

产品结构升级，产能与内外销协同发力

投资要点

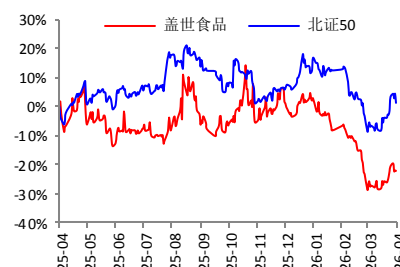
- **事件：**2025 年全年，公司实现营业收入 6.3 亿元，同比增加 18.0%；实现归母净利润 0.5 亿元，同比增加 15.8%。2025 年四季度单季，公司实现营业收入 1.8 亿元，同比增加 22.5%；实现归母净利润 0.1 亿元，同比增加 20.1%。
- **产品结构优化，鱼子类和海珍类产品成为公司新增长点。**2025 年，公司在原有传统藻类、菌类业务稳固发展的基础上，持续推进产品结构优化与市场拓展战略，大力开拓新产品、新市场，有效推动各类产品收入实现稳步增长，其中鱼子类、海珍味类产品表现突出。鱼类产品方面，在 2025 年实现收入 1.6 亿元，同比增速高达 30.9%，主要是因为公司依托原有藻类、菌类业务积累的渠道资源与品牌优势，持续丰富鱼类产品品类供给，重点拓展飞鱼子、多春鱼子、明太鱼子、三文鱼子等多元化产品，满足不同客户群体的消费需求；同时，叠加市场部定期开展产品品鉴会、深度开发产品应用场景、加大产品推广力度、拓宽销售渠道及积极开发新客户等一系列举措，有效提升了鱼子类产品的市场渗透率与客户认可度。海珍类产品方面，在 2025 年实现收入 8141.7 万元，同比增速高达 38.0%，主要是因为公司前期市场布局与客户资源积累成效持续释放，同时借助传统藻类、菌类业务形成的品质管控体系与供应链优势，进一步强化海珍味类产品的品质竞争力，持续获得下游餐饮客户、经销商及终端消费者的青睐；公司通过明确品牌定位、深化与头部餐饮连锁企业的战略合作，不断拓展产品应用场景、拓宽销售渠道，叠加产能的稳定保障与产品创新升级，有效推动海珍味类产品收入实现较高增速，成为公司新的收入增长点。
- **国内业务量利齐升，海外业务稳增稳利。**国内方面，公司实现收入 3.4 亿元，同比增长 31.9%，毛利率较去年增加 2.55pp 至 15.7%。收入和毛利率双增的原因是公司在巩固藻类、菌类等传统优势品类的基础上，重点推动鱼子类、海珍味类等高价值产品的国内市场渗透。同时，公司定期开展产品品鉴会、深度开发餐饮应用场景，加大产品推广力度与渠道覆盖，重点拓展连锁餐饮、预制菜客户及区域经销商，有效提升了产品在国内市场的渗透率与客户粘性。此外，受益于江苏工厂的规模化效应与采购议价能力提升，推动毛利率提升；海外方面，公司实现收入 2.9 亿元，同比增长 5.0%，毛利率为 22.1%，与去年基本持平。业绩稳定增长的原因是公司持续优化海外市场产品策略，重点推广高价值的鱼子类、高毛利的藻类调味产品。与 2024 年相比，2025 年期间国际市场中鱼子类调味产品收入占比显著提升，藻类调味等高毛利产品的销售规模持续扩大，有效对冲了部分低毛利订单的影响，保障了毛利率的稳定。
- **产能布局多点落地，三地基地协同增效。**公司阶段性确立大连工厂、江苏工厂、泰国工厂三大生产基地布局，三地工厂实施差异化产能分工，实现原料、市场、产能的互补协同。大连工厂依托近 30 年食品出口经验，保障高端定制化产品生产与交付，保持满产高效运行；江苏工厂 2024 年 5 月正式开业后，2025 年持续推进产能爬坡，智能化生产线运行效率稳步提高，有效缓解了公司产能问题；泰国工厂完成生产线搭建与体系认证并进入试生产阶段，聚焦海藻、海珍味等核心品类本地化生产，利用东南亚原料资源与国际贸易区位优势，为新兴海外市场提供产能支撑。此外，公司发布 2025 年度拟向特定对象发行可转换公司债

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(万股)	14051.58
流通 A 股(万股)	6247.45
52 周内股价区间(元)	9.74-15.86
总市值(亿元)	14.99
总资产(亿元)	5.83
每股净资产(元)	2.71

相关研究

券的募集公告，募集资金总额不超过 1.5 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于年产 7000 吨预制水产及肉类智能制造建设项目。公司有望进一步扩充主要产品产能，平衡产品结构，强化国内布局。

- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5552.3/6507.4/7595.2 万元，对应 PE 为 27/23/20 倍。公司为国内预制凉菜领域龙头企业，海内外产能有序落地释放，渠道布局持续拓宽，同时坚持新品迭代与品类创新，成长动能稳步积蓄。长期来看，公司发展逻辑清晰，成长潜力向好。结合公司北交所上市属性，板块整体估值中枢显著高于主板，综合考量估值与成长匹配度，给予公司“持有”评级。
- **风险提示：** 质量控制风险、市场竞争加剧风险、汇率变动风险、人工成本上升风险、主要原材料价格波动风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	630.43	733.37	834.96	932.89
增长率	18.01%	16.33%	13.85%	11.73%
归属母公司净利润（百万元）	47.58	55.52	65.07	75.95
增长率	15.84%	16.69%	17.20%	16.72%
每股收益 EPS（元）	0.34	0.40	0.46	0.54
净资产收益率 ROE	11.73%	12.32%	12.91%	13.41%
PE	32	27	23	20
PB	3.93	3.51	3.12	2.76

数据来源：Wind，西南证券

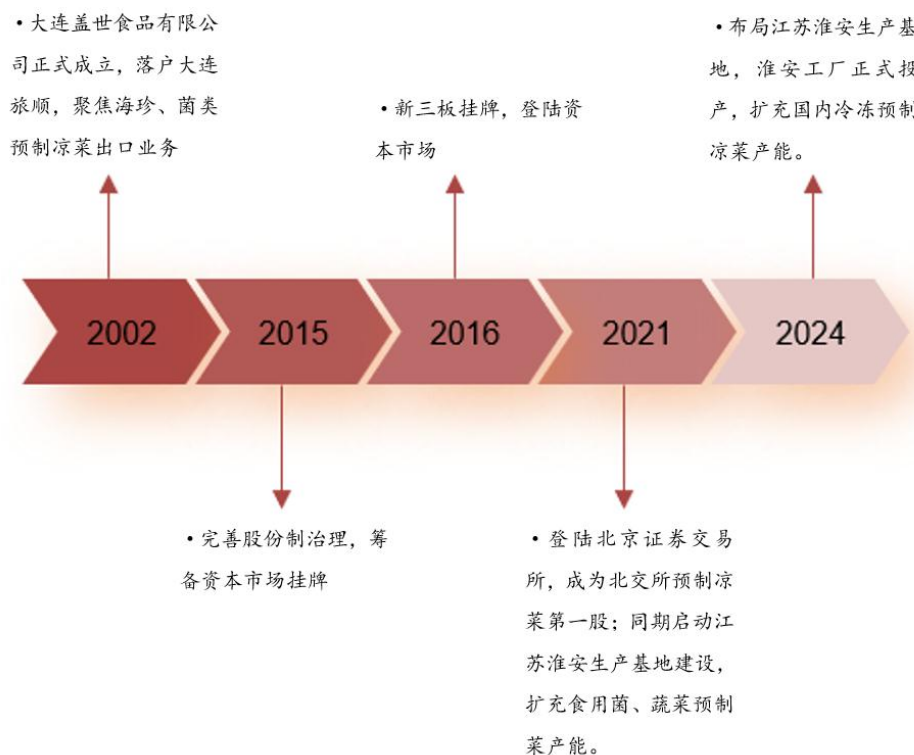


西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

1 海产食用菌预制菜品服务商，国内海洋食品出口领军企业

深耕海洋预制凉菜二十余载，稳居国内对日出口海洋食品细分龙头。公司前身业务始于 1994 年，2002 年 10 月正式设立主体，2015 年完成股份制规范化改制，2016 年挂牌新三板，2021 年 11 月成功登陆北京证券交易所，成为北交所预制凉菜细分首家上市企业。公司专注于调味海洋蔬菜、食用菌山野菜、高端鱼籽预制菜等预制凉菜产品的研发、生产与海内外销售，属于农副食品加工业中的水产品预制加工子行业。经过二十余年深耕发展，公司已成为国内调味裙带菜、海珍预制凉菜出口标杆企业，产品覆盖日式料理、餐饮流通、居家零售全场景，远销日本、欧美、东南亚等全球 60 余个国家及地区，深度绑定全球头部餐饮与食品供应链体系。公司技术壁垒深厚，拥有国家食用菌加工技术研发分中心等国家级科研平台，获评农业产业化国家重点龙头企业，主导多项调味海洋食品国家行业标准修订，核心腌制保鲜、深海食材深加工技术行业领先，多款核心品类稳居对日出口市占率前列，产品广泛应用于餐饮供应链、商超零售、跨境食品贸易、休闲食品消费等多元领域。

图 1：公司历史沿革

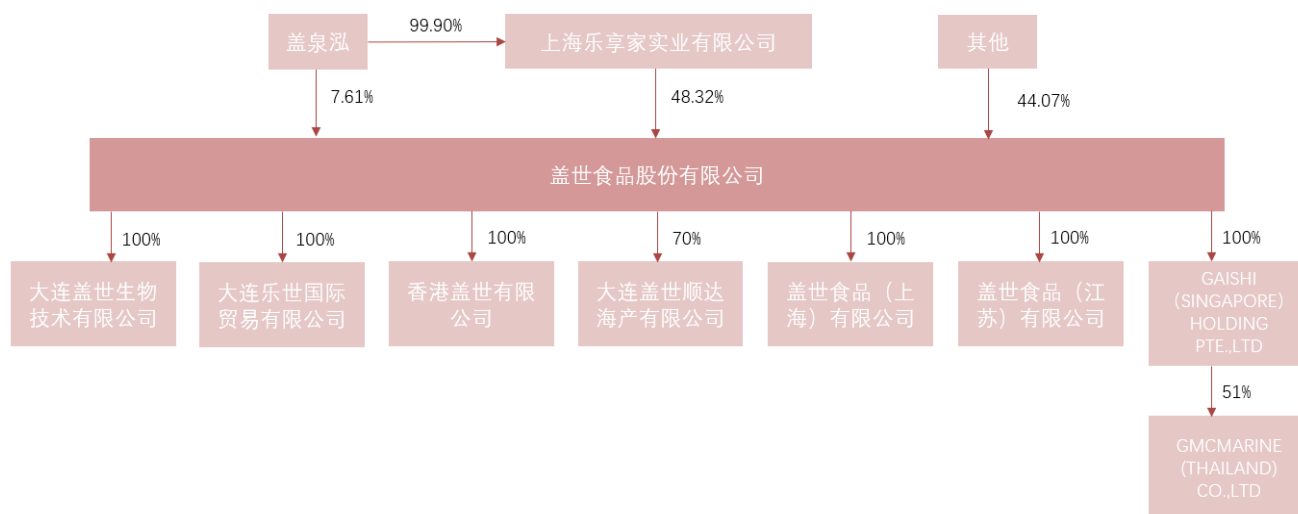


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.1 实控控股格局稳固，股东结构权责清晰

公司股权集中度较高，经营控制权稳定聚焦于实际控制人盖泉泓。上海乐享家实业有限公司为公司第一大股东，持股比例 48.3%；实控人盖泉泓个人直接持股 7.6%，同时依托控股股东平台实现间接持股，整体累计控股 55.9%。公司境内外产业链布局完善，全资控股多家区域经营主体，包含江苏、上海区域食品子公司、大连海产运营公司、国内生物科技平台、香港境外贸易主体及新加坡海外控股平台。泰国 GMCMARINE(THAILAND)CO.,LTD 未纳入上市公司直接持股体系，由公司 100%控股的新加坡海外投资主体进行层级穿透管理，间接持有该泰国企业 51%股权。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 12 月 31 日）



数据来源：同花顺iFinD，公司招股说明书，西南证券整理

1.2 多年出海技术深耕，全场景预制菜布局广阔

公司深耕海味预制赛道二十载，核心品类全球渠道全覆盖。公司主营预制凉菜、海洋即食菜品，聚焦海洋藻类、菌菇、鱼籽海味等特色食材，形成多元化标准化预制菜品体系。核心产品以调味裙带菜、海藻沙拉等海洋藻类预制菜为主，品类口味丰富、开袋即食，广泛适配日料、自助、连锁餐饮及商超零售场景；同时布局调味菌菇、日式鱼籽、海鲜风味小菜等系列产品，覆盖餐前凉菜、寿司辅料、佐餐小菜等多重消费需求。公司产品兼具标准化、便捷化、高复购属性，深耕日式风味预制凉菜赛道，依托成熟工艺打造稳定口感与品质，持续拓展餐饮供应链、居家休闲食品等应用场景，构建出海特色鲜明、品类结构完善的预制凉菜产品矩阵。经过二十余年的不断地发展和积累，公司产品以良好的菜品口味、可靠的产品质量、便捷的用餐体验赢得了国内外餐饮连锁及广大消费者的认可，公司海洋食品和食用菌食品已远销欧洲、东亚、东南亚和美国等多个国家和地区，“盖世”商标被认定为辽宁省著名商标，主要产品调味裙带菜被评为辽宁省名牌产品。公司的主要产品按照产品属性划分，包括藻类、菌类、蔬菜类、鱼籽类及海珍味等系列标准化凉菜产品；按照加工方式划分，包括调味品类、干品类、冻品类、盐渍类产品。

表 1：公司主要产品

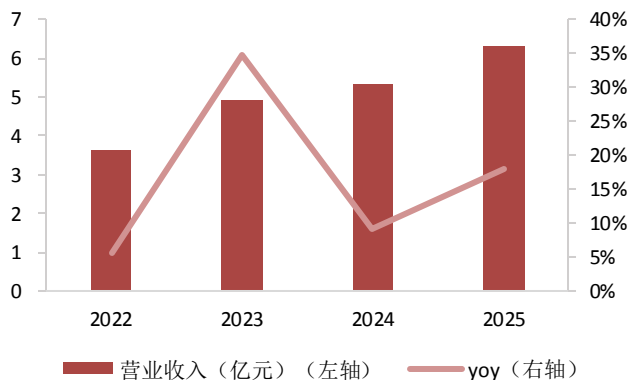
产品种类	代表产品	代表图片		
藻类	裙带菜、海带、羊栖菜等			
菌类	杏鲍菇、木耳、牛肝菌等			
蔬菜	花生、藕、萝卜、豆制品等			
鱼子	飞鱼子、多春鱼子、明太鱼子等			
海珍味	章鱼、螺片、虾、鱼皮等			

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 2025 年营收利润稳步修复，品类升级盈利质量抬升

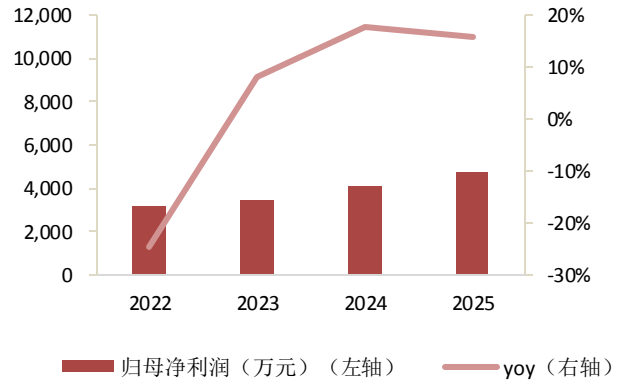
公司营收盈利稳步修复上行，业绩拐点显现成长性凸显。公司 2022-2025 年实现营业收入 3.6/4.9/5.3/6.3 亿元，同比增速分别为 5.6/34.8/9.0/18.0%。2025 年公司营收重回稳健高速增长通道，主要依托海外渠道持续拓展、国内外产能有序释放，叠加核心品类需求放量带动销量稳步提升，收入规模持续创出历史新高。公司 2022-2025 年实现归母净利润 0.3/0.3/0.4/0.5 亿元，同比增速分别为 -24.7/8.1/17.8/15.8%。2023-2025 年归母净利润连续三年正向增长、盈利弹性持续释放。2025 年公司归母净利润增速与营收增速匹配向好，核心得益于海外订单结构持续优化、大宗食材成本平稳可控，叠加规模效应摊薄运营费用，整体盈利质量持续修复向好。

图 3：营业收入及增速



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 4：归母净利润及增速

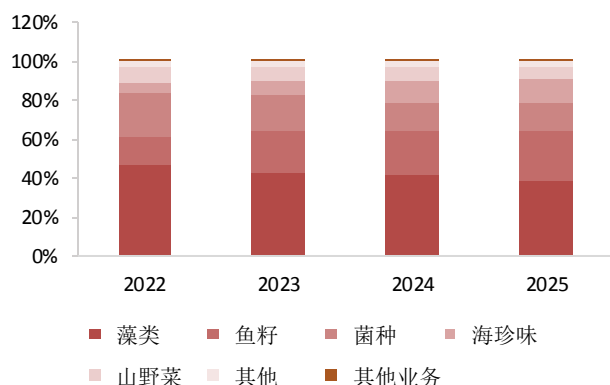


数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

产品结构持续优化升级，高毛利鱼籽品类成核心增长引擎。分产品看，2022-2025 年公司业务品类持续迭代优化：藻类产品收入占比由 46.4% 回落至 38.5%，仍稳居公司第一大核心品类；鱼籽产品收入占比由 14.8% 快速提升至 25.8%，高附加值品类占比持续走高；菌种产品占比由 22.2% 逐步下行至 14.1%；海珍味产品占比稳步提升，由 5.7% 增长至 12.9%；山野菜、其他品类占比保持平稳小幅波动。高溢价鱼籽、海珍味品类占比持续提升，带动整体产品盈利结构优化。

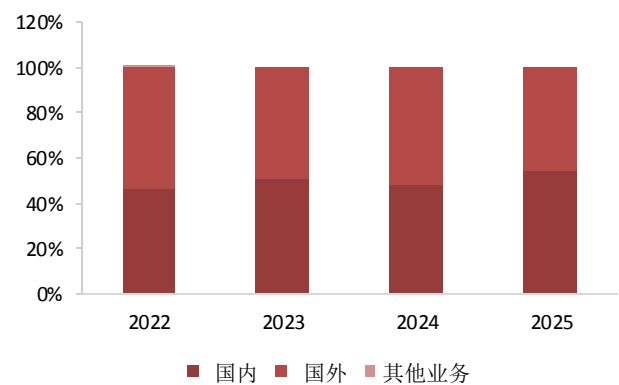
内外销结构持续优化，国内市场高速放量对冲海外波动风险。按销售区域划分，公司长期保持外销基本盘稳固、国内市场加速崛起的双区域发展格局。2022-2025 年，公司国内收入由 1.7 亿元增长至 3.4 亿元，收入占比由 46.1% 持续提升至 54.0%；海外收入由 2.0 亿元增长至 2.9 亿元，收入占比由 53.7% 回落至 46.0%，国内业务正式反超海外成为第一大收入来源。海外市场作为公司传统优势基本盘，深度绑定日本核心餐饮供应链，依托多年对日出口壁垒维持稳健基本盘，受全球贸易环境波动占比阶段性下行；国内市场凭借餐饮复苏、预制菜消费扩容快速放量，营收增速显著高于海外业务，成为公司核心增长引擎。境内外双市场均衡发展格局持续成型，有效分散单一区域经营风险，叠加泰国海外产能落地，长期全球化成长空间持续打开。

图 5：公司主营业务收入按产品拆分情况



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

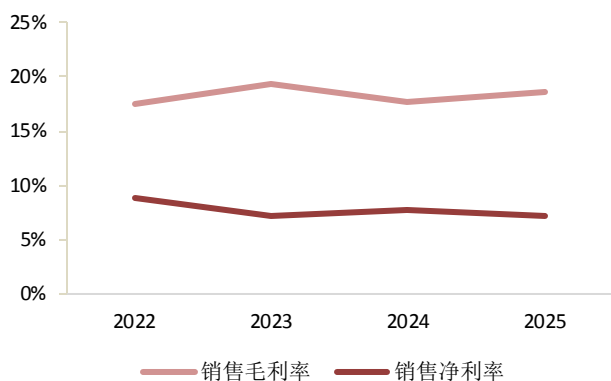
图 6：公司主营业务收入按区域拆分情况



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

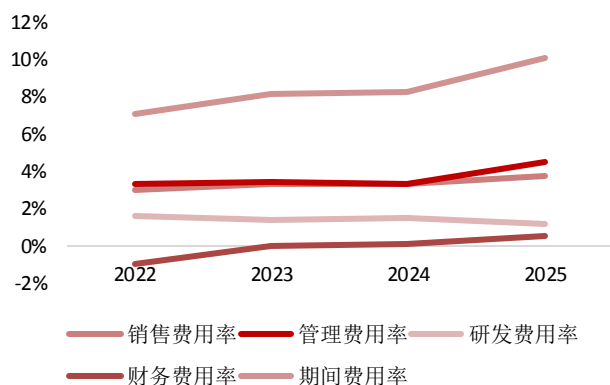
毛利触底稳步修复，费用管控稳中优化。2022-2025 年公司销售毛利率分别为 17.6%/19.3%/17.7%/18.6%，2022 年受上游食材成本波动毛利率阶段性承压回落，后续高毛利鱼籽品类占比持续提升、产品结构不断优化，2025 年毛利率同比提升 0.9%，盈利空间稳步修复上行。同期公司销售净利率分别为 8.9%/7.1%/7.7%/7.2%，净利率随毛利率同步波动，整体维持稳健盈利水平。费用端来看，2022-2025 年公司期间费用率分别为 7.1%/8.2%/8.3%/10.1%。销售费用率由 3.1%持续上行至 3.8%，主要系国内餐饮渠道拓展、品牌市场推广投入加大；管理费用率由 3.4%提升至 4.5%，源于境内外产能布局扩张、全球化经营管理支出增加；研发费用率回落至 1.2%，核心技术投入保持稳定；财务费用率长期维持低位波动，公司整体财务结构健康。

图 7：公司毛利率及净利率情况



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 8：公司期间费用率情况



数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：藻类仍是公司核心基本盘，受益于大连工厂满产保障、高端定制化产品交付能力与原料产地优势；同时公司在藻类口味创新与新类别开发方面持续推进，但总体增量资源更多向海产品与新兴品类倾斜，藻类定位为“稳增长、稳毛利”的压舱石。我们预计 2026-2028 年藻类收入同比变动率分别为 10%/9%/8%，毛利率为 22.0%/22.2%/22.3%。

假设 2：鱼子产品在 2025 年实现收入 1.6 亿元，同比增速高达 30.85%，高增主要由销量驱动、应用场景从日料向中餐、水饺、佐餐、休闲等拓展，但毛利率或因原料价格上涨未完全向终端传导，叠加季节性进口原料采购使存货和现金占用上升，从而小幅承压。随着国内需求和场景渗透提升，鱼子产品有望保持增长，且成本-价格传导与规模效应有望逐步修复毛利。我们预计 2026-2028 年鱼子产品收入同比变动率分别为 22%/18%/15%，毛利率为 14.0%/14.2%/14.5%。

假设 3：菌类在 2025 年实现收入 0.9 亿元，同比增长 15.7%，毛利率 20.4%，较 2024 年提升 5.3pp，这改善的核心是来自江苏工厂靠近原料地与智能化产线带来的运输与生产效率优化、固定成本摊薄，以及产能利用率爬坡带来的规模效应。我们预计随着江苏工厂利用率提升，2026-2028 年菌类产品收入同比变动率分别为 20%/16%/13%，毛利率为 20.5%/20.7%/21.0%。

假设 4：海珍味产品在 2025 年实现收入 0.8 亿元，同比增长 38.0%，这得益于公司积极推进产品创新、市场拓展与渠道深化的综合成效，进一步优化了公司产品结构。我们预计随着规模效应的逐步显现，2026-2028 年期间海珍味产品的收入同比变动率分别为 25%/20%/16%，毛利率为 20.0%/20.5%/21.0%。

假设 5：山野菜当前收入占比偏小，但未来有望受益于江苏工厂蔬菜类产能释放与客户一体化采购协同带动。我们预计 2026-2028 年山野菜收入同比变动率分别为 12%/10%/8%，毛利率为 17.0%/17.2%/17.3%。

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
藻类	收入	242.7	267.0	291.0	314.3
	增速	9.6%	10.0%	9.0%	8.0%
	成本	190.0	208.2	226.4	244.2
	毛利率	21.7%	22.0%	22.2%	22.3%
鱼子	收入	162.6	198.3	234.0	269.1
	增速	30.9%	22.0%	18.0%	15.0%
	成本	140.4	170.5	200.8	230.1
	毛利率	13.6%	14.0%	14.2%	14.5%
菌类	收入	89.1	107.0	124.1	140.2
	增速	15.7%	20.0%	16.0%	13.0%
	成本	70.9	85.0	98.4	110.8
	毛利率	20.4%	20.5%	20.7%	21.0%
海珍味	收入	81.4	101.8	122.1	141.7
	增速	38.0%	25.0%	20.0%	16.0%
	成本	65.4	81.4	97.1	111.9
	毛利率	19.7%	20.0%	20.5%	21.0%
山野菜	收入	39.3	44.0	48.4	52.3
	增速	14.8%	12.0%	10.0%	8.0%
	成本	32.7	36.6	40.1	43.3
	毛利率	16.8%	17.0%	17.2%	17.3%
其他	收入	15.2	15.2	15.2	15.2
	增速	-16.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	13.5	13.5	13.5	13.5
	毛利率	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%
其他业务	收入	0.1	0.1	0.1	0.1
	增速	300.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	0.1	0.1	0.1	0.1
	毛利率	38.7%	38.0%	38.0%	38.0%
合计	收入	630.4	733.4	835.0	932.9
	增速	18.0%	16.33%	13.9%	11.7%

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
	成本	513.0	595.4	676.4	753.8
	毛利率	18.6%	18.8%	19.0%	19.2%

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，我们选取了同属预制菜/速冻调理食品产业链的安井食品、味知香、三全食品和日辰股份作为可比公司。2026-2028 年，可比公司平均估值为 26/23/24 倍。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 7.3/8.3/9.3 亿元，yoy 16.3%/13.9%/11.7%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5552.3/6507.4/7595.2 万元，对应 PE 为 27/23/20 倍。公司为国内预制凉菜领域龙头企业，海内外产能有序落地释放，渠道布局持续拓宽，同时坚持新品迭代与品类创新，成长动能稳步积蓄。长期来看，公司发展逻辑清晰，成长潜力向好。结合公司北交所上市属性，板块整体估值中枢显著高于主板，综合考量估值与成长匹配度，给予公司“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE			
				2025E/A	2026E	2027E	2028E	2025E/A	2026E	2027E	2028E
603345.SH	安井食品	312.10	96.73	4.08	5.07	5.66	6.42	23.71	23.71	23.71	23.71
605089.SH	味知香	37.65	27.28	0.62	0.88	1.05	-	44.00	31.00	25.98	-
002216.SZ	三全食品	118.34	13.46	0.62	0.66	0.7	-	21.71	20.39	19.23	-
603755.SH	日辰股份	27.69	28.08	0.85	0.99	1.14	-	33.04	28.36	24.63	-
平均值								30.61	25.87	23.39	23.71
920826.BJ	盖世食品	14.99	10.67	0.34	0.40	0.46	0.54	31.51	27.00	23.04	19.74

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2026 年 4 月 23 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，盖世食品来自西南证券盈利预测；截止报告撰写日，味知香和三全食品尚未披露年度报告，因此 2025 年 EPS 为 Wind 一致预期；由于可比公司中味知香、三全食品和日辰股份的 2028E EPS 数据缺失，可比公司 2028E PE 为安井食品公司的一致预期。

3 风险提示

质量控制风险、市场竞争加剧风险、汇率变动风险、人工成本上升风险、主要原材料价格波动风险等。

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	630.43	733.37	834.96	932.89	净利润	45.41	52.99	62.11	72.49
营业成本	512.97	595.39	676.37	753.82	折旧与摊销	20.73	17.61	17.73	17.85
营业税金及附加	3.94	4.95	5.68	6.25	财务费用	3.65	0.46	0.81	1.11
销售费用	23.88	27.78	31.63	35.34	资产减值损失	-2.39	2.00	2.00	2.00
管理费用 (含研发费用)	35.87	41.80	47.18	51.31	经营营运资本变动	-69.16	-12.67	-30.55	-28.60
财务费用	3.65	0.46	0.81	1.11	其他	23.87	-1.36	-2.61	-1.41
减值损失	-2.39	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	22.12	59.27	50.20	64.63
投资收益	0.26	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1.76	-2.00	-2.00	-2.00
公允价值变动损益	0.17	0.00	0.00	0.00	其他	-26.73	0.89	1.57	-0.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-28.49	-9.11	-8.43	-10.12
营业利润	50.62	60.98	71.30	83.05	短期借款	21.38	-38.17	-17.69	-4.13
其他非经营损益	0.14	-0.16	-0.08	-0.09	长期借款	4.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	50.76	60.82	71.21	82.96	股权融资	7.50	0.00	0.00	0.00
所得税	5.34	7.83	9.11	10.48	支付股利	-14.05	-9.52	-11.10	-13.01
净利润	45.41	52.99	62.11	72.49	其他	-3.96	-0.39	-2.81	-1.11
少数股东损益	-2.17	-2.53	-2.97	-3.46	筹资活动现金流净额	15.81	-48.08	-31.61	-18.26
归属母公司股东净利润	47.58	55.52	65.07	75.95	现金流量净额	9.12	2.09	10.16	36.25
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	71.25	73.34	83.50	119.75	成长能力				
应收和预付款项	108.50	118.07	135.74	153.24	销售收入增长率	18.01%	16.33%	13.85%	11.73%
存货	135.80	156.85	179.54	200.03	营业利润增长率	3.51%	20.47%	16.92%	16.49%
其他流动资产	35.17	40.76	40.75	42.38	净利润增长率	10.45%	16.69%	17.20%	16.72%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.14%	5.72%	14.20%	13.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	210.40	195.43	180.34	165.13	毛利率	18.63%	18.81%	18.99%	19.19%
无形资产和开发支出	9.77	9.52	9.27	9.03	三费率	8.87%	9.55%	9.54%	9.41%
其他非流动资产	12.43	7.13	6.74	6.34	净利率	7.20%	7.23%	7.44%	7.77%
资产总计	583.30	608.86	650.92	717.75	ROE	11.73%	12.32%	12.91%	13.41%
短期借款	60.00	21.83	4.13	0.00	ROA	7.79%	8.70%	9.54%	10.10%
应付和预收款项	54.86	76.75	84.38	92.87	ROIC	11.79%	11.81%	13.17%	14.46%
长期借款	29.28	29.28	29.28	29.28	EBITDA/销售收入	11.90%	10.81%	10.84%	11.06%
其他负债	51.91	50.78	51.92	54.92	营运能力				
负债合计	196.05	178.64	169.70	177.06	总资产周转率	1.17	1.23	1.33	1.36
股本	140.52	140.52	140.52	140.52	固定资产周转率	3.02	3.63	4.47	5.44
资本公积	77.10	77.10	77.10	77.10	应收账款周转率	8.45	8.13	8.44	8.21
留存收益	177.23	223.24	277.21	340.15	存货周转率	4.65	4.00	3.96	3.93
归属母公司股东权益	381.43	426.92	480.89	543.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.09%	—	—	—
少数股东权益	5.83	3.30	0.33	-3.14	资本结构				
股东权益合计	387.26	430.22	481.22	540.69	资产负债率	33.61%	29.34%	26.07%	24.67%
负债和股东权益合计	583.30	608.86	650.92	717.75	带息债务/总负债	45.54%	28.61%	19.69%	16.54%
					流动比率	2.32	2.91	3.52	3.90
					速动比率	1.42	1.74	2.08	2.39
					股利支付率	29.53%	17.14%	17.06%	17.14%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	75.00	79.29	90.55	103.20	每股收益	0.34	0.40	0.46	0.54
PE	31.51	27.00	23.04	19.74	每股净资产	2.71	3.04	3.42	3.87
PB	3.93	3.51	3.12	2.76	每股经营现金	0.16	0.42	0.36	0.46
PS	2.38	2.04	1.80	1.61	每股股利	0.10	0.07	0.08	0.09
EV/EBITDA	19.93	18.36	15.77	13.44					
股息率	0.94%	0.63%	0.74%	0.87%					

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悉范围内，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	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