

全域渠道放量，品牌溢价驱动盈利增长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年度报告。2025 年，公司实现营业收入 6.0 亿元，同比增加 16.4%；实现归母净利润 3866.1 万元，同比增加 37.8%；实现扣非归母净利润 4068.0 万元，同比增加 68.5%。2025 年四季度单季，公司实现营业收入 2.0 亿元，同比增加 10.7%；实现归母净利润 1550.5 万元，同比增加 16.6%。
- **全域渠道战略落地成效显著，线上线下协同驱动收入快速增长。** 公司构建线上线下融合、境内外联动的立体化渠道体系，全渠道打通消费场景、强化品牌运营效率。线下采用“直营旗舰+企业定制”双轨模式，叠加数字化引流，依托抖音本地生活、百度、高德等 LBS 工具精准触达客群，并通过小红书内容种草、视频号矩阵及快闪店培育私域流量，门店融入丝绸文化体验以提升转化，2025 年线下收入 2.6 亿元，同比增长 44.2%；线上以全域内容生态为核心，搭建平台电商、内容营销、直播电商协同体系，深耕天猫、京东等传统平台，依托小红书、抖音打造丝绸生活美学传播矩阵，形成“内容种草-直播转化”闭环，跨境业务以亚马逊+独立站为核心，通过 TikTok、Instagram 开展文化渗透，提升海外品牌认知，2025 年线上收入 3.3 亿元，同比增长 29.5%，其中货架电商同比增长 1.5%，直播电商同比增长 93.8%，跨境电商同比增长 31.2%，直播电商已成为线上增长核心引擎。
- **品牌升级战略驱动产品与价值双提升，构建全场景全周期产品生态。** 公司 2025 年以品牌升级为核心抓手，持续强化品牌势能构建；产品端依托核心品类优势，突破性拓展居家、办公、车载、出行四大全场景布局，有效覆盖消费者多元化、个性化需求，打破传统蚕丝制品场景边界。同时聚焦产品社交属性+文化属性双轮驱动，围绕深化文化内涵、提升社交价值、优化功能体验三大方向推进研发，构建形成以专业蚕丝被为核心、跨界联名作为溢价载体、国潮设计为破圈引擎、母婴专线为增量赛道的全周期、全场景产品生态体系，实现品类延伸与价值升级的双向赋能。战略落地有效提升品牌溢价能力，带动整体毛利率同比提升 2.80 个百分点至 43.2%，其中文创属性较强的丝绸饰品类产品毛利率达 58.8%，凸显高附加值产品的盈利弹性。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 50.5/61.0/73.0 百万元，对应 EPS 为 0.73/0.88/1.06 元，对应 PE 为 27/22/18 倍。公司作为新国货丝绸第一股，依托全渠道布局与文化 IP 赋能，正持续释放成长动能。渠道端，公司构建线上线下融合、境内外联动的立体化渠道体系，线上渠道实现高速增长；品牌端，公司以“非遗技艺+国潮文化”为差异化路径，持续深化与博物馆等文化 IP 的跨界合作，打造了系列兼具文化内涵与社交属性的文创产品，有效提升品牌声量与溢价能力。随着渠道运营效率提升与高附加值产品矩阵扩容，公司业绩有望保持稳健增长态势。太湖雪业务有别于传统家纺企业，A 股没有完全对标业务的公司，且处于北交所市场，市场估值较主板更高，给予“持有”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险、线下销售渠道地域集中风险、原材料价格波动风险、存货余额较大风险、汇率波动风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	600.07	711.19	832.34	966.18
增长率	16.37%	18.52%	17.03%	16.08%
归属母公司净利润(百万元)	38.66	50.45	61.02	72.97
增长率	37.80%	30.48%	20.96%	19.58%
每股收益 EPS(元)	0.56	0.73	0.88	1.06
净资产收益率 ROE	10.74%	12.83%	14.24%	15.57%
PE	35	27	22	18
PB	3.73	3.43	3.14	2.87

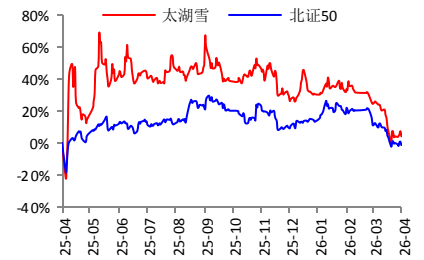
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 潘妍洁
执业证号: S1250525100002
电话: 023-65796461
邮箱: panyj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: iFinD

基础数据

总股本(万股)	6911.42
流通 A 股(万股)	3118.54
52 周内股价区间(元)	18.64-36.46
总市值(亿元)	13.39
总资产(亿元)	5.29
每股净资产(元)	5.19

相关研究

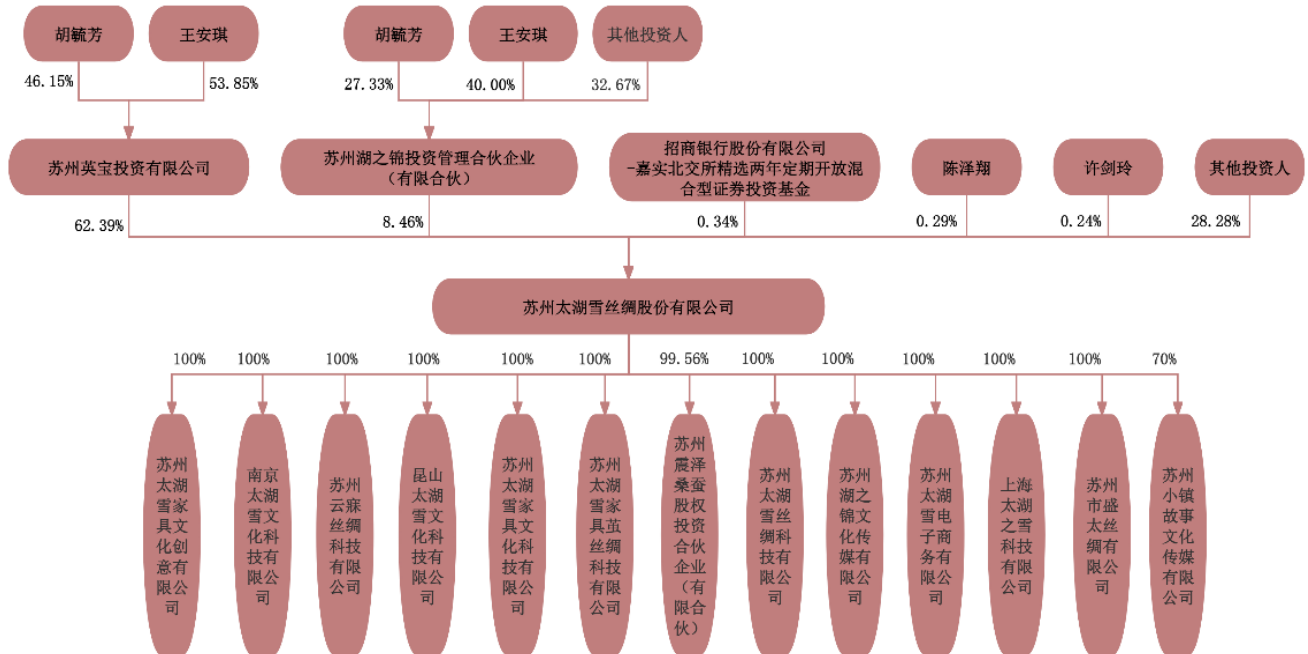
1 新国货丝绸领导品牌，2025 年业绩高增

新国货丝绸领导品牌，江苏省专精特新“小巨人”。公司成立于 2006 年，是一家以研发设计、生产制造、品牌运营及渠道建设为核心业务的丝绸企业。公司深度承袭苏州丝绸文化精髓，致力于打造兼具传统美学与现代品质的新国货丝绸领导品牌。历经十余年精耕细作，现已构建起涵盖蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰、跨界联名五大品类的完整产品体系，市场地位持续巩固、稳居行业前沿。公司聚焦产业链高附加值环节，依托“微笑曲线”理论，持续强化研发创新能力与品牌溢价能力，筑牢核心竞争优势。公司曾被授予“高新技术企业”、“国家级服务型制造示范单位”、“国家文化产业示范基地”、“江苏省专精特新中小企业”等多项荣誉称号，连续 7 年（2019-2025 年）稳居蚕丝被专营品牌全国销量第一。

1.1 董事长及其家人为实际控制人，股权相对集中

股权结构集中，实控人董事长母女持股 68.1%。截至 2025 年 12 月 31 日，公司董事长兼总经理胡毓芳女士、董事兼副总经理王安琪女士通过英宝投资、湖之锦投资公司间接持有公司股份，分别占公司股份总额的 31.1%、37.0%，两人为母女关系，母女二人合计持有公司 68.1% 股份，是公司的实际控制人。董事长胡毓芳女士荣获全国劳动模范、全国三八红旗手、纺织工业部劳动模范、教育部科技进步二等奖、中国女企业家协会“杰出创业女性”、苏州市优秀民营企业企业家等荣誉称号。

图 1：公司股权结构（截至 2025 年 12 月 31 日）



数据来源：Wind, 西南证券整理

1.2 聚焦大单品引领模式，构建多元化创新产品矩阵

大单品引领多元化创新产品矩阵构建。公司以“蚕丝被，就选太湖雪”为核心品牌战略，聚焦大单品引领模式，构建多元化创新产品矩阵，以蚕丝被品类为行业技术标杆，通过四大设计创新策略——面料革新、工艺精进、花型创新、联名合作，全方位强化产品独特性，提升市场核心吸引力，精准匹配消费者对高品质蚕丝制品的核心需求。目前公司产品已涵盖蚕丝被、床品套件、丝绸饰品、丝绸服饰及跨界联名五大系列。

表 1：公司主要产品

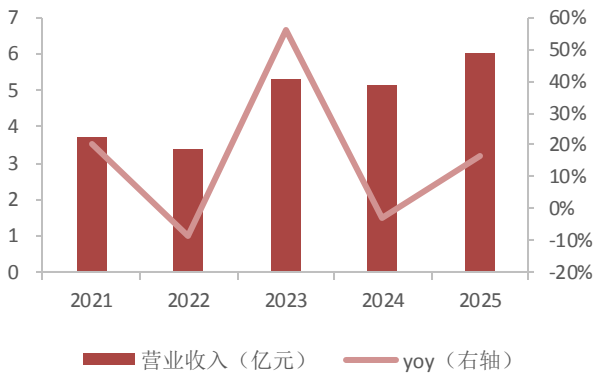
产品系列	图示	产品说明
蚕丝被		太湖雪蚕丝被精选 100%桑蚕长丝纤维 作为填充芯材，该纤维是 动物蛋白中唯一的天然长纤维 ，自带贴身随形、卓越调温、亲肤柔顺、高效导湿四大天然优势， 从源头保障舒适睡眠体验 。产品线 全面覆盖全场景温控需求 ，涵盖春秋被、夏凉被、冬暖被及可自由组合的母子被等多元品类，精准匹配不同季节、不同睡眠环境的差异化需求，适配各类消费人群。面料系统突破传统工艺局限，在提花、印花等经典工艺基础上， 创新融入抗菌抗敏与香氛微胶囊释放等后整理技术 ，多重防护协同构筑高效健康睡眠生态，引领寝具消费品质升级，传递舒适健康的睡眠理念。
床品套件		太湖雪床品套件 深度融合丝绸艺术与功能科技 ，将东方美学与实用需求完美结合，打造高端舒适的睡眠体验。太湖雪床品套件涵盖真丝、全棉两大系列，精准匹配不同睡眠场景需求。其中真丝套件甄选 100%桑蚕长丝 填充，作为动物蛋白中的天然长纤维， 自带贴身随形、亲肤舒适、温湿调节三大核心优势 ，富含 18 种人体必需氨基酸，贴合人体皮肤肌理，带来“第二肌肤”般的极致触感。设计层面 萃取苏州园林、水乡风情等江南文化符号 ， 创新运用苏绣非遗技法 ，通过盘金、打籽等工艺呈现浮雕式立体纹样，兼具艺术鉴赏与健康防护功能。同时融入抗菌、香氛缓释等后整理技术，搭配全场景产品线，既坚守传统丝绸文化底蕴，又通过产学研协同创新，实现艺术与功能的双重升级， 重新定义新国货床品的品质标准与价值维度 。
丝绸饰品		在国货复兴浪潮中，太湖雪丝绸饰品以 锐意创新回应大众文化自信觉醒 ，立足 苏作工艺底蕴与江南美学基因 ，打造兼具文化内涵与市场竞争力的产品矩阵。设计团队深度解构传统丝绸纹样与色彩体系，聚焦 非遗元素时尚化转译、东方意境当代化表达 两大核心方向，精准契合 年轻化审美、个性化标签、轻奢化品质 的市场需求，打破传统丝绸饰品的刻板印象。每一件丝绸饰品不仅是点缀穿搭的精致配饰，更承载着苏作工艺的匠心精神与江南美学的独特底蕴，以细腻“ 丝线叙事 ”为载体，搭建起与消费者的深度文化共鸣，让传统丝绸文化在当代生活中焕发新生，彰显新国货丝绸饰品的独特魅力。
丝绸服饰		太湖雪丝绸服饰系列以 革新设计为核心 ， 重构现代家居穿着新范式 ，精准契合当代人对舒适与美的双重需求。产品甄选高规格桑蚕丝面料，自带天然亲肤透气特质，搭配人体工学立体剪裁技术，在保障极致贴合度的同时，实现全天候舒适陪伴，兼顾柔软质感与穿着便捷性。该系列突破传统家居服的场景局限，采用模块化设计，可轻松实现卧室休憩、客厅会客、社区轻社交的无缝切换，无需频繁换装，高效适配多元生活场景，传递“ 无界生活美学 ”，彰显新国货丝绸服饰的品质与匠心，兼顾实用性与审美性。
跨界联名		公司依托丝绸研发领先优势，深化与 苏州博物馆、苏州丝绸博物馆、苏州织造署、上海博物馆、广州博物馆 等文博机构及 拙政园、周庄古镇 等文旅地标的跨界合作，同步联动 艺术家王敬贤及影视 IP 资源 ，构建多元文化共创生态，通过 个性化、定制化的联名精品开发 ，将 苏州文化元素与文化资源创新融入产品设计 ，既满足市场文化消费需求，又有效提升品牌文化内涵， 助力苏州丝绸文化传播与品牌差异化发展 。

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 2025 年营收利润双增，线上渠道同比增长 29.5%

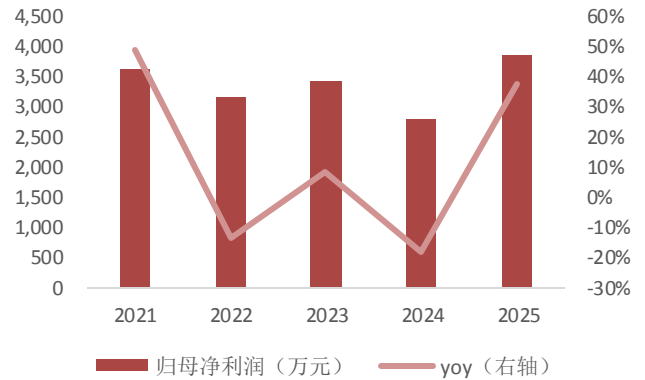
公司营收与归母净利润整体呈增长趋势，归母净利润增速高于营收增速。2023-2025 年公司分别实现营业收入 5.3/5.2/6.0 亿元，同比+56.1%/-3.0%/+16.4%。2025 年收入重回增长趋势，主要系公司推进品牌重塑升级与渠道创新变革，线上渠道实现突破：直播电商收入同比增长 93.8%，跨境电商同比增长 31.2%，带动线上主营业务收入同比增长 29.5%。同期归母净利润分别为 3434.6/2805.5/3866.1 万元，同比+8.6%/-18.3%/+37.8%。2025 年净利增速跑赢营收，核心驱动为盈利能力持续改善：公司构建形成以专业蚕丝被为核心、跨界联名溢价为载体、国潮设计为破圈引擎、母婴专线为增量赛道的全周期、全场景产品生态体系，实现品类延伸与价值升级的双向赋能，品牌溢价能力提升，综合毛利率提升 2.8pp 至 43.2%。高毛利文创产品及新兴渠道快速放量，叠加费用管控优化，盈利弹性增强。

图 2：营业收入及增速



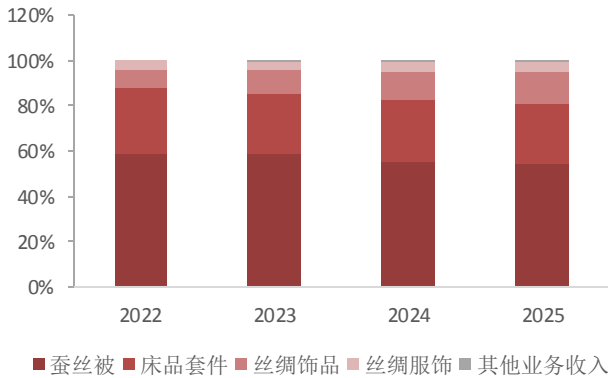
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 3：归母净利润及增速

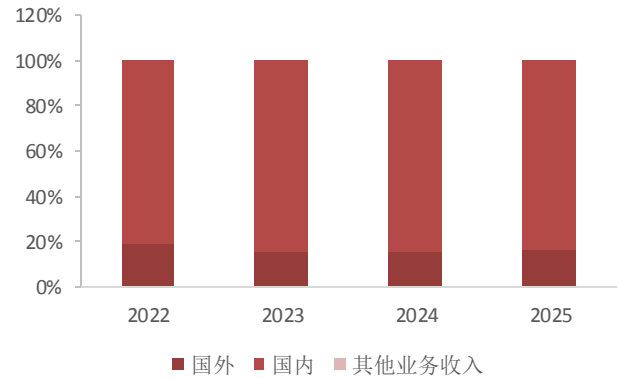


数据来源：Wind, 西南证券整理

核心大单品蚕丝被稳健增长筑牢基本盘，高附加值丝绸饰品快速放量打开增长空间。分产品维度看，蚕丝被作为公司核心支柱品类，2021-2025 年营收占比持续维持 50% 以上，2025 年实现收入约 3.3 亿元，占比进一步提升至 54.2%，同比增长 14.7%，毛利率较 2024 年底增加 3.9pp 至 38.8%，凭借稳定的市场认可度与消费粘性，成为公司业绩增长的核心压舱石。在核心品类优势巩固基础上，公司积极推进产品战略升级：一方面突破性拓展“居家、办公、车载、出行”四大全场景布局，深度覆盖消费者多元化、个性化使用需求，有效打破传统蚕丝制品的场景局限；另一方面聚焦“社交属性+文化属性”双重赋能，围绕“深化文化内涵、提升社交价值、优化功能体验”三大方向持续迭代产品研发，构建起“专业蚕丝被为核心基石、跨界联名溢价为载体、国潮设计为破圈引擎、母婴专线为增量赛道”的全周期、全场景产品生态体系，实现品类延伸与价值升级双向驱动。高附加值赛道表现亮眼，2025 年丝绸饰品实现收入 8463.0 万元，同比增长 28.2%，毛利率达到 58.7%，高于整体盈利水平，成为拉动公司收入结构优化与盈利弹性提升的重要增长点。

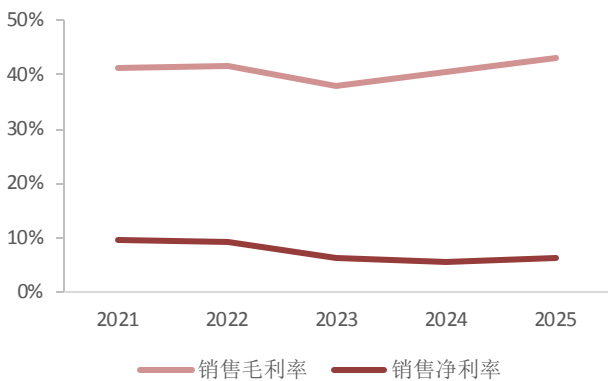
图 4：公司主营业务收入按产品分类情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

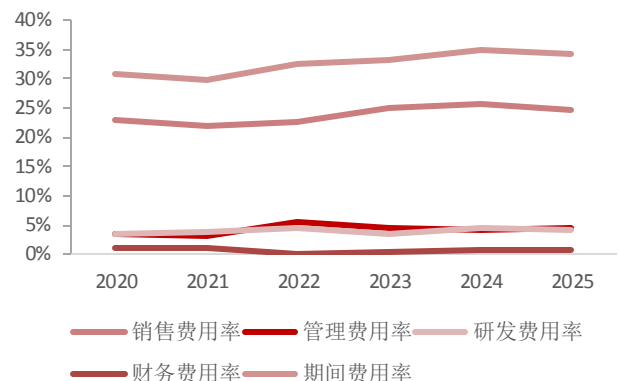
图 5：公司主营业务收入按区域拆分情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

毛利率稳步提升，研发投入夯实长期竞争力。毛利率方面，2023-2025 年毛利率分别为 37.9%、40.4%、43.2%，得益于公司品牌溢价能力提升，毛利率持续优化。费用率方面，2025 年管理费用较上期增加 28.4%，主要系 2024 年 10 月公司实施员工持股计划，2025 年期间计入管理费用的股份支付费用较上期增加 372.1 万元所致。同时，受益于营收高增长摊薄费用，期间费用率回落至 34.1%，较 2024 年小幅下降 0.9pp。研发端，公司重视技术创新，围绕“深化文化内涵、提升社交价值、优化功能体验”三大核心方向推进产品研发，2025 年研发费用达到 2534.7 万元，同比增长 11.7%，截止 2025 年 12 月 31 日，公司累计获授权发明专利 12 件，实用新型专利 94 件、著作权 2585 件。

图 6：公司毛利率及净利率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：公司期间费用率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：蚕丝被与床品套件为公司核心产品，其中蚕丝被为核心大单品。回顾历史，2024 年受消费需求偏弱影响，可选消费整体承压，蚕丝被收入同比下滑；2025 年随着品牌与渠道策略推进，核心品类已重回增长轨道。展望 2026-2028 年，公司将继续贯彻“稳健发展、提质增效”的经营方针，线下聚焦核心区域市场打造品牌旗舰体验店，线上持续优化内容运营与海外社媒矩阵，通过品牌势能提升、产品矩阵丰富与渠道效率优化，推动核心品类实现稳健增长。公司生产模式分为自主生产模式、委外加工模式和外包模式，产能约束较弱，具备快速响应市场需求的能力。我们预测 2026-2028 年，公司蚕丝被业务收入同比增速分别为 20.0%/17.0%/15.0%，毛利率分别为 38.0%/38.0%/38.0%；公司床品套件业务收入同比增速分别为 12.0%/12.0%/12.0%，毛利率分别为 43.0%/43.0%/43.0%。

假设 2：在巩固核心品类优势的基础上，公司持续加大丝绸饰品、丝绸服饰等高附加值品类的推广力度，打造第二成长曲线。2025 年高毛利业务已呈现出一定增长弹性，我们预计随着产品结构升级与品牌溢价能力提升，未来三年仍将保持快于主业的增速，同时维持较高的盈利水平。我们预测 2026-2028 年，公司丝绸饰品收入同比增速分别为 25.0%/25.0%/25.0%，毛利率分别为 58.0%/58.0%/58.0%；公司丝绸服饰收入同比增速分别为 20.0%/20.0%/20.0%，毛利率分别为 48.0%/48.0%/48.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入及成本如下表：

表 2：分产品收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
蚕丝被	收入	325.3	390.4	456.7	525.2
	增速	14.7%	20.0%	17.0%	15.0%
	成本	199.1	242.0	283.2	325.7
	毛利率	38.8%	38.0%	38.0%	38.0%
床品套件	收入	158.9	177.9	199.3	223.2
	增速	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%
	成本	90.5	101.4	113.6	127.2
	毛利率	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
丝绸饰品	收入	84.6	105.8	132.2	165.3
	增速	28.2%	25.0%	25.0%	25.0%
	成本	34.9	44.4	55.5	69.4
	毛利率	58.7%	58.0%	58.0%	58.0%
丝绸服饰	收入	28.5	34.2	41.0	49.2
	增速	30.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	14.6	17.8	21.3	25.6
	毛利率	48.6%	48.0%	48.0%	48.0%
其他业务	收入	2.8	2.9	3.1	3.2
	增速	15.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	1.8	1.9	2.0	2.1

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
	毛利率	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%
合计	收入	600.1	711.2	832.3	966.2
	增速	16.4%	18.5%	17.0%	16.1%
	成本	340.9	407.6	475.7	550.0
	毛利率	43.2%	42.7%	42.9%	43.1%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取了与公司主营业务和产品存在一定相似性的罗莱生活、富安娜和水星家纺作为可比公司。其中，罗莱生活是国内最早涉足家用纺织品行业集研发、设计、生产、销售于一体的龙头企业，主要产品为以坯布、充料为原料的标准套件类、被芯类、枕芯类、夏令用品、其他饰品类；富安娜主要从事床上用品的研发、设计、生产和销售业务，主要产品为床品套件等家纺产品，蚕丝被为补充类被芯产品；水星家纺的主要产品为床品套件等家纺产品，蚕丝被为补充类被芯产品。2026-2027 年，可比公司平均估值为 14/12 倍。

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 7.1/8.3/9.7 亿元，归母净利润分别为 50.5/61.0/73.0 百万元，对应 EPS 为 0.73/0.88/1.06 元，对应 PE 为 27/22/18 倍。公司作为新国货丝绸第一股，依托全渠道布局与文化 IP 赋能，正持续释放成长动能。渠道端，公司构建线上线下融合、境内外联动的立体化渠道体系，线上渠道实现高速增长；品牌端，公司以“非遗技艺+国潮文化”为差异化路径，持续深化与博物馆等文化 IP 的跨界合作，打造了系列兼具文化内涵与社交属性的文创产品，有效提升品牌声量与溢价能力。随着渠道运营效率提升与高附加值产品矩阵扩容，公司业绩有望保持稳健增长态势。太湖雪业务有别于传统家纺企业，A 股没有完全对标业务的公司，且处于北交所市场，市场估值较主板更高，给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE			
				2025E/A	2026E	2027E	2028E	2025E/A	2026E	2027E	2028E
002293.SZ	罗莱生活	84.30	10.11	0.62	0.70	0.78	-	16.31	14.44	12.96	-
002327.SZ	富安娜	57.84	6.90	0.44	0.49	0.54	-	15.68	14.08	12.78	-
603365.SH	水星家纺	54.89	20.91	1.55	1.74	1.94	-	13.49	12.02	10.78	-
平均值								15.16	13.51	12.17	-
920262.BJ	太湖雪	13.39	19.38	0.56	0.73	0.88	1.06	34.65	26.55	21.95	18.36

数据来源：Wind, 西南证券整理（截至 2026 年 4 月 3 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，太湖雪来自西南证券盈利预测；截止报告撰写日，可比公司均尚未披露年度报告，因此 2025 年 EPS 为 Wind 一致预期；由于可比公司 2028E EPS 数据缺失，因此可比公司 2028E PE 平均值确实。

3 风险提示

宏观经济波动风险、线下销售渠道地域集中风险、原材料价格波动风险、存货余额较大风险、汇率波动风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	600.07	711.19	832.34	966.18	净利润	38.60	50.19	60.73	72.64
营业成本	340.94	407.59	475.67	550.03	折旧与摊销	8.48	5.29	5.29	5.29
营业税金及附加	3.67	4.35	5.09	5.91	财务费用	3.89	2.56	3.04	3.32
销售费用	148.70	177.80	208.08	241.54	资产减值损失	-6.19	1.50	1.50	1.50
管理费用 (含研发费用)	51.89	57.61	66.59	77.29	经营营运资本变动	-0.45	-69.86	-47.78	-50.59
财务费用	3.89	2.56	3.04	3.32	其他	30.72	-3.03	-5.14	0.68
资产减值损失	-6.19	1.50	1.50	1.50	经营活动现金流净额	75.04	-13.35	17.64	32.84
投资收益	0.50	0.60	0.60	0.60	资本支出	-0.09	-0.05	-0.05	-0.05
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-25.58	2.13	0.34	0.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-25.67	2.08	0.29	0.42
营业利润	46.80	60.38	72.97	87.18	短期借款	5.00	0.00	0.00	2.89
其他非经营损益	-0.73	-0.46	-0.47	-0.46	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	46.07	59.92	72.49	86.72	股权融资	9.03	0.00	0.00	0.00
所得税	7.48	9.72	11.77	14.07	支付股利	-18.61	-19.47	-25.61	-32.46
净利润	38.60	50.19	60.73	72.64	其他	-22.56	2.57	-3.54	-3.32
少数股东损益	-0.07	-0.25	-0.29	-0.33	筹资活动现金流净额	-27.14	-16.90	-29.14	-32.89
归属母公司股东净利润	38.66	50.45	61.02	72.97	现金流量净额	22.35	-28.17	-11.21	0.38
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	135.62	107.45	96.24	96.62	成长能力				
应收和预付款项	56.60	77.11	86.93	100.54	销售收入增长率	16.37%	18.52%	17.03%	16.08%
存货	218.56	272.03	322.65	369.23	营业利润增长率	57.24%	29.00%	20.85%	19.48%
其他流动资产	8.03	10.03	11.31	13.25	净利润增长率	38.62%	30.04%	20.99%	19.62%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	40.27%	15.30%	19.15%	17.83%
投资性房地产	3.06	1.53	1.79	1.91	获利能力				
固定资产和在建工程	18.54	16.06	13.58	11.09	毛利率	43.18%	42.69%	42.85%	43.07%
无形资产和开发支出	15.97	14.57	13.18	11.78	三费率	29.85%	33.46%	33.36%	33.34%
其他非流动资产	72.37	71.01	69.65	68.29	净利率	6.43%	7.06%	7.30%	7.52%
资产总计	528.75	569.80	615.32	672.72	ROE	10.74%	12.83%	14.24%	15.57%
短期借款	50.00	50.00	50.00	52.89	ROA	7.30%	8.81%	9.87%	10.80%
应付和预收款项	46.40	61.88	68.80	80.11	ROIC	15.72%	16.61%	16.49%	17.07%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.86%	9.59%	9.77%	9.91%
其他负债	73.10	66.61	70.08	73.10	营运能力				
负债合计	169.49	178.49	188.89	206.10	总资产周转率	1.18	1.29	1.40	1.50
股本	69.11	69.11	69.11	69.11	固定资产周转率	32.37	42.83	58.93	83.00
资本公积	111.43	111.43	111.43	111.43	应收账款周转率	11.50	11.53	11.10	11.25
留存收益	187.89	218.87	254.28	294.79	存货周转率	1.52	1.62	1.58	1.58
归属母公司股东权益	358.67	390.98	426.40	466.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.85%	—	—	—
少数股东权益	0.58	0.33	0.04	-0.29	资本结构				
股东权益合计	359.25	391.31	426.43	466.62	资产负债率	32.06%	31.33%	30.70%	30.64%
负债和股东权益合计	528.75	569.80	615.32	672.72	带息债务/总负债	29.50%	28.01%	26.47%	25.66%
					流动比率	3.20	3.33	3.44	3.46
					速动比率	1.53	1.39	1.29	1.26
					股利支付率	48.13%	38.60%	41.96%	44.48%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	59.18	68.23	81.29	95.79	每股收益	0.56	0.73	0.88	1.06
PE	34.65	26.55	21.95	18.36	每股净资产	5.19	5.66	6.17	6.76
PB	3.73	3.43	3.14	2.87	每股经营现金	1.09	-0.19	0.26	0.48
PS	2.23	1.88	1.61	1.39	每股股利	0.27	0.28	0.37	0.47
EV/EBITDA	20.15	18.01	15.24	12.96					
股息率	1.39%	1.45%	1.91%	2.42%					

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。

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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
