

璞源材料 (603196)

证券研究报告

2026年04月24日

女装品牌收购 PAA 龙头茵地乐转型锂电材料

概况：原主营服装业务 2025 年已扭亏，新收购锂电业务业绩表现亮眼

公司原主营中高端时尚女装。公司创立于 2002 年，于 2017 年在上交所上市，专注于中高端时尚女装销售。近几年年收入规模在 10 亿元左右，利润层面公司 2025 年归母净利润约 1800 万元，实现扭亏为盈。

公司 2024 年公告拟定增收购 PAA 龙头茵地乐 71% 股权，现已完成收购。完成事项包括发行股份批复、股权过户、修改公司名称、经营范围、注册资本等。茵地乐 2025 年营业收入 8.7 亿元，净利润 3.4 亿元，净利率提升至 39%。

看点：PAA 粘结剂渗透率逐年提升，且在硅碳、钠电等新技术用量提升
PAA 因性能优异在锂电池负极添加剂领域渗透率不断提升。PAA 较 SBR+CMC 优势在于利于电池性能，具体包括首效高、倍率性能好、循环寿命长，劣势是加工性能、柔性差，但随着产品工艺的优化和规模化生产，劣势在逐步缩小（茵地乐第二代 PAA 类粘结剂产品柔性较第一代提升 60%）。据 GGII 统计，PAA 在锂电池负极使用比例约从 2022 年的 24% 提升至 2024 年的 29%，预计 2030 年有望提升至 46%。

PAA 适配各种锂电材料新技术，如硅碳负极、钠电等。石墨负极用 PAA 粘结剂添加比例一般在 1.5% 左右，硅基负极用 PAA 粘结剂添加比例一般在 2% 左右，涂炭铝箔浆料重量占比一般为铝箔的 2%，其中，PAA 粘结剂在浆料中占比约 25% 等。PAA 粘结剂同样适用钠电池负极和涂炭铝箔。

茵地乐在国内 PAA 类电池粘结剂接近一半份额。目前主要客户为比亚迪、中创新航、宁德时代等。根据 2025 年 1-5 月数据，公司前五大客户为比亚迪、中创新航、蜂巢、宁德时代、璞泰来，收入占比分别为 19.1%、18.5%、10.2%、9.3%、5.8%。2025 年 1-5 月公司来自动力/储能电池收入占比分别为 54%/ 21%。

投资建议

我们预计公司 26-28 年分别实现收入 21、24、29 亿元（茵地乐 2026 年开始并表），实现归母净利润 3.3、4.4、5.5 亿元。

考虑公司收购茵地乐后，未来几年有望实现业绩双位数增长，茵地乐的 PAA 有渗透率提升逻辑+适配各种新技术（钠电、硅碳），首次覆盖，给予“持有”评级。

风险提示：服装业务经营不及预期，锂电池需求不及预期，锂电材料价格战导致净利率不及预期，PAA 渗透率提升不及预期，股价短期涨幅较大，收购整合效果不及预期

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	865.92	815.60	2,065.16	2,429.16	2,882.52
增长率(%)	(15.68)	(5.81)	153.21	17.63	18.66
EBITDA(百万元)	160.99	191.99	778.47	946.92	1,184.36
归属母公司净利润(百万元)	(158.62)	17.99	326.89	440.63	547.48
增长率(%)	(1,028.87)	(111.34)	1,717.19	34.79	24.25
EPS(元/股)	(0.67)	0.08	0.78	1.05	1.31
市盈率(P/E)	(52.19)	460.17	44.74	33.19	26.71
市净率(P/B)	13.02	4.53	6.77	5.61	4.64
市销率(P/S)	9.56	10.15	7.08	6.02	5.07
EV/EBITDA	18.27	29.47	17.70	15.24	11.82

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	持有（首次评级）
当前价格	34.93 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	418.69
流通 A 股股本(百万股)	236.99
A 股总市值(百万元)	14,624.75
流通 A 股市值(百万元)	8,278.00
每股净资产(元)	4.58
资产负债率(%)	31.48
一年内最高/最低(元)	35.35/14.05

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 公司基本情况	3
1.1. 从服装业务通过收购茵地乐转型为锂电材料.....	3
1.2. 公司目前实控人为梁丰，梁丰同时也是璞泰来董事长.....	3
1.3. 2025 年服装业务已实现扭亏，茵地乐 2025 年业绩表现亮眼.....	4
2. 锂电池粘结剂中 PAA 渗透率提升中，茵地乐龙头优势显著	5
2.1. PAA 粘结剂渗透率有望提升，且适配硅碳、钠电等新材料.....	5
2.2. 茵地乐是国内 PAA 粘结剂龙头，下游客户为宁德、比亚迪等.....	6
3. 投资建议	7
3.1. 盈利预测.....	7
3.2. 投资分析.....	7

图表目录

图 1：公司章程修改情况.....	3
图 2：2021-2025 年公司营业收入及增速（亿元、%）.....	4
图 3：2021-2025 年公司归母净利润及增速（亿元、%）.....	4
图 4：茵地乐 2022-2025 年收入、净利润和净利率（亿元、%）.....	4
图 5：PAA 和 SBR+CMC 粘结剂应用场景及作用.....	5
图 6：PAA 和 SBR+CMC 粘结剂性能对比.....	6
图 7：茵地乐不同下游收入金额及占比.....	7
图 8：盈利预测.....	7

1. 公司基本情况

1.1. 从服装业务通过收购茵地乐转型为锂电材料

公司创立于 2002 年，于 2017 年在上交所上市，主营业务为精品服装的设计创意、材料及工艺技术研发、生产销售、客户服务，专注于中高端时尚女装领域。公司目前主要经营“播 broadcast”、“播 broadcute”等精品服装品牌，“播 broadcast”品牌创立于 1999 年，为中国原创性都市女装品牌的引领者；“播 broadcute”为公司旗下童装品牌，创立于 2018 年，面向 3-12 岁儿童。

2024 年 10 月公司开始筹划收购茵地乐，现（2026 年 3 月）已完成收购，包括发行股份批复、股权过户、修改公司名称、经营范围、注册资本等。

- ✓ 2024 年 10 月 18 日公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买四川茵地乐材料科技集团 71%股权，后者主营业务为锂离子电池粘结剂的研发、生产与销售。
- ✓ 2025 年 12 月 31 日公司收到中国证监会出具的《关于同意日播时尚集团股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金注册的批复》。截至 2026 年 1 月 1 日，本次重组交易对方持有的茵地乐 71%股权已变更登记至公司名下，茵地乐 71%股权的过户事宜已完成，公司已合法持有茵地乐 71%股权。
- ✓ 2026 年 1 月 29 日公司召开了第五届董事会第八次会议，审议通过了《关于变更公司名称、经营范围和注册资本暨修订<公司章程>的议案》。

图 1：公司章程修改情况

修订前	修订后
第一条为维护日播时尚集团股份有限公司（以下简称“公司”）、股东、职工和债权人的合法权益，规范公司的组织和行为，根据《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）、《中华人民共和国证券法》以下简称《证券法》）和其他有关规定，制定本章程。	第一条为维护上海璞源化学材料集团股份有限公司（以下简称“公司”）、股东、职工和债权人的合法权益，规范公司的组织和行为，根据《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）、《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）和其他有关规定，制定本章程。
第四条公司注册名称：日播时尚集团股份有限公司。英文名称：Ribo Fashion Group Co., Ltd.	第四条公司注册名称：上海璞源化学材料集团股份有限公司。英文名称：Shanghai Porigine Chemical Material Group Co., Ltd.
第六条公司注册资本为人民币 236,988,282 元。	第六条公司注册资本为人民币 418,687,440 元。
第十四条公司的经营宗旨：以设计创意为主导的多品牌组合战略，倡导个性化、差异化、高文化含量的生活方式，积极持续地打造品牌形象。为中高端主流消费群体提供精品服装，实施以创意为导向的精品化路线，成为国内细分服装市场的领先者。整合优势资源，拓展海外市场，发展为国际品牌公司与国际化的集团公司。	第十四条公司的经营宗旨：立足于化学材料领域，依靠先进技术、现代化的管理、优质的产品和全面的服务，提高产品核心竞争力，努力实现股东权益和公司价值的最大化，创造良好的经济和社会效益；同时，调整优化服装领域布局，巩固可持续发展能力，提升企业综合实力。
第十五条经依法登记，公司的经营范围是：一般项目：服装服饰设计；服饰研发；服装制造（无染色、印花、水洗、砂洗工艺）；服装服饰批发；服装服饰零售；日用口罩（非医用）生产；日用口罩（非医用）销售；特种劳动防护用品生产；特种劳动防护用品销售；针纺织品销售；礼品花卉销售；日用品销售；日用品批发；文具用品批发；办公用品销售；化妆品零售；箱包销售；眼镜销售（不含隐形眼镜）；家居用品制造；家居用品销售；化妆品批发；市场营销策划；企业形象策划；企业管理咨询；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；住房租赁；非居住房地产租赁；普通货物仓储服务（不含危险化学品等需许可审批的项目）；互联网销售（除销售需要许可的商品）。	第十五条经依法登记，公司的经营范围是：一般项目：一般项目：专用化学产品销售（不含危险化学品）；合成材料销售；新型催化材料及助剂销售；高纯元素及化合物销售；表面功能材料销售；电子专用材料销售；电子专用材料研发；新材料技术研发；新材料技术推广服务；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；企业总部管理；以自有资金从事投资活动；投资管理；专业设计服务；市场营销策划；企业形象策划；企业管理咨询；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；住房租赁；非居住房地产租赁；普通货物仓储服务（不含危险化学品等需许可审批的项目）；互联网销售（除销售需要许可的商品）；技术进出口；货物进出口。
第二十一条公司已发行的股份总数为 236,988,282 股，均为普通股。	第二十一条公司已发行的股份总数为 418,687,440 股，均为普通股。

资料来源：璞源材料公告，天风证券研究所

1.2. 公司目前实控人为梁丰，梁丰同时也是璞泰来董事长

公司目前实控人为梁丰，控股 21.73%。2023 年 5 月 15 日，王卫东及其控制的日播控股与梁丰及其控制的上海阔元签署了《股份转让协议》，日播控股向梁丰与上海阔元分别转让 52,032,500 股、12,000,000 股公司股份。此次股份转让后，梁丰直接及通过上海阔元合计控制公司 29.75% 的股份，成为新任控股股东和实际控制人。收购茵地乐后，梁丰及其一致行动人对公司持股比例稀释至 21.73%。

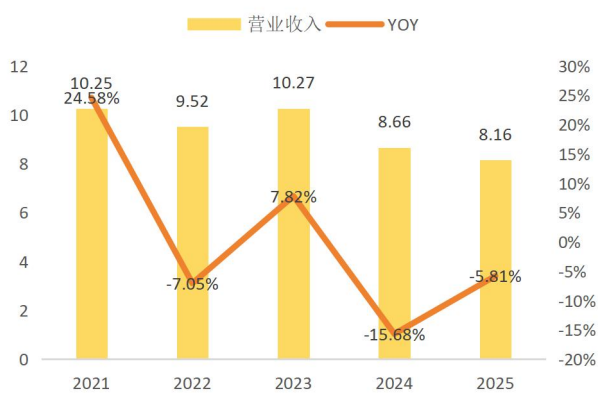
梁丰目前也是璞泰来董事长。梁丰先后就职于东莞新科磁电制品有限公司、中信集团深圳中大投资管理有限公司、中信基金管理有限公司、友邦华泰基金管理有限公司、上海毅扬投资管理有限公司。2012 年 11 月至 2015 年 11 月，担任璞泰来有限公司执行董事；2015 年 11 月至今，担任璞泰来董事长；2023 年 8 月 31 日成为璞源材料第一大股东。

1.3. 2025 年服装业务已实现扭亏，茵地乐 2025 年业绩表现亮眼

公司 2025 年归母净利润 0.18 亿元，实现扭亏为盈。公司 2025 年扭亏原因为：

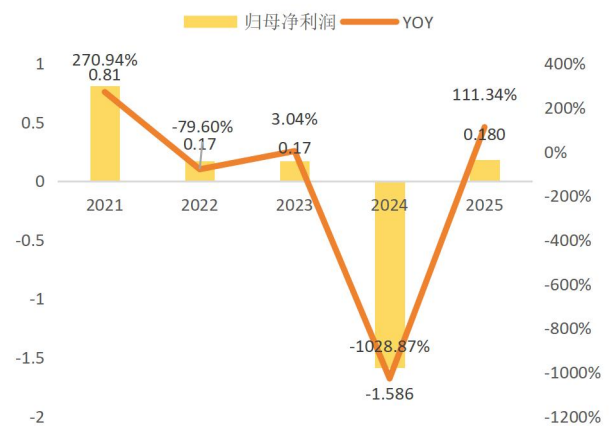
- ✓ 优化产品矩阵、重塑渠道价值，实现产品结构与市场策略的精准匹配，产品销售毛利率提升 3.75 个百分点，盈利能力有较大提升；
- ✓ 推行系列降本增效举措，通过系统性优化实现资源效率最大化，期间费用同比下降 14.55%；
- ✓ 通过实施动态库存监控与分级消化机制，将存货周转效率提升，使存货减值损失减少，以及优化资产结构，在建工程资产减值损失减少，相关资产减值损失同比下降 54.84%。

图 2：2021-2025 年公司营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

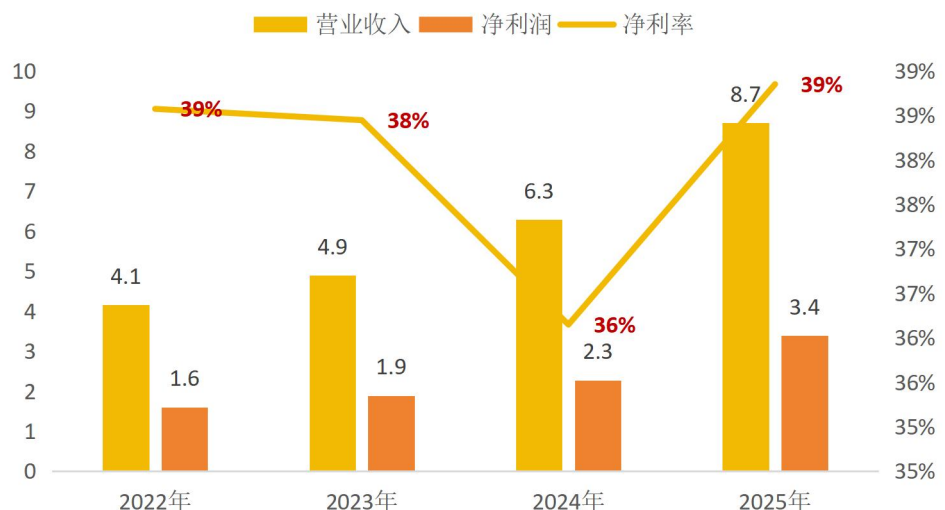
图 3：2021-2025 年公司归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

茵地乐 2025 年营业收入 8.7 亿元，净利润 3.4 亿元。2022 年到 2025 年，公司营业收入、净利润的年复合增长率为 27.99%、28.31%，净利率保持在 30%+，2025 年净利率回升至 39%。公司业绩承诺为 2025-2027 年实现净利润分别不低于 2.16、2.25、2.33 亿元。

图 4：茵地乐 2022-2025 年收入、净利润和净利率（亿元、%）



资料来源：璞源材料公司公告，天风证券研究所

2. 锂电池粘结剂中 PAA 渗透率提升中，茵地乐龙头优势显著

2.1. PAA 粘结剂渗透率有望提升，且适配硅碳、钠电等新材料

按照使用场景划分，锂电池粘结剂主要包括负极粘结剂、正极粘结剂以及隔膜粘结剂等。各应用领域适用的粘结剂具有不同的技术路线和性能。

图 5：PAA 和 SBR+CMC 粘结剂应用场景及作用

项目	主要产品种类	作用
负极粘结剂	主要是 SBR+CMC（占比 71%），PAA（占比 29%）	主要将负极材料牢固地粘结在电池金属基底上，同时确保负极材料之间的粘结
正极粘结剂	正极粘结剂可细分为用于活性材料涂层端的粘结剂及边涂粘结剂；其中，正极活性材料涂层端基本为 PVDF；PAA 可以作为正极边涂粘结剂	活性材料涂层端的粘结剂将正极粉末粘接，保持活性物质、增强活性材料与导电剂以及活性材料与集流体之间的接触；正极边涂粘结剂涂布在正极边缘空白处，消除切边毛刺风险，防止金属毛刺刺穿隔膜使正负极金属箔直接接触短路
隔膜粘结剂	1、隔膜耐热涂层：以陶瓷粉体+苯丙乳液为主，PAA 可替代苯丙乳液起到分散和粘接的作用 2、隔膜与正负极粘接涂层：PAA +PVDF，PAA 为 PVDF 材料的分散剂和粘接剂	粘结剂、分散剂和陶瓷粉体混合后制成浆料，作为隔膜涂覆的涂层材料

资料来源：璞源材料公告，天风证券研究所

目前负极粘结剂主流是 SBR+CMC，PAA 因性能优异在陆续替代 SBR+CMC。在动力电池尚未起量之前，消费电池对电池内阻和循环性能要求不高，因此市场上主要使用 SBR+CMC 体系作为负极粘结剂。PAA 较 SBR+CMC 优势在于利于电池性能，具体包括首效高、倍率性能好、循环寿命长，劣势是加工性能、柔性差，但随着产品工艺的优化和规模化生产，劣势在逐步缩小（茵地乐第二代 PAA 类粘结剂产品柔性较第一代提升 60%）。据 GGII 统计，PAA 在锂电池负极使用比例约从 2022 年的 24% 提升至 2024 年的 29%，预计 2030 年有望提升至 46%。

图 6：PAA 和 SBR+CMC 粘结剂性能对比

性能对比	PAA	SBR+CMC
材料特性	一体化：分散、悬浮和粘结，简化合浆步骤，降低工序制造成本，降低粘结剂用量并提升粘结力	CMC 起分散和悬浮作用，SBR 起粘结作用，需配合使用
生产加工过程	材料性质较硬，加工性能较差，具有一定的掉料或断裂风险	柔韧性能较好，拉伸性好，加工性能较好
电池性能	首效高，倍率性能好，能量密度提升潜力大，循环寿命长，可保持电极结构稳定，在快充和储能电池中优势明显	在生产加工过程中有优势，但在电池性能方面整体不如 PAA，电极膨胀时会导致电子和离子导电受影响，循环寿命受限
适用负极体系	1、在石墨体系中因性能优势，现多与 SBR+CMC 体系配合使用，渗透率逐步提升； 2、更适用硅基负极，能有效控制硅膨胀，提升电池循环性能，维持电极稳定性	在石墨类负极规模化生产中应用广泛，在动力和储能电池中逐渐被 PAA 替代
用量（石墨体系）	使用 PAA 后总量可降至 2.5%，其中 PAA 约 1.5%-2%，SBR 及 CMC 少量；未来 PAA 材料柔性化提升后，SBR 和 CMC 有望被完全替代	传统用量约 3%（SBR1.8%，CMC1.2%）
用量（硅体系）	硅含量 5%-10%时，PAA 用量会提高，如总胶量 3%时，PAA 约 2%，SBR 约 1%；高硅体系中 PAA 占主导	不适用

资料来源：璞源材料公告、天风证券研究所

PAA 适配各种锂电材料新技术，如硅碳负极、钠电等。PAA 导电性优异、可实现在极片中的均匀分布，在 Si 表面形成类似 SEI 膜的包覆、抑制电解液分解；分子链中大量的极性基团，能与硅纳米颗粒形成氢键，具有更好的机械强度，能够有效地抑制硅颗粒的膨胀，提高电极的可恢复能力。石墨负极用 PAA 粘结剂添加比例一般在 1.5%左右，硅基负极用 PAA 粘结剂添加比例一般在 2%左右，涂炭铝箔浆料重量占比一般为铝箔的 2%，其中，PAA 粘结剂在浆料中占比约 25%等。PAA 粘结剂同样适用钠电池负极和涂炭铝箔，随着钠电池需求增加，PAA 粘结剂的应用场景将更广阔。

2.2. 茵地乐是国内 PAA 粘结剂龙头，下游客户为宁德、比亚迪等

茵地乐在国内锂电池 PAA 类负极粘结剂市场占据接近一半份额。根据 GGII 统计，2024 年国内锂电池 PAA 类负极粘结剂市场中，茵地乐市场占有率高达 49%。除茵地乐外，PAA 主要参与者有深圳市研一新材料、福建蓝海黑石新材料等。

公司目前主要客户为比亚迪、中创新航、宁德时代等。根据 2025 年 1-5 月数据，公司前五大客户为比亚迪、中创新航、蜂巢、宁德时代、璞泰来，收入占比分别为 19.1%、18.5%、10.2%、9.3%、5.8%。

2025 年 1-5 月公司来自动力/储能电池收入占比分别为 54%/ 21%。根据公司 2025 年 1-5 月数据，54%收入占比来自动力电池，21%来自储能电池，15%来自隔膜涂覆。

图 7：茵地乐不同下游收入金额及占比

应用领域	2025 年 1-5 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
动力电池	17,143.31	54.08%	35,353.02	55.48%	26,986.68	53.62%
储能电池	6,558.27	20.69%	14,313.98	22.46%	13,454.38	26.73%
隔膜涂覆	4,680.48	14.77%	9,642.41	15.13%	7,782.90	15.47%
其他	3,315.03	10.47%	4,416.05	6.93%	2,101.32	4.17%
总计	31,697.09	100.00%	63,725.46	100.00%	50,325.28	100.00%

资料来源：璞源材料公告、天风证券研究所

3. 投资建议

3.1. 盈利预测

茵地乐 71%股权于 2025 年 12 月 31 日完成过户登记至公司名下，公司公告称其 2025 年度经营业绩不会对公司 2025 年度营业收入、利润总额及净利润等产生影响。

我们预计公司 2026-2028 年实现收入 21、24、29 亿元，归母净利润 3.3、4.4、5.5 亿元。核心假设如下：

- ✓ **收入**：考虑不同下游情况，我们预计 26 年服装类业务增速为-1%，后续稳定，26 年茵地乐公司并表后带来收入增量，考虑到锂电行业下游景气度，给予茵地乐 26/27 年收入增速 30%/29%/25%。
- ✓ **毛利率**：以 25 年为基准，预计服装类毛利率维持在 60%左右，茵地乐业务 26-27 年毛利率为 52%。

图 8：盈利预测

项目	单位	2025年	2026年E	2027年E	2028年E
营业收入	亿元	8.2	21	24	29
YOY	%	-6%	153%	18%	19%
服装类	亿元	8.2	8.1	8.1	8.1
YOY	%	-6%	-1%	0%	0%
茵地乐	亿元		13	16	21
YOY	%		30%	29%	25%
毛利率	%	59%	55%	55%	54%
服装类	%	59%	60%	60%	60%
茵地乐	%		52%	52%	52%
期间费用+营业税金及附加率	%	54%	27%	23%	21%
期间费用+营业税金及附加	亿元	4.4	5.5	5.6	6.1
服装类		4.4	4.2	4.2	4.2
茵地乐			1.3	1.5	1.7
归母净利润	亿元	0.2	3.3	4.4	5.5

资料来源：Wind，璞源材料公告、天风证券研究所

3.2. 投资分析

考虑公司收购茵地乐后，未来几年有望实现业绩双位数增长，茵地乐主的 PAA 有渗透率提升逻辑+适配各种新技术（钠电、硅碳），首次覆盖，给予“持有”评级。

风险提示

服装业务经营不及预期：受宏观消费环境低迷影响，公司主营业务经营情况不佳，若宏观经济持续低迷，可能会持续影响公司主业。

锂电池需求不及预期：PAA 下游主要是锂电池，若锂电池未来几年需求不及预期，将影响我们的判断。

锂电材料价格战导致净利率不及预期：茵地乐毛利率尚处于较高位置，若未来出现价格竞争，可能会导致产品净利率下降。

PAA 渗透率提升不及预期：本文看好公司核心点是看好 PAA 在锂电池负极使用比例不断提升，若提升不及预期，将影响我们的判断。

股价短期涨幅较大：近期公司股价累计涨幅较大，若市场情绪变化或资金面收紧，股价可能出现较大幅度调整。

收购整合效果不及预期：公司已完成收购事项，但后续业务整合、管理磨合等仍存在不确定性。若整合进度不及预期，可能对公司经营及本文判断产生影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	141.26	596.35	1,319.17	830.00	1,465.73
应收票据及应收账款	72.19	600.57	263.88	370.40	398.27
预付账款	8.31	12.88	5.13	13.22	8.76
存货	273.34	307.18	284.73	400.46	405.48
其他	59.01	288.98	108.44	126.00	141.20
流动资产合计	554.11	1,805.97	1,981.35	1,740.07	2,419.45
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	115.43	374.01	503.87	974.76	1,232.44
在建工程	45.95	320.74	277.87	311.44	273.22
无形资产	70.36	137.84	134.50	131.16	127.82
其他	251.63	658.63	625.20	619.61	626.95
非流动资产合计	483.37	1,491.23	1,541.45	2,036.97	2,260.43
资产总计	1,037.48	3,297.20	10,758.32	12,255.43	12,328.22
短期借款	119.66	135.80	150.00	156.00	164.00
应付票据及应付账款	122.36	270.62	367.62	305.33	559.23
其他	125.31	541.94	333.99	319.16	438.65
流动负债合计	367.33	948.36	851.61	780.49	1,161.88
长期借款	0.00	33.70	37.00	35.00	45.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	32.94	55.87	38.18	40.35	41.84
非流动负债合计	32.94	89.56	75.18	75.35	86.84
负债合计	400.27	1,037.92	926.79	855.84	1,248.71
少数股东权益	1.23	433.33	554.23	717.21	920.73
股本	236.99	398.69	418.69	418.69	418.69
资本公积	370.64	1,369.49	1,369.49	1,369.49	1,369.49
留存收益	28.02	46.01	372.90	813.53	1,361.01
其他	0.34	11.77	(1.80)	3.43	4.47
股东权益合计	637.21	2,259.28	2,713.51	3,322.35	4,074.39
负债和股东权益总计	1,037.48	3,297.20	10,758.32	12,255.43	12,328.22

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	(158.80)	18.43	326.89	440.63	547.48
折旧摊销	32.53	30.44	33.85	60.24	76.80
财务费用	4.99	6.96	8.93	(25.29)	(24.15)
投资损失	(1.53)	(37.33)	(40.00)	(45.00)	(50.00)
营运资金变动	55.24	340.02	357.84	(308.81)	329.45
其它	166.31	(197.95)	119.90	164.97	201.52
经营活动现金流	98.74	160.57	807.42	286.75	1,081.10
资本支出	(107.25)	970.00	135.19	559.18	291.44
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	125.54	(615.64)	(237.04)	(1,368.44)	(779.77)
投资活动现金流	18.30	354.36	(101.85)	(809.26)	(488.33)
债权融资	37.40	40.74	10.82	28.11	41.93
股权融资	7.11	1,171.98	6.43	5.23	1.03
其他	(107.93)	(1,282.82)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(63.42)	(70.10)	17.25	33.34	42.96
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	53.61	444.84	722.82	(489.17)	635.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	865.92	815.60	2,065.16	2,429.16	2,882.52
营业成本	384.78	331.81	926.48	1,101.20	1,318.81
营业税金及附加	6.90	10.07	16.52	19.43	23.06
销售费用	337.71	275.72	289.12	303.64	317.08
管理费用	126.86	120.08	173.47	194.33	207.54
研发费用	27.80	22.31	61.95	72.87	86.48
财务费用	7.57	9.07	8.93	(25.29)	(24.15)
资产/信用减值损失	(130.20)	(60.76)	(120.00)	(115.00)	(140.00)
公允价值变动收益	(1.29)	0.31	(1.00)	2.00	(2.00)
投资净收益	1.53	37.33	40.00	45.00	50.00
其他	8.53	5.72	10.00	20.00	30.00
营业利润	(147.14)	29.13	517.68	714.96	891.71
营业外收入	1.07	2.00	1.00	1.00	1.00
营业外支出	2.11	0.52	1.00	5.00	5.00
利润总额	(148.19)	30.61	517.68	710.96	887.71
所得税	10.61	12.19	69.89	107.36	136.71
净利润	(158.80)	18.43	447.80	603.61	751.00
少数股东损益	(0.18)	0.44	120.90	162.97	203.52
归属于母公司净利润	(158.62)	17.99	326.89	440.63	547.48
每股收益(元)	(0.67)	0.08	0.78	1.05	1.31

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	-15.68%	-5.81%	153.21%	17.63%	18.66%
营业利润	-676.52%	-119.80%	1677.04%	38.11%	24.72%
归属于母公司净利润	-1028.87%	-111.34%	1717.19%	34.79%	24.25%
获利能力					
毛利率	55.56%	59.32%	55.14%	54.67%	54.25%
净利率	-18.32%	2.21%	15.83%	18.14%	18.99%
ROE	-24.94%	0.99%	15.14%	16.91%	17.36%
ROIC	-27.26%	5.90%	31.78%	44.69%	30.46%
偿债能力					
资产负债率	38.58%	31.48%	8.61%	6.98%	10.13%
净负债率	0.70%	-17.74%	-40.68%	-18.42%	-30.19%
流动比率	1.51	1.90	2.33	2.23	2.08
速动比率	0.76	1.58	1.99	1.72	1.73
营运能力					
应收账款周转率	10.86	2.42	4.78	7.66	7.50
存货周转率	3.09	2.81	6.98	7.09	7.15
总资产周转率	0.79	0.38	0.29	0.21	0.23
每股指标(元)					
每股收益	-0.67	0.08	0.78	1.05	1.31
每股经营现金流	0.42	0.68	1.93	0.68	2.58
每股净资产	2.68	7.70	5.16	6.22	7.53
估值比率					
市盈率	-52.19	460.17	44.74	33.19	26.71
市净率	13.02	4.53	6.77	5.61	4.64
EV/EBITDA	18.27	29.47	17.70	15.24	11.82
EV/EBIT	20.87	32.38	18.50	16.27	12.64

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com