



国内 PLA 市占第一，3D 打印拓宽增长极

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司聚乳酸(PLA)产品国内市场占有率多年稳居第一; 2) 全球 3D 打印市场规模持续增长, 2024 年全球 3D 打印市场规模 (包括产品和服务) 达 219 亿美元; 3) 产能逐步释放, 公司年产 15 万吨聚乳酸项目土建工程基本完成, 一期年产 7.5 万吨聚乳酸生产线设备已完成设备安装调试等工作。
- **公司是一家集聚乳酸(PLA)研发、生产、销售为一体的高新技术企业。**公司通过自主研发, 突破了关键原料丙交酯产业化生产这一“卡脖子”技术, 实现了聚乳酸树脂的国产化, 公司产品国内市场占有率多年稳居第一。纯聚乳酸贡献主要营收, 2025 年上半年公司纯聚乳酸营收 3.2 亿元, 占总营收的 78.5%, 改性聚乳酸营收 8366.5 万元, 占比 20.5%。
- **全球 3D 打印市场规模持续增长。**根据 Wohlers Associates 数据, 2024 年全球 3D 打印市场规模 (包括产品和服务) 达 219 亿美元, 较 2023 年增长 9.1%, 市场收入主要来自四大领域: 打印服务(101 亿美元)、设备销售及服务(60 亿美元)、材料供应(44 亿美元)和软件解决方案(14 亿美元)。近几年消费级 3D 打印快速发展, 3D 打印普及度有所上升, 带动 3D 打印线材需求上升, 灼识咨询预测消费级 3D 打印耗材增长迅猛, 预计 2029 年市场规模 (按 GMV 计) 增至 44 亿美元。
- **产能逐步释放, 有望受益于 3D 打印耗材需求增长。**全资子公司海诺尔 3 万吨/年聚乳酸生产线于 2020 年底投产, 2 万吨/年生产线于 2023 年 6 月投产, 当前公司年产 15 万吨聚乳酸项目土建工程基本完成, 一期年产 7.5 万吨聚乳酸生产线设备已完成设备安装调试、生产辅助楼以及仓库系统投入运行和配置岗位人员等工作。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 8.1、11.1、13.7 亿元, 归母净利润分别为 507 万元、4657 万元、7825 万元, EPS 分别为 0.03、0.23、0.39 元, 对应 PE 分别为 532、58、35X。我们选取 3D 打印耗材相关标的银禧科技、家联科技、有研粉材作为可比公司, 三家公司 2026 年平均 PE 为 47x。考虑到公司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, 首次覆盖, 给予“持有”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)	845.19	809.72	1109.31	1368.36
增长率	12.20%	-4.20%	37.00%	23.35%
归属母公司净利润(百万元)	35.50	5.07	46.57	78.25
增长率	-18.47%	-85.72%	818.40%	68.02%
每股收益 EPS(元)	0.18	0.03	0.23	0.39
净资产收益率 ROE	2.38%	0.34%	3.03%	4.88%
PE	76.0	532.4	58.0	34.5
PB	1.81	1.81	1.76	1.68

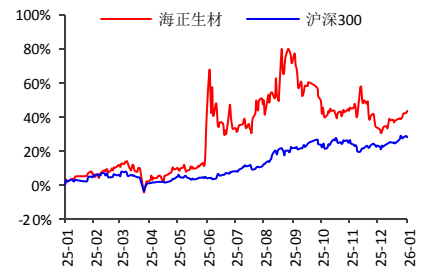
数据来源: Wind, 西南证券

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)	2.03
流通 A 股(亿股)	1.24
52 周内股价区间(元)	8.51-17.63
总市值(亿元)	27.00
总资产(亿元)	20.58
每股净资产(元)	7.27

相关研究

目 录

1 国内首家 PLA 商业化生产企业.....	1
2 3D 打印高景气延续，材料需求空间广阔.....	4
3 盈利端边际改善，经营现金流大幅向好.....	7
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 2025-11-11)	1
图 3: 聚乳酸应用领域	2
图 4: 公司 2025H1 主营业务收入情况.....	3
图 5: 公司 2025H1 主营业务毛利情况.....	3
图 6: 公司 2021 年以来营业收入及增速.....	4
图 7: 公司 2021 年以来净利润及增速	4
图 8: 3D 打印农场应用市场.....	4
图 9: 3D 打印市场规模及细分结构	5
图 10: 3D 打印市场规模预测(2025-2034).....	5
图 11: 全球消费级 3D 打印机出货量	6
图 12: 全球 3D 打印材料市场规模预测.....	6
图 13: 2025Q3 实现营收 2.13 亿元, 同比-6.6%.....	7
图 14: 2025Q3 实现归母净利润 172 万元, 同比-79.4%.....	7
图 15: 2025Q3 毛利率 12.9%, 环比+1.4pp	7
图 16: 2025Q3 期间费用率 19.9%, 同比+2.1pp.....	7
图 17: 2025Q3 资产负债率 28.4%, 较上年末+2.3pp.....	8
图 18: 2025Q1-Q3 经营现金流 3645.7 万元, 同比+332.43%.....	8

表 目 录

表 1: 公司纯聚乳酸产品的主要牌号.....	2
表 2: 公司改性聚乳酸产品的主要牌号.....	3
表 3: 分业务收入及毛利率	8
表 4: 可比公司估值.....	9
附表: 财务预测与估值	10

1 国内首家 PLA 商业化生产企业

浙江海正生物材料股份有限公司成立于 2004 年 8 月,是一家集聚乳酸(PLA)研发、生产、销售为一体的高新技术企业。公司通过自主研发,突破了关键原料丙交酯产业化生产这一“卡脖子”技术,实现了聚乳酸树脂的国产化,是国内第一家专业从事聚乳酸业务的上市公司。公司产品国内市场占有率多年稳居第一,与国外同行业公司相比,在核心技术和产品质量方面,公司与国际龙头企业总体上处于同一水平,部分指标领先于竞争对手,具有较高的市场知名度和品牌美誉度。

图 1: 公司发展历程



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

台州市椒江区国资控股, 中石化资本战略入股。截至 2025 年 11 月 11 日, 公司控股股东为浙江海正集团有限公司(持股 38.76%), 其由台州市椒江区国资平台控股, 公司最终控制人为台州市椒江区人民政府; 第二大股东为中国石化集团资本有限公司(持股 5.32%), 系上市前核心产业战略投资者, 属于产业资本战略布局, 助力聚乳酸产业链协同。

图 2: 公司股权结构 (截至 2025-11-11)



数据来源: Wind, 西南证券整理

公司的主要产品为树脂形态的聚乳酸，可以根据生产工艺分为纯聚乳酸和复合改性聚乳酸两大类型，按物理性能和机械性能方面的不同特性，又可细分为多种系列和牌号，以对应不同的下游产品或应用领域。

图 3：聚乳酸应用领域



数据来源：公司公告，西南证券整理

1) 纯聚乳酸：公司生产的纯聚乳酸是将乳酸分子通过“乳酸-丙交酯-纯聚乳酸”的“两步法”工艺进行聚合得到的高分子聚合物。纯聚乳酸既可以作为生产聚乳酸制品的原料直接销售给下游企业，也可以作为生产复合改性聚乳酸的基础原料，是公司最重要、凝聚了公司大部分核心技术的产品大类。

表 1：公司纯聚乳酸产品的主要牌号

序号	产品牌号	产品特点	下游产品或应用领域
1	REVODE110	具有熔点适中、熔体流动速率适中、高光泽度、高透明性、易配色、易印刷的特点；可用于挤出、吸塑、挤吹、注吹、吹膜、淋膜加工工艺	广泛应用于采用挤出和吸塑工艺加工的产品，包括低温食品接触包装材料、纤维类产品、以及吹膜、淋膜、拉伸膜产品等，也可作为 3D 打印材料或改性聚乳酸的基料
2	REVODE190	具有高熔点、熔体流动速率适中、优良的可纺性的特点，可用于挤出、吸塑、淋膜加工工艺	用于挤出、吸塑热成型产品，淋膜、拉伸膜产品，以及更低纤维收缩率和更高尺寸稳定性的纤维、无纺布产品
3	REVODE101	具有低熔点、熔体流动速率适中、高透明度的特点	作为吹膜改性共混基料，常用于对热封性能有较高要求的产品
4	REVODE201	具有低熔点、熔体流动速率较高、高透明度的特点	作为吹膜改性共混基料，常用于对透明度有较高要求的产品
5	REVODE210	具有熔点适中、熔体流动速率较高、透明度高的特点，主要用于注塑成型加工工艺	主要用于制作注塑成型产品及熔喷无纺布
6	REVODE290	具有高熔点、熔体流动速率较高、透明度高的特点，可用于注塑及注拉吹加工工艺	用于注塑透明产品或注拉吹产品，也可用于高耐热改性的基料
7	REVODE*	具有熔点适中、熔体流动速率高、光泽好等特点	主要用于 3D 打印改性基料，用于制造高速 3D 打印增材
8	REVODE161	具有熔点适中、透明度高、韧性好的特点	用于聚乳酸透明增韧、3D 打印和薄膜等产品

数据来源：公司公告，西南证券整理

2) 改性聚乳酸: 改性聚乳酸是以纯聚乳酸为基料, 通过添加其他材料改性而成, 以达到调整特定性能指标的目的。通过共混、共聚等方式对纯聚乳酸的改性, 能突破纯聚乳酸在化学和物理等方面的固有属性限制, 进一步开发和拓展其下游细分市场, 充分挖掘聚乳酸的发展潜力, 例如: 利用聚乳酸的食品接触安全性, 通过改性提高其耐热性, 将其作为制造餐具的材料; 利用聚乳酸的高光泽度, 通过改性提高其抗冲击和抗老化性, 将其作为制造家居产品的材料等。

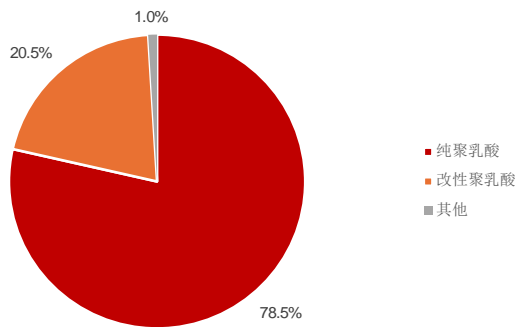
表 2: 公司改性聚乳酸产品的主要牌号

序号	产品牌号	产品特点	下游产品或应用领域
1	REVODE213	专为一次性耐热产品开发, 可配色性、光泽度及机械性能良好	主要用于一次性餐具领域
2	REVODE213 拓展系列	专为耐热家居产品领域开发, 该系列产品在耐热性、光泽度、抗冲击性、抗老化性等方面各有特点	主要用于耐热家居产品
3	REVODE721	具有较高的耐热性, 可用于挤出和吸塑加工工艺	主要应用于杯盖、餐盒等拉伸度较低, 生产速度较快的非透明耐高温吸塑制品
4	REVODE219C	专为饮料容器领域开发, 使产品具有更好的柔韧性或耐热性, 适用于挤吹和注吹加工工艺	主要用于奶瓶、运动水杯等制品
5	REVODE711 及其拓展系列	专为吸管挤出成型开发, 使吸管具备较好的柔韧性或耐热性	主要用于热饮吸管以及各种造型的冷饮吸管
6	REVODE195	专为 3D 打印材料领域设计, 产品流动性好、出丝稳定, 且具备良好的韧性和光泽性	主要用于 3D 打印材料
7	REVODE193	专为高速 3D 打印设计, 具有较好流动性和打印效果	主要用于高速 3D 打印领域
8	REVODE161/171	高韧性, 透明性	主要用于透明增韧应用领域

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

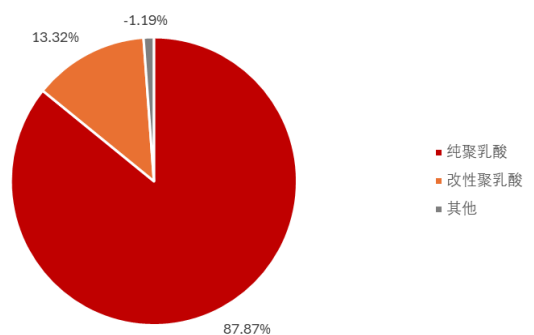
纯聚乳酸贡献主要营收及毛利。从产品构成来看, 2025 年上半年公司纯聚乳酸营收 3.2 亿元, 占总营收的 78.5%, 毛利率 11%, 贡献了主要毛利; 改性聚乳酸营收 8366.5 万元, 占比 20.5%, 毛利率 6.4%, 毛利贡献相对有限; 其他业务营收 390.77 万元, 占总营收不足 1%, 毛利率为 -12.29%, 处于亏损状态。

图 4: 公司 2025H1 主营业务收入情况



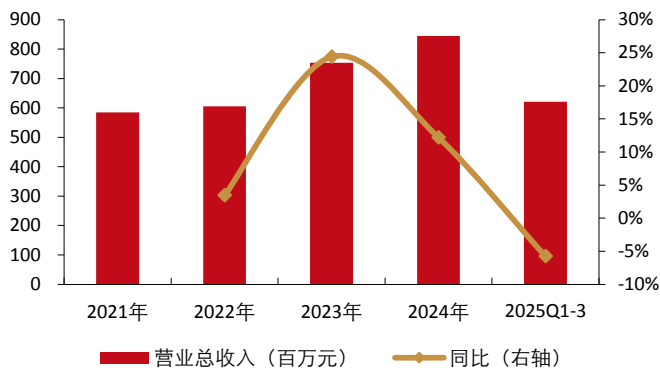
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 公司 2025H1 主营业务毛利情况

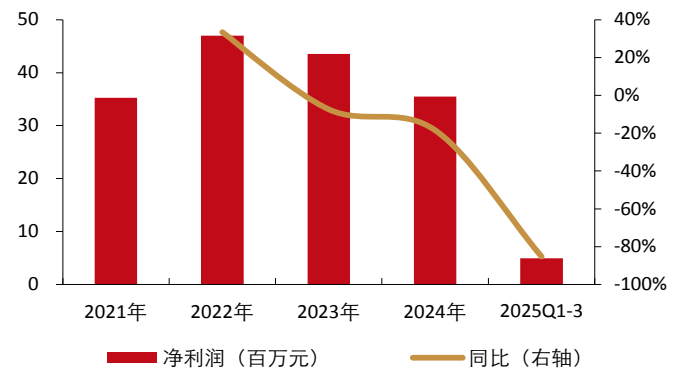


数据来源: Wind, 西南证券整理

净利润短期承压，新兴领域打开增长空间。2021年以来，公司依托聚乳酸行业龙头地位与“双碳”政策红利，营收实现稳健发展，2021-2024年营收从5.85亿元逐步增长至8.45亿元，核心得益于3D打印、挤片吸塑等新兴领域拓展与海内外市场协同发力。2024年，3D打印耗材领域同比增长185.67%，公司凭借对聚乳酸材料的持续创新，特别开发了REVOKE 161等专用树脂，成为推动产品升级的重要力量；2025H1，3D打印领域同比增长136%，随着行业的发展，展现出强劲的增长态势。净利润方面虽面临短期承压，2022-2024年净利润从4702万元调整至3550万元，2025年前三季度净利润为491万元，主要受行业竞争加剧、产品售价波动、出口物流费用增加及国际经贸政策变化等阶段性因素影响，但公司通过持续推进提质增效行动、加大研发投入、优化存货与应收账款管理等举措积极应对，随着新兴应用场景持续扩容与产能布局的深化，长期盈利改善与增长潜力值得期待。

图 6：公司 2021 年以来营业收入及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2021 年以来净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

2 3D 打印高景气延续，材料需求空间广阔

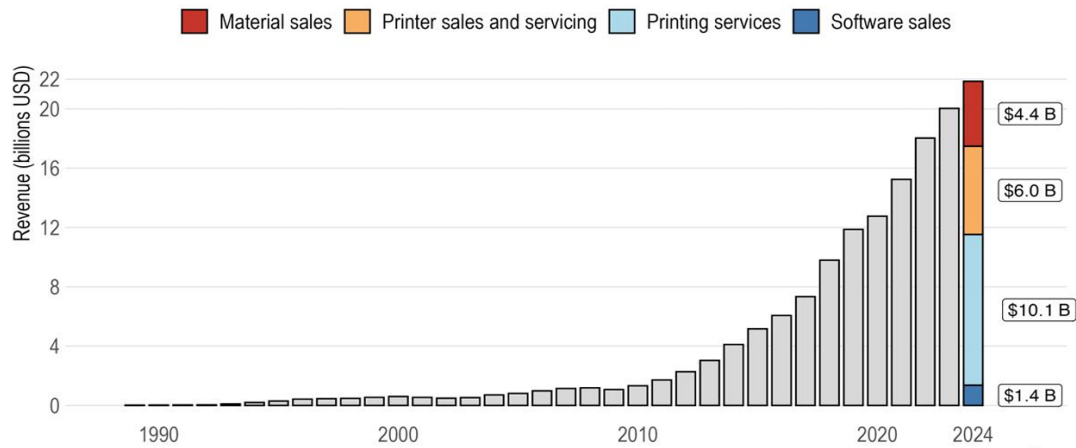
技术突破与行业应用。3D 打印技术，是以三维数字模型为基础，利用激光束、热熔喷嘴等方式将塑料线材、粉末和树脂等特定材料进行逐层累积，最终叠加成形，制造出与相应数字模型一致的三维物理实体的制造方法。相对于传统的减材制造方法，具有材料利用率高、快速响应、可高效成形更为复杂的结构等优点，尤其适合制造形状复杂、定制化、追求轻量化零件的快速制造。近年来，随着技术发展逐渐成熟、下游应用持续拓展，全球 3D 打印市场规模稳步提升。目前，3D 打印下游应用逐渐拓展，已覆盖航空航天、汽车工业、船舶制造、能源动力、轨道交通、电子工业、模具制造、医疗健康、文化创意、建筑等领域。

图 8：3D 打印农场应用市场


数据来源：聚臻 3D 打印研究院，西南证券整理

2024 市场规模突破 219 亿美元。根据 Wohlers Associates 数据，2024 年全球 3D 打印市场规模（包括产品和服务）达 219 亿美元，较 2023 年增长 9.1%，市场收入主要来自四大领域：打印服务(101 亿美元)、设备销售及服务(60 亿美元)、材料供应(44 亿美元)和软件解决方案(14 亿美元)。

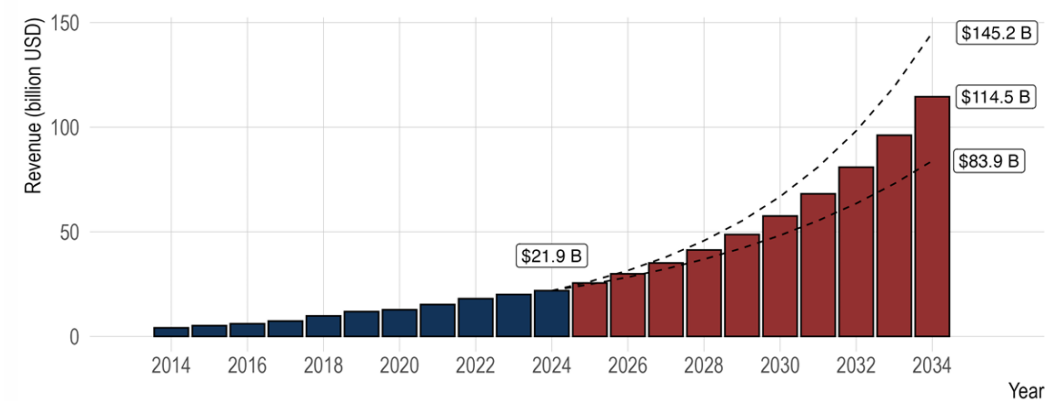
图 9：3D 打印市场规模及细分结构



数据来源：Wohlers Report 2025，西南证券整理

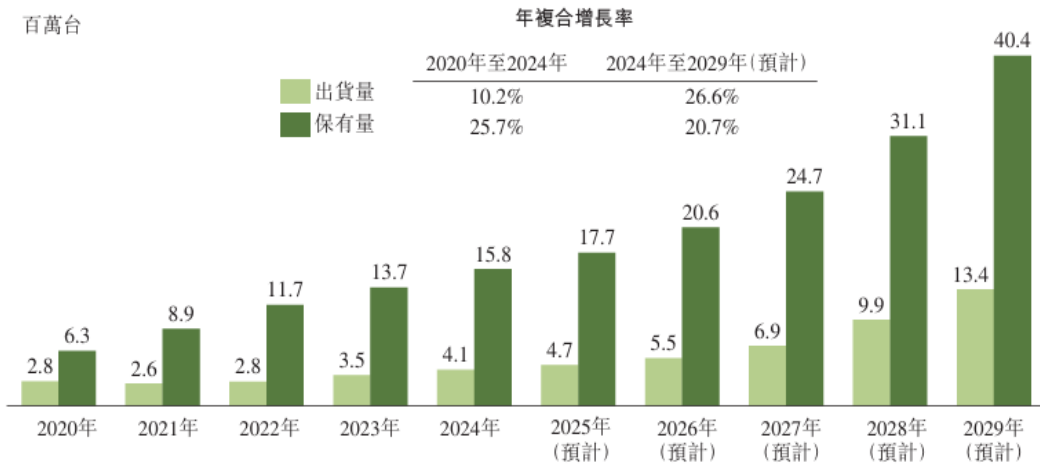
行业规模不断壮大。Wohlers Associates 预计到 2034 年全球增材制造市场规模将在 839 亿至 1452 亿美元区间浮动。其中下限预测（839 亿美元）基于市场成熟期的五年平均增长率；上限预测（1452 亿美元）则考量行业调整后的十年高速增长潜力；按 18% 的年均复合增长率计算，2034 年市场中值预计达 1145 亿美元。

图 10：3D 打印市场规模预测(2025-2034)



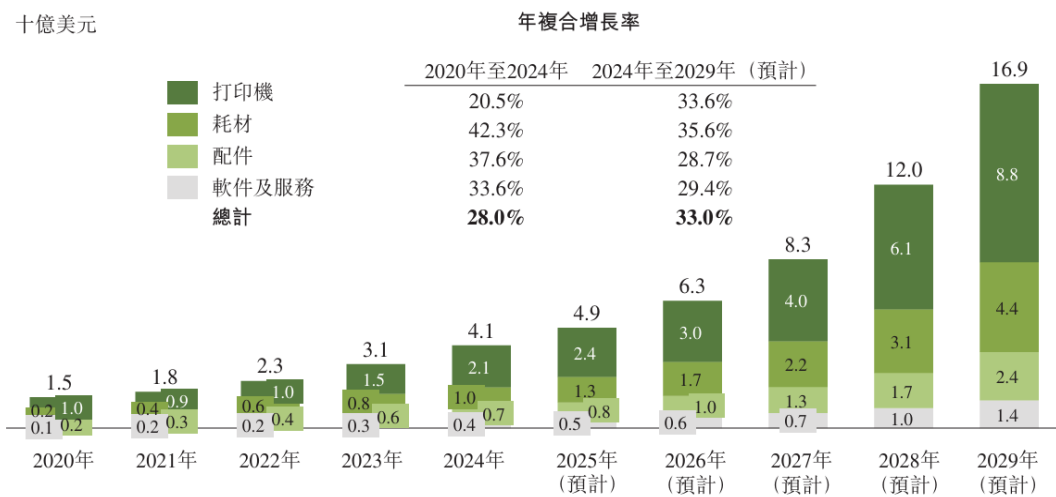
数据来源：Wohlers Report 2025，西南证券整理

3D 打印机出货量稳步上涨。随着生成式 AI 技术在 3D 设计领域的深入应用，3D 建模与打印操作的专业门槛被大幅降低，同时，打印精度、速度与稳定性的持续提升，以及适配材料的不断丰富，产品应用场景不断拓展，进一步释放了普通用户的使用潜力。作为行业中的核心硬件，消费级 3D 打印机 2024 年出货量达 410 万台，预计到 2029 年将增长至 1340 万台，年复合增长率为 26.6%。伴随用户渗透率的不断提升，消费级 3D 打印机的全球保有量稳步上涨——从 2024 年的 1580 万台增长至 2029 年预计的 4040 万台，年复合增长率为 20.7%。

图 11：全球消费级 3D 打印机出货量


数据来源：灼识咨询，创想三维招股说明书，西南证券整理

材料销售成为增长最快的领域。3D 打印材料是 3D 打印技术的重要物质基础，其材料基础性能在很大程度上决定了最终 3D 打印制品、零配件的综合性能。近几年消费级 3D 打印快速发展，3D 打印普及度有所上升，带动 3D 打印线材需求上升，根据灼识咨询的预测来看，消费级 3D 打印耗材增长迅猛，2024 年市场规模（按 GMV 计）为 10 亿美元，预计 2029 年增至 44 亿美元，期间年复合增长率（CAGR）为 35.6%。海外消费级 3D 打印应用落地时间早于国内，且创客文化浓厚，C 端产品实现规模化、创新化发展。随着我国高端制造业的升级发展、技术的发展和成本的下降，3D 打印技术将应用于更多下游领域中。目前，我国 3D 打印设备整体呈现产销两旺的趋势，3D 打印材料亦随之快速发展。

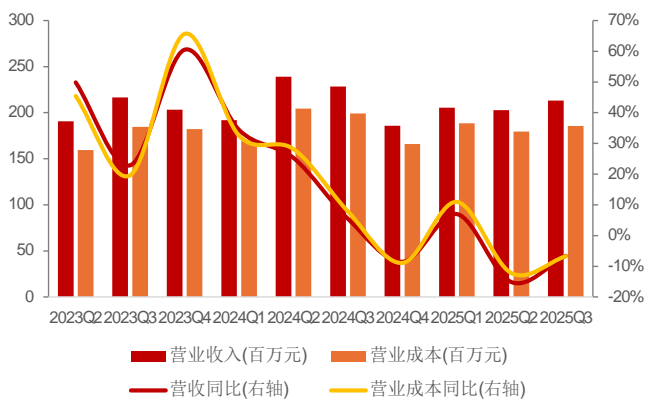
图 12：全球 3D 打印材料市场规模预测


数据来源：灼识咨询，创想三维招股说明书，西南证券整理

3 盈利端边际改善，经营现金流大幅向好

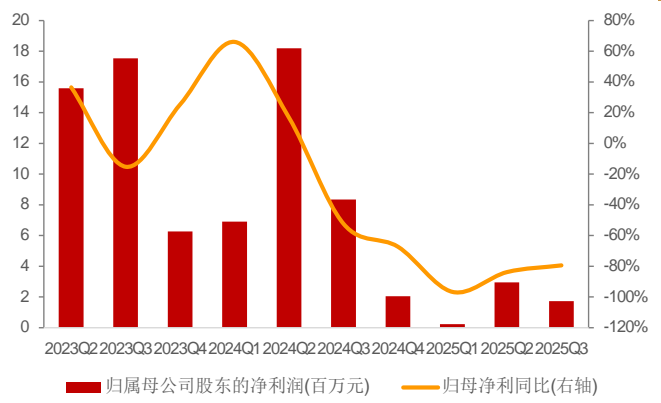
2025年前三季度，公司实现营业总收入 6.21 亿元，同比下降 5.74%，归母净利润 490.57 万元，同比下滑 85.34%；单季度看，2025 年 Q3 公司营收 2.13 亿元，同比下降 6.62%，归母净利润 172.42 万元，同比下降 79.36%，不过单季毛利率回升至 12.91%，同比微增 0.13pp、环比提升 1.38pp，盈利端呈现边际改善态势。经营活动现金流净额同比大增 332.43% 至 3645.7 万元，现金流健康度显著改善，为日常运营与项目推进提供坚实支撑；资产负债率维持在 28.44% 的较低水平，低于行业平均，偿债压力温和，财务结构稳健。尽管短期盈利面临行业性挑战，但公司核心经营逻辑持续优化，前三季度研发投入同比增长 4.91%，研发占比提升至 3.78%，3D 打印专用聚乳酸材料等高端产品需求爆发，相关领域消耗量同比大幅增长，产品结构升级成效初显；同时年产 15 万吨聚乳酸项目（一期）预计于 2025 年底竣工，新增产能将进一步释放规模效应，叠加境内市场销量稳步增长、全球化合规认证布局完善，为长期盈利能力提升奠定基础。

图 13：2025Q3 实现营收 2.13 亿元，同比-6.6%



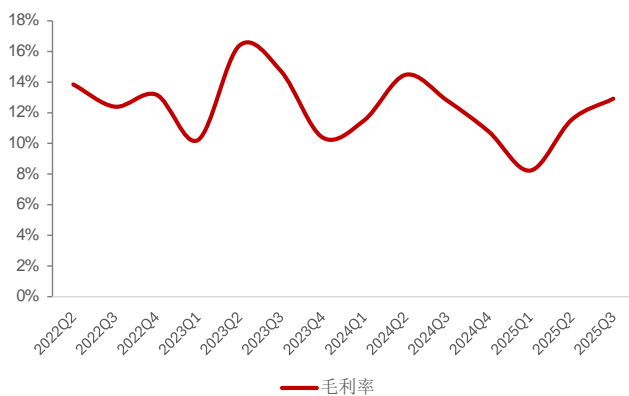
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：2025Q3 实现归母净利润 172 万元，同比-79.4%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：2025Q3 毛利率 12.9%，环比+1.4pp

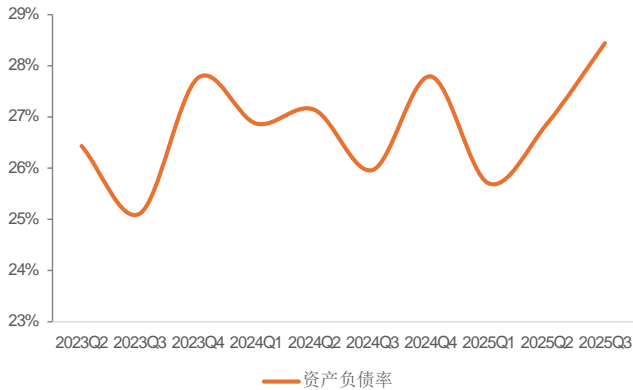


数据来源：Wind，西南证券整理

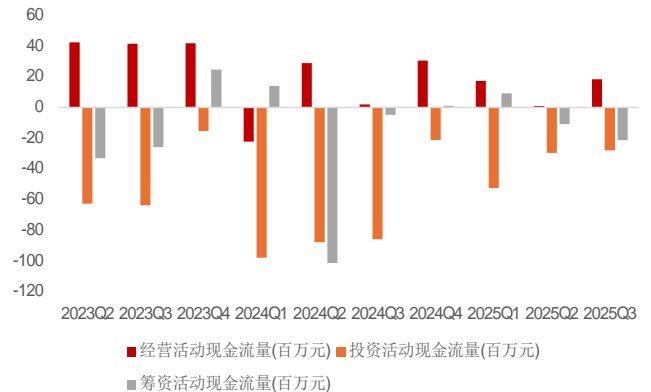
图 16：2025Q3 期间费用率 19.9%，同比+2.1pp



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17: 2025Q3 资产负债率 28.4%，较上年末+2.3pp


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 2025Q1-Q3 经营现金流 3645.7 万元，同比+332.43%


数据来源: Wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

1) 产量: 公司年产 15 万吨聚乳酸项目土建工程基本完成, 一期年产 7.5 万吨聚乳酸生产线设备已完成设备安装调试、生产辅助楼以及仓库系统投入运行和配置岗位人员等工作, 考虑产能爬坡, 我们预计 2025-2027 年公司整体产品销量同比+1.4%、+30%、+20%;

2) 价格: 我们预计随着消费级 3D 打印市场的快速增长, 相应的 PLA 耗材需求将得到较好的释放, 全球 PLA 产能利用上涨的大背景下, PLA 相关价格有望触底回升, 我们预计公司纯聚乳酸单位售价同比-6%、+6%、+3%; 复合改性聚乳酸单位售价同比-5%、+5%、+3%;

3) 综合量价, 我们预计公司纯聚乳酸收入同比-1.3%、+37.8%、+23.6%, 毛利率为 10.9%、13.4%、14.2%; 我们预计公司复合改性聚乳酸收入同比-14.5%、+36.5%、+23.6%, 毛利率为 7.7%、9.9%、10.8%。

表 3: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
纯聚乳酸	收入	646.9	638.5	879.8	1087.4
	增速	19.0%	-1.3%	37.8%	23.6%
	成本	558.8	569.2	762.1	932.8
	毛利率	13.6%	10.9%	13.4%	14.2%
复合改性聚乳酸	收入	186.7	159.6	217.8	269.3
	增速	-4.9%	-14.5%	36.5%	23.6%
	成本	168.7	147.3	196.3	240.2
	毛利率	9.6%	7.7%	9.9%	10.8%
其他	收入	11.7	11.7	11.7	11.7
	增速	-13.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	11.8	11.8	11.7	11.7
	毛利率	-1.2%	-1.2%	0.0%	0.0%

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	收入	845.2	809.7	1109.3	1368.4
	增速	12.2%	-4.2%	37.0%	23.4%
	毛利率	12.5%	10.1%	12.6%	13.4%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 8.1、11.1、13.7 亿元，归母净利润分别为 507 万元、4657 万元、7825 万元，EPS 分别为 0.03、0.23、0.39 元，对应 PE 分别为 532、58、35X。我们选取 3D 打印耗材相关标的银禧科技、家联科技、有研粉材作为可比公司，三家公司 2026 年平均 PE 为 47x。考虑到公司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，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 4：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
300221.SZ	银禧科技	11.41	0.11	0.24	0.25	0.27	104	48	46	42
301193.SZ	家联科技	22.79	0.30	-0.32	0.88	1.38	76	-	26	17
688456.SH	有研粉材	64.05	0.57	0.72	0.94	1.20	112	89	68	53
平均值							97	68	47	37

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	845.19	809.72	1109.31	1368.36	净利润	35.50	5.07	46.57	78.25
营业成本	739.34	728.25	970.03	1184.71	折旧与摊销	64.71	32.23	51.12	62.44
营业税金及附加	4.11	3.46	5.06	6.04	财务费用	-6.67	2.94	3.09	2.25
销售费用	5.11	5.33	6.95	8.62	资产减值损失	-3.56	0.00	0.00	0.00
管理费用	27.35	56.68	65.45	68.42	经营营运资本变动	-26.72	-5.28	3.86	1.92
财务费用	-6.67	2.94	3.09	2.25	其他	-24.43	-3.06	0.67	0.53
资产减值损失	-3.56	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	38.84	31.90	105.31	145.39
投资收益	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	资本支出	224.16	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.50	0.50	0.50	其他	-517.34	0.44	0.44	0.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-293.18	-49.56	-49.56	-49.56
营业利润	48.33	13.50	59.16	98.75	短期借款	19.14	69.21	14.87	45.26
其他非经营损益	-1.14	-0.82	-0.95	-0.94	长期借款	-40.75	0.00	0.00	0.00
利润总额	47.19	12.68	58.22	97.81	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.68	7.61	11.64	19.56	支付股利	-12.09	-7.10	-1.01	-9.31
净利润	35.50	5.07	46.57	78.25	其他	-57.61	-72.04	-3.09	-2.25
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-91.31	-9.93	10.77	33.70
归属母公司股东净利润	35.50	5.07	46.57	78.25	现金流量净额	-343.53	-27.59	66.51	129.52
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	515.73	488.14	554.66	684.18	成长能力				
应收和预付款项	71.87	52.91	77.44	96.57	销售收入增长率	12.20%	-4.20%	37.00%	23.35%
存货	160.52	159.78	213.30	260.73	营业利润增长率	-10.89%	-72.06%	338.20%	66.92%
其他流动资产	59.89	53.03	72.65	89.62	净利润增长率	-18.45%	-85.72%	818.40%	68.02%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	13.44%	-54.25%	132.96%	44.17%
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	588.44	609.07	610.80	601.21	毛利率	12.52%	10.06%	12.56%	13.42%
无形资产和开发支出	75.58	72.73	69.87	67.02	三费率	3.05%	8.02%	6.80%	5.79%
其他非流动资产	593.58	593.58	593.58	593.58	净利率	4.20%	0.63%	4.20%	5.72%
资产总计	2065.61	2029.24	2192.30	2392.90	ROE	2.38%	0.34%	3.03%	4.88%
短期借款	93.54	162.75	177.62	222.88	ROA	1.72%	0.25%	2.12%	3.27%
应付和预收款项	299.74	274.93	374.43	458.06	ROIC	2.90%	0.65%	4.61%	6.68%
长期借款	33.24	33.24	33.24	33.24	EBITDA/销售收入	12.58%	6.01%	10.22%	11.94%
其他负债	147.53	68.79	71.92	74.70	营运能力				
负债合计	574.05	539.71	657.21	788.88	总资产周转率	0.41	0.40	0.53	0.60
股本	202.68	202.68	202.68	202.68	固定资产周转率	2.74	5.59	3.10	3.01
资本公积	1209.29	1209.29	1209.29	1209.29	应收账款周转率	20.33	17.01	23.05	21.00
留存收益	88.59	86.56	132.12	201.06	存货周转率	4.77	4.47	5.15	4.95
归属母公司股东权益	1491.56	1489.53	1535.08	1604.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.37%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1491.56	1489.53	1535.08	1604.02	资产负债率	27.79%	26.60%	29.98%	32.97%
负债和股东权益合计	2065.61	2029.24	2192.30	2392.90	带息债务/总负债	22.09%	36.31%	32.08%	32.47%
					流动比率	1.68	1.69	1.63	1.62
					速动比率	1.34	1.33	1.25	1.25
					股利支付率	34.04%	140.03%	2.18%	11.90%
					每股指标				
					每股收益	0.18	0.03	0.23	0.39
					每股净资产	7.36	7.35	7.57	7.91
					每股经营现金	0.19	0.16	0.52	0.72
					每股股利	0.06	0.04	0.01	0.05
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	106.37	48.67	113.38	163.45					
PE	76.04	532.37	57.97	34.50					
PB	1.81	1.81	1.76	1.68					
PS	3.19	3.33	2.43	1.97					
EV/EBITDA	16.79	37.27	15.54	10.27					
股息率	0.45%	0.26%	0.04%	0.35%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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.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

	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
