

## 全域营收提质增效, 产能布局赋能增长

### 投资要点

- 事件:** 2025年全年, 公司实现营业收入19.7亿元, 同比增加22.1%; 实现归母净利润1.7亿元, 同比增加37.5%; 实现扣非归母净利润1.65亿元, 同比增加42.8%。2025年四季度单季, 公司实现营业收入5.9亿元, 同比增加18.35%; 实现归母净利润0.4亿元, 同比增加24.3%; 扣非后归属母公司股东的净利润为0.5亿元, 同比增加74.2%。
- 结构持续优化, 毛利率与净利率双升。** 公司坚守以生产、销售和研发高性能复合材料主业定位, 实施汽车行业、智能家电行业双赛道, 并协同消费电子、新能源、智能穿戴等战略新领域共同发展战略, 深化客户合作, 全面提升市场占有率和盈利水平, 为公司营收和净利润双增长提供了核心支撑。毛利率方面, 公司2025年整体毛利率18.5%, 较2024年增加2.2pp, 主要得益于公司业务聚焦、客户精选、产品迭代, 结构持续优化, 高性能、高附加值产品占比扩大及外销毛利率显著增强。分产品看, 2025年塑料粒子毛利率较2024年增加2.1pp至18.7%, 塑料片材毛利率较2024年增加3.15pp至9.6%; 分地区看, 2025年国内地区毛利率较2024年增加2.2pp至18.4%, 海外地区毛利率较2024年增加16.7pp至34.7%。得益于毛利率的上行, 公司2025年净利率较2024年增加0.9pp至8.4%。
- 多区域营收强势增长, 新产能落地蓄势赋能。** 2025年公司华北、华中、西南和西北地区营业收入分别同比增长82.1%、148.5%、146.4%、77.2%, 主要得益于公司规模持续扩大, 该地区订单量的增加, 同时公司新工厂产能完全释放覆盖了部分区域。公司的宿迁禾昌和陕西新禾润昌两大项目的规划产能均为3万吨/年, 其中宿迁禾昌的产能预计在2026年末逐步完成产能释放, 陕西禾润昌的产能预计2026年下半年投产运营。产能扩张将成为公司核心成长动能之一。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2026-2028年归母净利润分别为2.0/2.4/2.9亿元, 对应PE为15/12/10倍。考虑到公司实施汽车行业、智能家电行业双赛道, 并协同消费电子、新能源、智能穿戴等战略新领域共同发展战略, 深化客户合作, 全面提升市场占有率和盈利水平, 同时产品结构逐步优化, 高附加值产品占比有望逐步提升, 产能端同步释放赋能, 我们看好公司长期发展, 给予公司2026年22倍PE, 对应目标价28.82元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 主要原材料价格波动风险, 市场竞争加剧风险, 应收账款和应收票据坏账风险, 核心技术配方泄露风险, 控制股东、实际控制人控制不当风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1968.80	2259.78	2705.42	3192.67
增长率	22.07%	14.78%	19.72%	18.01%
归属母公司净利润(百万元)	166.29	197.89	237.97	292.01
增长率	37.52%	19.01%	20.26%	22.70%
每股收益EPS(元)	1.10	1.31	1.58	1.94
净资产收益率ROE	12.98%	13.69%	14.47%	15.46%
PE	17	15	12	10
PB	2.27	2.01	1.76	1.53

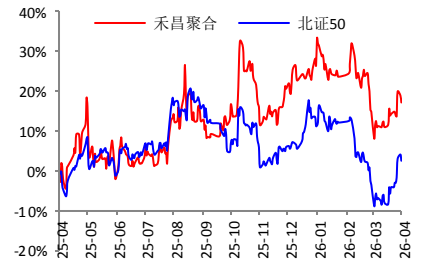
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

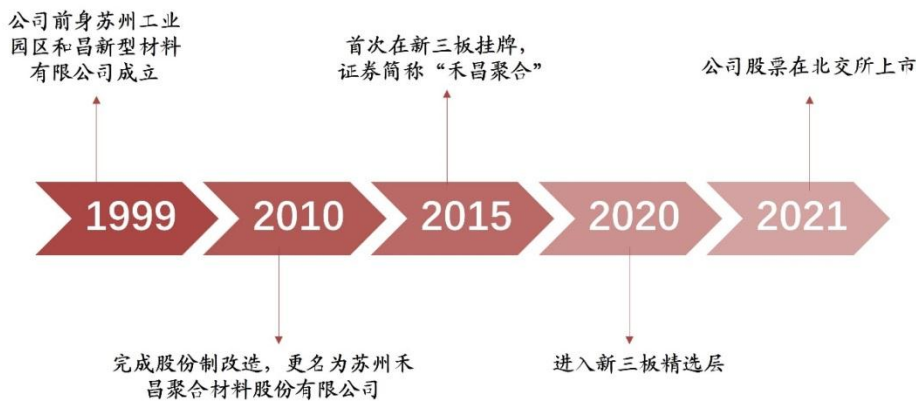
总股本(万股)	15066.80
流通A股(万股)	8581.68
52周内股价区间(元)	17.43-21.60
总市值(亿元)	28.81
总资产(亿元)	21.23
每股净资产(元)	8.44

### 相关研究

## 1 深耕改性塑料二十余载，2025 年业绩持续增长

公司是国内改性塑料领域的专精特新企业，国家高新技术企业，专注于改性塑料粒子、塑料片材等产品的研发、生产与销售，公司自 1999 年 6 月设立以来，在改性塑料领域已深耕逾二十年，顺应下游市场汽车行业节能减排、轻量化的发展趋势以及家电行业消费升级下更加注重材料环保、健康、安全的品质性能要求，不断进行产品技术创新，瞄准产业链技术发展前沿，加快绿色、节能、高效的生产工艺改善和技术开发应用，核心产品广泛应用于汽车、家电、电子电气、食品包装等领域。公司具备完善的产品研发体系与规模化生产能力，依托优质客户资源与持续技术创新，在改性塑料细分赛道建立起稳定的市场地位。公司总部位于苏州工业园区，目前旗下共拥有 11 家子（孙）公司，布局五大研发生产基地，分别设立于江苏苏州、江苏宿迁、陕西宝鸡、湖南湘潭和泰国北榄府，形成覆盖全国及东南亚的生产运营服务体系。截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有授权专利 70 项，其中发明专利 18 项，实用新型专利 52 项，另有软件著作权 5 项。

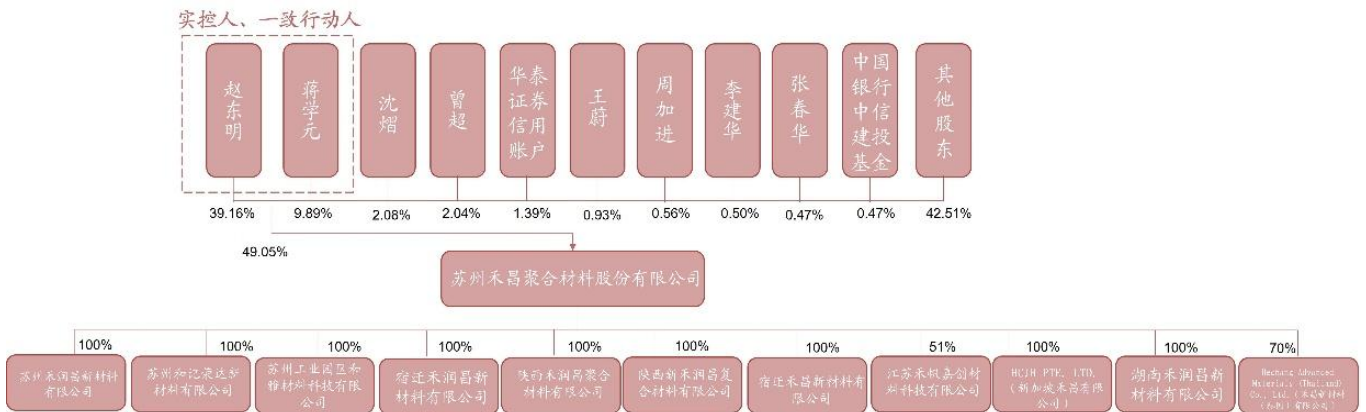
图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

### 1.1 股权集中结构稳固，实控人长期稳定掌舵

股权结构相对集中且稳定，实控人具备深厚的行业从业经验。自公司设立以来，公司控股股东及实际控制人均为赵东明先生，截至 2025 年 12 月 31 日，公司第一大股东赵东明直接持有公司 59,000,667 股股份，占公司总股本的 39.2%；公司第二大股东蒋学元直接持有公司 14,907,223 股股份，占公司总股本的 9.9%，蒋学元系赵东明配偶的兄弟，二者为一致行动人。

**图 2：公司股权结构（截至 2025 年 12 月 31 日）**


数据来源：iFinD，西南证券整理

## 1.2 产品矩阵高端升级，客户资源优质稳固

产品体系完整丰富，核心品类覆盖齐全。公司专注高性能改性塑料研发、生产与销售，形成以改性塑料粒子为核心、塑料片材为配套的完整产品矩阵，主要包括改性聚丙烯、玻纤增强聚丙烯、阻燃 / 抗静电等特种改性聚丙烯、改性工程塑料、改性 ABS、改性 PVC、色母粒以及 PET、PVC 片材等，产品具备高抗冲击、高刚性、耐热阻燃、轻量化、低 VOC、环保可循环等特点，可全面满足汽车、家电、电子电气、食品包装等多领域定制化材料需求。

**表 1：公司主要产品情况**

产品类别		产品简介	产品图示	应用特点	应用场景及部件
塑料粒子	矿物填充改性聚丙烯	主要由 PP 添加滑石粉、碳酸钙、助剂等，具有高抗冲击、高刚性、尺寸稳定等优点。		汽车门板、保险杠、立柱等部件需要长期在高温暴晒、雨水冲刷下保持稳定性能，对材料的抗冲击性、耐热性、稳定性要求较高。与常规材料相比，矿物填充改性聚丙烯在保持上述性能的同时，价格具有竞争力。	主要用于汽车仪表盘、门板、立柱、保险杠等汽车内外饰件，以及洗衣机外壳、空调外壳、冰箱抽屉等。
	改性聚丙烯塑料粒子	主要包括短玻纤增强 PP 和长玻纤增强 PP，其中短玻纤 PP 具有高刚性、高耐热性和可循环使用性；长玻纤增强 PP 具有高刚性、高抗冲击性能，且具有低收缩率和高尺寸稳定性等优点。	 PP 内饰系列 PP 填充增强系列，LFT 增强系列，低气味系列	风扇叶片、电动工具外壳、洗衣机滚筒、发动机支架等部分需长期承受外力作用，对材料冲击韧性、抗蠕变性、耐疲劳性要求较高，玻纤增强改性聚丙烯上述性能优异，能更好的保障相应部件长期稳定保持正常运转。	短玻纤主要用于风叶、电子电器、洗衣机配件、电动工具外壳等；长玻纤主要用于汽车仪表台骨架、发动机支架等汽车零部件及洗衣机滚筒等。
	其他改性	主要包括阻燃 PP、抗静电 PP、高流动性材料等改性	 PP 外饰系列 耐候低收缩系列，高耐候系列	电器、汽车等产品中有大量与电路或其他发热器件接触或密	阻燃 PP 主要用于汽车阻燃配件及冰箱内

产品类别	产品简介	产品图示	应用特点	应用场景及部件
聚丙烯	聚丙烯产品，其中阻燃 PP 具有环保、安全、无析出、无滴落、高抗冲、耐高温等特性，抗静电 PP 则具有良好的刚韧性平衡、抗静电性。	 <p>PA结构件系列</p> <p>PA玻纤增强系列，耐高温系列，阻燃系列</p>  <p>PBT/特殊合金系列</p> <p>PBT玻纤增强系列，PC+PBT玻纤增强系列</p>	切关联的部件，存在不同程度的起火风险。阻燃 PP 具有良好的阻燃防火性能，能够消除或减少此类产品的燃烧隐患。媒体包装、电子产品制造、玩具等器件受静电影响较大，抗静电 PP 能很好满足该类产品的需求。受新冠疫情影响，公司生产部分低气味高熔指 PP，用于制作防疫口罩。	挡板，抗静电 PP 主要用于家庭用品、媒体包装、仪器容器、收藏箱、玩具、电子产品制造等。
其他改性塑料	改性工程塑料	<p>主要包括改性 PC/ABS、改性尼龙、改性 PC、改性 PBT、改性 PBT/PET、改性 HIPS 等，根据客户需求实现差异化的特种性能要求。</p>  <p>ABS、PC/ABS系列</p> <p>PC/ABS外观件系列，PC/ABS 包覆件系列</p>	汽车、电器类产品的部分构件根据其用途需要不同的性能，公司生产的各种工程塑料根据客户需求差异，能够分别实现良好的抗冲击强度、刚性、可加工性、韧性、阻燃性、环保性、耐高温性、耐寒性、耐磨性、耐疲劳性、耐有机溶性、耐老化性等特种性能，因此能很好满足相应产品的需求。	主要用于汽车倒车镜支架、发动机盖、车灯接插件、齿轮、汽车散热器风扇、换挡器外壳、油门踏板等汽车零部件，电视机外壳、液晶电视框架、洗衣机面板、空调等家用电器部件。
	改性 ABS	<p>主要包括耐热 ABS、阻燃 ABS 等产品，改性 ABS 具有较好的流动性、光泽度、耐冲击性，其中部分产品还具有耐热、阻燃及尺寸稳定等特性。</p>  <p>其他特殊效果系列</p> <p>免喷涂、软触感以及生物基仿织物效果系列</p>	汽车仪表板骨架、散热格栅、出风口、灯框等部件需要一定的光泽度、耐冲击、低散发性能，ABS 树脂综合性能良好，机械性能和成型加工能力较好，可满足该产品相关性能要求。	主要用于汽车仪表板骨架、车散热器格栅、除雾格栅、出风口、车头灯框等汽车零部件，电器开关面板、外壳等。
	其他改性	<p>主要包括改性 PVC 和色母粒，改性 PVC 具有优异的</p>	由于天然真皮资源有限，价格高，加工过程中对环保的要求	改性 PVC 主要用于汽车内饰件、门封条等产

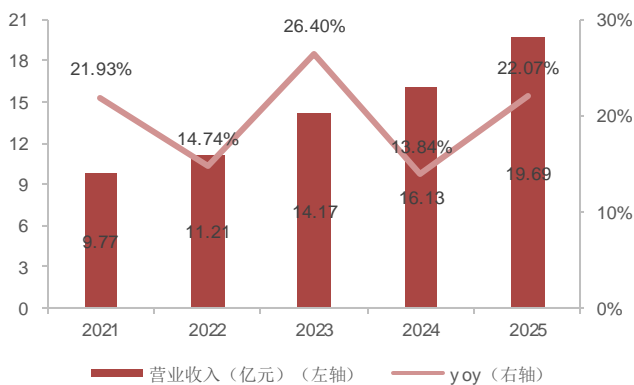
产品类别	产品简介	产品图示	应用特点	应用场景及部件
塑料	耐寒性、耐老化性、耐疲劳性，其回弹性较好，易加工成型；色母粒主要用于塑料着色。		高，海内外企业多采用 PVC 革复合材料。汽车内饰件、封条等多使用性能优异的人造革。色母粒可用于公司改性 PP、改性 ABS 等产品着色。	品生产；色母粒产品可用于汽车零部件、家电零部件等诸多领域。
塑料片材	PET 片材是一种热塑性环保塑料产品，无毒无害，且可实现防静电性能。		食品包装材料需具有可塑性、无毒无害的特点，电子产品托盘需要防静电功能，PET 材料满足该类功能，因此常用于电动工具包装、食品包装。	主要用于塑料包装产品的生产，如电子产品托盘、电动工具包装、食品包装等。
	PVC 片材具有较好的抗冲击强度，耐腐蚀性强，易加工。		电子产品托盘等包装盒需要抗冲击、耐腐蚀等性能，主要采用 PVC 片材制作而成。	主要用于塑料包装产品的生产，如电子产品托盘、电动工具包装等。

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.3 营收利润双双高增，研发投入领跑同业

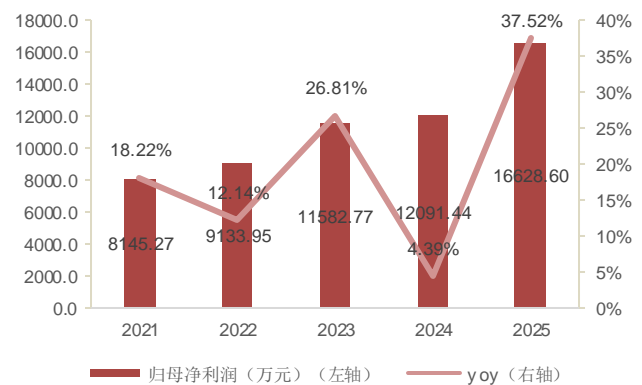
**规模盈利同步高增，持续增长态势明确。**公司 2021-2025 年期间实现收入 9.8/11.2/14.2/16.1/19.7 亿元，同比增长 21.9%/14.7%/26.4%/13.8%/22.1%。2025 年期间公司主营业务收入显著增长，主要受益于 2025 年四季度产能释放，Q4 营收达 5.9 亿元，环比增长 18.1%，归母净利润 3710.0 万元，为全年峰值，显示产能释放与订单集中交付效应明显；同时，公司主要原材料价格同比下降，有效降低了生产成本，提升了公司的盈利能力。公司 2021-2025 年期间实现归母净利润 8145.3/9134.0/11582.8/12091.4/16557.5 万元，同比增长 18.2%/12.1%/26.8%/4.4%/37.5%，2025 年期间公司归母净利润同比大幅增长 37.5%，实现连续盈利，业绩增长主要来自行业与公司两方面的驱动。行业层面，受益于家电、汽车下游市场需求持续增长，行业景气度上行：汽车领域，新能源汽车渗透率不断提升，轻量化、智能化趋势带动高性能复合材料需求增长；家电领域，产品升级推动行业需求稳步恢复，带动公司订单量增长。公司层面，公司增加研发投入，加大市场开拓力度，叠加原材料价格同比下降，整体盈利能力不断改善，最终实现营收与利润双增长。

图 3：营业总收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

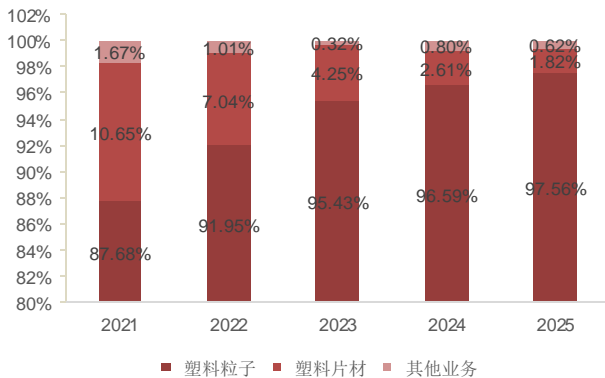
图 4：归母净利润及增速



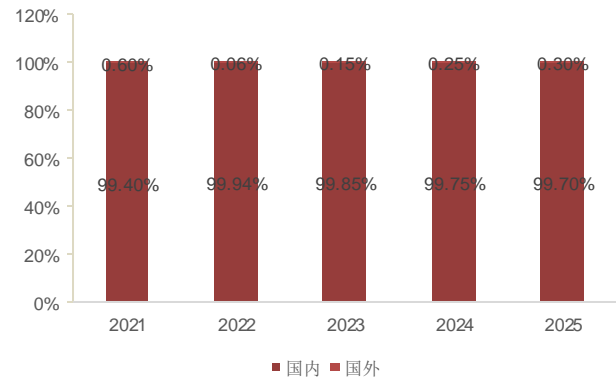
数据来源：iFinD，西南证券整理

**营收结构持续优化，主业贡献稳步增强。**公司主业高度集中，分产品看，2021-2025 年期间，塑料粒子分别实现收入 8.6/10.3/13.5/15.6/19.2 亿元，同比增长 39.1%/20.3%/31.2%/15.2%/23.3%，收入占比分别为 87.7%/92.0%/95.4%/96.6%/97.6%，主业聚焦成效显著，塑料粒子始终占据公司收入核心地位。具体看，改性聚丙烯为第一大收入来源，2021-2025 年期间分别实现收入 7.7/8.9/11.6/13.5/17.1 亿元，分别占比 78.6%/79.0%/81.5%/83.8%/86.8%，塑料片材 2025 年营业收入 0.4 亿元，同比下降 14.8%，已连续四年持续下降。毛利率方面，2025 年塑料粒子、塑料片材毛利率分别为 18.7%、9.6%，较 2024 年分别上升 2.1pp、3.1pp，这得益于公司逐步缩减通用型、低毛利产品产能，加大高性能、高附加值产品投入，产品毛利率持续上行。

**境内外布局同步推进，区域结构持续优化。**公司巩固现有核心客户，目前营业收入以国内为绝对主导，连续五年营收占比均 99% 以上，公司也积极优化客户结构与区域布局，提升市场份额与品牌影响力，构建稳定、可持续的优质客户群。得益于公司规模持续扩大，地区订单量增加，以及新工厂产能完全释放，2025 年期间，华中地区同比+148.5%，西北地区同比+77.2%，西南地区同比+146.4%，华北地区同比+82.14%。同时，公司于 2025 年在新设江苏禾帆嘉创材料科技有限公司和湖南禾润昌新材料有限公司以期增强公司竞争力，进一步提高业务规模。公司还积极拓展国外优质龙头客户，海外布局东南亚市场重点区域，2025 年期间，对外投资设立新加坡全资子公司 HCJH.PTE.LTD.和通过全资子公司新加坡禾昌对外投资设立泰国控股孙公司 Hechang Advanced Materials (Thailand) Co., Ltd.以提升海外市场竞争力和服务能力，践行国家“一带一路”倡议，并丰富公司的境外销售渠道和客户资源，深度参与国际供应链配套。

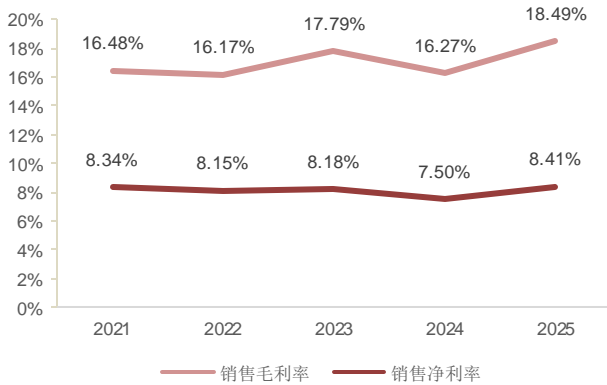
**图 5：公司主营业务收入按产品分类情况**


数据来源：iFinD，西南证券整理

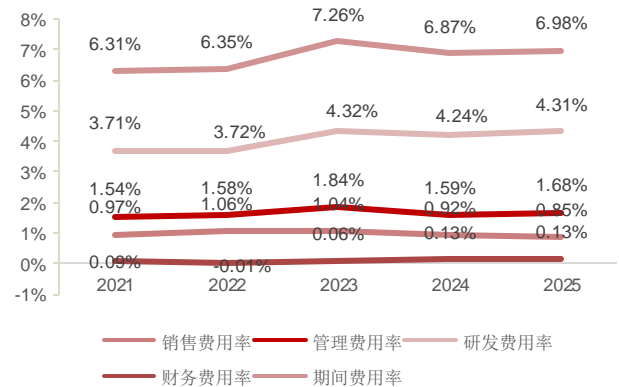
**图 6：公司主营业务收入按地区分类情况**


数据来源：iFinD，西南证券整理

**研发投入持续加码，费用结构整体稳健。**毛利率方面，公司 2025 年整体毛利率 18.5%，得益于产品结构优化，高附加值产品增加，毛利率提升；费用率方面，公司 2025 年期间费用率 7.0%，其中研发费用 8488.3 万元，研发费用率 4.3%，通过与国内高校高分子材料专业、科研院所建立长期合作关系，共建产学研合作基地，前瞻性布局生物基改性塑料、HCRP-循环材料、低 VOC 环保材料等环境友好塑料方向，缩短研发周期、降低研发成本；管理费用率、销售费用率分别较 2024 年变动+0.1、-0.1 pp 至 1.7%、0.9%，费用管控总体平稳。

**图 7：公司毛利率及净利率情况**


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：改性聚丙烯方面，公司中期增长核心仍依托“产能释放+汽车/家电稳需求+东南亚拓展”的主线，改性 PP 对接车用内外饰、功能结构件等高景气场景，新增与在手项目预计自 2026 年起更充分贡献；上游聚丙烯处在“下半年集中投放、部分油制/PDH 装置或延迟”的扩产节奏中，价格中枢“震荡寻底”但阶段波动加大，改性企业以成本+加工费模式对冲原材料波动，毛利额韧性较优。综合考虑 2026 年扩产兑现与 2027 年爬坡、2028 年基数抬升后的延续性，我们预计 2026-2028 年，改性聚丙烯销售收入同比变动率分别 15%/20%/18%，毛利率为 17.0%/17.1%/17.5%。

假设 2：其他改性材料塑料方面，公司强化工程塑料与特种材料布局（如改性 PA 等），紧贴汽车轻量化、电子电气、新能源等高附加值需求场景；行业层面特种工程塑料国产替代空间大、需求保持扩容，工程塑料在多领域渗透加深，盈利能力显著优于通用改性料。结合公司“高性能+低 VOC+功能化”产品方向与客户导入规律，我们预计 2026-2028 年，其他改性材料塑料销售收入同比变动率分别 15%/20%/20%，毛利率为 25.5%/25.6%/25.8%。

假设 3：塑料片材方面，当前该产品收入占比较低，主要受益于前期扰动消化后的经营修复与存量客户需求恢复，收入端以温和增长为主，我们预计 2026-2028 年，塑料片材销售收入同比变动率分别 8%/10%/10%，毛利率为 9.0%/9.2%/9.5%。

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
改性聚丙烯	收入	1708.1	1964.3	2357.2	2781.5
	增速	26.3%	15.0%	20.0%	18.0%
	成本	1404.4	1630.4	1954.1	2294.8
	毛利率	17.8%	17.0%	17.1%	17.5%
其他改性材料塑料	收入	212.6	244.5	293.4	352.1
	增速	3.4%	15.0%	20.0%	20.0%
	成本	156.8	182.2	218.3	261.3

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
	毛利率	26.2%	25.5%	25.6%	25.8%
塑料片材	收入	35.9	38.7	42.6	46.8
	增速	-14.8%	8.0%	10.0%	10.0%
	成本	32.4	35.2	38.7	42.4
	毛利率	9.6%	9.0%	9.2%	9.5%
其他业务	收入	12.2	12.2	12.2	12.2
	增速	-5.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	11.1	11.1	11.1	11.1
	毛利率	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
合计	收入	1968.8	2259.8	2705.4	3192.7
	增速	22.1%	14.78%	19.7%	18.0%
	成本	1604.7	1858.9	2222.2	2609.5
	毛利率	18.5%	17.7%	17.9%	18.3%

数据来源：Wind, 西南证券

在考虑所处行业与数据可及性的前提下，我们选取了同样处于改性塑料行业的金发科技、道恩股份、普利特、国恩股份、南京聚隆作为可比公司。2026-2028 年，可比公司平均估值为 23/18/14 倍。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 22.6/27.1/31.9 亿元，yoy 为 14.8%/19.7%/18.0%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.0/2.4/2.9 亿元，对应 PE 为 15/12/10 倍。考虑到公司实施汽车行业、智能家电行业双赛道，并协同消费电子、新能源、智能穿戴等战略新领域共同发展战略，深化客户合作，全面提升市场占有率和盈利水平，同时产品结构逐步优化，高附加值产品占比有望逐步提升，产能端同步释放赋能，我们看好公司长期发展，给予公司 2026 年 22 倍 PE，对应目标价 28.82 元，首次覆盖给予“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)	EPS (元)				PE (倍)			
				2025E/A	2026E	2027E	2028E	2025E/A	2026E	2027E	2028E
600143.SH	金发科技	446.60	16.95	0.44	0.7	0.92	1.14	38.52	24.21	18.42	14.87
002838.SZ	道恩股份	139.79	29.22	0.39	1.01	1.44	1.7	74.92	28.93	20.29	17.19
002324.SZ	普利特	164.40	14.78	0.33	0.49	0.6	-	44.79	30.16	24.63	-
002768.SZ	国恩股份	156.71	52.98	3.1	3.64	4.45	5.13	17.09	14.55	11.91	10.33
300644.SZ	南京聚隆	33.04	29.86	1.2	1.95	2.24	-	24.88	15.31	13.33	-
平均值								40.04	22.64	17.72	14.13
920089.BJ	禾昌聚合	28.81	19.12	1.10	1.31	1.58	1.94	17.32	14.56	12.11	9.87

数据来源：Wind, 西南证券整理（截至 2026 年 4 月 27 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，禾昌聚合来自西南证券盈利预测；截止报告撰写日，可比公司普利特和南京聚隆 2028E EPS 数据缺失，因此可比公司 2028E PE 平均值通过金发科技、道恩股份和南京聚隆三家公司计算所得。

### 3 风险提示

主要原材料价格波动风险，市场竞争加剧风险，应收账款和应收票据坏账风险，核心技术配方泄露风险，控制股东、实际控制人控制不当风险等。

**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	1968.80	2259.78	2705.42	3192.67	净利润	165.57	197.04	236.96	290.76
营业成本	1604.73	1858.91	2222.21	2609.51	折旧与摊销	25.32	21.82	24.20	25.09
营业税金及附加	7.38	8.35	9.88	11.76	财务费用	2.51	0.47	0.55	0.64
销售费用	16.82	19.89	25.70	30.65	资产减值损失	-9.89	-9.00	-10.00	-11.00
管理费用(含研发费用)	118.04	135.59	162.33	191.56	经营营运资本变动	-131.57	-0.37	-205.97	-237.31
财务费用	2.51	0.47	0.55	0.64	其他	-196.32	0.22	-0.09	13.78
资产减值损失	-9.89	-9.00	-10.00	-11.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-144.39</b>	<b>228.18</b>	<b>65.65</b>	<b>103.96</b>
投资收益	-6.13	0.00	0.00	0.00	资本支出	-81.16	-50.00	-30.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	19.07	4.90	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>-62.10</b>	<b>-45.10</b>	<b>-30.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>197.50</b>	<b>227.58</b>	<b>274.75</b>	<b>337.54</b>	短期借款	73.34	-59.78	51.05	-7.00
其他非经营损益	-0.52	-0.27	-0.38	-0.39	长期借款	-5.12	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>196.98</b>	<b>227.31</b>	<b>274.38</b>	<b>337.16</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	31.41	30.26	37.42	46.40	支付股利	-15.07	-33.26	-39.58	-47.59
净利润	165.57	197.04	236.96	290.76	其他	205.55	8.49	-2.55	-0.64
少数股东损益	-0.71	-0.85	-1.02	-1.25	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>258.70</b>	<b>-84.55</b>	<b>8.92</b>	<b>-55.24</b>
归属母公司股东净利润	166.29	197.89	237.97	292.01	<b>现金流量净额</b>	<b>52.26</b>	<b>98.54</b>	<b>44.56</b>	<b>48.72</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	127.44	225.98	270.54	319.27	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1217.81	1474.39	1746.44	2054.98	销售收入增长率	22.07%	14.78%	19.72%	18.01%
存货	237.18	278.26	342.75	398.50	营业利润增长率	44.83%	15.23%	20.73%	22.85%
其他流动资产	173.60	25.54	30.58	36.08	净利润增长率	36.94%	19.01%	20.26%	22.70%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	40.23%	10.89%	19.86%	21.29%
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	305.13	334.39	341.29	317.29	毛利率	18.49%	17.74%	17.86%	18.27%
无形资产和开发支出	37.31	36.44	35.56	34.69	三费率	2.67%	6.90%	6.97%	6.98%
其他非流动资产	24.41	19.30	19.08	18.87	净利率	8.41%	8.72%	8.76%	9.11%
<b>资产总计</b>	<b>2122.89</b>	<b>2394.30</b>	<b>2786.24</b>	<b>3179.67</b>	ROE	12.98%	13.69%	14.47%	15.46%
短期借款	187.71	127.93	178.98	171.98	ROA	7.80%	8.23%	8.50%	9.14%
应付和预收款项	565.38	713.01	841.78	981.19	ROIC	11.89%	12.81%	14.06%	15.09%
长期借款	4.88	4.88	4.88	4.88	EBITDA/销售收入	11.44%	11.06%	11.07%	11.38%
其他负债	89.02	108.78	123.53	141.38	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>846.99</b>	<b>954.61</b>	<b>1149.17</b>	<b>1299.44</b>	总资产周转率	0.97	1.00	1.04	1.07
股本	150.67	150.67	150.67	150.67	固定资产周转率	9.92	9.78	10.86	13.27
资本公积	268.31	268.31	268.31	268.31	应收账款周转率	2.19	2.17	2.16	2.17
留存收益	852.74	1017.37	1215.77	1460.18	存货周转率	6.60	6.92	7.02	6.96
归属母公司股东权益	1271.72	1436.35	1634.74	1879.16	销售商品提供劳务收到现金营业收入	90.31%	—	—	—
少数股东权益	4.19	3.34	2.32	1.08	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1275.90</b>	<b>1439.69</b>	<b>1637.07</b>	<b>1880.23</b>	资产负债率	39.90%	39.87%	41.24%	40.87%
负债和股东权益合计	2122.89	2394.30	2786.24	3179.67	带息债务/总负债	22.74%	13.91%	16.00%	13.61%
					流动比率	2.11	2.14	2.11	2.19
					速动比率	1.83	1.84	1.81	1.88
					股利支付率	9.06%	16.81%	16.63%	16.30%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.10	1.31	1.58	1.94
					每股净资产	8.44	9.53	10.85	12.47
					每股经营现金	-0.96	1.51	0.44	0.69
					每股股利	0.10	0.22	0.26	0.32
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	225.33	249.87	299.50	363.28					
PE	17.32	14.56	12.11	9.87					
PB	2.27	2.01	1.76	1.53					
PS	1.46	1.27	1.06	0.90					
EV/EBITDA	12.99	11.13	9.30	7.52					
股息率	0.52%	1.15%	1.37%	1.65%					

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	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	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn

---