下载日志已记录，仅供内部参考

春光科技（603657.SH）

整机业务增长放量，募投项目有望助力突破产能瓶颈

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,122	2,561	2,795	3,823	5,078
增长率 yoy（%）	16.6	20.7	9.1	36.8	32.8
归母净利润（百万元）	14	-10	-108	107	168
增长率 yoy（%）	-42.7	-173.1	-935.9	198.4	57.7
ROE（%）	1.5	-3.6	-10.7	8.4	12.3
EPS 最新摊薄（元）	0.11	-0.08	-0.80	0.79	1.24
P/E（倍）	290.9	-398.1	-38.4	39.1	24.8
P/B（倍）	4.4	4.5	3.2	2.9	2.7

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

公司坐拥丰富产品矩阵，整机代工打造第二增长曲线。公司产品矩阵丰富，拥有多种清洁电器软管及配件、整机的生产能力。2025 年公司整机业务高速增长，清洁电器整机营业收入为 14.53 亿元，同比增长 37.9%，2025 年整机营收较 2024 年增速加快，毛利率为 5.0%，同比增长 1.0pct；**清洁电器整机业务营收增长跑出加速度，占比首次超过软管及配件业务，毛利率也有所改善，**清洁电器整机业务有望成为公司利润新的增长引擎。

境外收入增速显著，多客户全面拓展打开未来增长预期。从收入来源地区分析，2025 年公司主要产品境外地区收入为 11.25 亿元，同比增长 26.5%，其中，软管及配件业务收入为 4.34 亿元，同比增长 4.9%，整机业务收入为 6.91 亿元，同比增长 45.3%。境外前五大客户在合计销售金额增长的同时，合计销售金额占比从 80.3%下降至 69.3%，公司境外业务正在从早期的“依赖大客户发展”向“多客户全面拓展”转变。

上游成本、中游产能、下游客户等因素共振，盈利弹性有望兑现。1）上游成本：公司清洁电器软管及配件的主要原材料为塑料粒子，2025 年塑料粒子采购单价为 11.42 元/kg，较 2024 年有所回落；清洁电器整机的主要原材料有电池/电池组件、电机/电机组件、塑料粒子，其中，2025 年，电池/电池组件的采购单价为 59.87 元/台，较 2024 年下降 24.6%；电机/电机组件的采购单价为 38.76 元/台，与 2024 年基本持平。**2）中游产能：**公司整机相关产品销售量快速上涨，2025 年吸尘器整机销售量约为 490.42 万台，同比增长 36.8%；2025 年苏州生产基地生产清洁电器的产能利用率已接近饱和，达到 97.2%，产销率达到 100.8%；2025 年越南生产基地清洁电器整机产能利用率达到 86.8%，产销率达到 97.7%，该基地环境家居电器整机产能利用率为 23.7%，产销率达到 95.1%；根据公司 2026 年 6 月《向特定对象发行 A 股股票募集说明书（申报稿）》，公司计划向特定对象发行股票，拟募集资金总额不超过 7.76 亿元，根据公司 2026 年 8 月《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》，公司将募集资金总额调整为不超过 4.92 亿元，本次募投项目主要为了新建苏州尚腾科技制造有限公司年产清洁电器制品 800 万台项目（一期），有望解决苏州基地产能紧张的现状，同时补充流动资金和



增持（首次评级）

股票信息

行业	家电
2026 年 10 月 23 日收盘价(元)	30.80
总市值（百万元）	4,163.85
流通市值（百万元）	4,163.85
总股本（百万股）	135.19
流通股本（百万股）	135.19
近 3 月日均成交额(百万元)	153.01

作者


分析师 郭庆龙
SAC：S1070525120002
邮箱：guoqinglong@cgws.com


分析师 王文杰
SAC：S1070525120003
邮箱：wangwenjie2@cgws.com

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

偿还银行贷款。**3）下游客户：**主要扩产的现有品类清洁电器主要意向或目标客户均为行业内具有较大经营规模的龙头企业或知名企业，包括顺造科技、SharkNinja、BISSELL（必胜）、九阳股份、苏泊尔、简单有为、LG 等；本次募投项目扩产的现有品类环境家居电器主要意向或目标客户为公司越南生产基地现有客户以及国内其他头部小家电品牌商。

盈利预测及投资建议：考虑到 2026 年地缘政治摩擦加剧导致原材料价格上涨，我们认为 2026 年营业成本大幅上升，整体毛利率有所下行，但随着公司规模效应显现，募投项目赋能公司突破产能瓶颈，同时叠加原材料价格可能回归至正常区间，公司财务状况有望快速修复。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润为 -1.08/1.07/1.68 亿元人民币，2027-2028 年对应当前股价 PE 分别为 39.1/24.8 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；下游行业竞争加剧、终端需求不及预期导致的业绩持续亏损风险；海外基地经营、国际贸易摩擦与汇率风险；募投项目产能消化不及预期风险；客户集中度较高的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. ODM/OEM+全球化布局，公司营收向好，股权稳固 5
2. 软管配件行业出口稳步增长，清洁电器行业快速扩容 8
2.1 软管配件行业成本受原料影响，出口整体保持增长 8
2.2 清洁电器与环境家居电器行业稳步扩容，产品迭代、产业加速升级 9
3. 业务结构迭代升级，整机代工有望打开盈利增长空间 12
3.1 坐拥丰富产品矩阵，整机代工打造第二增长曲线 12
3.2 海内外工厂营收持续扩张，国内出口整机产品增速显著 14
3.3 上游成本、中游产能、下游客户等因素共振，盈利弹性有望兑现 17
4. 盈利预测及估值 21
风险提示 22

图表目录

图表 1： 2015-2023 年公司里程碑事件 5
图表 2： 公司 ODM/OEM 代工模式流程示意图 6
图表 3： 公司营业收入（左轴）及同比增速（右轴） 6
图表 4： 公司归母净利润（左轴）及同比增速（右轴） 6
图表 5： 公司整体毛利率情况 7
图表 6： 公司资产减值损失情况 7
图表 7： 公司各项期间费用率情况（%） 7
图表 8： 公司前十大股东持股情况（截至 2026/6/30） 7
图表 9： 公司一致行动人情况（截至 2026/6/30） 8
图表 10： 聚乙烯市场价格 9
图表 11： 塑料制的软管出口均价（截至 2026 年 8 月） 9
图表 12： 塑料制的软管出口金额（左轴）及同比增速（右轴） 9
图表 13： 2010-2029 年全球清洁电器零售额 10
图表 14： 2020-2024 年各地区清洁电器市场增速 10
图表 15： 2025 年海外市场清洁电器份额占比及增速 10
图表 16： 2025 年国内市场清洁电器份额占比及增速 10
图表 17： 国内吸尘器零售额（左轴）及零售单价（右轴） 11
图表 18： 国内扫地机器人零售额（左轴）及零售单价（右轴） 11
图表 19： 中国吸尘器年出口金额（左轴）及同比增速（右轴） 11
图表 20： 中国吸尘器年出口均价（左轴）及同比增速（右轴） 11
图表 21： 全球吸尘器市场 CR5 12
图表 22： 全球扫地机器人市场 CR5 12
图表 23： 公司产品矩阵及示例图片 13
图表 24： 清洁电器软管及配件收入（左轴）及同比增速（右轴） 13
图表 25： 清洁电器整机收入（左轴）及同比增速（右轴） 13

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 26：清洁电器软管及配件、整机收入占比（左轴，%）及毛利率（右轴，%）情况 14
图表 27：公司主要整机产品销量（万台） 14
图表 28：公司主要整机产品收入（亿元） 14
图表 29：公司境内工厂收入（左轴）及同比增速（右轴） 15
图表 30：公司境外工厂收入（左轴）及同比增速（右轴） 15
图表 31：公司境外工厂收入占比（左轴，%）及毛利率（右轴，%）情况 15
图表 32：越南 SUNTONE 工厂整机业务情况 15
图表 33：公司境外（按收入来源分地区）分产品收入（左轴）及同比增速（右轴） 16
图表 34：公司软管及配件业务分生产基地境外收入情况 16
图表 35：公司整机业务分生产基地境外收入情况 16
图表 36：2025 年公司境外前五大客户情况 17
图表 37：2025 年公司分产品成本分析（亿元） 17
图表 38：公司主要原材料采购价格 18
图表 39：公司历年各软管类产品销售量（万根） 18
图表 40：公司历年吸尘器整机销售量（左轴）及同比增速（右轴） 18
图表 41：2025 年公司前五大客户情况 19
图表 42：2030 年公司分产品产能消化情况的计算 20
图表 43：公司收入拆分（亿元） 21
图表 44：可比公司估值（2026/10/25） 21

下载日志已记录，仅供内部参考

1. ODM/OEM+全球化布局，公司营收向好，股权稳固

清洁电器配件龙头，海内外多基地支撑全球化布局。根据公司官网信息，金华春光橡塑科技股份有限公司成立于 2000 年，是专业研发、生产、销售清洁电器软管、配件及整机的国家高新技术企业，2018 年在上海主板上市。公司总部位于浙江省金华市金磐开发区，旗下拥有金华总部、苏州凯弘、苏州尚腾、马来西亚 CGH、越南 CGH、越南 Suntone、马来西亚 Suntone 七处生产基地，初步构建起立足金华，布局世界工厂，服务全球品牌的发展战略。

图表1：2015-2023 年公司里程碑事件

年份	里程碑事件
2015	·成为 Shark 鲨客供应商 ·海外第一处生产制造基地“CGH 马来西亚基地”成立 ·获评“金华市优秀企业（金星奖）”“知识产权贯标认证”
2016	·获评“浙江省著名商标”“省级企业研究院”“安全生产标准化三级企业”
2017	·获评“浙江省工业设计中心” ·吸尘器软管获评“浙江省著名产品”
2018	·在上海证券交易所挂牌上市，成为 A 股市场清洁电器配件行业上市企业（股票代码：603657） ·获评“AAA 级守合同重信用”企业、“浙江省企业技术中心”“浙江省专利示范企业”、“国家高新技术企业”
2019	·成立海外第二处生产基地“CGH 越南基地” ·获评“浙江省隐形冠军企业”、“浙江制造”品字标认证企业、“金华市人民政府质量奖” ·苏州凯弘成为 LG 清洁电器供应商
2020	·新厂房及 IPO 募投项目建成投产，占地总面积 173 亩，总投资 9 亿余元 ·获评“中国驰名商标”、“国家专精特新‘小巨人’企业”、“浙江省塑料行业协会常务副会长单位”
2021	·先后收购成立“越南 Suntone”、“苏州尚腾”两家整机生产企业，产业链延伸至整机生产业务领域 ·获评“浙江出口名牌”企业
2022	·年销售额突破 19 亿元 ·获评“浙江省博士后工作站”、“金华市税收遵从合作协议签约单位”
2023	·集团新总部落成 ·建立了垂直供应体系，初步形成海外国际供应链优势

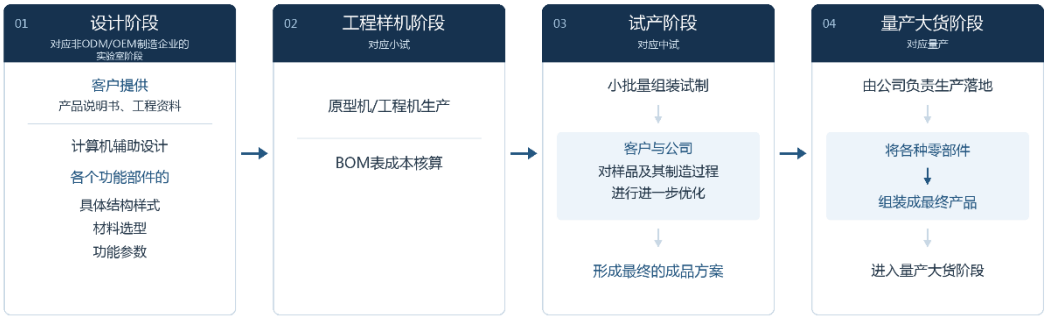
资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

公司 ODM/OEM 业务依托设计与制造能力，分四阶段完成产品落地。根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复(修订稿)》,作为 ODM/OEM 厂商，公司核心能力为“设计+制造”/“制造”能力，对应核心生产工序和生产能力为：将各种零部件组装成最终产品,公司 ODM/OEM 产品开发、生产流程大致可以分为四个阶段：设计阶段（对应非 ODM/OEM 制造企业的实验室阶段）、工程样机阶段（对应小试）、试产阶段（对应中试）、量产大货阶段（对应量产）。对于新款产品，在组装生产环节，由

下载日志已记录，仅供内部参考

客户提供产品说明书、工程资料，公司通过计算机辅助设计、原型机/工程机生产、BOM表成本核算等环节，将客户的产品转化为各个功能部件的具体结构样式、材料选型、功能参数等，并进行小批量组装试制；在试生产结束后，客户与公司将对样品及其制造过程进行进一步优化，形成最终的成品方案，由公司负责生产落地，进入量产大货阶段。

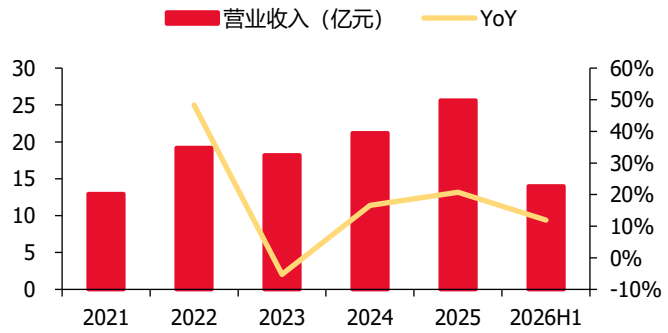
图表2：公司 ODM/OEM 代工模式流程示意图



资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿），长城证券产业金融研究院

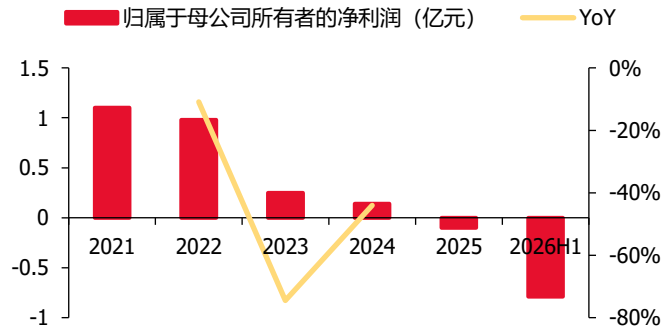
公司营收稳步增长，各因素扰动下归母净利润面临挑战。根据 ifind、公司 2024 和 2025 年年报、2025 和 2026 年中报，公司 2025 年营业收入为 25.61 亿元，同比增长 20.7%；毛利率为 11.3%，同比增加 0.7pct；归母净利润亏损 0.10 亿元，归母净利润亏损主要原因是：1) 2025 年公司汇兑损失为 1837.45 万元，汇兑损失增加导致财务费用增加，2) 2025 年公司商誉减值损失 565.31 万元、存货跌价损失及合同履约成本减值损失 3390.95 万元，商誉减值准备和存货跌价损失增加导致资产减值损失增加。2026 年上半年公司营业收入为 14.00 亿元，同比增长 11.9%；归母净利润亏损 0.79 亿元，公司归母净利润亏损主要原因是：1）2026 上半年原材料价格上涨导致公司毛利率下降至 6.5%，同比减少 4.1pct，2) 2026 上半年公司汇兑损失为 2924.55 万元，汇率波动导致财务费用增加。

图表3：公司营业收入（左轴）及同比增速（右轴）



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年年报，2026 年中报，长城证券产业金融研究院

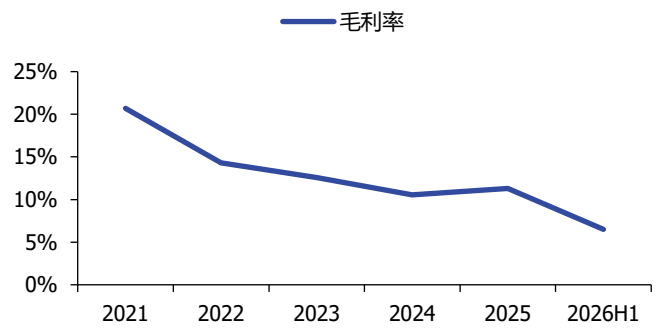
图表4：公司归母净利润（左轴）及同比增速（右轴）



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年年报，2026 年中报，长城证券产业金融研究院

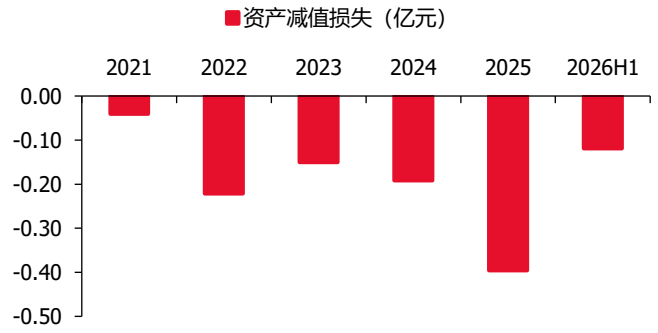
下载日志已记录，仅供内部参考

图表5：公司整体毛利率情况



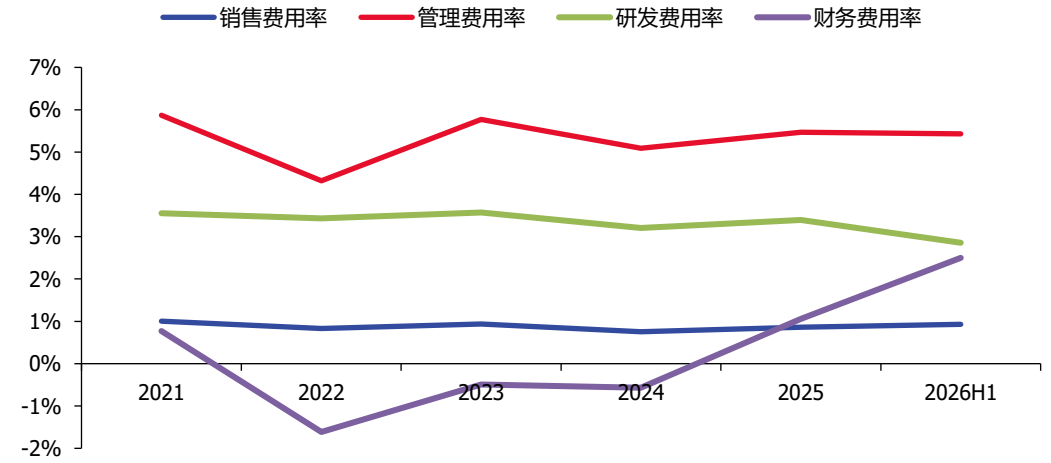
资料来源：ifind，公司 2021-2025 年年报，2026 年中报，长城证券产业金融研究院

图表6：公司资产减值损失情况



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年年报，2026 年中报，长城证券产业金融研究院

图表7：公司各项期间费用率情况（%）



资料来源：ifind，公司 2021-2025 年年报，2026 年中报，长城证券产业金融研究院

创始人紧握公司控制权，未来发展齐心协力。根据 ifind、公司 2026 年中报，截至 2026 年中报，浙江春光控股有限公司持有公司 46.60%的股份，陈正明先生持有公司 6.21%的股份，陈凯持有公司 4.66%的股份，金华市凯弘投资合伙企业（有限合伙）持有公司 3.73%的股份，陈弘旋持有公司 3.11%的股份，张春霞持有公司 1.55%的股份，高盛国际-自有资金持有公司 0.91%的股份，袁鑫芳持有公司 0.82%的股份，金华市毅宁投资管理合伙企业（有限合伙）持有公司 0.74%的股份，邵逸群持有公司 0.63%的股份，十大股东合计持有公司 68.96%的股份。其中，最大股东浙江春光控股有限公司由公司创始人陈正明先生 100%控股，由陈正明先生等组成的一致行动人持股占比达 67.42%，我们认为，公司股权结构稳定清晰，有利于公司未来发展形成合力。

图表8：公司前十大股东持股情况（截至 2026/6/30）

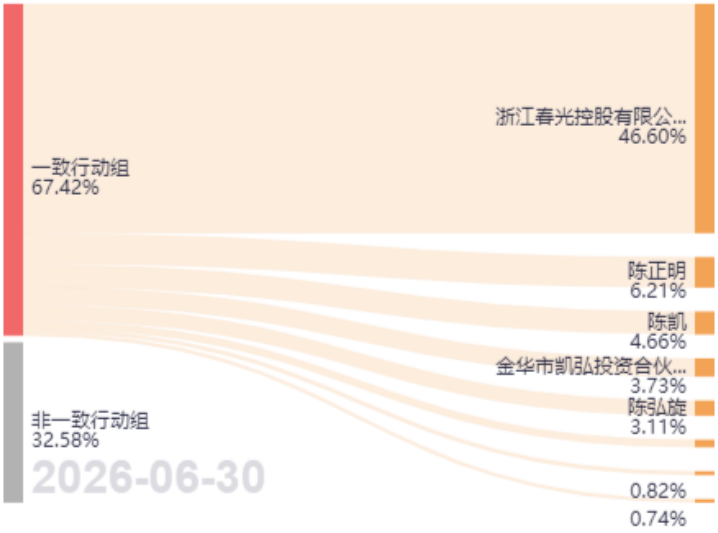
股东名称	持股数量(股)	占总股本比例
浙江春光控股有限公司	63000000	46.60%
陈正明	8400000	6.21%
陈凯	6300000	4.66%

下载日志已记录，仅供内部参考

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例
金华市凯弘投资合伙企业（有限合伙）	5046840	3.73%
陈弘旋	4200000	3.11%
张春霞	2100000	1.55%
高盛国际-自有资金	1226214	0.91%
袁鑫芳	1110500	0.82%
金华市毅宁投资管理合伙企业（有限合伙）	1005760	0.74%
邵逸群	850000	0.63%
合计	93239314	68.96%

资料来源：ifind，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

图表9：公司一致行动人情况（截至 2026/6/30）



资料来源：ifind，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

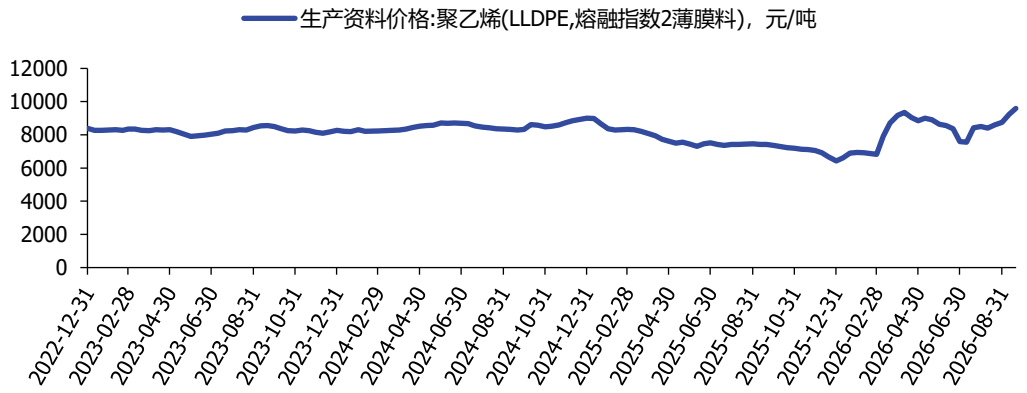
2. 软管配件行业出口稳步增长，清洁电器行业快速扩容

2.1 软管配件行业成本受原料影响，出口整体保持增长

塑料粒子价格波动是软管及配件行业主要成本变量。软管及配件产品的主要原材料为塑料粒子，塑料粒子采购价格受国际油价影响，以聚乙烯市场价格为例，根据国家统计局数据，2023 年至 2026 年初，聚乙烯价格总体下降，利好软管及配件生产成本；随着国际局势发生变化，2026 年二季度聚乙烯价格快速上涨，整体波动率增大，软管及配件相关制造企业面临一定的原材料价格波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

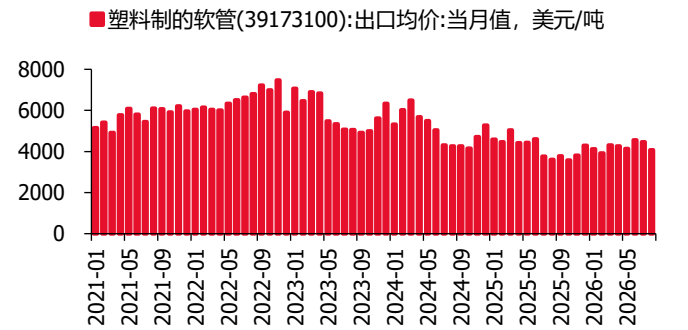
图表10：聚乙烯市场价格



资料来源：ifind、国家统计局，长城证券产业金融研究院

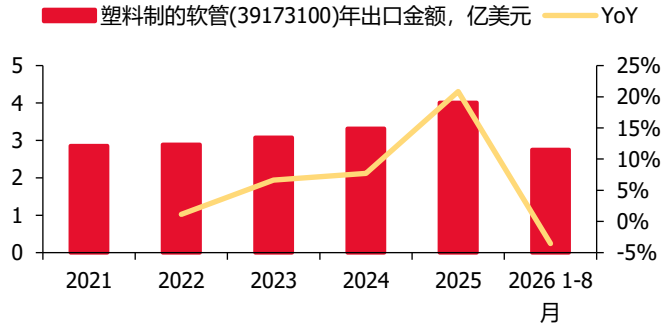
国内塑料软管出口总体仍稳步增长，均价下行反映行业竞争加剧。根据 ifind、海关总署数据，2021 年-2025 年中国塑料制的软管出口金额保持增长，2025 年全年出口金额约 4.01 亿美元，同比增长 20.8%；2026 年 1-8 月出口金额约 2.75 亿美元，同比下降 3.5%。从出口均价来看，2021 年以来，中国塑料制的软管均价整体有所回落，2026 年 8 月均价约为 4073.04 美元/吨。我们认为，中国塑料制的软管相关产品整体出口仍保持增长势头，均价下行一定程度上反映了行业竞争不断加剧。

图表11：塑料制的软管出口均价（截至 2026 年 8 月）



资料来源：ifind、海关总署，长城证券产业金融研究院

图表12：塑料制的软管出口金额（左轴）及同比增速（右轴）



资料来源：ifind、海关总署，长城证券产业金融研究院

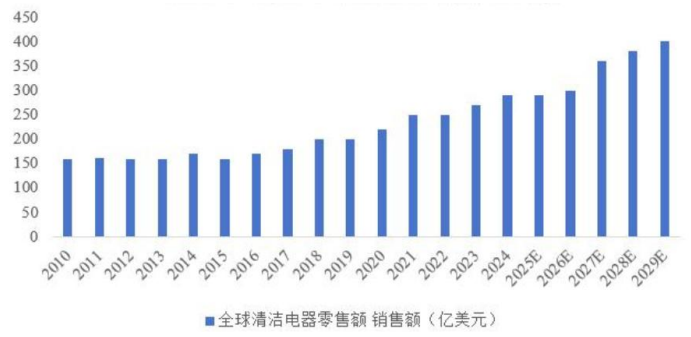
2.2 清洁电器与环境家居电器行业稳步扩容，产品迭代、产业加速升级

清洁电器需求持续增长，新品类产品迭代加速。根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》，清洁电器是用于清洁物品及室内外环境的电器统称，涵盖吸尘器、洗地机、扫地机器人等品类，核心功能包括物理吸附、机械抛光及蒸汽冲洗等。在现代快节奏生活、全球老龄化加剧、养宠家庭持续增多的背景下，消费者对高效、智能清洁需求的持续攀升已成为行业规模增长的核心驱动力。吸尘器产品的技术升级以电机功率提升、过滤系统改进为主，换机周期通常为 5-7 年；扫地机器人、洗地机等新品类产品的技术迭代速度已接近消费电子产品，换机周期已缩短至 2-3 年。

下载日志已记录，仅供内部参考

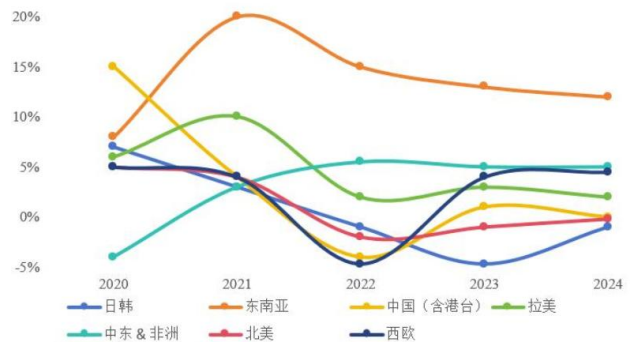
全球清洁电器市场稳步扩容，新兴市场与海内外品类结构存在差异。根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》援引 Euromonitor 数据，2024 年全球清洁电器零售额达 293 亿美元，预计 2029 年将达 383 亿美元，2023-2029 年复合年均增长率（CAGR）约为 5%。截至 2026 年 8 月，相较于欧美发达国家，清洁电器在中国、东南亚、拉美等新兴市场的渗透率还处于低位，市场增长空间广阔：2020-2024 年，东南亚地区清洁电器市场增长势头强劲，平均增速在 10%以上；中东、非洲及拉美地区亦保持相对较高的增速。根据该申请文件援引 GfK 数据，国内市场清洁电器中，洗地机和扫地机器人市场份额占比较高，且保持较高增速；海外市场清洁电器中，推杆式吸尘器市场份额占比最高，洗地机和扫地机器人增速较快。

图表13：2010-2029 年全球清洁电器零售额



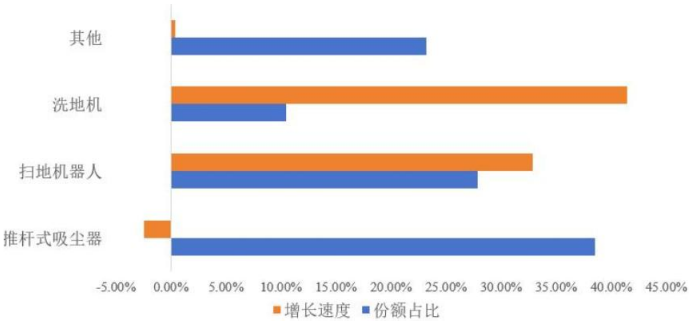
资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）、Euromonitor，长城证券产业金融研究院

图表14：2020-2024 年各地区清洁电器市场增速



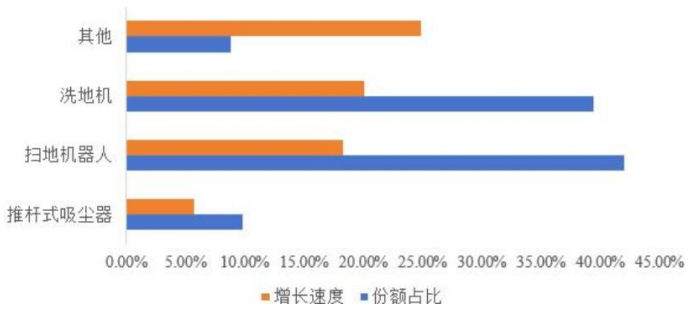
资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）、Euromonitor，长城证券产业金融研究院

图表15：2025 年海外市场清洁电器份额占比及增速



资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）、GfK，长城证券产业金融研究院

图表16：2025 年国内市场清洁电器份额占比及增速



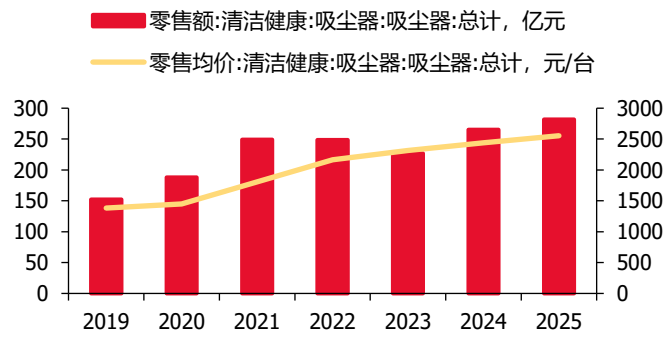
资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）、GfK，长城证券产业金融研究院

国内吸尘器、扫地机器人零售额稳健增长，产品均价持续上行。根据 ifind 和产业在线数据，2025 年国内吸尘器零售额为 281.88 亿元，同比增长 6.3%，零售量为 1906.23 万台，零售均价为 2554.12 元/台；国内吸尘器 2019-2025 年零售额和零售均价整体稳步增长。2025 年国内扫地机器人零售额为 142.25 亿元，同比增长 7.9%，零售量为 416.53 万台，零售均价为 3932.36 元/台；国内扫地机器人 2019-2025 年零售额整体稳步增长，

下载日志已记录，仅供内部参考

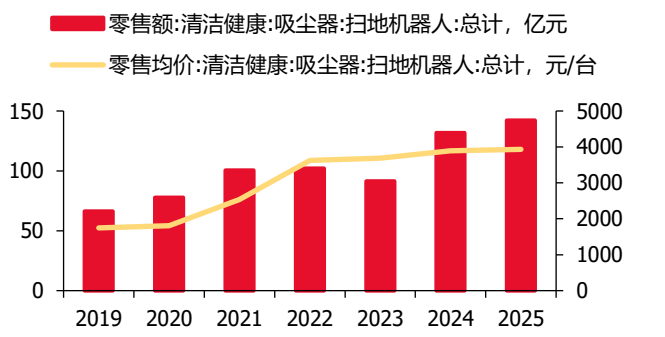
零售均价于 2019-2022 年快速上涨突破 3600 元/台，随后持续稳步增长。

图表17：国内吸尘器零售额（左轴）及零售单价（右轴）



资料来源：ifind、产业在线，长城证券产业金融研究院

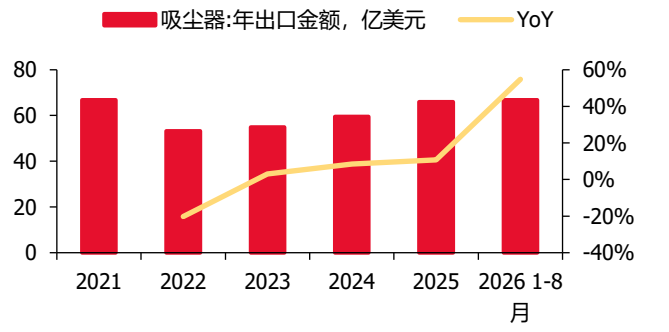
图表18：国内扫地机器人零售额（左轴）及零售单价（右轴）



资料来源：ifind、产业在线，长城证券产业金融研究院

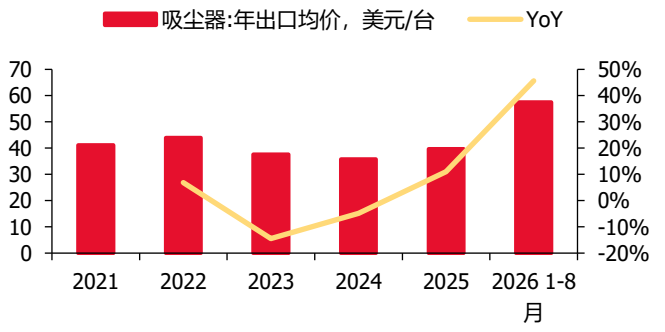
国内吸尘器出口高增，2026 年 1-8 月实现量价齐升。根据 ifind 和海关总署数据，2025 年中国吸尘器出口金额为 65.93 亿美元，同比增长 10.7%；出口均价为 39.70 美元/台，同比增长 11.0%。2026 年 1-8 月，中国吸尘器出口金额为 66.84 亿美元，同比增长 54.8%；出口均价为 57.51 美元/台，同比增长 45.6%。中国吸尘器出口金额在 2022 年下挫后缓慢恢复，在 2025 年恢复至 2021 年水平；2026 年中国吸尘器出口金额增速明显加快，前 8 个月出口金额便超过了 2021 年、2025 年全年水平，前 8 个月均价也大幅高于 2021-2025 年各年均价，2026 年 1-8 月中国吸尘器出口同比呈现快速增长态势，反映出国内相关厂商快速迭代产品使之在国际上具备竞争力。

图表19：中国吸尘器年出口金额（左轴）及同比增速（右轴）



资料来源：ifind、海关总署，长城证券产业金融研究院

图表20：中国吸尘器年出口均价（左轴）及同比增速（右轴）



资料来源：ifind、海关总署，长城证券产业金融研究院

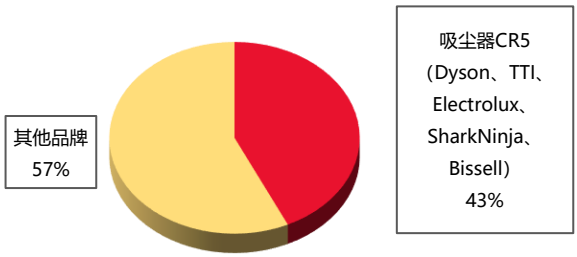
环境家居电器处于“场景化”、“智能化”、“健康化”三大核心趋势驱动的关键发展期。根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》，随着传感功能、算法演进与 AI 接入的发展，环境家居电器逐渐具备以主动“思考”的形式识别环境需求、自行调度功能、改善环境状况的能力，能够为打造舒适家居体验提供定制化解决方案，既顺应了全球“绿色低碳”的政策导向，又能满足消费者对家居舒适度的迫切需求。根据该申请文件援引贝哲斯市场报告，全球环境辅助生活和智能家居市场

下载日志已记录，仅供内部参考

规模在 2025 年达 10823.31 亿元，预计至 2032 年市场规模将会达到 50098.57 亿元，复合年均增长率为 24.47%。

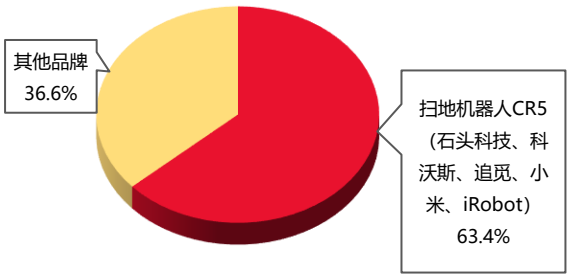
清洁电器产业链分层清晰，行业竞争倒逼代工厂综合能力升级。根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》，清洁电器与环境家居电器产业链分为三层：上游是零部件厂商，中游为整机 ODM/OEM 厂商，下游是全球品牌商。春光科技处于产业链上中游，既可生产软管、配件等核心零部件，也通过 ODM/OEM 为下游品牌提供整机代工。当前清洁电器行业竞争激烈，全球品牌格局相对分散，国内品牌快速崛起，行业技术迭代加快、价格竞争加剧，竞争特征与 2015-2020 年智能手机行业相近。根据该申请文件援引 Global Info Research 和 IDC 数据，细分市场方面，吸尘器市场由海外传统龙头主导，Dyson、TTI、Electrolux、SharkNinja、Bissell 五大品牌合计份额 43%；扫地机器人市场以国产品牌为主，石头科技、科沃斯、追觅、小米、iRobot 五大品牌合计份额 63.4%。激烈竞争环境中，品牌商依托议价能力向上游传递降本诉求，要求代工厂持续压价以应对终端价格战；同时对代工厂提出更高要求，需提升产品品质、缩短交付周期、布局全球产能，匹配品牌自身扩张需求。

图表21：全球吸尘器市场 CR5



资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）、Global Info Research，长城证券产业金融研究院

图表22：全球扫地机器人市场 CR5



资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）、IDC，长城证券产业金融研究院

3. 业务结构迭代升级，整机代工有望打开盈利增长空间

3.1 坐拥丰富产品矩阵，整机代工打造第二增长曲线

公司产品矩阵丰富，拥有多种清洁电器软管及配件、整机的生产能力。根据公司官网信息，公司产品主要可分为 1）清洁电器软管及配件，其中，软管部分包括 PP 筋系列、吹塑系列、导电管系列、高压管系列、挤出管系列、伸缩管系列、吸塑管系列、其它管系列等产品，配件部分包括滚刷系列、滚轴系列、铝管、吸尘器组件、洗地机组件、洗衣机组件等产品；2）清洁电器整机，主要包括吸尘器、洗地机、布艺清洗机、除螨仪、扫地机器人等产品。

下载日志已记录，仅供内部参考

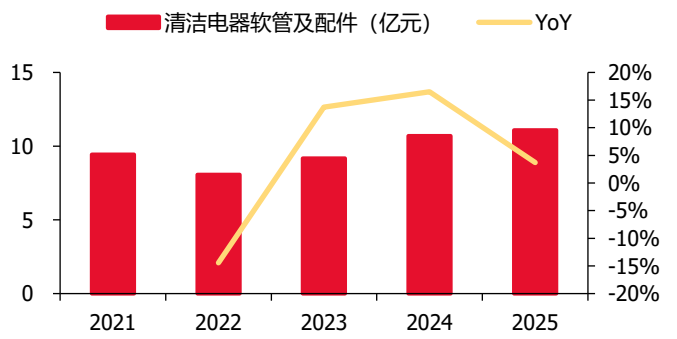
图表23：公司产品矩阵及示例图片

软管		配件		整机	
					
PP筋系列	吹塑系列	滚刷系列	滚轴系列	吸尘器	洗地机
					
导电管系列	高压管系列	铝管	吸尘器组件	布艺清洗机	除螨仪
					
挤出管系列	伸缩管系列	洗地机组件	洗衣机组件	扫地机器人	
					
吸塑管系列	其它管系列				

资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

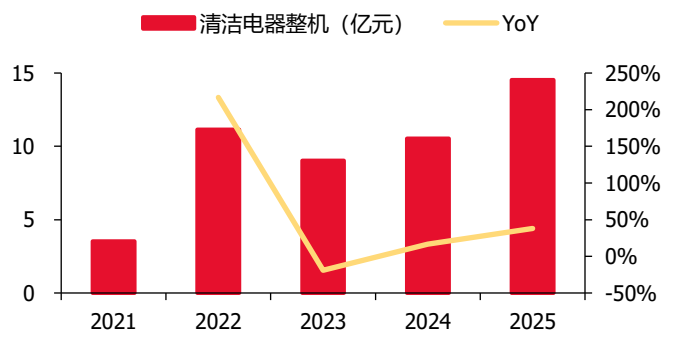
2025 年公司整机业务高速增长，两大主要产品收入和毛利率均实现正增长。根据公司 2023-2025 年年报，分产品来看，公司营业收入可分为清洁电器软管及配件营收和清洁电器整机营收：2025 年清洁电器软管及配件营业收入为 11.08 亿元，同比增长 3.7%，毛利率为 19.6%，同比增长 2.5pct；清洁电器整机营业收入为 14.53 亿元，同比增长 37.9%，2025 年整机营收较 2024 年增速加快，毛利率为 5.0%，同比增长 1.0pct。我们发现，2025 年公司传统清洁电器软管及配件业务营收和毛利率均保持增长；公司新兴清洁电器整机业务营收增长跑出加速度，占比首次超过软管及配件业务，毛利率也有所改善，清洁电器整机业务有望成为公司利润新的增长引擎。

图表24：清洁电器软管及配件收入（左轴）及同比增速（右轴）



资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

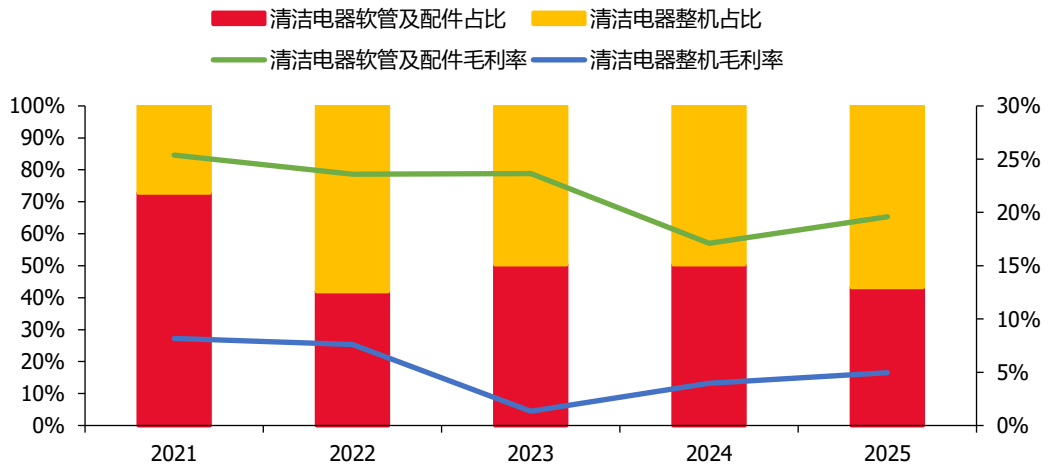
图表25：清洁电器整机收入（左轴）及同比增速（右轴）



资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

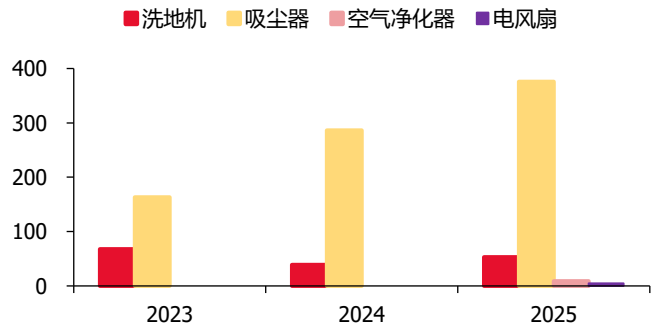
图表26：清洁电器软管及配件、整机收入占比（左轴，%）及毛利率（右轴，%）情况



资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

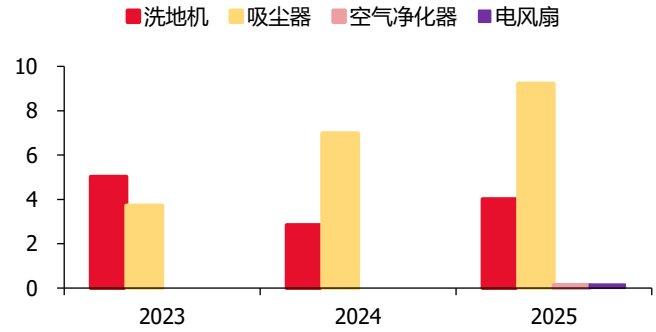
公司发力整机代工业务，多品类清洁及环境家居电器实现销量收入增长。如今，传统软管及配件行业竞争不断加剧，公司积极布局整机代工业务，打造第二增长曲线。根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》，公司代工的整机产品主要为以洗地机、吸尘器为代表的清洁电器和以空气净化器、电风扇为代表的环境家居电器。2025 年，公司洗地机、吸尘器销量分别为 52.91、375.58 万台，分别同比增长 35.8%、31.3%；公司空气净化器、电风扇销量分别为 8.68、4.53 万台。2025 年，公司洗地机、吸尘器收入分别为 4.01、9.23 亿元，分别同比增长 41.0%、32%；公司空气净化器、电风扇收入分别为 0.14、0.17 亿元。

图表27：公司主要整机产品销量（万台）



资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿），长城证券产业金融研究院

图表28：公司主要整机产品收入（亿元）



资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿），长城证券产业金融研究院

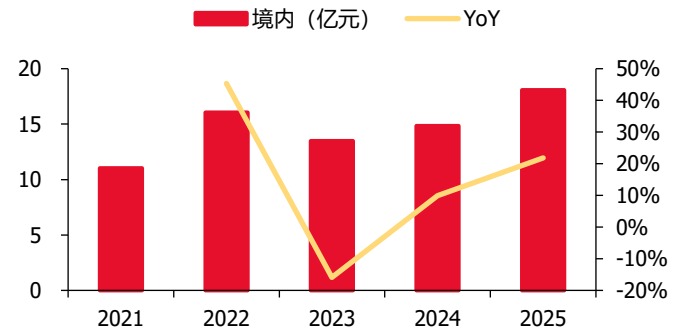
3.2 海内外工厂营收持续扩张，国内出口整机产品增速显著

公司海内外工厂营收同步扩张，海外工厂短期面临多重因素挑战。公司在国内金华、苏州拥有多座工厂，同时，为了触达更多海外客户及市场，公司也在东南亚的越南和马来西亚修建多座本地工厂。根据公司 2024、2025 年年报，从工厂所处地区来看，2025 年

下载日志已记录，仅供内部参考

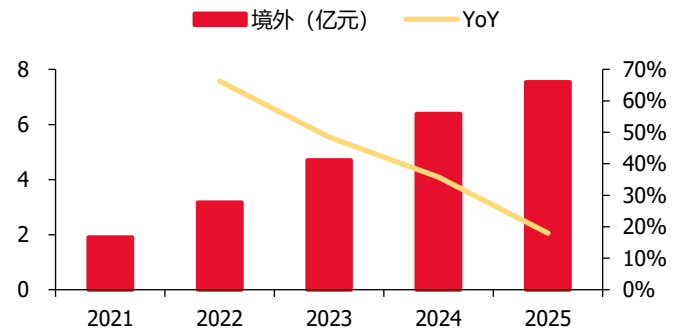
境内工厂生产的产品实现营收 18.08 亿元，同比增长 21.8%，毛利率为 17.4%；境外工厂生产的产品实现营收 7.53 亿元，同比增长 18.0%，毛利率为-3.4%。根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》，2025 年，公司海外工厂毛利率为负的直接原因主要为越南 SUNTONE 工厂-4.84%毛利率的拖累，根本原因为：**1）从单位制造费用来看，**一是注塑外协资源紧张，注塑件外协加工价格上涨；二是公司 2025 年业务订单持续增长且预计取得新客户业务，基于满足订单生产及新客户生产管理要求，公司新增生产线和生产场所，产线折旧及厂房租金相应增加。**2）从单位人工费用来看，**单位人工上涨主要是越南当地用工成本普遍上涨所致。**3）从单位售价来看，**2025 年国际贸易摩擦加剧，越南 SUNTONE 主要出口北美市场，受贸易摩擦及关税政策变动冲击明显，单位售价进一步下行。不过，由于公司持续推进降本工作，单位材料成本端有所改善，单位材料成本实现进一步下降。

图表29：公司境内工厂收入（左轴）及同比增速（右轴）



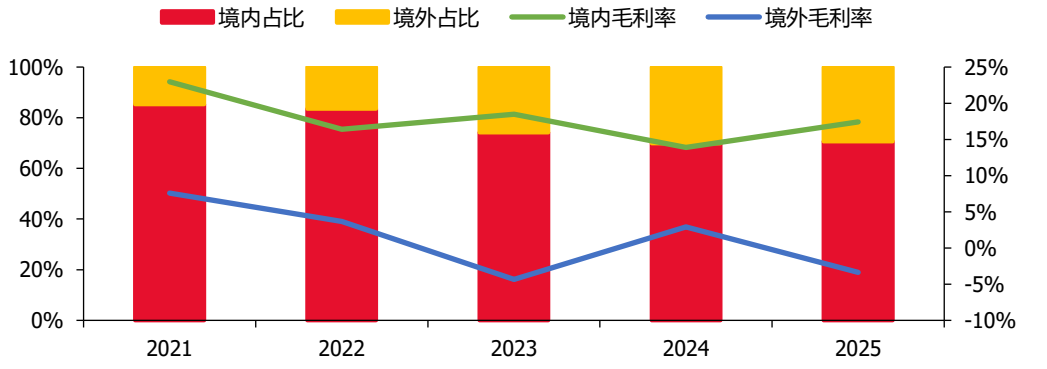
资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表30：公司境外工厂收入（左轴）及同比增速（右轴）



资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表31：公司境外工厂收入占比（左轴，%）及毛利率（右轴，%）情况



资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表32：越南 SUNTONE 工厂整机业务情况

项目	2025	2025 同比变动	2024	2024 同比变动	2023
产品收入（万元）	40900.97	6.10%	38,548.65	19.93%	32141.40
销售数量（万台）	209.56	11.97%	187.16	28.96%	145.13
单位售价（元/台）	195.17	-5.24%	205.96	-7.00%	221.47
单位成本（元/台）	204.62	0.29%	204.02	-14.11%	237.54

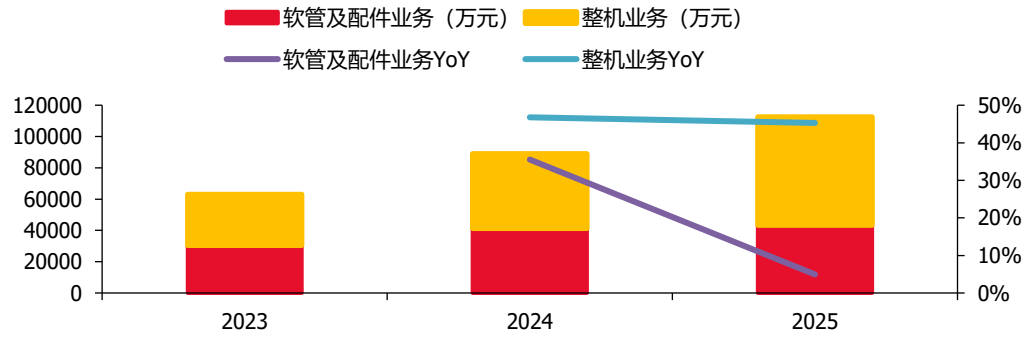
下载日志已记录，仅供内部参考

其中：单位直接材料（元/台）	149.84	-8.64%	164.01	-15.22%	193.44
单位直接人工（元/台）	9.68	16.36%	8.32	-8.07%	9.05
单位制造费用（元/台）	45.1	42.30%	31.7	-9.56%	35.05
毛利率	-4.84%	下降 5.78 个百分点	0.94%	上涨 8.20 个百分点	-7.26%

资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿），长城证券产业金融研究院

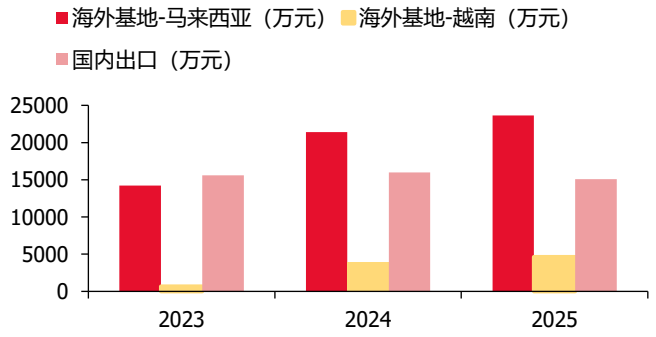
公司境外收入保持较快增长，国内出口整机产品收入增速亮眼。根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复(修订稿)》，从收入来源地区分析，2025 年公司主要产品境外地区收入为 11.25 亿元，同比增长 26.5%。境外软管及配件业务收入为 4.34 亿元，同比增长 4.9%；其中，马来西亚和越南的海外基地收入合计为 2.83 亿元，同比增长 11.7%，国内出口收入为 1.51 亿元，同比下降 5.7%。境外整机业务收入为 6.91 亿元，同比增长 45.3%；其中，海外基地收入为 4.69 亿元，同比增长 21.5%，国内出口收入为 2.23 亿元，同比增长 146.6%。

图表33：公司境外（按收入来源分地区）分产品收入（左轴）及同比增速（右轴）



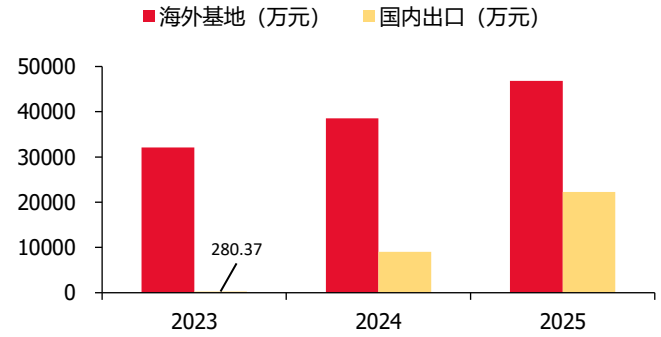
资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿），长城证券产业金融研究院

图表34：公司软管及配件业务分生产基地境外收入情况



资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿），长城证券产业金融研究院

图表35：公司整机业务分生产基地境外收入情况



资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿），长城证券产业金融研究院

公司境外客户集中度持续下降，客户结构逐步优化。根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》，公司 2023-2025 年境外最大客户年度销售金额由 3.26 亿元增长至 4.19 亿元，但由于公司境外业务的快速扩张，最大客户年度销售金额占比从 51.2%下降至 36.0%，境外前五大客户在合计销售金额增长的同时，

下载日志已记录，仅供内部参考

合计销售金额占比从 80.3%下降至 69.3%。我们认为，公司境外业务正在从早期的“依赖大客户发展”向“多客户全面拓展”转变，外海销售有望多点开花，继续做大做强。

图表36：2025 年公司境外前五大客户情况

客户	销售金额（万元）	交易额占当年境外收入比例
客户 B	41898.83	35.96%
客户 C	17726.92	15.21%
客户 F	9759.63	8.38%
客户 H	6825.25	5.86%
客户 I	4518.61	3.88%
合计	**80729.24**	**69.29%**

资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿），长城证券产业金融研究院

3.3 上游成本、中游产能、下游客户等因素共振，盈利弹性有望兑现

从上游成本端分析，2025 年原材料价格整体回落，内部配套提升有望进一步优化公司盈利空间。根据公司 2021-2025 年年报，材料成本为公司最主要营业成本，2025 年，材料成本合计为 17.28 亿元，占总营业成本的 76.0%，其中，清洁电器软管及配件的材料成本为 5.50 亿元，清洁电器整机的材料成本为 11.77 亿元。根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》，公司清洁电器软管及配件的主要原材料为塑料粒子，2025 年塑料粒子采购单价为 11.42 元/kg，较 2024 年有所回落；清洁电器整机的主要原材料有电池/电池组件、电机/电机组件、塑料粒子，其中，2025 年，电池/电池组件的采购单价为 59.87 元/台，较 2024 年下降 24.6%；电机/电机组件的采购单价为 38.76 元/台，与 2024 年基本持平。公司通过外购塑料粒子自制成用于整机组装用的塑料件，该部分整机原材料可以理解为自制自给，苏州尚腾工厂为公司重要的整机代工厂，2025 年该工厂的内部采购金额占比为 23.0%，同比增长 1.6pct，外部采购金额占比则相应下降。我们认为，在 2026 年，由于国际地缘冲突影响，塑料粒子价格短期可能会有所波动，长期有望回归正常区间；随着公司整机代工业务的扩大，公司有望在电池/电池组件、电机/电机组件方面获得更大的议价权，长期电池、电机相关原材料有望下降；同时，考虑到公司在自制自给的塑料件上拥有较高的毛利率，如果未来能进一步提升内部采购金额的占比，公司有望获得更高的利润弹性。

图表37：2025 年公司分产品成本分析（亿元）

分产品	成本构成项目	本期金额
清洁电器软管及配件	材料成本	5.50
	人工成本	1.85
	制造费用	1.56
清洁电器整机	材料成本	11.77
	人工成本	0.84
	制造费用	1.19

资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿），长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

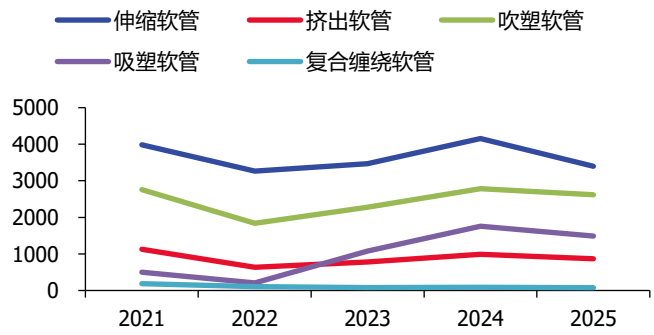
图表38：公司主要原材料采购价格

原材料	2023	2024	2025
塑料粒子（元/kg）	11.81	12.17	11.42
电池/电池组件（元/台）	61.87	79.40	59.87
电机/电机组件（元/台）	38.20	38.78	38.76

资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿），长城证券产业金融研究院

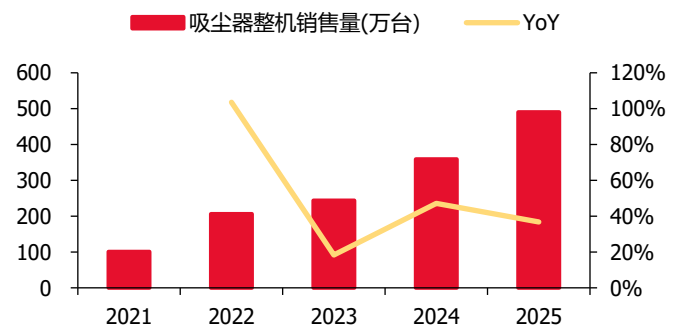
从产销与产能端分析，整机业务销量高增，现有产能瓶颈亟待突破。根据公司 2021-2025 年年报，公司软管类产品销售量趋于稳定，而整机相关产品销售量快速上涨，2025 年吸尘器整机销售量约为 490.42 万台，同比增长 36.8%。根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》，公司整机业务生产主要由苏州生产基地和越南生产基地负责。其中，苏州生产基地主要负责生产清洁电器整机，2025 年该基地产能利用率已接近饱和，达到 97.2%，产销率达到 100.8%。而越南生产基地既生产清洁电器整机又生产环境家居电器整机，2025 年该基地清洁电器整机产能利用率达到 86.8%，产销率达到 97.7%，该基地环境家居电器整机产能利用率为 23.7%，产销率达到 95.1%，环境家居电器为公司 2025 年新开始布局生产、销售产品，尚处于客户开拓、导入、产能爬坡阶段，故而产能利用率较低。通过分析整机业务产能利用率、产销率等数据，我们认为，整机作为公司成长性最高的板块，各生产基地产销率都接近甚至超过 100%，目前却遇到了产能利用率饱和的挑战，而公司正通过定向增发等渠道募集资金，升级完善苏州生产基地来解决这一问题；如果升级扩产后公司能达到“小家电产能约 1780 万台，其中清洁电器产能约 1290 万台，环境家居电器产能约 490 万台”的最终目标，其收入和利润有望迎来突破。

图表39：公司历年各软管类产品销售量（万根）



资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

图表40：公司历年吸尘器整机销售量(左轴)及同比增速(右轴)



资料来源：公司 2021-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

从下游客户端分析，募投项目储备优质龙头客户，客户结构保持稳定。根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》，公司 2026 年的募投项目主要为了在苏州工厂扩产清洁电器和环境家居电器：对于公司而言，此类小家电产品核心工序为产品组装，相关产品均较为成熟，生产两类产品的产线、工艺流程不存在重大区别，因此，公司规划产能可以根据下游客户实际订单需求灵活调整切换，规划

下载日志已记录，仅供内部参考

产能消化面向整体的清洁电器和环境家居电器市场；而公司下游客户均为电器品牌商，随着品牌商经营规模发展其业务范围有望覆盖清洁电器、环境家居电器等多类产品，公司扩产可以更好地满足其需求。公司本次募投项目主要扩产的现有品类清洁电器主要意向或目标客户均为行业内具有较大经营规模的龙头企业或知名企业：1）顺造科技是一家成立于 2019 年的小米生态链企业，专注于研发手持无线吸尘器、智能扫地机器人、洗地机等高端清洁电器，产品覆盖家用、车载、办公等多类清洁场景；2）SharkNinja 是一家全球性的产品设计和技术公司，美股上市公司，包括“Shark”和“Ninja”品牌的清洁电器、烹饪和饮料电器、食品准备电器和其他产品；3）BISSELL（必胜）作为北美吸尘器第一品牌，源于美国密歇根州，专注于对居家各种清洁需求的解决方案，其产品已经覆盖家居清洁的各个方面尤其以独创的地面深层清洁功能闻名全球；4）除此之外，九阳股份、苏泊尔、简单有为、LG 等清洁电器行业内知名品牌企业均为公司客户。公司本次募投项目扩产的现有品类环境家居电器主要意向或目标客户为公司越南生产基地现有客户以及国内其他头部小家电品牌商。公司的大客户对其发展至关重要，2025 年，公司前五大客户营业收入为 16.08 亿元，占总营收的 62.8%，2023-2025 年公司前五大客户营收占比稳定在 63%附近。

图表41：2025 年公司前五大客户情况

客户	营业收入（万元）	营业收入占比
客户 A	75381.16	29.43%
客户 B	42893.13	16.75%
客户 C	17726.92	6.92%
客户 D	12690.23	4.95%
客户 E	12106.76	4.73%
合计	**160798.20**	**62.78%**

资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿），长城证券产业金融研究院

从需求测算看，募投产能依托核心客户需求具备消化基础。根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复(修订稿)》，公司从 SharkNinja、LG、Bissell、顺造科技等 11 家核心客户了解到，2026 年上述客户清洁电器代工需求 5525 万台、环境家居电器代工需求 900 万台，综合各品类及客户增长情况，审慎假设需求年增速 5%，则 2030 年对应需求为清洁电器 6716 万台、环境家居电器 1094 万台。公司规划提升客户供货占比：清洁电器客户平均供应比例由 2026 年 14%提升至 2030 年 23%，环境家居电器平均供应比例由 16%提升至 27%，对标同行业可比公司 23%的客户采购占比，该目标具备合理性。按此测算，2030 年来自这 11 家客户的代工需求合计 1815 万台（清洁电器 1517 万台+环境家居电器 298 万台），与公司届时总产能 1780 万台（清洁电器 1290 万台+环境家居电器 490 万台）基本匹配。分产品产能消化方面，清洁电器产能可由现有客户需求覆盖消化；环境家居电器方面，现有 3 家客户需求可消化 60%产能，剩余约 200 万台产能计划通过拓展国内小家电头部品牌完成消化，公司判断目标具备落地基础。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表42：2030 年公司分产品产能消化情况的计算

	清洁电器	环境家居电器	合计
2026 年核心客户代工需求（万台）	5525	900	6425
假设需求年增速	5%	5%	5%
2030 年核心客户总需求（万台）	6716	1094	7810
供应占比：2026 年	14%	16%	-
供应占比：2030 年目标	23%	27%	-
2030 年公司可承接来自核心客户的代工量（万台）	1517	298	1815
2030 年公司规划总产能（万台）	1290	490	1780
产能消化说明	核心客户需求可覆盖产能消化	现有 3 家客户消化 60%产能，剩余 200 万台产能开拓国内小家电头部品牌	总承接需求与总产能基本匹配

资料来源：公司 2026 年向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿），长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测及估值

根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》，我们假设公司能完成募投既定目标并在 2030 年达到清洁电器产能约 1290 万台、环境家居电器产能约 490 万台、合计 1780 万台的目标；根据公司“两年建设三年产能爬坡”的预测，我们假设 2026-2028 年整机销量增速为 30.0%、20.0%、32.0%。考虑到 2026 年地缘政治摩擦加剧导致原材料价格上涨，我们认为 2026 年营业成本大幅上升，整体毛利率有所下行，但随着公司规模效应显现，募投项目赋能公司突破产能瓶颈，同时叠加原材料价格可能回归至正常区间，公司财务状况有望快速修复。因此，我们预测，2026-2028 年，清洁电器软管及配件收入为 8.13、12.53、14.66 亿元，毛利率为 20.0%、23.0%、25.4%；清洁电器整机收入为 19.83、25.69、36.12 亿元，毛利率为 1.3%、7.7%、8.9%。

图表43：公司收入拆分（亿元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
清洁电器软管及配件	9.17	10.69	11.08	8.13	12.53	14.66
YoY	13.7%	16.5%	3.7%	-26.7%	54.2%	17.0%
营业成本	7.00	8.86	8.91	6.50	9.65	10.93
毛利率	23.6%	17.1%	19.6%	20.0%	23.0%	25.4%
清洁电器整机	9.03	10.54	14.53	19.83	25.69	36.12
YoY	-19.0%	16.7%	37.9%	36.5%	29.6%	40.6%
营业成本	8.91	10.12	13.81	19.56	23.71	32.92
毛利率	1.3%	4.0%	5.0%	1.3%	7.7%	8.9%

资料来源：ifind，公司 2023-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

根据公司 2026 年《向特定对象发行股票申请文件的审核问询函的回复（修订稿）》，我们选取同为清洁电器 ODM/OEM 代工行业的代表性公司德昌股份、富佳股份为可比公司，其中，德昌股份主要负责吸尘器等小家电的代工，富佳股份主要负责清洁电器类小家电的代工。参考 ifind 一致预期数据，2026-2028 年可比公司平均 PE 为 35.8X、26.2X、20.3X，考虑到公司各产品产销率接近 100%且 2028 年将开始产能爬坡，我们预计公司 2026-2028 年公司归母净利润为-1.08/1.07/1.68 亿元人民币，2027-2028 年对应当前股价 PE 分别为 39.1/24.8 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

图表44：可比公司估值（2026/10/25）

股票代码	股票简称	市值	归母净利润（亿元人民币）			PE（倍）		
		(亿元)	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
605555.SH	德昌股份	56.64	2.19	3.19	3.95	25.8	17.7	14.3
603219.SH	富佳股份	71.92	1.57	2.08	2.73	45.8	34.6	26.3
	平均值					**35.8**	**26.2**	**20.3**
603657.SH	**春光科技**	**41.64**	**-1.08**	**1.07**	**1.68**	**/**	**39.1**	**24.8**

请仔细阅读本报告末页声明

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：ifind，长城证券产业金融研究院（除春光科技外，其他公司预测数据均来自 2026 年 10 月 25 日 ifind 一致预期数据）

风险提示

原材料价格波动风险。软管配件核心原料为塑料粒子，价格与国际油价强相关；整机业务耗用电池、电机组件。若国际油价、电池、电机价格大幅上行，叠加外协注塑件涨价，将抬升公司生产成本，挤压盈利空间，尤其整机业务毛利率偏低，利润对原料成本敏感。

下游行业竞争加剧、终端需求不及预期导致的业绩持续亏损风险。清洁电器行业价格战持续，品牌商持续向 ODM/OEM 代工企业压价。同时扫地机器人等新品类迭代快，若全球清洁电器消费需求疲软、海外市场需求增速低于假设，将直接影响客户订单规模，导致公司整机、软管配件销量不及预期；软管赛道同质化竞争激烈，出口均价承压。另外部分扫地机器人等产品无需软管，会对传统软管业务形成替代冲击。综上，公司业绩存在持续亏损风险，盈利修复存在不确定性。

海外基地经营、国际贸易摩擦与汇率风险。公司越南、马来西亚海外基地承担海外客户供货。越南 SUNTONE 工厂 2025 年毛利率为负，受北美关税、当地人工上涨、新增产线折旧拖累。若美国进一步上调关税、原产地审查趋严，叠加地缘冲突、海外用工成本持续上行，海外工厂可能持续亏损。同时外销以美元结算，汇率波动带来汇兑损益，影响海外业务盈利。

募投项目产能消化不及预期风险。本次定向增发扩产苏州基地，产能测算基于 11 家核心客户需求假设，包含对客户采购占比提升的预判。若下游客户需求增长不及预期、客户供货份额提升不达目标，环境家居电器新客户拓展受阻，新增产能将面临利用率不足、产能闲置，存在募投项目效益不及预期、投资回报下滑的风险。

客户集中度较高的风险。2023-2025 年公司前五大客户营收占比稳定在 63%附近，客户集中度较高，核心客户变动易引发业绩波动，需持续关注公司与客户的合作是否稳定。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1692	1919	2485	2737	3245
现金	479	598	1000	975	1122
应收票据及应收账款	764	778	898	1072	1255
其他应收款	9	16	12	26	24
预付账款	3	10	4	15	11
存货	359	421	474	552	738
其他流动资产	77	96	97	97	97
非流动资产	670	932	1012	1223	1434
长期股权投资	3	3	2	2	2
固定资产	438	449	533	757	984
无形资产	145	142	153	165	177
其他非流动资产	83	339	324	300	271
资产总计	2362	2851	3497	3960	4679
流动负债	1388	1906	2002	2397	2996
短期借款	385	635	711	899	1169
应付票据及应付账款	884	1109	1154	1369	1675
其他流动负债	120	162	137	129	152
非流动负债	23	30	224	176	127
长期借款	0	0	194	145	97
其他非流动负债	23	30	30	30	30
负债合计	1412	1936	2226	2573	3123
少数股东权益	11	-11	-38	-29	-6
股本	136	135	153	153	153
资本公积	399	385	859	859	859
留存收益	435	420	285	377	511
归属母公司股东权益	939	926	1309	1416	1563
负债和股东权益	2362	2851	3497	3960	4679

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	84	91	-152	136	274
净利润	14	-32	-135	116	191
折旧摊销	64	72	61	82	103
财务费用	-12	27	23	9	14
投资损失	0	-0.42	0	-0.18	-0.10
营运资金变动	-30	-57	-127	-83	-47
其他经营现金流	47	82	27	12	14
投资活动现金流	-79	-278	-141	-293	-314
资本支出	159	245	142	294	314
长期投资	-4	-50	1	0	0
其他投资现金流	83	18	0.20	1	1
筹资活动现金流	124	203	696	127	24
短期借款	158	250	76	188	270
长期借款	0	0	194	-48	-48
普通股增加	-1	-1	17	0	0
资本公积增加	-17	-14	475	0	0
其他筹资现金流	-16	-32	-66	-13	-197
现金净增加额	142	1	403	-29	-15

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2122	2561	2795	3823	5078
营业成本	1898	2272	2606	3336	4385
营业税金及附加	9	10	11	13	17
销售费用	16	22	24	30	37
管理费用	108	140	154	195	254
研发费用	68	87	95	120	157
财务费用	-12	27	23	9	14
资产和信用减值损失	-30	-41	-27	-13	-14
其他收益	18	16	15	16	15
公允价值变动收益	0	-1	-0.50	0	0
投资净收益	-0.46	0	-0.20	0.18	0
资产处置收益	0	1	1	1	0
营业利润	23	-22	-129	125	217
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	3	2	2	2
利润总额	22	-25	-131	123	215
所得税	8	8	5	7	24
净利润	14	-32	-135	116	191
少数股东损益	-0.46	-22	-27	9	23
归属母公司净利润	14	-10	-108	107	168
EBITDA	85	55	-62	215	332
EPS（元/股）	0.11	-0.08	-0.80	0.79	1.24

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入（%）	16.6	20.7	9.1	36.8	32.8
营业利润（%）	-42.0	-198.5	-478.2	196.5	73.5
归属母公司净利润（%）	-42.7	-173.1	-935.9	198.4	57.7
获利能力					
毛利率（%）	10.6	11.3	6.8	12.7	13.6
净利率（%）	0.7	-1.3	-4.8	3.0	3.8
ROE（%）	1.5	-3.6	-10.7	8.4	12.3
ROIC（%）	1.0	-1.3	-5.6	4.9	7.0
偿债能力					
资产负债率（%）	59.8	67.9	63.7	65.0	66.7
净负债比率（%）	-4.5	15.1	-3.0	9.2	13.0
流动比率	1.2	1.0	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.7	1.0	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	1.0	1.2
应收账款周转率	3.3	3.4	3.4	3.9	4.4
应付账款周转率	3.8	3.5	3.6	4.4	5.1
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.11	-0.08	-0.80	0.79	1.24
每股经营现金流（最新摊薄）	0.62	0.67	-1.12	1.01	2.03
每股净资产（最新摊薄）	6.95	6.85	9.68	10.47	11.56
估值比率					
P/E	290.9	-398.1	-38.4	39.1	24.8
P/B	4.4	4.5	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	55.0	87.1	-74.3	22.3	14.8

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数			

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES