

2026年01月07日

证券研究报告·公司研究报告

家联科技(301193)轻工制造

买入

当前价: 22.15元

目标价: 26.68元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

PLA 改性筑壁垒，抢占 3D 打印耗材新蓝海

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司自研改性 PLA 材料技术领先，相关 3D 打印线材产品性能优于通用材料，且已与行业头部 3D 打印企业建立稳定合作，多场景应用落地，打开新增空间；2) 泰国一期 3D 线材产线进入稳定生产阶段，产能利用率逐步提升并预计 25 年年底满产，二期产线已启动规划；3) 2025 年 Q3 营收同比增幅提升至 13.12%，业务规模稳步扩张，同时毛利率、净利率环比分别提升 4.33pp、5.19pp，盈利能力随产能释放和规模效应逐步改善。
- 自研改性 PLA 材料，拓展 3D 打印线材产品线。** 公司通过自主研发并掌握对生物降解材料进行定制化改性的工艺技术和流程，使其在耐热性、抗冲击性、高速打印适应性及多场景应用等方面显著优于通用 PLA 材料，可以满足不同品类的产品生产需求。据公告披露，目前公司已与部分行业头部 3D 打印企业建立稳定合作，产品可实现多应用场景覆盖。
- 全球化产能布局落地，资产结构优化支撑长期增长。** 截至 2025 年三季度末，公司固定资产较上年末增加 28.28%，占总资产比重稳步上升。目前公司在泰国布局的一期 3D 线材产线已进入稳定生产阶段，产品性能也通过了客户的验证并开始供应，产能利用率逐步提升，预计 25 年年底实现满产；二期 3D 线材产线根据市场需求已开始前期规划，未来会逐步投放新的产能。全球化布局不仅能通过就近采购原料、优化物流网络降低贸易壁垒风险，还能拓展海外市场份额，为未来业绩弹性释放埋下伏笔。
- 单季度盈利指标环比改善，复苏迹象初显。** 2025Q3 公司单季营收 7.42 亿元，同比增幅进一步提升至 13.12%，展现出业务规模稳步扩张的良好势头；Q3 毛利率环比上升 4.33pp 至 17.15%，净利率环比提升 5.19pp，显示出随着海外产能逐步释放、规模效应显现，公司盈利能力正逐步改善。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 25.2、31.9、39.8 亿元，归母净利润分别为 -0.75、1.8、2.7 亿元，EPS 分别为 -0.39、0.92、1.39 元。考虑到公司泰国工厂产能稳步爬坡并逐步释放业绩弹性，3D 打印耗材业务成为新增长极，叠加国内外限塑政策红利持续释放，给予公司 2026 年 29xPE，对应目标价 26.68 元，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格上涨、下游消费需求不振、新业务拓展不及预期、市场竞争加剧等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2326.24	2518.20	3189.56	3981.19
增长率	35.16%	8.25%	26.66%	24.82%
归属母公司净利润(百万元)	57.00	-75.17	180.54	270.40
增长率	25.68%	-231.88%	340.18%	49.77%
每股收益 EPS(元)	0.29	-0.39	0.92	1.39
净资产收益率 ROE	2.49%	-3.64%	7.69%	10.61%
PE	76	-58	24	16
PB	2.56	3.03	2.69	2.35

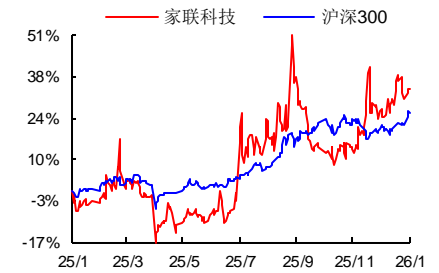
数据来源: Wind, 西南证券

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)	1.95
流通 A 股(亿股)	1.38
52 周内股价区间(元)	13.76-25.01
总市值(亿元)	43.23
总资产(亿元)	53.28
每股净资产(元)	7.81

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 家联科技：全降解制品行业首家上市公司.....	1
2 日用塑料制品行业：龙头或享集中度提高红利.....	4
3 单季度盈利改善，产能落地支撑长期增长.....	6
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: 公司股权结构 (截至 2025-12-29)	1
图 3: 公司合作主要客户	2
图 4: 公司为杭州亚运会提供的“低碳套餐”	2
图 5: 公司 3D 打印线材产品图示.....	3
图 6: 公司 2025H1 主营业务结构情况.....	3
图 7: 公司 2025H1 主营业务毛利情况.....	3
图 8: 公司 2020 年以来营业收入及增速.....	4
图 9: 公司 2020 年以来净利润及增速	4
图 10: 美元兑人民币汇率.....	5
图 11: 主要原材料价格与原油价格.....	6
图 12: 2025Q3 实现营收 7.42 亿元, 同比+13.12%.....	7
图 13: 2025Q3 实现归母净利润-914 万元, 同比-268.3%.....	7
图 14: 2025Q3 毛利率 17.2%, 净利率-2%.....	7
图 15: 2025Q3 期间费用率 19.2%, 同比+1.7pp.....	7
图 16: 2025Q3 固定资产 23 亿元, 较上年末增长+28.3%.....	7
图 17: 前三季度筹资活动现金流量达 5.94 亿元	7

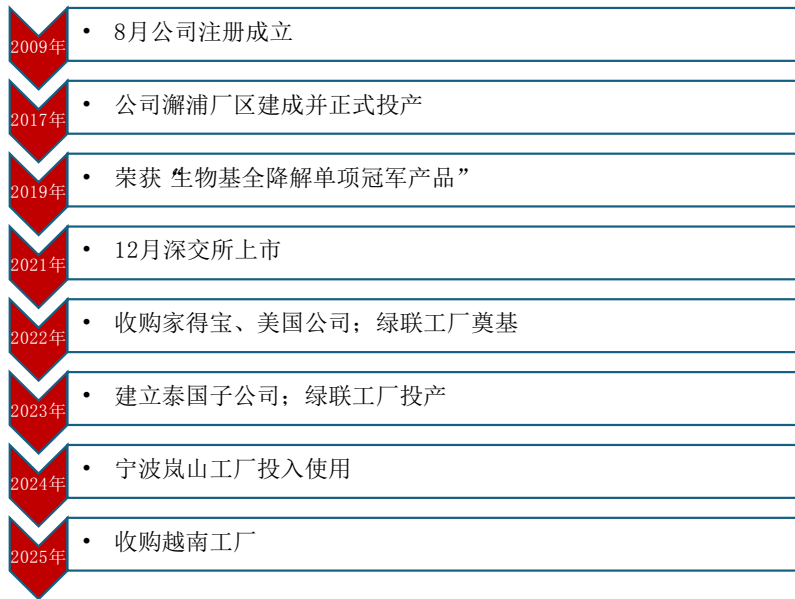
表 目 录

表 1: 行业主要上市公司情况.....	5
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 家联科技：全降解制品行业首家上市公司

宁波家联科技股份有限公司是一家专注于生物全降解制品及塑料日用品的研发、生产与销售的高新技术企业，旗下业务涵盖：全降解改性材料、全降解塑料制品、植物纤维浆产品及塑料日用品等，为客户提供一站式的绿色产品解决方案，是中国健康环保餐饮具行业、全降解制品行业首家上市公司。

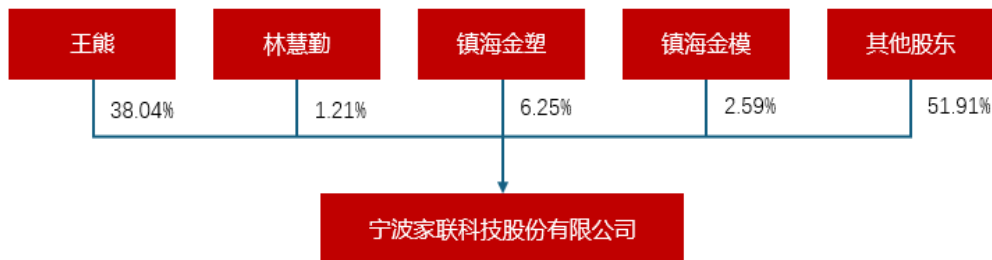
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

实控人持股比例较为集中。公司实际控制人为王熊、林慧勤夫妇，分别直接持有公司 38.04% 和 1.21% 的股份；镇海金塑和镇海金模为员工持股平台，王熊、林慧勤分别持有镇海金塑 26.09% 和 40% 的份额，分别持有镇海金模 27.22% 和 26.11% 的份额。

图 2：公司股权结构（截至 2025-12-29）



数据来源：公司公告，西南证券整理

下游客户优质，客户粘性高。历经十多年发展，公司形成了丰富多样的产品体系，其中生物降解餐饮具、塑料家居日用品等在行业中均属于全球佼佼者。凭借领先的技术、产品和综合成本优势，公司已拥有了众多具有影响力的国际国内客户，主要客户包括 Amazon（亚马逊）、IKEA（宜家）、Walmart（沃尔玛）、Starbucks（星巴克）、Costco（好市多）、Woolworths（伍尔沃斯）、Sysco（西斯科）、USFood（美国食品）、Target（塔吉特）、Metro（麦德龙）、LIDL、Tesco（特易购）、大润发、欧尚、盒马等众多国内外知名企业。

图 3：公司合作主要客户



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司拥有降解材料的改性、模具设计制造以及后端各类制品的生产技术工艺。公司拥有完整的全降解产品大规模研发、制造、销售及服务体系，目前拥有十大工艺产线，涵盖植物纤维、新材料、注塑、吸塑等多个数字化车间，拥有高精度模具制造工厂、专业的研发团队，独立的实验室，是国内领先的大体量、全品类生产企业，公司致力于为客户提供多品类、一站式的采购服务。

图 4：公司为杭州亚运会提供的“低碳套餐”



数据来源：公司公告，西南证券整理

自研改性 PLA 材料，拓展 3D 打印线材产品线。公司通过自主研发并掌握对生物降解材料进行定制化改性的工艺技术和流程，使其在耐热性、抗冲击性、高速打印适应性及多场景应用等方面显著优于通用 PLA 材料，可以满足不同品类的产品生产需求。目前公司在泰国布局的一期 3D 线材产线已进入稳定生产阶段，产品性能也通过了客户的验证并开始供应，产能利用率逐步提升，预计 25 年年底实现满产；二期 3D 线材产线根据市场需求已开始前期规划，未来会逐步投放新的产能。据公告披露，目前公司已与部分行业头部 3D 打印企业建立稳定合作，产品可实现多应用场景覆盖。未来公司通过全球化产能布局，加速推进 3D 打印耗材等相关产线的建设与产能爬坡，以实现规模与交付能力的跨越式提升；同时，深化与全球顶尖 3D 打印设备厂商的合作关系，致力于将该业务打造为新的业绩增长极。

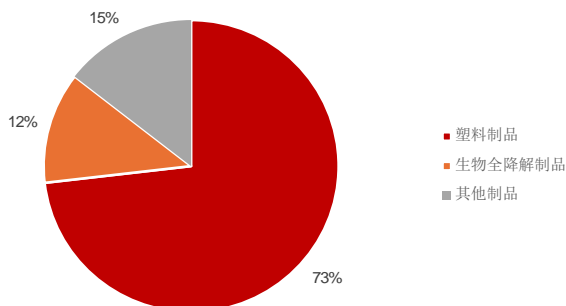
图 5：公司 3D 打印线材产品图示



数据来源：公司公告，西南证券整理

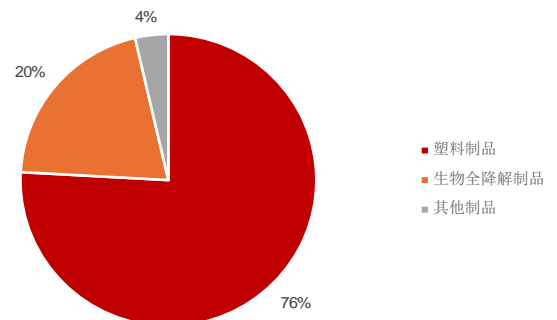
塑料制品为主要销售产品，生物全降解材料制品增长较快。从产品构成来看，塑料制品销售占比仍在 70% 以上，为公司最主要的收入来源，2025H1 公司塑料制品收入规模为 8.2 亿元，占比 73.2%。生物全降解材料制品收入占比从 2017 年的 0.8% 增长至 2024 的 12.8%，2025H1 可降解材料收入规模达到 1.4 亿元，占比 12.4%。随着塑料制品的环保政策趋严，可降解塑料市场需求广阔，公司有望凭借原有塑料制品客户优势，加快公司在全降解产品领域的布局。

图 6：公司 2025H1 主营业务结构情况



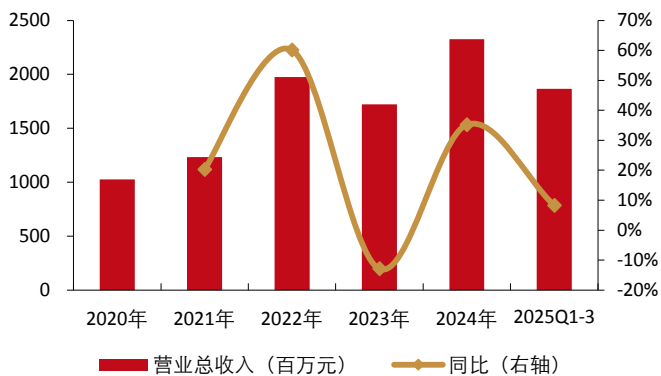
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2025H1 主营业务毛利情况

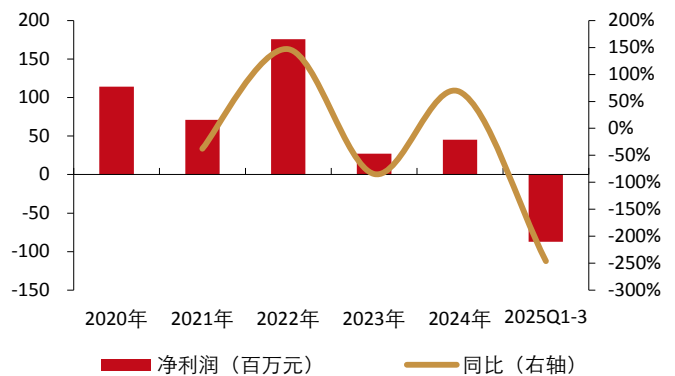


数据来源：Wind，西南证券整理

转型蓄力稳增长，长期价值待释放。2020年以来，公司营业收入整体呈现波动上行态势，从10.26亿元增长至2024年的23.26亿元，2025年Q1-Q3仍保持8.25%的同比增长，核心得益于国内餐饮茶饮包装需求支撑、全球化产能布局推进及可降解产品结构优化；净利润虽受原材料价格波动、运力成本变化、产能爬坡节奏及非经常性损益影响呈现阶段性波动，2022年以1.79亿元净利润创历史峰值，2025年前三季度阶段性转亏，但公司作为生物基全降解日用塑料制品单项冠军企业，技术壁垒显著且主导多项行业标准，同时通过泰国、美国等海外基地布局及越南产能拓展规避贸易摩擦，叠加3D打印耗材等新增长极培育，长期成长基础扎实。

图 8：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 9：公司 2020 年以来净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

2 日用塑料制品行业：龙头或享集中度提高红利

日用塑料制品是塑料行业的重要分支，覆盖生活中的各个领域，根据塑料制品的环保属性可将其分为传统塑料制品和可降解塑料制品，两者的生产工艺相似，主要区别在于原材料和原材料的处理手段。

传统日用塑料制品：材料多采用 PE、聚丙烯 (PP)、聚苯乙烯 (PS)、PET 等，其行业进入壁垒低，家庭作坊式的企业普遍存在。头部企业凭借先进的生产设备、精密的模具和自动化的生产线获取国内外高端客户市场份额和相对较高的议价能力，而非头部企业生产设备自动化水平低，产品同质化情况严重且产品质量粗糙、结构单一，无法树立自身品牌形象，主要占据低端市场。

可降解塑料制品：按照原材料可分为以聚乳酸 (PLA)、聚羟基烷酸酯 (PHA)、淀粉基塑料等为代表的生物基可降解塑料和以 PBS/PBSA、聚己二酸对苯二甲酸丁二醇酯 (PBAT)、PCL 等为代表的石油基可降解塑料，其中以 PLA 和 PBAT 的未来应用场景最为广阔。可降解塑料制品的技术壁垒主要集中在原材料改性等处理方面，行业头部企业具有较高的研发水平。

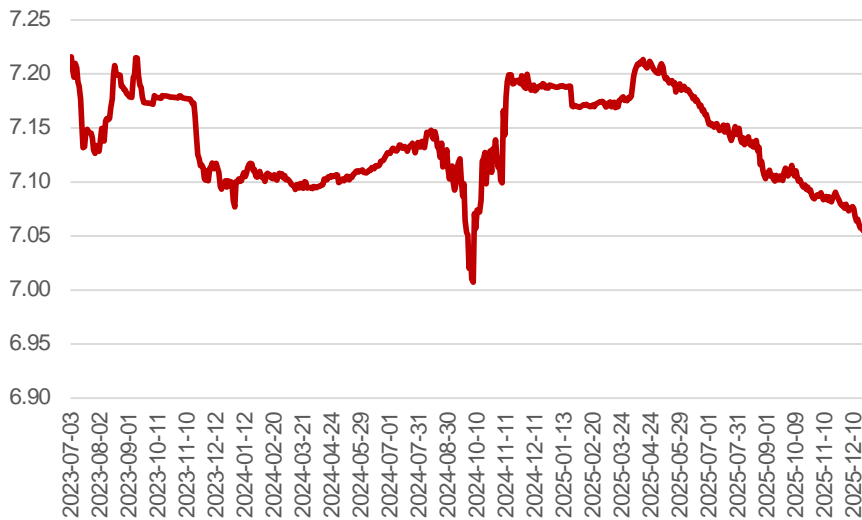
近年随着我国限塑政策的出台和应用，落后产能加速淘汰，行业集中度提升。2025年1月和3月，行业头部企业富岭股份 (001356.SZ) 和恒鑫生活 (301501.SZ) 分别在深交所主板和创业板上市。2024年，包括家联科技在内的同行业3家上市公司营业收入均提升较快，高于2024年我国塑料制品行业产量增速的2.9%，头部企业的上市有望通过产能、品牌知名度等方面推动其提高行业需求占比，行业集中度有望提升。

表 1：行业主要上市公司情况

公司简称	技术实力	境外及美国销售情况	海外产能情况	2024 年营业收入增长率
家联科技	PLA 耐热性改良技术、PLA 耐久性改良技术、PLA 发泡技术等	2024 年外销占比 55.43%，其中北美地区营收占比 43.36%	已有泰国、美国生产基地	35.16%
恒鑫生活	PLA 粒子改性技术、PLA 淋膜技术、纸杯高速成型技术等	2024 年外销占比 38.09%； 2023 年美国销售占比 10.85%	2025 年 4 月泰国工厂投产，是其首个海外生产项目	11.86%
富岭股份	耐高温生物降解材料改性、PLA 长效增韧改性技术、生物降解功能袋生产技术等	2024 年美国销售占比 64.82%	已有美国、印尼和墨西哥生产基地，印尼生产基地在建	20.12%

数据来源：公司公告，西南证券整理

塑料制品主要出口到欧美地区。塑料制品主要需求地为欧美地区，我国则是世界上最大的塑料生产国，2024 年我国塑料制品出口金额 1060.86 亿美元，同比增长 5.4%。2025 年 1 月以来美国推出“一揽子”关税政策，中美贸易受到影响，2025 年 5 月 12 日中美联合发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，双方同意将中国对美反制关税从 125% 降至 10%，美国对华加征关税从 145% 降至 30%，其中 24% 关税设 90 天缓冲期。本轮贸易政策变动下，海外产能成为国内出海企业的核心竞争点，三家行业龙头企业均在海外建立了生产基地以对冲政策风险。此外，2024 年 11 月以来，美元汇率波动加大，对出口型企业的经营带来更大挑战。

图 10：美元兑人民币汇率


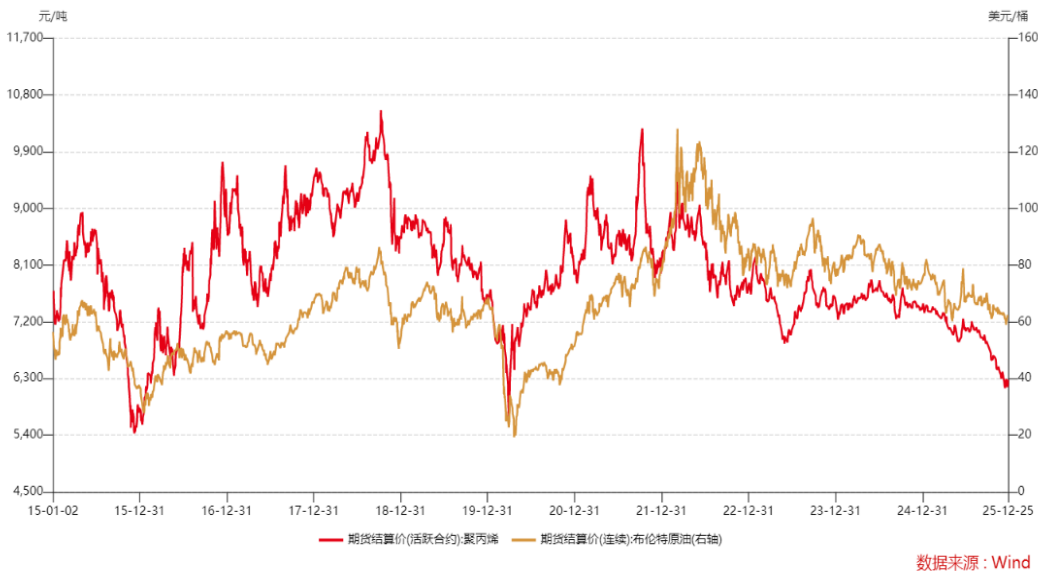
数据来源：Wind，西南证券整理

国内塑料餐饮具下游主要应用于外卖、快餐及咖啡茶饮等领域。一方面，我国外卖、快餐、茶饮等行业的迅速放量为塑料餐饮具带来了广泛的需求，塑料餐饮具作为与快餐服务业强绑定的消费品发展空间广阔；另一方面，餐饮产业链正在逐渐朝着下游高连锁化率的趋势发展，随着餐饮业的连锁化和规范化，客户更青睐于与产品优质安全的大型厂商合作，高污染高能耗的落后产能将被逐步淘汰，龙头有望享受集中度提升红利。

塑料制品原材料和石油存在强相关关系。塑料制品主要原材料为 PP 和 PS，均为通用化工产品，价格主要受国际石油价格波动及大宗市场供求关系的影响。PP、PS 价格与原油价格呈现较强的正相关关系。2024 年原油经历了上半年红海危机导致的风险外溢以及美联

储降息预期，一季度价格不断冲高，但随着中东地缘影响边际递减，在供给 OPEC+ 减产、非 OPEC 国家增产的平衡状态下，经历夏季旺季后，原油价格重心开始走低。第二、三季度地缘和基本面交替占据主导因素地位，左右原油价格，但整体价格重心下移，并在四季度保持低波动律运行。2025 年以来原油供过于求的基本面仍然主导了全年价格弱势，但主要石油输出国地缘冲突频发，仍需警惕“黑天鹅”事件或较大规模的供给危机带来向上的波动率。

图 11：主要原材料价格与原油价格



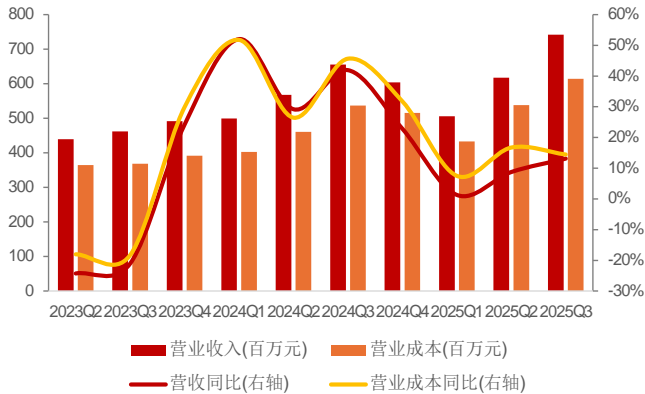
数据来源：Wind

数据来源：Wind，西南证券整理

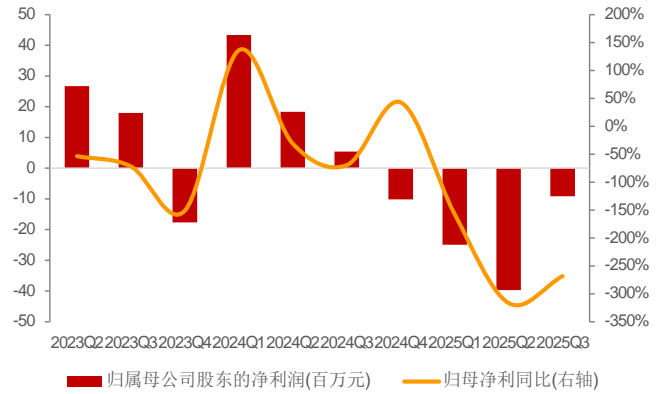
3 单季度盈利改善，产能落地支撑长期增长

单季度盈利指标环比改善，复苏迹象初显。前三季度公司实现营业总收入 18.65 亿元，同比增长 8.25%，其中第三季度单季营收 7.42 亿元，同比增幅进一步提升至 13.12%，展现出业务规模稳步扩张的良好势头。营收增长一方面受益于国内“双碳”政策推动下可降解塑料替代进程加速，另一方面源于公司深化与头部餐饮、茶饮企业合作带来的订单放量，核心业务需求韧性凸显。第三季度公司毛利率环比上升 4.33pp 至 17.15%，净利率环比提升 5.19pp，显示出随着海外产能逐步释放、规模效应显现，公司盈利能力正逐步改善。

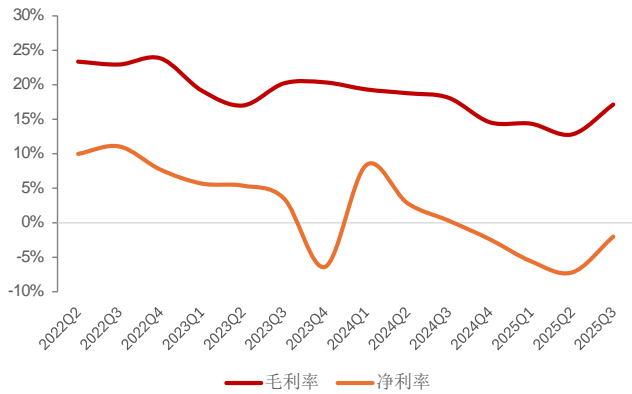
全球化产能布局落地，资产结构优化支撑长期增长。截至 2025 年三季度末，公司固定资产较上年末增加 28.28%，占总资产比重稳步上升，反映海外生产基地建设与产能爬坡取得实质性进展。全球化布局不仅能通过就近采购原料、优化物流网络降低贸易壁垒风险，还能拓展海外市场份额，为未来业绩弹性释放埋下伏笔。前三季度筹资活动现金流净额达 5.94 亿元，同比大幅增加 5.66 亿元，成功为海外产能建设、供应链优化等核心战略提供充足资金支持。尽管前三季度面临投资活动现金流净额-6.14 亿元的资本开支压力，但畅通的融资渠道有效缓解了流动性压力，为公司持续推进产能扩张与市场开拓提供了关键保障。

图 12: 2025Q3 实现营收 7.42 亿元, 同比+13.12%


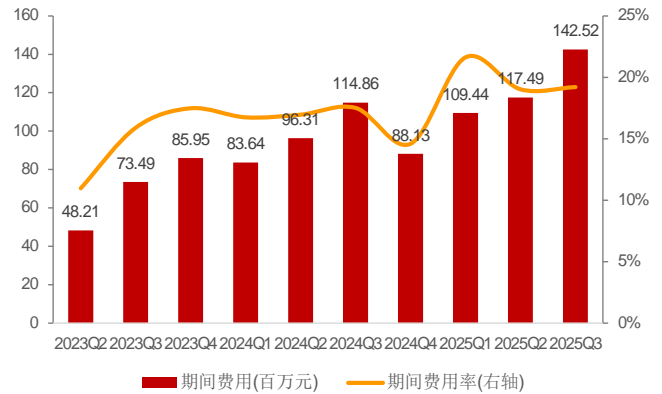
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 2025Q3 实现归母净利润-914 万元, 同比-268.3%


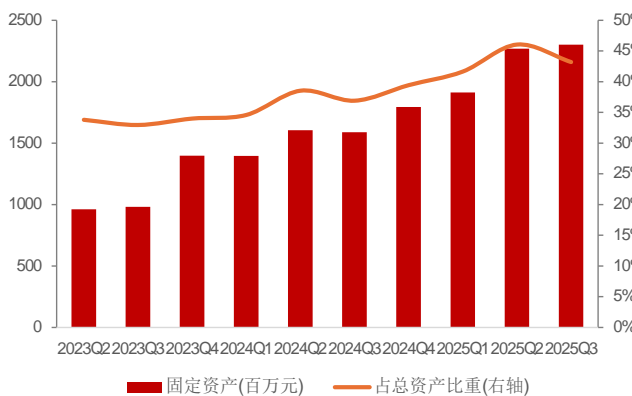
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 2025Q3 毛利率 17.2%, 净利率-2%


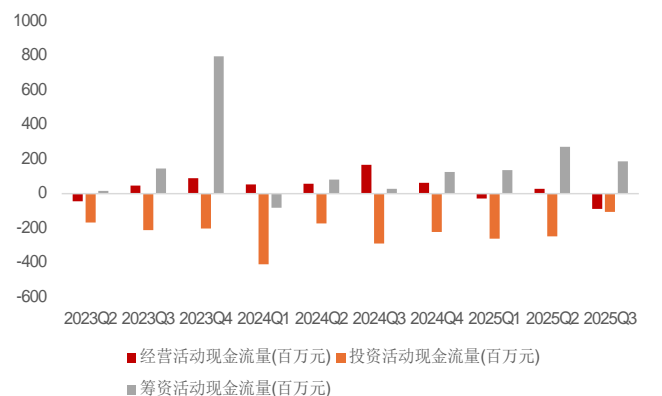
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 2025Q3 期间费用率 19.2%, 同比+1.7pp


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 2025Q3 固定资产 23 亿元, 较上年末增长+28.3%


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 前三季度筹资活动现金流量达 5.94 亿元


数据来源: Wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

1) 塑料制品：受益于泰国工厂产能爬坡至满产的产能释放效应，叠加国内餐饮茶饮需求回暖、高端产品放量及海外高毛利订单拓展的协同驱动，预计公司塑料制品 2025-2027 年营收增速分别为 7%、15%、15%；前期受原材料涨价、新厂折旧及价格竞争拖累触底后，随产能利用率提升摊薄成本、产品结构高端化推进逐步实现修复与稳步抬升，预计 2025-2027 年毛利率分别为 15%、18%、19%；

2) 生物全降解制品及其他制品：受益于国内外限塑政策持续加码带来的替代需求增长，叠加 3D 打印耗材业务规模化放量及泰国工厂产能释放的推动，预计公司生物全降解制品及其他制品 2025-2027 年营收增速分别为 12%、60%、45%，依托 PLA 改性技术降本优势、高端客户结构优化，叠加产能规模化摊薄成本及高毛利产品占比提升，预计 2025-2027 年毛利率分别为 13.4%、16%、17%。

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	2326.2	2518.2	3189.6	3981.2
	YoY	35.2%	8.3%	26.7%	24.8%
	营业成本	1916.3	2150.9	2636.3	3255.0
	毛利率	17.6%	14.6%	17.3%	18.2%
塑料制品	营业收入	1743.7	1865.7	2145.6	2467.4
	YoY	34.0%	7%	15%	15%
	营业成本	1411.8	1585.9	1759.4	1998.6
	毛利率	19.0%	15%	18%	19%
生物全降解制品及其他	营业收入	582.6	652.5	1044.0	1513.8
	YoY	38.7%	12%	60%	45%
	营业成本	504.5	565.1	877.0	1256.4
	毛利率	13.4%	13.4%	16%	17%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 25.2、31.9、39.8 亿元，归母净利润分别为 -0.75、1.8、2.7 亿元，EPS 分别为 -0.39、0.92、1.39 元。

我们选取金发科技、恒鑫生活、春光科技作为可比公司，三家公司 2026 年平均 PE 为 29x。金发科技是覆盖 PLA 等全品类可降解塑料的龙头企业，在生物基材料改性及下游应用领域技术壁垒深厚；恒鑫生活是专注于可降解餐饮具等一次性用品的制造商，与公司的核心产品赛道重合；春光科技是深耕塑料日用品研发生产的企业，在终端制品的渠道布局和规模化生产能力上具有相似性。考虑到公司泰国工厂产能稳步爬坡并逐步释放业绩弹性，3D 打印耗材业务成为新增长极，叠加国内外限塑政策红利持续释放，给予公司 2026 年 29xPE，对应目标价 26.68 元，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
600143.SH	金发科技	19.06	0.31	0.55	0.72	0.9	61	35	26	21
301501.SZ	恒鑫生活	44.34	2.87	1.69	2.01	2.38	15	26	22	19
603657.SH	春光科技	29.61	0.1	0.34	0.75	1.12	296	87	39	26
平均值							124	49	29	22
301193.SZ	家联科技	22.15	0.29	-0.39	0.92	1.39	76	NA	24	16

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

原材料价格上涨、下游消费需求不振、新业务拓展不及预期、市场竞争加剧等风险。

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	2326.24	2518.20	3189.56	3981.19	净利润	45.45	-57.51	131.75	199.09
营业成本	1916.33	2150.91	2636.32	3255.04	折旧与摊销	214.11	171.18	191.88	204.25
营业税金及附加	17.64	18.69	23.84	29.69	财务费用	45.16	39.81	37.24	34.74
销售费用	118.32	124.65	135.56	159.25	资产减值损失	-27.88	40.92	0.00	0.00
管理费用	149.09	208.43	228.10	268.13	经营营运资本变动	-22.94	27.43	6.72	3.64
财务费用	45.16	39.81	37.24	34.74	其他	85.12	-39.56	-1.29	17.51
资产减值损失	-27.88	40.92	0.00	0.00	经营活动现金流净额	339.03	182.27	366.29	459.23
投资收益	-0.87	-0.56	2.56	-0.64	资本支出	-541.38	-620.00	-300.00	-250.00
公允价值变动损益	0.00	0.01	0.02	0.02	其他	-553.01	-0.55	2.58	-0.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1094.39	-620.55	-297.42	-250.63
营业利润	53.09	-65.76	131.08	233.71	短期借款	-5.63	49.93	35.50	-58.59
其他非经营损益	-8.62	0.41	0.67	0.51	长期借款	348.10	500.00	0.00	0.00
利润总额	44.47	-65.35	131.75	234.22	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.98	-7.84	0.00	35.13	支付股利	0.00	0.00	0.00	-36.11
净利润	45.45	-57.51	131.75	199.09	其他	-189.94	-266.66	-37.24	-34.74
少数股东损益	-11.55	17.66	-48.79	-71.31	筹资活动现金流净额	152.53	283.27	-1.74	-129.44
归属母公司股东净利润	57.00	-75.17	180.54	270.40	现金流量净额	-590.21	-155.01	67.14	79.16
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	406.83	251.82	318.96	398.12	成长能力				
应收和预付款项	401.48	452.01	566.64	707.22	销售收入增长率	35.16%	8.25%	26.66%	24.82%
存货	447.89	509.42	634.76	779.34	营业利润增长率	147.82%	-223.88%	299.32%	78.30%
其他流动资产	87.37	94.58	119.79	149.52	净利润增长率	67.47%	-226.53%	329.09%	51.11%
长期股权投资	4.08	4.08	4.08	4.08	EBITDA 增长率	77.39%	-53.51%	148.03%	31.23%
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	2549.26	3047.56	3205.15	3300.37	毛利率	17.62%	14.59%	17.35%	18.24%
无形资产和开发支出	463.16	422.41	381.65	340.90	三费率	13.44%	14.81%	12.57%	11.61%
其他非流动资产	189.41	180.69	171.97	163.25	净利率	1.95%	-2.28%	4.13%	5.00%
资产总计	4549.48	4962.56	5403.01	5842.80	ROE	2.49%	-3.64%	7.69%	10.61%
短期借款	108.23	158.16	193.66	135.07	ROA	1.00%	-1.16%	2.44%	3.41%
应付和预收款项	910.05	1047.72	1288.23	1581.98	ROIC	3.89%	-0.69%	4.66%	6.08%
长期借款	785.63	1285.63	1285.63	1285.63	EBITDA/销售收入	13.43%	5.77%	11.29%	11.87%
其他负债	916.93	889.43	922.12	963.77	营运能力				
负债合计	2720.83	3380.94	3689.64	3966.46	总资产周转率	0.54	0.53	0.62	0.71
股本	192.00	195.18	195.18	195.18	固定资产周转率	1.46	1.23	1.35	1.60
资本公积	904.47	901.30	901.30	901.30	应收账款周转率	6.53	6.12	6.49	6.47
留存收益	444.81	369.64	550.18	784.47	存货周转率	4.43	4.38	4.56	4.58
归属母公司股东权益	1690.83	1426.14	1606.68	1840.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.28%	—	—	—
少数股东权益	137.82	155.48	106.69	35.38	资本结构				
股东权益合计	1828.65	1581.62	1713.37	1876.35	资产负债率	59.81%	68.13%	68.29%	67.89%
负债和股东权益合计	4549.48	4962.56	5403.01	5842.80	带息债务/总负债	54.65%	60.24%	56.17%	50.77%
					流动比率	1.13	0.97	0.99	1.05
					速动比率	0.75	0.59	0.61	0.65
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	13.35%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	312.37	145.22	360.20	472.70	每股收益	0.29	-0.39	0.92	1.39
PE	75.84	-57.51	23.95	15.99	每股净资产	8.66	7.31	8.23	9.43
PB	2.56	3.03	2.69	2.35	每股经营现金	1.74	0.93	1.88	2.35
PS	1.86	1.72	1.36	1.09	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.18
EV/EBITDA	16.86	41.36	16.59	12.35					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.84%					

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	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wywf@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.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
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
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	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
广深	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	lzh@swsc.com.cn
