



铅酸主业稳健、低压锂电高增，双循环构筑长期壁垒

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 铅酸主业稳健、海外拓展提速: 2025年铅酸电池营收127.4亿元(占比78.2%),国内主机配套市场AGM电池销量同比增长约39%,海外销量同比增长7.51%,基本盘提供稳定现金流。2) 低压锂电进入放量期,成为核心增长极: 2025年低压锂电池销量同比增长200.0%至51.4万KWH,营收同比增长97.8%至8.0亿元,毛利率升至15.6%,已获60个新定点项目。3) 双循环全产业链成型,成本与供应链壁垒突出: 再生铅处理能力达86万吨/年,自供率约70%,有效平滑铅价波动,强化主业毛利韧性。
- 铅酸基本盘稳中有进,海外扩张打开增量空间。** 2025年公司铅酸电池业务营收127.4亿元,占总营收比重78.2%,仍是核心收入和利润来源。海外市场全年实现8个主机厂项目定点,累计开发新客户83家,销量同比增长7.51%。依托渠道和主机配套双壁垒,以及马来西亚稳产、摩洛哥规划推进的“3+N”全球布局,公司有望形成“国内稳健+海外高毛利释放”的双轮驱动。
- 低压锂电高增明确,第二成长曲线正在形成。** 2025年公司低压锂电池销量达51.4万KWH,同比+200.0%,营收8.0亿元,同比+97.8%,毛利率升至15.6%。公司已实现12V/24V/48V低压锂电、车载电源、驻车电源、低压冗余电源等产品覆盖,适配智能座舱与高阶智驾需求。同时,随着前期定点项目进入量产阶段,低压锂电有望从导入期转向收获期,成为未来三年最主要的收入弹性来源。
- 回收业务布局成熟,双循环体系构筑长期护城河。** 公司将再生铅业务定位为战略性的“成本中心”,而非单纯盈利单元;目前绿色铅酸电池循环产业链布局基本完成,废旧铅酸电池回收处理能力达86万吨/年,形成“1+1+N”全国网络布局,生产的再生铅成品约70%用于自供。其核心价值在于保障铅原料稳定供应、平滑铅价波动并强化主业毛利韧性。
- 盈利预测与投资建议:** 公司系国内汽车低压电池龙头,铅酸主业提供稳定现金流,低压锂电进入放量期,铅锂双循环全产业链构筑长期成本与供应链壁垒。我们预计公司未来3年归母净利润复合增长率为14.4%。给予公司2026年15倍PE,对应目标价12.00元,首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 乘用车销量不及预期风险;原材料涨价风险;汇率波动风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	163.03	175.63	193.90	219.61
增长率	5%	8%	10%	13%
归属母公司净利润(亿元)	8.38	9.38	10.82	12.53
增长率	36%	12%	15%	16%
每股收益EPS(元)	0.71	0.80	0.92	1.07
净资产收益率ROE	8%	9%	10%	10%
PE	11.43	10.21	8.85	7.64
PB	0.94	0.91	0.85	0.78

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlsns@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.73
流通A股(亿股)	11.73
52周内股价区间(元)	8.16-11.49
总市值(亿元)	95.73
总资产(亿元)	157.65
每股净资产(元)	8.73

相关研究

目 录

1 公司概况：低压电池龙头，铅锂双循环全产业链布局	1
2 行业分析：新能源提速，低压锂电与循环经济双主线	2
2.1 铅酸电池：需求稳固，具备中长期市场空间.....	2
2.2 低压锂电池：规模逐步增长，融入汽车智能化浪潮.....	3
2.3 再生资源：铅循环成熟，助力双碳.....	4
3 公司分析：铅酸龙头+低压锂电+再生铅三位一体	5
4 盈利预测与估值	8
4.1 盈利预测.....	8
4.2 相对估值.....	9
5 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司 2025 年营收占比情况 (分产品, 百分比)	1
图 2: 公司 2025 年各项业务毛利率	1
图 3: 公司 2025 年营收占比情况 (分地区, 百分比)	1
图 4: 公司 2025 年毛利占比情况 (分地区, 百分比)	1
图 5: 公司营业收入及增速	2
图 6: 公司归母净利润 (亿元) 及增速	2
图 7: 2025-2032 年全球铅酸电池总体市场规模	3
图 8: 汽车低压锂电池全球整体规模	4
图 9: 2023-2030 年全球汽车启动用铅酸蓄电池市场规模	4
图 10: 铅酸电池销量均价变化图	5
图 11: 锂电池销量均价变化图	6
图 12: 再生铅销量均价变化图	6
图 13: 同业毛利率对比	7

表 目 录

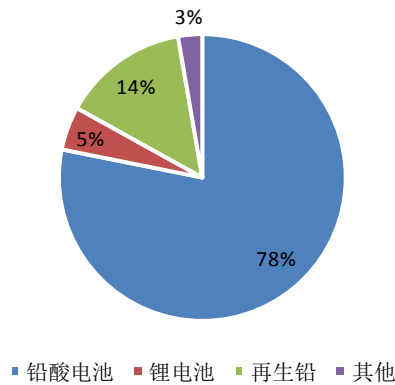
表 1: 三大核心基地及布局	7
表 2: 分业务收入及毛利率	8
表 3: 可比公司估值 (基于 2026 年 6 月 8 日收盘价)	9
附表: 财务预测与估值	10

1 公司概况：低压电池龙头，铅锂双循环全产业链布局

骆驼股份是国内汽车低压电池龙头，深耕行业四十余年，构建铅酸电池+低压锂电双技术路径、制造+回收全产业链闭环，产品覆盖 12V/24V/48V 全场景低压电源，配套燃油车、混动、纯电动全系车型。

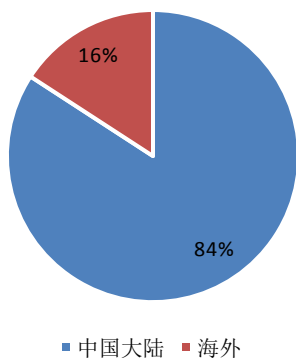
公司主营业务结构：公司收入主要来自铅酸电池，2025 年铅酸电池业务营业收入 127.4 亿元，同比增长 2.3%，营收占比 78.2%，毛利收入 22.8 亿元，毛利占比 93.1%；再生铅业务营业收入 23.2 亿元，同比降低 5.6%，营收占比 14.2%，毛利收入-0.6 亿元；锂电池业务营业收入 8.0 亿元，同比增长 97.8%，营收占比 4.9%，毛利收入 1.3 亿元，毛利占比 5.0%。从区域来看，公司业务以国内为主，2025 年国内业务营业收入为 137.2 亿元，同比增加 3.7%，占比 84.2%，国内毛利占比 82.7%。海外业务同比增长 9.4% 至 25.8 亿元，占比 15.8%，海外毛利占比 17.3%。其主要客户包括华晨宝马、上汽大众、一汽大众、奔驰、小鹏、赛力斯等全球知名车企。

图 1：公司 2025 年营收占比情况（分产品，百分比）



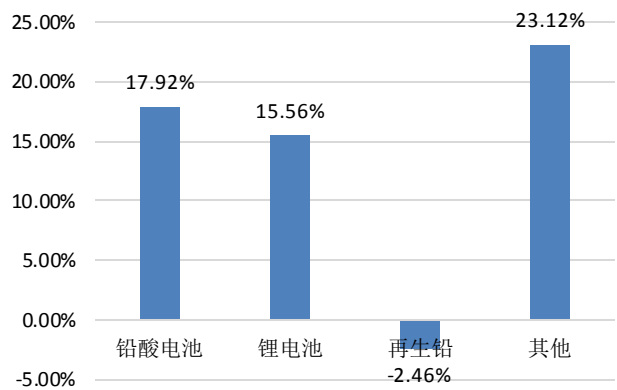
数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2025 年营收占比情况（分地区，百分比）



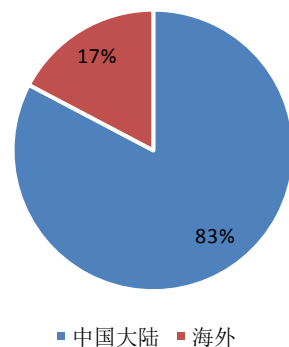
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2025 年各项业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

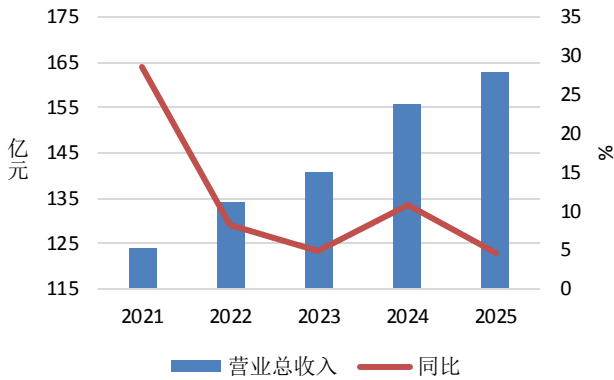
图 4：公司 2025 年毛利占比情况（分地区，百分比）



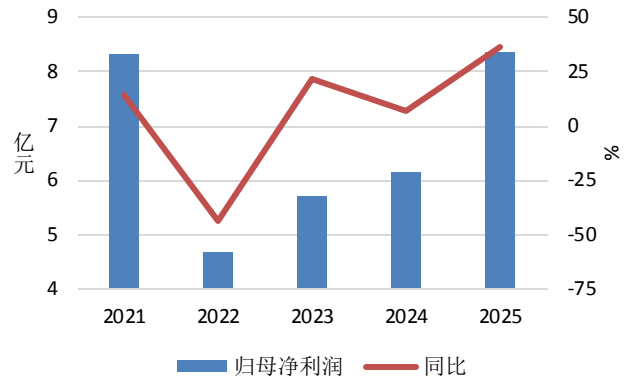
数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：公司营业收入多年保持稳健增长，2021-2025 年复合年均增长率约 11.1%，归母净利润 2021 年达 8.3 亿元高点后回落，2025 年再度回升至 8.4 亿元，主要受原材料价格、行业竞争及非经常性损益影响呈现波动。2025 年公司实现营业收入 163.0 亿元，同比增长 4.6%；归母净利润 8.4 亿元，同比增长 36.5%。利润增加主要源于债务重组及创新基

金投资收益等贡献，扣非净利润小幅下滑则主要受再生铅行业竞争加剧、原材料采购成本攀升等因素影响。

图 5：公司营业收入及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：公司归母净利润及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 行业分析：新能源提速，低压锂电与循环经济双主线

2.1 铅酸电池：需求稳固，具备中长期市场空间

汽车低压电源系统是保障车辆启停、整车电控、车载照明与安全控制系统运行的基础配套系统，贯穿燃油车、混合动力与新能源汽车全生命周期，是汽车产业链不可或缺的刚需环节。

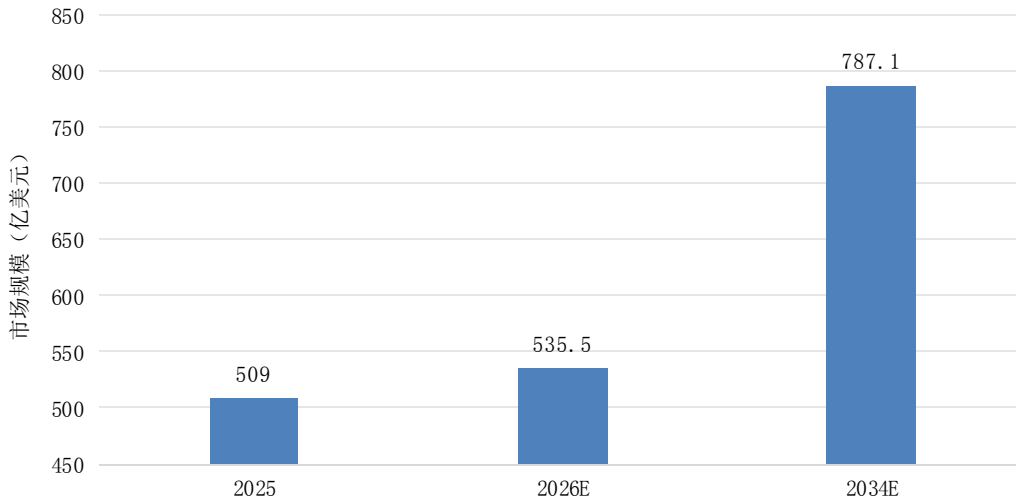
铅酸电池是实现汽车低压电源稳定供应的重要方案。除了在传统燃油车中的广泛应用，在新能源汽车中，12V 铅酸辅助电池保障高压系统断电后整车安全运行，是不可替代的冗余电源。铅酸电池具备三大不可替代性：

安全性与可靠性突出。高低温适应性强、不易热失控，在发动机舱高温工况下稳定性显著优于锂电，是启停与备用电源首选。

成本优势显著。铅酸电池单位容量成本仅为低压锂电的 1/3，性价比在燃油车、商用车、替换市场难以撼动。

循环属性极强。铅酸电池是全球回收率最高的动力电池，规范回收下理论铅回收率超 99%，再生铅可完全替代原生铅用于生产，全生命周期碳排远低于原生制造。

铅酸电池具备中长期市场空间，预计车用铅酸电池市场规模保持平稳扩张。2025 年全球铅酸电池市场规模为 509 (亿美元)，预计 2026 年全球铅酸电池总体市场规模达 535.5 (亿美元)，预计 2034 年达到 787.1 (亿美元)，预测期内的 CAGR 约为 4.96%，稳健增长。

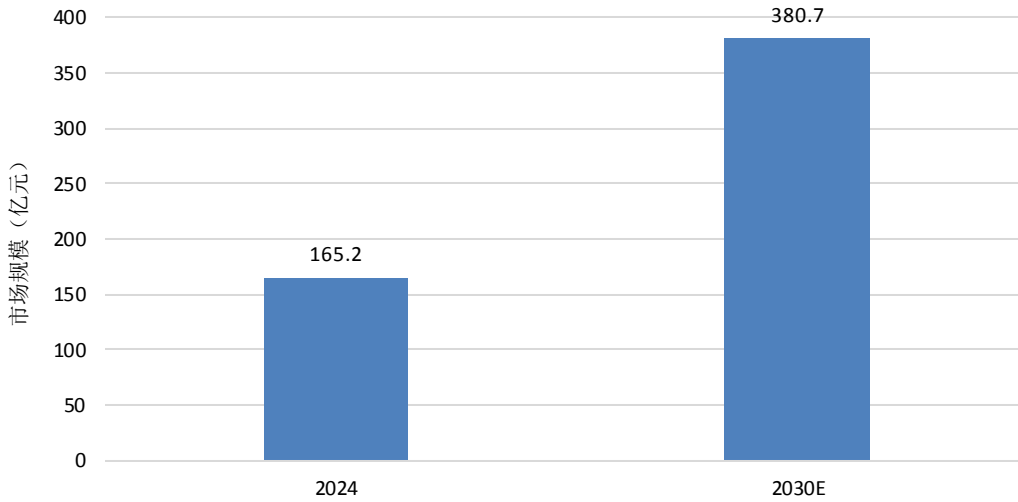
图 7：2025-2032 年全球铅酸电池总体市场规模


数据来源：Fortune business insights 《铅酸电池市场规模、份额和行业分析报告，2026-2034 年》，西南证券整理

2.2 低压锂电池：规模逐步增长，融入汽车智能化浪潮

新能源汽车与汽车智能化浪潮，正在重构低压电源赛道格局，低压锂电成为最确定的增量主线。相比于燃油车，新能源汽车电子电器负载大幅提升，智能座舱、智能驾驶、远程互联、高频启停对低压电源的能量密度、循环寿命、响应速度、轻量化提出更高要求，铅酸电池逐步难以匹配高端化与集成化趋势，锂电替代加速。新能源汽车带动低压锂电需求显著提升。纯电与混动车型单车低压锂电用量远超传统燃油车：虽然省去部分传统发动机附件电源，但电池包管理、电驱动控制系统、车载高压辅助冗余、驻车空调等大幅提升用电需求，进一步打开低压锂电空间。

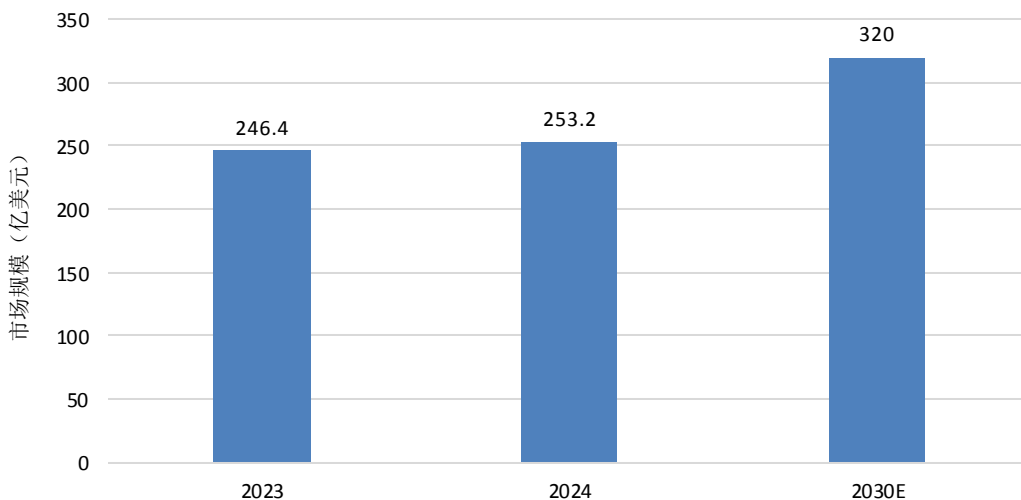
电动化与集成化正在重塑竞争格局。汽车低压电源从单一铅酸电池，向 12V 锂电、48V 电源系统、多合一集成电源演进，车企定点向具备同步开发、车规认证、规模交付、BMS 能力的供应商集中。在技术升级与车型结构升级过程中，行业格局快速集中，具备车规级制造、全谱系产品、主机厂深度绑定、循环成本优势的龙头将显著受益，分享行业高速增长红利。汽车低压锂电 2024 年全球市场规模为 165.2 亿元，预计 2030 年达到 380.7 亿元，低压锂电池全球市场规模预计将迅速增长。

图 8：汽车低压锂电池全球整体规模


数据来源：EVTank、伊维经济研究院：《中国汽车低压锂电池行业发展白皮书（2025年）》，公司年报，西南证券整理

2.3 再生资源：铅循环成熟，助力双碳

铅资源循环是汽车电池行业实现双碳与资源安全的核心环节，也是铅酸电池长期低成本、可持续的根本保障。与之相对应的是，全球汽车启动用铅酸蓄电池市场规模从 2023 年的约 246 亿美元增长至 2024 年的约 253 亿美元，预计 2030 年市场规模达到 320 亿美元。2024 年至 2030 年 CAGR 为 4%，产业基本盘的不断扩大使得铅原料的稳定供应与绿色循环显得愈发重要。从上市公司成本结构看，铅原料在铅酸蓄电池整体生产成本中占比高达 50%~60%，部分企业甚至可达 70%~80%，原生铅开采冶炼碳排放高、能耗高、对外依存度较高；而再生铅能耗仅为原生铅的 25% 左右，是最具性价比的绿色铅源。配套再生铅产能可使电池企业铅原料自给率提升至 60% 以上，有效对冲铅价波动。且政策明确要求提升动力电池回收利用率与再生原料使用比例，回收体系规范化、规模化成为长期方向。

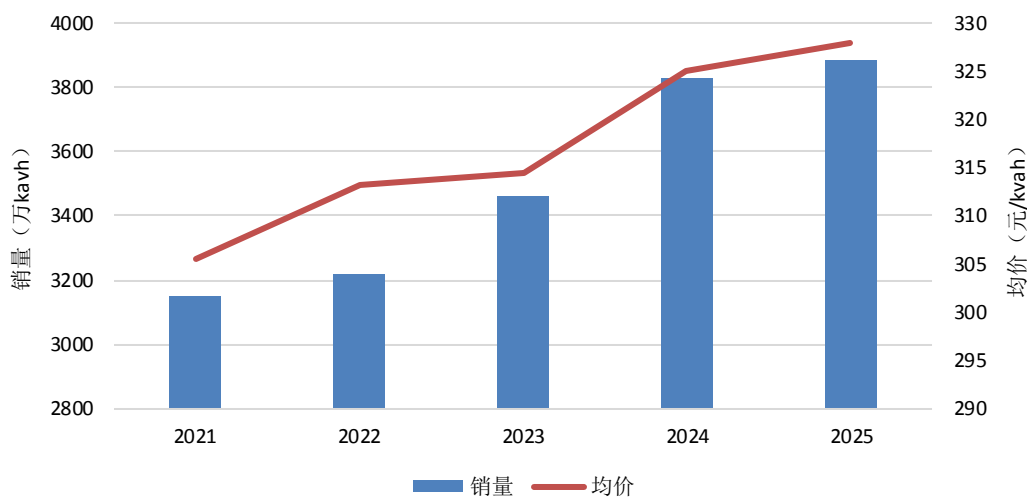
图 9：2023-2030 年全球汽车启动用铅酸蓄电池市场规模


数据来源：QYResearch，西南证券整理

3 公司分析：铅酸龙头+低压锂电+再生铅三位一体

铅酸电池龙头，渠道与配套双壁垒。公司是国内汽车起动/启停低压铅酸电池绝对龙头，在起动电池、启停电池（AGM/EFB）、新能源辅助电池、商用车驻车电池等传统刚需产品上具备极强竞争力，维护替换市场渠道壁垒深厚，是汽车低压铅酸电池领域的全球龙头企业。2025年，公司在国内主机配套市场的销量同比增长4.04%，其中AGM电池销量同比增长约39%，驻车空调电池销量同比增长约16%。2025年，公司在国内维护替换市场销量同比增长0.28%，其中EFB电池销量同比增长约36%，AGM电池销量同比增长近35%。公司在海外市场全年实现8个主机厂项目定点，累计开发新客户83家，销量同比增长7.51%。公司凭借渠道、配套的深厚壁垒，铅酸电池的销量从2021年3152（万kVAh）增长到2025年的3884.8（万kVAh），年均复合增长率约为5.4%；铅酸电池销售均价从2021年305.6（元/kVAh）增长到2025年的328.0（元/kVAh），年均复合增长率约为1.8%。

图 10：铅酸电池销量均价变化图

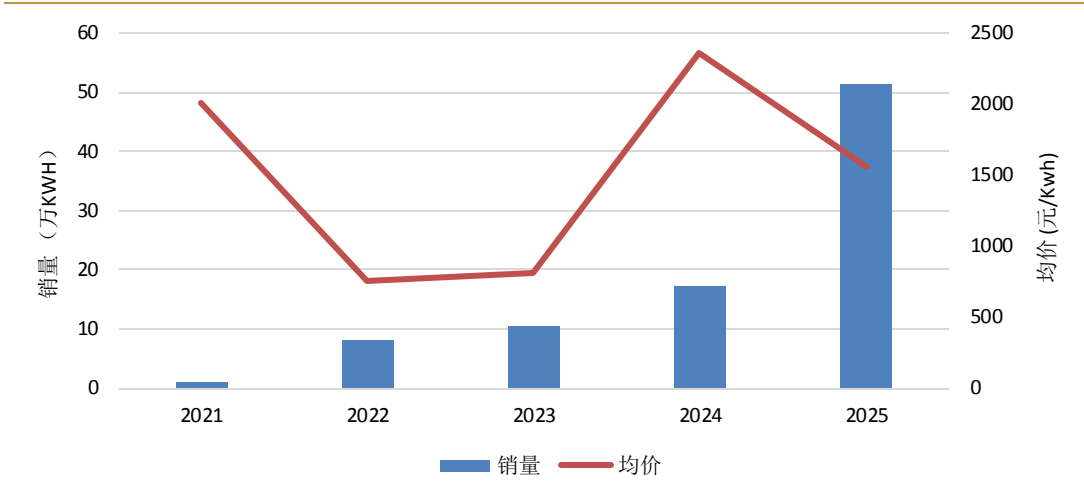


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

电动化转型加速，低压锂电增长迅猛。近年来公司全力切入新能源汽车赛道，以12V/24V/48V 低压锂电、驻车锂电、新能源辅助电源为核心的新能源产品占比快速提升。公司的锂电池销量从2021年的0.93（万KWH）急剧增长到2025年的51.4（万KWH），年均复合增长率约为172.6%；同时，从公司2021年到2025年的锂电池均价变化，也能看出公司锂电池业务的良性变化。公司锂电池业务经历2021-2023年的市场导入期，当时公司采取积极的定价策略以快速获取主机厂定点项目，所以锂电池均价从2021年的2002（元/KWH）降低至2022年的754（元/KWH）和2023年的813（元/KWH）；2023年后公司进入锂电池“收获期”，规模效应和产品结构优化成为价格回升的坚实基础，在公司2024年获得的订单中，包含了对技术要求更高、通常附加值也更高的项目（如宝马、小鹏、赛力斯等），这类产品能支撑更高的定价，优化了整体均价，所以公司锂电池均价升到2024年的高点2360（元/KWH）。随着2025年碳酸锂原材料价格的继续下行，而且随着销量爆发，2025年工厂也实现满负荷运转，低碳产业园一期等项目顺利投产，极大分摊了设备、厂房和研发等固定成本，这些都给锂电池均价的下降提供了空间，公司锂电池均价从2024年的2360（元/KWH）降低至2025年的1556（元/KWH）。在2025年公司新取得项目定点中，汽车低压锂电池项目达60个，同比大幅增长，客户覆盖小鹏、赛力斯、阿维塔、一汽奥迪、大众、蔚来、福

田戴姆勒、一汽解放等主流车企。智能化方面，公司已实现车载电源、驻车电源、低压冗余电源全覆盖，适配智能座舱与高阶智驾用电需求。

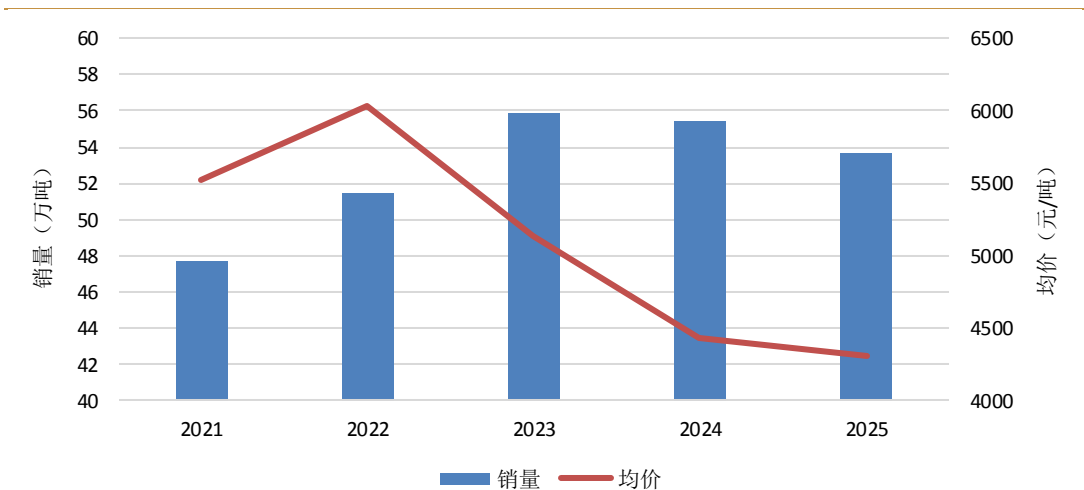
图 11：锂电池销量均价变化图



数据来源：Wind, 公司公告, 西南证券整理

再生铅业务确保主业的铅酸电池供应链稳定。公司将再生铅业务定位为战略性的“成本中心”，而非单纯的盈利单元。所以，公司再生铅的均价从2021年的5518（元/吨）经历短暂上升后，逐步降低至2025年的4315（元/吨）；再生铅销量也从2021年的47.7（万吨），逐步变动至2025年的53.7（万吨）。目前，公司绿色铅酸电池循环产业链布局已基本完成，废旧铅酸电池回收处理能力已达86万吨/年，已形成一个铅酸电池制造基地配套一个再生铅工厂加N个区域回收中心的“1+1+N”全国网络布局，生产的再生铅成品约70%用于自供，保障了汽车低压铅酸电池主要原材料铅的稳定供应。

图 12：再生铅销量均价变化图



数据来源：Wind, 公司公告, 西南证券整理

产能持续扩张，海内外基地布局完善。目前襄阳新能源低碳产业园一期已投产，两条低压锂电产线稳定量产；安徽、华南等基地有序扩建，再生铅与铅酸制造协同进一步强化；海外马来西亚基地稳产爬坡，匈牙利等欧洲基地按计划推进，配套出海车企就近供货，董事长明确提

出，希望 2030 年后海外市场份额显著提升。此外，公司持续完善铅锂双循环产能布局，锂电回收拆解与材料再生产能稳步落地，在建产能与循环产能集中释放将持续驱动业绩增长。

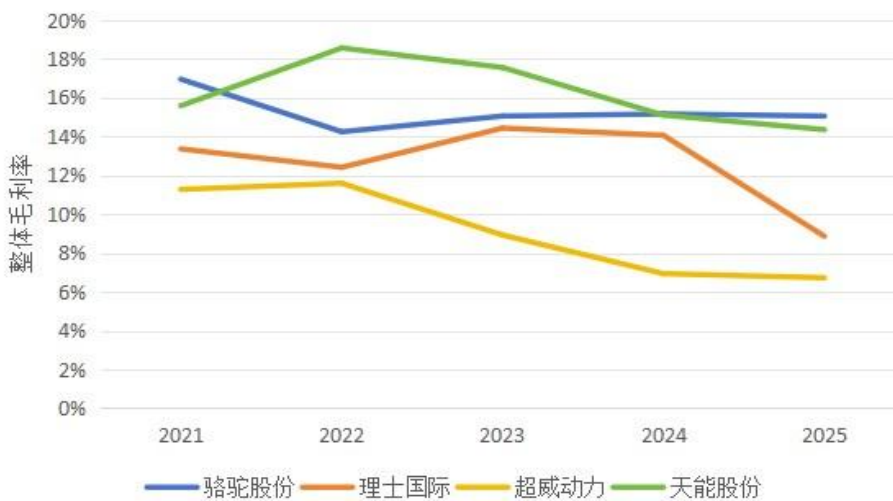
表 1：三大核心基地及布局

核心基地	所在区域	产能情况/定位	建设进展
中国	亚洲（本土）	核心制造基地 国内铅酸电池产能约 3500 万 KVAH/年	拥有多个生产基地（如襄阳、华中、华南等），配套再生铅工厂，产能规模最大
马来西亚	东南亚	东南亚及辐射全球基地 现有年产能约 400 万 KVAH	2019 年一期投产，2023 年 9 月二期建成，合计产能约 400-500 万 KVAH（含美国化成部分统计口径差异）
摩洛哥	非洲/欧洲辐射	欧洲及非洲市场基地 规划中的重点建设基地	2026-2030 年战略重点推进项目，旨在覆盖欧洲和非洲市场，完善全球供应链

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

盈利能力稳健，循环产业链构筑超额收益。与同行业对比来看，骆驼集团盈利能力常年具备韧性，毛利率领先同业。2021—2025 年，骆驼股份整体毛利率稳定在 14.24%—16.95% 区间，五年均值为 15.29%，显著高于理士国际（均值 12.62%）、超威动力（均值 9.09%）。尤其在 2025 年，骆驼股份毛利率为 15.05%，不仅稳定维持在 15% 关口上方，更是再次超越天能股份（14.35%）。骆驼股份毛利率更高的核心在于其铅酸电池“生产—销售—回收—再生”全产业链闭环。骆驼股份是国内少数实现废旧铅酸电池自主回收、冶炼、再制造的铅酸电池企业，再生铅自给率超过 70%。这一模式带来两大优势：一是大幅降低原料采购成本，规避铅价波动风险；二是残值回收增厚毛利，废旧电池中铅、塑料的回收价值可直接抵扣生产成本。同业中，理士国际和超威动力的再生铅布局相对薄弱，原料外购比例更高，导致毛利率中枢偏低。而天能股份近年来加速向锂电、储能转型，铅酸电池业务投入相对收敛，其铅酸电池产能利用率和回收体系规模效应不及骆驼股份。2025 年，铅价维持高位震荡，骆驼股份凭借成熟的再生铅网络，原料成本优势进一步放大；而天能股份受转型期费用摊销及锂电业务初期毛利率偏低拖累，整体毛利率阶段性承压。骆驼股份凭借专注铅酸电池领域的规模效应与循环经济壁垒，在复杂的外部环境下实现了毛利率对同业的领先。

图 13：同业毛利率对比



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1: 铅酸电池业务方面, 考虑到国内市场以存量替换为主、海外业务贡献温和增量, 预计 2026-2028 年铅酸电池销量增速大致为 2.5%/3.0%/3.5%, 对应销量分别为 3981.96/4101.42/4244.97 万 KVAH。结合公司 2021-2025 年铅酸电池均价持续提升、AGM/EFB 等高附加值产品占比提升以及海外业务结构优化, 预计 2026-2028 年铅酸电池均价每年的增速约为 1%, 对应价格分别为 331.3/334.6/337.9 元/KVAH; 毛利率分别为 18.0%/18.2%/18.3%。

假设 2: 再生铅业务方面, 考虑到该业务以保障主业原材料供应和循环产业链协同为主, 且过去三年均价持续下行、销量自 2023 年高点后回落, 预计 2026-2028 年销量增速大致为 -2.0%/-2.0%/-1.0%, 对应销量分别为 52.67/51.62/51.10 万吨, 均价增速约为 -2.0%/-2.0%/-1.0%, 对应均价分别为 4228.6/4144.0/4102.6 元/吨; 毛利率分别为 -3.0%/-2.5%/-2.0%。

假设 3: 低压锂电池业务方面, 考虑到前期定点项目逐步进入量产放量阶段、客户结构持续优化, 预计 2026-2028 年低压锂电池销量增速约为 100%/75%/60%, 对应销量分别为 102.88/180.04/288.06 万 KWH。同时, 2026 年碳酸锂价格较 2025 年低点显著抬升, 对产品报价形成支撑, 预计 2026-2028 年低压锂电池价格增速约为 2.85%/3.13%/3.0%, 对应均价为 1600/1650/1700 元/KWH; 毛利率分别为 16.0%/17.0%/18.0%。

基于以上假设, 我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表:

表 2: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
铅酸电池	收入	127.4	131.9	137.2	143.4
	增速	2.3%	3.6%	4.0%	4.5%
	毛利率	17.9%	18.0%	18.2%	18.3%
再生铅	收入	23.2	22.3	21.4	21.0
	增速	-5.6%	-4.0%	-4.0%	-2.0%
	毛利率	-2.5%	-3.0%	-2.5%	-2.0%
低压锂电池	收入	8.0	16.5	29.7	49.0
	增速	97.8%	105.8%	80.5%	64.9%
	毛利率	15.6%	16.0%	17.0%	18.0%
其他	收入	4.4	5.0	5.6	6.2
	增速	58.9%	12.0%	12.1%	12.0%
	毛利率	23.1%	23.0%	23.0%	23.0%
合计	收入	163.0	175.6	193.9	219.6
	增速	4.6%	7.7%	10.4%	13.3%
	毛利率	15.1%	15.3%	15.9%	16.4%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 175.63/193.90/219.61 亿元，归母净利润分别为 9.38/10.82/12.53 亿元，EPS 分别为 0.80/0.92/1.07 元，对应 2026 年 6 月 8 日收盘价 8.16 元的 PE 分别为 10.2/8.9/7.6 倍。我们选取电池行业天能股份、珠海冠宇、欣旺达为可比公司，2026-2028 年平均 PE 为 15.4、11.6、10.3 倍。考虑到公司作为国内汽车低压电池龙头，铅酸主业提供稳定现金流，低压锂电进入放量期，铅锂双循环体系构筑中长期成本与供应链壁垒，给予公司 2026 年 15 倍 PE，目标价 12.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值（基于 2026 年 6 月 8 日收盘价）

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
688819.SH	天能股份	23.30	1.64	1.76	2.03	2.21	20.29	13.25	11.50	10.56
300207.SZ	欣旺达	19.61	0.58	1.35	1.99	2.58	45.70	14.49	9.86	7.60
688772.SH	珠海冠宇	17.38	0.42	0.94	1.30	1.38	51.68	18.43	13.40	12.60
平均值							39.22	15.39	11.59	10.25
601311.SH	骆驼股份	8.16	0.71	0.80	0.92	1.07	11.43	10.21	8.85	7.64

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

乘用车销量不及预期风险；原材料涨价风险；汇率波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	163.03	175.63	193.90	219.61	净利润	8.49	9.50	10.96	12.69
营业成本	138.50	148.77	163.12	183.53	折旧与摊销	4.84	7.03	7.51	8.15
营业税金及附加	5.87	5.62	6.20	7.03	财务费用	0.17	0.40	0.12	0.05
销售费用	7.14	5.29	6.11	7.53	资产减值损失	-1.20	-1.30	-1.60	-1.80
管理费用	4.47	3.53	4.17	4.66	经营营运资本变动	-2.98	-4.96	-4.24	-5.96
财务费用	0.17	0.40	0.12	0.05	其他	-1.03	1.21	1.83	2.04
资产减值损失	-1.20	-1.30	-1.60	-1.80	经营活动现金流净额	8.29	11.88	14.58	15.17
投资收益	2.69	0.00	0.00	0.00	资本支出	-0.92	-1.80	-6.00	-10.00
公允价值变动损益	0.15	0.00	-0.02	0.02	其他	-13.68	0.00	-0.02	0.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-14.60	-1.80	-6.02	-9.98
营业利润	9.59	10.72	12.55	15.03	短期借款	-8.73	3.57	-5.40	-1.22
其他非经营损益	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	长期借款	7.46	1.20	1.50	1.80
利润总额	9.49	10.62	12.45	14.93	股权融资	0.11	0.10	0.10	0.10
所得税	1.00	1.12	1.49	2.24	支付股利	-3.40	-2.51	-2.81	-3.24
净利润	8.49	9.50	10.96	12.69	其他	-0.56	-5.35	-0.12	-0.05
少数股东损益	0.11	0.12	0.14	0.16	筹资活动现金流净额	-5.12	-2.99	-6.73	-2.61
归属母公司股东净利润	8.38	9.38	10.82	12.53	现金流量净额	-11.00	7.09	1.83	2.57
资产负债表 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	10.47	17.56	19.39	21.96	成长能力				
应收和预付款项	23.63	25.78	28.31	32.06	销售收入增长率	4.56%	7.72%	10.40%	13.26%
存货	31.18	33.16	36.49	41.16	营业利润增长率	36.79%	11.83%	17.07%	19.78%
其他流动资产	21.96	18.89	19.69	20.80	净利润增长率	34.09%	11.94%	15.33%	15.84%
长期股权投资	4.23	4.23	4.23	4.23	EBITDA 增长率	25.48%	24.34%	11.25%	15.06%
投资性房地产	0.09	0.09	0.09	0.09	获利能力				
固定资产和在建工程	42.27	37.71	36.85	39.37	毛利率	15.05%	15.29%	15.87%	16.43%
无形资产和开发支出	8.04	7.39	6.75	6.10	三费率	7.22%	5.25%	5.36%	5.57%
其他非流动资产	14.80	14.79	14.77	14.76	净利率	5.21%	5.41%	5.65%	5.78%
资产总计	156.67	159.61	166.58	180.54	ROE	8.30%	9.05%	9.68%	10.34%
短期借款	5.20	8.77	3.38	2.16	ROA	5.42%	5.95%	6.58%	7.03%
应付和预收款项	19.17	19.08	21.04	23.97	ROIC	9.15%	10.22%	11.15%	11.95%
长期借款	13.11	14.31	15.81	17.61	EBITDA/销售收入	8.95%	10.33%	10.41%	10.58%
其他负债	16.90	12.45	13.13	14.02	营运能力				
负债合计	54.38	54.62	53.35	57.76	总资产周转率	1.06	1.11	1.19	1.27
股本	11.73	11.73	11.73	11.73	固定资产周转率	4.54	4.65	5.20	5.76
资本公积	17.19	17.29	17.39	17.49	应收账款周转率	7.60	7.79	7.88	7.98
留存收益	67.50	74.37	82.37	91.65	存货周转率	4.52	4.54	4.62	4.66
归属母公司股东权益	100.81	103.39	111.49	120.87	销售商品提供劳务收到现金营业收入	103.37%	—	—	—
少数股东权益	1.48	1.60	1.74	1.91	资本结构				
股东权益合计	102.29	104.99	113.23	122.78	资产负债率	34.71%	34.22%	32.03%	31.99%
负债和股东权益合计	156.67	159.61	166.58	180.54	带息债务/总负债	33.68%	42.26%	35.97%	34.23%
					流动比率	2.45	2.75	3.26	3.36
					速动比率	1.57	1.80	2.11	2.17
					股利支付率	50.41%	26.80%	26.01%	25.90%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	14.59	18.14	20.19	23.22	每股收益	0.71	0.80	0.92	1.07
PE	11.43	10.21	8.85	7.64	每股净资产	8.72	8.95	9.65	10.47
PB	0.94	0.91	0.85	0.78	每股经营现金	0.71	1.01	1.24	1.29
PS	0.59	0.55	0.49	0.44	每股股利	0.36	0.21	0.24	0.28
EV/EBITDA	5.34	4.14	3.43	2.90					
股息率	3.55%	2.63%	2.94%	3.39%					

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。

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
	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
张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@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	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
