

2026年04月29日

证券研究报告·2025年报&2026年一季报点评

长虹能源 (920239) 电力设备

买入 (首次)

当前价: 31.22元

目标价: 42.00元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩稳步提升，锂电高增延续增长势能

投资要点

- 事件:** 2025年全年, 公司实现营业收入44.85亿元, 同比增加22.2%; 实现归母净利润2.5亿元, 同比增加26.5%; 实现扣非归母净利润2.2亿元, 同比增加27.0%。2025年四季度单季, 公司实现营业收入12.4亿元, 同比增加23.3%; 实现归母净利润0.7亿元, 同比增加34.0%; 扣非后归属母公司股东的净利润为0.7亿元, 同比增加53.15%。2026年第一季度, 公司增长势头延续, 实现营业收入12.0亿元, 同比增加24.2%; 实现归母净利润0.7亿元, 同比增加14.15%; 实现扣非归母净利润0.6亿元, 同比增加14.9%。
- 费用管控成效逐步显现, 期间费用率下降驱动净利率提升。** 2025年公司整体毛利率为16.55%, 与2024年基本持平, 但净利率由6.2%提升至7.05%, 2026Q1进一步增至7.45%。净利率的持续改善主要得益于期间费用率的下降。具体来看, 2025年期间费用率为9.0%, 较2024年下降0.85个百分点, 其中销售费用率、财务费用率、研发费用率分别下降0.16、0.19、0.71个百分点。2026Q1期间费用率为8.3%, 较2025年末下降0.73个百分点, 与2025年同期基本持平。整体而言, 在毛利率保持稳定的情况下, 公司通过费用管控有效提升了盈利水平。
- 碱电业务: 传统核心基本盘稳固, 向解决方案提供商升级。** 2025年公司碱电业务实现收入16.3亿元, 营收占比36.4%。作为公司传统核心业务, 未来将重点围绕三方面持续夯实基本盘: 客户层面, 巩固大客户合作, 积极拓展新客户资源, 构建多元、稳定的客户体系, 推动公司从单一“供应商”向综合“解决方案提供商”价值升级; 产品层面, 全面提升各型号产品性能; 产能层面, 夯实“绵阳+嘉兴+泰国”三大制造基地布局, 加快绵阳、嘉兴基地智能化改造, 持续提升泰国基地生产效率与成本控制能力, 形成国内外高效协同、灵活应对市场与地缘变化的生产网络。
- 高倍率锂电业务: 当前主要增长引擎, 深耕优势领域并前瞻布局新兴赛道。** 2025年高倍率锂电业务实现收入23.2亿元, 营收占比升至51.8%, 同比增长41.6%, 主要受益于下游需求逐步恢复及公司加大市场拓展力度, 成功新增国内外知名客户。未来公司将深耕电动工具、清洁工具、小型移动储能等传统优势领域, 同时前瞻布局二轮车、无人机、机器人、BBU等新兴赛道, 积极培育增长动能。产品端, 高效推进大客户定制产品开发, 加快重点型号性能提升与量产; 产能端, 持续优化泰兴、绵阳基地产能配置, 加快推进海外建厂落地, 提升客户导入与订单获取能力。
- 聚合物锂电业务: 收入体量较小但增速亮眼, 有望成为下一核心增长动能。** 2025年聚合物锂电业务实现收入4.3亿元, 营收占比为9.6%, 但同比增速达50.3%, 增长势头强劲。未来公司将立足3C数码、物联网等战略重心, 积极拓展无人机、机器人等新兴领域, 扩大战略客户规模, 优化产品布局与服务能力, 推动客户结构向高端转型。同时, 持续开展半固体电池技术攻关, 深化叠片、多极耳等工艺研究, 加速提升PACK专业定制能力。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2026-2028年归母净利润分别为2.7/3.3/4.0亿

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

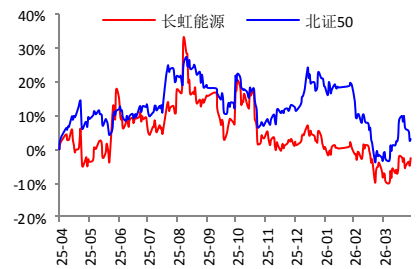
分析师: 潘妍洁

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) | 18207.42 |
| 流通A股(万股) | 17943.47 |
| 52周内股价区间(元) | 28.78-48.26 |
| 总市值(亿元) | 56.84 |
| 总资产(亿元) | 53.50 |
| 每股净资产(元) | 6.32 |

相关研究

元，对应 PE 为 21/17/14 倍。考虑到公司三大业务协同发力，新建产能持续释放，移动储能、无人机、人形机器人、BBU 等新领域拓展稳步推进带来新增长动能，未来公司业绩有望稳定增长。我们给予公司 2026 年 28 倍 PE，对应目标价为 42.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**原材料供应及价格波动风险、客户集中度较高风险、控股股东不当控制风险、汇率波动风险、商誉减值风险等。

| 指标/年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 4484.94 | 5292.19 | 6214.29 | 7263.05 |
| 增长率 | 22.17% | 18.00% | 17.42% | 16.88% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 249.51 | 273.42 | 332.96 | 397.12 |
| 增长率 | 26.54% | 9.58% | 21.78% | 19.27% |
| 每股收益 EPS（元） | 1.37 | 1.50 | 1.83 | 2.18 |
| 净资产收益率 ROE | 23.47% | 21.63% | 21.82% | 21.62% |
| PE | 23 | 21 | 17 | 14 |
| PB | 5.20 | 4.46 | 3.75 | 3.15 |

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

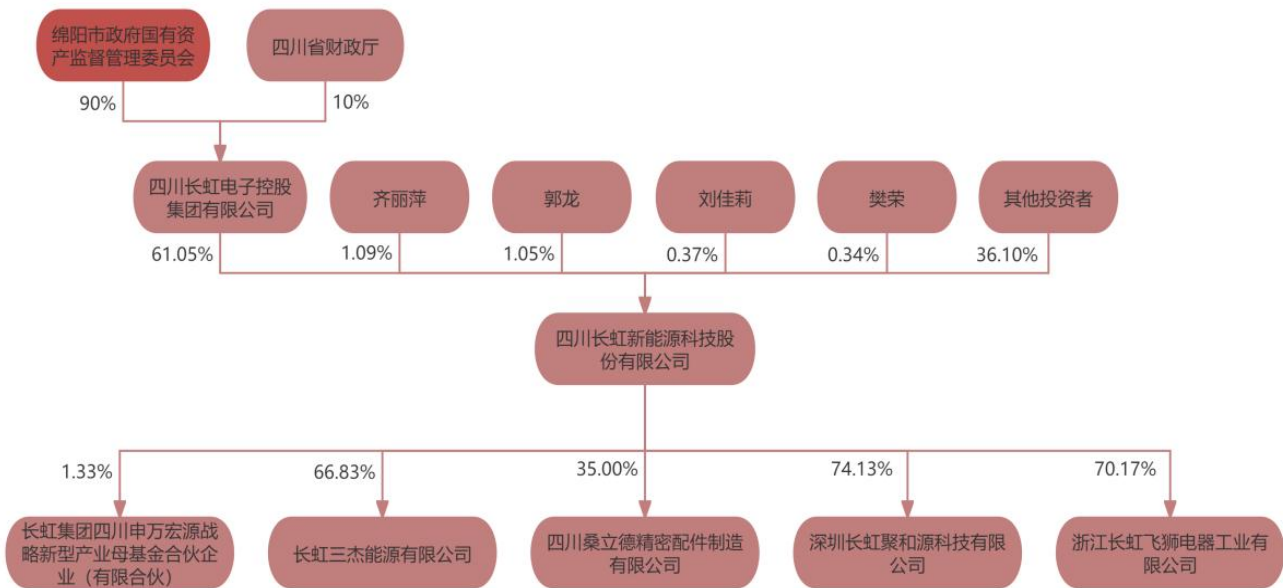
1 三大电池赛道并进，多元化布局的电池技术方案提供商

三大电池赛道并进，多元化布局的电池技术方案提供商。公司深耕碱性锌锰电池、高倍率锂电池及聚合物锂电池三大领域，公司及控股子公司合计拥有 295 项专利技术，是集研发、生产与销售于一体的专精特新“小巨人”企业。公司以碱性电池为压舱石，通过 OEM 模式与国际品牌商保持稳定合作，并拓展自有品牌；以高倍率锂电池为增长引擎，凭借技术积淀与直销模式巩固竞争优势；以聚合物锂电池为生力军，通过定制化开发深度绑定 3C 数码、物联网等领域的头部客户。

1.1 股权高度集中，实际控制人地位保持稳定

长虹能源的股权结构高度集中，且实控人地位保持稳定。控股股东四川长虹电子控股集团有限公司持股约 1.1 亿股，占比高达 61.0%，处于绝对控股地位。前十大股东合计持有约 1.2 亿股，占总股本的 65.1%。除控股股东外，其余股东持股比例极低且分散，新进股东齐丽萍持股 1.1%，副董事长郭龙持股 1.1%，其他前十大股东持股均不足 0.4%。整体来看，公司实际控制人绵阳市国资委通过长虹集团牢牢掌控公司，股权集中度极高，中小股东持股极为分散。

图 1：公司股权结构（截至 2026 年 3 月 31 日）



数据来源：同花顺，西南证券整理

1.2 电池产品线并行，从基础储能到新兴动力全覆盖

三大电池产品线并行，从基础储能到新兴动力全覆盖。产品体系由三大板块构成，覆盖差异化应用场景。碱性锌锰电池作为公司的传统基石业务，无绳化、即插即用的特性使其在智能家居、医疗设备及应急储备等存量及刚需市场保持稳定需求。高倍率锂电池是核心增长引擎，主要形态为圆柱电池，具备高功率、快充放的优势，深度绑定电动工具、园林工具等基本盘，

并正向无人机、机器人及数据中心 BBU 等新兴高端领域拓展。聚合物锂电池则以轻薄化、柔性化和形状可定制见长，主攻消费电子赛道，广泛配套 TWS 耳机、智能穿戴及物联网终端设备，通过定制化方案持续绑定 3C 数码领域的头部客户。

表 1：公司主要产品情况

| 核心类型 | 产品细分 | 产品图片 | 主要用途 |
|----------|-------------------|---|--|
| 碱性锌锰电池 | LR20 (1号电池) |  | 中、高电流用电器设备，如：影音设备、玩具、露营设备、点火设备等。 |
| | LR14 (2号电池) |  | 中、高电流用电器设备，如：影音设备、玩具、露营设备、点火设备等。 |
| | LR6 (5号电池) |  | 中、高电流用电器设备，如：电子血压计、电子指纹锁、闪光灯、电动玩具等。 |
| | LR03 (7号电池) |  | 中、高电流用电器设备，如：无线鼠标、电动牙刷、电动美容仪、电动玩具等。 |
| | LR8D425 (9号电池) |  | 中、高电流用电器设备，如：电子玩具、商务办公设备等。 |
| | 6LR61 (9V 电池) |  | 中、高电流用电器设备，如玩具遥控器、烟雾感应器、无线麦克风、收音机、仪器仪表等。 |
| 高倍率锂离子电池 | INR18650 系列 |  | 电动工具、园林工具、吸尘器、智能家居等。 |
| | INR21700 系列 |  | 电动工具、园林工具、吸尘器、便携储能、智能家居等。 |
| | IFR26700 系列 |  | 主要运用于储能及动力领域，如电动两轮车、电动摩托车、储能系统等。 |

| 核心类型 | 产品细分 | 产品图片 | 主要用途 |
|----------|-------------------|--|------------------------------|
| 聚合物锂离子电池 | 聚合物软包扣式 锂离子电池 |  | 主要用于 TWS 耳机设备。 |
| | 小型聚合物软包 锂离子电池 |  | 主要用于电子烟、智能手表等设备。 |
| | 中型聚合物软包 锂离子电池 |  | 主要用于数码产品、物联网终端、智能医疗、蓝牙音响等设备。 |
| | 中大型聚合物软包 锂离子电池 |  | 主要用于手机换电、背夹式移动电源等。 |

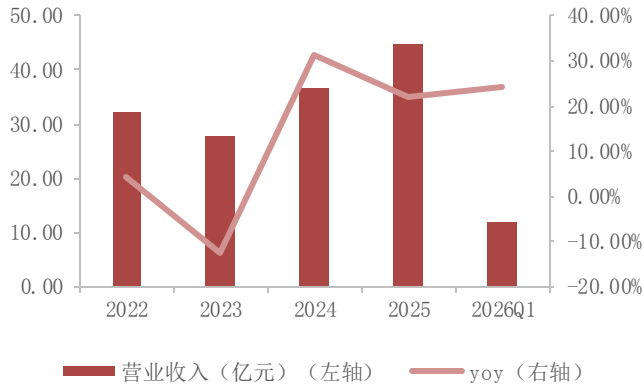
数据来源：公司公告，西南证券整理

头部客户较为集中，多行业赛道并进。长虹能源的客户资源呈现出头部客户集中、多行业赛道并进的特点。公司前五大客户合计销售额占年度销售总额的 32.1%，客户结构较为集中，具体关联方杭州能派电池有限公司占比 10.9%、国际知名品牌 Energizer 及其关联企业占比 8.5%、湖南安克电子科技有限公司及其关联企业占比 4.5%，以及宁波南浦机电有限公司和 INTERTRADEINVEST S&R1 等。从业务板块来看，碱性锌锰电池业务主要以 OEM 模式与多家国际知名品牌商建立了长期稳定的战略合作关系，境外客户分布于亚洲、美洲、欧洲等主要市场，形成了稳定的全球客户结构，境内工业配套客户主要集中在沿海地区，渠道客户覆盖全国，自有品牌方面则采用“直销+经销”为主、网络平台为辅的销售模式。高倍率锂电池业务以直销模式为主，持续赢得高端客户认可，不断巩固在细分赛道的竞争优势。聚合物锂电池业务同样采用直销模式，在 3C 数码、智能穿戴、物联网等领域形成了稳定的优质客户群，凭借定制化开发能力持续深化与细分领域头部客户的合作黏性。

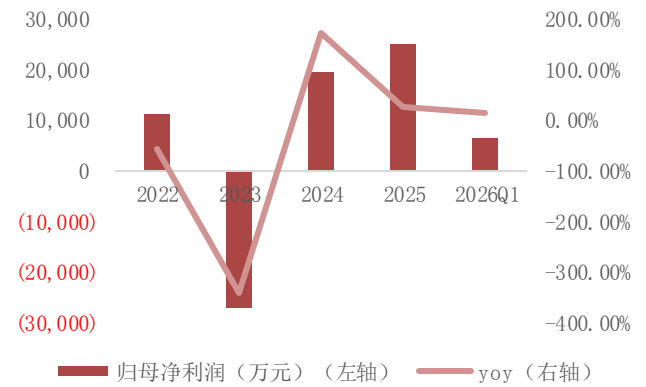
1.3 锂电订单放量驱动，长虹能源营收利润双增长

锂电订单放量驱动，长虹能源营收利润双增长。长虹能源 2025 年实现营业收入 44.85 亿元，同比增长 22.2%；实现归母净利润 2.5 亿元，同比增长 26.5%，利润增速高于收入增速，盈利能力有所提升。2026 年一季度，公司延续增长态势，实现营业收入 12.0 亿元，同比增长 24.2%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 14.15%。一季度利润增幅低于收入增幅，主要因财务费用因汇率波动同比大幅增长 111.4%，以及存货规模扩大与市场价格波动导致资产减值损失增加 95.5%等因素综合影响。整体来看，公司在碱电、高倍率锂电及聚合

物锂电三大业务的协同驱动下，2025 年及 2026 年一季度均实现了收入的快速增长，产品结构优化与运营效率提升对全年利润形成有力支撑，但一季度费用端与减值端的波动对利润增速构成一定制约。

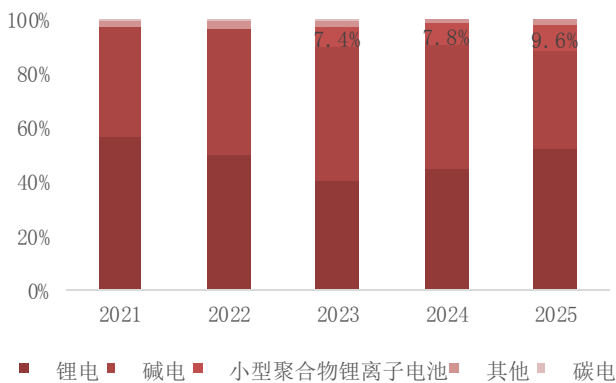
图 2：营业总收入及增速


数据来源：同花顺，西南证券整理

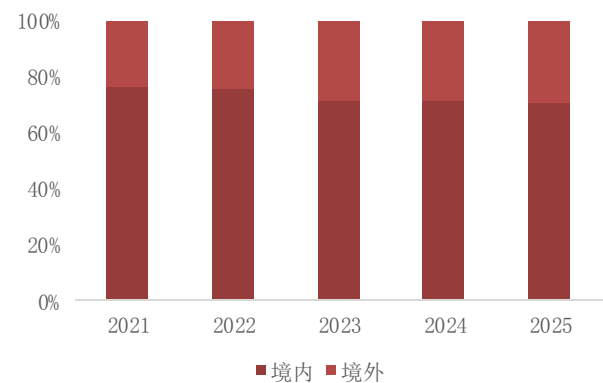
图 3：归母净利润及增速


数据来源：同花顺，西南证券整理

锂电产品强力驱动，境内境外同步增长。长虹能源 2025 年营业收入同比增长 22.2%，三大业务板块呈现出明显的差异化增长态势。分产品看，高倍率锂电池是公司第一大收入来源和核心增长引擎，全年实现收入 23.2 亿元，同比增长 41.6%，营收占比达 51.7%，主要受益于下游客户库存去化结束、需求恢复以及新客户的开拓；碱性电池作为基石业务，全年实现收入 16.3 亿元，同比小幅下降 2.1%，表现相对平稳，仍是公司重要的收入基本盘；聚合物锂电池虽然体量最小，但增速最为亮眼，全年实现收入 4.3 亿元，同比大幅增长 50.3%，在 3C 数码和物联网终端领域的市场拓展取得显著成效。分地区看，境内市场是公司的主要销售阵地，全年实现收入 31.8 亿元，同比增长 21.6%，占比超七成；境外市场实现收入 13.1 亿元，同比增长 23.5%，增速略高于境内，全球化布局持续推进。整体而言，公司在锂电业务高增长的带动下，境内外收入均实现了 20% 以上的同步增长。

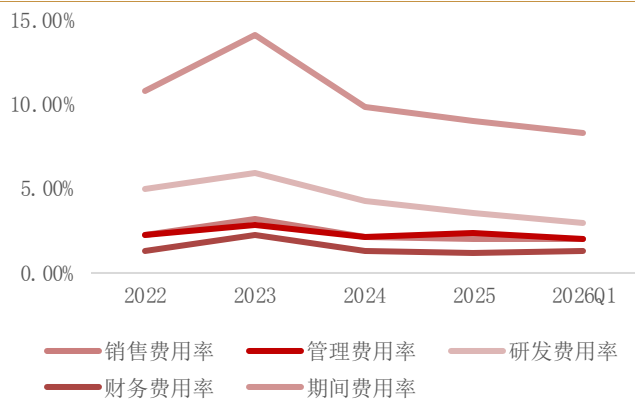
图 4：公司主营业务收入按产品分类情况


数据来源：同花顺，西南证券整理

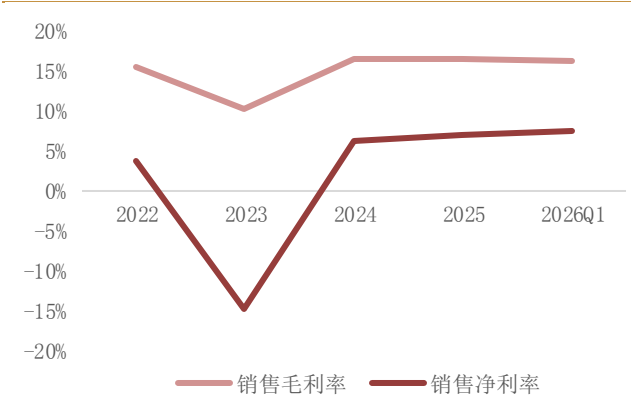
图 5：公司主营业务收入按地区分类情况


数据来源：同花顺，西南证券整理

毛利率稳健、净利率小幅提升，长虹能源盈利能力持续增强。长虹能源 2025 年全年毛利率为 16.55%，与上年 16.6% 基本持平；净利率为 7.05%，较去年 6.2% 同比提升 0.8 个百分点，盈利能力略有改善。期间费用方面，2025 年期间费用率为 9.0%，较去年 9.2% 同比下降 0.2 个百分点，费用管控总体平稳，其中管理费用同比增长 34.6% 至 1.0 亿元，主要受公司规模增长及营运成本增加影响。2026 年一季度，公司毛利率为 16.2%，较 2025 年全年水平稍有回落；净利率为 7.45%，同比提升 0.4 个百分点。2026 年一季度期间费用率为 8.25%，其中财务费用同比大幅增长 111.4% 至 0.2 亿元，主要受到汇率波动等因素影响，对当期利润增速形成一定制约。

图 6：公司期间费用率情况


数据来源：同花顺，西南证券整理

图 7：公司毛利率与净利率情况


数据来源：同花顺，西南证券整理

强基固本、拓海开新，长虹能源三线并进布局新增长极。长虹能源未来将坚持“做强碱电、做大锂电、做新特种电池”的战略思路，三线并进推动业务升级。碱电业务作为基石，依托“绵阳+嘉兴+泰国”制造基地构建全球协同供应格局，并持续推进超高性能产品研发与智能工厂建设；高倍率锂电池是核心增长引擎，在深耕电动工具、清洁工具等传统优势领域的同时，前瞻布局无人机、人形机器人、BBU 等新兴赛道，并加快推进马来西亚海外生产基地落地，构建国内海外双基地协同发展的全球化产能布局；聚合物锂电池业务则聚焦消费电子升级与 AI 应用机遇，推进半固态电池技术攻关，提升高能量密度、高安全性产品的定制开发能力。公司正通过技术迭代、产能扩张和新兴领域布局，推动主营业务向高附加值方向持续升级。

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：高倍率锂电依托公司在高倍率领域的技术积淀与质量管控，延续对高端客户的直销与深度服务；下游客户端去库存结束后需求逐步恢复，叠加公司“做大锂电、拓海外”的经营主线，有望带动订单延续增长；在产能释放、良率优化与产品结构上行推动下，毛利率预计温和抬升。我们预计 2026-2028 年，高倍率锂电销售收入同比变动率分别为 25%/22%/20%，假设毛利率为 13.5%/14.0%/14.5%

假设 2：碱电作为公司“压舱石”业务，以 OEM 模式与全球客户形成长期稳定合作，境内外产能协同构建稳健供给；围绕“智改数转、效率提升、产品迭代”推进成本与费用优化，收入端保持稳中小幅增长，毛利端随制造效率改善与精益管理小幅抬升。我们预计 2026-2028 年，碱电销售收入同比变动率分别为 2%/2%/2%，假设毛利率为 18.9%/19.0%/19.1%。

假设 3：聚合物锂电在 3C 数码、智能穿戴、物联网等领域已形成稳定优质客户群，去库结束后需求回暖叠加公司定制化开发与海外市场拓展，收入保持高增；新客户导入与规模效应推动摊薄成本，随产品组合优化与良率抬升，毛利率逐季修复上行。我们预计 2026-2028 年，聚合物锂电销售收入同比变动率分别为 45%/40%/35%，假设毛利率为 14.5%/15.0%/15.5%。

假设 4：碳电池在当前营收中占比较小，我们对其进行“存量经营、稳态运行”的假设，预计 2026-2028 年期间碳电销售收入同比变动率分别为 0%/0%/0%，假设毛利率为 16%/16%/16%。

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 |
|--------|-----|---------|--------|--------|--------|
| 高倍率锂电 | 收入 | 2320.8 | 2900.9 | 3539.1 | 4247.0 |
| | 增速 | 41.6% | 25.0% | 22.0% | 20.0% |
| | 成本 | 2026.6 | 2509.3 | 3043.7 | 3631.2 |
| | 毛利率 | 12.7% | 13.5% | 14.0% | 14.5% |
| 碱电 | 收入 | 1633.2 | 1665.9 | 1699.2 | 1733.2 |
| | 增速 | -2.1% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| | 成本 | 1,324.8 | 1351.0 | 1376.4 | 1402.2 |
| | 毛利率 | 18.9% | 18.9% | 19.0% | 19.1% |
| 聚合物锂电 | 收入 | 432.0 | 626.4 | 877.0 | 1184.0 |
| | 增速 | 50.3% | 45.0% | 40.0% | 35.0% |
| | 成本 | 370.5 | 535.6 | 745.5 | 1000.4 |
| | 毛利率 | 14.2% | 14.5% | 15.0% | 15.5% |
| 碳电 | 收入 | 20.1 | 20.1 | 20.1 | 20.1 |
| | 增速 | 9.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 成本 | 16.7 | 16.9 | 16.9 | 16.9 |

| 单位：百万元 | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 其他 | 毛利率 | 16.7% | 16.0% | 16.0% | 16.0% |
| | 收入 | 78.8 | 78.8 | 78.8 | 78.8 |
| | 增速 | 36.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 成本 | 4.2 | 4.7 | 4.7 | 4.7 |
| 合计 | 毛利率 | 94.6% | 94.0% | 94.0% | 94.0% |
| | 收入 | 4484.9 | 5292.2 | 6214.3 | 7263.1 |
| | 增速 | 22.2% | 18.00% | 17.4% | 16.9% |
| | 成本 | 3742.8 | 4417.6 | 5187.1 | 6055.4 |
| | 毛利率 | 16.5% | 16.5% | 16.5% | 16.6% |

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一次电池和锂电池赛道的亿纬锂能、鹏辉能源和安孚科技作为可比公司。2026-2028 年，可比公司平均估值为 28/21/19 倍。

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 52.9/62.1/72.6 亿元，yoy 为 18.0%/17.4%/16.9%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.7/3.3/4.0 亿元，对应 PE 为 21/17/14 倍。考虑到公司三大业务协同发力，新建产能持续释放，移动储能、无人机、人形机器人、BBU 等新领域拓展稳步推进带来新增长动能，未来公司业绩有望稳定增长。我们给予公司 2026 年 28 倍 PE，对应目标价为 42.00 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 |
| 300014.SZ | 亿纬锂能 | 1,594.88 | 74.10 | 1.99 | 3.26 | 4.36 | 5.44 | 37.24 | 22.73 | 17.00 | 13.62 |
| 300438.SZ | 鹏辉能源 | 407.71 | 81.00 | 0.41 | 2.93 | 4.59 | - | 197.56 | 27.65 | 17.65 | - |
| 603031.SH | 安孚科技 | 153.58 | 41.08 | 0.88 | 1.2 | 1.42 | 1.62 | 46.68 | 34.23 | 28.93 | 25.36 |
| 平均值 | | | | | | | | 93.83 | 28.20 | 21.19 | 19.49 |
| 920239.BJ | 长虹能源 | 56.84 | 31.22 | 1.37 | 1.50 | 1.83 | 2.18 | 22.78 | 20.79 | 17.07 | 14.31 |

数据来源：Wind, 西南证券整理（截至 2026 年 4 月 29 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，长虹能源来自西南证券盈利预测；由于可比公司鹏辉能源 2028E EPS 数据缺失，2028E PE 可比均值由亿纬锂能、安孚科技两家公司对应数据测算得出。

3 风险提示

原材料供应及价格波动风险、客户集中度较高风险、控股股东不当控制风险、汇率波动风险、商誉减值风险等。

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 | 4484.94 | 5292.19 | 6214.29 | 7263.05 | 净利润 | 316.23 | 346.53 | 421.99 | 503.30 |
| 营业成本 | 3742.84 | 4417.56 | 5187.09 | 6055.37 | 折旧与摊销 | 257.32 | 163.56 | 163.56 | 163.56 |
| 营业税金及附加 | 10.91 | 14.65 | 16.93 | 19.54 | 财务费用 | 50.27 | 62.62 | 50.59 | 54.64 |
| 销售费用 | 89.22 | 105.28 | 123.62 | 144.48 | 资产减值损失 | -32.20 | -35.00 | -32.00 | -30.00 |
| 管理费用(含研发费用) | 263.89 | 291.07 | 354.21 | 421.26 | 经营营运资本变动 | 154.90 | 221.67 | 50.53 | 87.37 |
| 财务费用 | 50.27 | 62.62 | 50.59 | 54.64 | 其他 | -99.92 | 75.03 | -20.95 | 47.27 |
| 资产减值损失 | -32.20 | -35.00 | -32.00 | -30.00 | 经营活动现金流净额 | 646.60 | 834.42 | 633.72 | 826.14 |
| 投资收益 | 2.91 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 资本支出 | -230.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 5.36 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 42.24 | 9.56 | 5.17 | 4.97 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -188.51 | 9.56 | 5.17 | 4.97 |
| 营业利润 | 344.25 | 371.01 | 454.85 | 542.76 | 短期借款 | -357.93 | 0.68 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | -2.19 | 0.24 | -0.33 | -0.50 | 长期借款 | 11.99 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 342.07 | 371.25 | 454.52 | 542.26 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 25.84 | 24.72 | 32.53 | 38.96 | 支付股利 | -65.03 | -82.28 | -90.17 | -109.80 |
| 净利润 | 316.23 | 346.53 | 421.99 | 503.30 | 其他 | 55.62 | -457.07 | -52.59 | -54.64 |
| 少数股东损益 | 66.72 | 73.11 | 89.03 | 106.19 | 筹资活动现金流净额 | -355.34 | -538.67 | -142.75 | -164.44 |
| 归属母公司股东净利润 | 249.51 | 273.42 | 332.96 | 397.12 | 现金流量净额 | 90.40 | 305.30 | 496.14 | 666.67 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 586.58 | 891.89 | 1388.03 | 2054.70 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 822.50 | 1111.36 | 1266.09 | 1470.36 | 销售收入增长率 | 22.17% | 18.00% | 17.42% | 16.88% |
| 存货 | 884.50 | 1010.97 | 1246.24 | 1436.13 | 营业利润增长率 | 39.84% | 7.77% | 22.60% | 19.33% |
| 其他流动资产 | 408.54 | 83.04 | 97.28 | 113.70 | 净利润增长率 | 38.80% | 9.58% | 21.78% | 19.27% |
| 长期股权投资 | 36.94 | 36.94 | 36.94 | 36.94 | EBITDA 增长率 | 26.40% | -8.39% | 12.02% | 13.75% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1923.73 | 1767.28 | 1610.82 | 1454.37 | 毛利率 | 16.55% | 16.53% | 16.53% | 16.63% |
| 无形资产和开发支出 | 206.40 | 202.70 | 199.00 | 195.30 | 四费率 | 8.99% | 8.67% | 8.50% | 8.54% |
| 其他非流动资产 | 304.75 | 296.44 | 293.03 | 289.63 | 净利率 | 7.05% | 6.55% | 6.79% | 6.93% |
| 资产总计 | 5173.94 | 5400.63 | 6137.45 | 7051.13 | ROE | 23.47% | 21.63% | 21.82% | 21.62% |
| 短期借款 | 399.32 | 400.00 | 400.00 | 400.00 | ROA | 6.11% | 6.42% | 6.88% | 7.14% |
| 应付和预收款项 | 2085.27 | 2478.70 | 2868.45 | 3369.17 | ROIC | 16.64% | 19.50% | 25.13% | 31.69% |
| 长期借款 | 550.70 | 550.70 | 550.70 | 550.70 | EBITDA/销售收入 | 14.53% | 11.28% | 10.77% | 10.48% |
| 其他负债 | 791.34 | 369.10 | 384.35 | 403.82 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 3826.62 | 3798.50 | 4203.50 | 4723.68 | 总资产周转率 | 0.92 | 1.00 | 1.08 | 1.10 |
| 股本 | 182.07 | 182.07 | 182.07 | 182.07 | 固定资产周转率 | 3.23 | 3.41 | 4.45 | 5.85 |
| 资本公积 | 323.77 | 323.77 | 323.77 | 323.77 | 应收账款周转率 | 5.50 | 5.55 | 5.29 | 5.37 |
| 留存收益 | 577.70 | 768.84 | 1011.63 | 1298.95 | 存货周转率 | 4.74 | 4.50 | 4.49 | 4.48 |
| 归属母公司股东权益 | 1093.00 | 1274.69 | 1517.48 | 1804.80 | 销售商品提供劳务收到现金营业收入 | 71.47% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 254.32 | 327.43 | 416.46 | 522.65 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1347.32 | 1602.12 | 1933.95 | 2327.45 | 资产负债率 | 73.96% | 70.33% | 68.49% | 66.99% |
| 负债和股东权益合计 | 5173.94 | 5400.63 | 6137.45 | 7051.13 | 带息债务/总负债 | 24.83% | 25.03% | 22.62% | 20.13% |
| | | | | | 流动比率 | 0.90 | 1.04 | 1.18 | 1.30 |
| | | | | | 速动比率 | 0.60 | 0.70 | 0.81 | 0.93 |
| | | | | | 股利支付率 | 26.06% | 30.09% | 27.08% | 27.65% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.37 | 1.50 | 1.83 | 2.18 |
| | | | | | 每股净资产 | 6.00 | 7.00 | 8.33 | 9.91 |
| | | | | | 每股经营现金 | 3.55 | 4.58 | 3.48 | 4.54 |
| | | | | | 每股股利 | 0.36 | 0.45 | 0.50 | 0.60 |
| 业绩和估值指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | | | | |
| EBITDA | 651.85 | 597.19 | 669.00 | 760.96 | | | | | |
| PE | 22.78 | 20.79 | 17.07 | 14.31 | | | | | |
| PB | 5.20 | 4.46 | 3.75 | 3.15 | | | | | |
| PS | 1.27 | 1.07 | 0.91 | 0.78 | | | | | |
| EV/EBITDA | 9.47 | 9.19 | 7.46 | 5.68 | | | | | |
| 股息率 | 1.14% | 1.45% | 1.59% | 1.93% | | | | | |

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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 |