下载日志已记录，仅供内部参考

}

骑士乳业（920786.BJ）

优于大市

2026中报点评：乳业经营稳健，糖业扭亏为盈，H1扣非归母净利润同比增长约70%

核心观点

糖业扭亏为盈，H1归母净利润同比增长约140%。公司2026H1实现营业收入6.20亿元，同比-7.10%，收入下降主要原因系报告期内代加工奶粉业务收入同比减少；实现归母净利润3927.55万元，同比+139.91%，扣非归母净利润3499.12万元，同比+67.49%。净利润改善明显主要得益于糖业板块生产成本下降，由亏转盈（2025H1糖业亏损约3100万元，2026H1糖业实现盈利150余万元）。

牧业经营稳健，售牛收入同比大幅增加。公司生鲜乳2026H1实现收入2.52亿元，同比-0.46%，毛利率17.62%，同比-5.02pct，主要受原奶价格短期低迷影响；液态奶实现收入1.25亿元，同比-7.17%，毛利率14.66%，同比+4.43pct；售牛收入因集中批量淘汰牛只同比+291.67%，毛利率改善明显。2026H1公司牛群保持稳定，期末奶牛总存栏约2.3+万头，同比增加约1000头，其中成母牛存栏1.3万头，同比基本持平。

糖业生产优化，成本改善，盈利同比回升。公司糖业相比2025年同期，不存在跨期生产，销售白砂糖均为2025Q4生产，制糖原料甜菜未受冻化影响，工艺损失少，单吨白砂糖材料成本同比大幅下降，盈利改善明显。其中白砂糖实现收入1.09亿元，同比+6.41%，毛利率7.47%，同比+33.16pct。

业务成本下降，费用率优化，盈利能力明显改善。公司2026H1销售毛利率15.47%，同比+1.51pct，销售净利率6.55%，同比+5.43pct，主要得益于白砂糖生产成本改善和费用优化。具体来看，公司2026H1销售费用率0.59%（同比-0.30pct）、管理费用率5.03%（同比-0.68pct）、财务费用率3.01%(同比-0.44pct),三项费用率合计8.63%,同比-1.42pct。其中销售费用下降原因主要系办公、咨询、服务等费用及物料报废减少；财务费用下降受益于借款规模缩减。

风险提示：养殖疫病风险；极端天气风险；饲料原料价格大幅波动风险等。

投资建议：国内奶牛存栏正加速去化，原奶价格后续有望回暖，且牛肉价格有望在供需缺口放大过程中加速上行，公司牧业板块有望充分受益行业景气改善；另外国内外糖价景气正重回上行趋势，公司糖业板块或受益。我们预测公司2026-2028年归母净利润为1.0/1.4/1.5亿元，对应2026-2028年每股收益分别为0.5/0.7/0.7元。综合多方面估值，我们认为公司股票合理估值区间在9.46-10.78元之间，相对于公司目前股价有约20-30%溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,297	1,319	1,447	1,611	1,757
(+/-%)	3.2%	1.7%	9.7%	11.3%	9.1%
归母净利润(百万元)	-8	49	102	139	152
(+/-%)	-108.2%	-737.0%	107.3%	36.7%	9.2%
每股收益（元）	-0.04	0.23	0.49	0.66	0.73
EBIT Margin	8.5%	7.9%	9.1%	10.8%	10.5%
净资产收益率（ROE）	-1.0%	6.5%	12.3%	15.2%	15.0%
市盈率（PE）	-224.4	35.2	17.0	12.4	11.4
EV/EBITDA	15.0	13.9	14.3	12.3	12.0
市净率（PB）	2.26	2.27	2.09	1.89	1.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·养殖业

证券分析师：鲁家瑞
021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
S0980520110002

证券分析师：李瑞楠
021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
S0980523030001

证券分析师：江海航
jianghaihang@guosen.com.cn
S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	9.46 - 10.78元
收盘价	8.26元
总市值/流通市值	1727/1140百万元
52周最高价/最低价	12.97/5.26元
近3个月日均成交额	64.37百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

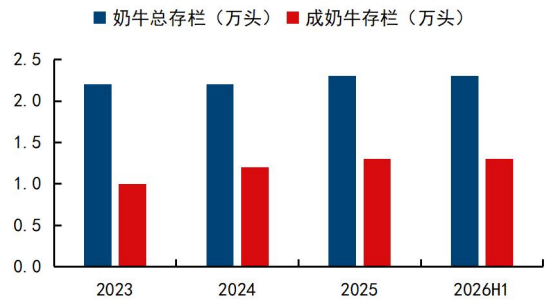
下载日志已记录，仅供内部参考

骑士乳业是一家覆盖农、牧、乳、糖全产业链的乳制品综合供应商。目前公司主要从事牧草甜菜种植、牛场运营、奶牛集约化养殖、优质生鲜乳供应、各类奶制品的研发、生产和销售，主要产品包括生鲜乳、各类奶制品、白砂糖及其副产品。具体来看：

公司牧业板块上游通过自营及订单种植保障饲草供应，中游依托 5 座现代化奶牛养殖基地开展标准化养殖，并通过自有牧场与合作牧场相结合的方式保障奶源，所产生鲜乳主要通过月结方式直供蒙牛乳业等大型客户，而下游自有的乳制品业务则涵盖巴氏奶、酸奶等短保产品以及奶粉等长保产品，主要采用经销方式销售。

公司糖业板块主要由控股子公司内蒙古敕勒川糖业开展（持股 75%），上游通过自有农场、订单户合计约 8 万亩种植面积保障甜菜原料供应，自有加工厂所产白砂糖及副产品则通过现货直销与期货点价相结合的方式销售。

图1：公司奶牛总存栏近年稳定在 2 万余头



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

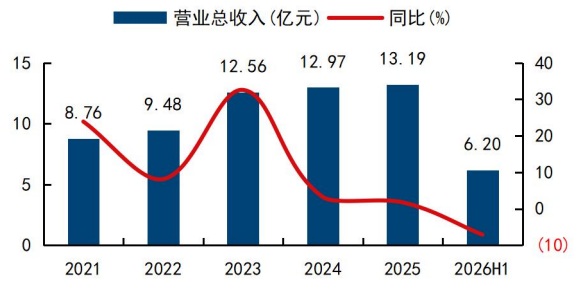
图2：公司实控人及一致行动人合计持股比例约为 31%



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2026 上半年公司糖业扭亏为盈，归母净利润同比增长约 140%。公司 2026H1 实现营业收入 6.20 亿元，同比-7.10%，收入下降主要原因系报告期内代加工奶粉业务收入同比减少；实现归母净利润 3927.55 万元，同比+139.91%，扣非归母净利润 3499.12 万元，同比+67.49%。净利润改善明显主要得益于糖业板块生产成本下降，由亏转盈（2025H1 糖业亏损约 3100 万元，2026H1 糖业实现盈利 150 余万元）。

图3：骑士乳业营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

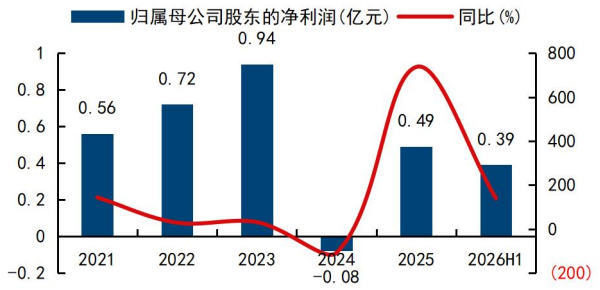
图4：骑士乳业单季营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

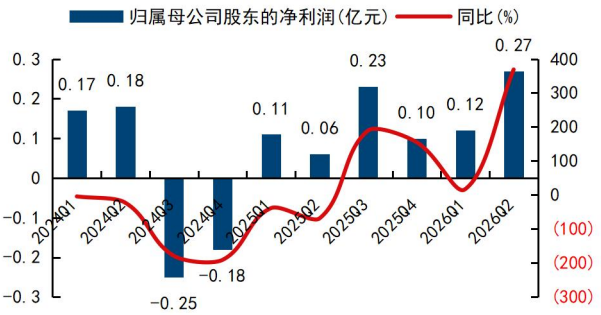
下载日志已记录，仅供内部参考

图5：骑士乳业归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：骑士乳业单季归母净利润及增速

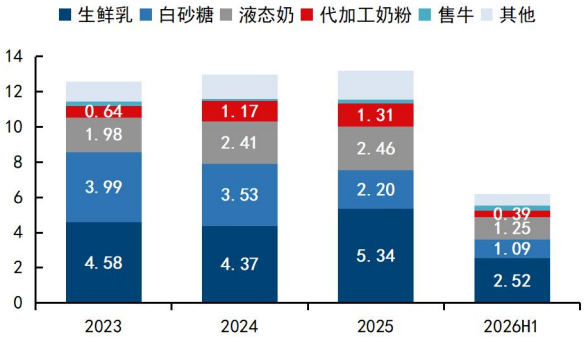


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

牧业经营稳健，售牛收入同比大幅增加。公司生鲜乳 2026H1 实现收入 2.52 亿元，同比-0.46%，毛利率 17.62%，同比-5.02pct，主要受原奶价格短期低迷影响；液态奶实现收入 1.25 亿元，同比-7.17%，毛利率 14.66%，同比+4.43pct；售牛收入因集中批量淘汰牛只同比+291.67%，毛利率改善明显。2026H1 公司牛群保持稳定，期末奶牛总存栏约 2.3+万头，同比增加约 1000 头，其中成母牛存栏 1.3 万头，同比基本持平。

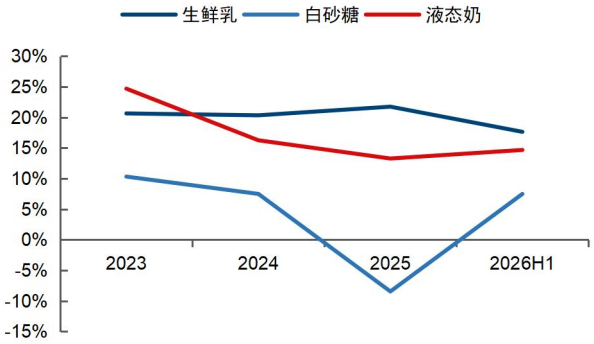
糖业生产优化，成本改善，盈利同比回升。公司糖业相比 2025 年同期，不存在跨期生产，销售白砂糖均为 2025Q4 生产，制糖原料甜菜未受冻化影响，工艺损失少，单吨白砂糖材料成本同比大幅下降，盈利改善明显。其中白砂糖实现收入 1.09 亿元，同比+6.41%，毛利率 7.47%，同比+33.16pct。

图7：骑士乳业营业收入构成（单位:亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：骑士乳业主要业务毛利率情况

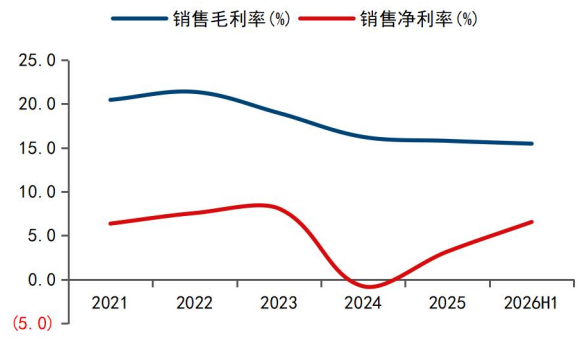


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

业务成本下降，费用率优化，盈利能力明显改善。公司 2026H1 销售毛利率 15.47%，同比+1.51pct，销售净利率 6.55%，同比+5.43pct，主要得益于白砂糖生产成本改善和费用优化。具体来看，公司 2026H1 销售费用率 0.59%（同比-0.30pct）、管理费用率 5.03%（同比-0.68pct）、财务费用率 3.01%（同比-0.44pct），三项费用率合计 8.63%，同比-1.42pct。其中销售费用下降原因主要系办公、咨询、服务等费用及物料报废减少；财务费用下降受益于借款规模缩减。

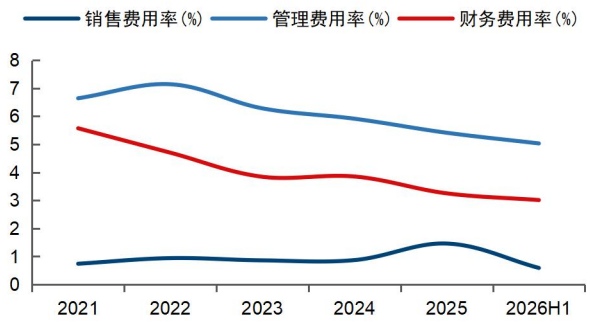
下载日志已记录，仅供内部参考

图9：骑士乳业毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

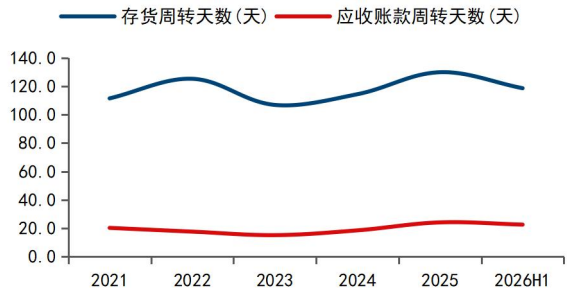
图10：骑士乳业三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营现金流大幅改善，资产负债结构优化。公司 2026H1 经营性现金流净额 1.92 亿元，同比+573.01%，主要系糖业 2025 年度甜菜采购量大幅减少、本期支付甜菜款项减少，以及收回受限资金所致。营运方面，应收账款周转天数 22 天（同比-13%），存货周转天数 119 天（同比+13%），期末应收账款、存货分别较上年末下降 32.08%、32.45%，资产负债率 55.01%，较上年末下降 6.36pct，资产负债结构有所优化。偿债能力方面，公司在周期底部的流动比率和速动比率偏低，但受经营现金流改善影响，公司现金到期债务比 2026H1 回升明显，经营预计保持稳定。

图11：骑士乳业主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

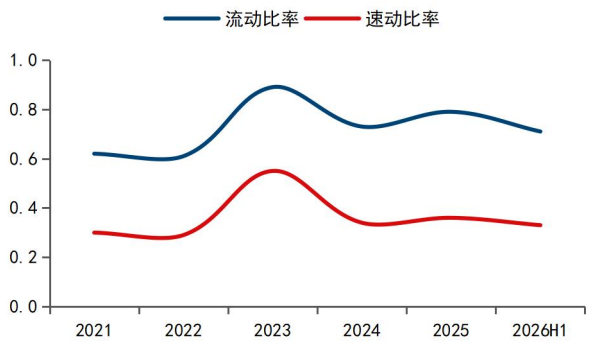
图12：骑士乳业经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

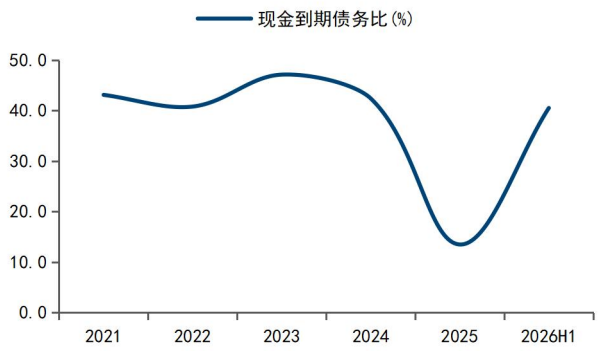
下载日志已记录，仅供内部参考

图13：骑士乳业偿债能力情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14：骑士乳业现金到期债务比情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（注：现金到期债务比指“经营活动产生的现金流量净额/（短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据）”）

盈利预测：我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 14.5/16.1/17.6 亿元，同比+9.7%/11.3%/9.1%；毛利率分别为 16.6%/18.1%/18.0%，对应毛利分别为 2.4/2.9/3.2 亿元；归母净利润分别为 1.0/1.4/1.5 亿元，对应 2026-2028 年每股收益分别为 0.5/0.7/0.7 元。

（1）牧业：目前国内成母牛呈加速去化趋势，且去年行业加快淘汰小牛预计限制下半年及明年的新开产母牛数量，行业供需格局预计收紧，原奶价格有望筑底回暖。与此同时国内牛肉受前期产能去化和当期进口限制影响，供需缺口有望扩大，价格有望加速上行，公司售牛业务预计受益。我们预计公司牧业板块（生鲜乳+售牛）盈利有望自 2026H2 起加速改善，预测 2026-2028 年实现营业收入 6.4/7.4/8.3 亿元，毛利率分别为 15.0%/17.5%/17.0%，其中生鲜乳业务 2026-2028 年预测实现营业收入 5.6/6.2/6.6 亿元，毛利率分别为 18.0%/20.0%/20.0%。

（2）乳制品：公司乳制品销售预计维持稳健，但毛利率受原奶价格上行影响预计承压。我们预测公司乳制品板块（液态奶+奶粉等其他）2026-2028 年实现营业收入 3.6/3.8/3.9 亿元，毛利率分别为 11.8%/11.6%/11.4%，其中液态奶业务 2026-2028 年预测实现营业收入 2.6/2.7/2.8 亿元，毛利率分别为 14.5%/14.3%/14.0%。

（3）糖业：糖价 2026/27 产季在全球能源周期和厄尔尼诺共振下，有望开启新一轮景气周期。公司糖业板块原料自控能力强且成本同比优化，有望受益糖价景气上行。我们预测公司糖业板块（白砂糖+其他）2026-2028 年实现营业收入 3.0/3.4/3.8 亿元，毛利率分别为 11.5%/12.7%/13.5%，其中白砂糖业务 2026-2028 年预测实现营业收入 2.4/2.8/3.1 亿元，毛利率分别为 7.5%/9.0%/10.0%。

表1：骑士乳业业务拆分

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
牧业						
收入（百万元）	484.51	450.32	558.28	644.52	742.30	832.35
增速	30.66%	-7.06%	23.97%	15.45%	15.17%	12.13%
毛利（百万元）	82.79	67.08	101.75	96.85	129.71	141.16
毛利率（%）	17.09%	14.90%	18.22%	15.03%	17.47%	16.96%
乳制品						
收入（百万元）	240.67	300.97	350.14	358.89	376.84	386.26
增速	14.76%	25.05%	16.34%	2.50%	5.00%	2.50%
毛利（百万元）	58.81	47.26	37.39	42.22	43.66	44.07

下载日志已记录，仅供内部参考

毛利率（%）	24.43%	15.70%	10.68%	11.76%	11.59%	11.41%
糖业						
收入（百万元）	454.36	416.64	273.67	299.42	340.29	379.40
增速	53.75%	-8.30%	-34.31%	9.41%	13.65%	11.49%
毛利（百万元）	68.48	33.68	(3.82)	34.29	43.10	51.28
毛利率（%）	15.07%	8.08%	-1.39%	11.45%	12.66%	13.52%
合计						
收入（百万元）	1,256.27	1,296.76	1,319.41	1,447.01	1,610.82	1,756.96
增速	32.55%	3.22%	1.75%	9.67%	11.32%	9.07%
毛利（百万元）	238.22	210.60	208.39	239.91	291.13	315.29
毛利率（%）	18.96%	16.24%	15.79%	16.58%	18.07%	17.95%

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表2：未来 3 年盈利预测表

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1319**	**1447**	**1611**	**1757**
营业成本	1111	1207	1320	1442
销售费用	19	20	22	24
管理费用	71	75	82	92
研发费用	6	6	6	7
财务费用	43	23	23	21
营业利润	70	108	149	162
利润总额	**44**	**96**	**131**	**143**
归属于母公司净利润	**49**	**102**	**139**	**152**
EPS	0.23	0.49	0.66	0.73
ROE	6.45%	12.31%	15.17%	14.96%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表3：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,297	1,319	1,453	1,626	1,781
(+/-%)	3.2%	1.7%	10.2%	11.9%	9.5%
净利润(百万元)	-8	49	173	220	243
(+/-%)	-108.2%	-737.0%	253.8%	26.9%	10.3%
摊薄 EPS	-0.04	0.23	0.83	1.05	1.16
中性预测					
营业收入(百万元)	1,297	1,319	1,447	1,611	1,757
(+/-%)	3.2%	1.7%	9.7%	11.3%	9.1%
净利润(百万元)	-8	49	102	139	152
(+/-%)	-108.2%	-737.0%	107.3%	36.7%	9.2%
摊薄 EPS(元)	-0.04	0.23	0.49	0.66	0.73
悲观的预测					
营业收入(百万元)	1,297	1,319	1,441	1,596	1,733
(+/-%)	3.2%	1.7%	9.2%	10.8%	8.6%
净利润(百万元)	-8	49	31	60	64
(+/-%)	-108.2%	-737.0%	-36.6%	93.2%	6.6%
摊薄 EPS	-0.04	0.23	0.15	0.29	0.31
总股本（百万股）	209	209	209	209	209

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

公司股票合理估值区间在 9.46-10.78 元，给予“优于大市”评级。

估值分析：考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：9.46-10.66 元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表4：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	32.55%	3.22%	1.75%	9.67%	11.32%	9.07%	7.50%	5.00%
营业成本/营业收入	81.04%	83.76%	84.21%	83.42%	81.93%	82.05%	82.47%	82.15%
管理费用/营业收入	6.17%	5.78%	5.27%	5.10%	5.00%	5.12%	5.07%	5.07%
研发费用/销售收入	0.53%	0.49%	0.45%	0.40%	0.38%	0.37%	0.38%	0.38%
销售费用/销售收入	0.86%	0.87%	1.46%	1.40%	1.35%	1.38%	1.36%	1.37%
营业税及附加/营业收入	0.46%	0.44%	0.53%	0.48%	0.48%	0.50%	0.49%	0.49%
所得税税率	10.65%	634.72%	5.12%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
股利分配比率	36.52%	-843.45%	37.61%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表5：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.25	T	10.00%
无风险利率	2.25%	Ka	10.69%
股票风险溢价	6.75%	有杠杆 Beta	1.70
公司股价（元）	8.26	Ke	13.70%
发行在外股数（百万）	209	E/(D+E)	71.63%
股票市值(E，百万元)	1727	D/(D+E)	28.37%
债务总额(D，百万元)	684	WACC	11.16%
Kd	5.30%	永续增长率（10 年后）	1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所假设

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 9.46-10.66 元/股。

表6：立华股份 FCFF 预测表

		2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
EBIT		131.5	173.3	184.2	191.5	207.6
所得税税率		10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
EBIT*(1-所得税税率)		118.4	156.0	165.8	172.4	186.8
折旧与摊销		94.3	101.2	107.6	114.1	120.7
营运资金的净变动		10.3	9.5	11.7	11.5	15.0
资本性投资		(126.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)
FCFF		97.0	165.8	184.1	197.0	221.6
PV(FCFF)		87.3	134.1	134.0	129.0	130.6
核心企业价值	2,710.0					
减：净债务	613.0					
股票价值	2,097.0					
每股价值	10.03					

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

下载日志已记录，仅供内部参考

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表7：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		10.7%	10.9%	**11.16%**	11.4%	11.7%
永续增长率变化	1.5%	11.36	10.88	10.44	10.01	9.61
	1.3%	11.12	10.66	10.23	9.82	9.43
	1.0%	10.89	10.45	**10.03**	9.63	9.26
	0.8%	10.68	10.25	9.84	9.46	9.09
	0.5%	10.47	10.06	9.66	9.29	8.94

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析

相对估值：9.80-10.78 元

选取公司同行业伊利股份、天润乳业、光明乳业进行比较，采用 PE 法估值：

伊利股份：公司作为国内乳制品龙头之一，公司及参股子公司业务涵盖奶牛养殖、乳制品加工全链。2025 年液态乳/奶粉及奶制品收入分别为 704/328 亿元，于总收入中的占比分别为 61%/28%。

天润乳业：公司作为国内区域性大型乳制品公司，业务涵盖奶牛养殖、乳制品加工销售全链。2025 年常温乳制品/低温乳制品收入分别为 15/11 亿元，于总收入中的占比分别为 53%/39%。

光明乳业：公司作为国内最大的乳制品公司之一，业务涵盖奶牛繁育养殖、乳制品加工销售全链。2025 年乳制品收入为 217 亿元，于总收入中的占比为 91%。

上述三家同行公司在业务模式和收入结构上与骑士乳业相似度较高，参考 Wind 一致预测，三者对应 2026 年盈利预测的平均 PE 约为 22x。考虑到骑士乳业奶源自给率较高，且糖业板块有望受益糖价景气上行，我们预计公司 2026 年 PE 水平应为 20-22x，对应公司股票合理估值区间为 9.80-10.78 元。

表8：骑士乳业同类公司估值比较

代码	简称	收盘价（9 月 4 日）	EPS（元）			PE			主要业务
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
600887.SH	伊利股份	26.86	1.70	2.08	2.24	16	13	12	奶牛养殖、乳制品等
600419.SH	天润乳业	9.12	0.39	0.53	0.66	23	17	14	奶牛养殖、乳制品等
600597.SH	光明乳业	7.06	0.25	0.30	0.36	28	24	20	奶牛养殖、乳制品等
	同行平均					22	18	15	
920786.BJ	骑士乳业	8.26	0.49	0.66	0.73	17	12	11	奶牛养殖、乳制品、糖业等

资料来源：Wind、国信证券经济研究所（注:可比公司盈利预测参考 Wind 一致预测）

投资建议：综合多方面估值，我们认为公司股票合理估值区间在 9.46-10.78 元之间，相对于公司目前股价有约 20-30%溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 9.46-10.78 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.25%、风险溢价 6.75%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；

3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险;

4、相对估值时我们给予公司估值溢价，假如公司后续业绩增长或者产能释放不及预期，可能会造成估值下修的风险。

5、今年以来，公司出现多次重要股东减持，后续假如再出现类似情况，可能会导致公司股价出现短期波动。

盈利预测的风险

对公司盈利的预测是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年液态奶及糖业板块的毛利率假定，都加入了很多个人的判断：

1、可能由于对未来原奶及糖价景气过于乐观，从而导致盈利偏乐观的风险。

2、公司乳制品如果出现销售推广不及预期，利润可能会受费用和折旧摊销拖累，进而可能会整体拖累业绩表现。

经营风险

◆ **发生养殖疫病风险**

奶牛养殖过程中如果暴发口蹄疫等疫情，一方面会导致公司奶源供应受阻，另一方面也可能会冲击下游消费需求，从而影响公司的收入和利润表现。

◆ **发生极端天气风险**

公司牧业及糖业板块原料自给率较高,如果出现极端天气导致牧草或者甜菜减产,会冲击当期收入及利润。

◆ **饲料原材料价格大幅波动风险**

玉米、豆粕等饲料原料是公司奶牛养殖的核心构成项目，如果受国内外供给紧张和极端天气影响存在价格大幅上涨情况，会冲击当期利润。

◆ **行情波动导致资产减值风险**

下载日志已记录，仅供内部参考

历史上国内原奶、白糖价格存在周期波动特征，如果出现价格下跌情况，可能会导致生物资产、存货出现减值，进而冲击当期利润。

◆ **公司治理风险**

2025 年公司及相关人员多次因信息披露不规范受到处罚，如果后续再出现类似情况，可能为公司经营和盈利表现带来风险。



下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	234	242	335	495	663
应收款项	87	96	105	117	127
存货净额	389	413	462	506	554
其他流动资产	21	8	8	7	6
流动资产合计	**733**	**759**	**911**	**1125**	**1350**
固定资产	935	887	914	909	898
无形资产及其他	40	40	40	39	38
投资性房地产	611	580	580	580	580
长期股权投资	1	1	1	1	1
资产总计	**2321**	**2267**	**2445**	**2654**	**2868**
短期借款及交易性金融负债	447	549	602	670	731
应付款项	478	325	364	398	436
其他流动负债	80	92	101	109	118
流动负债合计	**1005**	**965**	**1067**	**1178**	**1285**
长期借款及应付债券	112	82	82	82	82
其他长期负债	319	344	364	386	408
长期负债合计	**431**	**426**	**446**	**468**	**490**
负债合计	**1435**	**1391**	**1513**	**1645**	**1775**
少数股东权益	121	116	106	93	78
股东权益	764	759	825	916	1014
负债和股东权益总计	**2321**	**2267**	**2445**	**2654**	**2868**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	(0.04)	0.23	0.49	0.66	0.73
每股红利	0.31	0.09	0.17	0.23	0.25
每股净资产	3.66	3.63	3.95	4.38	4.85
ROIC	-22.63%	4.10%	6%	9%	9%
ROE	-1.01%	6.45%	12.31%	15.17%	14.96%
毛利率	16.24%	15.79%	16.58%	18.07%	17.95%
EBIT Margin	8.53%	7.94%	9.09%	10.76%	10.49%
EBITDA Margin	16.23%	17.02%	15.61%	17.05%	16.61%
收入增长	3.22%	1.75%	9.67%	11.32%	9.07%
净利润增长率	-108.20%	-736.96%	107.31%	36.75%	9.23%
资产负债率	67.06%	66.50%	66.23%	65.49%	64.62%
股息率	3.76%	1.07%	2.06%	2.82%	3.08%
P/E	(224.4)	35.2	17.0	12.4	11.4
P/B	2.3	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	15.0	13.9	14.3	12.3	12.0

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1297**	**1319**	**1447**	**1611**	**1757**
营业成本	1086	1111	1207	1320	1442
营业税金及附加	6	7	7	8	9
销售费用	11	19	20	22	24
管理费用	77	71	75	82	92
研发费用	6	6	6	6	7
财务费用	50	43	23	23	21
投资收益	(38)	4	4	4	4
资产减值及公允价值变动	(7)	(4)	(5)	(5)	(5)
其他收入	(4)	3	(6)	(6)	(7)
营业利润	18	70	108	149	162
营业外净收支	(17)	(26)	(12)	(18)	(19)
利润总额	**2**	**44**	**96**	**131**	**143**
所得税费用	12	2	10	13	14
少数股东损益	(2)	(7)	(15)	(21)	(23)
归属于母公司净利润	**(8)**	**49**	**102**	**139**	**152**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	(8)	49	102	139	152
资产减值准备	3	(3)	0	(0)	(0)
折旧摊销	100	120	94	101	108
公允价值变动损失	7	4	5	5	5
财务费用	50	43	23	23	21
营运资本变动	17	(107)	10	10	12
其它	(26)	(2)	(10)	(13)	(15)
经营活动现金流	**93**	**62**	**201**	**242**	**261**
资本开支	0	(63)	(126)	(101)	(101)
其它投资现金流	(1)	0	0	0	0
投资活动现金流	**(2)**	**(62)**	**(126)**	**(101)**	**(101)**
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	9	(30)	0	0	0
支付股利、利息	(65)	(18)	(36)	(49)	(53)
其它融资现金流	(175)	105	53	68	61
融资活动现金流	**(287)**	**8**	**18**	**20**	**8**
现金净变动	**(197)**	**8**	**93**	**160**	**168**
货币资金的期初余额	431	234	242	335	495
货币资金的期末余额	234	242	335	495	663
企业自由现金流	0	50	97	166	184
权益自由现金流	0	124	129	214	226

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032