

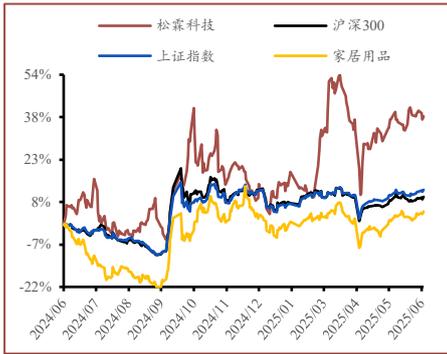
IDM 技术固本，智能机器人谱新篇

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

基本数据	2025-06-11
收盘价(元)	22.74
流通股本(亿股)	4.25
每股净资产(元)	7.59
总股本(亿股)	4.33

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖
SAC 证书编号: S0160522070001
bich@ctsec.com

分析师 陈琳云
SAC 证书编号: S0160524120005
chenly03@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **厨卫为本，大健康快速发展。**公司成立于 2004 年，并于 2019 年上市，公司坚持健康硬件 IDM 的创新驱动发展战略，稳步推进厨卫代工业务。2024 年智能厨卫营收 25.32 亿元同降 1.63%，占公司总营收 84%。公司绑定优质客户如摩恩、TOTO、科勒等，且客户覆盖面越发广泛。大健康业务为第二增长点，2024 年营收 3.59 亿元同增 18%，占公司总营收 12%。大健康产品附加值高，2024 年毛利率 49%，高于智能厨卫 15pct。其增量来源于新品类研发和新客户拓展，积极开拓包括日本、美国和欧洲等新市场，并与新客户推进项目转化。公司通过可转债募投越南生产基地，预计于 Q2 投产，1 年后实现产能目标。
- ❖ **IDM 模式构建护城河，技术共享是拓品类的基础。**公司首创 IDM 模式，自行完成前端设计和研发，向客户交付包含公司技术、设计等自主知识产权的产品，该模式具备较高附加价值，2024 年公司毛利率为 35.37%。技术共享是公司拓品类的基础，2024 年智能电子事业部加大 AI 算法团队建设力度，进一步丰富了脸部、口腔、头皮等人体部位的健康检测、人体姿态的捕捉、睡眠分析等相关的算法，且建立了产品与设计数据库，因此三大品类可共享内生研发技术，相互协同推动 IDM 健康硬件业务发展。
- ❖ **设立子公司、收购威迪思，开启机器人新篇章。**2025 年 2 月公司成立全资子公司松霖机器人，3 月底公司收购威迪思 100% 股权。威迪思聚焦商用车底盘控制研发，可与公司实现技术协同。公司的 IDM 技术支持全产业链，在夯实底层制造优势的同时加强技术研发，实现技术闭环，威迪思的底盘、控制工程化能力与公司的健康算法、精密制造形成互补，加速机器人产品落地。
- ❖ **投资建议：**IDM 模式构建护城河，打造技术体系闭环，厨卫稳健之余扩展美容健康领域，涉足机器人领域未来成长可期。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润为 4.99/5.82/6.87 亿元，同比增速 11.77%/16.71%/17.99%，2025/6/11 收盘价对应 PE 为 19.73/16.90/14.33 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格大幅上行；人民币汇率波动风险

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2983	3015	3298	3766	4289
收入增长率(%)	-6.20	1.06	9.40	14.19	13.89
归母净利润(百万元)	352	446	499	582	687
净利润增长率(%)	34.94	26.65	11.77	16.71	17.99
EPS(元)	0.97	1.10	1.15	1.35	1.59
PE	18.70	16.79	19.73	16.90	14.33
ROE(%)	13.71	14.06	14.56	15.67	16.92
PB	2.83	2.49	2.87	2.65	2.42

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2025 年 06 月 11 日收盘价计算）

内容目录

1	IDM 创新驱动，机器人新纪元开启.....	5
1.1	厨卫为本，大健康快速发展，机器人研发突破.....	5
1.2	加大研发投入，经营较为稳健.....	6
2	厨卫配件行业：地产后周期，海内外需求释放.....	8
2.1	地产后周期产业，国内代工企业快速发展.....	8
2.2	内需回暖海外稳健，拉动厨卫配件需求.....	10
3	技术为王，IDM 模式构建护城河.....	16
3.1	专注研发设计，创新 IDM 模式自带壁垒.....	16
3.2	智能厨卫稳步推进，大健康打造“第二曲线”.....	19
3.3	收购威迪思，抢占机器人市场先机.....	22
4	盈利预测与投资建议.....	23
4.1	盈利预测.....	23
4.2	投资建议.....	24
5	风险提示.....	24

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	5
图 2.	股权结构稳定集中，一致行动人共持股 79.38%（截至 2025 一季报）.....	5
图 3.	2024/1Q2025 公司营业收入同比+1.1%/-17.5%.....	6
图 4.	2024/1Q2025 公司归母净利润同比+26.6%/-59.2%.....	6
图 5.	2024 年智能厨卫业务占比 84%.....	7
图 6.	公司营收以境外为主.....	7
图 7.	大健康产品毛利率较高.....	7
图 8.	1Q2025 毛利率及归母净利率下行.....	7
图 9.	2025 一季度公司管理和研发费用率上升.....	8
图 10.	公司经营性现金流净额较为充裕.....	8
图 11.	公司资产负债率处于同行较低水平.....	8
图 12.	厨卫配件行业产业链.....	9
图 13.	国内卫浴配件企业发展现状.....	10

图 14. 2021 年以来，卫生陶瓷产量、出口量连续下降.....	11
图 15. 2025 年 1-4 月我国房屋销售面积 2.83 亿方同比-3%	11
图 16. 消费者认为应重点打造的卫生间功能.....	12
图 17. 以马桶为例，卫浴产品智能化对产品价值量有明显提升作用	12
图 18. 2024 年我国卫生洁具出口额 156 亿美元同降 5%.....	13
图 19. 2024 年美国/韩国/越南占总出口量 26%/6%/4%	13
图 20. 2025 年初抵押贷款利率连续两月回落.....	13
图 21. 2024 年以来美国成屋销售增速有所回暖.....	13
图 22. 2024 年末美国家具建材批发商库存同比转正.....	14
图 23. 2024 年来美国家居建材库销比维持历史较高水平.....	14
图 24. 欧盟长期国债收益率处于 2018 年以来的高位.....	14
图 25. 目前欧盟新建住宅建筑许可套数处于较低水平.....	14
图 26. 2025 年 1-2 月日本家具零售额同比-13%/-4%.....	15
图 27. 日本家具库存达到 2025 年内高点，建材库存呈现上升趋势.....	15
图 28. 韩国 2025 年 1-2 月住宅成交面积同比-12%/+15%.....	15
图 29. 2023 年以来韩国待售住房数量呈现高位波动，房价指数较为平稳.....	15
图 30. 2025 年 2 月韩国家电、建材零售额增速企稳.....	16
图 31. IDM、ODM、OEM 经营模式.....	16
图 32. 公司获得国内外工业设计大奖，包括 IEFRED DOT,IDEA,G-MARK 等	17
图 33. 技术共享是公司拓品类的基础.....	18
图 34. 2019 年以来公司研发费用持续增长.....	18
图 35. 公司研发费用率位居行业上游水平.....	18
图 36. 公司数据库、研发与销售业务联动.....	19
图 37. 厨卫产品包括花洒、淋浴器、龙头、智能马桶等.....	19
图 38. 2020-1H2022 摩恩稳居公司第一大客户	20
图 39. 公司前五大客户销售占比下行.....	20
图 40. 2024 年倍杰特实现 8303 万元收入同增 1%.....	20
图 41. 2021-2023 年倍杰特对赌业绩为 0.5/0.56/0.64 亿元	20
图 42. 公司大健康业务分为美容、饮水、睡眠、运动等.....	21
图 43. 大健康产品毛利率居各品类第一.....	21
图 44. 2025 年以来公司致力于机器人领域研发.....	22
表 1. 公司于 2023 年 11 月公告股权激励计划.....	6

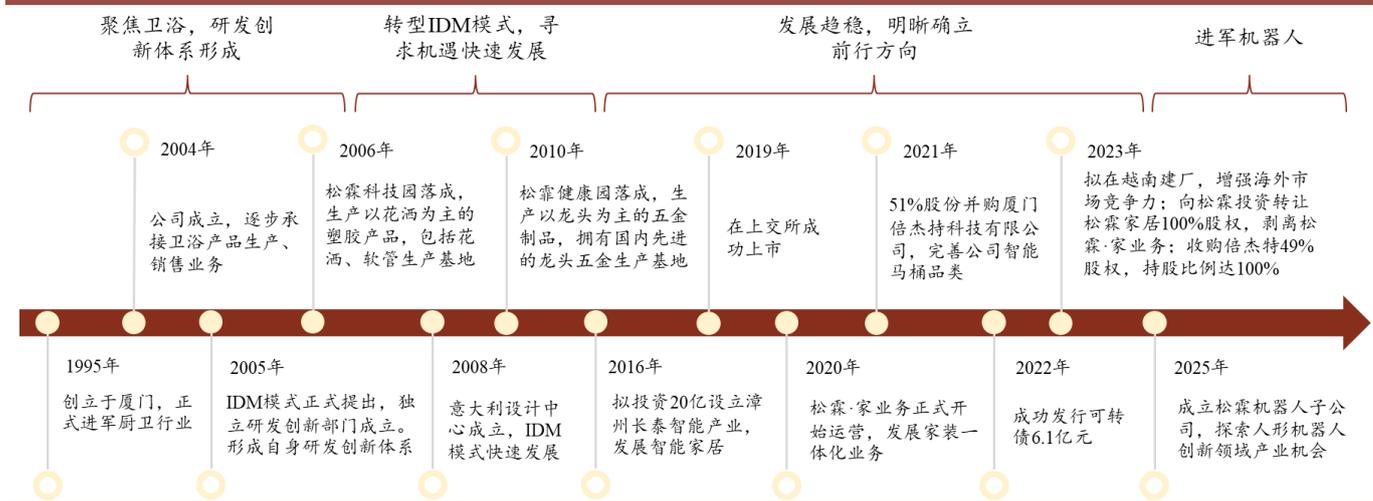
表 2. 海外知名厨卫配件企业.....	9
表 3. 国内厨卫品牌情况.....	10
表 4. 2024 年我国六大卫生洁具出口品类整体呈现“量增价跌”趋势.....	13
表 5. IDM 模式、ODM 模式、OEM 模式具体划分依据及对比	17
表 6. 公司通过数次募资进行产能扩张.....	22
表 7. 2023-2027E 收入拆分	23
表 8. 可比公司估值表（截至 2025/6/11）	24

1 IDM 创新驱动，机器人新纪元开启

1.1 厨卫为本，大健康快速发展，机器人研发突破

松霖科技立足于健康理念，深耕技术一流、质量领先的厨卫健康产品。公司成立于2004年，并于2019年在上交所上市，以全球各大知名厨卫企业为客户，业务遍及全球50余个国家和地区。公司注重技术创新、工业设计及智能制造，以厨卫健康为主要领域，在此基础上大力发展美容健康产品，拥有较大增长潜力。当前，公司坚持健康硬件IDM创新驱动的发展战略，2025年践行“三三一”战略，即聚焦机器人、大健康软硬件及智能厨卫三大领域，持续深化技术、设计、制造三大底层共享能力，提升细分市场领域产品覆盖率。

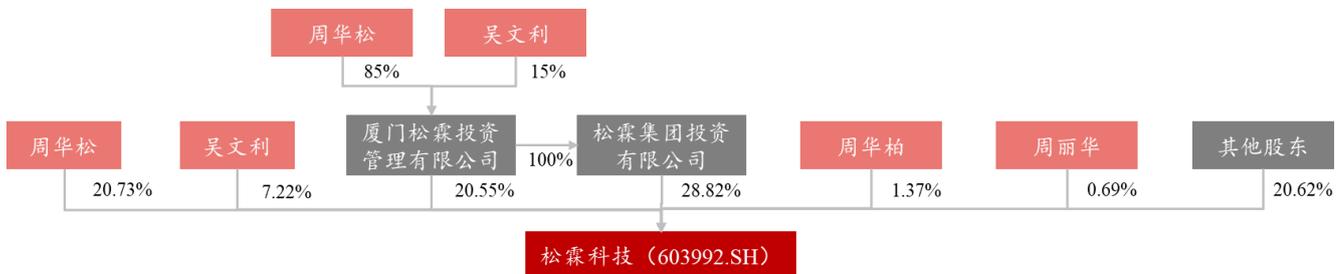
图1.公司发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，财通证券研究所

家族持股集中，一致行动人直接及间接持股合计79.38%。公司股东中，董事长周华松先生及其妻子吴文利女士、其弟周华柏先生、其妹周丽华女士作为一致行动人，通过直接持股以及间接持股方式共持有公司79.38%的股权。公司股权结构集中，有利于缩短决策链、提高执行效率。

图2.股权结构稳定集中，一致行动人共持股79.38%（截至2025一季报）



数据来源：公司公告，wind，财通证券研究所

2023年11月公告股权激励计划，绑定员工与公司长期利益。本次股权激励对象中，中层管理人员、核心技术(业务)人员占比达到62.2%，首次激励人数127人，表现出公司对中层技术的重视。限制性股票激励有利于建立和健全公司激励机制，充分调动公司员工的积极性，促进公司长期成长。

表1.公司于2023年11月公告股权激励计划

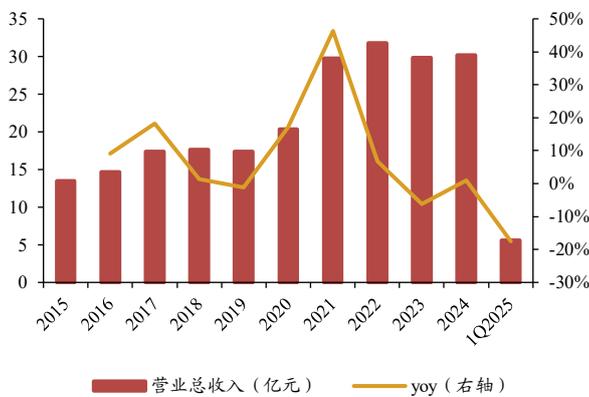
时间	参与人数	受让股数(万股)	占当期总股本比例	授予价格(元/股)	各年度业绩考核目标
2023年	127人	880(首次授予742;预留138)	2.19%	8.64	以2022年净利润为基数,2024/2025/2026年净利润增长率不低于80%/120%/160%

数据来源:公司公告,财通证券研究所

1.2 加大研发投入,经营较为稳健

2022年来营收稳健业绩快速增长,2025一季度需求波动下业绩略有承压。2020-2021年公司海内外业务大幅拓展,收入和业绩均实现较高增长。2022年松霖·家业务开展不佳影响业绩,收入和业绩均有所下降。2023年剥离松霖·家业务后,归母净利润同比上升34.98%达到3.52亿元。2024年内销收入下行的同时公司优化国际业务布局,创新产品占比提升叠加外汇收益,使得归母净利润提升26.65%至4.46亿元。1Q2025需求阶段性波动下,收入和业绩有不同程度的下降。

图3.2024/1Q2025公司营业收入同比+1.1%/-17.5%



数据来源:Wind,财通证券研究所

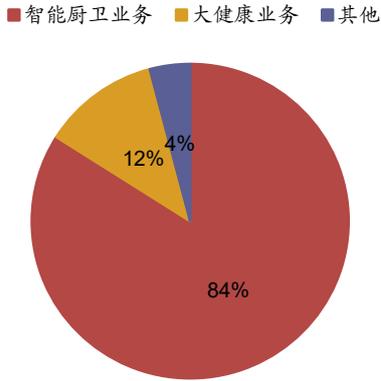
图4.2024/1Q2025公司归母净利润同比+26.6%/-59.2%



数据来源:Wind,财通证券研究所

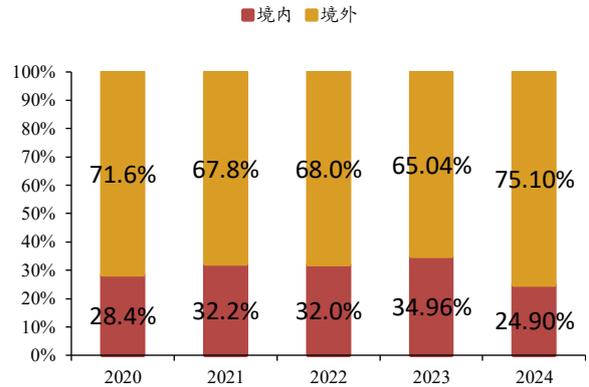
智能厨卫是公司最主要的收入来源,大健康业务占比持续提升。公司健康硬件IDM业务是提供最主要收入的传统业务,包括智能厨卫、美容健康以及其他细分品类。2024年智能厨卫实现收入25.32亿元,同比下降1.63%;大健康软硬件业务实现收入3.59亿元,同比增长18.00%,其中美容健康业务大力拓展优化产品结构。2024年公司境外收入占比75.1%,且近几年维持在65%以上。

图5.2024年智能厨卫业务占比84%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图6.公司营收以境外为主

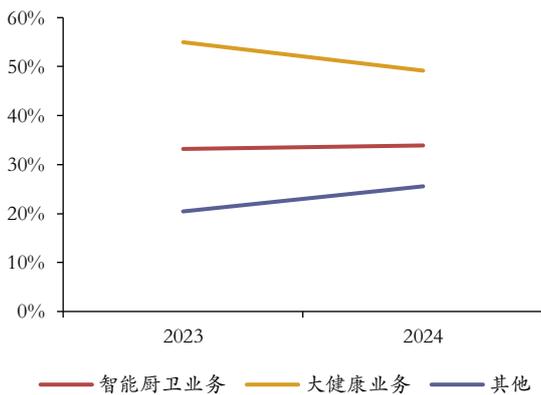


数据来源：Wind，财通证券研究所

2021-2024年公司毛利率持续提升，2025年费用率提升下归母净利润率下降。公司综合毛利率2020-2021年有所承压，主要由于原材料价格大幅上升导致厨卫品类毛利率承压；2023年剥离亏损的松霖·家业务，同时高毛利美容健康产品占比提升，叠加一部分汇兑收益因素，2023-2024年的毛利率和归母净利润率均有所回升。

2015-2022年公司费用率保持相对平稳。其中，2020年后销售、管理费用率出现明显提升，主要系2021年并购倍杰特科技有限公司后销售、管理费用增加，且松霖·家体验店的使用权资产折旧及配套的人力和变动费用增加。2023年剥离松霖·家后，销售费用率下行。2025年公司加大研发费用投入和人员布局，投身机器人领域，费用率提升下归母净利润率下降。但全年来看，收入规模提升下费用摊薄效应有望加强，盈利能力有望改善。

图7.大健康产品毛利率较高



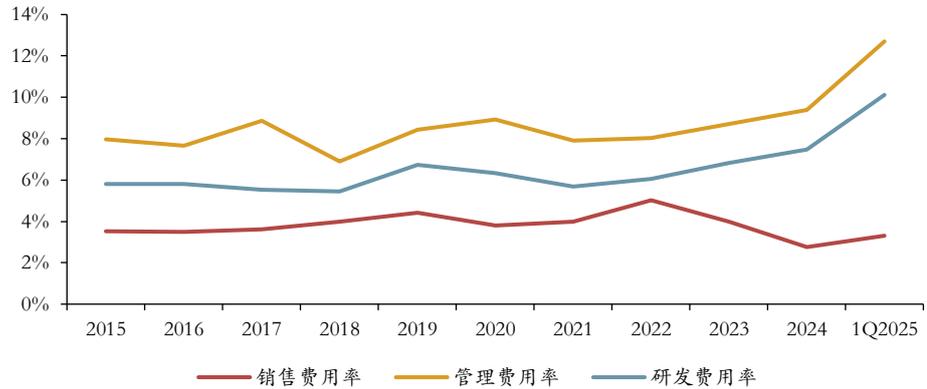
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图8.1Q2025毛利率及归母净利润率下行



数据来源：Wind，财通证券研究所

图9.2025 一季度公司管理和研发费用率上升



数据来源: Wind, 财通证券研究所

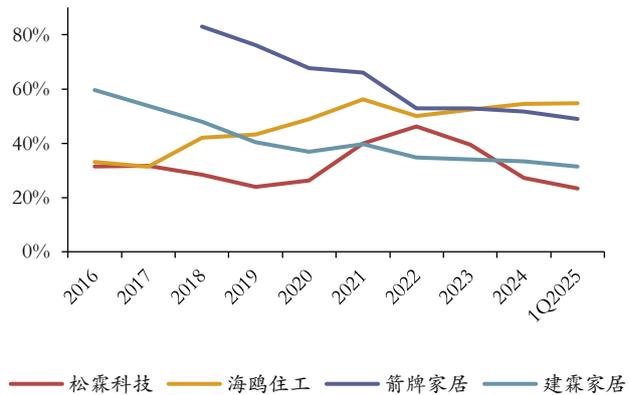
经营性现金流较为充足, 偿债能力较强。公司经营现金流较为充足, 2024 年经营现金流净额 6.04 亿元同增 26.6%; 1Q2025 现金流暂时性承压。公司资产负债率水平相对于同行处于较低水平, 剥离松霖·家后, 2023 年以来资产负债率下行, 1Q2025 资产负债率为 23%, 整体来看, 公司杠杆水平尚可。

图10.公司经营性现金流净额较为充裕



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图11.公司资产负债率处于同行较低水平



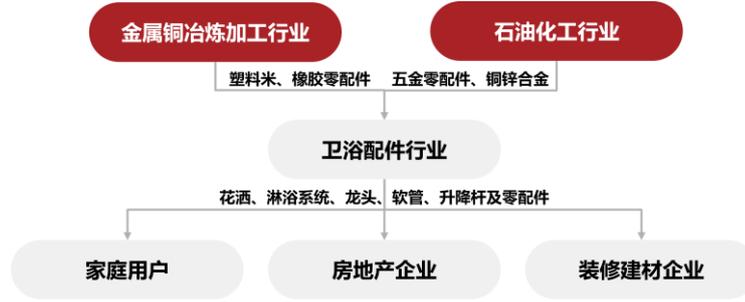
数据来源: Wind, 财通证券研究所

2 厨卫配件行业: 地产后周期, 海内外需求释放

2.1 地产后周期产业, 国内代工企业快速发展

厨卫配件主要受地产周期与消费者需求影响。产业链上游主要是石油化工行业和金属铜冶炼加工行业, 中游涵盖厨卫配件产品的设计、制造、销售环节, 下游终端主要用于地产装修, 客户包括家庭用户、房产企业、装修建材企业等。

图12.厨卫配件行业产业链



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

我国厨卫市场中，海外品牌占领先发优势，技术实力雄厚。全球知名厨卫品牌商主要集中在起步较早，发展较为成熟，管理和技术水平较为先进的美国、欧洲、日本等发达国家或地区。20世纪80年代，美标、摩恩、科勒、TOTO等外资品牌进入中国，锁定沿海开放城市，凭借品牌和技术优势占领国内高端厨卫配件市场，直切高档宾馆、写字楼、高档住宅，经历了高利润回报率的黄金时期，率先打开国内市场，奠定先发优势。

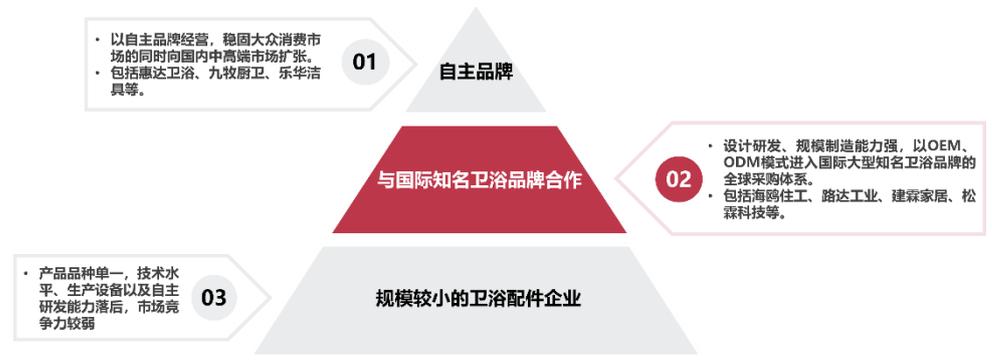
表2.海外知名厨卫配件企业

	企业名称	成立时间	成立国家	公司简介
	摩恩集团	1939年	美国	全球著名的龙头、淋浴系列、厨盆、卫浴配件等产品的专业制造公司之一，产品种类齐全，包括龙头、厨盆、挂件、浴室家具等，广泛应用于中高档住宅、高级酒店、别墅、公寓、商务办公楼及各类公用建筑，旗下品牌主要为 Moen。
	东陶集团	1917年	日本	日本历史最悠久、最知名的卫生洁具厂商之一，产品种类齐全，主要包括智能产品、卫洗丽、坐便器、龙头、浴缸、洗脸盆、配件等，旗下品牌主要为 TOTO。
	骊住集团	1923年	日本	日本乃至全世界最大的综合建材和住宅设备集团之一，主要从事家居相关业务，产品种类丰富，包括卫浴洁具、厨房用品、室内建材等，旗下卫浴品牌众多。
	乐家集团	1917年	西班牙	全球知名的卫浴品牌之一，主要从事高端卫浴洁具产品的生产和销售，主要产品包括脸盆、龙头、座厕、浴缸、淋浴盆、配件等，旗下品牌主要是 Roca。
	Masco 集团	1929年	美国	全球最大的品牌家居消费品制造商之一，产品种类丰富，主要包括龙头、淋浴设施、按摩浴缸、阀门管件、浴室柜、厨柜、建筑涂料、门窗等，Masco 集团旗下卫浴品牌众多，主要包括 Delta、Bristan、Hansgrohe 等。
	安达屋	1923年	法国	全世界著名的装饰建材零售集团。安达屋业务范围涉及家庭装潢布置、装修、装饰、厨房厨具或家具等所有和日常生活息息相关的领域。
	圣戈班集团	1665年	法国	世界工业集团百强之一，业务主要涉及平板玻璃、陶瓷材料、塑料、磨料磨具、晶体、织物、玻璃棉、石膏建材、球墨铸铁管道、工业砂浆等创新材料和建筑产品的设计、生产，以及建材分销服务，拥有 Flexovit、Carborundum、Lapeyre 等众多品牌。
	翠丰集团	1982年	英国	欧洲及全世界领先的建材家居零售集团，业务主要涉及家用电器、家装产品、电子产品等建材家居产品的分销，旗下拥有众多著名零售品牌，包括 B&Q、Castorama、BricoDepot、Screwfix 等。

数据来源：各公司官网，公司招股说明书，财通证券研究所

国内厨卫配件品牌发展相对缓慢，近年来通过持续研发投入，不断扩大生产制造规模。本土厨卫品牌 21 世纪初开始高速增长，部分民族厨卫品牌开始竞争中、高端市场，外资品牌与本土品牌市场愈发重叠。当前，国内厨卫配件企业可分为三类：1) 创立自有品牌，稳固国内大众消费市场，向中高端市场进军：主要包括箭牌家居、惠达卫浴、九牧厨卫、乐华洁具等企业，通过在国内不断拓展市场渠道和销售网点等方式以自主品牌经营，稳固大众消费市场的同时向国内中高端市场扩张；2) 通过 OEM、ODM 模式与国际大型知名厨卫品牌商合作：主要包括海鸥住工、松霖科技、路达工业、建霖家居等企业，这类企业设计研发实力、规模制造能力较强，通过 OEM、ODM 模式进入国际大型知名厨卫品牌商的全球采购体系，实现合作共赢；3) 规模较小的厨卫配件企业：这类企业产品品种单一、设计多以模仿为主、技术水平和生产设备落后，市场竞争力较弱。

图13.国内卫浴配件企业发展现状



数据来源：上海证券报，财通证券研究所

表3.国内厨卫品牌情况

公司简称	成立时间	2024 年总收入 (亿元)	2024 年归母净利润 (亿元)	业务范围
箭牌家居	1994 年	71.31	0.67	卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、瓷砖、浴缸浴房、定制橱柜等
惠达卫浴	1997 年	34.62	1.39	卫生陶瓷、五金洁具、浴缸浴房、浴室柜、陶瓷砖等
九牧厨卫	1990 年	未公布	未公布	卫生陶瓷、智能厨卫、整体卫浴、厨卫家具、五金龙头、厨卫五金等
海鸥住工	1998 年	28.54	-1.24	装配式整装厨卫空间内高档卫生洁具、陶瓷、浴缸、淋浴房、浴室柜、整体橱柜、瓷砖等
路达工业	1990 年	未公布	未公布	高档水龙头、卫浴配件、阀门配件、锁具、橱柜等
建霖家居	1990 年	50.07	4.82	厨卫产品、净水产品等
松霖科技	2004 年	30.15	4.46	花洒、淋浴系统、龙头、软管、升降杆及零配件等

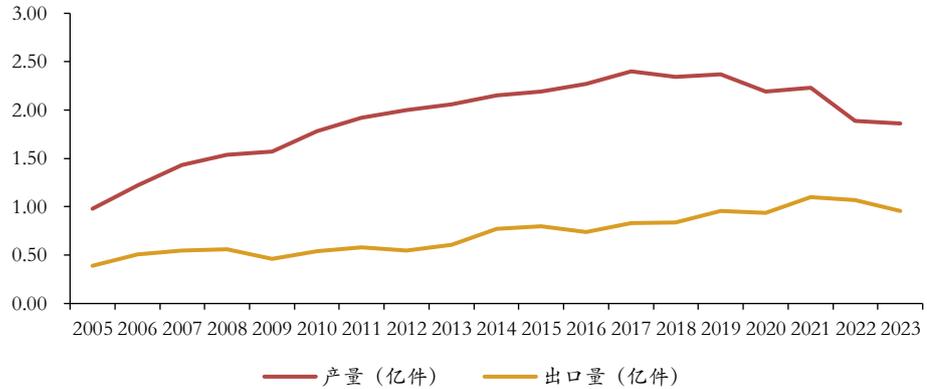
数据来源：各公司公告，各公司官网，财通证券研究所

2.2 内需回暖海外稳健，拉动厨卫配件需求

我国卫生陶瓷行业 2005-2017 年随房地产市场蓬勃发展，2018-2020 年基本维持稳定。2021 年以来，国内外市场规模缩减，卫生陶瓷产量、出口量下降。我国厨卫

代工企业主要聚焦于海外市场,综合来看海外步入存量市场,建材需求较为稳健,我国厨卫目前仍由新房市场主导,新房的逐步企稳和存量房持续回暖或将拉动一部分厨卫需求。

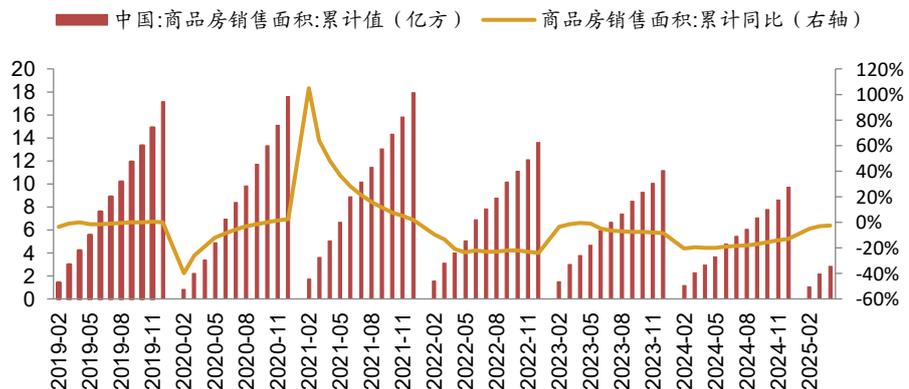
图14.2021年以来,卫生陶瓷产量、出口量连续下降



数据来源:中国建筑卫生陶瓷协会,财通证券研究所

内需看,地产存量市场持续回暖有望拉动厨卫配件需求。1)增量市场:4Q2024 房地产销售面积增速回暖,2025 年两会提出“持续用力推动房地产止跌回稳”总目标后,市场逐步出现小阳春趋势。据克而瑞,2025 年 1-3 月重点 30 城新房成交 2810 万方,同增 7%,尤其是一线城市得益于新政余温刺激潜在需求、叠加适销楼盘入市,韧性较大。2)存量市场:2024 年下半年,据中指数据,二手房交易较新房复苏更快,2024 年一季度至四季度重点 30 城二手房成交套数同比-21%/+1%/+15%/+35%;2025 年二手房市场延续回暖趋势,据克而瑞,2025 年 1-3 月重点 30 城二手房成交面积 5321 万方,同增 22%。存量住房翻新需求提升有望拉动厨卫配件需求,叠加老旧小区改造稳步推进,厨卫配件翻新需求旺盛。

图15.2025年1-4月我国房屋销售面积2.83亿方同比-3%

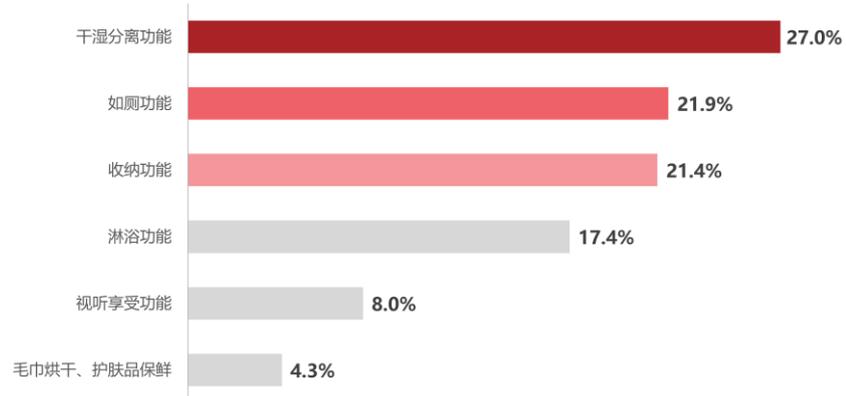


数据来源:Wind,财通证券研究所

我国厨卫消费趋向于高端化、智能化,居民对设计与功能属性越发看重。据赛立信卫浴研究数据,在卫生间功能中,消费者对干湿分离功能的偏好超过如厕、

淋浴功能，一些消费者对卫生间的收纳、视听享受等功能也提出了要求。居民的消费需求已经从满足基本生存向追求舒适转变，愈发追求功能丰富、设计时尚、安全环保的高端配件产品。这体现出人们更加关注居家生活品质，对卫生洁具等产品的卫生安全以及使用体验提出更高要求，拉动智能卫浴产品需求。据36氪消费者调研数据显示，经历居家隔离后，76%的受访者对生活质量的要求有所提高，会考虑购入更多智能家居产品。

图16.消费者认为应重点打造的卫生间功能



数据来源：赛立信卫浴研究调研报告，财通证券研究所

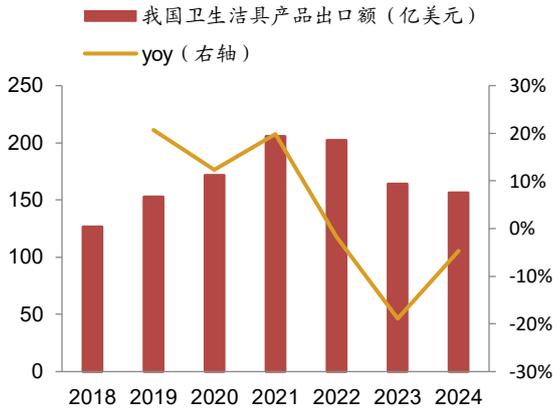
图17.以马桶为例，卫浴产品智能化对产品价值量有明显提升作用



数据来源：九牧京东官方旗舰店，财通证券研究所

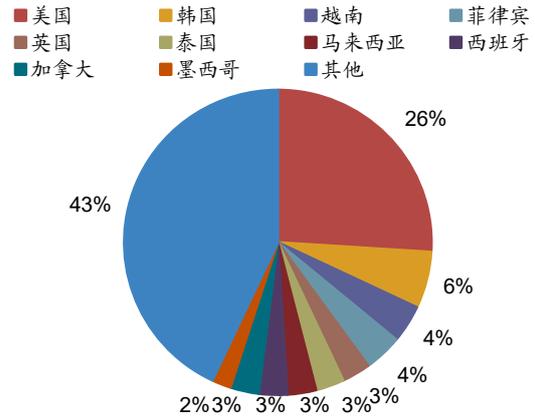
出口看，海外需求存量主导，长期维持稳健。我国卫生洁具出口量占总产量的50%左右。2024年我国卫生洁具出口总额156.37亿美元，同降4.69%；六大品类出口量均同增超过10%，出口额则有所分化，整体呈现“量增价跌”趋势。从结构看，美国/韩国/越南/菲律宾占总出口量26%/6%/4%/4%。

图18.2024年我国卫生洁具出口额156亿美元同降5%



数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，财通证券研究所

图19.2024年美国/韩国/越南占总出口量26%/6%/4%



数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，财通证券研究所

表4.2024年我国六大卫生洁具出口品类整体呈现“量增价跌”趋势

	出口量	yoy	出口额(亿美元)	yoy	出口均价	yoy
卫生陶瓷	1.10 亿件	15.04%	51.13	-17.80%	46.34 美元/件	-28.55%
水龙头	10.00 亿套	14.21%	60.54	5.08%	6.05 美元/套	-8%
塑料浴缸	14.82 万吨	19.07%	7.03	-0.16%	4.74 美元/kg	-16.15%
淋浴房	150.81 万吨	10.66%	29.3	5.97%	1.94 美元/kg	-4.24%
坐便器盖圈	10.79 万吨	18.91%	4.23	8.03%	3.92 美元/kg	-9.15%
水箱配件	6.49 万吨	19.14%	4.15	-26.62%	6.39 美元/kg	-38.41%

数据来源：中国建筑卫生陶瓷协会，财通证券研究所

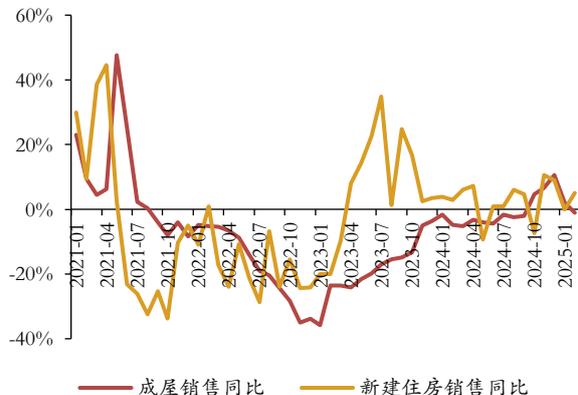
美国地产销售稳健，后续增量取决于降息。美联储2024年三次宣布降息，2025年初抵押贷款利率连续两月回落。美国成屋销售同比增速在2023年1月降至-35.80%，而后开始持续收窄，2024年成屋销售降幅明显收窄，2024年10月由负转正，2024年12月美国成屋销量为429万套，同比增速为10.57%，需求端有明显回暖迹象，地产景气度提升进一步带动家居、建材需求。而2025年1-2月成屋需求略降、新房需求维稳。若2025年美联储降息落地，美国地产销售有望改善，带动家居、建材需求回升。

图20.2025年初抵押贷款利率连续两月回落



数据来源：iFind，财通证券研究所

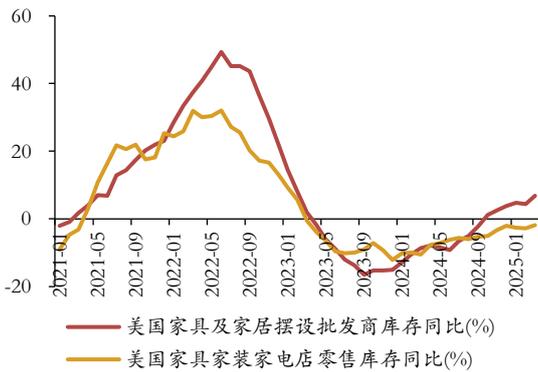
图21.2024年以来美国成屋销售增速有所回暖



数据来源：Wind，财通证券研究所

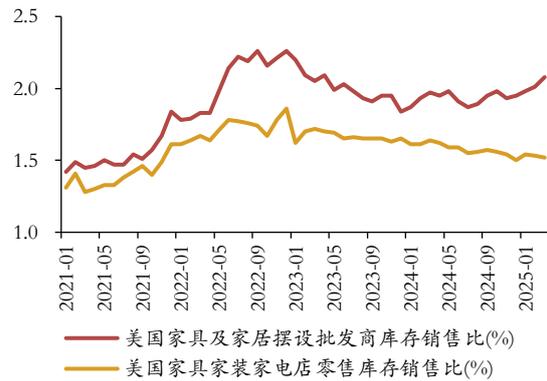
美国补库趋于放缓，逐步迈入去库的过渡期。从库存增速看，美国家具及家居摆设批发商库存增速在2023年4月开始由正转负，并于2023年9月跌至-16.51%，而后降幅逐步收窄，截至2024年9月，当月增速已收敛至-2.18%，2024年10月增速达1.26%，由负转正，2025年3月增速达6.80%；家具家装家电门店零售库存也呈现相似趋势。从库存水位看，2025年3月美国家具及家居摆设批发商库销比为2.08%，逐步上升，家具家装家电零售商库销比略有下降但仍维持较高水平。随着批发商库存进一步提升，美国补库趋于放缓，逐步迈入去库的过渡期。

图22.2024年末美国家具建材批发商库存同比转正



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

图23.2024年来美国家居建材库销比维持历史较高水平



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

欧洲地产及建材需求复苏预期仍存。据欧洲家具工业协会(EFIC)会议报告,2024年欧洲家具销售全线下滑3%-9%,仅意大利录得1%以上的名义增长,挪威因实际工资增长和降息预期表现较好,但德国、法国等主要市场跌幅达7%,导致建材需求疲软。2025年房地产释放复苏信号,CBRE预测欧洲房地产投资活动将增长15%,住宅市场受降息推动,平均房价预计上涨4%。法国部分城市如科尔马、斯特拉斯堡的房价在2025年初已出现1%-3%的月度涨幅,建筑业在2025年有望实现0.6%的温和复苏。尽管如此,家具市场补库存仍显谨慎,2025年增长预期乏力,德国、瑞典等国的复苏可能滞后,显示行业去库存周期尚未完全结束,但房地产回暖或逐步传导至下游建材与家居消费,形成结构性改善机会。

图24.欧盟长期国债收益率处于2018年以来的高位



数据来源: Wind, 财通证券研究所

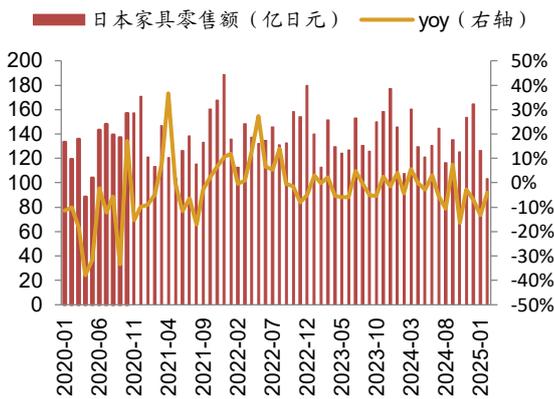
图25.目前欧盟新建住宅建筑许可套数处于较低水平



数据来源: Eurostat, 财通证券研究所

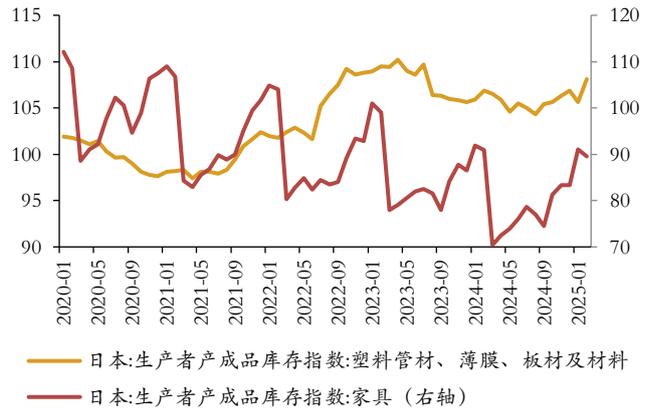
日本家具、建材短期补库，长期不改去库趋势。日本建筑用塑料管材、薄膜、板材及材料库存指数自2023年8月起下降，呈现去库趋势，自2024年末库存整体呈上升趋势；但长期看，当前建材库存处于2021年以来的较高水平，长期或持续去库。2024年末以来日本家具零售额同比负增长，2025年1-2月家具零售额同比-13%/-4%，预计3-4月去库完成后年内补库；长期看，日本家具库存整体呈现下行趋势，长期去库态势显著。

图26.2025年1-2月日本家具零售额同比-13%/-4%



数据来源：Wind，财通证券研究所

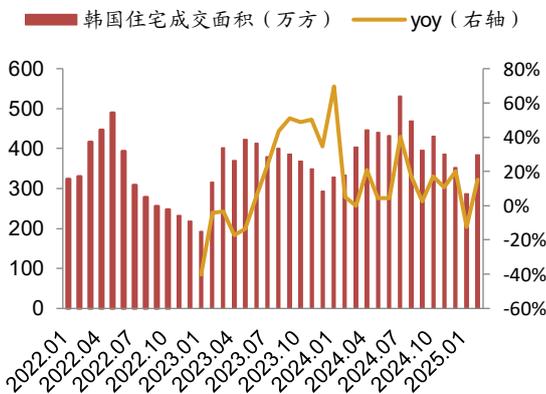
图27.日本家具库存达到2025年内高点，建材库存呈现上升趋势



数据来源：Wind，iFind，财通证券研究所

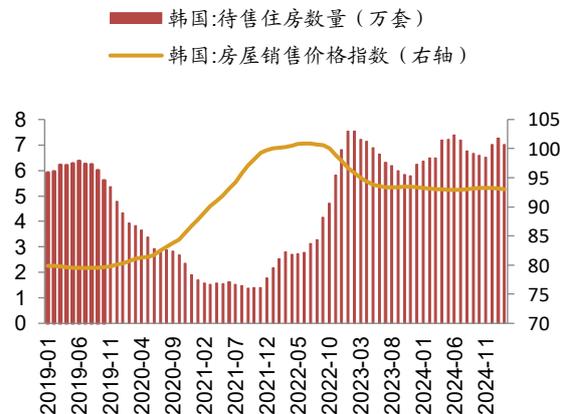
韩国房地产市场和家装建材需求有望继续维稳。2025年韩国房地产市场或维持稳定，2025/3/19韩国提出计划对首尔住房交易实施新的限制措施，采取“一切可能的措施”，防止房地产市场过热。2023年以来，韩国待售住房数量呈现高位波动，市场供应过剩，且房价指数从2022年高点下降并维持平稳。家具和家电销售额2022年出现负增长，2025年2月增速有所企稳回升。结合地产市场来看，2025年家装需求有望继续维稳。

图28.韩国2025年1-2月住宅成交面积同比-12%/+15%



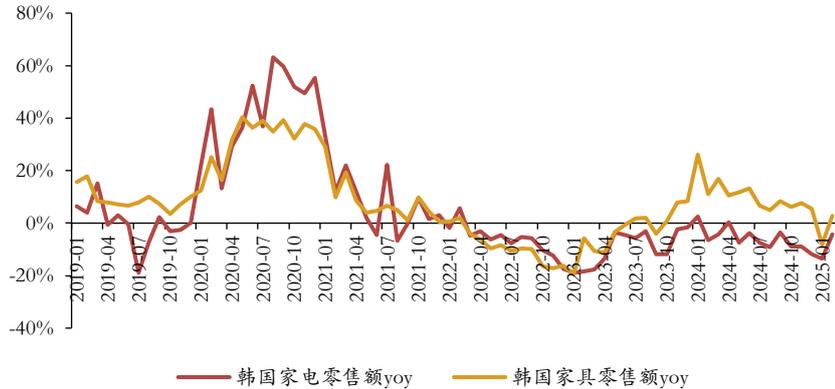
数据来源：韩国统计局，财通证券研究所

图29.2023年以来韩国待售住房数量呈现高位波动，房价指数较为平稳



数据来源：Wind，财通证券研究所

图30.2025年2月韩国家电、建材零售额增速企稳



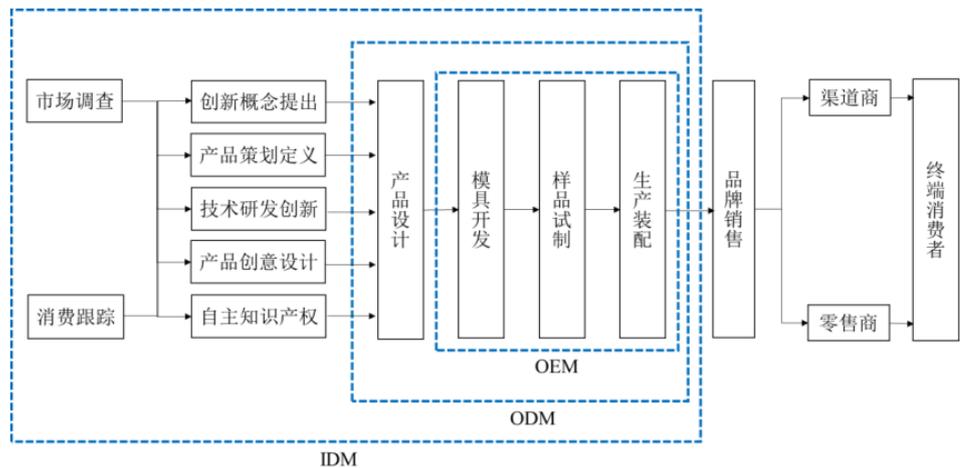
数据来源: Wind, 财通证券研究所

3 技术为王, IDM 模式构建护城河

3.1 专注研发设计, 创新 IDM 模式自带壁垒

公司首创 IDM 模式, 一站式包揽前端环节。IDM (Innovation Design Manufacturer, 创新设计制造商) 模式是对传统 ODM 模式的升级和优化, 公司自行完成市场状况及消费需求分析、产品策划和创意设计、研究开发产品相关技术解决方案, 最终向客户交付包含公司专利技术、创意设计等自主知识产权的产品模型、技术模组或成型产品。

图31.IDM、ODM、OEM 经营模式



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

IDM 模式附加值高, 提升公司盈利能力。由于 IDM 模式下公司自主完成技术研发创新、产品创意设计、产品生产制造等关键价值活动, 因此, 产品价格上综合考虑生产成本、工艺结构、设计方案、创新技术、自主知识产权等多方面因素, 与每个客户按照“一事一议”原则协商确定, 能够充分保证公司的盈利能力。与

此相比，OEM 模式主要为“成本+加工费”定价原则，ODM 模式在 OEM 基础上增加了产品设计步骤，成本也随之增加，均不及 IDM 的竞争优势。

表5.IDM 模式、ODM 模式、OEM 模式具体划分依据及对比

划分依据	IDM 模式	ODM 模式	OEM 模式
技术研发创新 (Innovation)	根据公司自主调查分析形成的产品策划方案，由公司研发团队研究开发相关技术解决方案，产品技术包含公司发明专利、实用新型专利	由品牌商完成	由品牌商完成
产品创意设计 (Design)	根据公司自主调查分析形成的产品策划方案，由公司工业设计团队进行产品创意设计，产品设计包含公司外观设计专利	根据品牌商的选型要求进行产品设计	由品牌商完成
产品生产制造 (Manufacture)	由生产制造商完成	由生产制造商完成	由生产制造商完成
产品销售品牌 (Brand)	品牌商品牌	品牌商品牌	品牌商品牌

数据来源：公司公告，财通证券研究所

IDM 聚焦研发端，核心基础在于强大的创意设计和技术实力。一方面，公司拥有丰富专利储备，截至 2024 年，公司持有国内外有效授权专利 1337 项，其中发明专利 422 项，实用新型专利 756 项，外观专利 159 项。另一方面，公司具备优异的产品设计能力，由公司设计团队主持设计的花洒、龙头、智能马桶、冲牙器等产品已先后多次获得了“IF 设计奖”、“红点奖”、“IDEA”、“G-Mark”等国际工业设计领域的顶尖奖项，于 2009 年凭借 Sunrise 梦唐电子龙头成为中国卫浴界第一个获得国际工业设计奖的企业。

图32.公司获得国内外工业设计大奖，包括 IF,RED DOT,IDEA,G-MARK 等



数据来源：公司官网，财通证券研究所

技术共享是公司拓品类的基础。公司智能电子事业部为各品类产品在智能技术及空间互联集成等方面提供底层技术支持与应用创新。2024 年智能电子事业部加大 AI 算法团队的建设力度，进一步丰富了脸部、口腔、头皮等人体部位的健康检测、人体姿态的捕捉、睡眠分析等相关的算法，实现在多领域、跨行业相关健康品类

产品的创新应用与转化落地。公司建立了囊括全球各区域最新产品与设计的统一数据库，各事业部研发部门均可利用大数据技术确立新产品的研发方向，实现技术平台共享应用，可快速应对公司项目开发及生产，实现产品快速出货。

从纵向和横向两个层面理解技术共享。1) 纵向：以水为例，从智能厨卫的健康用水、净水一体智能温控直饮、具备健康功效或健康检测的智能龙头，到大健康业务的微气泡口腔护理、可切换水花冲牙器、微电流花洒等相关产品等以水为媒介的健康护理，成功实现研发和设计的技术共享。2) 横向：公司自研脸部、口腔、头皮等人体部位的健康检测、姿态捕捉、睡眠分析等相关的 AI 算法，能够通用于多款产品，如 AI 测肤仪、AI 美容仪、AI 电动牙刷、止鼾枕等，后续也有望为机器人科技的发展提供技术支持。

图33.技术共享是公司拓品类的基础



数据来源：公司官网，财通证券研究所

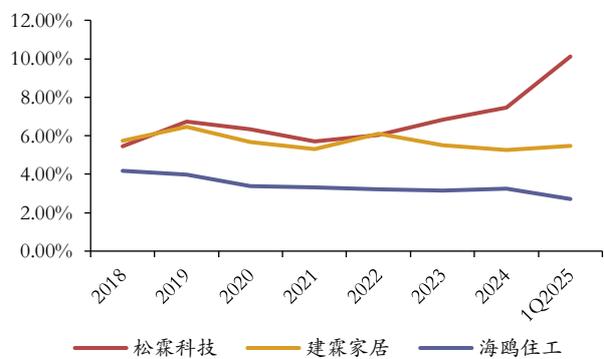
持续深化自身研发能力，加大研发投入力度。2024 年公司研发费用率 7.47%，同比增加 0.64pct，且近六年研发费用率维持在 5%-7%的水平。研发人员数量从 2019 年的 542 人扩充至 2024 年的 818 人，研发人员数量占公司总人数的比例从 2019 年的 15.23%提升到 2024 年的 16.77%。

图34.2019 年以来公司研发费用持续增长



数据来源：Wind，财通证券研究所

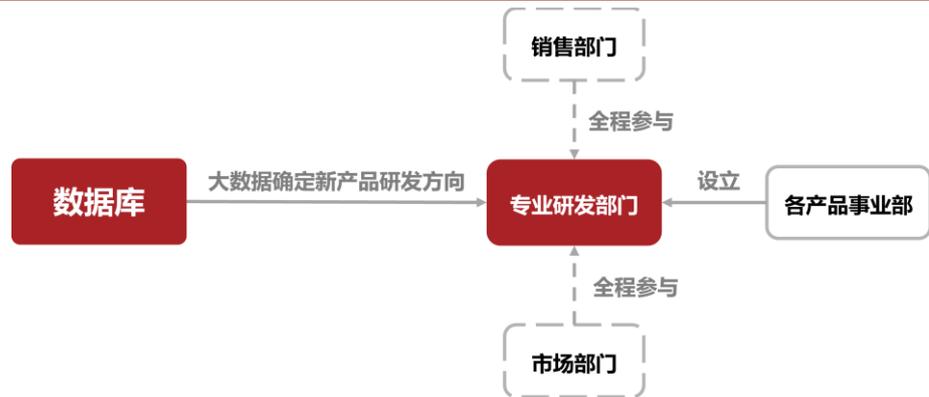
图35.公司研发费用率位居行业上游水平



数据来源：Wind，财通证券研究所

公司研发模式以客户需求为导向，联动研发与销售。公司研发环节并非闭门造车，而是以市场需求为导向，以销售为最终目的。公司通过大数据技术实时掌控全球消费动向，有针对性地选择研发方向，确保公司产品研发方案走在行业前列，与此同时，销售部门与市场部门全程参与，保障研发成果更加贴近用户需求，从而服务于产品销售，提高研发转化率。

图36.公司数据库、研发与销售业务联动



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.2 智能厨卫稳步推进，大健康打造“第二曲线”

公司 IDM 业务现涵盖两大品类：智能厨卫、大健康软硬件业务。

(1) 智能厨卫品类：公司持续稳健增长的动力引擎

2024 年实现营业收入 25.32 亿元，同比下降 1.63%。该品类收入占公司总营收的 84%，主要包括花洒、淋浴器、升降杆、龙头、软管、智能马桶等产品。

图37.厨卫产品包括花洒、淋浴器、龙头、智能马桶等

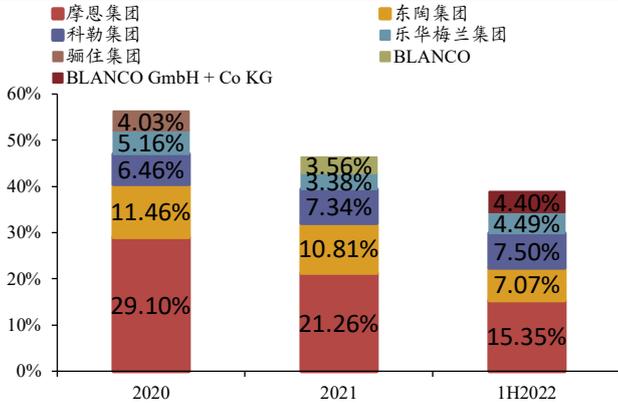


数据来源：公司公告，财通证券研究所

厨卫业务有望稳步开拓，主要系公司绑定优质客户，客户覆盖面越发广泛。公司下游客户主要包括 1) 国际知名高端品牌商，家居厨卫领域包括例如 Moen（美国摩恩）、TOTO（日本东陶）、Grohe（德国高仪）、Roca（西班牙乐家）、Kohler（美

国科勒)、Waterpik (美国洁碧) 等; 2) 国际大型连锁建材零售商, 如 ADEO (法国安达屋)。摩恩集团、东陶集团和科勒集团稳居公司前五大客户内, 前五大客户集中度由 2019 年的 54.57% 降至 2024 年的 38.11%, 下游客户覆盖范围持续拓宽。

图38.2020-1H2022 摩恩稳居公司第一大客户



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

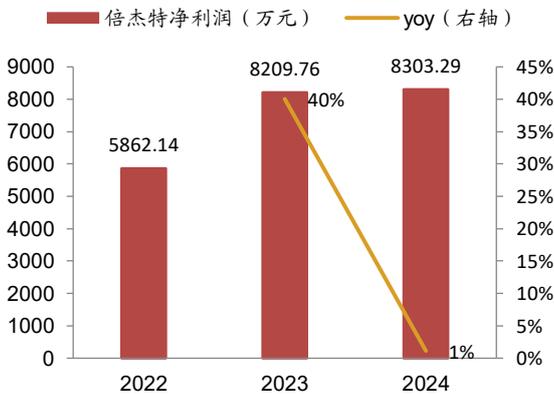
图39.公司前五大客户销售占比下行



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

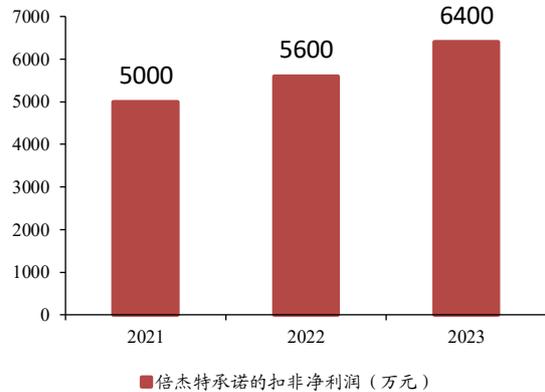
海外客户占主导, 国内客户亦在加速发展。公司海外客户主要来自欧美, 一方面, 通过专业展会对接品牌商, 获取更多新客户资源; 另一方面, 巩固老客户关系, 持续获取其后续项目。与此同时, 国内客户亦在开拓中, 2021/4 及 2023/10 公司分两次收购倍杰特 100% 股权, 引入箭牌家居等国内品牌商客户, 随着倍杰特与箭牌家居在智能卫浴领域的合作力度加大, 2023 年箭牌家居成为公司前五大客户。

图40.2024 年倍杰特实现 8303 万元收入同增 1%



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图41.2021-2023 年倍杰特对赌业绩为 0.5/0.56/0.64 亿元



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

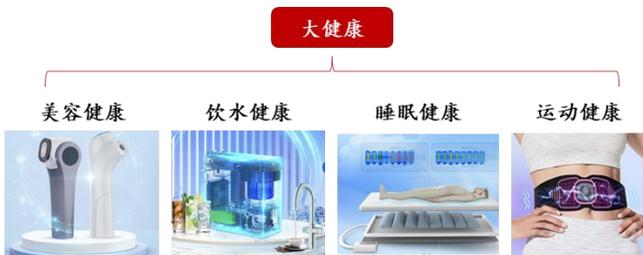
IDM 模式放大设计优势, 加强下游客户粘性。区别于常规代工企业仅专注于生产、设计环节, IDM 模式下公司拥有前端研发的优势, 独有专利形成难以替代的壁垒, 进一步巩固老客户, 加强下游粘性。因此, 公司与许多卫浴高端品牌客户已长期合作, 包括科勒、TOTO、高仪、汉斯格雅、摩恩等。

(2) 大健康品类: 应用场景持续拓宽, 打造第二曲线

2024 年大健康品类实现营业收入 3.59 亿元，同比增长 18.00%。公司将饮水健康、美容健康品类与智能健康硬件融合发展，打造智能化、多元化的大健康软硬件生态体系。产品涵盖健康水机、智能测肤仪、美容仪、冲牙器、脱毛仪、智能止鼾枕、睡眠监测仪等，正处于初期发展阶段。

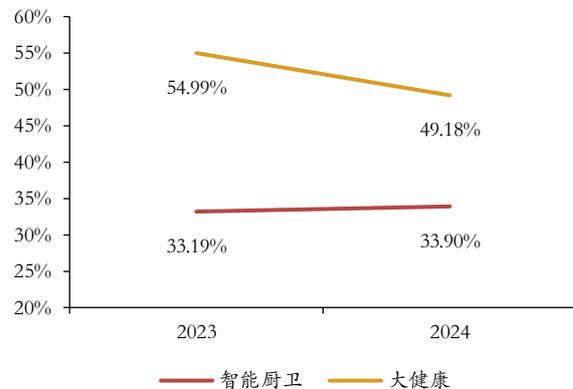
大健康产品附加值高，毛利率高于智能厨卫 15pct。大健康产品毛利率在各品类产品中保持第一，2024 年毛利率 49.18%，同比减少 5.81pct，随新产品推出毛利率部分下行，但仍比其他品类高 15pct 以上，利润空间可观。当前公司大力发展美容健康类业务，通过产品结构优化带动利润率提升，为公司业绩带来的增量可期。

图42.公司大健康业务分为美容、饮水、睡眠、运动等



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图43.大健康产品毛利率居各品类第一



数据来源：公司公告，财通证券研究所

大健康增量来源于新品类研发和新客户拓展。公司注重产品随技术变化的迭代更新，后续计划推出更多增速较快的新产品，并且每个主要品类均拥有自己的新品储备。同时，公司积极开拓包括日本、美国和欧洲等新市场，并与这些新客户推进项目转化。其中美容护理类产品的增长主要来自国外客户，尤其是美容仪等细分品类。

坚持产能优化，募资切合发展路径。公司拥有厦门海沧区和漳州长泰区两大生产基地，越南基地在建。2022 年 8 月，公司发行可转债募集资金 6.1 亿元，用于美容健康及花洒扩产及技改项目，达产后公司每年将新增 865 万件花洒类、201.5 万件美容健康类产品，产能得到大幅提升。3) 2024 年 9 月公司变更转债募资用途，将余下 3.59 亿元用于越南生产基地一期建设项目，将原募投项目中的花洒等厨卫产品部分产能向越南转移。海外建厂一方面有利于释放出的国内资源发展美容健康类产品，另一方面有利于更方便地拓展和服务客户，配套海外品牌客户订单，增强在海外市场竞争力。越南基地预计于 2Q2025 开始生产，1 年后实现产能目标。

表6.公司通过数次募资进行产能扩张

项目名称	拟投入金额(万元)	实际投资金额(万元)	资金来源	项目简介	建设周期	完成情况
龙头、淋浴系统搬迁及扩产	34,744.47	34,879.92	IPO	1) 新址新建: 在子公司漳州松霖新建厂房、办公楼等, 购置龙头、淋浴系统生产线实现扩产; 2) 对旧厂原有生产线进行设备更新、技改整合及搬迁工作	3年	2021年结项
花洒及其配件扩产及技改	14,344.00	14,520.33	IPO	旧厂原有龙头、淋浴生产线搬迁完成后, 装修改造搬迁空置厂房, 购置并更新升级花洒及其配件生产线, 实现产能扩充和技术升级	3年	2021年结项
美容健康及花洒扩产及技改	61,000.00	25858.96	可转债	扩大业务规模, 提升关键工艺水平, 投产后每年新增865万件花洒类、201.5万件美容健康类产品	-	2024年完成43%后变更用途
越南生产基地一期建设	35949.15	-	可转债	将原募投项目中的花洒等厨卫产品部分产能向越南转移, 利用释放出的国内资源发展美容健康类产品, 增强供应链韧性, 降低因外部环境波动导致的风险, 同时优化全球产能布局	18个月	在建

数据来源: 公司招股说明书, 公司公告, 财通证券研究所

转债转股方面, 公司转债上市日期为 2022/8/17, 摘牌日期为 2028/7/20, 截至 2025 年 5 月 29 日, “松霖转债”未转股余额约 2.38 亿元 (占比 39.01%)。转股价格因权益分派及主动修正多次下调, 从初始 16.58 元降至目前 15.41 元。

3.3 收购威迪思, 抢占机器人市场先机

2025 年以来公司致力于机器人领域研发。2025 年 2 月公司成立全资子公司松霖机器人, 专攻机器人赛道; 3 月底, 公司收购威迪思 100% 股权。

威迪思聚焦商用车底盘控制研发, 可与公司实现技术协同。威迪思成立于 2013 年, 深耕于智能移动装备领域, 拥有低速无人驾驶领域创新设计研究院、福建省客车特种车辆研发协同创新中心等五大科研创新平台, 汇聚总体设计、工业造型、底盘设计、AI 算法、CAE 仿真等专业人才, 研发人员占比高达 80% 以上, 具备强劲的研发水平与工程化能力。

图44.2025年以来公司致力于机器人领域研发



数据来源: 公司官网, 财通证券研究所

2025 年公司将结合威迪思的研发基础和技术能力, 围绕核心技术突破、产业链协同和应用场景拓展, 进军机器人底盘、人形机器人关节模组及灵巧手领域、特殊

场景清洗机器人领域。公司的 IDM 技术支持全产业链，在夯实底层制造优势的同时加强技术研发，实现技术闭环，威迪思的底盘、控制工程化能力与公司的健康算法、精密制造形成互补，加速机器人产品落地。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

主要假设：

智能厨卫业务：2024 年宏观环境影响内需，但海外需求对冲下，收入整体小幅下降，我们预计 2025 年后内需逐渐复苏、外需较为稳健，2025-2027 年公司该部分收入分别为 26.72/29.42/32.39 亿元，同比变动 5.52%/10.09%/10.09%。毛利率有望在产品结构和客户结构优化下实现稳步提升，我们预计 3 年毛利率分别为 34.23%/34.55%/34.88%。

大健康业务：公司大健康业务打造第二增长曲线，2023 年以来加大开拓力度，2024 年业务拓宽卓有成效，我们预计 2025-2027 年公司该部分收入分别为 4.65/6.15/7.78 亿元，同比增长 29.60%/32.25%/26.56%。产品价格有望在结构优化下提升，叠加产能规模释放，从而带动毛利率提升，我们预计 3 年毛利率分别为 50.03%/50.46%/50.90%。

表7.2023-2027E 收入拆分

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
智能厨卫	收入 (万元)	257433.06	253236.90	267228.24	294191.57	323875.50
	YOY		-1.63%	5.52%	10.09%	10.09%
	毛利率	33.20%	33.90%	34.23%	34.55%	34.88%
大健康	收入 (万元)	30412.31	35886.52	46508.94	61508.07	77844.61
	YOY		18.00%	29.60%	32.25%	26.56%
	毛利率	55.00%	49.18%	50.03%	50.46%	50.90%
其他	收入 (万元)	7296.90	12375.54	16088.20	20914.66	27189.05
	YOY		69.6%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	20.43%	25.56%	25.00%	25.00%	25.00%
营业收入 (万元)		298341.99	301498.96	329825.37	376614.29	428909.16
YOY			1.06%	9.40%	14.19%	13.89%
毛利率		35.02%	35.37%	36.00%	36.62%	37.16%

数据来源：Wind，财通证券研究所

费用率：收入规模扩大，公司人效提升下，我们假设 2025-2027 年销售费用率分别为 2.70%/2.65%/2.60%；研发持续投入，我们假设研发费用率均为 7.40%；机器人业务推进，人员增加，我们预计管理费用率有望维持 9.40%。

所得税率：我们预计所得税率与前期基本持平，均维持 9.5%。

4.2 投资建议

公司 IDM 模式构建护城河，打造技术体系闭环，近两年在厨卫健康传统业务的基础上扩展美容健康领域，拥有美健硬件作为第二增长曲线，未来创新研发推动下机器人有望贡献一部分增量，总体实现业绩持续增长。

我们选取同为厨卫领域的瑞尔特、建霖家居、箭牌家居作为可比公司。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润为 4.99/5.82/6.87 亿元，同比增速 11.77%/16.71%/17.99%，2025/6/11 收盘价对应 PE 为 19.73/16.90/14.33 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表8.可比公司估值表（截至 2025/6/11）

代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）					P/E				
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
002790.SZ	瑞尔特	31.13	7.45	2.19	1.81	1.99	2.30	2.55	14.24	17.19	15.68	13.56	12.21
603408.SH	建霖家居	53.04	11.85	4.25	4.82	5.55	6.55	7.05	12.48	11.01	9.56	8.10	7.52
001322.SZ	箭牌家居	82.52	8.52	4.25	0.67	2.42	3.26	4.10	19.43	123.60	34.17	25.35	20.13
行业平均									15.39	50.60	19.80	15.67	13.29
603992.SH	松霖科技	98.44	22.74	3.52	4.46	4.99	5.82	6.87	27.93	22.05	19.73	16.90	14.33

数据来源：Wind，财通证券研究所；注：可比公司（除箭牌家居）2025-2027 年预测归母净利润均采用 wind 一致预测

5 风险提示

行业竞争加剧：国内厨卫产品代工行业经营者众多，格局分散，若行业竞争加剧可能影响公司业绩。

原材料价格大幅上行：硬件制造业务原材料成本占比较高，若未来原材料价格大幅上行，产品调价滞后，则有可能影响公司盈利情况。

人民币汇率波动风险：公司海外业务占比 2024 年超过 75%，因此汇率波动可能会对公司业务造成影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2983.42	3014.99	3298.25	3766.14	4289.09	成长性					
减:营业成本	1942.13	1948.46	2110.74	2386.99	2695.31	营业收入增长率	-6.2%	1.1%	9.4%	14.2%	13.9%
营业税费	31.18	28.61	32.98	37.66	42.89	营业利润增长率	12.9%	31.7%	10.3%	16.7%	18.0%
销售费用	115.12	83.19	89.05	99.80	111.52	净利润增长率	34.9%	26.6%	11.8%	16.7%	18.0%
管理费用	260.31	283.45	310.04	354.02	403.17	EBITDA 增长率	7.2%	4.6%	13.4%	17.4%	16.4%
研发费用	203.53	225.11	244.07	278.69	317.39	EBIT 增长率	14.8%	12.7%	18.8%	18.8%	17.8%
财务费用	-6.24	-23.11	-8.74	1.29	0.49	NOPLAT 增长率	33.3%	-1.4%	18.8%	18.8%	17.8%
资产减值损失	-44.03	-16.28	-12.66	-14.32	-16.17	投资资本增长率	2.6%	7.8%	7.2%	7.8%	8.5%
加:公允价值变动收益	-28.64	2.32	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	8.1%	23.4%	7.9%	8.5%	9.2%
投资和汇兑收益	6.82	18.03	19.79	22.60	25.73	利润率					
营业利润	379.50	499.77	551.32	643.46	759.19	毛利率	34.9%	35.4%	36.0%	36.6%	37.2%
加:营业外净收支	-1.62	-6.58	0.00	0.00	0.00	营业利润率	12.7%	16.6%	16.7%	17.1%	17.7%
利润总额	377.88	493.20	551.32	643.46	759.19	净利率	13.1%	14.8%	15.1%	15.5%	16.0%
减:所得税	-13.21	46.78	52.37	61.13	72.12	EBITDA/营业收入	19.3%	20.0%	20.7%	21.3%	21.8%
净利润	352.49	446.42	498.94	582.33	687.07	EBIT/营业收入	13.6%	15.1%	16.5%	17.1%	17.7%
资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	运营效率					
货币资金	903.58	500.13	497.62	577.60	796.22	固定资产周转天数	128	123	116	103	92
交易性金融资产	728.67	1262.72	1462.72	1612.72	1712.72	流动资产周转天数	77	129	163	161	152
应收账款	559.79	554.33	604.68	680.00	762.51	流动资产周转天数	310	318	309	301	297
应收票据	53.03	30.73	33.90	37.66	42.89	应收账款周转天数	66	67	63	61	61
预付账款	5.42	8.00	8.44	9.55	10.78	存货周转天数	63	56	51	48	46
存货	314.08	289.66	303.95	331.06	361.14	总资产周转天数	523	514	494	467	446
其他流动资产	38.87	18.62	28.62	38.62	28.62	投资资本周转天数	387	403	396	373	354
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	13.7%	14.1%	14.6%	15.7%	16.9%
长期股权投资	3.05	3.17	3.17	3.17	3.17	ROA	9.0%	10.4%	11.0%	11.9%	12.9%
投资性房地产	6.12	5.73	5.73	5.73	5.73	ROIC	12.9%	11.8%	13.1%	14.4%	15.7%
固定资产	996.56	1062.18	1063.34	1088.95	1098.94	费用率					
在建工程	172.27	148.03	151.23	154.10	156.69	销售费用率	3.9%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%
无形资产	230.37	265.26	273.20	280.14	286.08	管理费用率	8.7%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%
其他非流动资产	15.52	17.52	24.45	24.45	24.45	财务费用率	-0.2%	-0.8%	-0.3%	0.0%	0.0%
资产总额	4252.19	4364.10	4681.30	5080.33	5543.33	三费/营业收入	12.4%	11.4%	11.8%	12.1%	12.0%
短期债务	45.47	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付账款	485.14	461.20	498.37	556.96	621.42	资产负债率	39.5%	27.3%	26.8%	26.8%	26.7%
应付票据	26.70	42.50	43.97	49.73	56.15	负权益比	65.4%	37.5%	36.6%	36.7%	36.5%
其他流动负债	6.29	2.80	2.80	2.80	2.80	流动比率	2.63	3.33	3.41	3.39	3.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.27	2.94	3.02	3.00	3.05
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	15.52	20.40	33.36	39.64	46.71
负债总额	1680.58	1189.65	1255.16	1363.02	1482.48	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.44	0.53	0.58	0.67	0.79
股本	407.99	428.47	432.90	432.90	432.90	分红比率	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
留存收益	1230.31	1489.46	1743.78	2034.95	2378.48	股息收益率	2.4%	2.9%	2.5%	3.0%	3.5%
股东权益	2571.61	3174.46	3426.15	3717.31	4060.85	业绩和估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EPS(元)	0.97	1.10	1.15	1.35	1.59
净利润	352.49	446.42	498.94	582.33	687.07	BVPS(元)	6.41	7.43	7.91	8.59	9.38
加:折旧和摊销	170.62	145.57	140.46	157.33	174.24	PE(X)	18.7	16.8	19.7	16.9	14.3
资产减值准备	55.59	10.55	12.66	14.32	16.17	PB(X)	2.8	2.5	2.9	2.6	2.4
公允价值变动损失	28.64	-2.32	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	11.28	-10.37	16.26	16.26	16.26	P/S	2.4	2.6	3.0	2.6	2.3
投资收益	-7.26	-18.03	-19.79	-22.60	-25.73	EV/EBITDA	12.2	12.8	14.2	12.0	10.0
少数股东损益	38.60	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-152.95	35.96	-30.52	-27.84	-10.32	PEG	0.5	0.6	1.7	1.0	0.8
经营活动产生现金流量	476.77	603.60	611.57	718.68	856.40	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-286.53	-763.82	-351.18	-331.27	-277.98	REP					
融资活动产生现金流量	-394.90	-235.12	-267.75	-307.43	-359.80						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2025 年 06 月 11 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。