.33%
长期借款	8.51	8.51	8.51	8.51	EBITDA/销售收入	3.32%	2.96%	3.15%	3.25%
其他负债	78.75	65.88	71.44	76.97	营运能力				
负债合计	500.45	586.02	752.60	896.29	总资产周转率	1.96	2.20	2.32	2.36
股本	103.66	103.66	103.66	103.66	固定资产周转率	8.41	9.60	10.96	12.16
资本公积	651.45	651.45	651.45	651.45	应收账款周转率	14.24	14.17	14.20	13.93
留存收益	450.74	514.85	598.25	697.87	存货周转率	10.83	10.66	10.44	10.33
归属母公司股东权益	1207.25	1269.95	1353.35	1452.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.79%	—	—	—
少数股东权益	14.55	17.15	20.52	24.61	资本结构				
股东权益合计	1221.81	1287.10	1373.88	1477.59	资产负债率	29.06%	31.29%	35.39%	37.76%
负债和股东权益合计	1722.26	1873.12	2126.47	2373.88	带息债务/总负债	38.55%	41.82%	46.91%	49.51%
					流动比率	2.63	2.45	2.21	2.11
					速动比率	1.96	1.76	1.58	1.51
					股利支付率	34.91%	15.63%	15.41%	16.52%
					每股指标				
					每股收益	0.57	0.73	0.95	1.15
					每股净资产	11.65	12.25	13.06	14.02
					每股经营现金	-0.03	0.47	0.21	0.44
					每股股利	0.20	0.11	0.15	0.19
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	107.07	116.94	145.85	172.52					
PE	131.78	102.99	79.37	65.57					
PB	6.48	6.16	5.78	5.39					
PS	2.42	1.98	1.69	1.47					
EV/EBITDA	71.97	66.08	53.36	45.32					
股息率	0.26%	0.15%	0.19%	0.25%					

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	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	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@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	jjj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	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.cn
	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	lzt@swsc.com.cn