

2026 年 01 月 28 日

证券研究报告·公司研究报告

科捷智能（688455）机械设备

当前价：24.11 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

智能物流方案供应商，营收利润双阶跃升

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 公司是智能物流和智能制造高效解决方案提供商，已在全球 20+ 国家成功交付 1000+ 个智能化项目；2) 数字化和无人化已成为行业必然趋势，预计 2025 年中国智慧物流行业市场规模将达到 9655 亿元；3) 营收盈利双改善，全年业绩迎扭亏，预计净利润达 2950-3400 万元。
- 公司是一家自有核心技术与产品的智能物流和智能制造系统解决方案提供商。**已在全球 20+ 国家成功交付 1000+ 个智能化项目，2024 年起战略调整签单结构，聚焦高价值、大规模项目，从源头夯实盈利基础；境内外业务协同发力，海外采用“深耕本土+跟随中资出海”策略实现收入同比增超 200%，占比升至 54%，境内依托募投产能释放、供应链优化推动毛利率提升至 14% 以上；全面推进标准化、模块化建设与数字化转型，降本增效成效显著，期间费用率同比下降超 5pp，运营效率与盈利质量同步优化。
- 市场规模持续增长，数字化和无人化已成为行业必然趋势。**中商产业研究院报告显示，2024 年中国智慧物流行业市场规模约为 8546 亿元，较上年增长 8.14%，预计 2025 年将达到 9655 亿元。人工智能和无人设备将重塑智能物流装备新范式。智能物流装备指用于产品运输和储存的自动化装备和系统，在电商快递的快速成长下，据中商产业研究院报告，中国智能物流装备市场规模从 2020 年的 449 亿元增至 2024 年的 1041 亿元，复合年增长率为 23.4%，预计到 2025 年市场规模将达到 1261 亿元。
- 战略升级成效显著，营收利润双阶跃升。**2020 年以来公司营业收入整体呈稳步增长态势，净利润则经历从稳定盈利到短期承压再到扭亏回升的进阶式改善，2025 年迎来业绩全面突破。2025 年预计实现 21.5-24.5 亿元，同比大幅增长 54%-76%；2025 年成功扭亏为盈，预计净利润达 2950-3400 万元。（2025 年前三季度累计归母净利润-5939 万元）
- 盈利预测与投资建议。**预计在强劲的订单支持下，公司 2025/26/27 年归母净利润分别为 3274 万元、1.3 亿元、1.8 亿元，EPS 分别为 0.19、0.75、1.04 元。考虑到公司业务持续拓展并逐步释放业绩弹性，首次覆盖，建议关注。
- 风险提示：**下游消费需求不振、新业务拓展不及预期、市场竞争加剧等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1393.60	2261.16	2878.41	3454.09
增长率	21.35%	62.25%	27.30%	20.00%
归属母公司净利润（百万元）	-58.63	32.74	125.69	175.35
增长率	24.77%	155.84%	283.94%	39.51%
每股收益 EPS（元）	-0.35	0.19	0.75	1.04
净资产收益率 ROE	-5.62%	3.07%	10.55%	12.83%
PE	-69.1	123.8	32.2	23.1
PB	3.89	3.80	3.40	2.96

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽

执业证号：S1250522070002

电话：021-58352190

邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

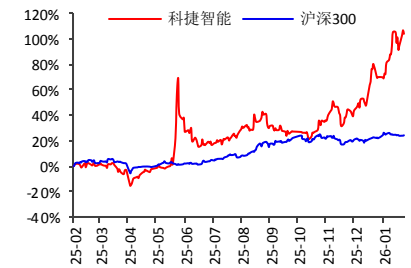
分析师：杨蕊

执业证号：S1250525070007

电话：021-58351985

邮箱：yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.68
流通 A 股(亿股)	1.17
52 周内股价区间(元)	9.36-25.46
总市值(亿元)	40.51
总资产(亿元)	38.70
每股净资产(元)	4.80

相关研究

目 录

1 智能物流和智能制造高效解决方案提供商.....	1
2 智能物流：市场规模持续增长，数字化和无人化已成为行业必然趋势.....	5
2.1 上位规划支持与物流总额增长双轮驱动智能物流行业发展.....	5
2.2 人工智能和无人设备将重塑智能物流装备新范式.....	6
3 营收盈利双改善，全年业绩迎扭亏.....	7
4 盈利预测与估值.....	8
5 风险提示.....	9

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2025-12-09)	1
图 3: 智能物流解决方案.....	2
图 4: 智能仓储解决方案.....	2
图 5: 智能工厂解决方案.....	3
图 6: 公司 2025 年 H1 主营业务结构情况.....	3
图 7: 公司 2025 年 H1 主营业务毛利情况.....	3
图 8: 公司海外收入占比.....	4
图 9: 公司 2020 年以来营业收入及增速.....	4
图 10: 公司 2020 年以来净利润及增速.....	4
图 11: 社会物流总额 (万亿元)	5
图 12: 中国智慧物流行业市场规模 (亿元)	5
图 13: 中国快递业务量 (亿件)	6
图 14: 中国智能物流装备市场规模 (亿元)	6
图 15: 中国移动机器人 (AGV/AIR) 销售规模 (亿元)	6
图 16: 中国无人配送市场规模 (亿元)	6
图 17: 2025Q3 实现营收 2.61 亿元, 同比+47.1%.....	7
图 18: 2025Q3 实现归母净利润-2211 万元, 同比-59.5%.....	7
图 19: 2025Q3 毛利率 19.2%, 同比+11pp.....	7
图 20: 2025Q3 期间费用率 32.6%, 同比+4.9pp.....	7
图 21: 2025Q3 固定资产 3.6 亿元, 较上年末增长+33%.....	8
图 22: 2025Q3 经营性现金流 6306 万元, 同比+187.5%.....	8

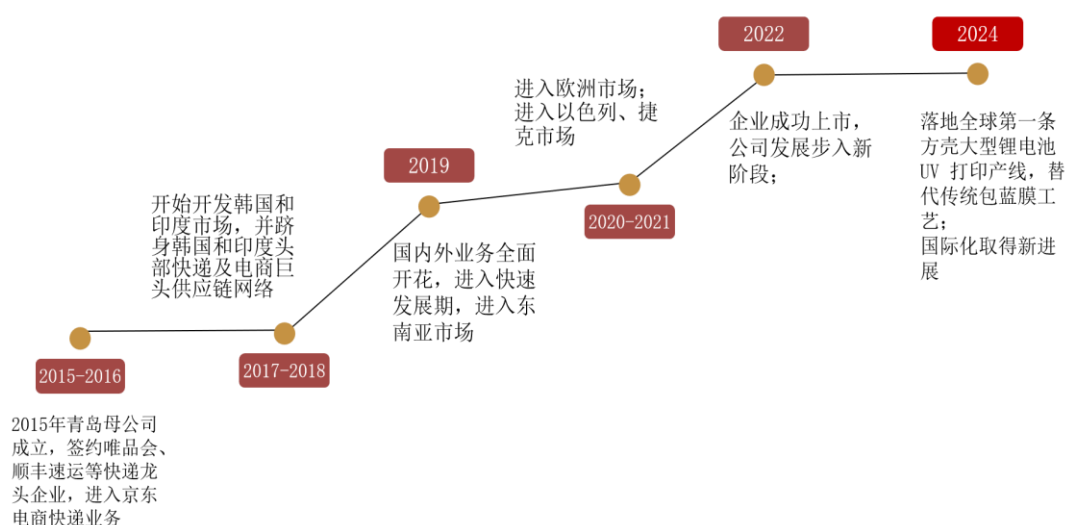
表 目 录

表 1: 2024-2025 年部分有关智能物流的相关政策.....	5
表 2: 分业务收入及毛利率	8
表 3: 可比公司估值.....	9
附表: 财务预测与估值	10

1 智能物流和智能制造高效解决方案提供商

公司是一家自有核心技术与产品的智能物流和智能制造系统解决方案提供商。2015 年青岛母公司成立，同年签约唯品会、顺丰速运等快递电商头部企业。2016 年进入京东电商快递业务，2017 年开始开发韩国和印度市场，2019 年进入东南亚市场，2020 年布局欧洲市场，随后 2021 年进入以色列、捷克市场。公司采用“深耕海外本土客户+跟随中资战略客户出海”策略，国际市场布局持续完善、营销体系不断健全、不断开拓新市场新客户，海外市场份额有效突破，全球化业务布局持续深化，已在全球 20+ 国家成功交付 1000+ 个智能化项目，行业覆盖快递物流、电商新零售、新能源锂电、汽车零部件、轮胎、锂电材料、大健康、食品冷链、化工、家居等。

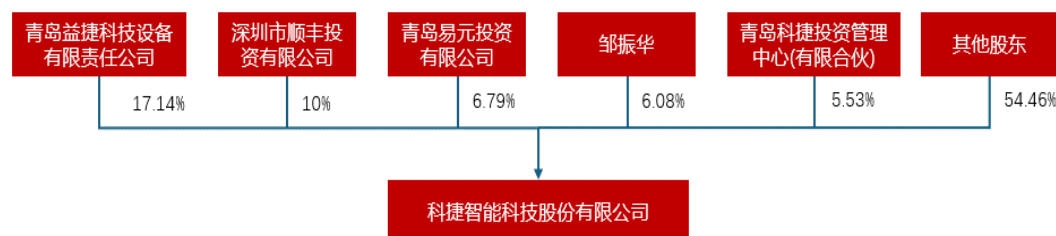
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司实际控制人为董事长龙进军。公司控股股东为青岛益捷科技设备有限责任公司，截至 2025 年 12 月 9 日持股比例为 17.14%，该股东与 4 家员工持股平台构成一致行动人，公司实际控制人为龙进军，同时担任公司董事长、总经理；深圳市顺丰投资有限公司为公司重要股东，持股比例降至 10.00%，为公司第二大股东。

图 2：公司股权结构（截至 2025-12-09）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司作为国内知名智能物流与智能制造解决方案提供商，聚焦该领域系统及产品的设计、研发、生产、销售与服务全链条。凭借自有核心技术与产品，公司实现智能物流、智能仓储、智能工厂三大业务领域全覆盖，是行业内少数能为客户提供贯通工业与流通领域全场景整体解决方案的企业。

公司的智能物流解决方案包括智能输送分拣解决方案和智能配送中心解决方案，针对客户输送、分拣、配送等业务环节，达成复杂工况下的自动感知、高效输送、精确分拣与智能管控，降低人工成本和劳动强度，实现物流的高度自动化和智能化。

图 3：智能物流解决方案



数据来源：公司公告，西南证券整理

智能仓储解决方案是企业仓储智能化升级提供的以自动化立库系统和密集存储库系统为代表，给予物料智能化出入库、拣选及库存管理的专业解决方案。能够有效提升客户存储空间利用率，降低储运损耗和人工成本，实现库存物料经济、合理、有效的流动，主要应用于各种原材料、半成品、成品存储管理。

图 4：智能仓储解决方案



数据来源：公司公告，西南证券整理

智能工厂解决方案针对企业的数字化、智能化转型,提供自有核心技术的智能仓储系统,通过自主研发的智能制造平台(MES+SCADA)及智能物流平台(WMS+WCS)与客户端数据交互集成,与其设备、终端等进行生态组网互联,实现业务流、信息流、物流的透明可视化和生产制造的柔性提升,提供多维度精准数据分析,支持经验决策迈向智能决策。

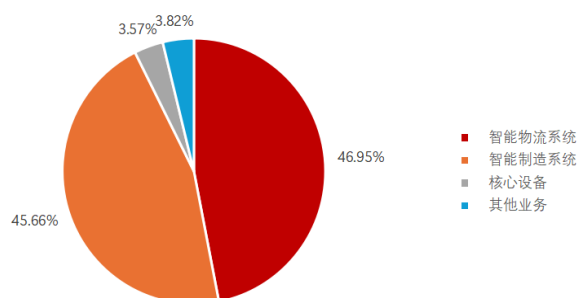
图 5: 智能工厂解决方案



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

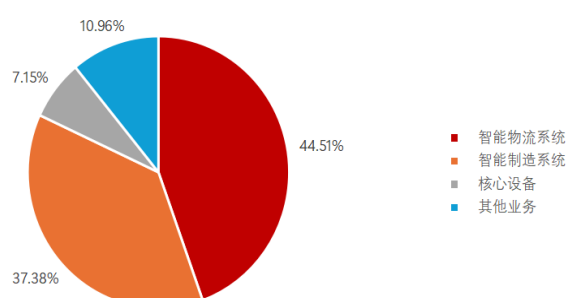
智能物流系统为第一大营收板块。2025H1, 公司智能物流系统营收 2.31 亿元, 占比 46.95%, 毛利率 20.55%, 同比提升 3.44pp, 智能制造系统营收 2.25 亿元, 占比 45.66%, 毛利率 17.75%, 同比提升 4.68pp, 核心设备营收 0.18 亿元, 占比 3.57%, 毛利率 43.48%, 同比提升 14.44pp, 各业务毛利率均实现提升, 核心设备盈利能力突出, 智能制造系统成为营收增长核心驱动力, 智能物流系统仍为第一大营收板块。

图 6: 公司 2025 年 H1 主营业务结构情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

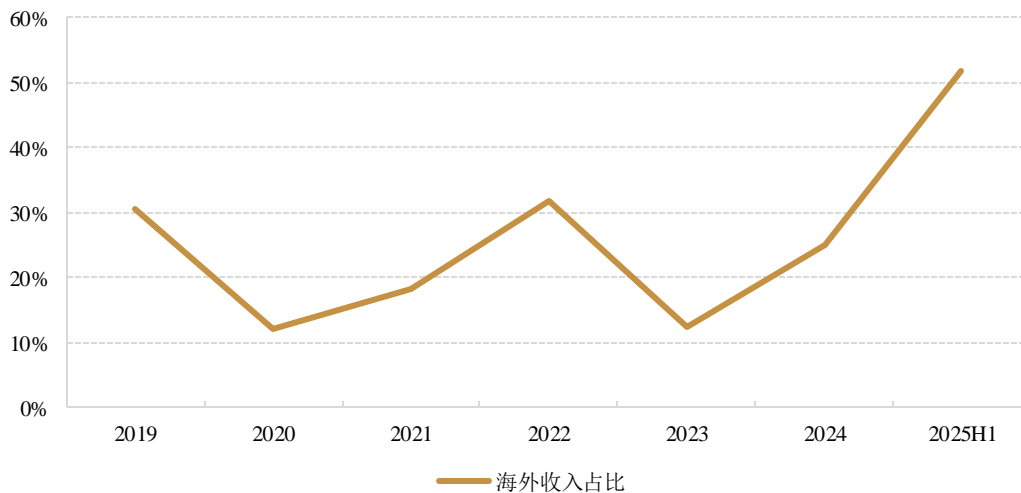
图 7: 公司 2025 年 H1 主营业务毛利情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

海外收入占比创新高。公司海外收入占比近年呈低基数快速攀升态势, 2024 年海外营收占比随核心订单集中交付跃升至 25%, 2025 年上半年营收占比突破 51.62%, 成为营收核心支柱, 公司业绩预告预计 2025 年全年占比达 54%。公司全球化布局下海外项目毛利率显著高于境内, 当前在手及新签海外订单充足, 未来有望支撑海外收入占比长期维持 50% 以上。

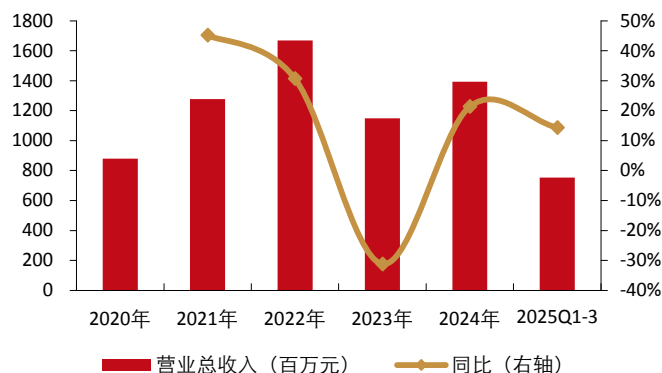
图 8：公司海外收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

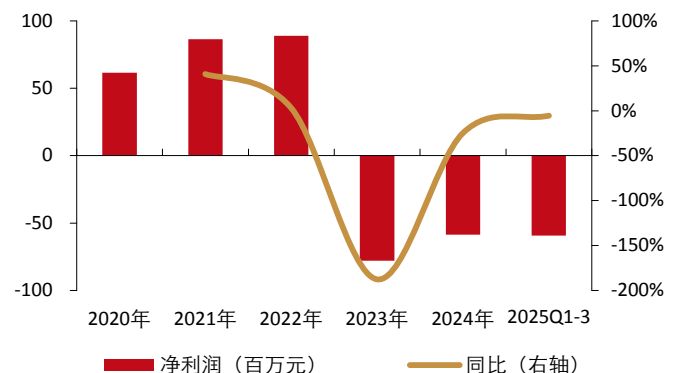
战略升级成效显著，营收利润双阶跃升。2020 年以来公司营业收入整体呈稳步增长态势，净利润则经历从稳定盈利到短期承压再到扭亏回升的进阶式改善，2025 年迎来业绩全面突破。营收端，2020 年达 8.80 亿元，2021-2022 年稳步增至 12.77 亿元、16.69 亿元，2023 年受行业竞争加剧以及需求下滑影响，回落至 11.48 亿元，2024 年回升至 13.94 亿元，2025 年预计实现 21.5-24.5 亿元，同比大幅增长 54%-76%；利润端，2020-2022 年连续盈利，净利润分别为 6146.42 万元、8649.30 万元、8903.69 万元，2023-2024 年受市场竞争、业务结构调整等因素影响出现亏损，净利润分别为 -7792.91 万元、-5862.68 万元，2025 年成功扭亏为盈，预计净利润达 2950-3400 万元。业绩改善核心源于三大举措，一是 2024 年起战略调整签单结构，聚焦高价值、大规模项目，从源头夯实盈利基础；二是境内外业务协同发力，海外采用“深耕本土+跟随中资出海”策略实现收入同比增超 200%，占比升至 54%，境内依托募投产能释放、供应链优化推动毛利率提升至 14% 以上；三是全面推进标准化、模块化建设与数字化转型，降本增效成效显著，期间费用率同比下降超 5pp，运营效率与盈利质量同步优化。

图 9：公司 2020 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：公司 2020 年以来净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

2 智能物流：市场规模持续增长，数字化和无人化已成为行业必然趋势

2.1 上位规划支持与物流总额增长双轮驱动智能物流行业发展

根据中商产业研究院，智慧物流通过技术实现层、系统架构层与业务场景层的深度融合，构建“感知-分析-决策-执行”闭环，其本质是以数据为驱动，借助先进技术实现物流全要素数字化、决策智能化及操作自动化，核心价值在于降本增效、增强系统弹性以及推动可持续发展。近年来，中国智慧物流行业受到各级政府的高度重视和国家产业政策的重点支持。国家陆续出台了多项政策，鼓励智慧物流行业发展与创新，《关于开展物流数据开放互联试点工作的通知》和《交通运输大规模设备更新行动方案》等政策为行业发展提供了明确、广阔的市场前景。2025 年 8 月发布的《国务院关于深入实施“人工智能+”行动的意见》明确提出“推动现代服务业向智向新发展”，并将物流列为新一代智能终端普及的关键领域，在这一政策指引下，我国的运输物流业或将迎来新一轮的智能化升级。

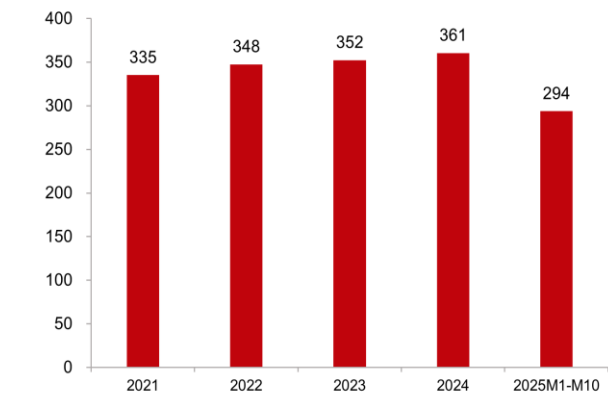
表 1：2024-2025 年部分有关智能物流的相关政策

政策	发布年份	主要内容
《交通运输大规模设备更新行动方案》	2024 年	加快推进智慧物流枢纽、物流园区智能化改造。支持高标准仓库、边境口岸铁路换装设施设备及应用自动分拣系统、堆垛机、电动叉车等设施设备的智慧立体仓储设施升级改造
《关于开展物流数据开放互联试点工作的通知》	2025 年	创新物流数据交互模式和解决方案，打造一批有代表性的示范项目，探索建立公益性和市场化有机结合的多层次物流数据开放互联机制
《国务院关于深入实施“人工智能+”行动的意见》	2025 年	推动现代服务业向智向新发展。探索无人服务与人工服务相结合的新模式。

数据来源：国务院、国家发展改革委、交通运输部、工业和信息化部，西南证券整理

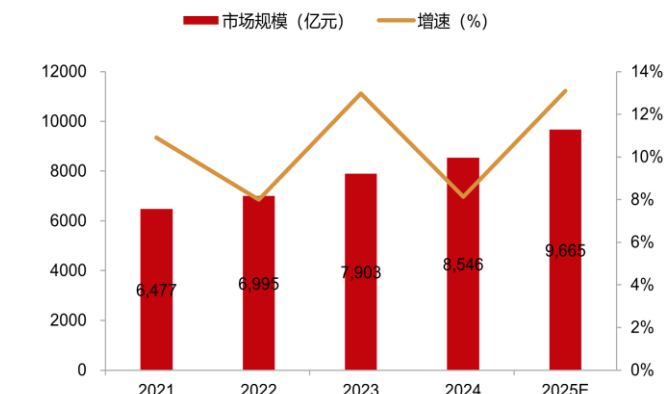
2025 年 1-10 月社会物流总额已经达到 293.7 万亿元，全年有望突破 400 万亿元大关。智能物流作为现代供应链体系的核心引擎，通过物联网、大数据、人工智能等技术的深度融合，正推动物流行业向高效、绿色、智能化方向升级。中商产业研究院报告显示，2024 年中国智慧物流行业市场规模约为 8546 亿元，较上年增长 8.14%，预计 2025 年将达到 9665 亿元。

图 11：社会物流总额（万亿元）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 12：中国智慧物流行业市场规模（亿元）

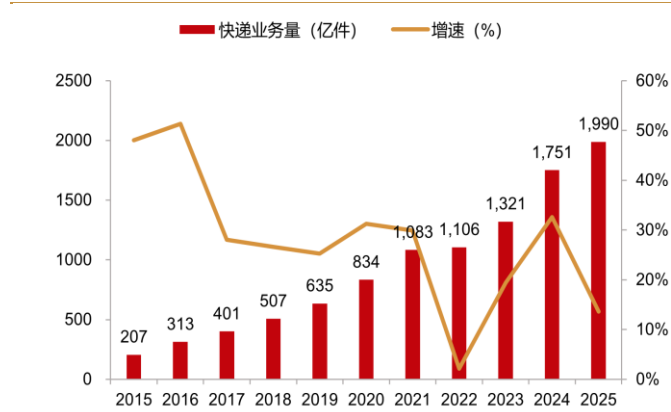


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

2.2 人工智能和无人设备将重塑智能物流装备新范式

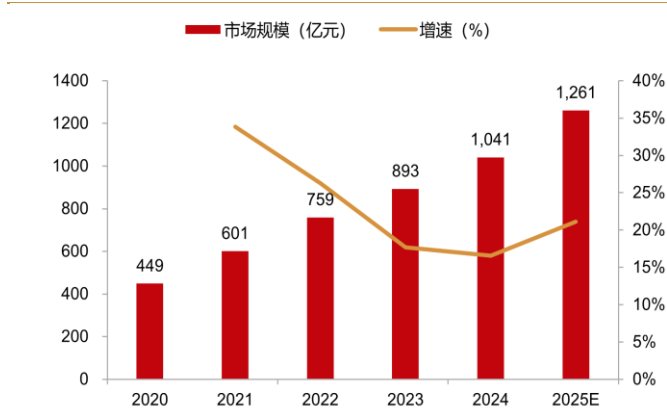
根据国家统计局计算，2025 年中国快递业务量近 2000 亿件，同比增长 13.6%，连续 12 年位居世界第一。月均百亿件，意味着每秒处理约 6000 件包裹，如此庞大的业务体量能在寄递网络中顺畅流转早已突破了传统人力模式，唯有科技的加持，才能满足爆发式增长的需求。智能物流装备指用于产品运输和储存的自动化装备和系统，在电商快递的快速成长下，据中商产业研究院报告，中国智能物流装备市场规模从 2020 年的 449 亿元增至 2024 年的 1041 亿元，复合年增长率为 23.4%，预计到 2025 年市场规模将达到 1261 亿元。

图 13：中国快递业务量（亿件）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 14：中国智能物流装备市场规模（亿元）

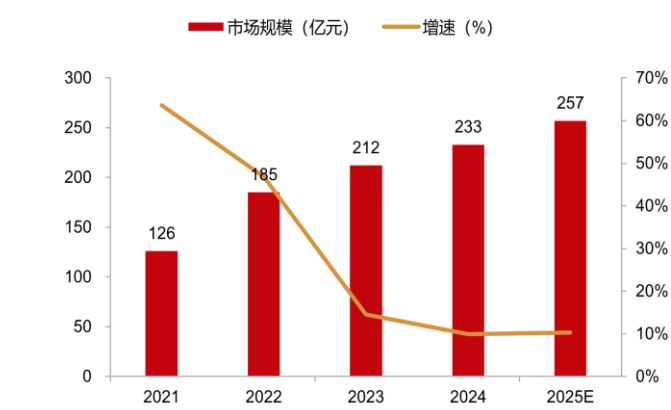


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

人工智能和无人设备正系统性地重塑现代物流体系，使得这一传统劳动力密集型的行业发生彻底改变，通过算法调度替代经验决策和机器作业突破体力极限将极大地解放人的时间和精力，推动行业从单点效率提升向全链路协同优化演进。据中商产业研究院，2023 年中国移动机器人 (AGV/AMR) 销售数量 12.5 万台，销售规模为 212 亿元，同比增长 14.59%，预计到 2025 年，中国移动机器人 (AGV/AMR) 的销售规模将达到 257 亿元。

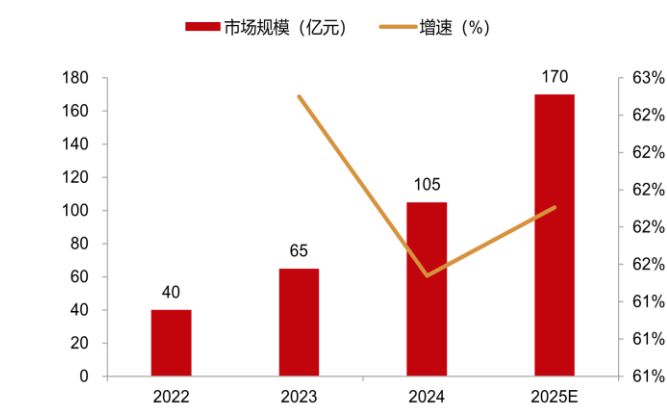
同时无人配送车、无人机等无人配送设备也将更加广泛应用于快递、外卖、商超等多个领域。中商产业研究院报告显示，2022 年，中国无人配送市场规模约为 40 亿元，2024 年市场规模突破 100 亿元，预计到 2025 年中国无人配送市场规模将达到 170 亿元。

图 15：中国移动机器人(AGV/AIR)销售规模（亿元）



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 16：中国无人配送市场规模（亿元）

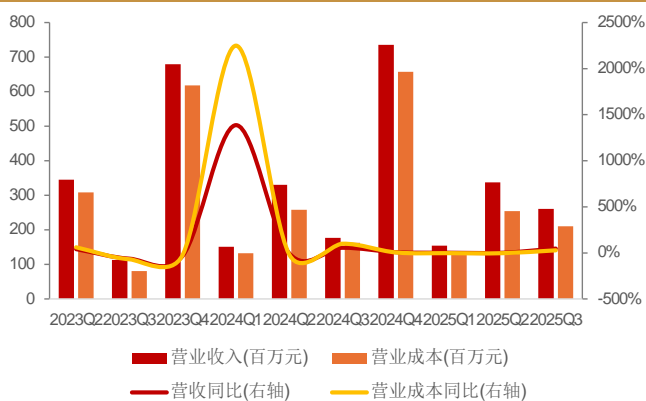


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

3 营收盈利双改善，全年业绩迎扭亏

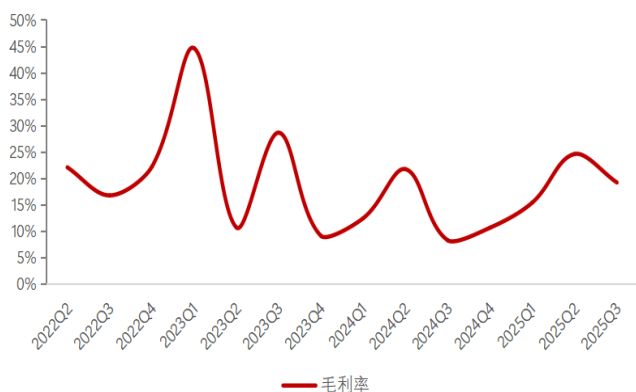
2025 年展现出强劲的经营增长韧性。前三季度实现营收 7.52 亿元，同比增长 14.31%，其中三季度单季营收同比激增 47.08%，同时公司通过精细化成本管控推动盈利质量显著优化，前三季度综合毛利率同比提升 4.87pp 至 20.81%，净利率亏损幅度亦收窄，主营业务核心竞争力持续增强。截至三季度末，公司在手订单达 42.91 亿元，同比大增 70.34%，为业绩增长筑牢基础。2025 年业绩预告，全年预计实现扭亏为盈，境内外业务协同发力下主营收入同比增长超 50%，境外收入增幅超 200%且占比提升至 54%，叠加降本增效落地使得期间费用率同比下降超 5pp，收入结构与盈利质量同步优化，公司全球化发展与盈利增长的双重格局已逐步成型。

图 17：2025Q3 实现营收 2.61 亿元，同比+47.1%



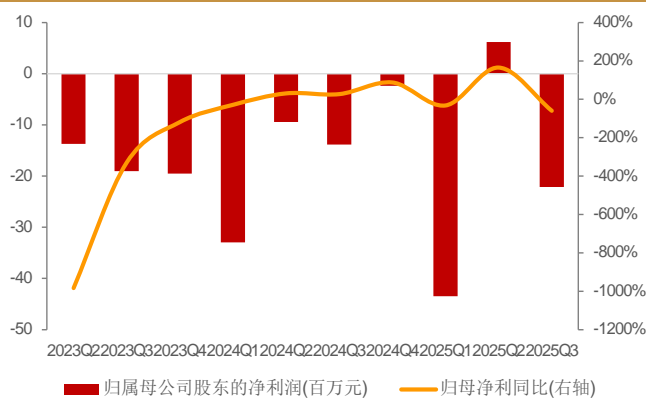
数据来源：Wind，西南证券整理

图 19：2025Q3 毛利率 19.2%，同比+11pp



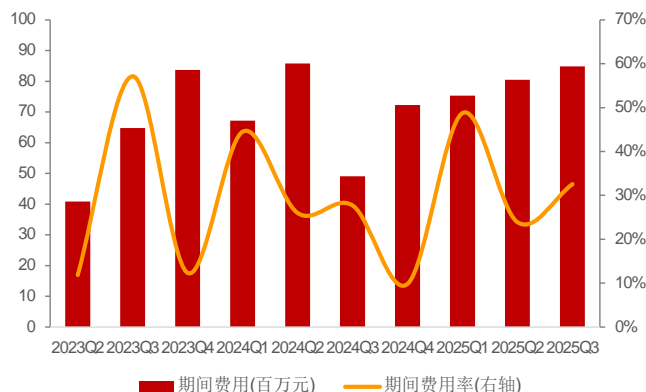
数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：2025Q3 实现归母净利润-2211 万元，同比-59.5%



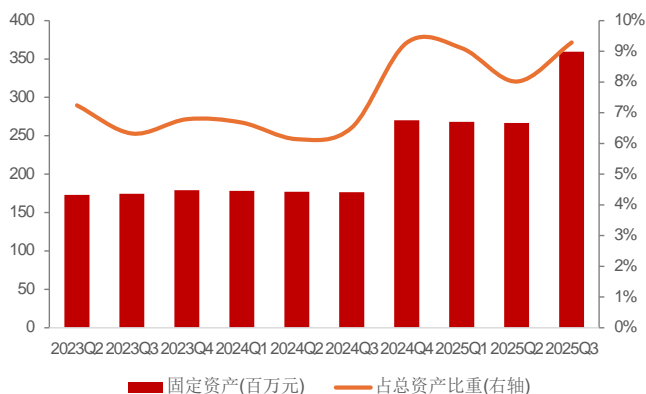
数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：2025Q3 期间费用率 32.6%，同比+4.9pp



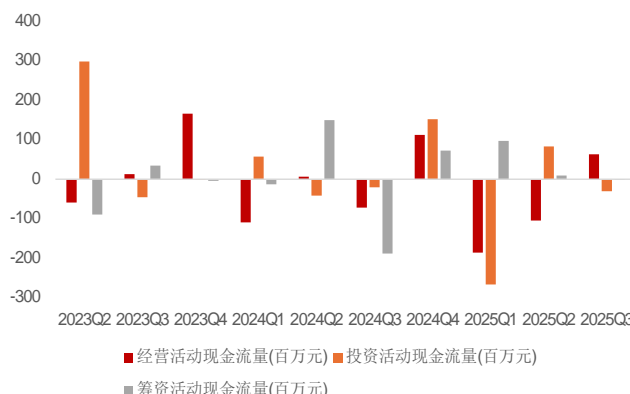
数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：2025Q3 固定资产 3.6 亿元，较上年末增长+33%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 22：2025Q3 经营性现金流 6306 万元，同比+187.5%



数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

1) 境外：当前公司采用“深耕海外本土客户+跟随中资战略客户出海”策略，国际市场布局持续完善、营销体系不断健全、不断开拓新市场新客户，海外市场份额有效突破，全球化业务布局持续深化；从订单来看，公司 2021 年、2022 年、2023 年、2024 年新签海外订单额分别为 3.95 亿元、4.87 亿元、6.27 亿元、11.36 亿元，截止 2025Q3 公司在手订单为 42.91 亿元，同比增长 70.34%，其中：海外在手订单 20.71 亿元，同比增长 73.81%，我们预计在强劲的海外订单支持下，2025-2027 年境外订单营收增长 250%、25%、20%。

2) 境内：受益于国内竞争环境趋稳向好，公司竞争优势逐渐增强，公司募投项目数字化化工厂产能持续释放。当前公司深耕物流电商行业，持续服务战略客户，巩固头部客户核心供应商地位，并深化与重点客户的供应链协同。通过优化客户结构，重点拓展跨境物流与仓配领域，公司成功签约多个智能仓配关键项目，打造标杆案例，验证了解决方案的竞争力。我们预计公司 2025-2027 年境内订单营收同比下降 0.5%、增长 30%、20%。

3) 毛利率：境外项目毛利率显著高于境内项目，业务板块增长不仅推动营收规模提升，同时为公司盈利水平改善提供关键支撑。此外公司主动减少低附加值项目承接、重点布局高价值、大规模项目，通过提升单个项目的签单规模与订单质量，实现盈利水平的优化，在此基础上，公司加大降本增效力度，预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 16.1%、17.5%、17.8%。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
境内	收入	1044.5	1039.3	1351.0	1621.3
	增速	3.7%	-0.5%	30.0%	20.0%
	成本	945.7	893.8	1148.4	1373.2
	毛利率	9.5%	14.0%	15.0%	15.3%
境外 (含中国港澳台)	收入	349.1	1221.9	1527.4	1832.8
	增速	146.7%	250.0%	25.0%	20.0%
	成本	265.0	1004.4	1224.9	1466.3

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	毛利率	24.1%	17.8%	19.8%	20.0%
	收入	1393.6	2261.2	2878.4	3454.1
	增速	21.3%	62.3%	27.3%	20.0%
	毛利率	13.1%	16.1%	17.5%	17.8%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 22.6、28.8、34.5 亿元，对应 PS 为 1.8、1.4、1.2 倍，归母净利润分别为 3274 万元、1.3 亿元、1.8 亿元，EPS 分别为 0.19、0.75、1.04 元，对应 PE 分别为 124、32、23X。我们选取智慧物流仓储系统解决商以及工业物流机器人相关标的兰剑智能、瑞晟智能、北自科技、今天国际作为可比公司，可比公司 2026 年平均 PE 为 26x。考虑到公司业务持续拓展并逐步释放业绩弹性，首次覆盖，建议关注。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)				PE (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688557.SH	兰剑智能	40.60	41.69	1.10	1.53	2.01	2.79	37	27	20	15
688215.SH	瑞晟智能	73.98	46.18	0.31	0.58	1.79	2.72	239	128	41	27
603082.SH	北自科技	37.52	60.87	1.05	1.12	1.40	1.70	36	34	27	22
300532.SZ	今天国际	12.45	56.53	0.61	0.57	0.75	1.00	20	22	17	12
平均值								83	52	26	19

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

下游消费需求不振、新业务拓展不及预期、市场竞争加剧等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1393.60	2261.16	2878.41	3454.09	净利润	-58.63	32.74	125.69	175.35
营业成本	1210.67	1898.16	2373.33	2839.47	折旧与摊销	7.62	11.25	14.35	17.33
营业税金及附加	4.52	10.89	12.35	15.42	财务费用	-4.45	12.69	17.97	17.58
销售费用	73.40	73.49	80.60	86.35	资产减值损失	-16.31	0.00	0.00	0.00
管理费用	107.98	226.12	238.91	276.33	经营营运资本变动	24.40	-70.02	151.70	58.26
财务费用	-4.45	12.69	17.97	17.58	其他	-16.30	-14.70	-8.91	4.78
资产减值损失	-16.31	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-63.66	-28.05	300.81	273.29
投资收益	1.85	1.85	1.85	1.85	资本支出	-229.88	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	4.07	4.07	4.07	4.07	其他	377.29	5.91	5.91	5.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	147.41	-94.09	-94.09	-94.09
营业利润	-83.85	45.73	161.16	224.85	短期借款	45.03	153.28	-38.57	-18.92
其他非经营损益	-0.06	-0.07	-0.02	-0.04	长期借款	45.00	120.00	35.00	30.00
利润总额	-83.91	45.66	161.14	224.81	股权融资	5.39	0.00	0.00	0.00
所得税	-25.28	12.92	35.45	49.46	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-58.63	32.74	125.69	175.35	其他	-75.44	-98.67	-17.97	-17.58
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	19.98	174.60	-21.54	-6.50
归属母公司股东净利润	-58.63	32.74	125.69	175.35	现金流量净额	103.55	52.47	185.18	172.70
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	625.88	678.35	863.52	1036.23	成长能力				
应收和预付款项	563.34	1135.97	1283.81	1506.89	销售收入增长率	21.35%	62.25%	27.30%	20.00%
存货	743.51	1601.06	2015.33	2405.98	营业利润增长率	18.28%	154.53%	252.45%	39.52%
其他流动资产	412.76	271.11	282.43	292.98	净利润增长率	24.77%	155.84%	283.94%	39.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	16.31%	186.34%	177.75%	34.25%
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	396.07	486.35	573.52	657.73	毛利率	13.13%	16.05%	17.55%	17.79%
无形资产和开发支出	42.92	41.46	40.01	38.56	三费率	12.70%	13.81%	11.72%	11.01%
其他非流动资产	126.72	126.64	126.57	126.50	净利率	-4.21%	1.45%	4.37%	5.08%
资产总计	2911.20	4340.96	5185.21	6064.86	ROE	-5.62%	3.07%	10.55%	12.83%
短期借款	220.17	373.45	334.88	315.96	ROA	-2.01%	0.75%	2.42%	2.89%
应付和预收款项	786.57	1244.44	1572.20	1868.78	ROIC	-8.94%	4.05%	10.67%	12.92%
长期借款	45.00	165.00	200.00	230.00	EBITDA/销售收入	-5.79%	3.08%	6.72%	7.52%
其他负债	817.12	1492.57	1886.93	2283.58	营运能力				
负债合计	1868.86	3275.46	3994.02	4698.32	总资产周转率	0.50	0.62	0.60	0.61
股本	180.85	168.03	168.03	168.03	固定资产周转率	6.20	7.03	6.85	6.76
资本公积	898.22	911.04	911.04	911.04	应收账款周转率	3.15	5.48	7.25	7.55
留存收益	76.41	109.15	234.84	410.19	存货周转率	1.67	1.60	1.31	1.28
归属母公司股东权益	1042.34	1065.50	1191.19	1366.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.50%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1042.34	1065.50	1191.19	1366.54	资产负债率	64.20%	75.45%	77.03%	77.47%
负债和股东权益合计	2911.20	4340.96	5185.21	6064.86	带息债务/总负债	14.19%	16.44%	13.39%	11.62%
					流动比率	1.29	1.19	1.18	1.18
					速动比率	0.88	0.67	0.64	0.64
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-0.35	0.19	0.75	1.04
					每股净资产	6.20	6.34	7.09	8.13
					每股经营现金	-0.38	-0.17	1.79	1.63
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	-80.68	69.66	193.49	259.75					
PE	-69.10	123.75	32.23	23.10					
PB	3.89	3.80	3.40	2.96					
PS	2.91	1.79	1.41	1.17					
EV/EBITDA	-46.11	51.04	17.40	12.34					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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悉范围内，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	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn