

关注股权转让与要约收购进展

华泰研究

2026年4月14日 | 中国内地

更新报告

零售

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

39.54

公司于25年12月25日公告筹划公司控制权变更事项,于25年12月31日披露,控股股东曾本生先生拟将其持有的29.70%股权转让给杭州拼便宜及其一致行动人(温州苍霄、杭州润宜)并放弃剩余25.79%股份的表决权,公司控股股东变更为杭州拼便宜。杭州拼便宜拟向拼便宜及其一致行动人以外的嘉亨家化全体股东发出要约收购,拟以33.21元/股的要约价格收购21.10%股份。上市公司现有业务继续由转让方或其指定人士负责经营管理,转让方承诺现有业务在2026-2028年度归母净利润(归母与扣非孰低者,下同)每年均为正数(据25年12月31日公告)。据26年4月1日公告,本次要约收购计划未发生变化,本次要约收购尚未公告要约收购报告书,仍存在不确定性。若此次收购能顺利完成,收购人有望结合其在消费品领域的产业/渠道资源等优势,提高公司持续经营能力和盈利能力。维持增持评级。

杭州拼便宜拟通过股份转让与要约收购,成为控股股东

股份转让方面,25年12月31日,曾本生分别与杭州拼便宜/温州苍霄/杭州润宜签署股份转让协议,以每股33.21元的价格合计转让29.70%股份,交易总对价9.94亿元。转让完成后,曾本生放弃剩余25.79%股份的表决权,杭州拼便宜及其一致行动人合计持有29.70%股份及表决权,公司控股股东变更为杭州拼便宜,徐意先生为实控人。要约收购方面,以股份转让完成为前提,杭州拼便宜拟向除自身及一致行动人以外的全体股东发出不可撤销的部分要约,拟收购21.10%股份,要约价格每股33.21元,所需资金总额预计不超过7.06亿元,已存入履约保证金1.41亿元。

业绩阶段性承压,承诺26-28年归母净利润均为正

嘉亨家化24年/25年Q1-Q3营收分别为9.23亿元/8.60亿元,yoy-9.13%/+24.42%;归母净利润分别为-0.24亿元/-0.30亿元,yoy转亏/亏损。24年营收主要受行业需求不及预期拖累;盈利端阶段性承压,主因湖州嘉亨生产基地投产后产能爬坡缓慢,折旧摊销等固定支出较高导致毛利较低。据公司公告,上市公司的现有主营业务为日化产品OEM/ODM及塑料包装容器的研发设计和生产,该现有业务由转让方或其指定人士负责经营管理,转让方承诺业绩承诺期26-28年归母净利润均为正数。

拼便宜产业/渠道资源优势有望助力公司发展

据25年12月31日要约收购报告书,杭州拼便宜是国内领先的以解决快消品深度分销和社区便利店供应链需求为立足点的多边协作供应链运营服务商,为超过4000家经销商、60万家社区便利店、5万个配送司机提供服务。拼便宜2024年营收9.99亿元,净利润2.36亿元/yoy+14.4%。杭州拼便宜一致行动人温州苍霄实控人为徐意、杭州润宜执行事务合伙人君泽由浙江省国资委控制。本次要约收购完成后,收购人将结合其在消费品领域的产业/渠道资源等优势,提高公司持续经营能力和盈利能力,助力公司长远发展。

盈利预测与估值

考虑到化妆品上游竞争激烈、公司湖州嘉亨产能持续爬坡中,我们预测公司25/26年归母净利润至-38.0/13.6百万元,引入27年归母净利润预测117.2百万元。对应EPS为-0.38/0.13/1.16元。公司新客户拓展仍需时间,业绩尚在持续修复中,参考可比公司27年iFinD一致预期27倍27年PE,考虑公司控股股东变更,引入杭州拼便宜有望赋能现有业务,且美妆下游需求已有回暖趋势,随公司加快达产节奏,盈利有望持续释放,作为一站式美妆上游服务龙头支撑溢价率,给予公司27年34倍PE,目标价为39.54元。

风险提示:订单拓展不及预期、投产节奏较慢、股权转让或要约收购失败。

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

孙丹阳

SAC No. S0570519010001
SFC No. BQ696

研究员

sundanyang@htsc.com
+(86) 21 2897 2038

洪洋

SAC No. S0570125070021
SFC No. BXP979

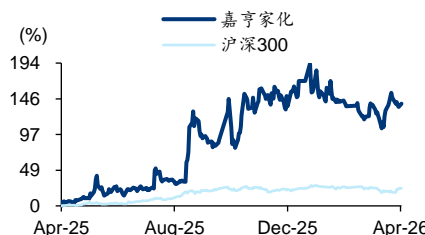
联系人

hongyang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(人民币 截至4月13日)	36.75
市值(人民币百万)	3,704
6个月平均日成交额(人民币百万)	161.48
52周价格范围(人民币)	15.90-45.13

股价走势图



资料来源: Wind

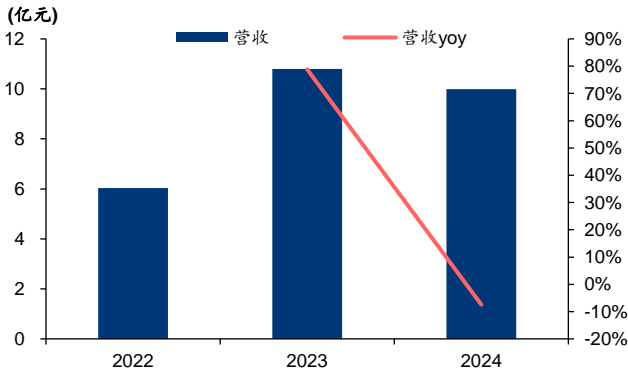
经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	922.99	1,179	1,563	2,060
+/-%	(9.13)	27.72	32.56	31.83
归属母公司净利润(百万)	(23.70)	(37.96)	13.57	117.22
+/-%	(159.00)	(60.18)	135.76	763.61
EPS(最新摊薄)	(0.24)	(0.38)	0.13	1.16
ROE(%)	(2.53)	(4.37)	1.60	12.57
PE(倍)	(156.32)	(97.59)	272.92	31.60
PB(倍)	3.96	4.26	4.37	3.97
EV EBITDA(倍)	63.49	71.40	34.48	18.54
股息率(%)	0.76	0.93	0.90	0.88

资料来源:公司公告、华泰研究预测

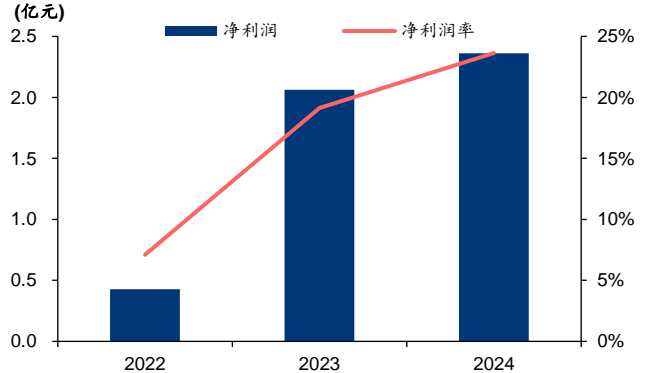
拼便宜业务规模稳定，盈利能力显著提升。自成立以来，拼便宜实现营收规模的快速扩张与盈利能力的持续增强。拼便宜 2022 - 2024 年分别实现营业收入 6.0 亿元/10.8 亿元/10.0 亿元，2023/2024 年同比+79%/-7%；实现归母净利润 0.4 亿元/2.1 亿元/2.4 亿元，2023/2024 年同比+381%/+14%。盈利质量持续优化，净利率由 2022 年的 6.7% 提升至 2024 年的 24.0%，三年累计提升 17.3pct。2022 - 2024 年净资产收益率分别为 23.8%/41.7%/25.1%，整体资本回报能力处于较高水平。

图表1：拼便宜 22-24 年营收情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：拼便宜 22-24 年盈利情况



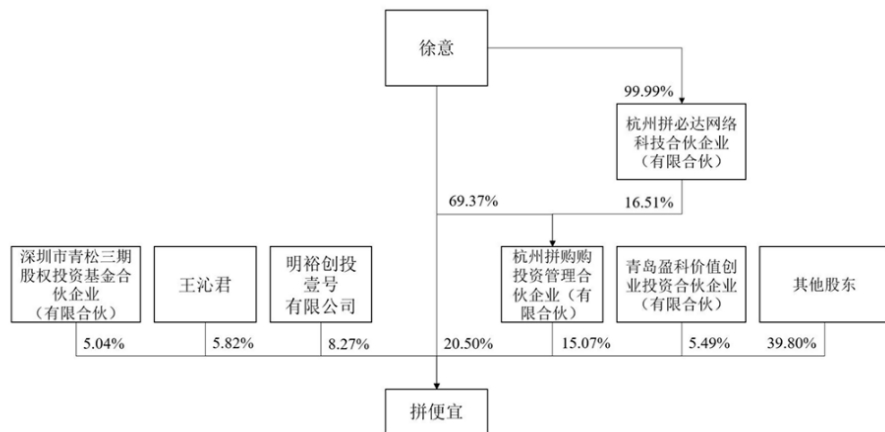
资料来源：公司公告，华泰研究

杭州拼便宜为国内领先的多边协作供应链运营服务商。据 25 年 12 月 31 日要约收购报告书，杭州拼便宜成立于 2017 年，是国内领先的以解决快消品深度分销和社区便利店供应链需求为立足点的多边协作供应链运营服务商。杭州拼便宜为超过 4,000 家经销商、60 万家社区便利店和 5 万个配送司机之间的高频、多边协作提供运营服务，并积累了行业内独有的数据系统和算法系统。数据系统覆盖参与协作主体的基础数据、商品数据（包括但不限于水饮、乳品、酒类、速食、休食、家清、个护、调味、粮油、小百货等）、车辆数据、仓储/店家位置数据、动态的交易数据、履约数据和分布式库存数据等。算法系统则主要解决不特定多边“供-需-配”之间无限动态匹配组合的全局效率最优问题，并可实现自动生成下达给多边参与方的协作程序指令。

AI 赋能业务，杭州拼便宜业务网络覆盖广。据 25 年 12 月 31 日要约收购报告书，杭州拼便宜的商业模式以人工智能深度赋能产业链提升效率为核心逻辑，依托数实一体化运营理念而自研的算法系统和可支持大规模多边协作的操作系统，形成并赋能数量庞大的供应端、物流端、渠道端与零售端智能动态协作的商业体系。截至报告书摘要签署日，杭州拼便宜的业务服务网络已覆盖全国 10 个省份 32 座城市。

拼便宜创始人控制权稳固。据 25 年 12 月 31 日要约收购报告书，创始人徐意通过直接持股 20.50%，其担任执行事务合伙人的拼购持有占杭州拼便宜注册资本 15.07% 的股权，徐意先生合计控制杭州拼便宜 35.57% 的表决权，为公司实际控制人。

图表3：拼便宜股权架构



资料来源：公司公告、华泰研究

盈利预测与估值

分业务预测如下：

1) 塑料包装容器方面，在建产能均已落地，业务收入有望延续单位数增长。公司 2024 年塑料包装容器无在建产能，我们预计公司 25-27E 产能均延续 24 年 9.5 亿个。公司该业务产能利用率始终较高，23/24 年分别为 67.8%/70.2%，我们预计公司积极拓展新客、叠加拼便宜带来的产业/渠道资源的业务协同效应下，产能利用率随单量持续提升，25-27E 分别为 71%/76%/80%。由于公司以订单为生产依据，我们预计产销率 25-27E 依旧保持高位 98%。考虑公司塑料包装容器业务较稳定，但公司该业务原材料 PE/PP 等属于石油化工下游产品，预计原料成本 25-26 年有所上涨，公司或将上游价格压力部分转移至下游，预计塑料包装容器单价在 25-27E 年均为 0.60 元/个，较 2024 年的 0.58 元/个略有提升，但单价不及 2021 年的 0.609 元/个。由此推算 25-27E 塑料包装容器业务收入为 3.97/4.25/4.47 亿元。25H1 毛利率为 23.6%/同比下降 2.4pct，预计 25-26 年上游原料成本端压力将延续，价格压力无法完全转移，毛利率将阶段性承压，27 年毛利率有一定程度提升，预计 25-27 年毛利率分别为 23.8%/23.5%/25.0%。

2) 化妆品方面，随上游订单需求回暖，业务收入有望回归双位数增长。公司 2024 年化妆品在建产能 4.2 万吨，我们预计在建产能有序转化，25-27E 产能分别为 8.05/8.25/8.35 万吨。湖州嘉亨生产基地投产后产能爬坡缓慢，24 年化妆品产能利用率 32.76%，我们预计随公司化妆品业务上游品牌商单量回暖，叠加公司积极拓展新客户（2022-2024 年公司前五大客户集中度分别为 80.26%/75.28%/67.75%），产能有望持续释放，25-27E 产能利用率分别为 42%/60%/85%；同时产销率将维持高位，预计 25-27E 依旧保持高位 98%。考虑行业内竞争仍较激烈，公司为保持竞争力可能降低单价，同时拼便宜主要服务于社区便利店，公司新客户订单价格可能偏低，预计化妆品单价 25-27E 逐年下降，分别为 1.88/1.85/1.82 万元/吨，由此推算 25-27E 化妆品收入 6.23/8.97/12.66 亿元，25H1 公司化妆品业务已有明显回暖趋势，营收同比增速达 31.6%，主因化妆品行业经 24 年短期承压后整体有复苏态势，25-27E 回暖趋势有望延续。25H1 化妆品业务毛利率承压，为 12.43%/yoy-3.22pct，主因产品结构变动及湖州嘉亨折旧摊销等固定支出增加，预计 25 年毛利率延续 25H1 同比下降趋势，随产能利用率提升摊薄固定支出，部分抵消产品结构变动对毛利率的影响，预计 26-27E 毛利率有同比提升，但难以回到 19 年疫情前的水平（27.06%），预计 25-27E 毛利率 12.8%/18.0%/22.0%。

3) 家庭护理产品方面，家清行业细分赛道高景气，订单量释放有望带动业务收入同比高增。我们预计公司在建产能将持续落地，25-27E 产能分别为 2.7/3.0/3.3 万吨；24 年家庭护理产品产能利用率 26.25%，随公司加大新客户的开发力度、上游订单需求提升（25H1 因客户订单增加驱动家庭护理业务营收增长 82.0%），产能利用率有望较大幅度提升，25-27E 产能利用率分别为 46%/65%/88%。考虑到公司采用订单生产模式，预计 25-27E 产销率依然能够保持在 100%。考虑公司产品结构变化，家清行业有高端化趋势，或部分抵消拼便宜资源带来的低价格段产品订单价格影响，我们预计 25-27E 年家庭护理产品价格基本维稳，为 1.12/1.11/1.10 万元/吨。由此推算 25-27E 家庭护理产品销售收入为 1.39/2.16/3.19 亿元。25H1 因产品结构变动、湖州嘉亨折旧摊销等固定支出增加，家庭护理产品毛利率-0.63%/yoy-6.36pct，我们预计随产能持续释放摊薄固定支出，毛利有持续释放空间，家庭护理产品业务毛利率有望回到 2017 年稳态水平 17.3%（剔除疫情/新生产基地未达产对毛利率的影响），25-27E 毛利率分别为 2.5%/11.0%/16.0%。

费用率假设：考虑公司积极拓展新客户需新增费用投入，我们预计 25-27E 销售费用率为 0.7%/0.8%/0.9%。考虑到湖州新基地产能持续投放、人力成本或略有提升使得管理费用同比略有提升，然而随营收规模较大幅度上行，管理费用率或将同步摊薄，预计 25-27E 管理费用率为 12.3%/10.9%/9.2%。为提高产品竞争力，长期以来公司坚持自主研发，预计研发费用维持稳定，随营收持续提升，25-27E 研发费用率亦将有所摊薄，分别为 2.7%/2.3%/1.8%。

图表4：公司分项业务盈利预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
塑料包装容器业务	378.08	409.96	407.28	391.38	380.34	396.61	424.54	446.88
yoy	-15.1%	8.4%	-0.7%	-3.9%	-2.8%	4.3%	7.0%	5.3%
收入占比	39.0%	35.3%	38.7%	38.5%	41.2%	33.6%	27.2%	21.7%
单价（元/个）	0.555	0.609	0.569	0.590	0.580	0.600	0.600	0.600
毛利率	27.0%	27.2%	28.6%	29.0%	26.5%	23.8%	23.5%	25.0%
化妆品业务	371.28	630.34	541.80	539.72	455.39	622.92	897.44	1265.91
yoy	62.0%	69.8%	-14.0%	-0.4%	-15.6%	36.8%	44.1%	41.1%
收入占比	38.3%	54.3%	51.5%	53.1%	49.3%	52.8%	57.4%	61.4%
单价（元/吨）	18,956.7	26,698.8	27,078.7	24,930.8	19,212.7	18,800.0	18,500.0	18,200.0
毛利率	25.4%	22.6%	21.6%	22.1%	16.0%	12.8%	18.0%	22.0%
家庭护理产品业务	201.14	96.90	71.63	56.92	72.82	139.10	216.45	319.44
yoy	124.4%	-51.8%	-26.1%	-20.5%	27.9%	91.0%	55.6%	47.6%
收入占比	20.8%	8.3%	6.8%	5.6%	7.9%	11.8%	13.9%	15.5%
单价（元/吨）	10,928.7	10,946.8	13,171.6	11,977.4	11,274.1	11,200.0	11,100.0	11,000.0
毛利率	19.8%	15.0%	14.0%	14.0%	6.9%	2.5%	11.0%	16.0%
其他业务	18.11	24.82	30.85	27.72	14.45	20.23	24.27	27.91
yoy	-17.0%	37.1%	24.3%	-10.1%	-47.9%	40.0%	20.0%	15.0%
收入占比	1.9%	2.1%	2.9%	2.7%	1.6%	1.7%	1.6%	1.4%
毛利率	47.3%	33.6%	27.4%	20.3%	24.6%	21.0%	28.0%	30.0%
综合业务毛利率	25.3%	23.8%	24.0%	24.3%	19.7%	15.4%	18.7%	21.8%
销售费用率	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%
管理费用率	9.4%	10.0%	13.0%	14.6%	16.4%	12.3%	10.9%	9.2%
研发费用率	1.9%	1.9%	2.0%	3.5%	3.7%	2.7%	2.3%	1.8%
财务费用率	0.9%	0.6%	0.3%	0.9%	1.1%	2.5%	3.4%	3.9%
总费用率	12.8%	13.0%	15.9%	19.7%	22.2%	18.2%	17.4%	15.8%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表5：公司 22H1-25H1 分项业务营收与毛利率

	22H1	22H2	23H1	23H2	24H1	24H2	25H1
化妆品业务							
营收（百万元）	209.01	332.79	230.31	309.42	195.89	259.50	257.77
营收 yoy	-20.1%	-9.7%	10.2%	-7.0%	-14.9%	-16.1%	31.6%
毛利率	19.4%	23.0%	22.4%	22.0%	15.6%	16.2%	12.4%
毛利率 yoy pct	(2.25)	(0.28)	3.05	(1.05)	(6.75)	(5.74)	(3.22)
塑料包装容器业务							
营收（百万元）	201.86	205.42	176.80	214.59	185.46	194.88	184.61
营收 yoy	7.9%	-7.8%	-12.4%	4.5%	4.9%	-9.2%	-0.5%
毛利率	27.7%	29.5%	26.5%	31.0%	26.0%	27.0%	23.6%
毛利率 yoy pct	2.82	0.30	(1.14)	1.54	(0.51)	(4.09)	(2.44)
家庭护理产品业务							
营收（百万元）	37.67	33.96	24.34	32.58	34.06	38.76	61.97
营收 yoy	-29.2%	-22.3%	-35.4%	-4.1%	39.9%	19.0%	82.0%
毛利率	12.3%	11.3%	7.7%	9.9%	5.7%	8.0%	-0.6%
毛利率 yoy pct	(4.02)	(4.62)	(4.66)	(1.40)	(1.95)	(1.86)	(6.36)
其他业务							
营收（百万元）	11.33	19.52	13.24	14.48	6.53	7.92	9.25
营收 yoy	-7.7%	65.3%	16.9%	-25.8%	-50.7%	-45.3%	41.7%
毛利率	34.8%	31.0%	33.3%	28.4%	34.1%	16.7%	19.1%
毛利率 yoy pct	0.92	11.23	(1.54)	(2.59)	0.85	(11.77)	(15.05)

资料来源：公司公告，华泰研究

图表6: 嘉亨家化 24Q1-25Q3 主要经营指标

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
总营收 (百万元)	203.38	218.56	268.95	232.10	218.56	295.04	346.03
总营收 yoy					7.5%	35.0%	28.7%
毛利率	19.18%	20.17%	22.62%	16.46%	14.10%	15.63%	18.86%
毛利率 yoy pct					(5.08)	(4.54)	(3.75)
销售费用率	0.99%	0.85%	0.84%	0.97%	1.06%	0.73%	0.64%
管理费用率	16.65%	16.83%	14.64%	17.94%	17.24%	14.32%	12.12%
研发费用率	3.95%	3.82%	3.29%	3.90%	3.67%	2.98%	2.52%
财务费用率	0.96%	0.93%	1.16%	1.47%	2.33%	1.84%	1.69%

资料来源: 公司公告, 华泰研究

我们预计公司 25-27 年 EPS-0.38/0.13/1.16 元, 可比公司 27 年 iFinD 一致预期平均 PE27 倍。考虑到公司与老客户合作时间久、合作关系稳定, 同时公司拓展新客户、控制权易主或引入新资源, 公司业务规模有望较大幅度提升, 湖州生产基地快速达产持续释放利润空间, 考虑公司塑料包装容器+化妆品 ODM/OEM 一体化服务能力具稀缺性, 公司业绩正在持续修复中, 预计 24-27 年归母净利润 CAGR 达 30.7%, 给予 27 年 34 倍 PE, 目标价 39.54 元, 维持增持评级。

图表7: 嘉亨家化: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE			归母净利润				
				2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	25-27 归母净利润 CAGR
300856 CH	科思股份	12.53	59.60	55.06	35.64	23.46	5.62	1.08	1.67	2.54	-23.3%
300132 CH	青松股份	8.38	43.29	30.53	25.03	19.77	0.55	1.42	1.73	2.19	58.8%
603499 CH	翔港科技	21.20	64.15	52.15	53.30	47.50	0.66	1.25	1.23	1.38	28.0%
603059 CH	倍加洁	32.51	32.66	29.48	22.05	18.14	(0.77)	1.11	1.48	1.80	/
	均值			41.80	34.00	27.22					

注: 数据截至 2026.04.13, 翔港科技使用 iFinD 预测, 其余均为 iFinD 一致预期。

资料来源: 同花顺 iFinD, 华泰研究

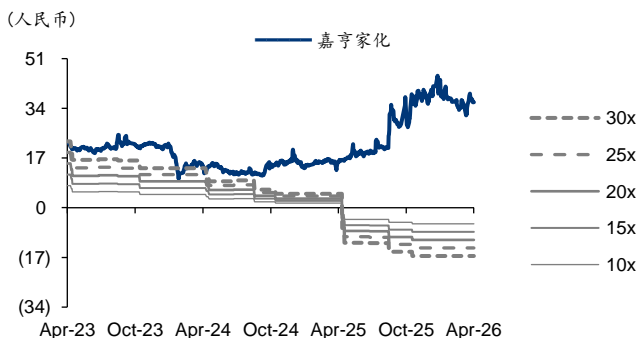
风险提示

订单拓展不及预期。公司当前客户集中度较高, 若客户拓展进度不及预期, 或大客户订单流失, 将使得公司营收增速较慢, 且订单量不足将导致产能搁置, 固定成本无法有效摊薄, 进而影响公司盈利能力。

投产节奏较慢。若湖州嘉亨二期化妆品及家庭护理产品生产基地项目产能释放节奏较慢, 或导致订单与产能间错配, 从而影响公司营收与盈利能力表现。

股权转让或要约收购失败。若公司此次股权转让及要约收购失败, 则收购方杭州拼便宜资源无法继续赋能公司现有业务, 公司业务拓展速度可能放缓。

图表8: 嘉亨家化 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 嘉亨家化 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	627.81	590.43	884.63	1,035	1,481
现金	193.95	144.63	172.95	246.15	330.21
应收账款	270.71	252.99	415.88	470.77	698.13
其他应收账款	3.12	1.67	4.45	3.66	7.04
预付账款	12.26	12.18	19.04	22.34	32.21
存货	145.49	158.46	250.56	270.77	389.90
其他流动资产	2.28	20.51	21.75	21.77	23.38
非流动资产	1,065	1,214	1,336	1,581	1,913
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	636.61	1,038	1,152	1,376	1,693
无形资产	69.48	69.33	74.38	80.73	81.47
其他非流动资产	359.12	106.76	109.49	123.84	138.03
资产总计	1,693	1,804	2,220	2,616	3,394
流动负债	426.27	425.62	992.16	1,493	2,270
短期借款	130.57	155.08	584.38	1,102	1,679
应付账款	223.18	196.09	368.12	351.03	560.34
其他流动负债	72.53	74.44	39.65	39.20	31.11
非流动负债	272.45	443.26	359.15	275.05	190.95
长期借款	248.60	420.52	336.41	252.31	168.21
其他非流动负债	23.84	22.74	22.74	22.74	22.74
负债合计	698.72	868.87	1,351	1,768	2,461
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	100.80	100.80	100.80	100.80	100.80
资本公积	581.01	581.01	581.01	581.01	581.01
留存公积	312.38	253.40	237.95	243.48	291.18
归属母公司股东权益	994.31	935.34	869.16	848.46	932.42
负债和股东权益	1,693	1,804	2,220	2,616	3,394

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	172.93	38.43	(28.95)	44.00	124.16
净利润	40.16	(23.70)	(37.96)	13.57	117.22
折旧摊销	78.63	77.98	68.60	72.32	86.15
财务费用	8.81	10.50	29.87	53.32	80.96
投资损失	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	59.88	(17.57)	(90.03)	(96.08)	(161.43)
其他经营现金	(14.55)	(8.80)	0.57	0.85	1.26
投资活动现金	(248.51)	(237.95)	(190.64)	(317.20)	(418.20)
资本支出	(250.29)	(238.82)	(187.90)	(316.43)	(422.30)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1.77	0.87	(2.74)	(0.77)	4.10
筹资活动现金	112.67	149.47	247.91	346.40	378.10
短期借款	(0.57)	24.52	429.30	518.10	576.42
长期借款	158.34	171.91	(84.10)	(84.10)	(84.10)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(45.10)	(46.96)	(97.29)	(87.60)	(114.22)
现金净增加额	36.68	(49.32)	28.32	73.20	84.06

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,016	922.99	1,179	1,563	2,060
营业成本	769.11	740.88	997.00	1,271	1,610
营业税金及附加	10.95	7.79	7.07	9.38	12.36
营业费用	7.74	8.39	8.25	12.50	18.54
管理费用	148.11	151.67	145.00	170.33	189.53
财务费用	8.81	10.50	29.87	53.32	80.96
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.01)	0.00	0.00	0.00
营业利润	38.72	(22.59)	(37.24)	12.64	113.17
营业外收入	0.63	0.46	0.97	1.10	1.24
营业外支出	0.78	1.06	0.52	0.52	0.52
利润总额	38.57	(23.18)	(36.79)	13.22	113.88
所得税	(1.59)	0.51	1.17	(0.36)	(3.34)
净利润	40.16	(23.70)	(37.96)	13.57	117.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	40.16	(23.70)	(37.96)	13.57	117.22
EBITDA	125.45	66.05	62.62	140.11	282.63
EPS (人民币, 基本)	0.40	(0.24)	(0.38)	0.13	1.16

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	(3.41)	(9.13)	27.72	32.56	31.83
营业利润	(52.02)	(158.34)	(64.82)	133.94	795.36
归属母公司净利润	(42.35)	(159.00)	(60.18)	135.76	763.61
获利能力 (%)					
毛利率	24.28	19.73	15.43	18.68	21.83
净利率	3.95	(2.57)	(3.22)	0.87	5.69
ROE	4.04	(2.53)	(4.37)	1.60	12.57
ROIC	3.70	(0.82)	(0.37)	3.45	8.06
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.27	48.16	60.86	67.57	72.53
净负债比率 (%)	22.18	52.25	88.18	132.85	164.68
流动比率	1.47	1.39	0.89	0.69	0.65
速动比率	1.10	0.97	0.61	0.49	0.46
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.53	0.59	0.65	0.69
应收账款周转率	3.66	3.52	3.52	3.52	3.52
应付账款周转率	3.37	3.53	3.53	3.53	3.53
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	(0.24)	(0.38)	0.13	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.72	0.38	(0.29)	0.44	1.23
每股净资产(最新摊薄)	9.86	9.28	8.62	8.42	9.25
估值比率					
PE (倍)	92.23	(156.32)	(97.59)	272.92	31.60
PB (倍)	3.73	3.96	4.26	4.37	3.97
EV EBITDA (倍)	31.29	63.49	71.40	34.48	18.54

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、孙丹阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、孙丹阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司