

恒而达 (300946.SZ)

Q3 利润端承压，智能数控装备交付有望带来营收增长

Q3 业绩承压，盈利能力短期波动。毛利率收窄，期间费用率上升致净利率大幅下滑。传统业务收入稳定，滚动功能部件业务市场开拓顺利。目前 SMS 侧智能数控装备还未交货，我们分析相关业务有望在未来为公司带来营收空间。维持“增持”评级。

□ **Q3 业绩承压，盈利能力短期波动。**公司公布 2025 年三季报，前三季度实现营收 4.78 亿元，同比+8.37%，归母净利润 4405.31 万元，同比-44.24%，归母扣非净利润 4337.81 万元，同比-43.75%。其中 Q3 实现营收 1.58 亿元，同比+11.56%，归母净利润 94.37 万元，同比-95.96%，归母扣非净利润 170.54 万元，同比-92.18%。

□ **整体毛利率收窄，期间费用率上升致净利率大幅下滑。**前三季度公司毛利率 28.81%，同比-2.54pct。Q1-Q3 公司研发费用率 3.96%，同比+0.58pct，销售费用率 3.50%，同比+1.02pcts，增长主要系因为公司加大对滚动功能部件业务的研发及市场开拓投入所致；公司 Q1-Q3 管理费用率 6.30%，同比+2.24pcts，增长主要系因为公司收购德国 SMS 公司所支付的中介服务费、差旅费等费用增加所致；公司前三季度营业净利率 9.20%，主要原因为德国 SMS 公司已于 2025 年 6 月起并入公司报表，因其在手订单生产周期较长尚未交付客户形成收入，期间运营费用增加，导致公司合并报表净利率同比减少-8.74pct。

□ **传统业务收入稳定，滚动功能部件业务市场开拓顺利。**公司传统刀具业务市场地位稳定，市场空间增长缓慢但稳定。滚动功能部件方面，公司现处产品研发及市场开拓阶段，上半年业务营收增长显著。虽目前相关业务仍处于布局阶段，期间费用率较高，未来进入盈利阶段后有望为公司带来可观利润。

□ **智能数控装备业务厚积待发。**收购德国 SMS 后，公司智能数控装备相关业务仍处于生产未交付阶段，报表承压。现阶段公司积极投入研发、布局生产，我们认为在未来交付后，相关业务为公司带来的营收空间潜力可期。

□ **结论与建议：**公司传统业务稳定发展，新兴业务布局进度较好，滚动功能部件业务发展已开始看到成效，总体来看，公司正在进入新的发展阶段，我们对其维持“增持”评级。

□ **风险提示：**原材料价格波动，下游需求波动，滚动功能部件未来利润率不及预期，智能数控装备研发进度不及预期，订单交货进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	542	585	650	769	900
同比增长	12%	8%	11%	18%	17%
营业利润(百万元)	100	100	83	104	117
同比增长	4%	-0%	-17%	25%	13%
归母净利润(百万元)	87	87	72	91	103
同比增长	-8%	0%	-17%	26%	13%
每股收益(元)	0.73	0.73	0.46	0.58	0.66
PE	71.4	71.3	111.9	89.1	78.9
PB	5.6	5.3	6.7	6.3	5.9

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

中游制造/机械

目标估值：NA

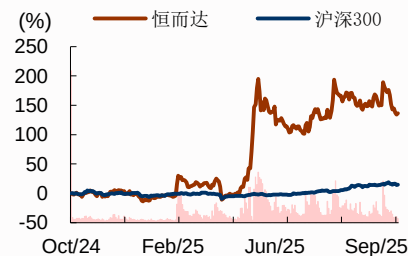
当前股价：51.9 元

基础数据

总股本（百万股）	156
已上市流通股（百万股）	76
总市值（十亿元）	8.1
流通市值（十亿元）	3.9
每股净资产（MRQ）	7.7
ROE（TTM）	4.3
资产负债率	29.4%
主要股东	林正华
主要股东持股比例	66.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	142	155
相对表现	-12	122	139



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《恒而达（300946）一重型模切刀具龙头企业，收购德国 SMS 强势切入高精磨床国产替代市场》
2025-09-29

郭倩倩 S1090525060003

✉ guoqianqian@cmschina.com.cn

葛小川 研究助理

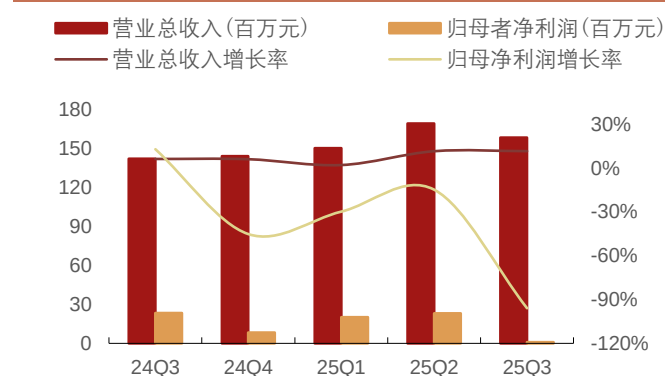
✉ gexiaochuan@cmschina.com.cn

表 1: 公司 2024Q3 以来单季盈利数据

单季数据	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
营业总收入(百万元)	142.07	144.14	150.30	169.21	158.50
同比增长	6.21%	6.04%	2.04%	11.53%	11.56%
营业利润(百万元)	27.07	8.54	23.33	26.28	2.33
同比增长	11.40%	-47.78%	-30.05%	-14.22%	-91.38%
归母净利润(百万元)	23.36	8.31	20.02	23.09	0.94
同比增长	12.86%	-45.18%	-29.86%	-14.81%	-95.96%
EPS 每股收益(元)	0.15	0.05	0.13	0.15	0.01
毛利率	30.48%	23.45%	29.16%	29.83%	27.39%
净利率	16.44%	5.76%	13.32%	13.65%	0.60%

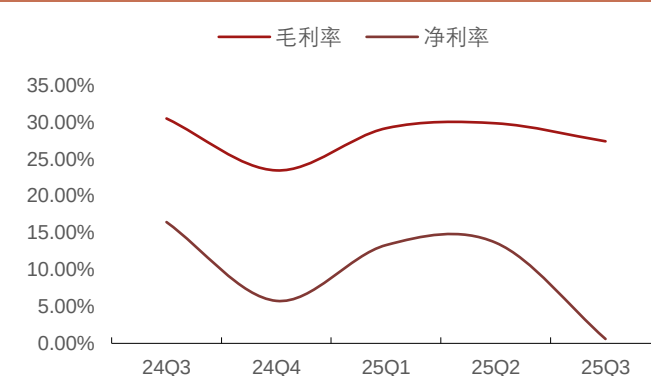
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 公司 2024Q3 以来单季营收及归母净利润情况



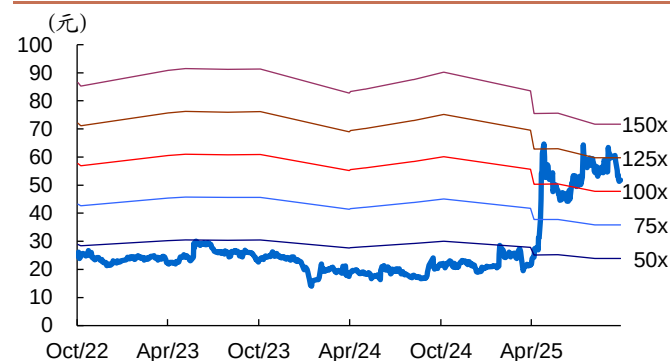
资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 公司 2024Q3 以来单季毛利率及净利率情况



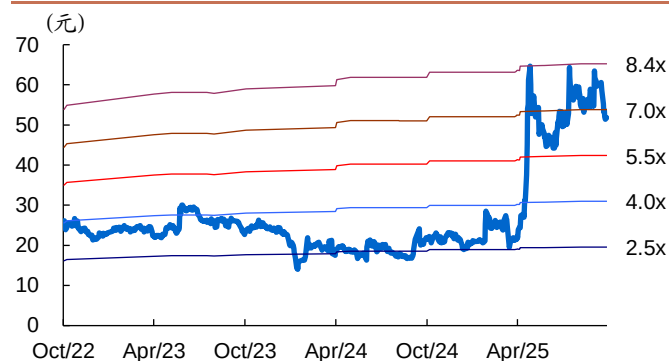
资料来源: 公司数据、招商证券

图 3: 恒而达历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 4: 恒而达历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

《恒而达（300946）一重型模切刀具龙头企业，收购德国 SMS 强势切入高精磨床国产替代市场》2025-09-29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	722	710	703	829	977
现金	117	116	58	66	79
交易性投资	50	0	0	0	0
应收票据	83	81	90	106	124
应收款项	101	100	111	131	154
其它应收款	0	0	0	0	1
存货	323	375	402	474	559
其他	48	38	43	51	60
非流动资产	732	772	920	894	870
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	471	559	703	683	665
无形资产商誉	50	50	55	50	45
其他	211	163	162	161	161
资产总计	1454	1482	1624	1723	1847
流动负债	269	232	339	365	414
短期借款	52	37	132	124	133
应付账款	170	141	162	191	225
预收账款	9	10	11	13	15
其他	37	44	34	37	40
长期负债	64	69	69	69	69
长期借款	52	57	57	57	57
其他	12	12	12	12	12
负债合计	333	301	408	434	483
股本	120	120	156	156	156
资本公积金	594	594	558	558	558
留存收益	406	465	501	574	649
少数股东权益	1	1	1	1	0
归属于母公司所有者权益	1120	1180	1215	1288	1364
负债及权益合计	1454	1482	1624	1723	1847

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	70	67	105	86	83
净利润	87	87	72	91	102
折旧摊销	28	44	62	76	74
财务费用	1	2	8	11	11
投资收益	(1)	(0)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	(57)	(64)	(28)	(83)	(95)
其它	11	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(134)	(32)	(201)	(41)	(41)
资本支出	(188)	(81)	(210)	(50)	(50)
其他投资	54	49	9	9	9
筹资活动现金流	50	(30)	38	(37)	(29)
借款变动	76	(4)	83	(8)	9
普通股增加	0	0	36	0	0
资本公积增加	0	0	(36)	0	0
股利分配	(28)	(28)	(37)	(18)	(27)
其他	2	1	(8)	(11)	(11)
现金净增加额	(14)	5	(58)	8	13

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	542	585	650	769	900
营业成本	381	413	473	558	658
营业税金及附加	3	5	6	7	8
营业费用	12	17	18	22	25
管理费用	24	26	39	38	45
研发费用	26	20	33	38	45
财务费用	0	2	8	11	11
资产减值损失	(2)	(11)	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0	0
其他收益	3	8	8	8	8
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	100	100	83	104	117
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	99	99	82	103	116
所得税	12	12	10	12	14
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	87	87	72	91	103

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	12%	8%	11%	18%	17%
营业利润	4%	-0%	-17%	25%	13%
归母净利润	-8%	0%	-17%	26%	13%
获利能力					
毛利率	29.9%	29.4%	27.3%	27.4%	26.9%
净利率	16.1%	14.9%	11.1%	11.8%	11.4%
ROE	8.0%	7.6%	6.0%	7.3%	7.7%
ROIC	7.6%	7.1%	6.0%	7.0%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	22.9%	20.3%	25.1%	25.2%	26.1%
净负债比率	7.7%	7.1%	11.6%	10.5%	10.3%
流动比率	2.7	3.1	2.1	2.3	2.4
速动比率	1.5	1.4	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	3.1	3.2	3.4	3.5	3.5
应付账款周转率	2.7	2.7	3.1	3.2	3.2
每股资料(元)					
EPS	0.73	0.73	0.46	0.58	0.66
每股经营净现金	0.58	0.56	0.68	0.55	0.53
每股净资产	9.33	9.83	7.79	8.26	8.74
每股股利	0.23	0.15	0.12	0.17	0.16
估值比率					
PE	71.4	71.3	111.9	89.1	78.9
PB	5.6	5.3	6.7	6.3	5.9
EV/EBITDA	66.8	59.0	55.4	44.3	42.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。