2025 年 09 月 23 日
证券研究报告•2025 年半年报点评
东宏股份（603856）建筑材料

买入（首次）
当前价：11.31 元
目标价：14.60 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

“双线”战略驱动强劲，智慧管网全链布局

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年半年度报告，2025H1 公司实现营业总收入 10.61 亿元，同比-32.78%，实现归母净利润 1.02 亿元，同比-32.31%；2025 年单二季度实现营业总收入 5.39 亿元，同比-42.23%，实现归母净利润 0.59 亿元，同比-40.0%。
- **订单交付滞后，营收阶段承压。1）分业务看：**管材管件销售、管道工程安装分别实现营收 8.8 亿元(-33.1%)、0.17 亿元(+62.0%)，预计因订单节奏及订单交付周期，叠加产品销售单价和原材料价格显著下滑导致营收端承压显著。**2）分区域看：**华东、西北、华北、华中、西南、东北地区分别实现营收 3.0 亿元(-55.8%)、2.7 亿元(-32.1%)、2.1 亿元(+40.5%)、0.77 亿元(+5.5%)、0.23 亿元(-8.6%)、0.13 亿元(+19.5%)，因各地区订单节奏差异较大导致营收增速差异较大，其中西北地区受益当地基建投资增加显著，预计订单增速较快，但订单产品多为定制化产品，随着产品陆续生产交付，预计下半年华东、西北区域营收将有显著恢复。
- **盈利能力稳定，应收有效管控。1）毛利率：**公司优选项目资金确定性高的订单，将产品品质和品牌声誉放在首要位置，不参与低价恶性竞争，保证毛利率水平稳定，上半年毛利率同比增长 0.55 个百分点。**2）费用率：**销售费用率、管理费用率、研发费用率分别同比增加 0.59、1.61、0.75 个百分点，主因为营收规模下降导致规模效应弱化，费用率有所增加。**3）净利率：**综上影响，公司综合费用率同比增加 2.93 个百分点，销售净利率同比增加 0.08 个百分点至 9.6%，盈利能力保持稳健。4）截至 2025 年末，应收票据及应收款为 12.17 亿元，环比 2024 年末减少 0.98 亿元，应收款得到有效管控。
- **工程管道头部企业，业绩增长弹性十足。**公司深耕工程管道多年，聚焦“国家大型长输管线和城市生命线”双线发展战略和“一主多翼+一新”业务布局，成长空间持续拓宽：1）在市场环境方面，水利工程建设、城市更新、地下管网建设等相关领域利好政策陆续出台，优质项目订单将显著增加。2）在竞争优势方面，公司从专用料研制、管道结构设计、产品生产研发、管道连接、物流配送、管道安装到售后服务为一体的全产业链优势；具备南水北调、引汉济渭等多个国家级重点工程项目经验；具有国家企业技术中心、国家级 CNAS 实验室等技术创新平台，研发能力突出。3）在成长弹性方面，公司总产能规模为 118 万吨，2024 年销量仅为 30.7 万吨，产能利用率较低主因为严控项目回款质量导致，随着市场环境好转公司放量弹性显著。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.56 元、0.73 元、0.92 元，对应 PE 分别为 20 倍、16 倍、12 倍。公司综合竞争力突出，市场环境持续改善，看好公司业绩弹性，给予公司 2026 年 20 倍估值，对应目标价 14.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；业务拓展不及预期风险；原材料大幅波动风险。

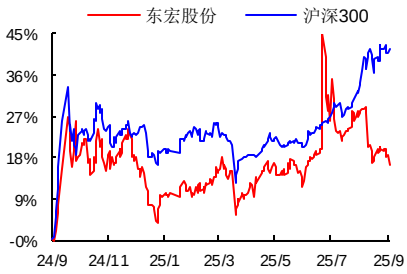
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	24.90	23.15	26.40	30.63
增长率	-13.08%	-7.00%	14.05%	16.00%
归属母公司净利润（亿元）	1.69	1.57	2.05	2.61
增长率	5.03%	-7.20%	30.49%	27.19%
每股收益 EPS（元）	0.60	0.56	0.73	0.92
净资产收益率 ROE	7.20%	6.37%	7.81%	9.24%
PE	19	20	16	12
PB	1.36	1.29	1.22	1.13

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：笪文钊
执业证号：S1250524060002
电话：023-63786049
邮箱：dwzyf@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)	2.82
流通 A 股(亿股)	2.82
52 周内股价区间(元)	9.88-14.12
总市值(亿元)	31.90
总资产(亿元)	36.34
每股净资产(元)	9.37

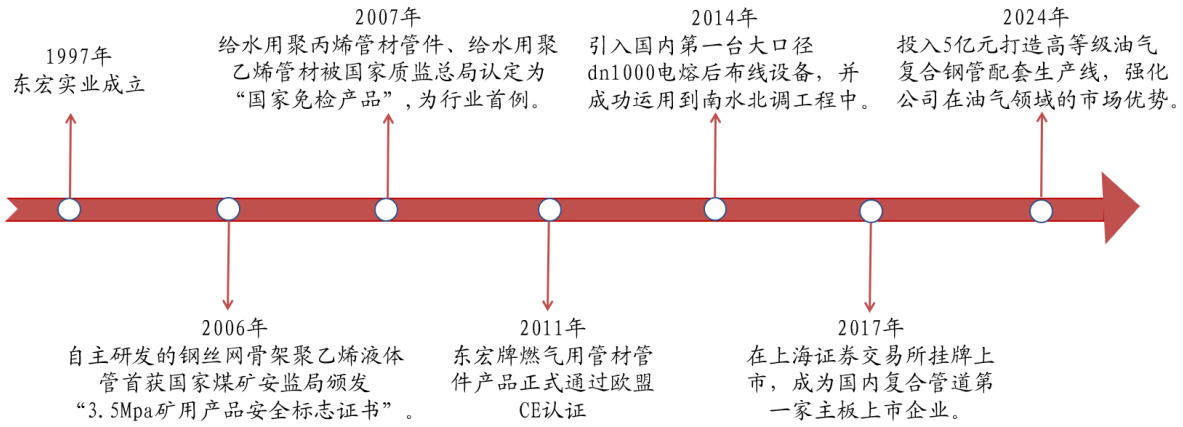
相关研究

1 公司概况

1.1 工程管道头部企业，综合竞争力突出

深耕管道业务多年，综合竞争优势显著。公司前身东宏实业成立于 1997 年，并于 2017 年在上交所上市。公司长期深耕管道领域，可为客户提供复合管道系统综合解决方案，是“工程管道制造商”、“管道工程服务商”和“管道工程总承包商”，业务综合竞争力突出。公司立足工程管道系统研发生产，从矿业管道起步，业务逐渐拓展至水利、水务、工矿、燃气、市政、热力等领域，并拥有智能化管材、管件、新材料三大生产基地，为工程管道领域头部企业。

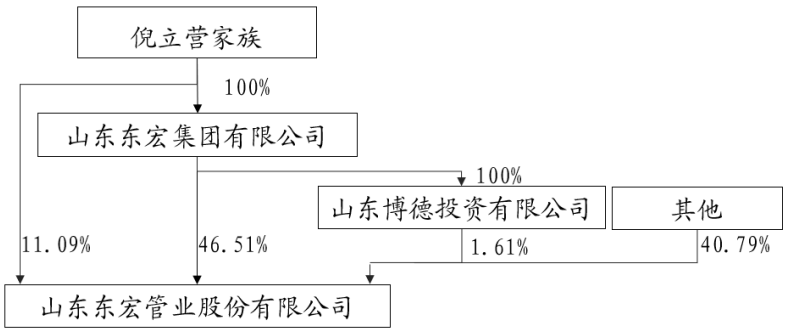
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定，坚持长期主义。公司第一大股东为东宏集团，直接持股比例为 46.51%。倪立营家族直接持有公司股份 11.09%，并通过博德投资间接持股 1.61%。倪立营家族通过直接或者间接共计持有公司股份 59.21%，为公司实际控制人。公司控股股东东宏集团和实际控制人倪立营先生，自公司上市以来，从未进行减持，对公司长远发展具有坚定信心。

图 2：公司股权结构



数据来源：数据截至 2025/6/30，公司公告，西南证券整理

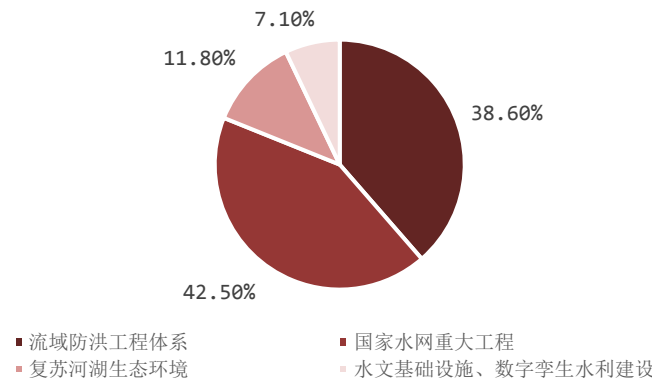
1.2 管网市场空间广阔，利好政策陆续出台

水利建设逐年攀升，管网建设需求扩容。2021 年以来，水利建设投资呈加速状态。2024 年水利建设完成投资 1.35 万亿元，主要投向流域防洪工程、国家水网重大工程、复苏河湖生态环境、水文基础设施及数字孪生水利建设等。中国地域辽阔，地形复杂，大陆性季风气候非常显著，因而造成水资源地区分布不均的特点。降水量从东南沿海向西北内陆递减，地区分布很不均匀，造成了全国水土资源不平衡现象，凸显水利建设在平衡水资源利用及防洪抗旱方面的重要性。

图 3：中国完成水利建设投资额（亿元）

数据来源：水利部，西南证券整理

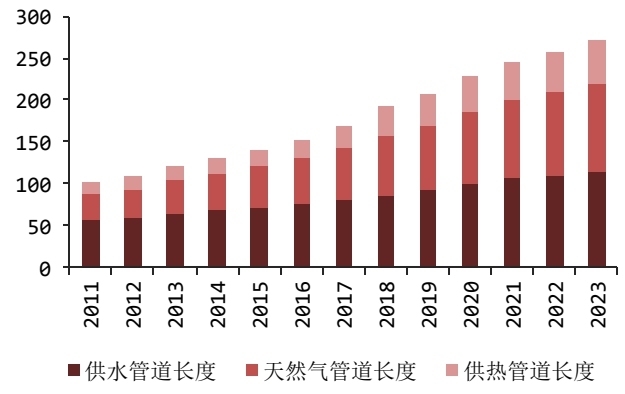
图 4：2024 年水利建设投资主要板块



数据来源：水利部，西南证券整理

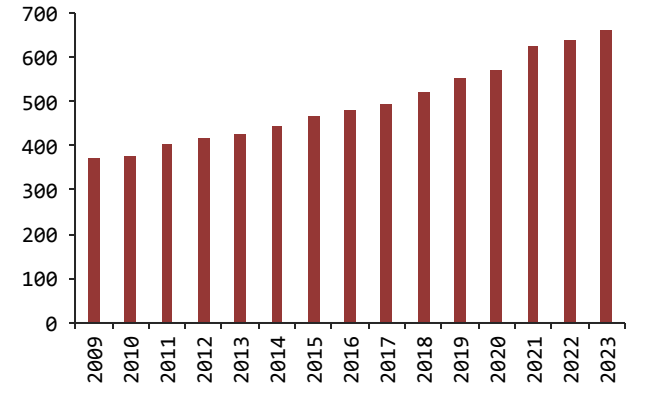
存量市场巨大，更新空间广阔。截至 2024 年底，城市供水普及率、燃气普及率、污水处理率均超过 99%，地下管网长度达到 378.5 万公里，更新改造老化燃气管道 16.5 万公里。当前正大力推进新型城市基础设施建设，实施地下管线管网和综合管廊建设改造，统筹城市防洪体系和内涝治理，加快城市基础设施生命线安全工程建设，地下管网更新改造需求空间广阔。

图 5：供水、天然气、供热管道建设情况（万公里）



数据来源：《2023 年城市建设统计年鉴》，西南证券整理

图 6：中国城市污水年排放量（亿立方米）



数据来源：水利部，西南证券整理

高度重视里子工程，利好政策陆续出台。2024 年 10 月，国家发展改革委新闻发布会中提到，以城市重要的“里子”工程地下管网建设改造为例，有关方面预计在未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近 60 万公里，投资总需求约 4 万亿元。2025 年 7 月，在中央城市工作会议中，更是明确要推进城市基础设施生命线安全工程建设，加快老旧管线改造升级；强化城市自然灾害防治，统筹城市防洪体系和内涝治理。总的来看，地下管网作为城市建设的“里子工程”重视程度越来越高，对智慧管网建设要求越来越高。

表 1：城市地下管网和地下综合管廊建设改造实施方案（2024-2028 年）提出的主要任务

任务要求	具体内容
现状评估与规划编制	对现有地下管网进行全面普查，建立详细档案数据库。
	编制地下管网及综合管廊专项规划，与城市总体规划相衔接。
老旧管网改造升级	优先对存在严重安全隐患的老旧供水管网、燃气管网进行更换或加固。
	推进排水管网雨污分流改造，提升污水收集和处理效率。
新建综合管廊示范项目	在新区开发、旧城改造等重点区域规划建设地下综合管廊。
	选择典型区域实施综合管廊试点，积累经验后逐步推广。
智能化管理系统建设	建立地下管网地理信息系统（GIS），实现实时监测和数据共享。
	引入物联网、大数据等技术，提升故障预警和应急响应速度。
绿色可持续技术应用	鼓励使用高性能、长寿命、环保型管材和设备。
	探索地热能、太阳能等可再生能源在综合管廊中的集成应用。

数据来源：国家发展改革委，西南证券整理

1.3 全链条管道服务商，综合竞争优势突出

双线战略清晰，智能管道赋能。公司秉承“让智能管道改变人类生活”的企业使命，致力实现“成为全球领先的大型长输管线及城市生命线综合解决方案服务商”战略愿景，围绕“一主多翼+一新”的市场布局，持续深耕水利、水务核心领域稳固领先地位，强化市政、热力、燃气、工矿、化工等领域市场精耕，积极拓展氢能、核电、海洋光伏等新兴领域。

表 2：公司“双线战略”+智能管道

任务要求	具体内容
国家长输“大动脉”	以国家战略管网为核心，聚焦长距离、高压力、大口径管道建设，深度融合嵌入式传感器、实时数据分析与智能诊断技术，实现对复杂环境下输送状态的动态监测与故障预测，显著提升运行安全性、输送效率并降低运维成本。
城市地下“生命线”	积极响应国家地下管网智能化升级政策，推动传统城市管道与传感技术、数据运维平台深度融合，为城市“毛细血管”级管网部署“神经细胞”与“智慧大脑”，实现城市公共基础设施的实时感知、智能调控与风险防控。

数据来源：公司公告，西南证券整理

综合业务能力突出，市场竞争优势显著。公司是“工程管道制造商”、“管道工程服务商”和“管道工程总承包商”，拥有从专用料研制、管道结构设计、产品生产研发、管道连接、物流配送、管道安装到售后服务为一体的全产业链优势，可为客户提供管道系统一体化解决方案。

在材料研发方面，防腐、阻燃、耐磨等多项新材料产品赋能管道品质竞争力持续提升；在生产制造方面，先进的生产设备可以满足客户多样化需求，多种生产设备属于国内首创；在产品应用与服务方面，在国内外市政、工矿以及国家重点水利工程项目等方面具备深厚经验积淀，公司在复合管道领域的行业领先地位坚实。

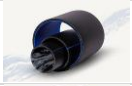
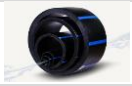
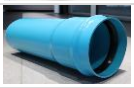
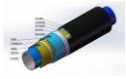
表 3：打造全球领先的管道系统综合方案提供商

任务要求	具体内容
工程管道制造商	公司产品分为高分子材料类管道和金属类管道两大类，产品口径能够满足国内外各类重点工程项目，并且可以根据工程需要提供定制化管道产品。
管道工程服务商	曾参与国家“一带一路”管网工程、南水北调、跨海工程、引黄济临、引汉济渭、神华神东煤矿、城乡供水一体化、印尼 OBI 镍钴矿深海填埋工程、美国内华达金矿配套管网工程等国内外重点项目，工程经验积淀丰富。
管道工程总承包商	公司可以为客户提供从管道工程设计、物资采购、产品研发、产品制造、工程施工、项目运维等一体化全流程的 EPC 总承包业务，为客户提供全方位的交钥匙工程，综合服务能力突出。

数据来源：公司公告，西南证券整理

产品矩阵丰富，技术优势突出。截至 2024 年 12 月底，公司拥有有效专利 199 项，整体专利涉及改性功能材料制造、管道结构设计、管道连接设计制造、生产工艺、测试方法等多方面。累计参与编制国家及行业标准 19 项。公司所研发生产的产品，可满足水利、水务、市政、热力、石油、燃气、化工、核电等各行业的管道需求。

表 4：产品矩阵丰富

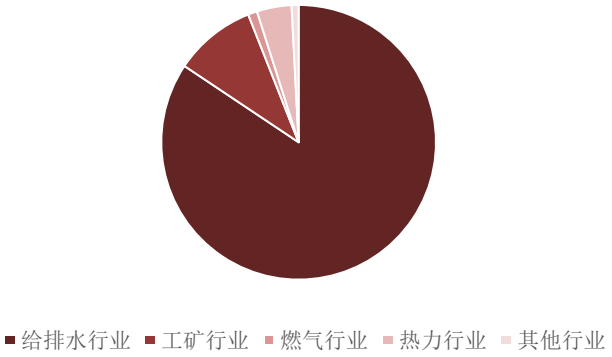
产品类型	细分产品	产品图例	产品特点	应用领域
高分子材料类管道	PE 钢丝复合管道		工矿领域、高压输水、浆液、尾矿、化工领域、水利工程及农田灌溉、市政给排水工程	强度高、柔韧性强、连接安全可靠、输送能力强、抗冲击性能优异
	PE 管道		市政供排水工程、中低压燃气工程、水利工程及农田灌溉、畜牧养殖、工矿领域、化工领域	耐腐蚀、耐老化、抗冲击、抗低温、水流阻力小、可挠性好
	PVC 管道		雨污水输送、水利工程及农田灌溉、市政供排水工程、畜牧养殖、工矿领域、化工领域	强度高、承压高、抗冲击性能优、耐酸碱、质量轻、使用寿命长
金属类管道	防腐金属管道		水利工程、市政供排水工程、工矿领域、各类石油天然气输送工程、化工领域	涂层附着力优越、防腐蚀效果好
	热力管道		长输供热项目、集中供热项目	导热系数低、变形及应力

数据来源：公司官网，西南证券整理

应用于多行业，防腐管道最优。公司立足于国家“双线+智能”管网建设战略，业务横跨市政给排水、燃气、热力、工矿等多重关键领域，市场覆盖广泛，其中给排水行业营收占比为 84%，是公司“一主多翼”的核心布局领域。

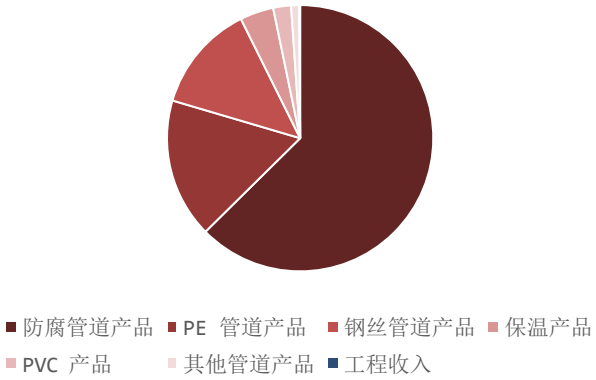
提供高附加值防腐与保温管道、PE/PVC 及钢丝管道等在内的全系列产品，并配套专业工程服务，为核心基础设施与城市生命线提供一站式解决方案，其中防腐管道产品营收占比为 63%，是公司的拳头产品。公司通过多元化产品线与跨行业布局，积累了应对复杂需求的丰富解决方案，展现出作为管道系统综合供应商的强大实力与发展潜力。

图 7：2024 年按行业划分公司营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

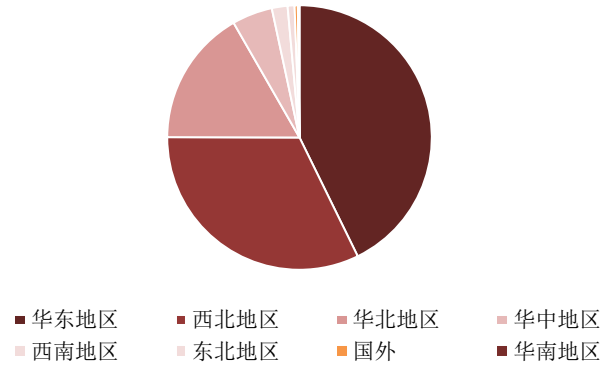
图 8：2024 年按产品划分公司营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

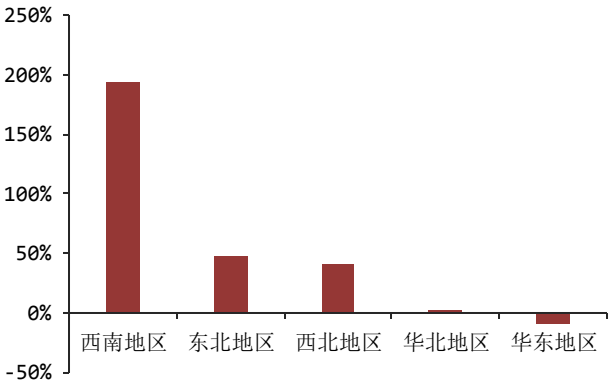
持续开拓新市场，成长空间不断拓展。公司坚持“以市场为核心、以客户为中心”的经营理念，持续拓展新兴领域市场和国际市场，推行“区域+领域、产品+施工+服务”的方式，持续拓展市场空间。华东市场为公司的核心市场，营收占比为 43%，市场基础扎实，基本盘稳健；受益新疆基建需求高增，2024 年西北区域营收同比增长 40.5%，营收占比达 32%，为第二大营收区域，是公司重要的业绩增长源。此外，西南和东北区域增长迅速，公司也根据市场情况积极布局产能建设，成长空间不断拓展。

图 9：2024 年按区域划分公司营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：2024 年核心业务区域营收增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

大型项目经验丰富，可供优质解决方案。公司坚持“一主多翼+一新”（以水利、水务市场为主，以市政、热力、石油、燃气、工业、矿山市场为辅，氢能、核电、化工、海洋光伏等新领域）的市场布局，不断提升公司在重防腐材料、高压力复合管道配套连接方式、油气用复合管道防腐材料及配套连接、超大口径防腐钢管承插连接、输氢管道等方面的研发。公司在国家战略性工程项目和城市地下管网建设方面具备丰富经验，并积极开拓氢能等新型行业，可为需求方提供综合性优质解决方案，综合竞争力突出。

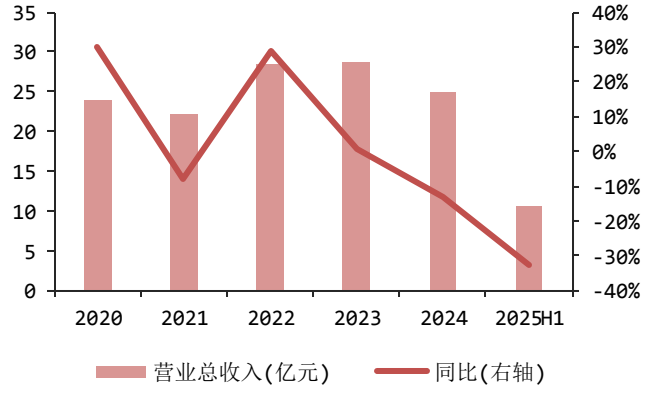
图 11：公司部分项目案例

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 重视应收款管理，盈利能力稳健

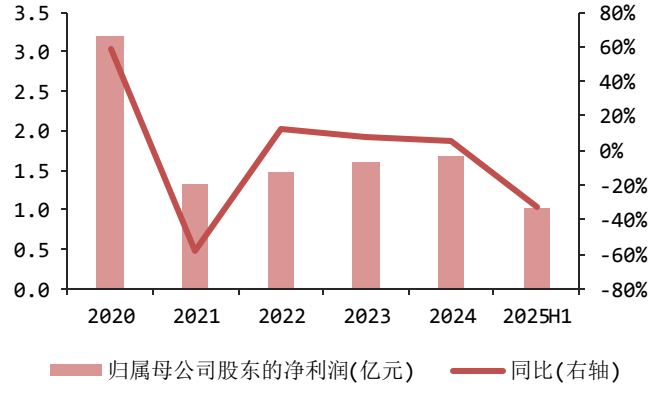
优选高质项目，保障经营质量。2023 年以来，行业竞争加剧，且应收账款风险加大，公司面对市场环境变化，一方面坚持长期主义，拒绝低价竞争，保证产品品质和企业信誉；另一方面优选项目资金保障程度高的订单，严控应收账款规模，保障经营质量。公司总产能规模 118 万吨，2024 年生产量为 30.7 万吨，产能利用率低的主因是严控项目回款质量。2025 年上半年，受订单交付问题影响，业绩承压显著。当前公司在手订单充足，正在积极组织生产交付，预计下半年业绩将显著修复。

图 12：2020 年以来营收及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

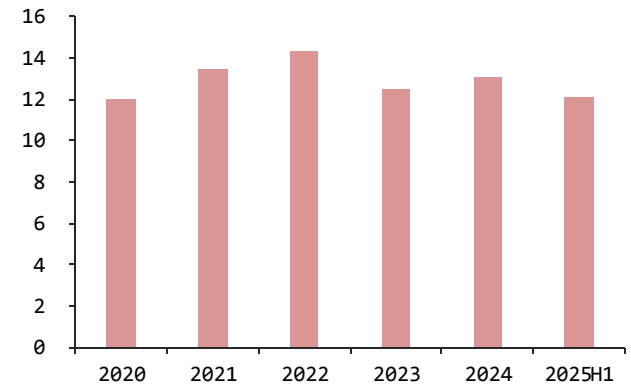
图 13：2020 年以来归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

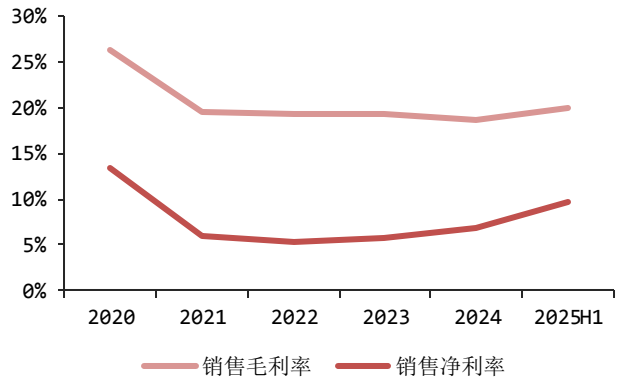
严控应收账款，盈利能力稳定。2020 年以来，公司始终严控应收账款规模，整体规模保持基本稳定，2021 年以来呈下降趋势。基于公司对订单质量的严控，在有效控制应收账款规模的基础上，又保障了公司盈利能力的稳健。2021 年以来，公司毛利率比较稳健，销售净利率呈上升趋势，2024 年公司销售毛利率为 18.7%，销售净利率为 6.8%。

图 14：2020 年以来应收票据及应收账款（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：2020 年以来毛利率和净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着城市更新、地下管网建设、水利基建投资加大等利好政策陆续落地，项目资金保障度高的优质订单将显著增加，预计 2025-2027 年公司管道业务销量同比增长-5%、10%、12%。

假设 2：随着优质订单需求增加，叠加钢铁行业优化产能结构，上游原材料价格将有所上涨，可支撑公司产品稳步涨价，预计 2025-2027 年公司管道业务销售单价同比增长-5%、5%、5%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	24.9	23.2	26.4	30.6
	yoy	-13.1%	-7.0%	14.0%	16.0%
	营业成本	20.2	18.7	21.1	24.2
	毛利率	18.7%	19.3%	20.1%	20.9%
管道业务	收入	22.1	20.0	23.0	27.1
	yoy	-3.9%	-9.8%	15.5%	17.6%
	销量(万吨)	30.7	29.2	32.1	35.9
	yoy	0.4%	-5.0%	10.0%	12.0%

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
	平均吨价(元/吨)	7201.7	6841.6	7183.7	7542.8
	yoy	-4.2%	-5.0%	5.0%	5.0%
	平均吨成本(元/吨)	5695.4	5410.7	5627.1	5852.2
	yoy	-1.4%	-5.0%	4.0%	4.0%
	毛利率	20.9%	20.9%	21.7%	22.4%
其他业务	收入	2.8	3.2	3.4	3.5
	yoy	-50.6%	8.0%	5.0%	5.0%
	成本	2.8	2.9	3.0	3.2
	yoy	-49.0%	8.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	0.8%	9.4%	9.4%	9.4%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 23.15 亿元(-7.00%)、26.40 亿元(+14.05%)和 30.63 亿元(+16.00%)，归母净利润分别为 1.57 亿元(-7.20%)、2.05 亿元(+30.49%)和 2.61 亿元(+27.19%)，EPS 分别为 0.56、0.73 和 0.92 元，对应 PE 分别为 20、16 和 12 倍。

2.2 估值

东宏股份是一家大型长输管线、城市生命线综合方案解决服务商，故此处选取管道头部企业伟星新材以及从事市政工程的新疆交建为可比公司，该两家公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 23 倍、21 倍、19 倍。

公司深耕工程管道多年，聚焦“国家大型长输管线和城市生命线”双线发展战略和“一主多翼+一新”业务布局，成长空间持续拓宽，业绩弹性十足：**1）在市场环境方面，**水利工程建设、城市更新、地下管网建设等相关领域利好政策陆续出台，优质项目订单将显著增加。**2）在竞争优势方面，**公司具备原材料、管道生产、工程安装、后期服务等全链条综合服务能力；具备南水北调、引汉济渭等多个国家级重点工程项目经验；具有国家企业技术中心、国家级 CNAS 实验室等技术创新平台，研发能力突出。**3）在成长弹性方面，**公司总产能规模为 118 万吨，2024 年销量仅为 30.7 万吨，产能利用率较低主因为严控项目回款质量导致，随着市场环境好转公司放量弹性显著。

预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.56 元、0.73 元、0.92 元，对应 PE 分别为 20 倍、16 倍、12 倍。公司综合竞争力突出，市场环境持续改善，看好公司业绩弹性，给予公司 2026 年 20 倍估值，对应目标价 14.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值（亿元）	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
				24A	25E	26E	27E	24A/E	25E	26E	27E
002372.SZ	伟星新材	163	10.24	0.61	0.58	0.65	0.73	17	18	16	14
002941.SZ	新疆交建	121	16.85	0.50	0.61	0.66	0.72	34	28	25	23
平均值								25	23	21	19
603856.SH	东宏股份	32	11.31	0.60	0.56	0.73	0.92	19	20	16	12

数据来源：wind，西南证券整理

3 风险提示

1）宏观经济波动风险：经济发展是企业生存的环境，宏观经济运行受到多种因素影响，具有较高的不确定性，一旦经济大幅下滑将影响企业成长节奏；

2）新业务拓展进度不及预期风险：市场开拓具有较大不确定性，若各区域业务开拓进度不及预期将影响公司业绩增长情况。

3）原材料价格变动风险：直接材料在生产成本中占比较高，对公司毛利率影响较大，弱原材料价格大幅波动，将影响公司盈利水平。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24.90	23.15	26.40	30.63
营业成本	20.25	18.68	21.10	24.22
营业税金及附加	0.17	0.12	0.13	0.15
销售费用	1.05	1.04	1.14	1.32
管理费用	1.77	1.74	1.93	2.24
财务费用	0.22	0.18	0.19	0.25
资产减值损失	0.05	-0.20	-0.20	-0.20
投资收益	0.21	0.10	0.20	0.30
公允价值变动损益	0.00	0.10	0.05	0.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1.93	1.80	2.37	3.03
其他非经营损益	0.02	0.05	0.04	0.04
利润总额	1.96	1.85	2.41	3.07
所得税	0.26	0.28	0.36	0.46
净利润	1.69	1.57	2.05	2.61
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	1.69	1.57	2.05	2.61

现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1.69	1.57	2.05	2.61
折旧与摊销	0.62	0.63	0.66	0.68
财务费用	0.22	0.18	0.19	0.25
资产减值损失	0.05	-0.20	-0.20	-0.20
经营营运资本变动	-0.34	3.45	-3.03	-2.65
其他	-1.29	-0.31	0.33	0.18
经营活动现金流净额	0.94	5.32	0.00	0.86
资本支出	-1.31	-0.10	-0.10	-0.10
其他	0.02	-0.22	-0.13	-0.07
投资活动现金流净额	-1.29	-0.32	-0.23	-0.17
短期借款	0.26	0.14	1.00	1.00
长期借款	2.47	0.00	1.00	2.00
股权融资	-0.03	0.00	0.00	0.00
支付股利	-0.48	-0.51	-0.47	-0.61
其他	-2.34	1.48	-0.55	0.34
筹资活动现金流净额	-0.13	1.11	0.98	2.72
现金流量净额	-0.48	6.10	0.75	3.41

资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3.65	9.75	10.50	13.92
应收和预付款项	16.58	14.39	16.97	19.35
存货	3.04	2.74	3.13	3.59
其他流动资产	1.70	0.34	0.39	0.45
长期股权投资	0.29	0.79	1.29	1.79
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	7.93	7.57	7.18	6.77
无形资产和开发支出	1.45	1.28	1.11	0.95
其他非流动资产	2.34	2.27	2.15	2.09
资产总计	36.98	39.14	42.72	48.91
短期借款	5.86	6.00	7.00	8.00
应付和预收款项	2.55	2.43	2.70	3.13
长期借款	2.47	2.47	3.47	5.47
其他负债	2.58	3.58	3.31	4.11
负债合计	13.47	14.48	16.49	20.71
股本	2.56	2.82	2.82	2.82
资本公积	6.54	6.28	6.28	6.28
留存收益	14.34	15.40	16.98	18.98
归属母公司股东权益	23.45	24.59	26.17	28.14
少数股东权益	0.06	0.06	0.06	0.06
股东权益合计	23.52	24.66	26.23	28.20
负债和股东权益合计	36.98	39.14	42.72	48.91

财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
销售收入增长率	-13.08%	-7.00%	14.05%	16.00%
营业利润增长率	4.77%	-6.85%	31.69%	27.53%
净利润增长率	1.47%	-7.20%	30.49%	27.19%
EBITDA 增长率	3.97%	-6.28%	23.71%	22.64%
获利能力				
毛利率	18.66%	19.32%	20.10%	20.91%
三费率	12.23%	12.77%	12.32%	12.41%
净利率	6.80%	6.78%	7.76%	8.51%
ROE	7.20%	6.37%	7.81%	9.24%
ROA	4.58%	4.01%	4.80%	5.33%
ROIC	6.79%	6.47%	8.72%	10.31%
EBITDA/销售收入	11.16%	11.25%	12.20%	12.90%
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.61	0.65	0.67
固定资产周转率	3.95	3.63	3.98	4.67
应收账款周转率	1.74	1.71	1.93	1.93
存货周转率	6.41	6.37	7.11	7.15
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.72%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	36.41%	37.00%	38.60%	42.34%
带息债务/总负债	61.89%	58.51%	63.51%	65.07%
流动比率	2.49	2.53	2.70	2.78
速动比率	2.19	2.28	2.43	2.51
股利支付率	28.64%	32.29%	22.96%	23.55%

业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	2.78	2.60	3.22	3.95
PE	18.82	20.28	15.54	12.22
PB	1.36	1.29	1.22	1.13
PS	1.28	1.38	1.21	1.04
EV/EBITDA	11.26	11.36	9.41	7.66
股息率	1.52%	1.59%	1.48%	1.93%

每股指标				
每股收益	0.60	0.56	0.73	0.92
每股净资产	8.32	8.72	9.28	9.98
每股经营现金	0.33	1.88	0.00	0.30
每股股利	0.17	0.18	0.17	0.22

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。

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	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzr@swsc.com.cn