下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 09 月 14 日
证券研究报告•26 年半年报点评
九丰能源（605090）公用事业

买入（首次）
当前价：32.83 元
目标价：40.16 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

LPG 毛差走阔驱动业绩高增，双资源池与特气成长共振

投资要点

- **事件：2026H1 公司实现营业收入 96.35 亿元，同比下降 7.60%；实现归母净利润 9.50 亿元，同比增长 10.40%；实现扣非归母净利润 8.93 亿元，同比增长 10.06%。**其中，2026Q2 公司实现营业收入 51.37 亿元，同比增长 3.91%，环比增长 14.22%；实现归母净利润 5.16 亿元，同比增长 45.44%，环比增长 18.76%；实现扣非归母净利润 5.00 亿元，同比增长 45.63%。

- **LPG 毛差走阔为核心利润驱动。2026H1 公司 LPG 业务实现收入 43.56 亿元，毛利 6.75 亿元**，充分验证了地缘扰动下全球资源配置与顺价能力；天然气业务收入 28.78 亿元，毛利 4.15 亿元，海陆双资源池对冲价格波动；特燃特气业务收入 1.11 亿元，毛利 0.48 亿元，其中高纯氦气产销量同比增长超 67%。

- **盈利质量显著改善。2026H1 公司综合毛利率 14.95%，同比提升 4.18 个百分点；归母净利率 9.86%，同比提升约 1.6 个百分点。**经营活动现金流净额 17.58 亿元，同比增长 142.14%，盈利质量大幅提升。截至 2026 年 6 月 30 日，公司资产负债率 29.63%，货币资金 65.99 亿元，资金储备充足。公司拟中期每股派现 0.2 元（合计约 1.41 亿元），延续一年两次分红节奏。

- **清洁能源主业稳健，特气与煤制气打开成长空间。**（1）LPG：惠州液化烃码头配套 LPG 仓储基地 6 月完工，4 月取得白浒山 LPG 储配站切入华中市场，跨区域运营能力增强；（2）特燃特气：海南商发特燃特气项目一期投产，已中标 2026-2028 年度采购，完成 7 次长征系列火箭发射保障，同步拓展甘肃酒泉等发射基地；（3）中长期项目：新疆庆华二期煤制气项目（权益 50%，对应年产 20 亿方天然气）推进顺利，预计 2028 年投产。

- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 17.77/19.34/23.79 亿元，对应 EPS 分别为 2.51/2.74/3.37 元。并充分考虑公司特种气体业务在商业航天需求爆发下的高成长属性，给予公司 2026 年 16 倍 PE，对应目标价 40.16 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**国际 LNG/LPG 价格大幅波动风险；长协资源履约不及预期风险；煤制气等在建项目投产进度不及预期风险；汇率波动与海运运价风险；商业航天发射节奏不及预期风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	20,269	22,848	24,797	27,067
增长率	-8.06%	12.72%	8.53%	9.15%
归属母公司净利润（百万元）	1,480	1,777	1,934	2,379
增长率	-12.11%	20.08%	8.86%	22.97%
每股收益 EPS（元）	2.27	2.51	2.74	3.37
净资产收益率 ROE	13.14%	13.91%	13.29%	14.20%
PE	18.99	13.31	12.23	9.94
PB	2.69	1.85	1.63	1.41

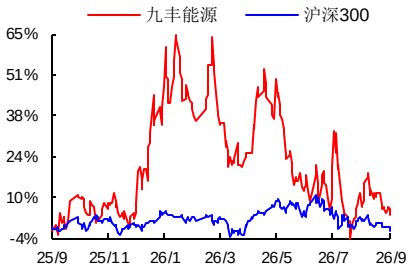
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：王倜
执业证号：S1250526050001
邮箱：wangti@swsc.com.cn

联系人：庄子豪
邮箱：zhuangzh@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)	7.07
流通 A 股(亿股)	7.06
52 周内股价区间(元)	30.36-52.37
总市值(亿元)	231.97
总资产(亿元)	183.53
每股净资产(元)	17.39

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

1 公司简介：从LPG龙头到综合能源服务 1

1.1 立足LNG/LPG核心资产，构建“清洁能源+能源服务+特种气体”格局 1

1.2 实际控制人掌舵，核心管理层深度绑定公司利益 2

2 业务概况：“一主两翼”协同发展格局 3

3 盈利预测与估值 4

3.1 盈利预测 4

3.2 相对估值 6

4 风险提示 6

下载日志已记录，仅供内部参考

图 目 录

图 1：九丰能源发展历程……1
图 2：九丰能源股权结构图……2
图 3：营收从高增长步入结构调整期，2026H1 收入 96.35 亿元……3
图 4：LPG 毛利率持续攀升，2026H1 跃升至 15.50%……3

表 目 录

表 1：2026 年上半年分业务经营数据（收入、毛利及毛利率）……4
表 2：分业务收入及毛利率……5
表 3：可比公司估值……6
附表：财务预测与估值……7

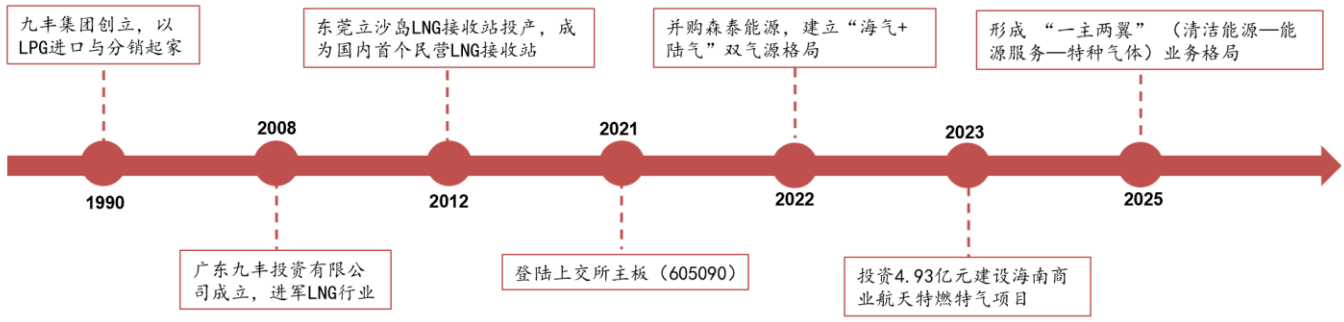
下载日志已记录，仅供内部参考

1 公司简介：从 LPG 龙头到综合能源服务

1.1 立足 LNG/LPG 核心资产，构建“清洁能源+能源服务+特种气体”格局

三十年深耕清洁能源，从 LPG 进口龙头迈向综合能源服务商。九丰集团创立于 1990 年，以液化石油气进口与分销业务起家，逐渐在华南地区建立优势。2008 年，公司前身广东九丰投资有限公司成立，在深耕 LPG 业务的基础上进军 LNG 行业。2012 年，公司位于东莞立沙岛的 LNG 接收站投产运营，成为我国首家民营 LNG 接收站运营商。2021 年，九丰能源成功登陆上海证券交易所主板。2022 年，公司通过并购森泰能源、收购华油中蓝股权等战略性举措，积极布局 LNG 陆气资源，建立“海气+陆气”双气源保障优势。2023 年，公司收购正拓气体和艾尔希 70%股权，进一步发展特种气体业务，并投资 4.93 亿元建设海南商业航天发射场特燃特气配套项目，为火箭发射提供液氢、液氧、液氦等特燃特气。**截至 2025 年，公司已形成“清洁能源—能源服务—特种气体”三大业务相互融合、相互促进的协同发展体系，形成“一主两翼”的业务发展格局。**

图 1：九丰能源发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

“海气+陆气”双资源池构建核心壁垒。在资源端，公司通过构建“海气+陆气”双资源池，强化资源保障能力及提升综合成本竞争力。海气方面，公司已与马石油签订 LNG 长约采购合同，并与摩科瑞、壳牌签订 LPG 长期采购合同；同时与 Vitol（维多）、Glencore（嘉能可）、Marubeni（丸红）等国际第一梯队能源服务商达成现货合作。陆气方面，公司通过布局 LNG 生产与服务项目，自主控制 LNG 产能规模超 70 万吨；2025 年收购华凯石油燃气 100%股权，构建东莞九丰库与广州华凯库双库动态运营体系。此外，公司通过投资建设新疆庆华二期工程项目并持有其 50%的权益（对应年产 20 亿方天然气），建成投产后将填补权益气资源短板。

高壁垒优质核心资产构筑中游壁垒。公司在华南区域拥有 5 万吨级 LNG、LPG 综合接收站（东莞立沙岛），配套 16 万立方米 LNG 储罐及 14.4 万立方米 LPG 储罐，是国内第一个民营 LNG 接收站，也是目前华南地区唯一一个在运营的民营 LNG 接收站。公司位于广州市南沙区的华凯石油燃气拥有 3,000 吨级 LPG 装卸专用码头，并配套 9.87 万立方米 LPG 储罐。船舶运力方面，公司自主控制多艘船舶运力，全部船舶投运后年周转能力突破 500 万吨。槽车方面，截至 2026 年 6 月 30 日，公司在运营 LNG 槽车超百台。

下载日志已记录，仅供内部参考

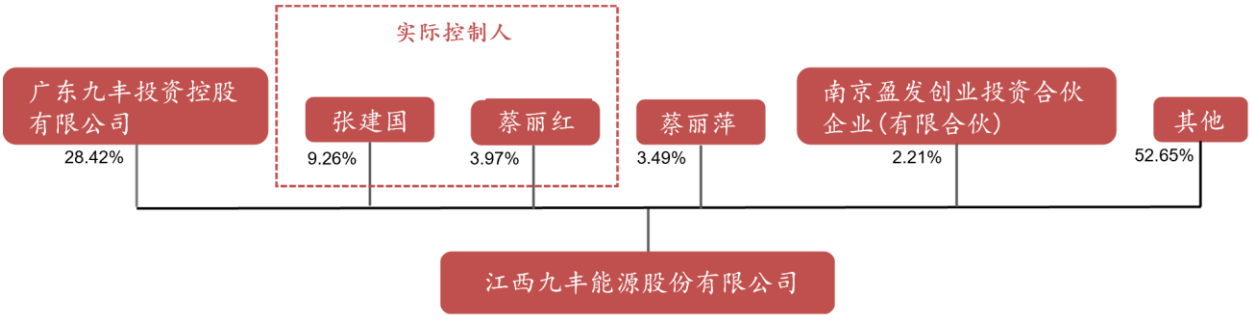
突出的国际、国内顺价能力。公司实行不同资源匹配不同用户的基本业务逻辑：海气长约主要匹配国内直接终端用户（工业/园区/大客户），自产 LNG 主要匹配交通燃料用户，海气现货匹配国内燃气电厂及国际国内分销客户，外购气为国内终端用户做基础保障与资源调节。自 2017 年以来，国际 LNG 价格出现较大周期性波动，但公司海气长约核心资源单吨毛利保持整体稳定，顺价能力得到充分体现。

特种气体锚定航空航天，先发优势显著。公司特种气体业务发展定位锚定为航空航天特气。2025 年，公司海南商业航天发射场特燃特气配套项目（一期）工程建设基本完成并顺利投产，涉及液氦/液氧/液氮年产能分别为 333 吨、4.8 万吨、4.8 万吨，氦气产能 38.4 万方/年，高纯液态甲烷 9400 吨/年。公司全年连续 9 次在海南商发为长征系列火箭提供特燃特气保障服务，特气业务毛利率高达 47.53%。2026H1，公司已完成 7 次长征系列火箭发射的特燃特气配套服务，成功中标海南商业航天发射场 2026-2028 年度发射任务特燃特气采购，并拓展至甘肃酒泉卫星发射中心成立子公司。氦气方面，公司拥有较稀缺的国产氦气生产供应能力（BOG 提氦），2025 年完成四川泸州 100 万方/年精氦项目建设，氦气产能规模提升至 150 万方/年。

1.2 实际控制人掌舵，核心管理层深度绑定公司利益

公司控股股东为广东九丰投资控股有限公司，实际控制人为张建国、蔡丽红夫妇。截至 2026 年 6 月 30 日，前十大股东持股情况如下：广东九丰投资控股有限公司持股 28.42%，张建国持股 9.26%，蔡丽红持股 3.97%，全国社保基金一零三组合持股 3.68%，蔡丽萍持股 3.49%，南京盈发创业投资合伙企业（有限合伙）持股 2.21%，兴全全球视野股票型证券投资基金持股 1.08%，中汇人寿保险股份有限公司-传统产品持股 1.08%，2025 年员工持股计划持股 0.91%，蔡建斌持股 0.81%。张建国现任公司董事长，蔡丽红现任公司董事。张建国与蔡丽红系夫妻关系，蔡丽红与蔡丽萍、蔡建斌系兄弟姐妹关系，广东九丰投资控股有限公司的股东为张建国、蔡丽红，南京盈发创业投资合伙企业（有限合伙）的主要合伙人为张建国、蔡丽红。因可转债转股增加总股本及股东减持等因素，控股股东、实际控制人及其一致行动人合计持股比例由 2025 年末的 50.52%有所下降。

图 2：九丰能源股权结构图



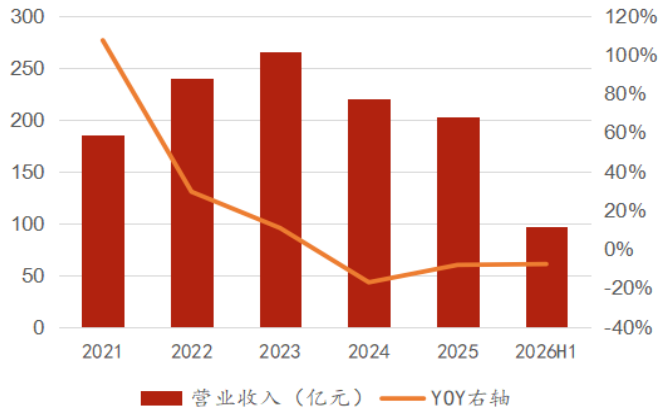
数据来源：Wind，西南证券整理

下载日志已记录，仅供内部参考

2 业务概况：“一主两翼”协同发展格局

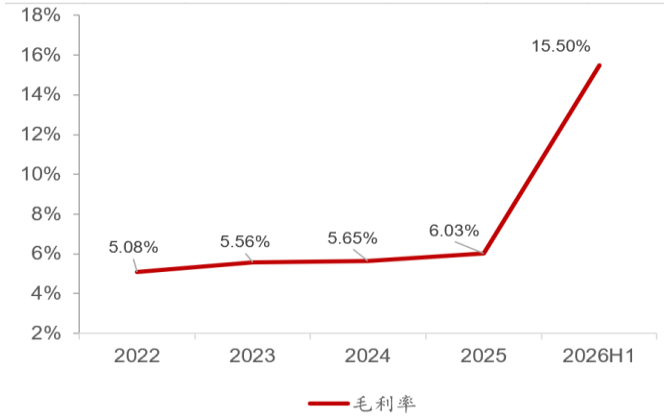
2026H1 业绩逆势增长，Q2 利润弹性显著释放。2026 年上半年，受中东地缘冲突升级、霍尔木兹海峡通行受阻等因素影响，全球天然气市场由年初的供需趋松迅速转向阶段性紧张。面对波动加剧的市场环境，公司充分发挥产业链协同与资源配置优势，实现营业收入 96.35 亿元，归母净利润 9.50 亿元，扣非归母净利润 8.93 亿元。单二季度看，公司实现营收 51.37 亿元，归母净利润 5.16 亿元，利润增速显著超越收入增速，**核心驱动来自 LPG 吨毛差的显著走阔。**

图 3：营收从高增长步入结构调整期，2026H1 收入 96.35 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：LPG 毛利率持续攀升，2026H1 跃升至 15.50%



数据来源：公司公告，西南证券整理

LPG 毛差走阔验证全球资源配置能力。2026H1，面对地缘冲突持续升级、国际供应链受阻的严峻外部环境，公司 LPG 业务仍展现出强劲的经营韧性。在资源保障与市场策略的双轮驱动下，业务销量虽有所承压，但取得利润大幅走阔的强韧性经营成果——LPG 毛利 6.75 亿元。核心驱动力在于：（1）公司灵活统筹长约、期约与现货等多渠道采购组合，在确保供应安全的同时巩固了成本优势；（2）依托东莞九丰库与广州华凯库双库联动体系，深化库容统筹与动态调度；（3）4 月取得白浒山 LPG 储配站（总库容 12,000 立方米）仓储服务，切入华中市场；（4）依托居民用气客户的高黏性特征，在成本高位运行背景下实现销售平稳运转。

天然气业务阶段性承压，海陆双资源池对冲价格波动。2026H1 天然气业务收入 28.78 亿元，毛利 4.15 亿元。现货方面，受上半年国际 LNG 现货价格波动高企及国际国内价格倒挂影响，公司未开展现货资源采购。公司海气长约核心资源单吨毛利保持整体稳定，顺价能力得到充分体现；在陆气方面，公司通过布局 LNG 生产与服务项目，自主控制 LNG 产能规模超 70 万吨，随着在建的易安项目、古县项目相继投产，**公司自主控制的 LNG 年产能将突破 95 万吨。**

特燃特气业务高增长，高纯氦气量价齐升。2026H1 特燃特气业务收入 1.11 亿元，毛利 0.48 亿元。受益于商业航天发射任务增加及氦气价格大幅上涨，特燃特气业务毛利率约 43%。高纯氦气产销量同比增长超 67%，公司已与宁德时代、三安光电、宝武钢铁等达成供气/试气合作，客户结构与业务质量进一步优化。**在氦气价格大幅上涨的背景下，公司充分发挥自有资源优势，毛利实现跨越式增长。**

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：2026 年上半年分业务经营数据（收入、毛利及毛利率）

分业务	2026H1 收入（亿元）	同比	2026H1 毛利（亿元）	同比	2026H1 毛利率
天然气	28.78	-23.46%	4.15	-22.14%	14.42%
液化石油气	43.56	+1.75%	6.75	+129.86%	15.50%
LNG 生产与服务	15.59	+22.82%	1.72	+14.22%	11.03%
能源物流服务	2.70	-6.31%	1.03	-5.23%	38.15%
特燃特气	1.11	+132.00%	0.48	+173.97%	43.24%
其他化工产品	4.61	-41.00%	0.27	+35.91%	5.86%
合计	96.35	-7.60%	14.40	+28.18%	14.95%

数据来源：公司公告，西南证券整理

收入规模短期回落但盈利能力逆势抬升。2020–2025 年，公司营收从 89.14 亿元增长至 202.69 亿元。2024–2025 年营收连续两年下滑（-17.01%、-8.06%），主要系报告期内公司清洁能源业务产品（LNG）现货销售单价或销售量较上年同期减少所致。但同期综合毛利率从 2023 年的 7.82%提升至 2025 年的 10.35%，2026H1 进一步提升至 14.95%，体现出“以量换利”的主动经营策略调整成效。

费用管控良好，现金流大幅改善。2025 年公司期间费用率约 3.21%，保持稳定。2026H1 经营性现金流净额 17.58 亿元，其中包含期末大额采购款尚未支付等结算时点影响。随着投资项目加快推进，在建工程同比增长 118%至 11.7 亿元，长期股权投资同比增长 71%至 12.9 亿元（主要系向庆华丰能源增资 4.83 亿元用于煤制气项目）。

资产负债率持续优化，财务安全边际充裕。截至 2026 年 6 月 30 日，公司资产负债率 29.63%，有息负债率 18.7%，均处于历史较低水平。货币资金 65.99 亿元，资金储备充足，为后续战略性资本开支提供坚实支撑。公司 2025 年全年累计现金分红 4.40 亿元（分红比例 29.74%），并于 2025 年 4 月推出上市后第五次股份回购计划，持续增强资本市场品牌价值。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

1）LPG 业务：作为公司传统优势业务，依托自主运营的 LPG 接收站与储备库，构建了“海气+陆气”双资源池，形成稳定的气源保障体系。预计 2026-2028 年 LPG 业务收入增速分别为 3.77%、7.30%、4.02%，毛利率分别为 6.15%、7.14%、7.47%。

2）LNG 业务：公司天然气业务核心板块，依托 LNG 接收站及海陆双资源池优势，需求端受益交通燃料、工业终端及燃气电厂客户拉动，业务体量稳步扩张。预计 2026-2028 年 LNG 业务收入增速分别为 23.04%、8.51%、13.45%，毛利率分别为 14.48%、14.70%、16.85%。

3）LNG、PNG 及作业业务：公司 LNG 生产与服务业务立足于国家增储上产能源战略，通过价格联动机制、代加工和购销等多种业务模式，叠加资源型与技术型能源服务，构建能源服务综合业务生态。预计 2026-2028 年 LNG、PNG 及作业业务收入增速分别为 18.20%、10.00%、10.26%，毛利率分别为 11.29%、11.44%、9.63%。

下载日志已记录，仅供内部参考

4）其他化工产品业务：作为公司清洁能源产业链的补充业务，预计 2026-2028 年其他化工产品业务收入增速分别为 10.00%、10.00%、10.00%，毛利率分别为 7.80%、2.00%、2.00%。

5）特种气体业务：公司特种气体业务锚定航空航天特气，深度卡位商业航天赛道。2025 年海南商业航天发射场特燃特气配套项目（一期）已正式投运并稳定保障火箭发射，同步拓展多地发射基地项目，深度绑定航天头部单位。依托氦气、高纯氢气、航天特燃气体优势，同时布局半导体、医疗健康等高景气赛道。预计 2026-2028 年特种气体业务收入增速分别为 30.00%、30.00%、30.00%，毛利率维持 48.00%的较高水平。

6）能源服务业务：能源服务是 LNG 业务横向拓展及 LPG 业务纵向延伸的重要体现，对清洁能源“强链”“补链”意义重大。预计 2026-2028 年能源服务业务收入增速分别为 1.67%、10.00%、9.92%，毛利率分别为 32.73%、32.23%、32.33%。

基于以上假设，预计公司 2026-2028 年份业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025	2026E	2027E	2028E
LPG	收入	8,798.56	9,130.67	9,797.24	10,190.87
	增速	-0.22%	3.77%	7.30%	4.02%
	毛利率	6.15%	6.15%	7.14%	7.47%
LNG	收入	6,906.23	8,497.37	9,220.38	10,460.46
	增速		23.04%	8.51%	13.45%
	毛利率	14.60%	14.48%	14.70%	16.85%
LNG、PNG 及作业	收入	2,622.58	3,100.00	3,410.00	3,760.00
	增速	-0.27%	18.20%	10.00%	10.26%
	毛利率	11.28%	11.29%	11.44%	9.63%
其他化工产品	收入	1,254.76	1,380.24	1,518.26	1,670.09
	增速	19.37%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	2.18%	7.80%	2.00%	2.00%
特种气体业务	收入	145.09	188.62	245.21	318.77
	增速	-38.34%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	47.53%	48.00%	48.00%	48.00%
能源服务	收入	540.94	550.00	605.00	665.00
	增速	-10.59%	1.67%	10.00%	9.92%
	毛利率	30.86%	32.73%	32.23%	32.33%
其他业务	收入	1.13	1.19	1.25	1.31
	增速	-16.42%	4.97%	5.04%	4.80%
	毛利率	19.65%	19.33%	19.20%	19.08%
合计	收入	20,269.30	22,848.09	24,797.34	27,066.50
	增速	-8.06%	12.72%	8.53%	9.15%
	毛利率	10.35%	11.03%	11.24%	12.14%

数据来源：iFinD，西南证券

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 相对估值

综合考虑公司业务范围，我们选取主营 LNG 贸易及物流配送业务的胜通能源、以 LPG 贸易及 PDH 产业链为主的东华能源以及拥有天然气液化、LNG 贸易及煤化工一体化布局的广汇能源三家清洁能源运营企业作为可比公司，可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 434.69 倍、234.56 倍、179.99 倍（若剔除胜通能源后，调整后平均 PE 分别为 15.80 倍、9.25 倍、8.01 倍）。

预计公司 2026-2028 归母净利润分别为 17.77/19.34/23.79 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 17.14%。考虑到公司作为华南区域清洁能源核心资产运营商，拥有自主 LNG/LPG 接收站及储库资源，“海气+陆气”双资源池保障气源稳定与成本优化；同时在特种气体领域深度卡位商业航天赛道，海南商业航天发射场特燃特气配套项目已顺利投产，氦气、高纯氢气等特种气体产能持续释放，第二成长曲线渐次打开，给予公司 2026 年 16 倍 PE，对应目标价 40.16 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
001331.SZ	胜通能源	43.53	0.07	0.03	0.06	0.08	710.03	1,272.47	685.18	523.96
002221.SZ	东华能源	6.19	-0.58	0.34	0.85	0.95	-13.87	17.97	7.28	6.49
600256.SH	广汇能源	7.21	0.21	0.53	0.64	0.76	23.38	13.63	11.22	9.52
可比公司平均值							239.85	434.69	234.56	179.99
605090.SH	九丰能源	33.43	2.27	2.51	2.74	3.37	14.73	13.29	12.21	9.93

数据来源：iFinD，西南证券整理

4 风险提示

国际 LNG/LPG 价格大幅波动风险；长协资源履约不及预期风险；煤制气等在建项目投产进度不及预期风险；汇率波动与海运运价风险；商业航天发射节奏不及预期风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	20,269	22,848	24,797	27,067
营业成本	18,172	20,328	22,009	23,779
营业税金及附加	31	32	32	32
销售费用	250	274	285	298
管理费用	329	324	367	379
财务费用	61	-48	-6	-31
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	100	110	119	135
公允价值变动损益	1	0	0	0
其他经营损益	31	32	35	35
营业利润	1,567	2,068	2,251	2,766
其他非经营损益	5	0	0	2
利润总额	1,572	2,068	2,251	2,768
所得税	66	259	281	346
净利润	1,506	1,810	1,970	2,422
少数股东损益	26	33	35	44
归属母公司股东净利润	1,480	1,777	1,934	2,379

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1,506	1,810	1,970	2,422
折旧与摊销	383	550	612	662
财务费用	98	113	115	116
资产减值损失	-15	0	0	0
经营营运资本变动	-116	-883	-124	-136
其他	-222	-111	-122	-140
经营活动现金流净额	1,634	1,479	2,451	2,924
资本支出	-379	-1,720	-1,294	-1,048
其他	-1,008	-457	-47	74
投资活动现金流净额	-1,387	-2,177	-1,341	-974
短期借款	132	-400	100	100
长期借款	45	500	-50	-50
股权融资	94	11	0	0
支付股利	-870	-254	-268	-304
其他	-9	-454	-5	-5
筹资活动现金流净额	-609	-597	-223	-259
现金流量净额	-436	-1,370	887	1,690

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,385	4,015	4,902	6,592
应收和预付款项	743	865	937	1,018
存货	719	847	917	991
其他流动资产	228	228	228	228
长期股权投资	886	1,386	1,551	1,612
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产和在建工程	4,778	5,861	6,489	6,847
无形资产和开发支出	482	583	652	697
其他非流动资产	540	607	607	607
资产总计	15,942	16,572	18,464	20,775
短期借款	1,288	888	988	1,088
应付和预收款项	302	362	392	425
长期借款	683	1,183	1,133	1,083
其他负债	2,029	952	947	942
负债合计	4,302	3,384	3,460	3,537
股本	704	707	707	707
资本公积	4,924	4,924	4,924	4,924
留存收益	5,786	7,348	9,129	11,319
归属母公司股东权益	11,261	12,776	14,557	16,747
少数股东权益	379	412	447	491
股东权益合计	11,640	13,188	15,004	17,238
负债和股东权益合计	15,942	16,572	18,464	20,775

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	-8.06%	12.72%	8.53%	9.15%
营业利润增长率	-16.88%	31.93%	8.86%	22.89%
净利润增长率	-12.11%	20.08%	8.86%	22.97%
EBITDA 增长率	-2.30%	34.88%	11.19%	18.96%
获利能力				
毛利率	10.35%	11.03%	11.24%	12.14%
三费率	3.16%	2.41%	2.61%	2.38%
净利率	7.43%	7.92%	7.94%	8.95%
ROE	13.14%	13.91%	13.29%	14.20%
ROA	9.69%	11.13%	11.25%	12.35%
ROIC	9.86%	11.02%	10.98%	11.87%
EBITDA/销售收入	9.40%	11.25%	11.52%	12.56%
营运能力				
总资产周转率	1.30	1.41	1.42	1.38
固定资产周转率	4.80	5.12	5.37	5.92
应收账款周转率	55.60	64.24	57.65	57.81
存货周转率	22.04	25.96	24.95	24.93
销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
资本结构				
资产负债率	26.98%	20.42%	18.74%	17.03%
带息债务/总负债	73.09%	84.11%	83.57%	83.01%
流动比率	2.48	4.02	4.32	5.03
速动比率	2.02	3.06	3.37	4.09
股利支付率	29.88%	7.94%	7.94%	7.94%
每股指标				
每股收益	2.27	2.51	2.74	3.37
每股净资产	16.00	18.08	20.60	23.70
每股经营现金	2.32	2.09	3.47	4.14
每股股利	0.65	0.20	0.22	0.27

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	1,905	2,570	2,857	3,399
PE	19	13	12	10
PB	3	2	2	1
PS	1	1	1	1
EV/EBITDA	15	9	8	6
股息率	1.51%	0.60%	0.65%	0.80%

数据来源：Wind，西南证券

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@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
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	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	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn