

## 全年业绩实现恢复性增长，量子科技等新业务稳步推进

### 投资要点

- **事件：**2025年全年，公司实现营业收入8.8亿元，同比增加15.5%；实现归母净利润0.78亿元，同比增加52.03%；实现扣非归母净利润0.75亿元，同比增加52.89%。2025年四季度单季，公司实现营业收入2.30亿元，同比增加12.49%；实现归母净利润0.22亿元，同比增加44.04%；扣非后归属母公司股东的净利润为0.20亿元，同比增加10.27%。
- **2025年营收净利润进入恢复性增长轨道。**2025年，公司强化防务与民用市场协同，积极开拓新业务新场景，推动市场增量与战略合作深度融合，在2025年期间实现收入8.8亿元，同比增长15.5%，实现归母净利润7772.6万元，同比增长52.0%。在2025年期间公司主营业务聚焦于连接器产品，电缆组件与射频同轴连接器销售占比达到98.7%。同时，公司2025年毛利率和净利率分别为33.4%和10.0%，较2024年底分别增加0.7pp和2.3pp。毛利率小幅回暖或得益于毛利率偏高的防务业务有小幅回暖，同时公司积极拓展高端装备等非传统民品领域，拉动毛利率水平小幅拉升。
- **公司研发费用率维持高位，市场拓展奠定坚实基础。**2025年，公司研发费用为8102.6万元，研发费用率为9.2%，高于同期行业平均研发费用水平。截止2025年12月31日，公司研发项目共有8项；截至2026年1月23日，公司累计主导或参与制定、修订并成功发布18项IEC国际标准，是目前国内射频连接器行业中拥有IEC国际标准数量最多的企业。未来公司将持续加大研发投入，锚定“高频化、集成化、系统化”方向，深耕射频连接器及组件、高性能线缆、先进陶瓷、射频链路四大核心技术板块，全面提升核心竞争力。
- **公司业务稳步拓展，围绕射频互连核心能力打造第二增长曲线。**除了传统射频连接器在防务与通信赛道的自然扩张，公司还在既有军工资质、精密制造、微型化高频互连和大客户协同基础上，逐步形成“高端工业装备、精密仪器、智能网联、量子/低空/医疗等新场景”并行推进的“四新”业务矩阵。这些业务的收入体量仍然较小，但是均拥有技术门槛高、验证周期强、客户黏性较强、部分业务毛利率高于传统业务等特点。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2026-2028年归母净利润分别为1.2/1.4/1.7亿元，对应PE为56/46/38倍。考虑到公司下游防务业务订单逐步恢复、商业航天项目逐步放量交付以及新业务逐步完成验证进入批量生产阶段，业绩有望稳定增长。同时考虑到北交所标的高弹性+公司处于高景气赛道，我们给予公司2026年67倍PE，对应目标价为42.21元，给予“买入”评级，建议关注。
- **风险提示：**下游行业需求变化的风险、应收账款金额较大的风险、技术更新迭代的风险、客户集中度较高的风险等。

| 指标/年度         | 2025A  | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 881.14 | 1055.09 | 1211.65 | 1391.69 |
| 增长率           | 15.51% | 19.74%  | 14.84%  | 14.86%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 77.73  | 118.18  | 142.83  | 170.48  |
| 增长率           | 52.03% | 52.05%  | 20.85%  | 19.36%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.41   | 0.63    | 0.76    | 0.91    |
| 净资产收益率ROE     | 9.11%  | 12.38%  | 13.27%  | 13.95%  |
| PE            | 84     | 56      | 46      | 38      |
| PB            | 7.09   | 6.40    | 5.74    | 5.10    |

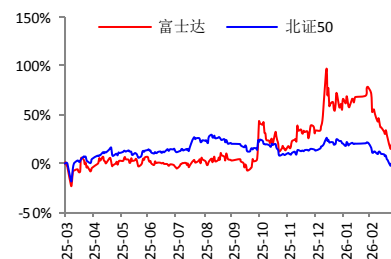
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

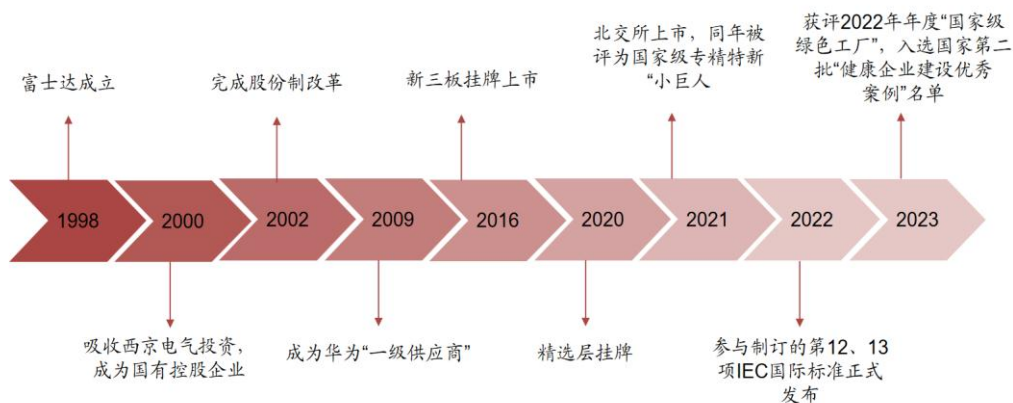
|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 1.88        |
| 流通A股(亿股)    | 1.80        |
| 52周内股价区间(元) | 21.40-56.00 |
| 总市值(亿元)     | 65.63       |
| 总资产(亿元)     | 15.94       |
| 每股净资产(元)    | 4.93        |

### 相关研究

## 1 射频互联领域专家，2025 年业绩实现恢复性增长

**射频互连领域专家，国家级专精特新“小巨人”。**公司主营业务为射频同轴连接器、射频同轴电缆组件、射频电缆等产品的研发、生产和销售。公司自 1998 年成立以来专注于射频同轴连接器设计、制造核心技术工艺，积累了丰富的射频连接器特别是微型连接器的生产技术经验，主要核心技术居国内先进水平，部分达到了国际先进水平。公司通过了高新技术企业认定、ISO9001: 2015 质量管理体系认证、ISO14001: 2015 环境管理体系认证、ISO45001: 2018 职业健康安全管理体系认证，获得“国家技术创新示范企业”、“中国质量奖提名奖”、“中国驰名商标”、“国家知识产权示范企业”、“中国标准创新贡献奖”、“国家标准化良好行为 AAAAA 级”等荣誉。2021 年公司被列入国家工信部专精特新“小巨人”企业名录，同年 11 月，公司作为全国首批、央企下属公司首家、军工概念首家北交所上市公司正式登陆北交所。截至 2026 年 1 月 23 日，公司累计主导或参与制定、修订并成功发布 18 项 IEC 国际标准，是目前国内射频连接器行业中拥有 IEC 国际标准数量最多的企业。

图 1：公司历史沿革

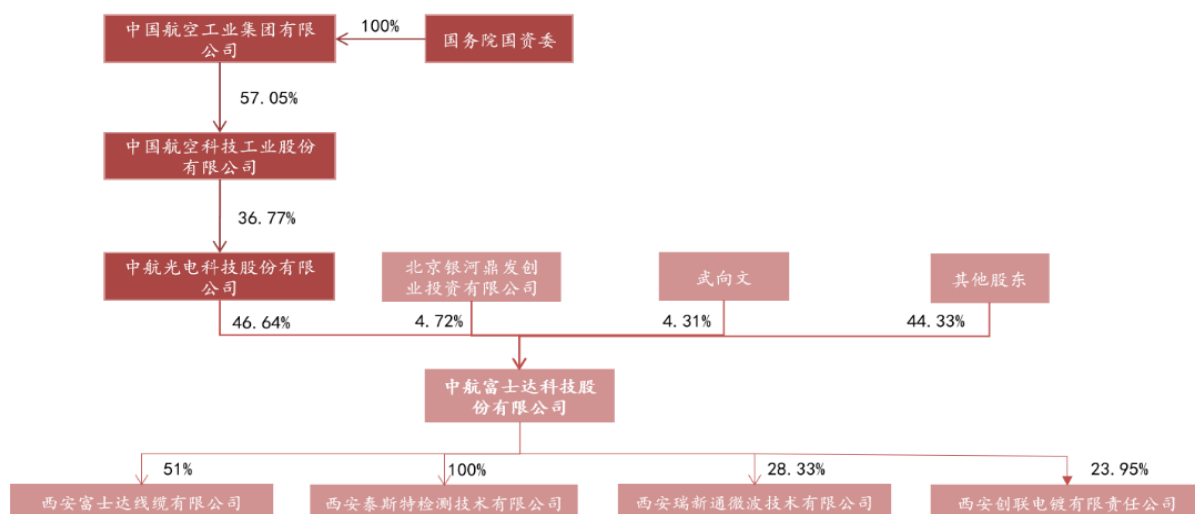


数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

### 1.1 公司股权较为集中，背靠国务院国资委

**实际控制人为中国航空工业集团，背靠国务院国资委。**公司控股股东为中航光电，截至 2025 年 12 月 31 日，中航光电科技股份有限公司直接持有公司 46.6% 的股份，中国航空科技工业股份有限公司持有中航光电 36.8% 的股份，为中航光电控股股东。中国航空科技工业股份有限公司控股股东为中国航空工业集团有限公司，中国航空工业集团有限公司为国务院国有资产管理委员会控股的全资子公司，故中国航空工业集团有限公司为中航富士达的实际控制人。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 12 月 31 日）



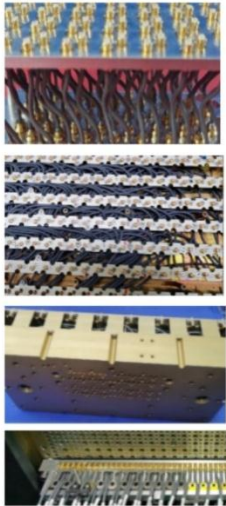
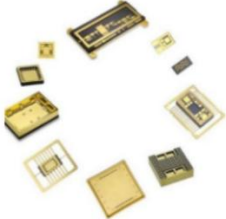
数据来源：Wind，西南证券整理

## 1.2 产品矩阵多元，客户资源丰富稳定

产品涉及通讯防务宇航等领域，产品矩阵多元丰富。公司是一家专注于射频同轴连接器、射频同轴电缆组件、射频电缆、先进陶瓷及微波无源器件等产品的研发、生产和销售的高科技企业。作为国内射频连接器行业标杆，技术实力获得国际认可，截至 2026 年 1 月 23 日，公司累计主导或参与制定、修订并成功发布 18 项 IEC 国际标准，为该领域拥有 IEC 国际标准最多的中国企业。公司产品广泛应用于通信、防务、航空航天等多个领域，在国内及国际市场中占据领先地位。

表 1：公司主要产品情况

| 产品系列    | 代表产品系列                                                                                                    | 产品图示                                                                                 | 应用领域                                       |
|---------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 射频同轴连接器 | 连接器产品包括高性能毫米波、大功率、耐高温、板对板、集成化、快插自锁等类型，可覆盖 L29、N、TNC、SMA、SSMA、ASMP、SMP、2.92、2.4、1.85、SMPM、SMP3、BZ、BZA 等系列。 |  | 主要用于通讯领域、防务领域、工业装备、医疗设备、量子计算、数字通信、智能网联等领域。 |

| 产品系列          | 代表产品系列                                                                                                                                        | 产品图示                                                                                 | 应用领域                                                                             |
|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 射频同轴<br>电缆及组件 | <p>电缆产品覆盖柔性、半柔性、半刚性电缆；电缆及组件在低反射、高相位一致性、高幅相稳定性、高可靠、特殊环境适应性、多通道集成等多方面具有技术优势。</p> <p>射频同轴电缆、射频同轴电缆组件集束及高速差分组件、耐高温电缆组件、大功率电缆组件、量子计算用低温超导电缆组件。</p> |   | <p>主要用于通讯领域、防务领域、工业装备、医疗设备、量子计算、数据中心等领域。</p>                                     |
| 电缆转接模块        | <p>可提供多通道电缆转接层、电缆+耦合网络转接层、大功率扩展层、等分变距等互联方案</p>                                                                                                |  | <p>适用于防务领域、航空航天及通讯领域。主要用于机载、舰载、车载等相控阵雷达系统中，实现天线与 TR（收发）组件的错位转接，确保信号传输的相位一致性。</p> |
| 先进陶瓷          | <p>主要类型为管壳、基板类产品，陶瓷管壳包括 CBGA、CSOP、CQFN、CDIP、CQFP、CSMD 等类型。</p>                                                                                |  | <p>主要应用于在航空航天卫星等领域。</p>                                                          |

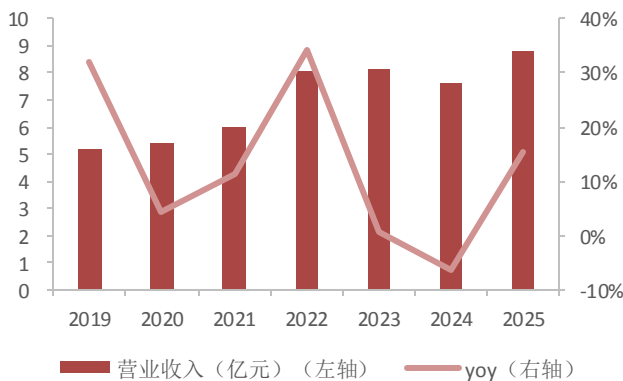
数据来源：公司公告，西南证券整理

**客户资源丰富稳定，连接华为、RFS 等全球通信公司。**公司核心客户既包括华为、RFS 等国际知名通信设备制造商，也包括中国电子科技集团、中国航天科技集团、中国航天科工集团等国内大型企业集团的下属公司或研究机构。公司所有核心技术均实现完全自主知识产权，保障了技术独立性和市场竞争力。作为新基建的关键配套供应商和重要的防务配套企业，公司在射频连接器等关键元器件的研发与制造领域取得了显著成就。在航天互连产品领域，公司系统的连接解决方案广泛服务于商业航天、卫星通讯、载人航天、外太空探测等工程，以技术创新参与航天事业发展，成为推动行业发展的重要力量。

### 1.3 2025 年营收利润进入恢复性增长，研发费用率仍高于同业平均

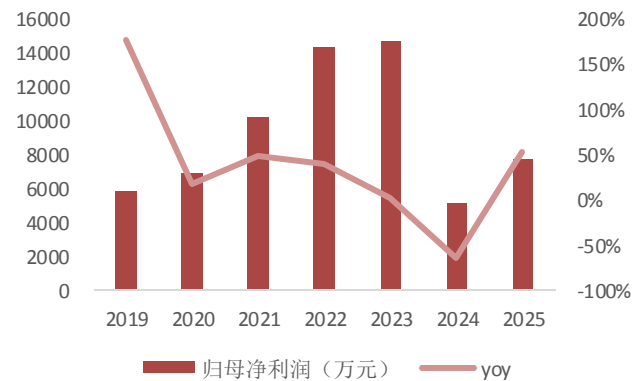
**2025 年营收净利润进入恢复性增长轨道。**2019-2023 年期间，公司依托防务高景气、产品结构升级与持续研发投入，收入由 2019 年底的 5.2 亿元稳步提升至 2023 年底的 8.2 亿元，净利率由 2019 年底的 12.5% 稳步增长至 2023 年底的 19.1%；2024 年受到防务订单阶段性放缓、军品批量降价、收入结构下移与研发刚性投入上升的多重因素影响，公司业绩出现探底，营收同比下降 6.4% 至 7.6 亿元，归母净利润同比下降 65.0% 至 5112.7 万元。2025 年，公司所处环境发生积极变化，军工行业在“十四五”收官、订单修复和 2027 建军目标牵引下，需求端出现恢复性增长；商业卫星也有星座加速组网的行业变化。同时，公司强化防务与民用市场协同，积极开拓新业务新场景，推动市场增量与战略合作深度融合，在 2025 年期间实现收入 8.8 亿元，同比增长 15.5%，实现归母净利润 7772.6 万元，同比增长 52.0%。

图 3：营业总收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：归母净利润及增速

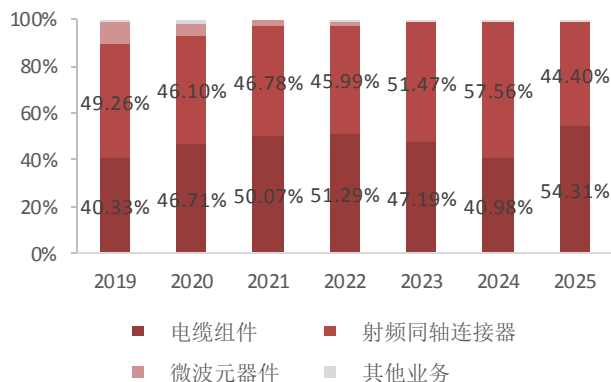


数据来源：Wind，西南证券整理

**2025 年射频同轴连接器及电缆组件仍为公司主要产品，毛利率和净利率小幅回升。**2019-2025 年，公司射频同轴连接器与电缆组件产品销售收入合计占比均超过 90%。2025 年，公司毛利率和净利率分别为 33.4% 和 10.0%，较 2024 年底分别增加 0.7pp 和 2.3pp。毛利率小幅回暖或得益于毛利率偏高的防务业务有小幅回暖，同时公司积极拓展高端装备等非传统民品领域，拉动毛利率水平小幅拉升。

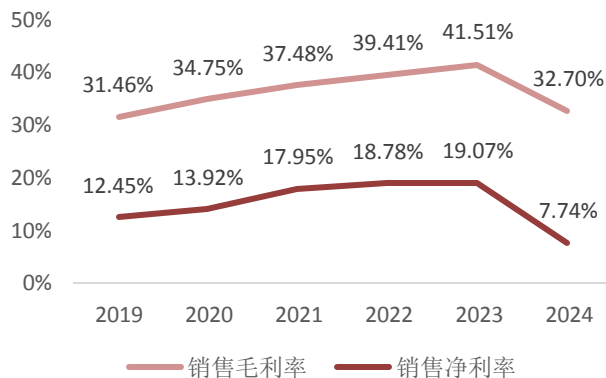


图 5：公司主营业务收入按产品分类情况



数据来源：Wind，西南证券整理

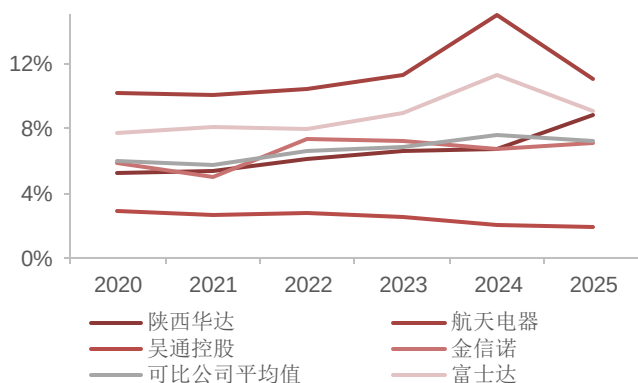
图 6：公司毛利率及净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

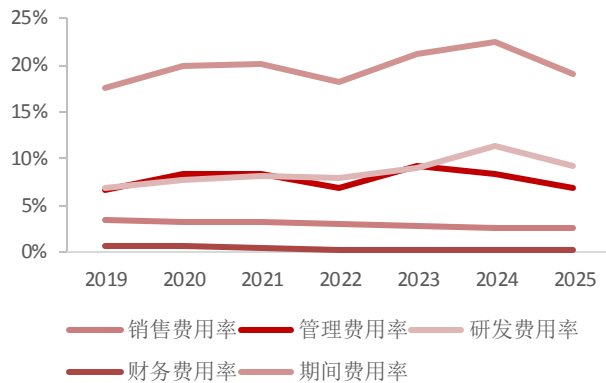
研发费用率高于同业平均，2025 年整体费用率略有下降。2019-2025 年，公司研发费用分别为 3579.2 万元、4181.8 万元、4896.9 万元、6447.0 万元、7298.5 万元、8639.1 万元和 8102.6 万元，研发费用率分别为 6.9%、7.7%、8.1%、8.0%、9.0%、11.3%和 9.2%，高于同期行业平均研发费用水平。截止 2025 年 12 月 31 日，公司研发项目共有 8 项，包括柔性端接连接器型谱建设、滤波转接器项目等。未来公司将持续加大研发投入，锚定“高频化、集成化、系统化”方向，深耕射频连接器及组件、高性能线缆、先进陶瓷、射频链路四大核心技术板块，全面提升核心竞争力。费用率方面，2019-2025 年，公司整体期间费用率在 17.6%-22.5%间波动，预计随着公司持续开展成本效率提升工程，费用率仍有下降空间。

图 7：公司研发费用率与可比公司对比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司期间费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

公司业务稳步拓展，围绕射频互连核心能力打造第二增长曲线。除了传统射频连接器在防务与通信赛道的自然扩张，公司还在既有军工资质、精密制造、微型化高频互连和大客户协同基础上，逐步形成“高端工业装备、精密仪器、智能网联、量子/低空/医疗等新场景”并行推进的“四新”业务矩阵。这些业务的收入体量仍然较小，但是均拥有技术门槛高、验证周期强、客户黏性较强、部分业务毛利率高于传统业务等特点。

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司电缆组件产品作为信号传输通道中重要的元器件，广泛应用于航空航天及通讯领域，随着防务业务订单逐步恢复、商业航天项目逐步放量交付以及新业务逐步完成验证进入批量生产阶段，公司射频同轴连接器产品收入预期稳步增长。我们预计 2026-2028 年，公司电缆组件销售收入同比变动率分别为 20%/15%/15%，假设毛利率为 30.5%/31.0%/31.5%。

假设 2：与电缆组件产品一样，公司的射频同轴连接器同样有望受益于下游快速发展，收入预期稳步增长。我们预计 2026-2028 年，公司射频同轴电缆组件销售收入同比变动率分别为 20%/15%/15%，假设毛利率为 37.0%/37.0%/37.0%。

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  |
|---------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 电缆组件    | 收入  | 478.6  | 574.3  | 660.4  | 759.5  |
|         | 增速  | 53.1%  | 20.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
|         | 成本  | 332.4  | 399.1  | 455.7  | 520.2  |
|         | 毛利率 | 30.5%  | 30.5%  | 31.0%  | 31.5%  |
| 射频同轴连接器 | 收入  | 391.2  | 469.5  | 539.9  | 620.9  |
|         | 增速  | -10.9% | 20.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
|         | 成本  | 246.4  | 295.8  | 340.1  | 391.1  |
|         | 毛利率 | 37.0%  | 37.0%  | 37.0%  | 37.0%  |
| 其他      | 收入  | 11.4   | 11.4   | 11.4   | 11.4   |
|         | 增速  | 1.6%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
|         | 成本  | 7.7    | 8.0    | 8.0    | 8.0    |
|         | 毛利率 | 32.0%  | 30.0%  | 30.0%  | 30.0%  |
| 合计      | 收入  | 881.1  | 1055.1 | 1211.6 | 1391.7 |
|         | 增速  | 15.5%  | 19.74% | 14.8%  | 14.9%  |
|         | 成本  | 586.6  | 702.8  | 803.8  | 919.3  |
|         | 毛利率 | 33.4%  | 33.4%  | 33.7%  | 33.9%  |

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，我们选取了同样专业从事连接器、电缆组件等产品的陕西华达和航天电器作为可比公司。2026-2028 年，可比公司平均估值为 67/49/32 倍。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 10.6/12.1/13.9 亿元，yoy 为 19.7%/14.8%/14.9%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.2/1.4/1.7 亿元，对应 PE 为 56/46/38 倍。考虑到公司下游防务业务订单逐步恢复、商业航天项目逐步放量交付以及新业务逐步完成验证进入批量生产阶段，业绩有望稳定增长。同时考虑到北交所标的高弹性+公司处于高景气赛道，我们给予公司 2026 年 67 倍 PE，对应目标价为 42.21 元，给予“买入”评级，建议关注。

表 3：可比公司估值

| 证券代码      | 公司简称 | 总市值<br>(亿元) | 股价<br>(元) | EPS（元）  |       |       |       | PE      |       |       |       |
|-----------|------|-------------|-----------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
|           |      |             |           | 2025E/A | 2026E | 2027E | 2028E | 2025E/A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 301517.SZ | 陕西华达 | 83.33       | 55.10     | 0.47    | 0.73  | 0.99  | -     | 117.23  | 75.48 | 55.66 | -     |
| 002025.SZ | 航天电器 | 302.77      | 66.48     | 0.4     | 1.14  | 1.6   | 2.06  | 166.20  | 58.32 | 41.55 | 32.27 |
| 平均值       |      |             |           |         |       |       |       | 141.72  | 66.90 | 48.60 | 32.27 |
| 920640.BJ | 富士达  | 65.63       | 34.96     | 0.41    | 0.63  | 0.76  | 0.91  | 84.44   | 55.37 | 45.73 | 38.34 |

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2026 年 3 月 30 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，富士达来自西南证券盈利预测；截止报告撰写日，陕西华达尚未披露年度报告，因此 2025 年 EPS 为 Wind 一致预期；由于陕西华达 2028E EPS 数据缺失，可比公司 2028E PE 平均值为航天电器 2028E PE。

### 3 风险提示

下游行业需求变化的风险、应收账款金额较大的风险、技术更新迭代的风险、客户集中度较高的风险等。



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           | 881.14         | 1055.09        | 1211.65        | 1391.69        | 净利润              | 88.00         | 133.81        | 161.71        | 193.02        |
| 营业成本           | 586.58         | 702.83         | 803.76         | 919.33         | 折旧与摊销            | 37.55         | 33.08         | 33.08         | 33.08         |
| 营业税金及附加        | 10.19          | 12.68          | 14.46          | 16.56          | 财务费用             | 1.69          | 1.87          | 1.68          | 1.45          |
| 销售费用           | 23.15          | 27.86          | 31.86          | 36.64          | 资产减值损失           | -6.39         | 5.00          | 4.00          | 3.00          |
| 管理费用（含研发费用）    | 142.29         | 170.92         | 195.08         | 222.67         | 经营营运资本变动         | -60.56        | -69.37        | -97.14        | -94.04        |
| 财务费用           | 1.69           | 1.87           | 1.68           | 1.45           | 其他               | 6.22          | -10.91        | 0.19          | 13.65         |
| 资产减值损失         | -6.39          | 5.00           | 4.00           | 3.00           | <b>经营活动现金流净额</b> | <b>66.53</b>  | <b>93.48</b>  | <b>103.52</b> | <b>150.17</b> |
| 投资收益           | 0.82           | 0.80           | 0.80           | 0.80           | 资本支出             | 18.93         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 公允价值变动损益       | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他               | -20.42        | 5.70          | 0.80          | 0.80          |
| 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>-1.49</b>  | <b>5.70</b>   | <b>0.80</b>   | <b>0.80</b>   |
| <b>营业利润</b>    | <b>89.60</b>   | <b>134.73</b>  | <b>161.62</b>  | <b>192.83</b>  | 短期借款             | 2.97          | 0.76          | 0.00          | 0.00          |
| 其他非经营损益        | 0.74           | 0.24           | 0.30           | 0.34           | 长期借款             | -9.50         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>利润总额</b>    | <b>90.34</b>   | <b>134.97</b>  | <b>161.91</b>  | <b>193.18</b>  | 股权融资             | -7.48         | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 所得税            | 2.34           | 1.16           | 0.20           | 0.16           | 支付股利             | -18.77        | -15.55        | -23.64        | -28.57        |
| 净利润            | 88.00          | 133.81         | 161.71         | 193.02         | 其他               | -12.93        | 4.66          | -3.68         | -1.45         |
| 少数股东损益         | 10.28          | 15.62          | 18.88          | 22.54          | <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>-45.71</b> | <b>-10.13</b> | <b>-27.31</b> | <b>-30.02</b> |
| 归属母公司股东净利润     | 77.73          | 118.18         | 142.83         | 170.48         | <b>现金流量净额</b>    | <b>19.23</b>  | <b>89.04</b>  | <b>77.01</b>  | <b>120.95</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           | 209.19         | 298.24         | 375.24         | 496.20         | <b>成长能力</b>      |               |               |               |               |
| 应收和预付款项        | 782.83         | 897.98         | 1052.35        | 1205.24        | 销售收入增长率          | 15.51%        | 19.74%        | 14.84%        | 14.86%        |
| 存货             | 170.92         | 210.03         | 251.55         | 282.76         | 营业利润增长率          | 62.95%        | 50.37%        | 19.95%        | 19.32%        |
| 其他流动资产         | 32.76          | 2.97           | 3.41           | 3.91           | 净利润增长率           | 49.12%        | 52.05%        | 20.85%        | 19.36%        |
| 长期股权投资         | 13.49          | 13.49          | 13.49          | 13.49          | EBITDA 增长率       | 30.91%        | 31.69%        | 15.73%        | 15.78%        |
| 投资性房地产         | 3.44           | 3.44           | 3.44           | 3.44           | <b>获利能力</b>      |               |               |               |               |
| 固定资产和在建工程      | 343.23         | 310.60         | 277.98         | 245.36         | 毛利率              | 33.43%        | 33.39%        | 33.66%        | 33.94%        |
| 无形资产和开发支出      | 11.53          | 11.07          | 10.61          | 10.15          | 三费率              | 9.77%         | 19.02%        | 18.87%        | 18.74%        |
| 其他非流动资产        | 27.01          | 22.11          | 22.11          | 22.11          | 净利率              | 9.99%         | 12.68%        | 13.35%        | 13.87%        |
| <b>资产总计</b>    | <b>1594.40</b> | <b>1769.93</b> | <b>2010.18</b> | <b>2282.66</b> | ROE              | 9.11%         | 12.38%        | 13.27%        | 13.95%        |
| 短期借款           | 24.24          | 25.00          | 25.00          | 25.00          | ROA              | 5.52%         | 7.56%         | 8.04%         | 8.46%         |
| 应付和预收款项        | 535.57         | 589.85         | 688.93         | 791.13         | ROIC             | 10.70%        | 15.46%        | 17.30%        | 19.21%        |
| 长期借款           | 19.00          | 19.00          | 19.00          | 19.00          | EBITDA/销售收入      | 14.62%        | 16.08%        | 16.21%        | 16.34%        |
| 其他负债           | 49.29          | 55.09          | 58.18          | 64.01          | <b>营运能力</b>      |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>    | <b>628.10</b>  | <b>688.94</b>  | <b>791.11</b>  | <b>899.14</b>  | 总资产周转率           | 0.58          | 0.63          | 0.64          | 0.65          |
| 股本             | 187.73         | 187.73         | 187.73         | 187.73         | 固定资产周转率          | 2.51          | 3.25          | 4.15          | 5.37          |
| 资本公积           | 179.41         | 179.41         | 179.41         | 179.41         | 应收账款周转率          | 1.32          | 1.36          | 1.36          | 1.34          |
| 留存收益           | 555.26         | 657.90         | 777.09         | 919.01         | 存货周转率            | 3.68          | 3.46          | 3.38          | 3.38          |
| 归属母公司股东权益      | 925.97         | 1025.04        | 1144.23        | 1286.14        | 销售商品提供劳务收到现金营业收入 | 86.84%        | —             | —             | —             |
| 少数股东权益         | 40.33          | 55.96          | 74.84          | 97.38          | <b>资本结构</b>      |               |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>966.30</b>  | <b>1080.99</b> | <b>1219.07</b> | <b>1383.52</b> | 资产负债率            | 39.39%        | 38.92%        | 39.36%        | 39.39%        |
| 负债和股东权益合计      | 1594.40        | 1769.93        | 2010.18        | 2282.66        | 带息债务/总负债         | 6.88%         | 6.39%         | 5.56%         | 4.89%         |
|                |                |                |                |                | 流动比率             | 1.99          | 2.13          | 2.20          | 2.28          |
|                |                |                |                |                | 速动比率             | 1.70          | 1.81          | 1.87          | 1.95          |
|                |                |                |                |                | 股利支付率            | 24.15%        | 13.15%        | 16.55%        | 16.76%        |
| <b>业绩和估值指标</b> | <b>2025A</b>   | <b>2026E</b>   | <b>2027E</b>   | <b>2028E</b>   | <b>每股指标</b>      |               |               |               |               |
| EBITDA         | 128.85         | 169.68         | 196.38         | 227.37         | 每股收益             | 0.41          | 0.63          | 0.76          | 0.91          |
| PE             | 84.44          | 55.53          | 45.95          | 38.50          | 每股净资产            | 4.93          | 5.46          | 6.10          | 6.85          |
| PB             | 7.09           | 6.40           | 5.74           | 5.10           | 每股经营现金           | 0.35          | 0.50          | 0.55          | 0.80          |
| PS             | 7.45           | 6.22           | 5.42           | 4.72           | 每股股利             | 0.10          | 0.08          | 0.13          | 0.15          |
| EV/EBITDA      | 49.37          | 37.06          | 31.62          | 26.78          |                  |               |               |               |               |
| 股息率            | 0.29%          | 0.24%          | 0.36%          | 0.44%          |                  |               |               |               |               |

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     |
|    | 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  |
| 北京 | 毛玮琳 | 销售岗        | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn      |
|    | 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 |
| 广深 | 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   |
|    | 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      |