

# 家联科技 ( 301193.SZ ) :

## PLA改性技术领先，开辟3D打印耗材新增长极

【华西机械&轻工团队联合覆盖】

分析师：黄瑞连

SACNO: S1120524030001

邮箱: [huangr1@hx168.com.cn](mailto:huangr1@hx168.com.cn)

分析师：徐林锋

SACNO: S1120519080002

邮箱: [xulf@hx168.com.cn](mailto:xulf@hx168.com.cn)

2026年5月13日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

◆**塑料/全降解日用品头部供应商，26Q1规模效应初步显现。**公司传统主业为塑料制品、生物全降解材料及制品、植物纤维制品、纸制品，具体产品包括餐具、包装袋、家居用品等，主要客户覆盖国外商超/餐饮巨头、国内一线餐饮/茶饮品牌。2025年，公司凭借领先的PLA（聚乳酸）改性技术，切入高附加值的消费级3D打印耗材赛道，绑定头部大客户，打开第二成长空间。**1）营收端：**公司营收呈现稳定增长态势，2025年收入达到26.87亿元，尤其2025年以来逐季度提速明显，主要系下游餐饮/零售等客户需求良好，同时不断拓展新客户/新产品。2021年上市以来，公司密集推进海内外产能建设，2021-2025年公司固定资产翻6倍，但营收端仅翻2倍，当前各处产能建设/爬产进展良好，看好公司营收端快速兑现。**2）利润端：**2022年以来公司盈利持续承压，主要系公司处于产能扩张期，各项成本费用难以有效摊薄。展望后续，泰国基地产能利用率快速提升，高回报率的3D打印线材项目加速落地，产能需求紧迫，公司交货规模快速提升。我们注意到，26Q1毛利率11.55%，环比+2.40pct，环比开始改善，印证规模效应已初步显现，我们判断公司最艰难时期已过，看好公司整体利润弹性释放。

◆**传统主业稳步向好，切入3D打印耗材开辟新增长极。****1）传统主业：**①**内销方面**，下游茶饮需求稳步扩张，公司作为行业头部企业，内销收入有望维持稳定增长；②**外销方面**，2025年外销收入同比下降，主要受国际贸易关税壁垒影响，公司外销产能转移至泰国，目前泰国产能爬坡和接单进展良好，后续有望持续好转。**2）3D打印耗材：**①**行业发展：**消费级3D打印机市场高速增长，2026Q1我国3D打印机出口金额同比+118%，出口量同比+86%，2025年拓竹营收破百亿，同比翻倍，增长劲头强势。3D打印机从极客圈层走向家庭场景，易用性&安全性成为当前打印耗材核心痛点。②**公司优势/进展：**家联科技专注PLA改性研发十余年，拥有10万吨级PLA改性材料专业生产车间，2025年绑定大客户切入3D打印耗材领域。公司于2025年起在国内+泰国布局3D打印耗材产线，目前已顺利通过下游客户验证并实现批量供货，业务落地节奏稳步加快。公司泰国基地已进入稳定生产阶段，适配下游客户北美市场需求，产能稳步爬坡，订单交付能力持续提升；公司同步推进国内产能布局规划用于供应客户非美市场，相关产能正持续有序投放落地。

◆**投资建议：**我们预计公司2026-2028年营收为36.47/54.68/71.08亿元，分别同比+35.7%/+49.9%/+30.0%；2026-2028年归母净利润为1.22/3.17/5.77亿元，同比+261.8%/+158.6%/+82.2%；对应EPS为0.53/1.17/1.97元/股。我们选取恒鑫生活、永新股份、铂力特为可比公司，2026-2028年平均PE分别为38.17/29.25/25.19；2026/5/13公司股价23.43元，对应PE分别为44.36/17.15/9.42，与可比公司相比处于较低水平，我们给予“增持”评级。

◆**风险提示：**人民币汇率波动、消费级3D打印产业进展不及预期、产能建设进展不及预期等。

一

塑料/全降解日用品头部供应商，26Q1规模效应初步显现

二

传统主业稳步向好，切入3D打印耗材开辟新增长极

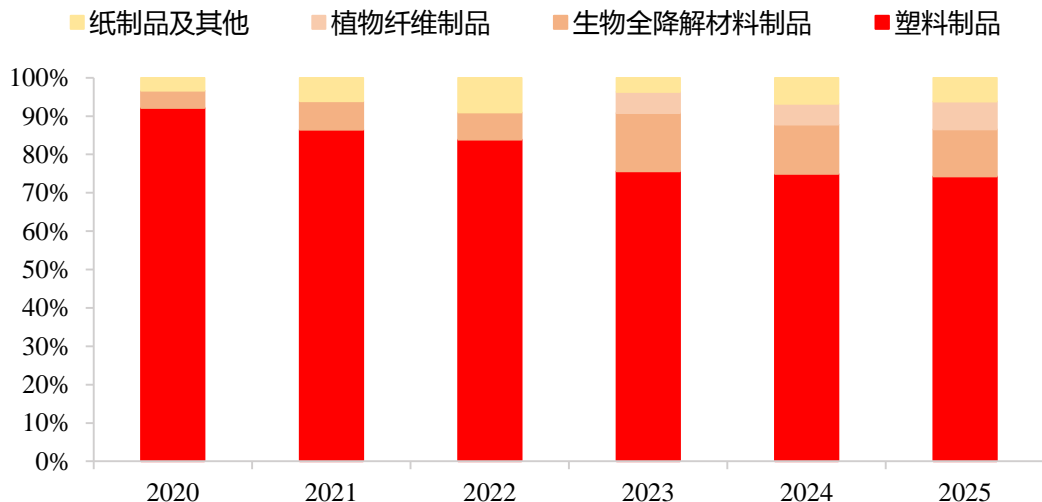
三

盈利预测与投资建议

# 1.1 塑料/全降解日用品头部供应商，拓展3D打印耗材业务

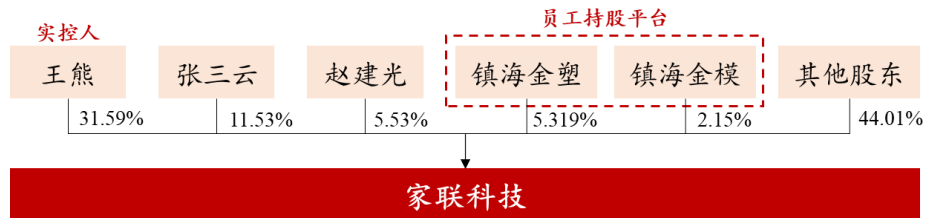
◆全球领先的日用塑料制品和生物全降解制品供应商，拓展消费级3D打印耗材第二成长曲线。1) 传统主业：公司成立于2009年，从传统塑料日用品制造起步，逐步拓展其他材料用品，传统主业为塑料制品、生物全降解材料及制品、植物纤维制品、纸制品，具体产品包括餐饮具、包装袋、家居用品等。公司主要客户覆盖国外商超/餐饮巨头（宜家、沃尔玛、星巴克、山姆、好市多、塔吉特等）、国内一线餐饮品牌（蜜雪、奈雪、瑞幸、喜茶、百胜中国、盒马等）。2) 3D打印耗材：2025年，公司凭借领先的PLA（聚乳酸）改性技术，切入高附加值的消费级3D打印耗材赛道，深度绑定头部大客户，相关收入计入生物全降解制品，打开第二成长空间。

图：营收按产品拆分，塑料制品为主要收入来源



# 1.2 实控人股权集中，股权激励计划彰显发展信心

图：公司股权结构（截至26Q1末）



◆实控人持股比例较为集中，发布股权激励计划指引未来业绩。1) 股权结构：截至2026Q1末，公司创始人、董事长、总经理、实控人王熊先生对公司直接持股32.2%，第二、第三大股东张三、赵建光分别直接持股11.76%、5.53%。2) 股权激励：公司设立镇海金塑、镇海金模两大员工持股平台，2024年发布员工股权激励计划，激励对象总人数为36人，占公司员工总数比例1.16%，拟授予的限制性股票数量为256.52万股，占股本总额1.34%，业绩考核目标对营收或净利润提出明确目标，对未来公司业绩有一定指引激励效果。

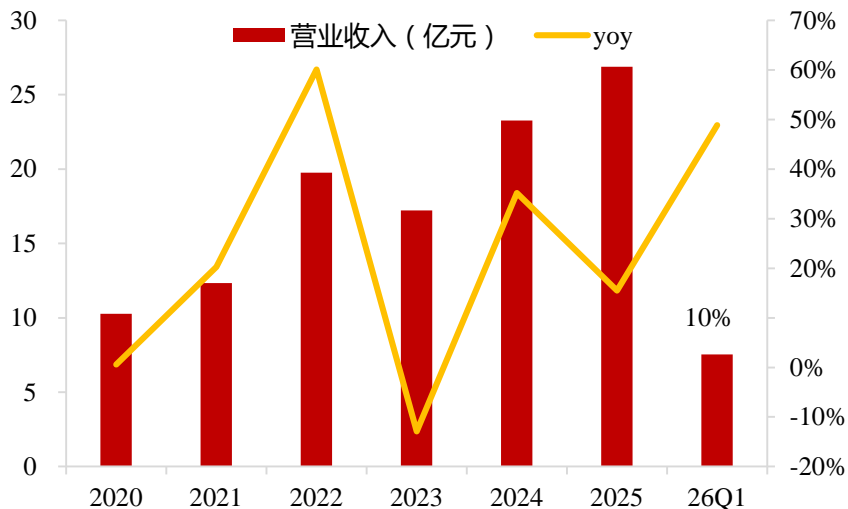
表：公司2024年股权激励计划考核目标

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	公司需满足下列两个条件之一： 1、以2024年营业收入为基数，2025年营业收入增长率不低于25%； 2、2025年净利润不低于11,000万元。
第二个归属期	公司需满足下列两个条件之一： 1、以2024年营业收入为基数，2026年营业收入增长率不低于50%； 2、2026年净利润不低于20,000万元。
第三个归属期	公司需满足下列两个条件之一： 1、以2024年营业收入为基数，2027年营业收入增长率不低于75%； 2、2027年净利润不低于30,000万元。

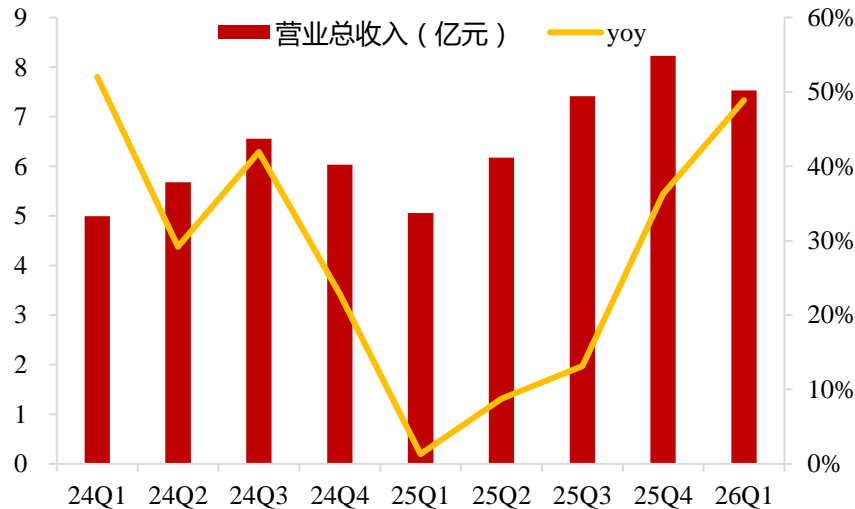
# 1.3 营收端持续提速，产能落地支撑长期增长

◆营收端持续稳定增长，25Q1以来收入增速逐季度提速。公司营收呈现稳定增长态势，2025年收入达到26.87亿元，同比+15.53%，2021-2025年CAGR=21.47%；尤其2025年以来逐季度提速，25Q1/25Q2/25Q3/25Q4/26Q1收入同比增速分别为1.29%/8.75%/13.12%/36.28%/48.89%，主要系下游餐饮、零售等客户需求良好，公司份额持续提升，同时不断拓展新客户、新产品。

图：2025年公司收入26.87亿元，2020-2025年CAGR=21.47%



图：2025年以来公司单季度营收增长持续提速

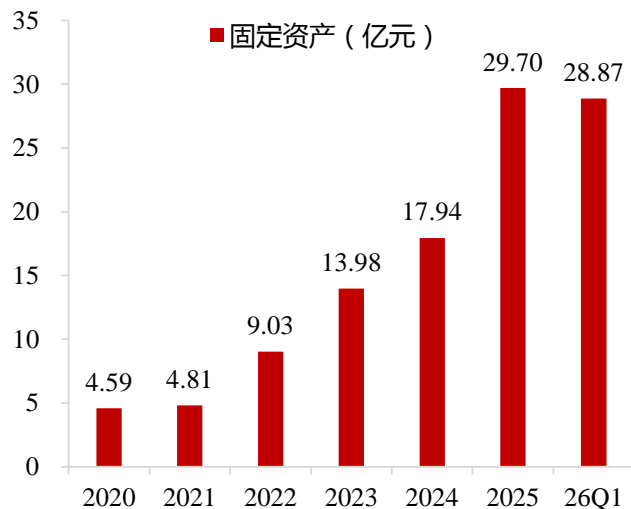


# 1.3 营收端持续提速，产能落地支撑长期增长

◆2021年上市以来，公司密集推进海内外产能建设。1) 传统主业：海内外协同扩张，构建全球供应网络。2021年上市以来，公司在国内宁波、广东、广西三地新建/升级多处生产基地，旨在扩充产能规模，提升供应能力，目前已基本全部建成投产；在美国收购SUMTER公司，拓展北美家居用品客户渠道；在泰国新建生产基地，以应对海外业务关税风险，目前正处于产能爬坡期。2) 3D打印线材：高附加值赛道布局，海内外同步推进。2025年公司开始切入高附加值的3D打印线材赛道，绑定头部大客户，在宁波、泰国两地新建产能，目前正紧锣密鼓建设中。

◆2021-2025年公司固定资产翻6倍，但营收端仅翻2倍，当前各处产能建设/爬产进展良好，看好公司营收端快速兑现。

图：2021-2025年公司固定资产规模翻6倍



表：上市以来公司产能建设历程

地理位置	开始时间	产能建设事件	产品	当前状态
宁波·宁波	2021年	IPO募投扩产	生物降解材料/高端塑料制品	已全面建成投产，解决了当时餐饮具的产能瓶颈
	2025年	3D打印线材	高性能3D打印线材产能	建设中。成功切入高附加值赛道，配套3D打印头部企业非美业务
宁波·岚山	2022年	宁波岚山基地	生物降解材料/家居用品	建成投产
广东·东莞	2022年	设立东莞子公司	茶饮杯盖、国内配套服务	已投产。为了更好地服务瑞幸、蜜雪、奈雪等国内头部茶饮客户
美国	2022年	收购美国SUMTER工厂	家居用品	已并表运营。旨在降低物流成本，贴近北美核心客户
泰国	2023年	启动泰国生产基地建设	塑料餐饮具	产能爬坡期。为规避海外业务关税风险而建
泰国	2025年	泰国基地3D打印线材	高性能3D打印线材	建设中。成功切入高附加值赛道，配套3D打印头部企业北美业务

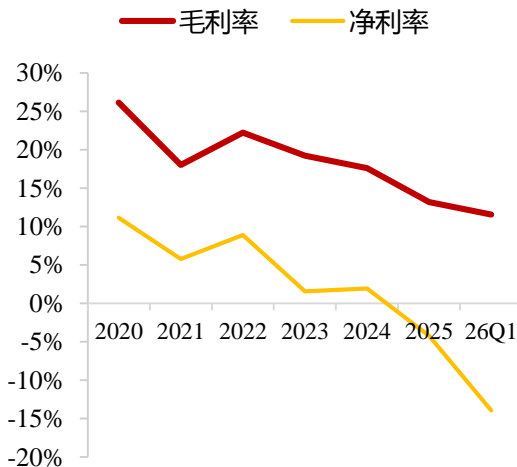
# 1.3 26Q1毛利率环比提升，看好规模效应释放利润弹性

◆2022年以来公司盈利持续承压，主要系公司处于产能扩张期，各项成本费用难以有效摊薄，叠加资产减值、汇兑损失等扰动。2025、26Q1公司持续亏损，主要系：1) 泰国产能基地正处于产能爬坡阶段，各项成本费用难以摊薄；2) 2025年浙江家得宝、美国SUMTER产生商誉减值，塑料市场价格下跌，导致公司产生资产减值损失8998万元，同比增加6735万元；3) 2026Q1泰铢快速贬值，产生财务费用6480万元，同比增长294%。展望后续，泰国基地产能利用率快速提升，高回报率的3D打印线材项目加速落地，客户需求紧迫，公司交货规模快速提升。我们注意到，26Q1毛利率11.55%，环比+2.40pct，环比开始改善，印证规模效应已逐步显现，我们判断公司最艰难时期已过，看好公司整体利润弹性释放。

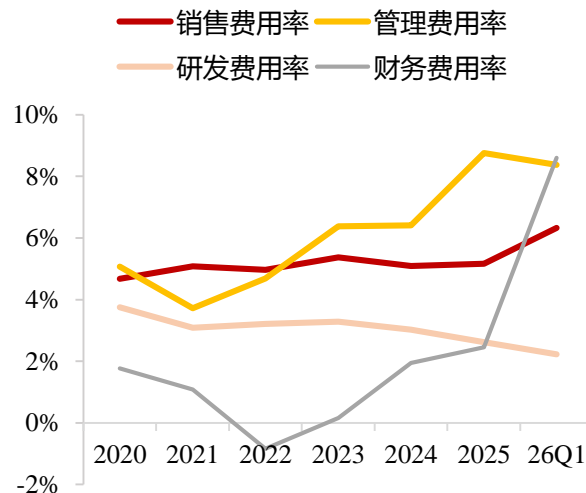
图：2025、26Q1公司持续亏损



图：2022年以来公司盈利水平持续下降



图：2022年以来公司费用率持续提升



一

塑料/全降解日用品头部供应商，26Q1规模效应初步显现

二

传统主业稳步向好，切入3D打印耗材开辟新增长极

三

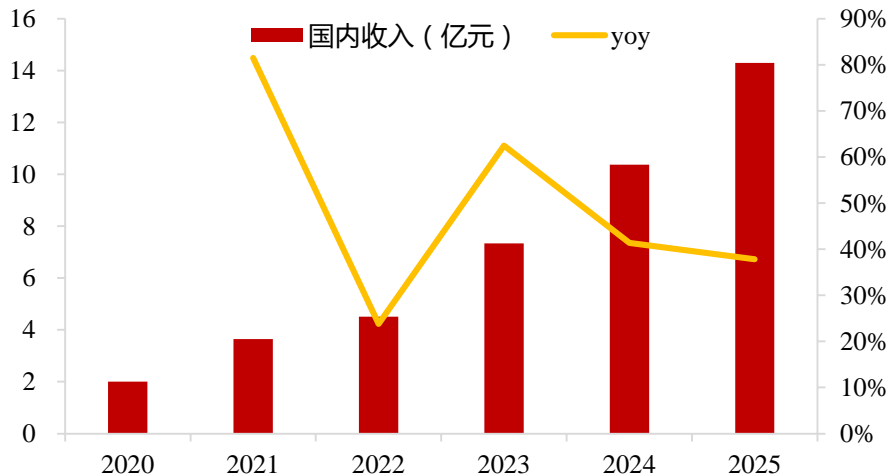
盈利预测与投资建议

## 2.1 传统主业：内销稳定向好，外销26年迎来好转

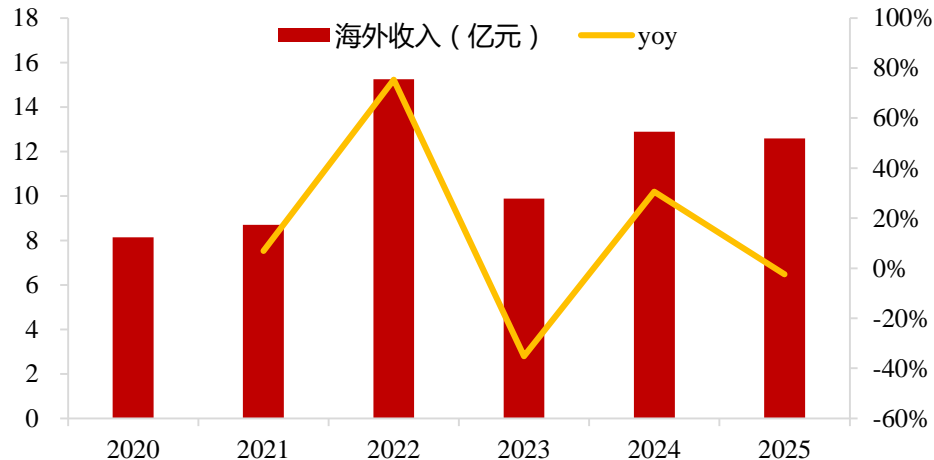
◆公司主营的塑料制品、生物全降解材料及制品、植物纤维制品、纸制品最终产品应用场景基本集中于餐饮/零售业，客户通常根据所在地区的环保政策自行选择采购产品的材料属性，因此传统主业可按内销、外销进行分析。

◆内销稳定向好，外销随着泰国产能爬坡迎来好转。1) 内销：近年来国内以瑞幸、霸王茶姬、蜜雪冰城、古茗、喜茶、茶百道等为代表的新式茶饮市场增长显著，2025年全国茶饮市场规模达1870亿元，同比+6.4%。茶饮为公司国内主要下游，随着下游需求稳步扩张，公司作为行业头部企业，新客户&新产品持续拓展，内销收入有望维持稳定增长。2) 外销：公司海外业务下游主要为零售商超，2025年公司外销收入12.58亿元，同比-2.42%，主要系受国际贸易关税壁垒影响；公司2025年加快外销产能转移至泰国，目前泰国产能爬坡和接单进展良好，后续外销业务有望持续好转。

图：2025年公司内销收入14.29亿元，同比+37.85%



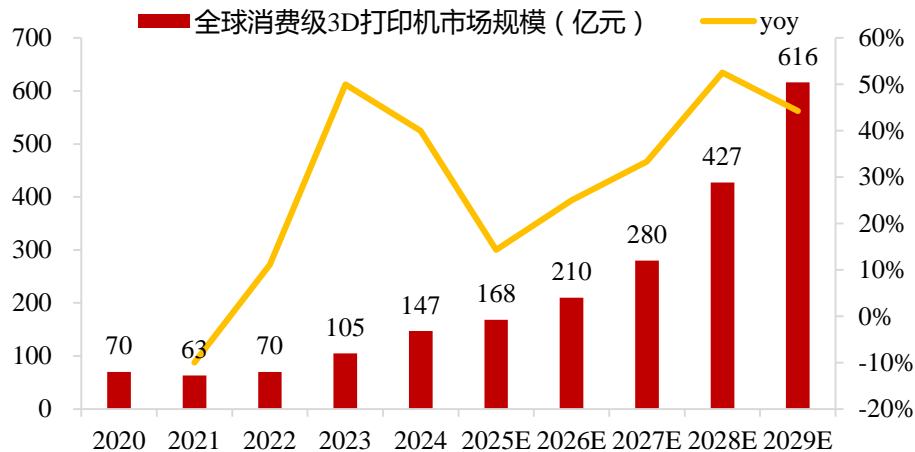
图：2025年公司外销收入12.58亿元，同比-2.42%



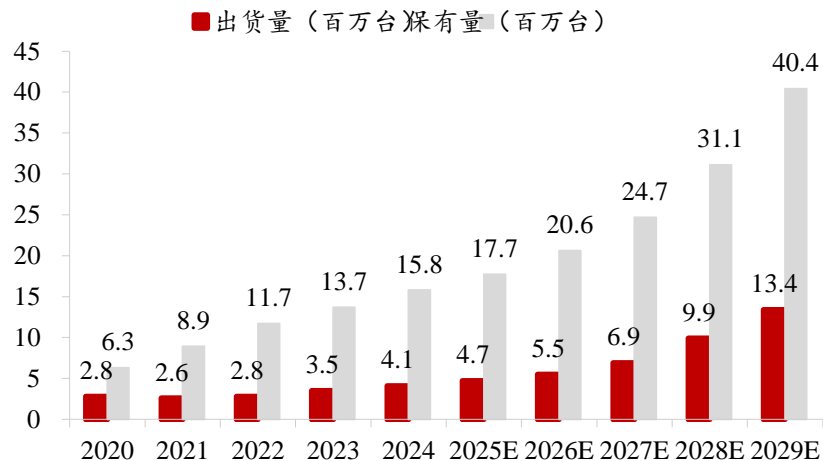
## 2.2.1 消费级3D打印机市场高速扩容，龙头拓竹营收持续高增

◆消费级3D打印机市场规模快速增长，2024年全球市场规模147亿元，出货量410万台，远期市场空间千亿美元。1) 2020年前，消费级3D打印机产品复杂度较高，价格昂贵，主要用户聚焦行业用户（教育/医疗实验）、打印服务商、个人创作者。2) 2020年以来应用场景大幅拓展到家庭使用，根据灼识咨询，2024年全球市场规模、出货量达147亿元、410万台，2020-2024年CAGR达20%、10%。CONTEXT统计口径下，25Q4全球市场规模同比+53%，2025Q1/Q2/Q3/Q4全球出货量同比增速分别为+22%/+21%/+18%/+47%，25年出货量同比+26%。3) 远期看，根据创想三维招股书，全球消费品制造市场仅1%的渗透率，就将释放消费级3D打印机千亿美元市场体量。

图：2024年全球消费级3D打印机市场规模147亿元，2020-2024年CAGR=20.38%



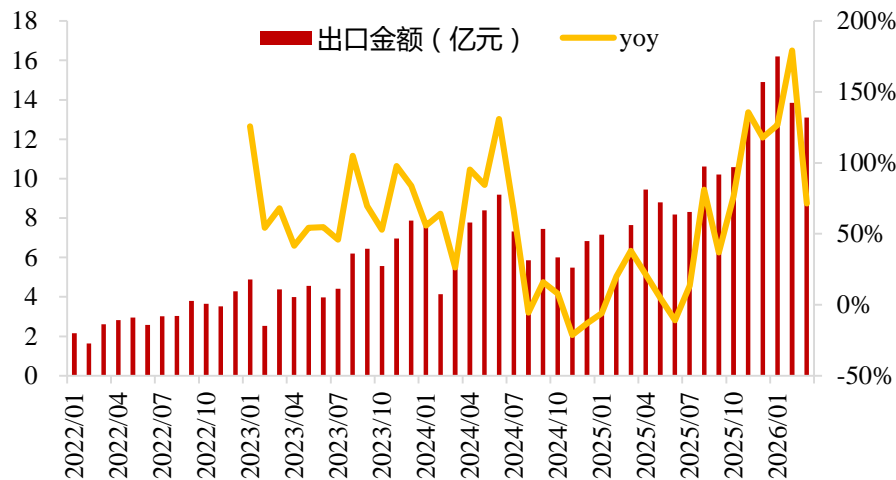
图：2024年全球消费级3D打印机出货量410万台，2020-2024年CAGR=10%



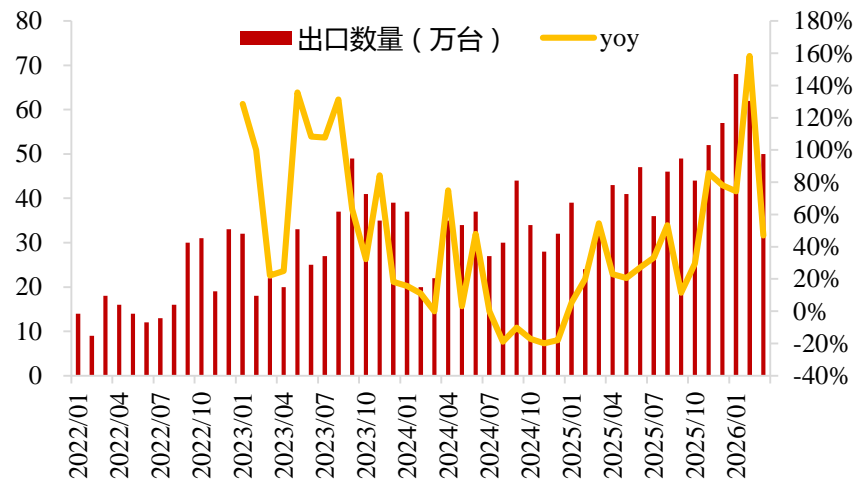
## 2.2.1 消费级3D打印机市场高速扩容，龙头拓竹营收持续高增

◆我国3D打印机出口数据持续高增，量价齐升趋势不变。1) 全球消费级3D打印机市场中，国产品牌占比90%+，国内出口口径3D打印机中消费级产品占比近100%，因此我国3D打印机出口数据变化可以很大程度代表全球市场增长情况。2) 出口高增：2026Q1我国3D打印机出口金额43亿元，同比+118%，出口量180万台，同比+86%，出口单价2396元/台，同比+18%；3月出口金额13亿元，同比+71%，出口量50万台，同比+47%，出口单价2619元/台，同比+17%。3) 出口单价持续提升：此外我们注意到，3D打印机出口单价自2025年8月起持续同比提升。

图：2026Q1我国3D打印机出口金额43亿元，同比+118%



图：2026Q1我国3D打印机出口量180万台，同比+86%



## 2.2.1 消费级3D打印机市场高速扩容，龙头拓竹营收持续高增

◆**龙头拓竹营收持续高增，实现全价位产品覆盖，国内渠道合作山姆。**1) 按销售额计，2024年龙一全球市占率35.5%；根据南极熊3D打印，2025年拓竹营收破百亿，同比翻倍，增长劲头强势，市占率提升至约40%。2) **观察拓竹近期动向，①产品端：**拓竹发布中高端新品X2D，起售价4499元，填补5000-7000元价格带空白。回顾拓竹产品布局，第一步用X1系列树立行业技术标杆，第二步用中端P系列+入门级A系列打开市场，第三步补齐中高端H和X2系列，从而实现全层级覆盖。②**渠道端：**根据蓝鲸科技，拓竹即将入驻山姆全国门店，成为3D打印机品类独家合作品牌，赋能家庭场景渗透。

◆**出口表观数据量价齐升，拓竹产品&渠道持续完善，我们判断消费级3D打印行业正进入规模增长&价值增长双轮驱动的全面爆发期。**

**表：全球消费级3D打印机市场集中度高，前五名均为国产品牌，2024年龙一全球市占率35.5%，显著领先**

排名	公司名称	2024年消费级3D打印机GMV (百万美元)	按GMV计的市 场占有率
1	公司A	~730	35.50%
2	创想三维	~230	11.20%
3	公司B	~220	10.70%
4	公司C	~205	10.00%
5	公司D	~200	9.70%
合计			77.10%

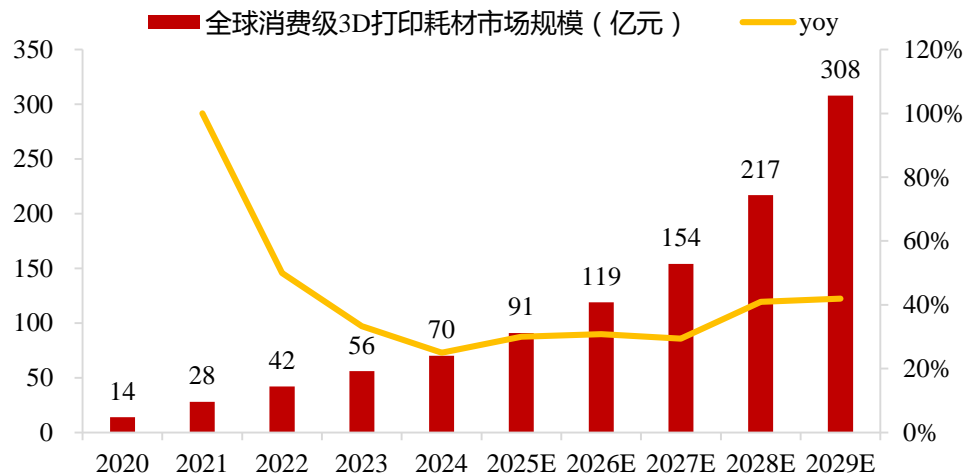
**表：拓竹产品矩阵以实现全层级价格带覆盖**

型号	价格 (元/台，折扣前价格)	发布时间
A1 mini	1599	2023年9月
A1	2199	2023年8月
P1P	3699	2022年11月
P1S	3999	2023年6月
P2S	3699	2025年10月
X2D	4499	2026年4月
X1C	7899	2022年8月
H2S	7999	2025年8月
H2D	11999	2026年2月
H2C	14999	2025年11月

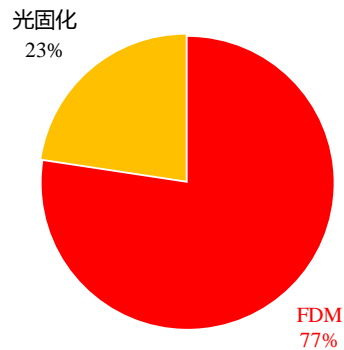
## 2.2.2 公司PLA改性技术领先，绑定头部客户供应3D打印耗材

◆3D打印线材具有强耗材属性，市场规模随着3D打印机保有量提升而维持高增速。消费级3D打印机近80%的机型为FDM（熔融成型），FDM使用的耗材主要为PLA（聚乳酸），是家联的主营优势产品。2024年全球消费级3D打印机耗材市场规模70亿元，2020-2024年CAGR为49.53%，增速显著快于设备端；2025年全球市场规模预计为91亿元，2029年有望增至308亿元。

图：2024年全球消费级3D打印耗材市场规模70亿元，



图：2024年全球消费级3D打印机保有量机型结构

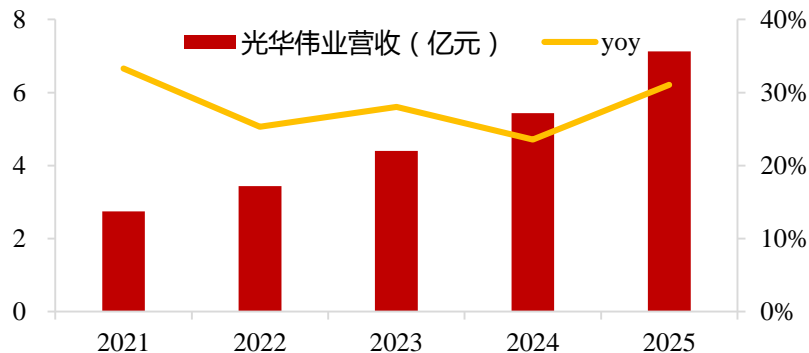


## 2.2.2 公司PLA改性技术领先，绑定头部客户供应3D打印耗材

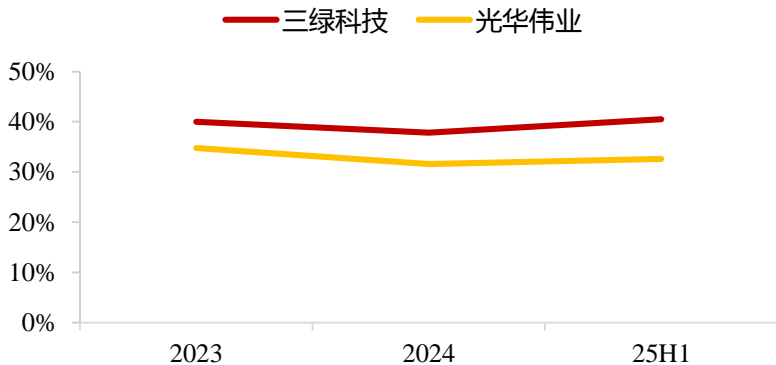
◆**易用性&安全性成为当前消费级3D打印耗材核心痛点。**消费级3D打印机从极客圈层走向家庭场景，打印机易用性&安全性已成为核心痛点，同时也对耗材提出同样要求，不仅要求耗材加热出丝均匀，以规避卷线缠绕、堵头等问题，还要具备极高的安全性（拓竹于2026/5推出食品级PLA耗材）。这一趋势显著利好掌握核心改性技术的高端耗材供应商，在三绿科技、光华伟业（新三板）常年毛利率维持30%+高位，印证高端耗材的议价能力。

◆**公司凭借领先的PLA改性技术，绑定头部大客户供应3D打印耗材，当前产能建设进展较快，未来增量确定性强。**1) 家联科技专注PLA改性研发十余年，拥有10万吨级PLA改性材料专业生产车间，2025年绑定大客户切入3D打印耗材领域，可满足易用性&安全性要求，在技术同源和工艺成熟度上具备先发优势。2) 公司于2025年起在国内+泰国布局3D打印耗材产线，目前已顺利通过下游客户验证并实现批量供货，业务落地节奏稳步加快。公司泰国基地已进入稳定生产阶段，适配下游客户北美市场需求，产能稳步爬坡，订单交付能力持续提升；公司同步推进国内产能布局规划用于供应客户非美市场，相关产能正持续有序投放落地。

图：光华伟业主营3D打印PLA耗材，近年来营收维持快速增长



图：三绿、光华毛利率长期维持30%+，高端耗材具备高毛利性



一

塑料/全降解日用品头部供应商，26Q1规模效应初步显现

二

传统主业稳步向好，切入3D打印耗材开辟新增长极

三

盈利预测与投资建议

# 3.1 盈利预测与投资建议

## ◆核心假设：

◆1) **塑料制品**：内销方面国内餐饮等需求稳定，公司绑定多数头部大客户，且不断拓展新客户和新产品；外销方面产能转移后爬坡进展较快。我们预计2026-2028年公司此业务营收分别为22.94/26.39/30.34亿元，同比+15%/+15%/+15%，毛利率为15%/16%/16%。

◆2) **生物全降解材料制品**：我国推行限塑政策，下游茶饮等客户需求良好；3D打印耗材产线建设进展较快客户端需求紧迫。我们预计2026-2028年公司此业务营收分别为8.26/20.66/30.98亿元，同比+150%/+150%/+50%，毛利率稳定为30%。

◆3) **植物纤维制品**：持续受益于我国限塑政策，下游需求良好。我们预计2026-2028年公司此业务营收分别为3.51/5.80/7.83亿元，同比+80%/+65%/+35%，毛利率稳定为15%。

◆4) **纸制品及其他**：持续受益于我国限塑政策，下游需求良好。我们预计2026-2028年公司此业务营收分别为1.75/1.84/1.93亿元，同比+5%/+5%/+5%，毛利率稳定为2%。

表：家联科技分业务盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入（百万元）	2326	2687	3647	5468	7108
yoy	35%	16%	36%	50%	30%
营业成本（百万元）	1916	2333	2999	4335	5572
毛利（百万元）	410	354	648	1133	1536
毛利率	18%	13%	18%	21%	22%
塑料制品					
营业收入（百万元）	1744	1995	2294	2639	3034
yoy	34%	14%	15%	15%	15%
毛利（百万元）	332	278	344	422	486
毛利率	19%	14%	15%	16%	16%
生物全降解材料制品					
营业收入（百万元）	298	331	826	2066	3098
yoy	14%	11%	150%	150%	50%
毛利（百万元）	67	66	248	620	930
毛利率	22%	20%	30%	30%	30%
植物纤维制品					
营业收入（百万元）	127	195	351	580	783
yoy	35%	54%	80%	65%	35%
毛利（百万元）	13	8	53	87	117
毛利率	10%	4%	15%	15%	15%
纸制品及其他					
营业收入（百万元）	158	166	175	184	193
yoy	147%	6%	5%	5%	5%
毛利（百万元）	16	-2	3	4	4
毛利率	-1%	2%	2%	2%	2%

# 3.1 盈利预测与投资建议

◆ 综上，我们预计公司2026-2028年营收为36.47/54.68/71.08亿元，分别同比+35.7%/+49.9%/+30.0%；2026-2028年归母净利润为1.22/3.17/5.77亿元，同比+261.8%/+158.6%/+82.2%；对应EPS为0.53/1.37/2.49元。我们选取恒鑫生活、永新股份、铂力特为可比公司，2026-2028年平均PE分别为38.17/29.25/25.19；**2026/5/13 公司股价23.43元，对应PE分别为44.36/17.15/9.42，与可比公司相比处于较低水平，我们给予“增持”评级。**

**表：家联科技盈利预测表**

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,326	2,687	3,647	5,468	7,108
YoY (%)	35.2%	15.5%	35.7%	49.9%	30.0%
归母净利润（百万元）	57	-76	122	317	577
YoY (%)	25.7%	-232.8%	261.8%	158.6%	82.2%
毛利率 (%)	17.6%	13.2%	17.8%	20.7%	21.6%
每股收益（元）	0.30	-0.39	0.53	1.37	2.49
ROE	3.4%	-4.7%	7.3%	15.9%	22.5%
市盈率	78.60	-59.66	44.36	17.15	9.42

**表：可比公司估值表（截至2026/5/13）**

代码	公司	收盘价（元）	市值 （亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2026/5/13		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
				2.48	3.02	2.93	19.18	15.74	16.27
002014	永新股份	11.49	70.38	4.90	5.47	5.98	14.37	12.86	11.78
								16	47.52
	<b>平均值</b>						<b>38.17</b>	<b>29.25</b>	<b>25.19</b>
301193	家联科技	23.43	54.33	1.22	3.17	5.77	44.36	17.15	9.42

## 3.2 风险提示

- ◆**人民币汇率波动**：公司外销业务占比近一半，外销业务以美元结算，若人民币汇率大幅波动，将产生较多汇兑损益，影响公司财务费用。
- ◆**消费级3D打印产业进展不及预期**：公司新业务3D打印耗材的进展一定程度上依赖消费级3D打印普及情况，若消费级3D打印的产业进展不及预期，将影响公司新增长极的发展。
- ◆**产能建设进展不及预期**：为拓展业务，当前公司存在较多在建产能，若产能建设进展不及预期，将导致较多成本费用无法摊薄，影响公司利润弹性释放。

# 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,687	3,647	5,468	7,108	净利润	-113	122	317	577
YoY (%)	15.5%	35.7%	49.9%	30.0%	折旧和摊销	313	451	462	468
营业成本	2,333	2,999	4,335	5,572	营运资金变动	-122	107	50	53
营业税金及附加	20	28	42	54	经营活动现金流	113	732	886	1,155
销售费用	139	164	246	284	资本开支	-933	-300	-50	-100
管理费用	235	219	328	391	投资	-12	0	0	0
财务费用	66	56	57	57	投资活动现金流	-945	-305	-50	-100
研发费用	70	73	142	142	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-90	0	0	0	债务募资	694	35	10	10
投资收益	-2	0	0	0	筹资活动现金流	737	-71	-47	-47
营业利润	-135	144	373	679	现金净流量	-92	352	789	1,008
营业外收支	-3	0	0	0	<b>主要财务指标</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
利润总额	-138	144	373	679	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	-25	22	56	102	营业收入增长率	15.5%	35.7%	49.9%	30.0%
净利润	-113	122	317	577	净利润增长率	-232.8%	261.8%	158.6%	82.2%
归属于母公司净利润	-76	122	317	577	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	-232.8%	261.8%	158.6%	82.2%	毛利率	13.2%	17.8%	20.7%	21.6%
每股收益	-0.39	0.53	1.37	2.49	净利率	-2.8%	3.4%	5.8%	8.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	总资产收益率ROA	-2.2%	2.1%	4.8%	7.4%
货币资金	268	619	1,408	2,417	净资产收益率ROE	-4.7%	7.3%	15.9%	22.5%
预付款项	46	60	87	111	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	652	833	1,204	1,548	流动比率	0.81	0.94	1.19	1.40
其他流动资产	557	720	1,036	1,321	速动比率	0.39	0.53	0.75	0.94
流动资产合计	1,522	2,233	3,736	5,397	现金比率	0.14	0.26	0.45	0.63
长期股权投资	4	4	4	4	资产负债率	69.1%	70.8%	70.8%	68.5%
固定资产	2,970	3,085	2,763	2,424	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	387	378	369	360	总资产周转率	0.53	0.63	0.82	0.91
非流动资产合计	4,018	3,873	3,461	3,093	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,540	6,106	7,196	8,490	每股收益	-0.39	0.53	1.37	2.49
短期借款	284	294	304	314	每股净资产	8.20	7.21	8.57	11.06
应付账款及票据	1,114	1,500	2,168	2,786	每股经营现金流	0.58	3.16	3.82	4.98
其他流动负债	478	592	766		每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,875	2,376	3,149	3,866	<b>估值分析</b>				
长期借款	1,194	1,194	1,194	1,194	PE	-59.66	44.36	17.15	9.42
其他长期负债	758	752	752	752	PB	2.63	3.25	2.73	2.12
非流动负债合计	1,952	1,946	1,946	1,946					
负债合计	3,827	4,322	5,095	5,812					
股本	195	232	232	232					
少数股东权益	113	113	113	113					
股东权益合计	1,713	1,784	2,101	2,678					
负债和股东权益合计	5,540	6,106	7,196	8,490					

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

# 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或承诺。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。