

## 算力高景气延续，盈利能力修复可期

### 投资要点

- **事件:** 2025年全年，公司实现营业收入11.1亿元，同比增加69.6%；实现归母净利润1221.8万元，同比增加1.3%；实现扣非归母净利润-7.5万元，同比下降101.5%，由盈转亏，主要受毛利率下降和外购算力成本分摊、折旧费用增加等因素影响，短期盈利能力承压。展望后续，随规模效应逐步释放，公司盈利能力具备修复弹性。
- **智算云业务高速增长，短期毛利承压不改长期趋势。** 受益于下游需求、资源扩张、平台调度与生态合作的共振，智算云已成为公司核心增长引擎，2025Q3收入达4.3亿元，同比增长151.1%，收入占比提升至58.5%。长期看，国内智能算力需求高景气延续，行业高增速下公司业务增长具备支撑。短期看，公司整体盈利水平阶段性承压，2025年毛利率由32.9%降至24.2%。我们认为当前毛利率水平已触及低点区间。下滑并非源于资源闲置或竞争力恶化，而或主要受制于重资产模式下的固定折旧摊销、部分早期算力卡面临的租赁价格重估，以及当前智算云业务结构中仍包含部分低毛利型号。展望未来，随着公司算力池产品结构的持续优化，高毛利的新一代高性能算力卡在收入中的占比有望提升，毛利率具备修复空间。
- **费用端持续优化，成为利润改善的重要支撑。** 公司期间费用率已由2020年的72.2%下降至2025年的21.9%；同期研发费用率从18.7%降至5.1%，销售费用率从36.7%降至2025年的10.6%，管理费用率从16.4%降至3.4%。公司并非靠压缩研发绝对额来换利润，而是在收入放大后，平台化运营的边际成本被持续摊薄，规模效应逐步显现，运营效率持续提升。
- **核心团队利益深度绑定，高目标激励驱动公司加速成长。** 公司发布2026年股权激励计划，覆盖核心管理层及业务骨干，以激励机制充分释放团队活力，为AI算力业务扩张筑牢人才基础。本次激励方案明确了未来两年的业绩考核门槛：2026年营收触发值/目标值为11.0/12.0亿元（同比增速约-0.9%/8.1%），净利润触发值/目标值为3000/4000万元（同比增速约129.1%/205.5%）；2027年营收触发值/目标值为14.0/15.0亿元（同比增速约27.3%/25.0%），净利润触发值/目标值为4500/5500万元（同比增速约50.0%/37.5%）。高成长的业绩考核彰显了公司对AI算力业务扩张的信心，也为未来两年的经营发展划定了明确指引，有望进一步驱动公司在算力赛道的份额提升与盈利改善。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2026-2028年营业收入分别为15.3/19.7/23.5亿元，yoy分别为37.6%/28.7%/19.5%，对应PS分别为5/4/4倍。公司作为国内超算云领域龙头，在行业内具有经验、技术以及先发优势。随着生成式人工智能、人工智能赋能基础科研、大数据等新技术和新应用领域的快速推广普及，下游领域预计仍将保持较高算力服务需求，公司规模效应有望逐步显现，业绩将维持高速增长趋势。同时考虑到北交所标的高弹性特点，我们给予公司2026年8倍PS估值，对应股价204.63元，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 技术替代风险、人才引进和流失风险、数据泄露潜在风险、研发风险、知识产权被侵害风险、政策监管环境变化风险、实际控制人不当控制风险等。

指标年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1109.96	1527.30	1965.95	2348.40
增长率	69.56%	37.60%	28.72%	19.45%
归属母公司净利润(百万元)	12.22	42.33	55.41	102.59
增长率	1.34%	246.42%	30.92%	85.14%
每股收益EPS(元)	0.20	0.71	0.93	1.72
净资产收益率ROE	2.85%	8.43%	9.94%	15.54%
PS	7.43	5.40	4.19	3.51
PB	18.51	16.90	15.18	12.77

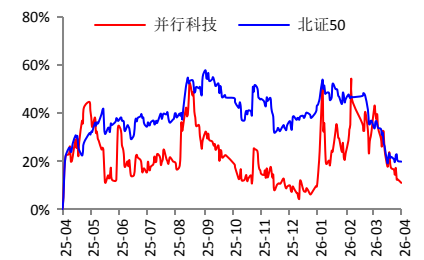
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

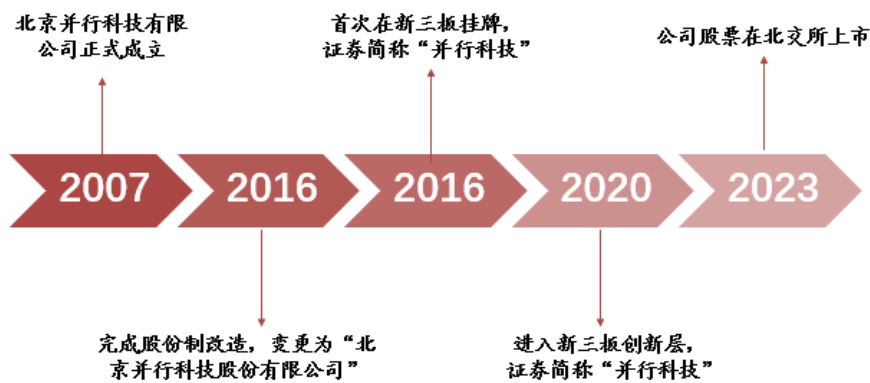
总股本(万股)	5970.94
流通A股(万股)	4379.64
52周内股价区间(元)	124.50-191.87
总市值(亿元)	82.46
总资产(亿元)	22.21
每股净资产(元)	7.46

### 相关研究

## 1 国内超算云服务龙头，全方位服务超算云客户

国内领先的超算云服务和算力运营服务提供商，公司创新研发实力强劲。公司主要服务包括并行通用超算云、并行行业云、并行 AI 云（智算云）等，同时也为用户提供超算软件及技术服务、超算云系统集成、超算会议及其他服务，打造超算云服务生态闭环，全方位服务用户。为支撑自身业务的开展，公司拥有包括大规模分布式超算集群运行数据采集与分析技术、应用全生命周期监控与分析技术、多地域跨网络跨集群的算力资源智能调度技术等全部核心技术，其中部分技术为公司特有技术，具有较强的独特性及较为显著的技术突破，形成了集算力资源、应用资源、用户资源、服务资源和人才资源于一体的算力网络服务平台。截至 2025 年 12 月 31 日，公司及其子公司已拥有 33 项专利及 181 项已登记的计算机软件著作权，公司智算云平台已部署 DeepSeek（R1、V3、V3.1 及 V3.2 等多个版本）、智谱大模型、Qwen（2.5、3、Qwen-Long 等）多个等主流大模型。另外，公司还是国家级高新技术企业、北京市“专精特新”中小企业、中关村高新技术企业。

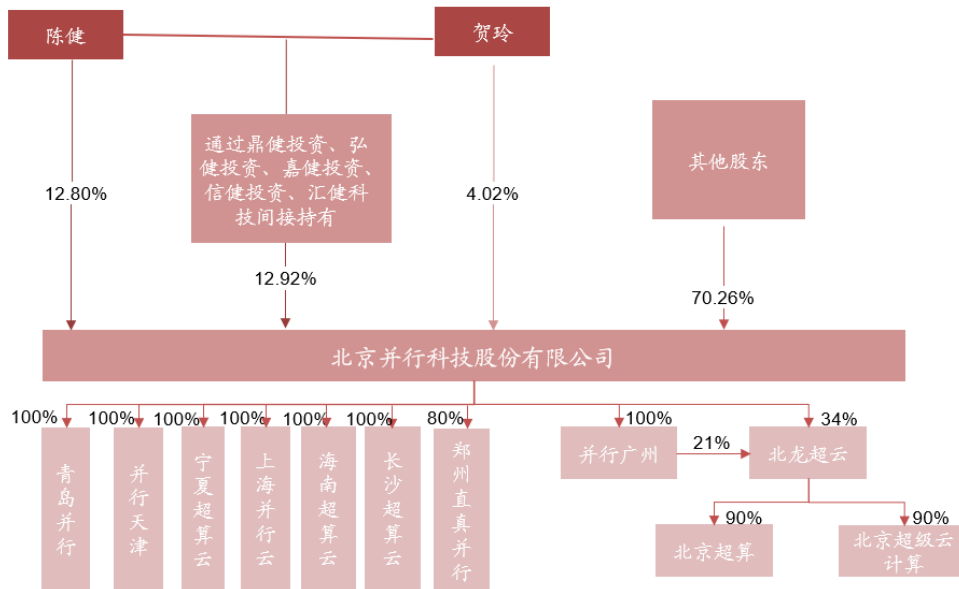
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

### 1.1 公司股权相对集中，清华系背景强赋能

董事长夫妇为实控人，大股东有清华系背景。陈健、贺玲夫妇为公司的共同实际控制人。截至 2025 年 12 月 31 日，陈健直接持有公司 12.8% 的股权，贺玲直接持有公司 4.0% 的股权，并通过鼎健投资、弘健投资、嘉健投资、信健投资、汇健科技间接控制并行科技 12.9% 的股权，合计通过间接或直接的方式控制公司 29.7% 的股权。公司前十大股东中除了陈健、贺玲夫妇以及陈健执行事务合伙人并持股的鼎健投资、嘉健投资和弘健投资之外，还有吕大龙先生及其实际控制的西藏龙芯、银杏华清、清控基金之私募基金管理人清控银杏创业投资管理（北京）有限公司。陈健先生、吕大龙先生均有清华大学学术背景。

**图 2：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 产品矩阵多元，场景服务精准覆盖

**表 1：公司主要产品类型**

产品分类		侧重点	服务内容及主要客户
超算云服务	并行通用云	<b>CPU 算力资源</b> 为主，侧重于提供无定制化服务，以标准 PaaS 产品满足用户基础算力需求。	该服务包括超级计算机可使用机时、存储资源、高速数据传输及为保障用户顺利使用而提供的应用程序部署、程序调试协助等技术服务。 <b>面向物理、化学、材料、航天、航空、力学、气象、海洋、能源、汽车、生物等各领域广大计算用户。</b>
	并行行业云	以 <b>CPU 及 GPU 算力资源</b> 为主。侧重于提供面向行业或应用场景的解决方案。	面向在超算云上构建业务系统的行业客户，提供专线链路、安全的专有超算云基础设施，提供高性价比资源；提供多模式 API、异步消息队列、智能区域调度等 PaaS 平台级开发接口，快速满足文件管理、数据传输、作业调度和作业监控等业务需求。 可针对不同行业客户痛点定制专门解决方案，如 <b>气象海洋超算云解决方案、生命科学行业云解决方案、高端制造行业云解决方案、企业级 HPC 超算云解决方案、院校级 HPC 超算云解决方案</b> 等。
	并行 AI 云	<b>GPU 算力资源</b> 为主，侧重于满足各种基于深度学习的训练和推理应用场景。	并行 AI 云通过云主机和并行 AI 超算云裸金属集群两大形态供给资源，满足人工智能场景和高性能计算场景中对灵活性和规模化等多样化需求，提供包括多种型号的算力资源。 面向 <b>高校、科研院所、行业</b> 等在 AI 深度学习和科学计算等有 GPU 算力资源需求的用户。
超算云系统集成		-	公司为 <b>存在自建数据中心等需求的客户</b> ，提供基于高性能计算、人工智能计算的“设计、建设、管理、运维、运营”全生命周期的软硬件产品和服务，主要包括 <b>架构设计、设备选型、平台建设</b> 等整体解决方案。

产品分类		侧重点	服务内容及主要客户
超算软件 与技术服务	超算软件 销售服务	-	<p><b>Paramon 应用运行特征收集器</b>广泛应用于高性能计算、云计算、大数据领域，一秒一刷新全面收集集群处理器、内存、网络、存储、进程、作业、License、能耗等数据，生成 para 应用运行特征数据文件。</p> <p><b>Paratune 应用运行特征分析器</b>用于分析由 Paramon 生成的 para 应用运行特征数据文件，精准显示应用运行过程中的特征，为各类大规模集群应用建立大数据支撑平台，帮助用户完成应用集群构建、应用程序优化等工作。</p> <p><b>ParaCloud 并行应用服务平台</b>是专为 HPC 系统构建的基于 HPC 硬件层与应用软件层之间的集成平台，旨在 HPC 混合云的基础上提供统一的用户管理、设备管理、应用管理、统计管理、计费管理、云端接入等功能。</p>
	技术服务	-	<p><b>高性能计算全栈式运维服务：</b>针对不同用户不同层次的运维服务需求，为用户提供开发运维、在线运维、巡检运维和驻场运维服务。方案集合了线上和线下模式，可为用户提供 7×24 小时全时段运维服务。</p> <p><b>其他技术服务：</b>系统环境搭建的技术咨询服务、系统设计、系统搭建实施、系统优化测试、技能培训服务等内容。</p>
超算会议及其他服务		-	<p>公司已连续协办多届全国高性能计算学术年会（HPC China）并承办全国并行应用挑战赛（PAC）及各类国内超算领域竞赛、培训等。公司下设会议活动事业部专门从事超算会议及其他服务的组织、筹划、开展，主要内容包括超算会议服务、超算培训服务等。</p>

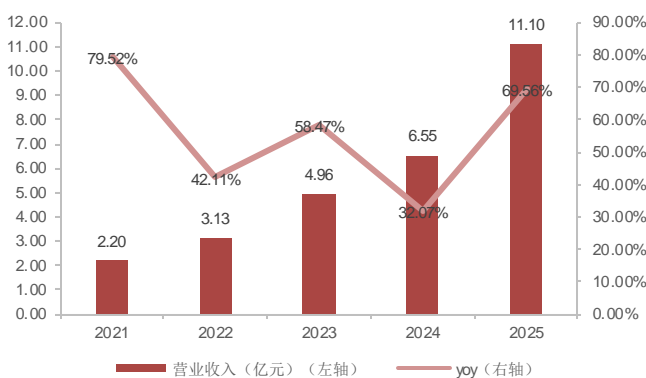
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

公司深耕行业多年，在超算云行业具有较高的市场地位。公司成立于 2007 年，在其他业内同类型公司多数仍处于起步阶段时，公司已经过多年发展，在业务规模、技术能力、行业人才培养等方面均保持行业较高水平。根据弗若斯特沙利文数据，按 2021 年度收入规模排名，公司系中国第一大独立超算服务商及中国第一大通用超算云服务商；按 2019 至 2021 年收入增速排名，公司亦是超算云业务增速最快的头部企业；公司拥有约 65 万个超算云计算核心，具备成熟且强大的技术服务能力，与阿里云、华为云等头部企业处在同一梯队。2025 年 7 月，公司在世界人工智能大会上展示跨区域智能调度平台，该系统已覆盖 45 家智算中心、15 家超算中心，总调度能力超 200 万 CPU 核、5 万卡 GPU，系统通过底层分布式资源池化、中层智能预测算法及上层实时监控动态调整，高效整合分散算力资源，成为公司核心竞争壁垒。公司还推进“算海计划”，通过与算力建设合作伙伴共同建设面向模型训练和推理的超大规模单体集群，增强算力网络调度能力。

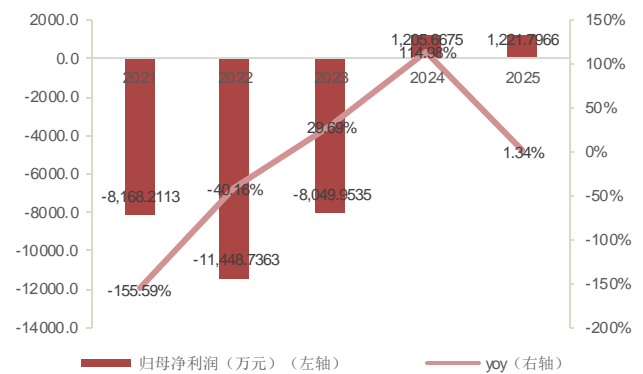
### 1.3 智算云驱动业绩放量，盈利能力短期承压不改长期趋势

智算云驱动营收高增，盈利能力短期承压。公司 2021-2025 年期间实现收入 2.2/3.1/5.0/6.6/11.1 亿元，同比增长 79.5%/42.1%/58.5%/32.1%/69.6%。2025 年期间公司主营业务收入显著增长，主要受益于算力服务，尤其是智算云业务的爆发式扩张，下游 AIGC 与科学计算需求持续旺盛。公司 2021-2025 年期间实现归母净利润 -8168.2/-11448.7/-8050.0/1205.7/1221.8 万元，同比增长 -155.6%/-40.2%/+29.7%/+115.0%/+1.3%。2025 年期间公司归母净利润同比小幅增长 1.3%，实现连续盈利；但扣非归母净利润-7.5 万元，同比下降 101.5%，由盈转亏，主要受毛利率下降和外购算力成本分摊、折旧费用增加等因素影响，短期盈利质量承压。展望后续，随规模效应逐步释放，公司盈利能力具备修复弹性。

**主业集中度持续提升，算力结构持续优化。**分产品看，2021-2025 年期间，超算云服务分别实现收入 1.7/2.7/4.1/6.1/10.2 亿元，同比增长 75.2%/55.2%/55.0%/48.3%/66.3%，收入占比分别为 78.2%/85.4%/83.6%/93.8%/92.0%，主业聚焦成效显著，算力服务始终占据公司收入核心地位。具体来看，2021-2025Q3 期间，超算云服务中通用云收入占比从 75.0% 降为 17.5%，行业云占比从 18.6% 提升为 20.8%，智算云从 5.8% 大增为 61.7%，产品结构持续优化，2025Q3 通用云/行业云/智算云分别实现收入 12229.2/14492.2/42956.0 万元，同比分别增长 1.3%/22.1%/151.1%，占收入分别为 17.5%/20.8%/61.7%，智算云已从早期的第二增长曲线演变为公司收入结构、客户结构与能力边界重塑的核心增长引擎。这是建立在需求脉冲、资源扩张、平台调度、生态合作四个层面的共振之上。

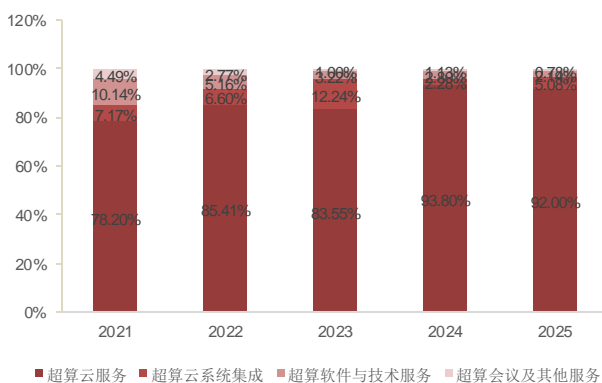
**图 3：2021-2025 公司营业总收入**


数据来源：iFinD，西南证券整理

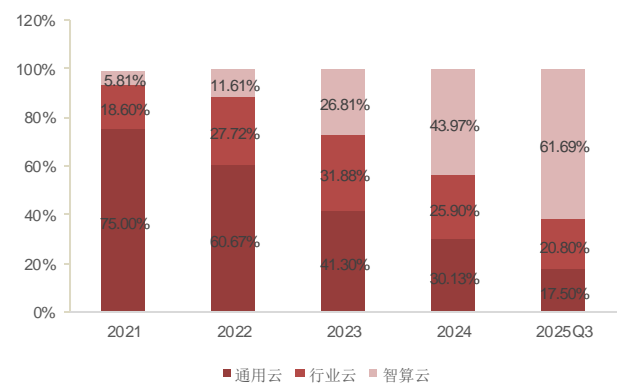
**图 4：2021-2025 公司归母净利润**


数据来源：iFinD，西南证券整理

**全国性算力服务网络稳定扩张，区域布局与政策红利深度绑定。**公司无境外业务，收入完全集中于国内；报告期内新设上海、青岛、郑州全资子公司，率先布局“东数西算”枢纽节点，依托宁夏、内蒙古低 PUE 数据中心降低能耗成本，契合国家算力基础设施绿色高质量发展导向，加速适配国产算力设备，整合国家超算中心及第三方资源，扩大算力接入规模，形成全国性算力服务网络，区域收入增长与本地 AI 产业政策及科研资源密集度正相关；子公司均聚焦算力服务，未开展贸易或外包业务，区域结构稳定，无重大迁移或外溢风险。

**图 5：2021-2025 公司分产品收入占比**


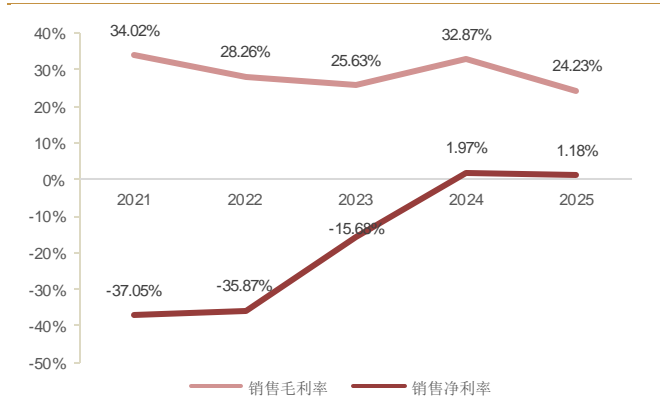
数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 6：2021-2025Q3 超算云服务收入按产品拆分占比**


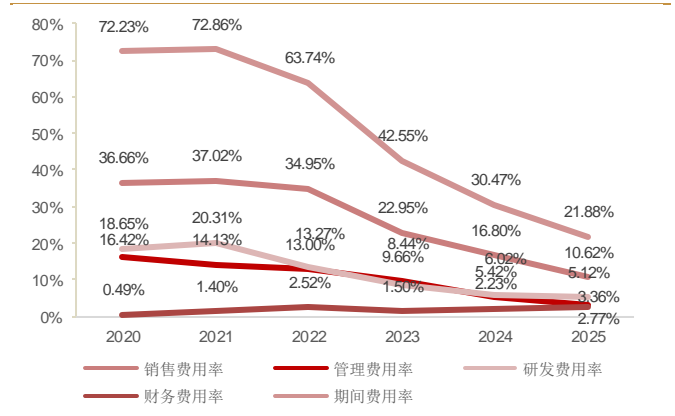
数据来源：iFinD，西南证券整理

**算力结构持续变化，毛利率波动相对剧烈。**2021-2025 年公司毛利率分别为 34.0%/28.3%/25.6%/32.9%/24.2%，2025 年较 2024 年下降 8.6pp。同时期公司整体算力服务的毛利率分别为 37.2%/27.4%/27.0%/32.1%/22.0%，2025 年较 2024 年下降 10.1pp。再具体来看，2025H1 超算云、行业云和智算云各自毛利率分别为 38.8%/42.1%/11.4%，较 2024 年底分别增加了 2.6pp/10.8pp/-18.4pp。2024 年公司依靠资源利用率提升、运营效率优化实现盈利修复，但 2025 年在智算云快速放量后，毛利率又进入新一轮下探。我们认为这或许因为智算云在当前扩张阶段更多依赖外购 GPU 算力资源，从而拉低了整体毛利率水平；同时固定资产折旧也为公司成本带来压力，2025 年公司固定资产折旧为 2.5 亿元，同比增长 66.7%，这意味着即使公司通过共建模式、自有资源提升来争取长期成本优势，短期内利润表仍要承受较重折旧摊销压力。整体来看，公司目前或为了更快承接 AI 需求，先选择了外购和联合运营来扩规模，从而压缩了短期盈利。若未来资源利用率继续提升，或智算云从外购向共建、自有资源迁移，毛利率仍有修复空间。

**规模效应初步显现，费用率水平得到有效控制。**随着业务规模的快速扩大，公司期间费用率持续下行。2025 年期间，公司整体期间费用率 21.9%，同比下降 8.6pp。具体来看，销售费用率 10.6%，同比下降 6.2pp；管理费用率 3.4%，同比下降 2.1pp；研发费用率 5.1%，同比下降 0.9pp。其中管理费用同比增加 110.2%，主要是因为新增银行贷款的利息费用支出增加；研发费用同比增加 44.3%，主要是本年算力服务平台及大模型服务相关的研发项目有所增加，导致研发投入增加。

**图 7：2021-2025 公司毛利率和净利率情况**


数据来源：iFinD，西南证券整理

**图 8：公司期间费用率情况**


数据来源：iFinD，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

**假设 1：未来公司算力服务仍然为核心业务。**根据《2025 年中国人工智能算力发展评估报告》，中国智能算力发展增速高于预期。2025 年中国智能算力规模达到 1,037.3 EFLOPS，预计到 2028 年将达到 2,781.9 EFLOPS。2025 年中国通用算力规模将达到 85.8 EFLOPS，预计到 2028 年将达到 140.1 EFLOPS。预测显示，2023-2028 年期间，中国智能算力规模的五年年复合增长率预计达到 46.2%，通用算力规模五年年复合增长率预计达到 18.8%。2024 年中国智算服务市场整体规模达到 50 亿美元，2023-2028 年五年年复合增长率预计达 57.3%。在此大背景下，公司持续深化与包括多家国家超算中心在内的各类算力中心以及电信运营商、第三方算力提供商的合作关系，并通过共建集群等方式扩大自有算力资源池，为

科研和企业用户提供安全、易用、高性价比的算力服务，公司算力服务营收有望维持快速增长趋势。我们预计 2026-2028 年公司算力服务收入同比增速约为 40.0%/30.0%/20.0%；随着算力池产品结构的持续优化，高毛利的新一代高性能算力卡在收入中的占比有望稳步提升，我们认为毛利率具备修复空间，预计 2026-2028 年公司算力服务毛利率约为 25.0%/27.0%/28.0%。

假设 2：高性能计算系统集成、高性能计算软件与计算服务、高性能计算会议及其他服务均为算力服务的生态业务，收入占比相对较小，主要目的系全方位满足用户需求、提高用户体验等。我们预计 2026-2028 年，高性能计算系统集成收入同比增速约为 10.0%/10.0%/10.0%，毛利率约为 50.0%/50.0%/50.0%；高性能计算软件与计算服务收入同比增速约为 10.0%/10.0%/10.0%，毛利率约为 57.0%/57.0%/57.0%；高性能计算会议及其他服务收入同比增速约为 10.0%/10.0%/10.0%，毛利率约为 12.0%/12.0%/12.0%。

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
算力服务	收入	1021.2	1429.6	1858.5	2230.2
	增速	66.3%	40.0%	30.0%	20.0%
	成本	796.2	1072.2	1356.7	1605.7
	毛利率	22.0%	25.0%	27.0%	28.0%
高性能计算系统集成	收入	56.4	62.0	68.2	75.0
	增速	278.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	27.0	31.0	34.1	37.5
	毛利率	52.1%	50.0%	50.0%	50.0%
高性能计算软件 与计算服务	收入	23.8	26.1	28.8	31.6
	增速	29.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	10.2	11.2	12.4	13.6
	毛利率	57.1%	57.0%	57.0%	57.0%
高性能计算会议 及其他服务	收入	8.7	9.5	10.5	11.5
	增速	17.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	7.6	8.4	9.2	10.2
	毛利率	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%
合计	收入	1110.0	1527.3	1966.0	2348.4
	增速	69.6%	37.6%	28.7%	19.5%
	成本	841.0	1122.8	1412.4	1667.0
	毛利率	24.2%	26.5%	28.2%	29.0%

数据来源：Wind，西南证券

目前，暂无与公司从事同类主营业务的可比境内上市公司。从所处行业、经营范围及应用领域等角度出发，同时结合信息的可获得性，我们选取了五家家算力产业链的上市公司润泽科技、奥飞数据、恒为科技、中科星图和数据港作为可比公司。润泽科技与奥飞数据作为公司算力资源服务领域的可比公司，恒为科技作为公司第三方 AI 算力运维服务领域的可比

公司，中科星图作为公司高性能计算+行业一体化算力服务的可比公司，数据港作为 IDC 重资产运营与共建算力服务的可比公司。

考虑到公司归母净利润基数较低,且会受到股份支付费用影响,我们采取 PS 进行估值。2026-2027 年五家可比公司平均估值为 10/9 倍。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 15.3/19.7/23.5 亿元, yoy 分别为 37.6%/28.7%/19.5%; 预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 42.3/55.4/102.6 百万元, yoy 分别为 246.4%/30.9%/85.1%, 对应 PS 分别为 5/4/4 倍。公司作为国内超算云领域龙头,在行业内具有经验、技术以及先发优势。随着生成式人工智能、人工智能赋能基础科研、大数据等新技术和新应用领域的快速推广普及,下游领域预计仍将保持较高算力服务需求,公司规模效应有望逐步显现,业绩将维持高增长趋势。同时考虑到北交所标的高弹性特点,我们给予公司 2026 年 8 倍 PS 估值,对应股价 204.63 元,给予“买入”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)	营业收入 (百万元)				PS			
				2025E/A	2026E	2027E	2028E	2025E/A	2026E	2027E	2028E
300442.SZ	润泽科技	1299.47	79.51	5763.21	8250.71	10373.97	-	22.55	15.75	12.53	-
300738.SZ	奥飞数据	202.95	20.60	2548.15	3357.01	4165.29	-	7.96	6.05	4.87	-
603496.SH	恒为科技	86.42	26.99	1046.69	1108.00	1271.00	-	8.26	7.80	6.80	-
688568.SH	中科星图	463.19	57.32	2680.88	5067.00	6780.50	-	17.28	9.14	6.83	-
603881.SH	数据港	256.32	35.68	1822.63	2012.52	2127.78	-	14.06	12.74	12.05	-
平均值								14.02	10.29	8.62	-
920493.BJ	并行科技	82.46	138.10	1109.96	1527.30	1965.95	2348.40	7.43	5.40	4.19	3.51

数据来源: Wind, 西南证券整理 (截至 2026 年 4 月 7 日)。注: 可比公司数据来自 Wind 一致预期, 并行科技来自西南证券盈利预测; 截止报告撰写日, 润泽科技、奥飞数据、数据港尚未披露年度报告, 因此 2025 年 EPS 为 Wind 一致预期; 所有可比公司 2028E EPS 数据缺失, 因此可比公司 2028EPE 平均值缺失。

### 3 风险提示

技术替代风险、人才引进和流失风险、数据泄露潜在风险、研发风险、知识产权被侵害风险、政策监管环境变化风险、实际控制人不当控制风险等。

**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	1109.96	1527.30	1965.95	2348.40	净利润	13.09	42.33	55.41	102.59
营业成本	840.96	1122.85	1412.40	1667.01	折旧与摊销	250.35	267.17	282.04	293.12
营业税金及附加	2.76	3.80	4.89	5.84	财务费用	30.72	55.70	56.09	55.83
销售费用	117.92	160.37	216.25	258.32	资产减值损失	-0.01	0.20	0.20	0.20
管理费用 (含研发费用)	94.17	137.46	215.27	246.58	经营营运资本变动	-107.94	-61.27	-126.08	-87.27
财务费用	30.72	55.70	56.09	55.83	其他	58.80	-11.26	24.12	16.83
资产减值损失	-0.01	0.20	0.20	0.20	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>245.01</b>	<b>292.87</b>	<b>291.78</b>	<b>381.30</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-202.28	-160.00	-130.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-328.41	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-530.69</b>	<b>-160.00</b>	<b>-130.00</b>	<b>-100.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>14.12</b>	<b>46.93</b>	<b>60.85</b>	<b>114.61</b>	短期借款	-2.01	-9.37	5.00	5.00
其他非经营损益	0.15	1.31	1.36	1.14	长期借款	178.65	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>14.27</b>	<b>48.24</b>	<b>62.21</b>	<b>115.75</b>	股权融资	83.85	0.00	0.00	0.00
所得税	1.18	5.91	6.80	13.16	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	13.09	42.33	55.41	102.59	其他	46.86	-250.06	-56.09	-55.83
少数股东损益	0.87	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>307.35</b>	<b>-259.43</b>	<b>-51.09</b>	<b>-50.83</b>
归属母公司股东净利润	12.22	42.33	55.41	102.59	<b>现金流量净额</b>	<b>21.68</b>	<b>-126.56</b>	<b>110.69</b>	<b>230.47</b>
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	310.35	183.79	294.48	524.95	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	275.80	331.67	445.59	525.88	销售收入增长率	69.56%	37.60%	28.72%	19.45%
存货	120.69	161.14	200.69	238.23	营业利润增长率	15.77%	232.26%	29.67%	88.35%
其他流动资产	164.74	243.87	305.13	367.99	净利润增长率	1.73%	223.29%	30.92%	85.14%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	69.53%	25.27%	7.89%	16.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1041.15	936.33	787.26	597.10	毛利率	24.23%	26.48%	28.16%	29.01%
无形资产和开发支出	13.99	12.14	10.29	8.44	三费率	16.75%	23.15%	24.80%	23.88%
其他非流动资产	294.51	299.01	297.89	296.77	净利率	1.18%	2.77%	2.82%	4.37%
<b>资产总计</b>	<b>2221.23</b>	<b>2167.96</b>	<b>2341.34</b>	<b>2559.37</b>	ROE	2.85%	8.43%	9.94%	15.54%
短期借款	259.37	250.00	255.00	260.00	ROA	0.59%	1.95%	2.37%	4.01%
应付和预收款项	269.98	353.71	441.07	524.62	ROIC	5.53%	10.62%	12.27%	18.78%
长期借款	420.52	420.52	420.52	420.52	EBITDA/销售收入	26.59%	24.21%	20.29%	19.74%
其他负债	811.65	641.69	667.30	694.19	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1761.52</b>	<b>1665.92</b>	<b>1783.89</b>	<b>1899.33</b>	总资产周转率	0.59	0.70	0.87	0.96
股本	59.71	59.71	59.71	59.71	固定资产周转率	1.18	1.59	2.53	4.18
资本公积	836.24	836.24	836.24	836.24	应收账款周转率	5.71	4.89	4.90	4.68
留存收益	-450.37	-408.05	-352.63	-250.04	存货周转率	8.79	7.97	7.76	7.54
归属母公司股东权益	445.57	487.90	543.31	645.90	销售商品提供劳务收到现金营业收入	191.13%	—	—	—
少数股东权益	14.14	14.14	14.14	14.14	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>459.72</b>	<b>502.04</b>	<b>557.45</b>	<b>660.04</b>	资产负债率	79.30%	76.84%	76.19%	74.21%
负债和股东权益合计	2221.23	2167.96	2341.34	2559.37	带息债务/总负债	38.60%	40.25%	37.87%	35.83%
					流动比率	0.72	0.82	1.01	1.23
					速动比率	0.62	0.68	0.85	1.05
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.20	0.71	0.93	1.72
					每股净资产	7.46	8.17	9.10	10.82
					每股经营现金	4.10	4.90	4.89	6.39
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	295.19	369.80	398.98	463.56					
PE	674.90	194.82	148.81	80.38					
PB	18.51	16.90	15.18	12.77					
PS	7.43	5.40	4.19	3.51					
EV/EBITDA	28.86	22.83	20.89	17.50					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@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	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn

---