

2026年07月12日

证券研究报告·公司研究报告

普蕊斯(301257)医药生物

当前价: 50.18元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

创新药高质量发展，需求复苏公司订单增加

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 国内 SMO 行业市场规模呈现高速增长的态势。灼识咨询预测中国 SMO 服务市场规模 2025 年至 2030 年的年复合增长率将为 16.7%。2) 医药企业研发投入的增加，带来直接的增长动力。据医药魔方数据库显示，2025 年中国创新药出海交易数量 157 笔，交易总金额为 1357 亿美元，创历史新高。3) 公司细分疾病领域有较强优势，合同增加。截至 2026 年 3 月 31 日，公司累计承接超过 4600 个国际和国内 SMO 项目，2025 年公司订单数量同比实现较快增长，公司新签不含税合同金额 11.32 亿元，同比增加 13.20%。
- **SMO 连接研发端与临床端，赋能临床研究新范式。** 医药企业研发投入的增加，将为 SMO 行业带来直接的增长动力。在政策支持、创新药企海外 BD 交易活跃及技术突破的多重驱动下，中国创新药行业进入高质量发展新阶段。据医药魔方 NextPharma 数据库显示，2025 年中国创新药出海交易数量为 157 笔，交易总金额为 1357 亿美元，创历史新高。
- **作为国内最早一批进入 SMO 行业，公司参与项目逐步增加，细分疾病领域有较强优势。** 公司自创立初期便致力于承接具有创新性 & 高临床价值新药的项目，执行项目数量亦稳步增长，截至 2026 年 3 月 31 日，公司累计承接超过 4600 个国际和国内 SMO 项目，参与了较多的国内外热门项目，积累了丰富的项目执行经验，推动 230 余个产品在国内外上市，公司凭借专业化的服务能力和丰富的项目执行经验在行业内树立了较好的品牌及口碑，多个细分疾病领域具备了较强的竞争优势。
- **行业 and 客户需求呈现复苏的迹象。** 2025 年公司订单数量同比实现较快增长，公司新签不含税合同金额 11.32 亿元，同比增加 13.20%，主要是由于国内外制药企业的新药临床试验对 SMO 等服务的需求增加所致，公司存量不含税合同金额为 19.82 亿元，同比增长 4.96%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.33、1.65、1.99 亿元，EPS 分别为 1.68、2.08、2.52 元，对应 PE 分别为 30、24、20X。我们看好公司高毛利创新药临床项目业务占比逐步提升，规模效应持续释放带动公司整体盈利能力稳步提高，首次覆盖，建议投资者持续关注。
- **风险提示:** 下游需求下降、市场竞争加剧、行业政策变动、员工流失等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	842.50	994.01	1152.92	1314.21
增长率	4.82%	17.98%	15.99%	13.99%
归属母公司净利润(百万元)	109.64	132.83	164.56	198.76
增长率	3.01%	21.15%	23.89%	20.79%
每股收益EPS(元)	1.39	1.68	2.08	2.52
净资产收益率 ROE	8.64%	9.57%	10.71%	11.59%
PE	36	30	24	20
PB	3.12	2.86	2.58	2.31

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 胡光峰

执业证号: S1250522070002

电话: 021-58352190

邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@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)	0.79
流通 A 股(亿股)	0.75
52 周内股价区间(元)	36.0-82.86
总市值(亿元)	39.64
总资产(亿元)	15.25
每股净资产(元)	16.22

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 国内最早一批进入 SMO 行业公司	1
2 SMO 连接研发端与临床端，赋能临床研究新范式	2
3 行业复苏合同增加，持续精细运营利润水平提升	7
4 盈利预测及估值	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构图（截至 2026.06.26）.....	1
图 3：2025 年公司主营业务收入情况.....	2
图 4：临床试验中各方职责和相互关系.....	2
图 5：SMO 产业价值链条.....	3
图 6：SMO 发展历程.....	3
图 7：中国 SMO 行业市场规模及预测（十亿元）.....	4
图 8：2015-2025 License-out 交易数量（笔）及金额.....	4
图 9：公司业务覆盖核心区域.....	5
图 10：公司服务覆盖领域.....	6
图 11：2025 年公司营业成本构成.....	7
图 12：公司历年 SMO 合同情况（亿元）.....	7
图 13：2021-2026Q1 公司营业收入.....	8
图 14：2021-2026Q1 公司毛利润.....	8
图 15：2021-2026Q1 公司期间费用（亿元）.....	8
图 16：2021-2026Q1 公司归母净利润.....	8

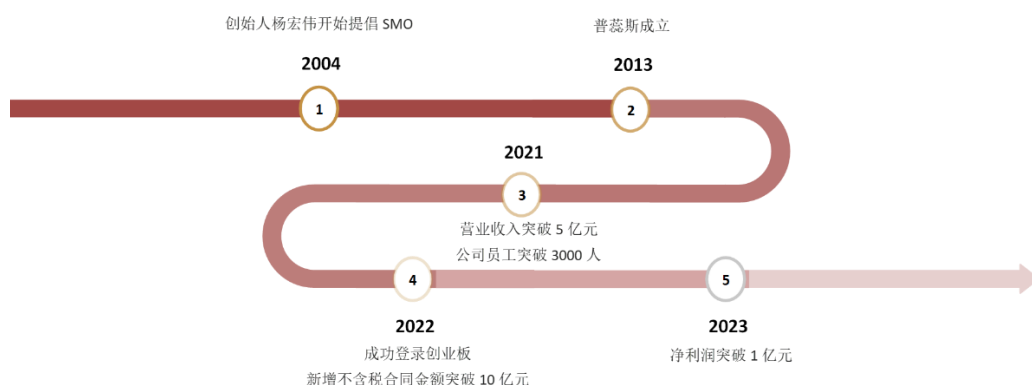
表 目 录

表 1：公司部分优势疾病领域参与项目（个）及占比情况.....	6
表 2：盈利预测.....	9
表 3：可比公司估值.....	9
附表：财务预测与估值.....	11

1 国内最早一批进入 SMO 行业的公司

普蕊斯是一家 SMO(Site Management Organization)公司，主营业务为提供临床试验现场管理服务。通过提供优秀的临床研究协调员 CR(Clinical Research Coordinator)，协助研究者执行临床试验中非医学判断性质的事务性工作，确保临床试验过程符合 GCP 和研究方案的规定，并与申办方、医院机构、CRO 进行有效的沟通，推动临床试验的规范化。2013 年公司正式成立，2015 年承接国内首个 PD-1 药物“722 核查”且实现 0 项目撤回，期间经营规模持续快速扩张，2021 年末公司营收突破 5 亿元，2022 年 5 月 17 日公司成功登陆创业板。

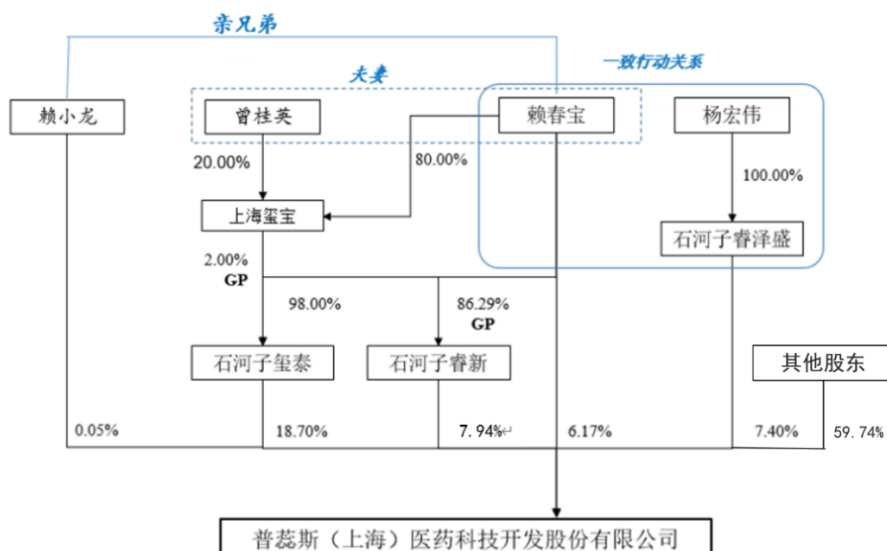
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定。公司董事长赖春宝先生为实际控制人并担任董事长，直接持有公司 6.17% 股份，通过石河子睿新（86.29%）、石河子玺泰（98%）间接持有公司 7.94%、18.70% 股份，公司董事兼总经理杨宏伟先生通过石河子睿泽盛间接持有公司 7.40% 股权，公司董事兼董事会秘书赖小龙先生直接持有 0.05% 股份。

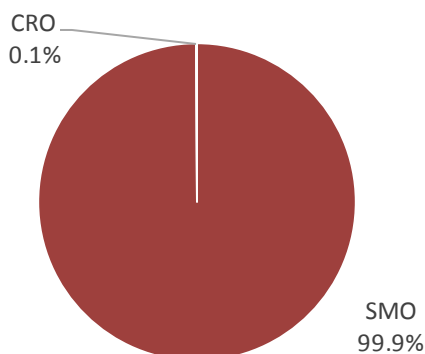
图 2：公司股权结构图（截至 2026.06.26）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务为向国内外制药公司、医疗器械公司及部分健康相关产品的临床研究开发提供 SMO 服务。基于过往经营积累的临床试验项目执行经验，根据不同临床试验项目的特点，建立操作性强、切实可行的临床试验项目执行方案，为客户提供包括前期准备计划、试验点启动、现场执行、项目全流程管理等服务，实现临床试验外包管理的一站式服务，从而更加高效快速地推进申办方临床试验的落地和执行。2025 年公司 SMO 业务实现营收 8.4 亿元，占比为 99.9%。公司新增设立 CRO 临床运营部，积极拓展承接 CRO 项目，2025 年实现部分营收，占比为 0.1%。

图 3：2025 年公司主营业务收入情况

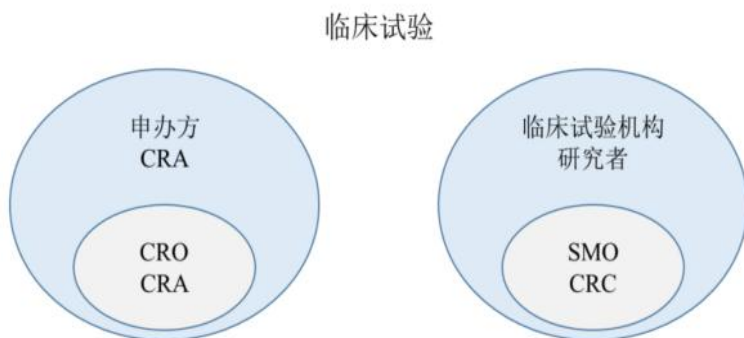


数据来源：wind，西南证券整理

2 SMO 连接研发端与临床端，赋能临床研究新范式

随着全球医药市场竞争的日益激烈，药企对于研发、生产、销售成本的控制和效率的提升需求强烈催生了医药外包行业的产生。医药外包行业又逐渐分化为专业的研发外包（CRO）、生产外包（CMO）、临床试验现场管理外包（SMO）等。CRO 及 SMO 在临床试验过程中的定位有所差异，通常在一个临床试验项目中既需要 CRO 代表申办方组织监查临床试验的开展过程，也需要 SMO 进行临床试验现场管理组织，协助临床试验的具体实施。

图 4：临床试验中各方职责和相互关系



数据来源：普蕊斯招股说明书，西南证券整理

SMO 负责伴随着新药研发活动而发生的，除医学判断以外的所有事务的管理。SMO 将项目管理功能导入新药研发临床试验过程，从临床试验机构角度出发，以高效、经济的方法引导、推进临床试验进度，提高试验的质量，以确保临床研究过程符合 GCP 和研究方案的规定，从而促进临床试验研究的规范化发展。SMO 企业搭建临床试验的执行体系，通过 CRC 提供专业现场管理服务，协助研究者执行临床试验中非医学判断性质的事务性工作，SMO 企业可将标准的操作流程，快速复制到其他临床试验项目，提高临床试验项目的效率。

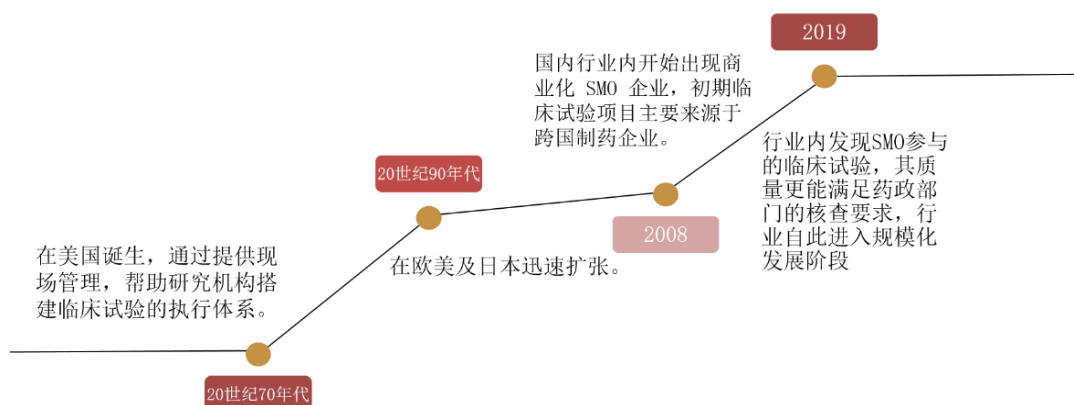
图 5：SMO 产业价值链条



数据来源：思派健康招股说明书，西南证券整理

SMO 作为一种创新性的商业模式，助力医药行业快速发展。20 世纪 70 年代 SMO 在美国诞生，提供现场管理，帮助研究机构搭建临床试验的执行体系。此后，20 世纪 90 年代 SMO 在欧美及日本迅速扩张，2008 年国内行业内开始出现商业化 SMO 企业，但初期临床试验项目主要来源于跨国制药企业，而后国家药监部门开展药物临床试验数据自查核查以后，行业内发现 SMO 参与的临床试验，其质量更能满足药政部门的核查要求，行业自此进入规模化发展阶段。

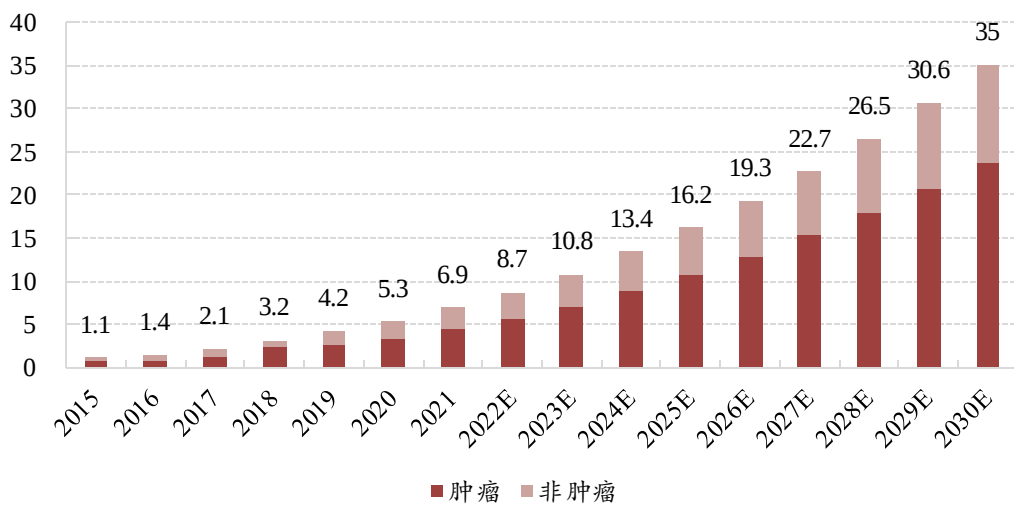
图 6：SMO 发展历程



数据来源：普蕊斯招股说明书，西南证券整理

国内 SMO 行业市场规模呈现高速增长的态势。随着医药研发支出的扩张、临床试验数量的增加、临床试验机构对 SMO 行业重要性认可的提升、新药研发难度的加大以及全球药品监管要求的提高，未来国内 SMO 行业市场规模将继续保持高速增长，灼识咨询预测中国 SMO 服务市场规模由 2015 年的人民币 11 亿元增加至 2021 年的人民币 69 亿元，年复合增长率为 35.3%，预期于 2025 年将进一步达到人民币 162 亿元，2021 年至 2025 年的年复合增长率将为 23.8%，及于 2030 年达到人民币 350 亿元，2025 年至 2030 年的年复合增长率将为 16.7%。

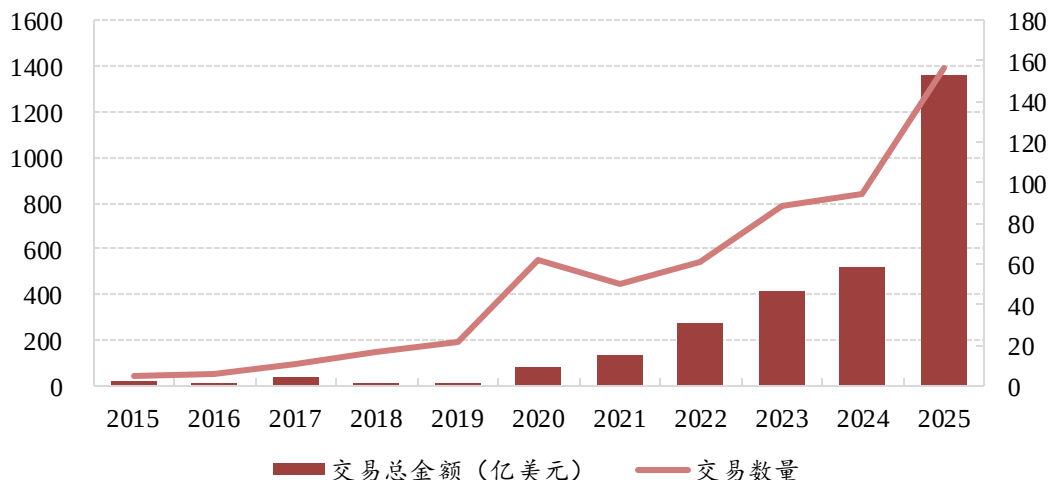
图 7：中国 SMO 行业市场规模及预测（十亿元）



数据来源：思派健康招股说明书，中国CRC之家，灼识咨询报告，西南证券整理

医药企业研发投入的增加，将为 SMO 行业带来直接的增长动力。在政策支持、创新药企海外 BD 交易活跃及技术突破的多重驱动下，中国创新药行业进入高质量发展新阶段。据医药魔方 NextPharma 数据库显示，2025 年中国创新药出海交易数量为 157 笔，交易总金额为 1357 亿美元，创历史新高。

图 8：2015-2025 License-out 交易数量（笔）及金额



数据来源：医药魔方，西南证券整理

SMO 行业头部优势明显，市场进一步集中。目前我国 SMO 行业进入新的发展阶段，头部 SMO 企业在客户资源积累、专业人才规模、研究机构覆盖率等方面持续拓展，技术壁垒、品牌影响力与行业口碑等方面加速巩固，加之国内医药监管政策利好具备创新类项目服务能力的 SMO 企业，部分中小型 SMO 企业已经开始逐渐出清，行业集中度不断提升并向头部 SMO 集中。

公司经验丰富，客户群广泛。公司作为国内最早一批进入 SMO 行业的公司，凭借其专业化的服务能力，成为艾伯维、阿斯利康、百利药业、百时美施贵宝、拜耳、富启睿、豪森、葛兰素史克、恒瑞、辉瑞、精鼎、康方、礼来、罗氏、默沙东、诺和诺德、强生、正大天晴等众多知名国内外药企、CRO 客户的合格供应商。公司凭借严格的质量控制体系和高效的人才复制体系，保障服务质量的稳定性和人才供给的稳定性，从而与现有客户保持稳定的合作关系。

具备广度覆盖以及深度覆盖的能力。公司可覆盖临床试验机构数量超过 1300 家，服务范围覆盖全国 200 余个城市，能够满足客户绝大多数项目需求。对于可覆盖的临床试验机构，公司在当地均已建立稳定和专业的 PM 与 CRC 等人才储备，可在申办方要求下迅速进入当地临床试验机构开展临床试验现场管理服务。同时公司进一步加强对临床试验资源的覆盖深度，与临床试验机构建立长期良好的合作关系。

图 9：公司业务覆盖核心区域



数据来源：公司官网，西南证券整理

参与项目逐步增加，细分疾病领域有较强优势。公司自创立初期便致力于承接具有创新性 & 高临床价值新药的项目，执行项目数量亦稳步增长，截至 2026 年 3 月 31 日，公司累计承接超过 4600 个国际和国内 SMO 项目，参与了较多的国内外热门项目，积累了丰富的项目执行经验，推动 230 余个产品在国内外上市，公司凭借专业化的服务能力和丰富的项目执行经验在行业内树立了较好的品牌及口碑，多个细分疾病领域具备了较强的竞争优势。

图 10：公司服务覆盖领域



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 1：公司部分优势疾病领域参与项目（个）及占比情况

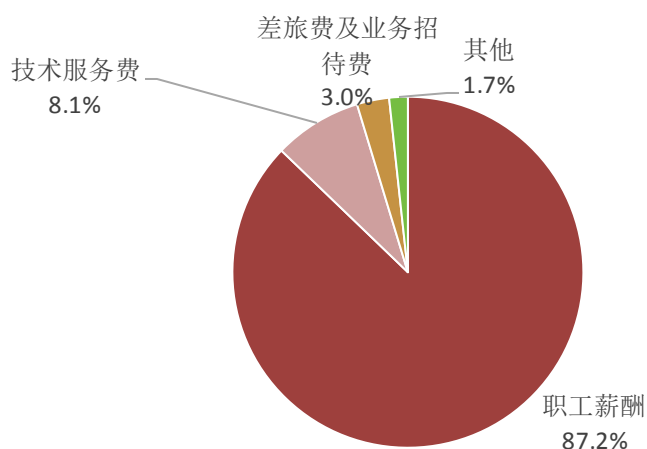
期间	药物类型	国内产品数量	普蕊斯参与数量	占比
2018 年至 2025 年	血液肿瘤新药	77	31	40.26%
	胸部肿瘤新药	77	26	33.77%
	糖尿病新药	52	17	32.69%
	传染疾病新药	32	13	40.63%
	血液非肿瘤新药	26	8	30.77%

数据来源：公司公告，药智网数据库，西南证券整理

公司具备良好的项目管理能力。公司根据 GCP 和 ICH-GCP 的规范要求，建立了 330 余项临床试验标准操作规程 SOP，涵盖了临床试验的各个环节，通过标准化的项目管理体系，可以有效地保证公司临床试验服务的稳定性和可靠性，推动临床试验方案的高效执行。截至 2025 年末，公司累计共接受国家药监局（NMPA）核查 329 次、FDA 视察 15 次及 EMA 视察 5 次，均无重大发现。

丰富的人员储备及临床试验覆盖能力，保证临床试验的可靠性及稳定性。截至 2025 年末，公司员工人数 4372 人，其中业务人员超 4200 人。公司营业成本主要由职工薪酬、技术服务费、差旅费及业务招待费构成，2025 年三者合计占营业成本的比例为 98.29%。其中，职工薪酬系指业务人员的工资、五险一金、补充医疗、工会经费、福利费及培训费，技术服务费系指支付给第三方的患者招募费用与支付给其他 SMO 企业的 CRC 服务费用。未来公司将重点推动已建设功能深度落地应用，并积极探索人工智能和新技术在临床试验执行上的运用和创新，逐步实现对传统人工操作业务模式的升级，并通过数智化技术为内部管理提质增效，从业务端和管理端两个方向赋能企业综合运营效率的提升。

图 11：2025 年公司营业成本构成

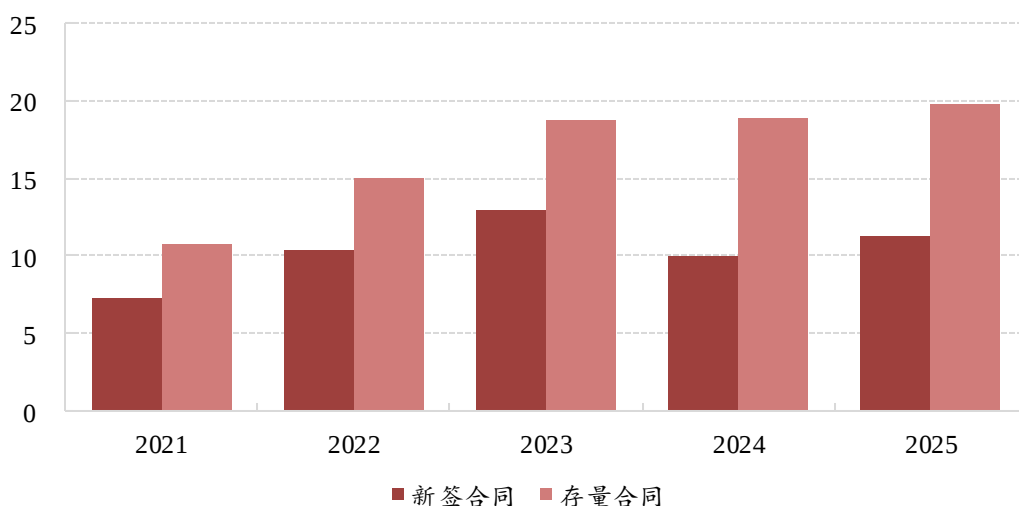


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 行业复苏合同增加，持续精细运营利润水平提升

行业 and 客户需求呈现复苏的迹象。在政策支持、创新药企海外 BD 交易活跃及技术突破的多重驱动下，中国创新药行业进入高质量发展新阶段。在医药创新生态链中，SMO 已成为连接研发端与临床端的关键纽带。公司凭借创新的服务模式和专业的执行能力，正推动这一重要环节的持续升级，为医药研发注入新动能。2025 年公司询单数量同比实现较快增长，公司新签不含税合同金额 11.32 亿元，同比增加 13.20%，主要是由于国内外制药企业的新药临床试验对 SMO 等服务的需求增加所致，公司存量不含税合同金额为 19.82 亿元，同比增长 4.96%。

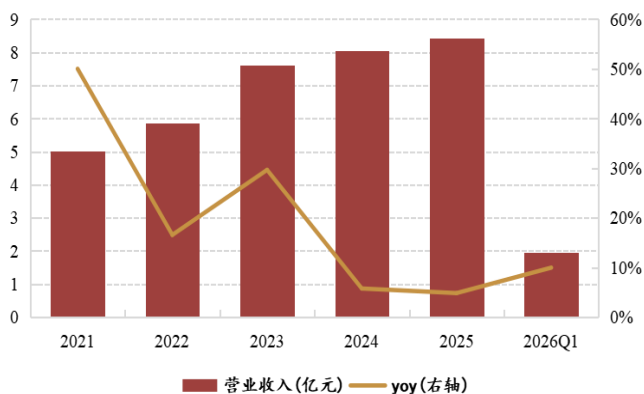
图 12：公司历年 SMO 合同情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

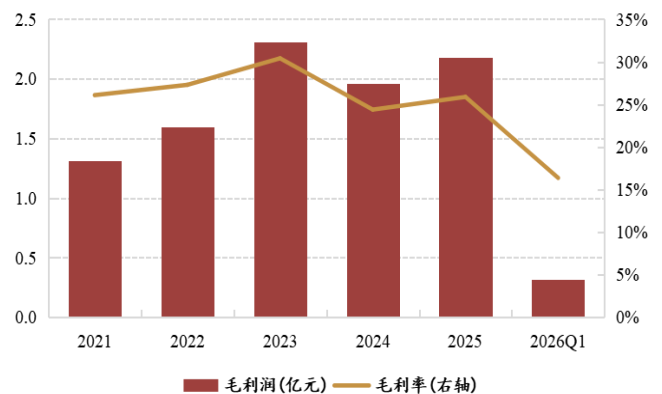
公司整体增长稳健，2025 年公司实现营业收入 8.43 亿元，同比增长 4.82%，2026 年一季度公司实现营业收入 1.94 亿元，同比增长 9.95%。从毛利端来看，公司整体毛利率保持相对稳定，常年在 25% 附近。2025 年实现毛利润 2.18 亿元，毛利率为 25.87%，2026 年一季度受益于收入增长，公司实现毛利润增长为 0.32 亿元，单季度毛利率为 16.35%，同比略提升 0.12pp。

图 13：2021-2026Q1 公司营业收入



数据来源：wind，西南证券整理

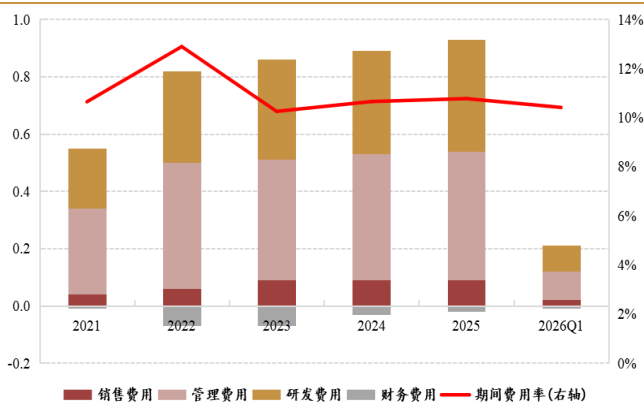
图 14：2021-2026Q1 公司毛利润



数据来源：wind，西南证券整理

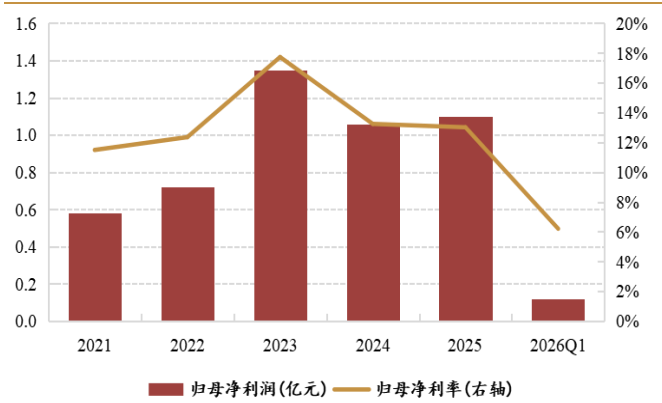
公司持续落地精细化运营，利润有较好提升。公司持续加快企业数智化升级步伐，进一步降本增效提升公司核心竞争力，费用管控较好，公司期间费用率相对稳定，2025 年期间费用为 0.91 亿元，期间费用率为 10.77%，综合影响下，公司 2025 年实现净利润 1.1 亿元，同比增长 3.01%，2026 年一季度期间费用率为 10.41%，实现净利润 1202.42 万元，同比大幅增长 61.8%。

图 15：2021-2026Q1 公司期间费用（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 16：2021-2026Q1 公司归母净利润



数据来源：wind，西南证券整理

4 盈利预测及估值

关键假设：

1) 随着国内创新药研发景气度持续回暖，药企临床研发投入稳步提升，叠加公司数智化转型落地、项目交付效率持续优化、海内外临床订单持续放量，行业 SMO 外包渗透率稳步提升，公司作为国内 SMO 细分领域龙头，订单承接能力与市场份额持续扩张，预计行业竞争格局逐步优化，项目报价企稳回升、整体单价维持稳定，综合行业需求扩容与单价平稳的双重影响下，2026-2028 年公司 SMO 业务营收同比增长 18%、16%、14%；

2) 随着公司规模化运营优势持续凸显，人员管理体系不断完善，人均产出持续提升，叠加人力成本管控成效显著、高毛利肿瘤、罕见病等创新药临床项目占比持续提升，业务结构持续优化，我们预计 2026-2028 年 SMO 业务毛利率预计逐年改善至 27%、28%、29%；

3) 其他业务营收增速及毛利率维持稳定。

表 2：盈利预测

业务情况（百万元）		2025	2026E	2027E	2028E
SMO	收入	841.7	993.2	1152.1	1313.4
	增速	4.7%	18%	16%	14%
	成本	624.0	725.0	829.5	932.5
	毛利率	25.9%	27%	28%	29%
CRO	收入	0.8	0.8	0.8	0.8
	成本	0.5	0.5	0.5	0.5
合计	收入	842.5	994.0	1152.9	1314.2
	增速	4.8%	18%	16%	14%
	成本	624.6	725.6	830.0	933.0
	毛利率	25.9%	27%	28%	29%

数据来源：wind，西南证券

预计公司 2026-2028 年营收分别为 9.9、11.5、13.1 亿元，归母净利润分别为 1.33、1.65、1.99 亿元，EPS 分别为 1.68、2.08、2.52 元，对应 PE 分别为 30、24、20X。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
300347.SZ	泰格医药	47.27	1.03	1.26	1.57	2.01	46	38	30	24
300759.SZ	康龙化成	33.94	0.94	1.11	1.36	1.65	36	31	25	21
平均值							41	34	28	22

数据来源：wind，西南证券整理

选取 A 股专注于临床研究服务、涵盖 SMO/CRO 业务的头部企业作为可比公司，筛选泰格医药、康龙化成两家核心可比公司，两家企业均深耕创新药临床研发服务领域，业务模式、客户结构、行业赛道与普蕊斯高度契合，具备较强估值参考性。考虑到公司主营业务围绕创新药临床现场管理（SMO）服务，核心优势为深耕肿瘤等优质临床赛道、交付效率领先、数智化服务体系成熟，我们选取以上企业作为公司可比公司，2026 年可比公司平均 PE 为 34 倍。我们看好公司高毛利创新药临床项目业务占比逐步提升，规模效应持续释放带动公司整体盈利能力稳步提高，首次覆盖，建议投资者持续关注。

5 风险提示

下游需求下降风险：公司的业务发展主要受益于全球医药市场不断增长、客户（包括国内外制药公司、医疗器械公司等）研发预算增加以及在临床研究开发环节外包需求和意愿增强等因素。如果未来行业发展趋势放缓，或者外包比例下降，可能对公司业务造成不利影响。

市场竞争加剧风险：竞争加剧会对公司的服务造成定价压力，如果公司不能及时把握行业趋势，在未来的市场竞争中保持或提升现有优势，可能对公司盈利能力产生不利影响。

行业政策变动风险：受益于国家产业政策鼓励下的医药和医疗器械企业对创新药物或器械的研发投入的不断增长、国家对研发监管体系的不断促进以及跨国药企研发重心向中国的战略转移，使国际多中心临床试验项目和国内创新药的临床试验项目不断增加、研发企业外包需求增加。因此一旦由于政策、经济周期原因使上述需求增长放缓或减少，可能对公司经营产生不利影响。

员工流失风险：公司的业务模式较为依赖业务人员的规模，充足的业务人员储备对公司的发展至关重要。公司相关员工的流失，可能会阻碍公司业务拓展及项目执行的顺利完成，从而可能对公司的财务状况及经营业绩产生不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	842.50	994.01	1152.92	1314.21	净利润	109.64	132.83	164.56	198.76
营业成本	624.56	725.55	830.04	933.03	折旧与摊销	7.27	0.94	0.94	0.94
营业税金及附加	5.72	6.75	7.83	8.92	财务费用	-2.25	-2.97	-4.22	-4.75
销售费用	9.11	10.75	12.47	14.21	资产减值损失	-8.32	-8.32	-8.32	-8.32
管理费用	45.14	97.00	112.50	128.24	经营营运资本变动	-191.29	449.87	-14.97	-12.77
财务费用	-2.25	-2.97	-4.22	-4.75	其他	120.64	7.58	7.92	3.64
资产减值损失	-8.32	-8.32	-8.32	-8.32	经营活动现金流净额	35.69	579.92	145.91	177.51
投资收益	7.23	7.23	7.23	7.23	资本支出	-0.13	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.31	0.54	0.47	0.47	其他	-2.06	7.76	7.69	7.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2.20	7.76	7.69	7.69
营业利润	127.92	156.38	193.68	233.93	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.04	-0.11	-0.08	-0.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	127.88	156.27	193.59	233.84	股权融资	-6.35	0.00	0.00	0.00
所得税	18.24	23.44	29.04	35.08	支付股利	-11.69	-14.11	-15.84	-20.40
净利润	109.64	132.83	164.56	198.76	其他	-37.16	-0.73	4.22	4.75
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-55.20	-14.84	-11.63	-15.65
归属母公司股东净利润	109.64	132.83	164.56	198.76	现金流量净额	-21.70	572.84	141.98	169.55
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	467.28	1040.12	1182.10	1351.64	成长能力				
应收和预付款项	257.79	247.59	296.17	343.69	销售收入增长率	4.82%	17.98%	15.99%	13.99%
存货	0.00	0.00	-2.00	-1.00	营业利润增长率	5.16%	22.25%	23.85%	20.78%
其他流动资产	596.47	150.34	150.34	150.34	净利润增长率	3.01%	21.15%	23.89%	20.79%
长期股权投资	171.51	171.51	171.51	171.51	EBITDA 增长率	6.14%	16.10%	23.36%	20.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	14.55	13.73	12.91	12.09	毛利率	25.87%	27.01%	28.01%	29.00%
无形资产和开发支出	1.87	1.74	1.62	1.50	三费率	6.17%	10.54%	10.47%	10.48%
其他非流动资产	34.45	34.45	34.45	34.45	净利率	13.01%	13.36%	14.27%	15.12%
资产总计	1543.92	1659.48	1847.09	2064.22	ROE	8.64%	9.57%	10.71%	11.59%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.10%	8.00%	8.91%	9.63%
应付和预收款项	82.15	96.51	110.34	124.39	ROIC	21.29%	33.78%	85.47%	86.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.78%	15.53%	16.51%	17.51%
其他负债	192.26	174.74	199.82	224.54	营运能力				
负债合计	274.41	271.26	310.16	348.93	总资产周转率	0.57	0.62	0.66	0.67
股本	79.00	79.00	79.00	79.00	固定资产周转率	61.65	79.52	98.71	121.02
资本公积	647.22	647.22	647.22	647.22	应收账款周转率	5.00	5.02	4.98	4.94
留存收益	543.28	662.00	810.71	989.07	存货周转率	—	—	—	—
归属母公司股东权益	1269.50	1388.22	1536.93	1715.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.31%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1269.50	1388.22	1536.93	1715.29	资产负债率	17.77%	16.35%	16.79%	16.90%
负债和股东权益合计	1543.92	1659.48	1847.09	2064.22	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.83	5.31	5.25	5.30
					速动比率	4.83	5.31	5.26	5.30
					股利支付率	10.66%	10.62%	9.63%	10.26%
					每股指标				
					每股收益	1.39	1.68	2.08	2.52
					每股净资产	16.07	17.57	19.45	21.71
					每股经营现金	0.45	7.34	1.85	2.25
					每股股利	0.15	0.18	0.20	0.26
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	132.94	154.35	190.40	230.12					
PE	36.16	29.85	24.09	19.95					
PB	3.12	2.86	2.58	2.31					
PS	4.71	3.99	3.44	3.02					
EV/EBITDA	24.94	17.75	13.64	10.55					
股息率	0.29%	0.36%	0.40%	0.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@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	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn