

康复护理驱动盈利修复，健康产品打开转型空间

投资要点

- **推荐逻辑：1) 康复护理贡献盈利修复。**公司持续向“健康医疗+健康产品”转型，2025 年医疗服务收入约 3.83 亿元，医疗分部实现净利润 3935.41 万元、同比扭亏；其中东方华康净利润 7065.31 万元，同比+52.08%，成为利润修复核心。**2) 水产加工推动结构优化。**2025 年公司水产加工品收入占比提升至 31.31%，传统大水面淡水鱼销售占比降至 7.10%；小龙虾系列销售额 1.92 亿元，同比+15%，冰冻椒盐脆脆虾上市 1 个月销售额 561.52 万元，预制化单品放量初步体现。**3) 智能康复提供外延观察。**公司收购及增资嘉兴智康，切入康复机器人、脑机接口及可穿戴外骨骼等方向；其医疗版上肢康复机器人已取得二类医疗器械注册证，但当前业务体量较小，商业化贡献仍需验证。
- **康复护理业务成为公司盈利修复核心，长三角机构布局构成医疗服务基本盘。**公司医疗产业主要以子公司东方华康为运营和投资管理平台，聚焦康复、护理、医养等服务，旗下医疗机构主要分布在长三角地区，覆盖上海、无锡、常州、杭州等城市。2025 年公司医疗服务收入约 3.83 亿元，基本保持稳定；更重要的是，医疗板块盈利能力明显改善，东方华康合并层面实现净利润 7065.31 万元，同比+52.08%，旗下杭州两家医院同比减亏 2398.51 万元，主要系医院内部科室业务结构优化、临床医护及管理团队调整、人工成本下降及费用控制加强。随着公司持续推进医院精细化管理、提升床位使用率并强化“东方华康”品牌建设，康复护理业务有望继续构成公司利润修复的主要支撑。
- **水产加工与预制化推动传统业务升级，健康产品结构持续优化。**公司以淡水养殖业务起家，近年来持续向水产品加工、预制菜及品牌化消费产品方向延伸。2025 年公司水产加工品收入占比达到 31.31%，水面放养业务收入占比为 16.75%，其中传统大水面养殖淡水鱼销售占比已降至 7.10%，显示公司收入结构正由传统养殖向加工产品和渠道销售转型。产品端，公司已形成小龙虾系列、白对虾系列、花雕熟醉蟹、鱼头鱼片等产品矩阵，并通过山姆、天虹、Ole 等商超渠道及线上平台拓展销售。2025 年小龙虾系列产品实现销售额 1.92 亿元，同比+15%；冰冻椒盐脆脆虾上市 1 个月实现销售额 561.52 万元。考虑水产预制品行业竞争较为激烈，公司后续仍需在产品复购、渠道效率及品牌溢价方面持续验证。
- **智能康复提供外延延伸选项，场景协同具备想象空间但短期贡献仍需验证。**公司通过收购及增资嘉兴智康切入康复机器人赛道，进一步丰富康复医疗业务的外延布局。嘉兴智康孵化于上海机器人产业技术研究院，聚焦康复机器人、脑机接口、可穿戴外骨骼等方向，目前已推出医疗版、机构专业版和个人妙手版等上肢康复机器人产品，其中医疗版已取得二类医疗器械注册证，个人妙手版已入选《上海市康复辅助器具社区租赁服务目录》。公司旗下康复护理机构可作为产品临床验证、示范应用及渠道推广场景，理论上有助于提升智能康复设备导入效率。不过，嘉兴智康当前业务体量较小，商业化放量和盈利贡献仍需时间验证，因此更适合作为中长期弹性方向，而非短期核心业绩驱动。
- **盈利预测与投资建议：**公司正由传统水产企业向“健康医疗+健康产品”转型，

西南证券研究院

分析师：叶泽佑
执业证号：S1250522090003
邮箱：yezy@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)	4.81
流通 A 股(亿股)	4.81
52 周内股价区间(元)	4.95-7.82
总市值(亿元)	23.82
总资产(亿元)	18.44
每股净资产(元)	1.66

相关研究

短期利润修复主要来自康复护理医疗业务运营改善，水产加工及预制化产品放量有望推动结构优化。我们预计公司 2026-2028 年营业收入同比增长 4.24%/7.24%/10.78%，对应收入分别为 9.59/10.29/11.39 亿元；归母净利润分别为 0.15/0.29/0.39 亿元，同比增长 189.77%/98.51%/35.06%，对应 PE 分别为 162/82/61 倍。考虑公司仍处低基数修复阶段，医疗业务持续性、水产加工毛利率改善及智能康复商业化仍待验证，首次覆盖给予“持有”评级。

- **风险提示：**康复护理医疗业务盈利修复不及预期风险；水产加工及预制化产品放量不及预期风险；传统水产及白酒业务持续承压风险；智能康复业务商业化不及预期风险和转型协同及盈利质量不及预期风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	920.04	959.07	1028.52	1139.39
增长率	-11.92%	4.24%	7.24%	10.78%
归属母公司净利润（百万元）	5.07	14.68	29.14	39.35
增长率	106.58%	189.77%	98.51%	35.06%
每股收益 EPS（元）	0.01	0.03	0.06	0.08
净资产收益率 ROE	3.37%	2.75%	6.01%	9.55%
PE	470	162	82	61
PB	2.97	2.91	2.81	2.69

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 公司概况：传统水产企业转型大健康，康复护理成为盈利修复核心	1
1.1 传统水产企业转型大健康，形成“健康医疗+健康产品”双主业	1
1.2 康复护理成为利润核心，水产加工推动传统业务升级	2
1.3 股权结构稳定，智能康复外延布局仍待验证	3
2 行业分析：康复医疗需求扩容，水产预制化升级，智能康复仍处导入期	4
2.1 康复医疗：老龄化与政策共振，行业需求具备长期支撑	4
2.2 水产加工与预制菜：市场空间持续扩容，但竞争壁垒仍需验证	6
2.3 水面放养与区域白酒：传统业务属性较强，更多承担经营底盘作用	7
2.4 康复机器人：政策支持与技术升级共振，但商业化仍处早期	8
3 公司分析：康复护理贡献盈利修复，健康产品结构优化，智能康复仍待验证	9
3.1 康复护理：长三角机构布局初具规模，精细化管理推动盈利修复	9
3.2 健康产品：水产加工推动传统业务升级，预制化单品放量仍需验证	11
3.3 智能康复：收购嘉兴智康提供外延方向，商业化贡献仍待观察	12
4 盈利预测与估值	14
4.1 盈利预测	14
4.2 相对估值	16
5 风险提示	17

图 目 录

图 1：公司历史沿革.....	1
图 2：公司 2016-2025 各项业务营收（单位：百万元）	2
图 3：公司 2016-2025 各项业务收入占比	2
图 4：公司 2025 年各项业务营收占比	2
图 5：公司股权结构.....	3
图 6：公司布局智能康复业务签约仪式.....	4
图 7：中国康复医疗服务市场规模及预测.....	5
图 8：中国 60 岁以上人口占比（截至 2025 年末）	5
图 9：中国水产预制菜市场规模及预测（单位：亿元）	7
图 10：中国康复医疗器械 2019-2024 市场规模（单位：亿元）	8
图 11：公司旗下康复护理医院一览.....	10
图 12：公司旗下东方华康医疗管理有限公司通过精细化管理使得净利润持续改善	11
图 13：公司旗下水产加工业务产品一览.....	12

表 目 录

表 1：大湖股份各业务行业属性与核心验证指标	9
表 2：公司水产加工及预制化产品正积极打开市场	12
表 3：公司旗下嘉兴智康上肢康复机器人产品、定位及进展.....	13
表 4：分业务收入、增速、营业成本及毛利率.....	15
表 5：可比公司 PE 估值（股价截至 2026 年 6 月 16 日）	16
附表：财务预测与估值	18

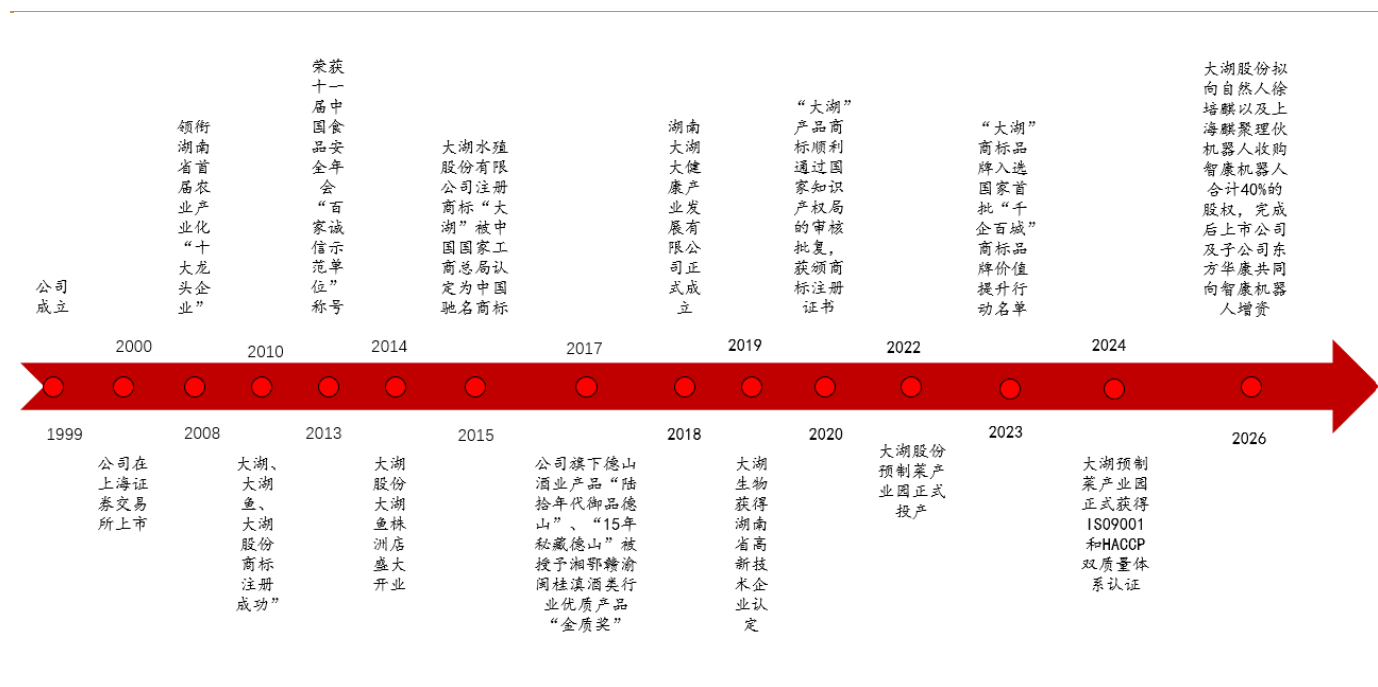
1 公司概况：传统水产企业转型大健康，康复护理成为盈利修复核心

1.1 传统水产企业转型大健康，形成“健康医疗+健康产品”双主业

大湖股份是以淡水养殖业务起家的民营上市公司，近年来持续推进产业结构调整，由传统水产养殖向“大健康”方向转型。公司当前业务围绕“健康医疗”和“健康产品”两大板块展开：其中，健康医疗板块以康复、护理、医养服务为主；健康产品板块涵盖水产品加工与销售、水面放养与销售、白酒产品生产销售及保健品销售等业务。2025 年 10 月，公司完成更名，由“大湖水殖股份有限公司”变更为“大湖健康产业股份有限公司”，进一步体现其向健康产业转型的战略方向。

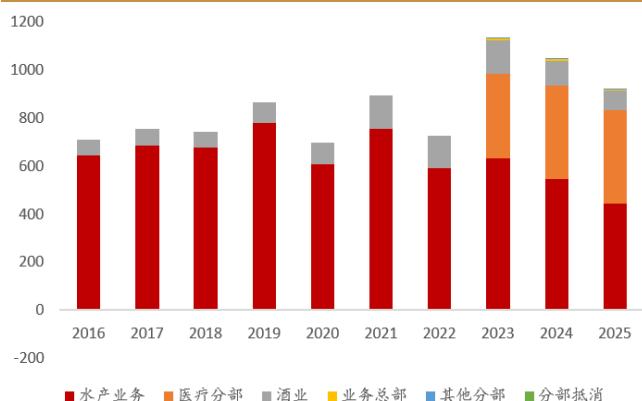
从收入结构看，公司产业内部结构已发生明显变化。2025 年，公司康复护理医疗产业收入占比达到 42.35%，水产加工品收入占比达到 31.31%，水面放养业务收入占比为 16.75%，其中传统大水面养殖淡水鱼销售占比已降至 7.10%，白酒产品收入占比为 8.89%。整体来看，公司已由过去以淡水养殖为核心的农业企业，逐步转向“健康医疗+健康产品”双主业经营格局。

图 1：公司历史沿革



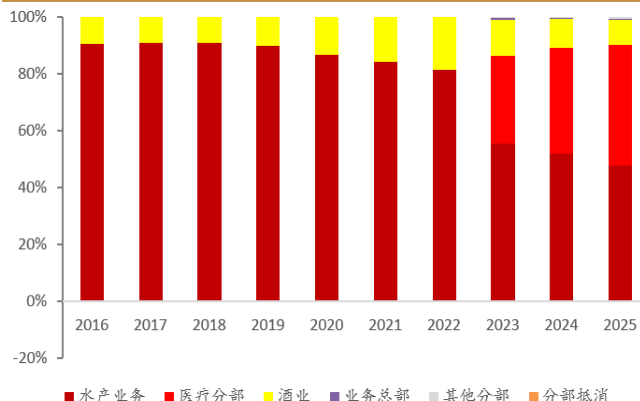
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 2：公司 2016-2025 各项业务营收（单位：百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司 2016-2025 各项业务收入占比



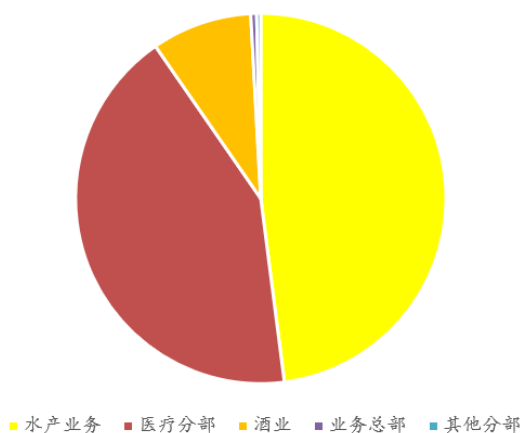
数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 康复护理成为利润核心，水产加工推动传统业务升级

公司健康医疗业务主要以子公司东方华康为运营和投资管理平台，聚焦康复、护理特色专科，打造集康复、护理、医养为一体的医疗服务体系。公司已实际运营医疗机构 7 家，主要集中在长三角地区，医疗服务项目涵盖神经康复、骨与关节康复、老年康复、心肺康复、儿童康复、基础生活护理及临终关怀等方向。2025 年，公司医疗服务实现营业收入约 3.83 亿元，基本保持稳定；医疗分部实现净利润 3935.41 万元，同比扭亏为盈，其中东方华康合并层面实现净利润 7065.31 万元，同比+52.08%，成为公司当前利润修复的主要来源。

健康产品方面，公司在保留淡水养殖资源禀赋的基础上，持续向水产品加工和预制化方向延伸。公司加工产品包括冰鲜鱼类、冰冻鱼类、冰冻小龙虾系列、冰冻鱼头/鱼片系列、冰冻白对虾系列等，并构建了覆盖商超、社区团购、前置仓、酒店餐饮及冰冻分销等渠道的销售体系。2025 年，公司小龙虾系列产品实现销售额 1.92 亿元，同比+15%；新推出的冰冻椒盐脆脆虾上市 1 个月实现销售额 561.52 万元，体现出一定的单品打造和渠道拓展能力。

图 4：公司 2025 年各项业务营收占比

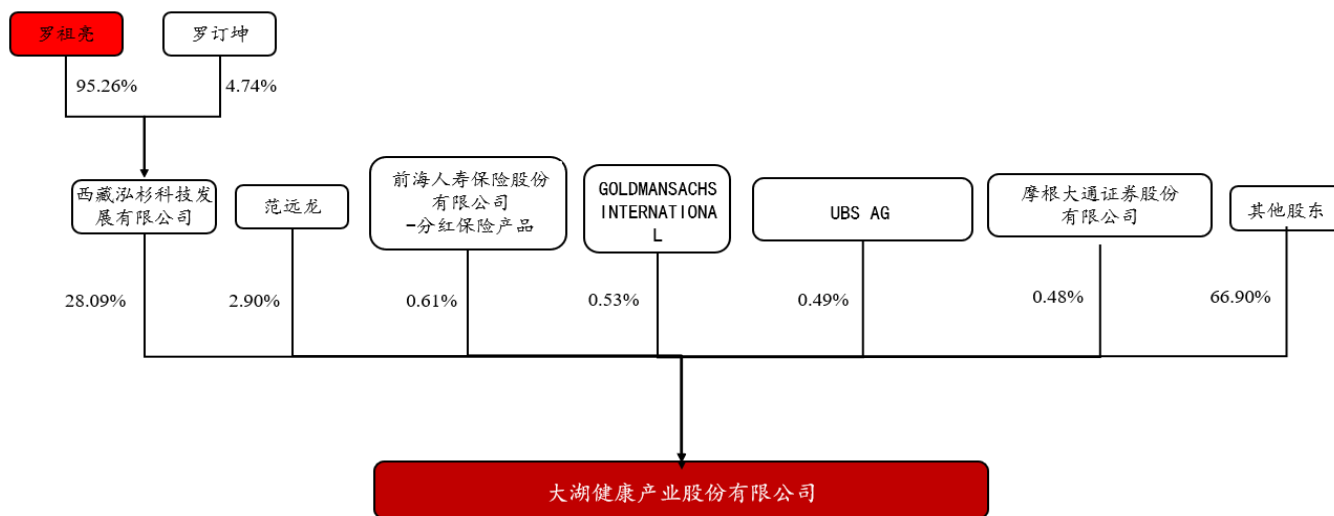


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.3 股权结构稳定，智能康复外延布局仍待验证

公司控股股东为西藏泓杉科技发展有限公司。截至 2026 年一季度末，西藏泓杉持有公司 1.35 亿股，持股比例为 28.09%，为公司第一大股东。2025 年 1 月至 9 月，控股股东西藏泓杉使用专项贷款资金和自有资金合计 1.5 亿元，累计增持公司股份 3057.17 万股，持股比例由 21.7421% 提升至 28.0949%，体现其对公司长期发展的支持。

图 5：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

在外延布局方面，公司及子公司东方华康于 2026 年 1 月通过股权收购及增资方式布局嘉兴智康，切入康复机器人、脑机接口及可穿戴外骨骼等方向。本次交易完成后，公司直接持有嘉兴智康 42% 股权，东方华康直接持有 10% 股权。考虑公司旗下康复护理机构具备临床验证和应用场景，智能康复业务具备一定协同空间；但嘉兴智康当前业务体量较小，且尚未盈利，对公司收入和利润影响有限。因此，智能康复更适合作为中长期外延观察方向，短期仍不宜作为核心业绩驱动。

图 6：公司布局智能康复业务签约仪式



数据来源：动脉网，西南证券整理

2 行业分析：康复医疗需求扩容，水产预制化升级，智能康复仍处导入期

2.1 康复医疗：老龄化与政策共振，行业需求具备长期支撑

康复医疗是连接急性治疗、功能恢复与长期护理的重要环节，需求主要来自老龄化、慢性病、术后康复、神经康复、骨科康复及长期护理等场景。随着我国人口老龄化程度持续加深，康复、护理和医养结合需求具备较强长期支撑。国家统计局数据显示，截至 2025 年末，我国 60 周岁及以上人口为 3.23 亿人，占总人口比重 23.0%；其中 65 周岁及以上人口为 2.24 亿人，占比 15.9%，老龄人口规模持续扩大。

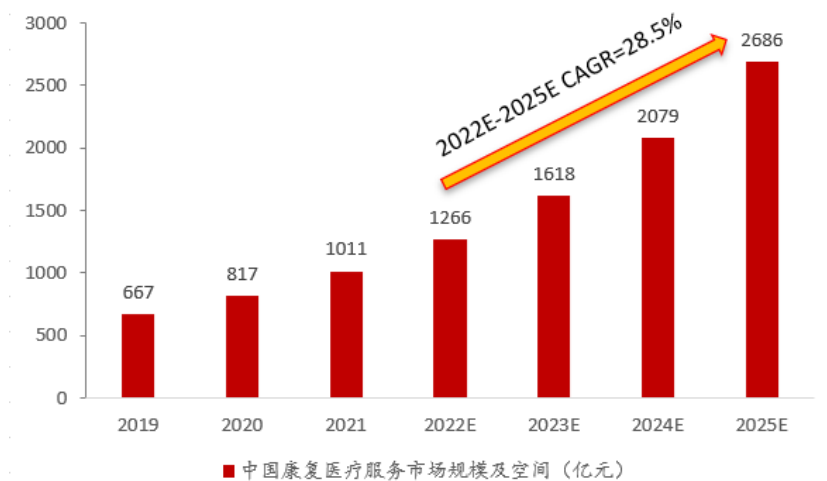
政策层面，康复医疗服务供给持续受到鼓励。2021 年，国家卫健委等多部门发布《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》，明确提出增加提供康复医疗服务的医疗机构和床位数量，推动医疗资源丰富地区部分一级、二级医院转型为康复医院，支持社会力量举办规模化、连锁化康复医疗中心，并鼓励基层医疗机构根据需要设置康复医疗床位。这一政策方向意味着，康复医疗并非单纯依靠公立医院增设科室，而是具备社会办医参与和区域连锁化发展的空间。

从市场规模看，康复医疗服务仍处于扩容阶段。艾瑞咨询数据显示，2021 年我国康复医疗服务行业市场规模约 1011 亿元；2022E-2025E 市场规模预计由 1266 亿元增长至 2686 亿元，对应 CAGR 约 28.5%。需求端老龄化、政策端供给扩容、支付端医保和长护险探索共同推动行业成长。

对大湖股份而言，公司康复护理医疗业务与行业趋势匹配度较高。公司旗下医疗机构主要集中在长三角地区，医疗服务项目以康复护理为主，包括神经康复、骨与关节康复、老年康复、心肺康复、儿童康复、基础生活护理、临终关怀等；公司旗下 6 家康复护理医院已纳入当地医保定点单位，住院服务为主要收入来源，医疗费用结算以医保结算为主。因此，公司康复医疗板块的核心不在于单纯机构数量扩张，而在于床位使用率、住院人次、医保支付稳定性和单院盈利能力的持续改善。

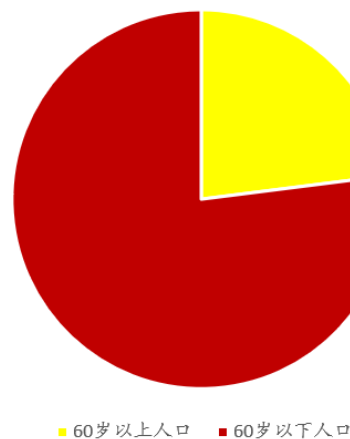
整体来看，康复医疗是大湖股份当前最值得重点分析的行业主线。行业空间具备长期支撑，但区域康复护理机构的经营质量仍取决于床位使用率、住院人次、医保支付稳定性、医疗服务质量及单院盈利能力。对于公司而言，后续应重点关注康复护理机构运营效率提升及盈利修复的持续性。

图 7：中国康复医疗服务市场规模及预测



数据来源：艾瑞咨询《中国康复医疗行业研究报告》，西南证券整理

图 8：中国 60 岁以上人口占比（截至 2025 年末）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.2 水产加工与预制菜：市场空间持续扩容，但竞争壁垒仍需验证

水产加工是公司传统水产业务向标准化、预制化和渠道化升级的重要方向。我国水产品供给基础较大，根据农业农村部《2024 年全国渔业经济统计公报》，2024 年全国水产品总产量 7357.59 万吨，同比增长 3.39%；截至 2024 年底，全国水产加工企业 9581 个，水产冷库 9737 座，水产加工品总量 2253.76 万吨，同比增长 2.47%。从行业属性看，水产加工本身是规模较大的成熟产业，但整体增速并不高，更多体现为供应链效率、产品标准化、冷链能力和渠道管理能力的竞争。

预制菜则为水产加工提供了结构升级方向。艾媒咨询数据显示，2019 年中国水产预制菜行业市场规模为 648 亿元，2022 年提升至 1047 亿元，2023 年达 1237 亿元，2024 年增长至 1595 亿元，同比+28.94%；2025 年市场规模突破 2000 亿元，预计 2026 年将达到 2576 亿元。水产预制菜增长主要来自餐饮端降本增效需求、家庭端便捷化消费需求，以及冷链物流体系完善带来的跨区域销售能力提升。

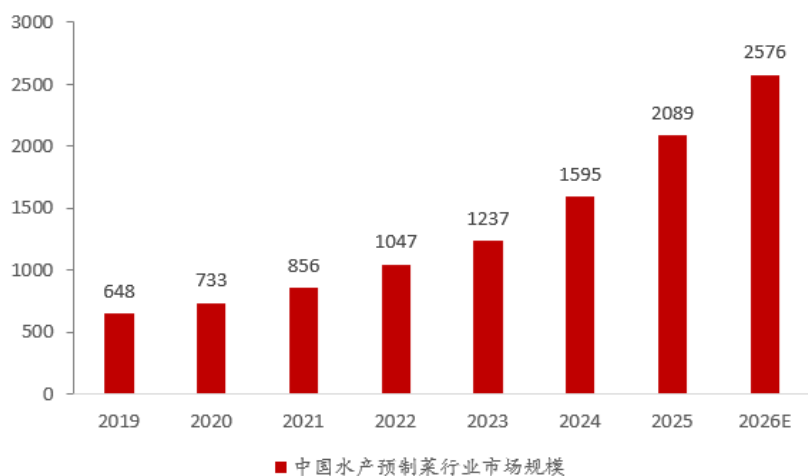
冷链物流是水产预制菜规模化发展的底层基础。国务院办公厅发布的《“十四五”冷链物流发展规划》指出，2020 年我国冷链物流市场规模超过 3800 亿元，冷库库容近 1.8 亿立方米，冷藏车保有量约 28.7 万辆；规划同时将水产品纳入冷链物流“6+1”重点品类，并提出到 2025 年水产品产地低温处理率达到 85%。这意味着水产预制品企业的竞争不只是产品口味和 SKU 数量，更取决于原料稳定性、冷链配送、库存周转和渠道复购。

监管层面，预制菜行业正在从概念扩张走向规范发展。2024 年，市场监管总局等六部门发布《关于加强预制菜食品安全监管 促进产业高质量发展的通知》，首次在国家层面明确预制菜定义，强调预制菜“不添加防腐剂”，并提出加强生产许可管理、提高准入门槛、强化监督抽检和冷链物流标准建设。对行业而言，这有利于推动中小企业出清，提高具备规范生产、冷链交付和食品安全体系企业的竞争优势。

对大湖股份而言，公司水产品加工业务主要包括冰鲜鱼类、冰冻鱼类、冰冻小龙虾系列、冰冻鱼头/鱼片系列、冰冻白对虾系列等，主要供应 B 端消费市场。公司未来计划在立足水产品加工业务基础上，继续完善深加工产业链，发力冰鲜冻鲜水产品加工业务，并逐步提升山姆、华润万家、天虹等商超渠道，以及社区团购、抖音、天猫、京东等线上渠道的市场份额。

整体来看，水产加工与预制菜可作为公司传统水产业务升级的辅助主线，但行业竞争较为分散，产品壁垒和品牌壁垒仍需验证。该板块后续应重点关注：**重点 SKU 放量持续性、B 端客户复购率、商超及线上渠道效率、库存周转、毛利率稳定性和食品安全管控能力。**

图 9：中国水产预制菜市场规模及预测（单位：亿元）



数据来源：艾媒咨询，西南证券整理

2.3 水面放养与区域白酒：传统业务属性较强，更多承担经营底盘作用

水面放养业务属于公司传统资源型业务，核心依赖水域资源、养殖周期、自然环境和渠道销售能力。我国淡水养殖规模较大，但行业整体偏成熟，增速更多体现为平稳增长而非高弹性扩张。农业农村部数据显示，2024 年全国淡水养殖面积 5327.82 千公顷，同比下降 1.51%；其中湖泊养殖面积 807.77 千公顷，水库养殖面积 1605.62 千公顷，分别同比下降 2.60% 和 2.92%。水面资源型业务具备一定生态价值和品质差异化基础，但收入弹性和利润弹性相对有限。

公司传统水面放养业务依托“两湖两库”等大水面资源，具备一定生态养殖和品牌资源基础。但从行业属性看，水面放养仍偏农业资源型业务，受水域资源、养殖周期、自然环境、消费认知和渠道能力影响较大，收入弹性和利润弹性相对有限。公司自身也在年报中指出，大湖鱼属于天然养殖，肉质鲜美、健康环保，但产量较低，消费者对大湖鱼品质认识仍需过程，尚未完全实现品质溢价与差异化竞争。

白酒业务方面，公司拥有“德山”区域品牌，但区域酒企在当前白酒行业中面临较大竞争压力。公司年报提示，白酒行业市场竞争激烈，行业集中度不断提高，市场分化明显，名优酒企强者恒强趋势加速，公司白酒产品属于区域品牌，面临被全国性名酒挤压市场的风险。因此，白酒业务更适合作为公司区域消费品底盘和利润补充，不宜作为核心成长主线展开过多。

整体来看，水面放养与白酒业务更多承担公司传统经营底盘作用。前者关注生态养殖资源、产品品质认知和渠道建设；后者关注区域品牌维护、经销商体系和常德本地市场稳定性。

2.4 康复机器人：政策支持与技术升级共振，但商业化仍处早期

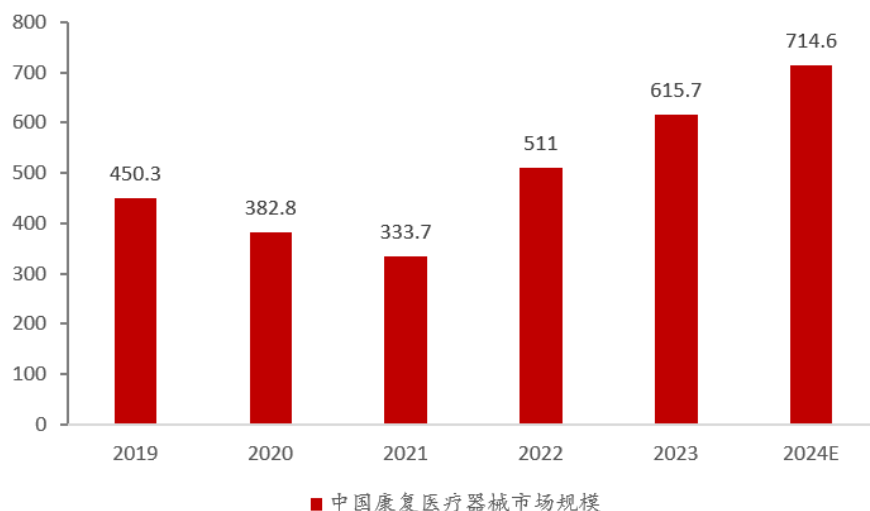
康复机器人属于康复医疗器械与医疗机器人交叉领域，应用场景包括上下肢康复、手功能康复、外骨骼、脑机接口辅助训练、康复评估与训练一体化等。行业长期逻辑在于：一方面，康复医疗需求扩容带动康复设备配置需求提升；另一方面，AI、传感器、运动控制和脑机接口等技术进步，推动康复设备从传统训练器械向智能化、数据化和个性化康复系统升级。

从产业政策看，医疗机器人及康复机器人受到政策支持。上海市《促进医疗机器人产业发展行动方案（2023-2025年）》提出，到2025年上海医疗机器人产业规模达到100亿元，并明确推动上下肢康复机器人、外骨骼机器人、手功能康复机器人深化多模态融合，提高协同康复治疗效能，同时加快研制基于脑机接口技术的康复机器人。

从产业配套看，政策鼓励医疗机器人企业与医疗机构协同创新，推动产品注册、入院应用和示范场景建设。上海市相关行动方案提出，加强医疗机器人企业与医疗机构临床资源有效对接，鼓励医疗机构为优质医疗机器人项目提供临床资源，并开展产品入院应用和应用示范，形成“应用示范—反馈改进—水平提升—辐射推广”的循环。

从市场空间看，康复医疗器械整体市场仍在增长。中商产业研究院数据显示，2022年中国康复医疗器械市场规模511.0亿元，同比增长13.5%，预计2024年市场规模达714.6亿元；从产品结构看，康复医疗器械可按功能划分为康复评定器械、康复训练器械、康复理疗设备、康复教育设备和康复医疗辅具，也可按技术原理划分为电刺激类、磁刺激类、电生理类和康复机器人等。

图 10：中国康复医疗器械 2019-2024 市场规模（单位：亿元）



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

不过，康复机器人仍处于较早期阶段。相比传统康复器械，康复机器人产品需要同时验证临床有效性、产品安全性、医院采购意愿、患者接受度、设备维护成本和商业收费模式。对于大湖股份而言，公司收购嘉兴智康具备一定产业协同逻辑，即公司旗下康复护理机构可提供临床验证、应用示范和产品导入场景，有助于产品迭代和场景落地。但在财务贡献尚未明确前，康复机器人更适合作为中长期外延方向，而非短期核心盈利驱动。

因此，后续应重点跟踪康复机器人产品注册证进展、医院端装机数量、院内导入率、订单金额、租赁或服务收费模式、单机毛利率及售后维护成本。在上述指标未形成明确财务贡献前，建议暂不将康复机器人单独纳入核心盈利预测。

综合来看，大湖股份所处行业并非单一高成长赛道，而是由康复医疗、水产加工与预制菜、传统水面放养、区域白酒和康复机器人共同构成的复合型业务组合。其中，康复医疗具备老龄化、政策供给扩容和医保支付支持，是公司当前最值得重点分析的主线；水产加工与预制菜具备一定市场空间，但行业分散、竞争激烈，更适合作为传统水产业务结构优化方向；水面放养和白酒业务传统属性较强，更多承担经营底盘作用；康复机器人具备想象空间，但当前商业化仍处验证阶段。

因此，本报告建议将大湖股份定位为：“**康复护理业务盈利修复+水产加工结构优化+智能康复外延观察**”的**转型修复型公司**。后续投资价值的验证重点不在于单纯行业空间，而在于公司能否将康复护理机构运营效率、水产预制品复购能力和智能康复产品商业化真正转化为持续收入和利润。

表 1：大湖股份各业务行业属性与核心验证指标

业务板块	当前体量判断	竞争力判断	可持续性判断	关键验证指标
康复医疗	已是公司第一大收入来源	区域化、医保驱动、住院导向，具备一定运营壁垒，但非全国龙头	中性偏积极，取决于床位与同店爬坡是否持续	开放床位、床位使用率、住院人次、床单日收入、医保结算占比、同店收入增速
水产加工与预制菜	仍是第二大收入来源	主要面向 B 端，行业分散，产品壁垒偏弱	中性，取决于爆品和渠道复购	复购率、SKU 动销、渠道覆盖率、客户集中度、毛利率、存货周转
康复机器人/器械	对公司当前利润影响很小	仍处导入期，更多依赖技术与院内场景协同	偏谨慎，需等待商业化落地	注册证数量、装机台数、订单额、租赁收入占比、院内导入率、售后成本率

数据来源：西南证券

3 公司分析：康复护理贡献盈利修复，健康产品结构优化，智能康复仍待验证

3.1 康复护理：长三角机构布局初具规模，精细化管理推动盈利修复

公司康复护理医疗业务主要以子公司东方华康为运营和投资管理平台，通过并购、新设等方式布局实体民营医疗机构，专注投入康复、护理特色专科，打造以东方华康为核心品牌的康复医疗服务体系。公司已实际运营医疗机构 7 家，主要集中在经济较发达的长三角地区，医疗服务项目以康复护理为主，覆盖神经康复、骨与关节康复、老年康复、心肺康复、儿童康复、基础生活护理及临终关怀等方向，服务人群涵盖老年人群、儿童人群、亚健康人群、患者及孕妇等。

从经营模式看，公司旗下 6 家康复护理医院均已纳入当地医保定点单位，运营项目包括门诊诊疗、住院服务等，其中住院服务为主要收入来源，医疗费用结算包含医保和自费两种，并以医保结算为主。公司通过提高医疗服务质量、强化“东方华康”品牌建设、患者亲友口

碑传播、公益义诊及医联体转诊等方式拓展康复护理医疗市场，核心经营指标主要体现为床位使用率、住院人次、医保结算稳定性及单院盈利能力。

2025 年，公司医疗服务实现营业收入约 3.83 亿元，基本与去年持平；更重要的是，医疗板块盈利能力明显改善，整个医疗分部实现净利润 3935.41 万元，同比扭亏为盈。其中，东方华康合并层面实现净利润 7065.31 万元，同比增长 52.08%，旗下杭州两家医院同比减亏 2398.51 万元，主要受益于医院内部科室业务结构调整、临床医护及管理团队优化、人工成本下降以及费用管控加强。

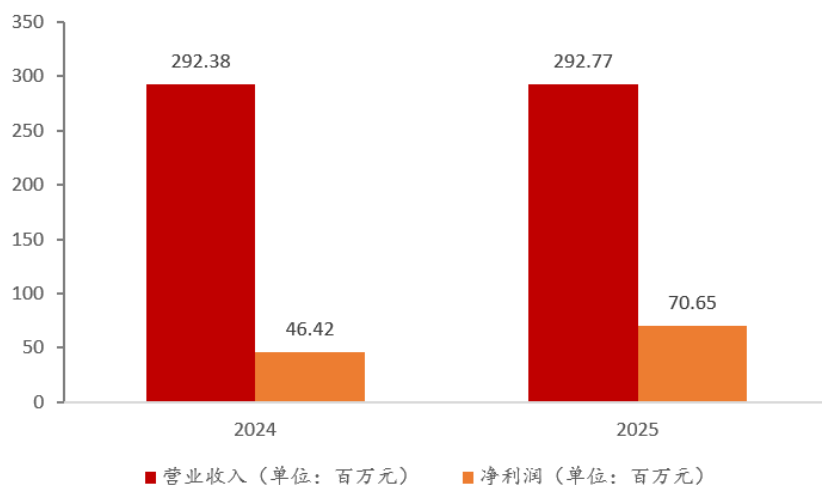
整体来看，康复护理业务是公司当前最核心的利润修复来源，但其逻辑并非收入高增长，而是存量机构经营效率改善和单院盈利能力修复。后续需要重点关注床位使用率提升、医保支付政策稳定性、单院盈利持续性以及区域扩张节奏。若东方华康能够在长三角区域持续提升运营效率，并逐步形成可复制的管理能力，医疗板块有望继续支撑公司盈利修复；但若医保支付、医院管理或床位爬坡不及预期，盈利改善持续性仍需验证。

图 11：公司旗下康复护理医院一览



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司旗下东方华康医疗管理有限公司通过精细化管理使得净利润持续改善



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 健康产品：水产加工推动传统业务升级，预制化单品放量仍需验证

公司健康产品板块主要包括水产品加工、水面放养及白酒业务。其中，水产品加工是公司传统水产业务升级的重要方向。公司水产加工品按照加工工序可分为非即食冷藏品、非即食冷冻品、加热即食调制速冻品，按照储藏温度可分为冰鲜、冰冻两大类，产品体系包括冰鲜鱼类、冰冻鱼类、冰冻小龙虾系列、冰冻鱼头/鱼片系列、冰冻白对虾系列等，主要供应 B 端消费市场。

从生产和渠道体系看，公司投入用地面积近 4.67 公顷的大型产业园用于水产品生产加工，水产品加工业务已形成集研发、采购、加工、销售为一体的供应链运营模式。公司加工业务包括自主加工和委托加工两种模式，目前生产车间配置椒盐脆脆虾、花雕醉蟹 2 条自主生产线，并配套冷库、急冻库等仓储设施。渠道端，公司构建了涵盖商超、社区团购、前置仓、酒店餐饮及冰冻分销等多种渠道融合的销售模式，逐步扩大产品市场份额。

2025 年，公司水产加工业务持续向预制化、标准化方向延伸。在推出冰冻泰式咖喱虾后，公司于 2025 年 12 月推出白对虾系列新品冰冻椒盐脆脆虾，上市 1 个月实现 561.52 万元销售额，成为公司新的核心竞争单品之一。此外，公司陆续推出冰冻泰式咖喱虾、椒盐脆脆虾等产品，提升了产品丰富度，进一步增强公司竞争力。

水面放养方面，公司依托“两湖两库”优质水域资源，沿用“人放天养、不投饵料”的绿色生态养殖方式，并围绕阳澄湖大闸蟹业务加大线上线下营销投入；白酒业务方面，公司围绕“德山”品牌，通过“酿酒生产+工业旅游”的新业态模式，深化消费者场景体验，夯实常德区域市场份额。

整体来看，健康产品板块承担公司传统业务结构优化功能，其中水产加工和预制化产品是主要升级方向，但该板块当前仍面临行业竞争激烈、产品复购不确定、渠道效率及毛利率稳定性有待验证等问题。相比康复护理业务，健康产品短期更适合作为公司收入结构优化和

经营底盘支撑，不宜作为核心高成长逻辑过度展开。后续重点观察椒盐脆脆虾、小龙虾等重点 SKU 的放量持续性、B 端客户复购率、商超及线上渠道拓展效率，以及水产加工业务毛利率改善情况。

图 13：公司旗下水产加工业务产品一览



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 2：公司水产加工及预制化产品正积极打开市场

产品类别	代表产品	业务意义
冰鲜/冰冻鱼类	冰鲜鱼、冰冻鱼	传统水产加工基础品类
小龙虾系列	冰冻小龙虾等	成熟加工单品，贡献销售规模
鱼头/鱼片系列	冰冻鱼头、鱼片	餐饮端标准化供应
白对虾系列	泰式咖喱虾、椒盐脆脆虾	预制化新品方向

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 智能康复：收购嘉兴智康提供外延方向，商业化贡献仍待观察

在康复护理主业基础上，公司通过收购及增资嘉兴智康切入智能康复设备方向。2026 年 1 月，公司及子公司东方华康与嘉兴智康签署股权收购及增资协议，公司以 800 万元收购嘉兴智康 40% 股权，随后与东方华康共同向嘉兴智康增资 500 万元。本次交易完成后，公司最终直接持有嘉兴智康 42% 股权，子公司东方华康直接持有嘉兴智康 10% 股权，实现对嘉兴智康的战略控股。

从业务方向看，嘉兴智康孵化于上海机器人产业技术研究院，聚焦康复机器人、脑机接口、可穿戴外骨骼等方向。目前，嘉兴智康已研发医疗版、机构专业版和个人妙手版三款上肢康复机器人产品，其中医疗版已获批二类医疗器械注册证，可实现评估、训练、报告等功能，并提供多种训练动作和训练游戏场景；个人妙手版已入选《上海市康复辅助器具社区租赁服务目录》。

从协同角度看，嘉兴智康与公司现有康复护理医疗业务具备一定场景协同。一方面，公司旗下康复护理机构可以作为智能康复设备的临床验证、示范应用和产品导入场景，帮助产品在真实康复服务过程中进行迭代；另一方面，若产品后续形成稳定院内应用或社区居家租赁模式，有望丰富公司康复护理服务内容，提升康复服务标准化和智能化水平。

但需要注意的是，嘉兴智康当前仍处商业化早期，短期财务贡献有限。公司年报披露，嘉兴智康 2024 年、2025 年 1-10 月营业收入占公司 2024 年营业收入比例仅分别为 0.09%、0.07%；2024 年、2025 年 1-10 月归母净利润绝对值占公司 2024 年归母净利润比例也仅分别为 1.57%、1.46%。公司同时明确表示，嘉兴智康目前尚未盈利，对公司营业收入和净利润影响较小。

因此，智能康复业务更适合作为公司康复护理板块的中长期外延方向，而非短期核心业绩驱动。本报告暂不将康复机器人业务作为盈利预测的核心假设，后续主要跟踪产品注册证进展、医院端装机数量、院内导入率、订单金额、租赁或服务收费模式及盈利贡献情况。若嘉兴智康后续能够依托公司医疗机构场景完成产品验证，并实现从示范应用到规模化订单的转化，则有望为公司提供一定远期弹性；但在商业化路径未充分验证前，仍需保持审慎判断。

表 3：公司旗下嘉兴智康上肢康复机器人产品、定位及进展

产品	定位	进展
医疗版	医院/康复机构场景	已获批二类医疗器械注册证
机构专业版	专业康复机构场景	用于机构端康复训练
个人妙手版	社区/居家场景	已入选上海市康复辅助器具社区租赁服务目录

数据来源：公司公告，智康机器人微信公众号，西南证券整理

综合来看，公司当前正在由传统水产企业向“健康医疗+健康产品”方向转型，业务结构已发生一定变化。康复护理业务是当前盈利修复的核心，主要逻辑在于东方华康运营效率改善及单院盈利能力提升；水产加工是传统业务升级方向，预制化单品放量有助于改善健康产品结构，但行业竞争和复购能力仍需验证；智能康复则提供一定外延想象空间，但当前体量较小、尚未盈利，短期不宜作为核心业绩来源。

因此，公司更适合被定位为转型修复型公司。后续投资价值验证重点在于：一是康复护理板块盈利修复能否持续；二是水产加工业务能否通过重点 SKU 放量和渠道优化改善收入结构与毛利率；三是嘉兴智康能否实现产品商业化落地并形成可量化订单。在上述关键变量明确兑现前，公司仍需以审慎修复逻辑进行跟踪。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

基于公司当前业务结构、健康医疗及健康产品转型进展，以及各业务分部经营特征，我们对 2026–2028 年收入与盈利能力作出如下假设。整体来看，公司当前仍处于传统水产业务向“健康医疗+健康产品”转型的过程中，康复护理医疗业务是盈利修复核心，水产加工与预制化产品是传统业务升级方向，酒业及其他业务更多承担经营底盘和利润补充功能。考虑嘉兴智康当前业务体量较小、商业化仍处早期，本次盈利预测暂不单独纳入康复机器人业务收入及利润贡献，仅将其作为公司康复医疗业务的中长期外延观察方向。

根据公司年报分部口径，公司经营分部主要包括水产分部、酒业分部、医疗分部、其他分部及业务总部。其中，水产分部主要经营鲜活水产品以及冰鲜、冰冻水产品；酒业分部主要经营制酒酿造和销售产业链；医疗分部主要经营患者护理、康复业务；其他分部主要包括珍珠饰品、保健品销售等业务。

关键假设：

假设 1：水产业务稳步修复，预制化产品推动结构优化

公司水产业务主要包括水产品加工及水面放养业务。其中，水产品加工是公司传统水产业务向标准化、预制化升级的重要方向，产品包括冰鲜鱼类、冰冻鱼类、冰冻小龙虾系列、冰冻鱼头/鱼片系列、冰冻白对虾系列等，主要供应 B 端消费市场；水面放养业务则依托“两湖两库”优质大水面资源，采用绿色生态养殖模式进行经营。公司 2025 年水产业务收入同比下降，主要受传统水产消费、渠道及业务结构调整影响；展望后续，随着水产加工新品推广、重点 SKU 放量及渠道体系完善，水产业务收入有望逐步修复。基于此，我们预计 2026–2028 年，水产业务收入同比增速为 4.0%、6.5% 和 8.5%，对应收入分别为 4.59 亿元、4.89 亿元和 5.30 亿元；毛利率分别为 13.5%、15.0% 和 18.0%。其中，2026 年毛利率阶段性承压主要考虑新品推广、渠道拓展及业务结构调整影响；2027–2028 年随着重点产品放量和经营效率改善，毛利率有望逐步修复。

假设 2：医疗分部贡献利润修复，精细化管理推动盈利能力改善

公司医疗分部主要以东方华康为运营和投资管理平台，聚焦康复、护理和医养服务，旗下医疗机构主要集中于长三角地区。2025 年公司医疗服务收入约 3.83 亿元，基本与去年持平；医疗分部实现净利润 3935.41 万元，同比扭亏为盈，其中东方华康合并层面实现净利润 7065.31 万元，同比+52.08%，主要受益于医院科室结构调整、临床医护及管理团队优化、人工成本下降和费用管控改善。

展望后续，康复护理需求具备长期支撑，公司医疗板块增长主要来自床位使用率提升、单院运营效率改善及区域医疗机构经营修复。基于审慎原则，我们预计 2026–2028 年，医疗分部收入同比增速为 5.0%、9.0% 和 14.7%，对应收入分别为 4.10 亿元、4.47 亿元和 5.12 亿元；毛利率分别为 33.0%、33.5% 和 35.0%，整体呈温和改善趋势。

假设 3：酒业保持区域稳健经营，毛利率维持较高水平

公司酒业分部主要经营“德山”系列白酒产品，业务采用“采购—酿制生产—销售”的传统运营模式，销售端以经销商模式为主，主要聚焦区域市场。德山酒业具备一定区域品牌

基础和较高毛利率特征，但在白酒行业集中度提升、名优酒企竞争加剧背景下，公司酒业业务更适合作为利润补充，而非核心成长来源。基于此，我们预计 2026-2028 年酒业收入同比增速为 2.0%、3.0%和 4.0%，对应收入分别为 0.82 亿元、0.85 亿元和 0.88 亿元；毛利率分别为 60.0%、60.5%和 61.0%，整体保持稳定。

假设 4：业务总部、其他分部及分部抵消按平稳口径处理

基于上述假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入与成本如下表所示：

表 4：分业务收入、增速、营业成本及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	920.0	958.8	1028.1	1138.7
	增速	-11.9%	4.2%	7.2%	10.8%
	营业成本	666.6	710.8	752.3	808.4
	毛利率	27.6%	25.9%	26.8%	29.0%
水产业务	营业收入	441.3	459.0	488.8	530.3
	增速	-18.9%	4.0%	6.5%	8.5%
	营业成本	368.9	397.0	415.5	434.9
	毛利率	16.4%	13.5%	15.0%	18.0%
医疗分部	营业收入	390.2	409.7	446.5	512.2
	增速	0.03%	5.00%	9.00%	14.70%
	营业成本	259.9	274.5	296.9	332.9
	毛利率	33.4%	33.0%	33.5%	35.0%
酒业	营业收入	80.6	82.2	84.7	88.0
	增速	-22.7%	2.0%	3.0%	4.0%
	营业成本	32.6	32.9	33.4	34.3
	毛利率	59.6%	60.0%	60.5%	61.0%
业务总部	营业收入	4.7	4.8	4.8	4.9
	增速	-9.1%	1.0%	1.5%	1.7%
	营业成本	3.3	3.1	3.0	2.9
	毛利率	30.6%	35.0%	37.0%	40.0%
其他分部	营业收入	4.3	4.6	4.8	5.0
	增速	69.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	2.7	3.2	3.3	3.5
	毛利率	36.9%	30.0%	30.0%	30.0%
分部抵消	营业收入	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
	增速	-26.4%	1.0%	1.5%	2.0%
	营业成本	-0.8	-1.0	-1.0	-1.0
	毛利率	19.3%	7.0%	9.0%	10.0%

注：由于公司业务横跨水产加工、水面放养、康复护理医疗、白酒及其他零星业务，分部口径较为复杂，本次预测参考公司年报分部披露口径进行拆分。其中，水产分部主要包括鲜活水产品、冰鲜冰冻水产品，医疗分部主要包括康复护理服务，酒业分部主要包括白酒酿造及销售，其他分部主要包括珍珠饰品、保健品销售等业务；分部抵消主要为内部交易抵消的会计处理。数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

考虑到公司业务横跨康复护理医疗、水产加工、水面放养、白酒及智能康复等多个板块，理论上可采用分部估值作为辅助验证。若进行分部估值，较合理的拆分方式是将公司划分为“康复护理医疗业务”和“传统健康产品业务”两类，其中传统健康产品业务包括水产品加工、水面放养、白酒及其他零星业务。但从当前披露口径看，公司主要披露各分部收入、成本及毛利率，期间费用、税率、少数股东权益等项目尚未形成完整、稳定的分部拆分口径；同时，传统健康产品内部涵盖水产加工、水面放养、白酒等不同业务，商业模式和盈利能力差异较大，较难选取纯正可比公司进行独立估值。若强行采用分部估值，需要对费用分摊、税率、少数股东权益及估值倍数进行较多主观假设，估值结果不确定性较高。

此外，嘉兴智康当前业务体量较小且尚未盈利，短期对公司收入和利润影响有限，不适合作为独立估值分部。基于审慎原则，本报告暂不采用正式 SOTP 分部估值，而以 PE 相对估值作为主要估值方法，并通过分业务盈利预测反映各板块收入、成本及毛利率变化。

考虑公司当前正由传统水产养殖企业向“健康医疗+健康产品”转型，我们主要从“康复医疗服务属性、康复设备外延方向、农牧食品加工属性及转型修复阶段”几个维度选取可比公司，最终选取翔宇医疗、三博脑科、新希望和圣农发展作为估值参考标的。

其中，翔宇医疗主要从事康复医疗器械及康复设备业务，与公司收购嘉兴智康后布局智能康复设备方向具备一定相关性，可作为康复设备外延方向参考；三博脑科为专科医疗服务企业，与公司康复护理医疗业务在医疗服务运营属性上具备一定可比性；新希望和圣农发展分别为农牧食品及肉禽加工龙头，虽与公司水产加工业务在具体品类和规模上存在差异，但均具备农业食品加工、供应链管理及消费渠道属性，可作为公司传统健康产品板块的估值参考。

表 5：可比公司 PE 估值（股价截至 2026 年 6 月 16 日）

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
688626.SH	翔宇医疗	78.66	49.16	0.49	0.61	0.75	0.90	123.85	80.97	65.06	54.73
301293.SZ	三博脑科	111.54	54.15	0.41	0.31	0.54	0.77	144.32	177.15	100.65	70.75
000876.SZ	新希望	296.28	6.52	-0.40	0.01	0.51	0.43	-23.27	750.08	12.86	15.29
002299.SZ	圣农发展	200.02	16.09	1.11	1.05	1.38	1.60	14.90	15.70	11.92	10.26
	平均值							94.36	255.98	47.62	37.76
600257.SH	大湖股份	23.82	4.95	0.01	0.03	0.06	0.08	470	162	82	61

数据来源：Wind，西南证券整理

从估值水平看，截至 2026 年 6 月 16 日，可比公司 2026–2028 年平均 PE 分别为 255.98 倍、47.62 倍和 37.76 倍；大湖股份对应 2026–2028 年 PE 分别为 162 倍、82 倍和 61 倍。其中，2026 年可比公司平均 PE 受新希望低盈利基数影响明显抬升，可比均值阶段性失真；若从 2027–2028 年估值看，大湖股份 PE 仍高于可比公司平均水平。若从 2025 年估值看，公司 2025A 年 PE 为 470 倍，显著高于可比公司 2025 年平均 PE 94.36 倍，主要原因在于公司刚实现扭亏，2025 年归母净利润基数较低，导致 PE 估值被显著放大。

需要说明的是，公司 PE 下降主要来自盈利低基数修复，而非估值中枢显著抬升。根据我们的预测，公司 2026–2028 年 EPS 分别为 0.03 元、0.06 元和 0.08 元，对应 PE 由 162 倍下降至 82 倍和 61 倍，体现出利润修复带来的估值消化过程。但与翔宇医疗、三博脑科等医疗服务及康复设备相关标的相比，公司医疗业务纯度仍较低，水产、白酒等传统业务仍占一定比例；与新希望、圣农发展等农牧食品龙头相比，公司收入规模、渠道能力和盈利能力仍存在明显差距。因此，公司估值不宜简单对标高纯度医疗服务企业或成熟农牧食品龙头，后续估值消化仍需依赖康复护理业务盈利修复、水产加工毛利率改善及智能康复商业化验证。

我们认为，公司估值应同时考虑修复弹性与业务不确定性。一方面，公司康复护理医疗业务已经成为盈利修复核心，东方华康盈利能力改善带动公司整体利润修复；水产加工业务向预制化和标准化方向升级，重点单品放量有望改善传统业务结构。另一方面，公司当前盈利基数仍低，扣非盈利能力、医疗业务持续性、水产加工毛利率改善及智能康复商业化均需进一步验证。因此，当前较高 PE 更多反映公司处于利润修复初期，而非公司已形成高质量成长估值体系。

综合来看，公司当前估值的核心矛盾不在于传统水产业务本身，而在于市场是否愿意给予其“康复护理医疗+健康产品转型修复”的估值定价。若公司康复护理医疗业务盈利改善持续、水产加工重点 SKU 稳定放量，则公司 PE 有望随着利润释放逐步消化；若医疗业务修复不及预期，或水产、白酒等传统业务继续承压，则当前估值仍存在回落压力。考虑公司 2026–2028 年 PE 仍高于可比公司平均水平，且业务协同和盈利质量仍待验证，审慎起见，首次覆盖给予“持有”评级。

5 风险提示

1) 康复护理医疗业务盈利修复不及预期风险：公司当前盈利修复主要依赖康复护理医疗板块，若旗下医疗机构床位使用率提升不及预期、住院人次增长放缓、医保支付政策发生变化，或医院运营管理改善效果低于预期，可能导致医疗板块盈利修复持续性不及预期。

2) 水产加工及预制化产品放量不及预期风险：公司正推动传统水产业务向水产品加工及预制化方向升级，若重点 SKU 市场接受度、渠道拓展效果或客户复购率不及预期，或水产原材料价格波动、冷链及库存管理压力加大，可能对公司健康产品板块收入增长及毛利率改善形成影响。

3) 传统水产及白酒业务持续承压风险：公司水面放养业务受自然环境、养殖周期、消费需求及产品溢价能力影响较大；白酒业务则面临区域品牌竞争加剧及全国名酒渠道下沉压力。若传统业务需求持续走弱，可能对公司收入规模和盈利稳定性形成拖累。

4) 智能康复业务商业化不及预期风险：公司通过收购嘉兴智康切入康复机器人、脑机接口及可穿戴外骨骼等方向，但相关业务当前仍处商业化早期，收入和利润贡献较小。若产品注册、医院端导入、订单获取或商业模式验证不及预期，可能导致智能康复业务难以形成有效业绩增量。

5) 转型协同及盈利质量不及预期风险：公司当前业务横跨康复护理医疗、水产加工、水面放养、白酒及智能康复等多个板块，业务协同仍需持续验证。若公司在转型过程中管理费用、销售费用投入增加，而收入增长及利润兑现不及预期，可能导致盈利能力修复节奏低于预期。

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	920.04	959.07	1028.52	1139.39	净利润	33.33	27.97	65.13	114.46
营业成本	666.56	709.64	751.27	807.60	折旧与摊销	47.91	55.34	55.79	56.51
营业税金及附加	19.30	21.55	22.76	25.02	财务费用	32.56	36.65	33.23	32.89
销售费用	41.96	44.23	46.63	51.30	资产减值损失	-2.02	-14.60	3.00	5.00
管理费用	115.13	116.14	125.96	139.53	经营营运资本变动	116.82	-67.05	-37.02	-36.81
研发费用	0.75	1.90	1.60	1.00	其他	-10.60	21.46	-6.56	-6.87
财务费用	32.56	36.65	33.23	32.89	经营活动现金流净额	217.99	59.78	113.57	165.18
资产减值损失	-2.02	-14.60	3.00	5.00	资本支出	9.52	14.29	11.81	12.08
投资收益	-0.47	-2.46	-1.46	-1.96	其他	-16.14	8.31	8.18	7.48
公允价值变动损益	7.55	4.02	4.65	4.92	投资活动现金流净额	-6.62	22.60	19.98	19.56
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	13.93	-16.55	3.48	-1.74
营业利润	62.61	25.41	67.77	108.51	长期借款	-24.02	-34.34	-43.02	-33.79
其他非经营损益	-1.85	-2.87	-3.28	-3.21	股权融资	-0.12	-1.42	-0.77	-1.10
利润总额	60.76	22.54	64.48	105.30	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	27.44	-5.43	-0.65	-9.17	其他	-70.61	-47.53	-34.87	-38.28
净利润	33.33	27.97	65.13	114.46	筹资活动现金流净额	-80.81	-99.85	-75.18	-74.91
少数股东损益	28.26	13.29	36.00	75.11	现金流量净额	130.56	-17.48	58.37	109.83
归属母公司股东净利润	5.07	14.68	29.14	39.35					
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	321.64	106.57	161.46	273.03	成长能力				
应收和预付款项	114.51	125.28	135.90	148.73	销售收入增长率	-11.92%	4.24%	7.24%	10.78%
存货	421.98	431.96	463.44	496.03	营业利润增长率	423.18%	-59.42%	166.70%	60.12%
其他流动资产	49.49	45.23	46.62	46.65	净利润增长率	154.74%	-16.07%	132.86%	75.74%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	120.57%	-17.95%	33.54%	26.23%
投资性房地产	89.62	90.32	91.24	90.99	获利能力				
固定资产和在建工程	135.24	217.82	299.95	381.37	毛利率	27.55%	26.01%	26.96%	29.12%
无形资产和开发支出	234.89	209.31	183.72	158.14	三费率	20.61%	20.54%	20.01%	19.64%
其他非流动资产	483.92	468.37	448.83	432.65	净利率	3.62%	2.92%	6.33%	10.05%
资产总计	1851.28	1823.50	1895.28	2012.77	ROE	3.37%	2.75%	6.01%	9.55%
短期借款	214.15	207.18	210.66	208.92	ROA	1.80%	1.65%	3.56%	5.65%
应付和预收款项	88.49	89.14	95.26	104.22	ROIC	8.01%	11.47%	12.96%	17.21%
长期借款	44.48	44.48	44.48	44.48	EBITDA/销售收入	15.55%	12.24%	15.24%	17.37%
其他负债	513.98	464.31	461.36	457.17	营运能力				
负债合计	861.10	805.12	811.76	814.79	总资产周转率	0.50	0.54	0.58	0.59
股本	481.24	481.24	481.24	481.24	固定资产周转率	6.54	7.43	8.66	10.12
资本公积	574.31	574.31	574.31	574.31	应收账款周转率	6.75	8.28	7.98	8.17
留存收益	-252.74	-238.06	-208.93	-169.57	存货周转率	1.53	1.66	1.68	1.68
归属母公司股东权益	802.57	817.49	846.62	885.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	1.10	—	—	—
少数股东权益	187.61	200.90	236.90	312.01	资本结构				
股东权益合计	990.18	1018.39	1083.52	1197.98	资产负债率	0.47	0.48	0.44	0.40
负债和股东权益合计	1851.28	1823.50	1895.28	2012.77	带息债务/总负债	0.30	0.31	0.31	0.31
					流动比率	1.96	1.71	1.90	2.23
					速动比率	1.05	0.67	0.81	1.08
					股利支付率	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	143.08	117.40	156.78	197.91	每股收益	0.01	0.03	0.06	0.08
PE	470.28	162.30	81.76	60.53	每股净资产	1.67	1.70	1.76	1.84
PB	2.97	2.91	2.81	2.69	每股经营现金	0.45	0.12	0.24	0.34
PS	2.59	2.48	2.32	2.09	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	12.08	16.52	12.07	9.01					
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00					

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	yflyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wywf@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
北京	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@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
	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	lzt@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn