

2025 年 11 月 04 日

投资评级：增持（维持）

证券分析师

戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
郇悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

林高凡
lingaofan@huayuanstock.com
唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 11 月 04 日

收盘价（元）	12.11
一年内最高/最低（元）	15.43/8.41
总市值（百万元）	3,738.98
流通市值（百万元）	3,738.98
总股本（百万股）	308.75
资产负债率（%）	72.88
每股净资产（元/股）	3.09

资料来源：聚源数据

海鸥股份 (603269. SH)

——毛利率提升驱动业绩稳健增长，员工持股计划彰显发展信心

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年三季报，前三季度实现收入 12.19 亿元，同比增长 10.68%，归母净利润 5122.69 万元，同比增长 25.10%；其中单三季度实现收入 4.44 亿元，同比下降 2.51%，归母净利润 1634.58 万元，同比增长 24.65%。
- **营收增速放缓，毛利率提升驱动业绩增长。**公司前三季度营收增速有所放缓，单三季度营收增速转负，但归母净利润依然维持较快增长。我们判断：1）营收增速承压主要由于在手订单在 24 年中报见顶后回落以及订单确认季节性因素所致；2）归母净利润依然维持快速增长主要受益于毛利率提升，前三季度公司毛利率 27.44%，同比上升 3.56 个百分点，其中 Q3 毛利率 27.50%，同比上升 5.76 个百分点，预计主要由于高毛利海外项目确认所致。此外，公司信用减值损失亦为单三季度业绩带来边际正贡献，前三季度公司信用减值损失 2164.62 万元，同比增加 2073.97 万元，但单三季度信用减值损失 496.38 万元，同比减少 114.51 万元。
- **单三季度销售、管理费用率同比上行明显，对业绩构成边际拖累。**前三季度公司期间费用率 19.25%，同比上升 0.72 个百分点，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.11%、10.40%、2.41%、0.33%，同比分别下降 0.54、上升 2.10、上升 0.02、下降 0.86 个百分点。其中单三季度期间费用率 18.45%，同比上升 3.26 个百分点，对业绩呈现一定边际负贡献，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 7.53%、9.50%、3.12%、-1.70%，分别同比上升 1.73、上升 3.94、上升 0.97、下降 3.38 个百分点。
- **员工持股计划展现发展信心。**公司计划使用资金 6000 万元~12000 万元以集中竞价交易方式回购股份用于员工持股计划，回购股份占总股本比例 1.60%~3.20%。截至 9 月底，公司已累计回购股份 884.25 万股，占公司总股本的比例为 2.86%，已支付的总金额为 10009 万元。公司员工持股计划考核指标分为触发值、基础值和目标值，其中 100%解锁对应的目标值为 2025–2027 年较 2024 年的营业收入增长率或净利润（指经审计的合并财务报表中归属于上市公司股东的净利润，并且剔除公司涉及员工持股计划或股权激励的相关股份支付费用的数据作为计算依据）增长率达到 15%、32%、52%，对应 25–27 年归母净利润分别为 1.1、1.27、1.46 亿元。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 1.09 亿元、1.27 亿元、1.51 亿元，对应 11 月 4 日股价 PE 为 34X、29X、25X，维持“增持”评级。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,381	1,599	1,823	2,079	2,372
同比增长率（%）	1.95%	15.81%	14.01%	14.06%	14.10%
归母净利润（百万元）	85	96	109	127	151
同比增长率（%）	15.01%	13.08%	14.05%	16.37%	18.31%
每股收益（元/股）	0.27	0.31	0.35	0.41	0.49
ROE（%）	8.49%	9.21%	10.02%	11.07%	12.36%
市盈率（P/E）	44.08	38.98	34.18	29.37	24.83

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	623	390	373	561	营业收入	1,599	1,823	2,079	2,372
应收票据及账款	934	1,050	1,197	1,366	营业成本	1,122	1,293	1,476	1,675
预付账款	59	108	123	140	税金及附加	12	14	16	18
其他应收款	27	44	50	57	销售费用	103	142	156	176
存货	1,165	1,413	1,613	1,830	管理费用	140	159	182	207
其他流动资产	55	66	75	84	研发费用	48	55	62	71
流动资产总计	2,862	3,071	3,430	4,039	财务费用	39	14	14	17
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-12	-13	-15	-17
固定资产	302	299	303	287	信用减值损失	-13	-15	-17	-19
在建工程	39	30	10	10	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	73	69	66	63	投资收益	1	1	1	1
长期待摊费用	1	1	1	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	137	137	137	137	资产处置收益	0	16	16	16
非流动资产合计	551	535	517	497	其他收益	8	9	9	9
资产总计	3,414	3,606	3,947	4,536	营业利润	118	144	168	199
短期借款	450	450	450	650	营业外收入	1	1	1	1
应付票据及账款	475	570	650	738	营业外支出	1	1	1	1
其他流动负债	1,379	1,426	1,625	1,853	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	2,304	2,445	2,725	3,240	利润总额	119	144	167	198
长期借款	19	13	7	2	所得税	17	27	32	38
其他非流动负债	15	15	15	15	净利润	102	116	135	160
非流动负债合计	34	28	23	18	少数股东损益	6	7	8	10
负债合计	2,338	2,473	2,748	3,258	归属母公司股东净利润	96	109	127	151
股本	221	309	309	309	EPS(元)	0.31	0.35	0.41	0.49
资本公积	244	156	156	156	主要财务比率				
留存收益	577	627	685	754	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	1,042	1,092	1,150	1,219	成长能力				
少数股东权益	34	41	49	59	营收增长率	15.81%	14.01%	14.06%	14.10%
股东权益合计	1,076	1,133	1,199	1,278	营业利润增长率	4.70%	21.96%	16.29%	18.23%
负债和股东权益合计	3,414	3,606	3,947	4,536	归母净利润增长率	13.08%	14.05%	16.37%	18.31%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-7.33%	-179.19%	155.34%	25.82%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	102	96	115	140	毛利率	29.81%	29.08%	29.03%	29.41%
折旧与摊销	34	37	40	41	净利率	6.39%	6.39%	6.52%	6.76%
财务费用	39	14	14	17	ROE	9.21%	10.02%	11.07%	12.36%
投资损失	-1	-1	-1	-1	ROA	2.81%	3.03%	3.22%	3.32%
营运资金变动	-2	-300	-97	-105	ROIC	11.87%	10.67%	9.71%	10.85%
其他经营现金流	11	9	9	9	估值倍数				
经营性现金净流量	183	-145	80	101	P/E	38.98	34.18	29.37	24.83
投资性现金净流量	-31	-9	-9	-9	P/S	2.34	2.05	1.80	1.58
筹资性现金净流量	-70	-79	-89	96	P/B	3.59	3.43	3.25	3.07
现金流量净额	98	-233	-18	188	股息率	1.77%	1.59%	1.85%	2.19%
					EV/EBITDA	13	21	18	16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。