

## 液压件收入继续高增长，业绩稳步提高

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年全年实现营收 31.96 亿元，同比增长 17.3%；实现归母净利润 3.94 亿元，同比增长 14.4%；实现扣非归母净利润 3.67 亿元，同比增长 13.3%。2025Q4 单季度来看，实现营收 8.22 亿元，同比增长 19.7%；实现归母净利润 0.78 亿元，同比增长 22.2%，Q4 毛利率 31.2%，同比增长 4.5%。2026Q1 单季度来看，公司实现营收 11.68 亿元，同比增长 51.6%；实现归母净利润 1.51 亿元，同比增长 48.4%。
- **液压件增长强劲，破碎锤短期承压，新业务积极推进。** 从公司传统主业看，2025 年液压件实现营收 20.81 亿元，同比增长 54.8%，占比为 65.1%；液压破碎锤实现营收 8.51 亿元，同比下降 7.7%，占比为 26.6%；其他产品实现营收 2.01 亿元，同比下降 49.8%。液压件收入大幅增长，主要系主机厂渗透率提升、国产替代持续推进，以及合并艾崎精密（与川崎重工合资公司）收入带动；破碎锤业务受国内部分工程需求节奏影响全年略有承压，但 2026Q1 已恢复增长 11.7%，主要受矿山开采及大型锤需求拉动。
- **综合毛利率小幅下行、净利率微升；精益管理，期间费用率持续下降。** 2025 全年，公司综合毛利率 29.3%，同比下降 0.2%，主要系低毛利率新业务（储能、机器人等）收入占比提升所致；净利率 12.7%，同比增加 0.1%；期间费用率为 13.1%，同比下降 0.5%。单 2026Q1 公司综合毛利率 27.5%，同比增加 1.3%；净利率 13.7%，同比增加 0.5%；期间费用率为 9.9%，同比下降 2.1%，其中销售、管理、研发和财务费用率分别为 2.0%、3.3%、3.7%、0.9%，分别同比下降 0.8%、0.5%、0.7%、0.1%。
- **传统主业高速增长全球化加速，新业务多点开花进入盈利拐点。** 1) 公司传统板块竞争力持续强化，液压件国产替代加速渗透。公司为国产破碎锤属具龙头，大型破碎锤金额占比维持在 65%-70%。泵、马达、阀门等液压件产品营收有望稳定增长。2) 深入布局工业机器人、动力电池 PACK、硬质合金刀具等领域。公司 2015 年开始布局 VR 减速器和大负载工业机器人业务，2022 年收购亿恩新动力，全面推进电机、电控、电池、储能等相关产品及核心技术的开发。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.50、7.11、9.02 亿元，未来三年归母净利润复合增速为 31.84%。考虑公司破碎属具景气度回升、重型液压破碎锤拓展顺利，且高端液压件渗透率提升，工业机器人、刀具和工程机械锂电池 PACK 领域有望打造新增长点，给予公司 2026 年 42 倍 PE，对应目标价 27.72 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求修复不及预期、原材料价格波动、新业务拓展不及预期等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3196.06	4026.28	5017.14	6143.11
增长率	17.29%	25.98%	24.61%	22.44%
归属母公司净利润(百万元)	393.68	549.78	711.05	902.24
增长率	14.40%	39.65%	29.33%	26.89%
每股收益 EPS(元)	0.47	0.66	0.86	1.09
净资产收益率 ROE	10.55%	13.34%	5.06%	16.46%
PE	48	34	27	21
PB	5.12	4.76	4.14	3.55

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 邵桂龙  
执业证号: S1250521050002  
电话: 021-58351893  
邮箱: tgl@swsc.com.cn

分析师: 张雪  
执业证号: S1250526020001  
电话: 021-58351893  
邮箱: zhxue@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)	8.31
流通 A 股(亿股)	8.31
52 周内股价区间(元)	16.85-25.46
总市值(亿元)	188.74
总资产(亿元)	73.63
每股净资产(元)	4.38

### 相关研究

## 目 录

<b>1 艾迪精密：深耕液压领域多年，业务领域不断拓展</b> .....	<b>1</b>
1.1 国产破碎锤属具龙头，业务领域不断拓展.....	1
1.2 积极转型传统业务、培育新业务.....	4
1.3 家族持股集中，股权结构清晰稳定.....	5
<b>2 盈利预测与估值</b> .....	<b>6</b>
2.1 盈利预测.....	6
2.2 相对估值.....	6
<b>3 风险提示</b> .....	<b>7</b>

## 图 目 录

图 1: 公司深耕工程机械 20 余载, 业务领域不断拓展 .....	1
图 2: 公司业务主要包括破碎锤+液压件等核心传统和工业机器人+RV 减速机+刀具等新业务.....	2
图 3: 2025 年, 公司液压件占比为 65.1%.....	4
图 4: 2025 年, 公司液压件和破碎锤业务毛利率略有下降 .....	4
图 5: 2025 年, 公司实现营收 32.0 亿元.....	4
图 6: 2025 年, 公司实现归母净利润 3.9 亿元.....	4
图 7: 2025 年, 公司毛利率和净利率保持稳定.....	5
图 8: 公司期间费用率相对稳定 .....	5
图 9: 实际控制人和一致行动人宋飞、冯晓鸿、宋宇轩合计持有公司 59.69%股权.....	5

## 表 目 录

表 1: 公司细分产品种类丰富.....	2
表 2: 公司分业务收入及毛利率预测.....	6
表 3: 可比公司估值 (截至 2026 年 4 月 29 日) .....	7
附表: 财务预测与估值 .....	8

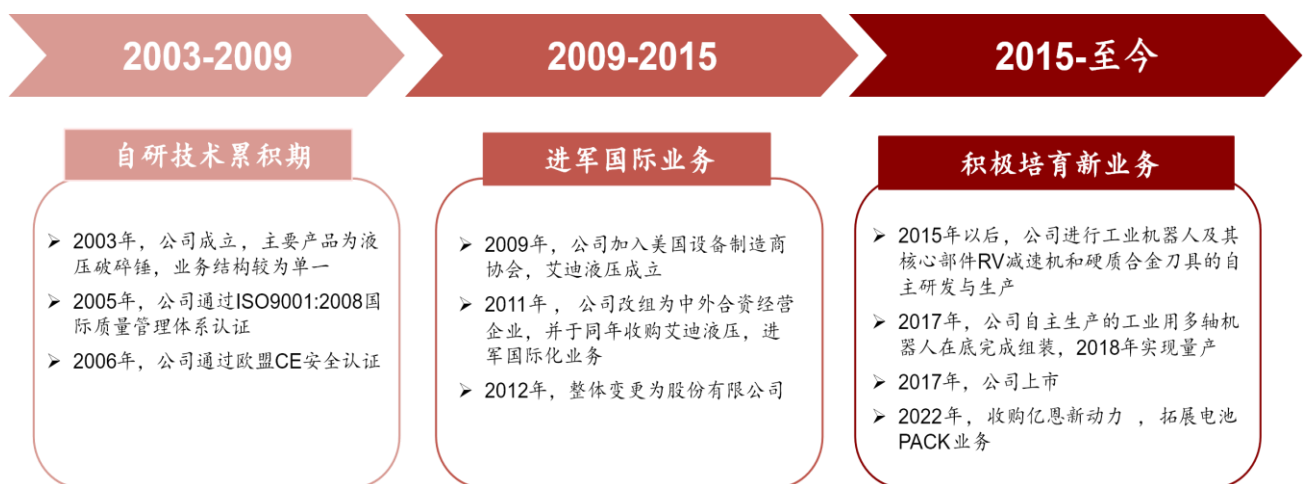
# 1 艾迪精密：深耕液压领域多年，业务领域不断拓展

## 1.1 国产破碎锤属具龙头，业务领域不断拓展

深耕行业 20 余载，艾迪精密凭借破碎锤及液压件业务实现稳定发展。公司成立于 2003 年 8 月，专注于工程机械属具和液压件及伺服数字液压系统领域，业务领域不断扩展，其发展历程可划分为三大阶段：

- 1) **2003-2009 年：自研技术累积期，产品性能不断提升。**2003 年，公司正式成立，设立之初主要产品为液压破碎锤，经过多年研发，公司掌握液压破碎锤的全套生产技术和工艺。此后，公司积极投入研发、不断优化产品质量，分别于 2005 年、2006 年通过国际质量管理体系认证、欧盟 CE 安全认证等，产品性能和质量得到大幅提升。
- 2) **2009-2015 年：公司改组，进军国际化业务。**2009 年，公司加入美国设备制造商协会，开启公司海外国际化布局；2011 年，公司改组为中外合资经营企业，并于同年收购艾迪液压，正式宣告进军国际化业务。此间，公司液压破碎锤产品线扩张到轻型、中型和重型 3 个序列 20 多个系列，能够满足市场上绝大部分需求，产品线丰富，产品持续销往 60 多个国家和地区，海外国际化市场不断深入拓展。
- 3) **2015 年-至今：融资上市，积极培育新业务。**2015 年，公司开始进行工业机器人及其核心部件—RV 减速机、工业刀具的自主研发与生产，开始新业务拓展步伐；2017 年，经过数年的改进和升级，公司自主生产的工业用多轴机器人在完成组装，并于 2018 年实现量产，新业务扩展顺利。2017 年，公司融资上市，缓解资金束缚，扩大研发生产能力；2022 年，公司收购亿恩新动力，再次拓展电池 PACK 包（工程机械）和大储能箱（工业用户端）业务。2024 年 8 月，公司与日本川崎重工合资设立艾崎精密机械（苏州）有限公司，加速抢占高端液压件市场份额。2025 年 10 月，泰国工厂一期正式投产，泰国工厂二期已启动建设，预计 2026 年 8 月底具备投产条件。公司收购德国工厂作为欧洲业务基地，重点服务欧洲高端客户。

图 1：公司深耕工程机械 20 余载，业务领域不断拓展



数据来源：公司官网，西南证券整理

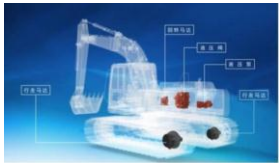
聚焦液压产品传统主业，顺利外延工业机器人、RV 减速机、刀具等领域。目前公司业务可以分为液压破拆属具和液压件等传统液压产品、工业机器人、硬质合金刀具、电池 PACK 包等新拓展领域。1) 液压破拆属具，即破碎锤，该产品需要与挖掘机等液压主机进行配套，对坚硬物进行破拆等作业。2) 液压件产品，一个完整的液压系统由五个部分组成，即动力元件、控制元件、执行元件、辅助元件和工作介质，公司产品主要包括泵、马达、阀门等液压元件。3) 硬质合金刀具，该业务主要包括硬质合金数控刀片、整体硬质合金刀具、刀柄工具系统、齿轮刀具四大产品，广泛应用于工程机械、机床行业、通用机械、汽车行业、模具行业、轨道交通、航空航天等领域的金属材料加工。4) 工业用多轴机器人，该业务主要包括工业机器人、RV 减速机、和 AGV 机器人三大类在，主要用于工业领域的智能化柔性生产。5) 电池动力系统，主要包括电池 PACK 包（工程机械）和大储能箱（工业用户端）业务。

**图 2：公司业务主要包括破碎锤+液压件等核心传统和工业机器人+RV 减速机+刀具等新业务**



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

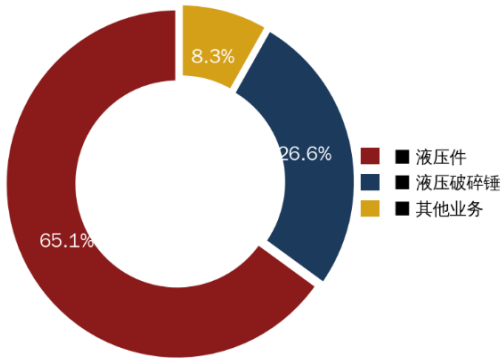
**表 1：公司细分产品种类丰富**

业务		产品介绍	应用领域	
液压 破碎锤	轻、中、重型	将液压能转换成机械冲击能的机械装置，与挖掘机等液压工程机械配套使用，对坚硬物进行破拆等作业	建筑、市政工程、矿山开采、冶金、公路、铁路等领域	
	侧装、顶装、静音式			
液压件	液压泵（动力元件）	将机械能转换成流动液体的压力能，是液压工程机械的动力元件		
	液压马达（执行元件）	行走		直接与液压机械的履带驱动轮或车轮连接，驱动其直行或转向行走
		回转		一般位于液压机械的上下部件结合处，驱动上部部件旋转转向
	多路控制阀（控制元件）	调节执行元件的速度，并对液压系统中工作液体的压力、流量和流动方向进行调节控制，保证执行元件完成预定动作		

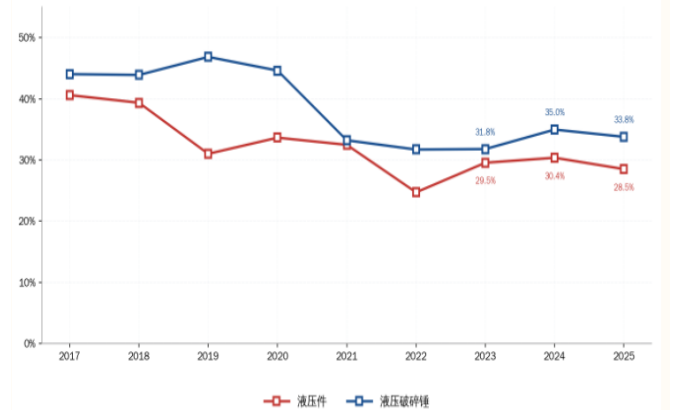
业务		产品介绍	应用领域
硬质合金刀具	硬质合金数控刀片	涵盖车削、车槽、铣削、钻削系列，用于铸铁、钢件、不锈钢等材料加工	广泛应用于工程机械、机床行业、通用机械、汽车行业、模具行业、轨道交通、航空航天等领域的金属材料加工
	整体硬质合金刀具	用于铣削、钻削、成型加工，已研发 2000 余款产品，可以进行非标定制	
	刀柄工具系统	用于机床和切削刀具的数控工具系统，可单独根据机型及要求非标定制	
	齿轮刀具	用于生产加工齿轮，包括车齿刀、插齿刀、滚齿刀三类刀具的生产及修磨	
工业用多轴机器人	RV 减速机	目前研发了 C、E、N 三大系列共计 32 款减速机；精密减速机运行平稳，定位精度高，性能卓越，达行业领先水平	为客户提供成套的工业机器人及集成应用等自动化解决方案
	AT 系列机器人	适用于焊接、上下料、喷涂、搬运、分拣、装配等应用	
	AGV 机器人	保证自动叉车在作业过程中人员和货物的安全，可灵活完成狭窄空间内的货物运输，是实现工厂智能物流的“搬运神器”	
动力电池系统	电池 PACK 包	利于公司全面推进电机、电控、电池、储能等相关产品及核心技术的开发	工程机械
	大储能箱		工业用户端

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

- 1) **传统业务破碎锤属具和泵、阀、马达等液压件双轮并进。**2025 年，公司液压件业务实现营收 20.81 亿元，同比增长 54.8%，占比 65.1%，占比大幅提升 15.8 个百分点，毛利率为 28.5%，同比下降 1.9 个百分点；破碎锤业务实现营收 8.51 亿元，同比减少 7.7%，占比 26.6%，占比下降 7.2 个百分点，毛利率为 33.8%，同比下降 1.2 个百分点。其他产品实现营收 2.01 亿元，占比 8.3%。液压件大幅增长主要系国内市场份额持续提升和海外头部客户突破性进展；破碎锤下滑主要系国内工程机械主要产品开工率同比下降。
- 2) **积极培育工业机器人、锂电池 PACK、硬质合金刀具等新业务，有望打造公司第二成长级。**机器人业务（艾迪艾创）方面，实现对外销售收入 6483.52 万元，同比增长 58.26%；其中工业机器人本体销售占比约 80%，主要面向汽车零部件企业；核心部件自制率达 90%，已搭建 12kg-700kg 全覆盖大负载产品矩阵；2026 年 1 月已推出线性、旋转执行器各三款产品，聚焦工业具身智能场景。硬质合金刀具业务（艾迪锐能）方面，实现对外销售收入 3894.19 万元，同比增长 10.78%；2025 年刀片产能达 700 万片，2026 年计划提升至 2000 万片；聚焦中高端刀具市场，在钢件加工领域已达国内顶尖水平，可替代日韩进口刀具。储能及工程机械电池 Pack（亿恩新动力）方面，2025 年工程机械电池 Pack 行业趋于触底，但展望 2026 年有重要突破。2026 年 2 月公司控股 60% 成立内蒙古汇锦储能科技有限公司，承接 200MW/800MWh 独立新型储能电站示范项目，配套设备价值量超 4 亿元，2026 年储能业务收入有望实现快速增长。

**图 3：2025 年，公司液压件占比为 65.1%**


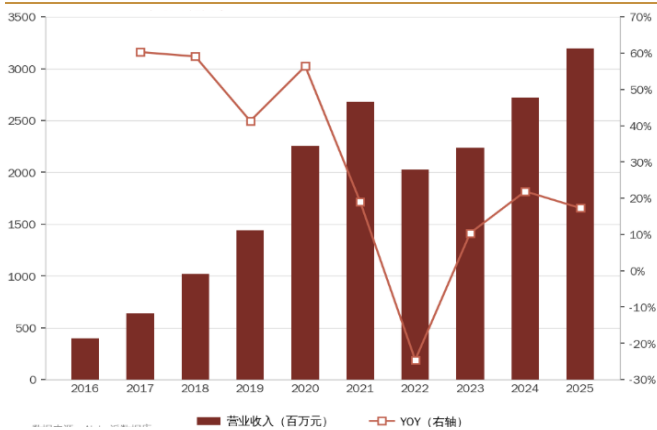
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 4：2025 年，公司液压件和破碎锤业务毛利率略有下降**


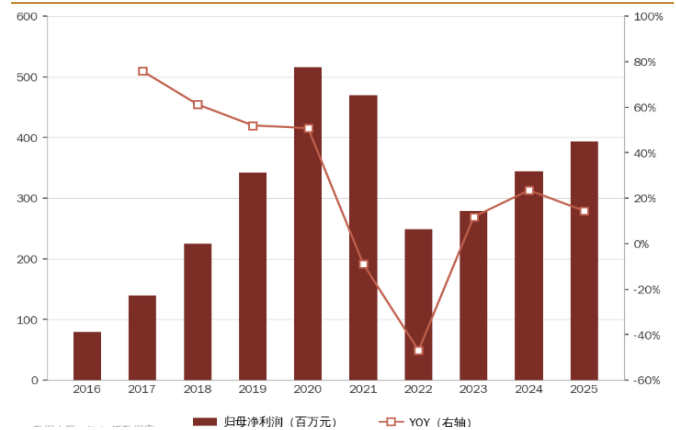
数据来源：Wind, 西南证券整理

## 1.2 积极转型传统业务、培育新业务

公司积极转型传统业务、培育新业务，业绩已恢复至历史新高。2025 年实现营收 32.0 亿元，同比增长 17.3%，实现归母净利润 3.9 亿元，同比增长 14.4%。营收持续增长主要系：一是高端液压件（主泵、主阀、行走/回转马达）在各主机厂的国产替代持续推进，市占率稳步提升；二是液压破碎锤及属具海外出口保持较好增长，主要销往美国卡特彼勒、俄罗斯、沙特及印度等市场；三是公司孵化的工业机器人及 RV 减速机、硬质合金刀具等新业务规模逐步释放，利润端趋近盈亏平衡。公司于 2024 年 9 月与日本川崎重工成立合资公司艾崎精密，进一步提升高端液压件竞争力。公司培育的工业机器人、刀具、减速机等新业务拓展初见成效，助力公司业绩增长。

**图 5：2025 年，公司实现营收 32.0 亿元**


数据来源：Wind, 西南证券整理

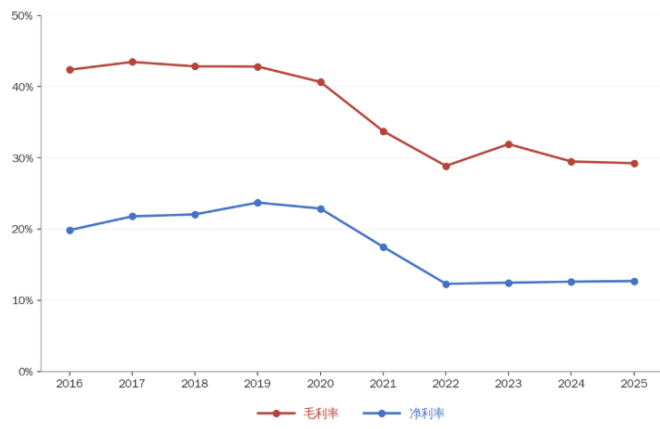
**图 6：2025 年，公司实现归母净利润 3.9 亿元**


数据来源：Wind, 西南证券整理

期间费用率保持稳定，毛利率有望稳步提升。2025 年，公司综合毛利率为 29.3%，同比基本持平。其中 2025H1 毛利率为 27.5%，同比下降 2.2 个百分点。下半年随着大型锤需求回暖及规模效应释放，全年毛利率较上半年有所回升。全年净利率为 12.7%，同比微升 0.1 个百分点，期间费用率进一步优化至 13.1%（销售费用率 3.0%、管理费用率 4.0%、研发费用率 4.8%、财务费用率 1.4%），精益管理持续推进。随着液压件国产替代比例持续提升、川崎合资公司降本增效推进、以及孵化业务逐步实现盈亏平衡，公司整体毛利率有望在当前

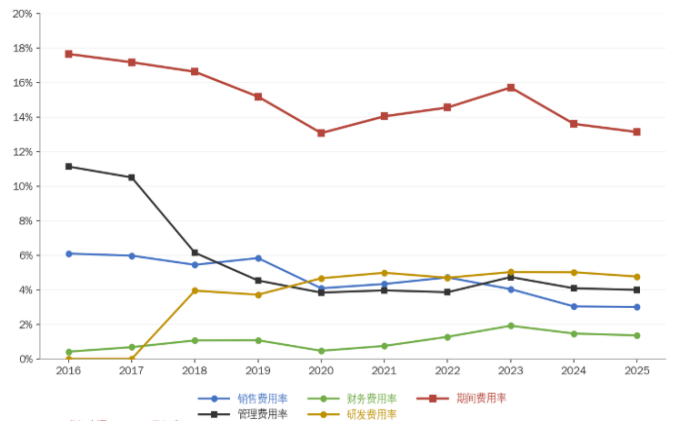
水平上继续稳步提升。

**图 7：2025 年，公司毛利率和净利率保持稳定**



数据来源：Wind，西南证券整理

**图 8：公司期间费用率相对稳定**

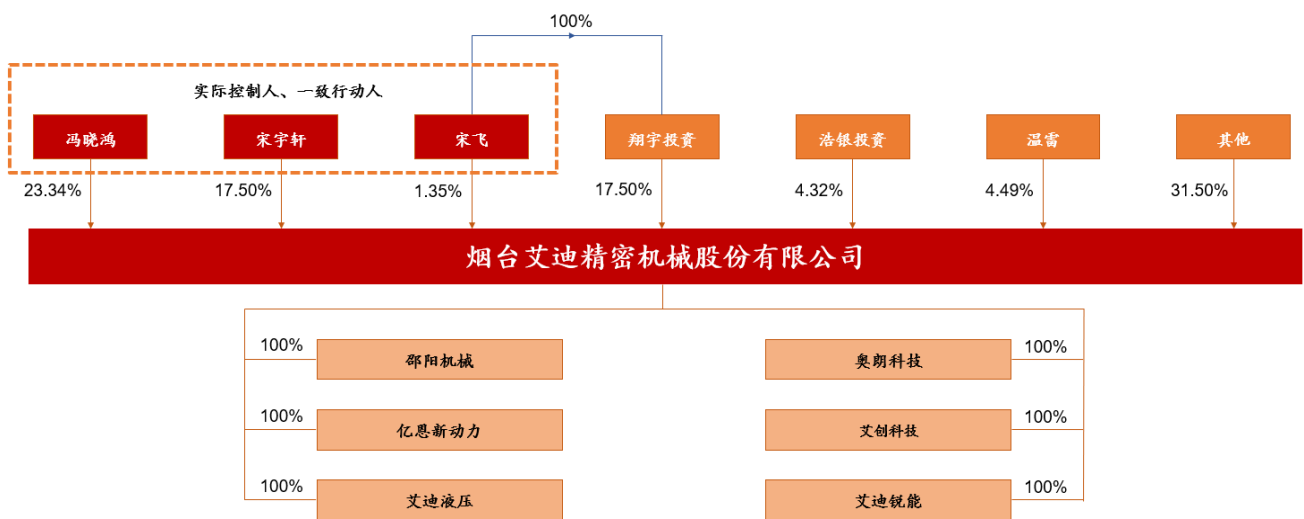


数据来源：Wind，西南证券整理

### 1.3 家族持股集中，股权结构清晰稳定

**家族持股集中，股权结构清晰稳定。**公司创始人暨董事长、总经理宋飞先生与冯晓鸿和宋宇轩为公司实际控制人，具有一致行动关系。其中宋飞与冯晓鸿为夫妻关系，宋宇轩为宋飞与冯晓鸿之子；三人通过直接和间接共合计持有公司 59.69%股份：冯晓鸿女士直接持股 23.34%；宋飞先生直接持有公司 1.35%股份，同时通过控股烟台翔宇投资有限公司间接持股 17.50%；宋宇轩先生直接持股 17.50%。整体来看，公司股权结构较为稳定。

**图 9：实际控制人和一致行动人宋飞、冯晓鸿、宋宇轩合计持有公司 59.69%股权**



数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

**假设 1：**公司破碎锤等破碎属具主要与挖掘机等液压工程机械配套使用，考虑到工程机械景气度不断提升和挖掘机配锤率的提升，预计属具整体增速高于行业整体需求变化，预计 2026-2028 年破碎锤属具产品营收增速为 24%、20%、20%；随着公司毛利率高的重型破碎锤占比提升，该业务综合毛利率有望提升。

**假设 2：**公司液压件主要包括液压主泵、马达和控制阀，产品下游主要应用于挖机等工程机械设备，下游需求增速与行业需求变化较为一致，但考虑到目前工程机械液压泵、阀、马达等液压件国产替代加速中，公司产品下游市占率有望提升，预计该业务 2026-2028 年液压件营收增速为 25%、25%、23%；泵、阀、马达等液压件随公司市占率提升，规模效益显现，另外考虑到产品逐渐往更高端化发展，该业务综合毛利率稳中有升。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

**表 2：公司分业务收入及毛利率预测**

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
破碎属具	收入	850.89	1,055.10	1,266.12	1,519.35
	增速	-7.67%	24.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	33.78%	33.00%	33.00%	35.00%
液压件	收入	2,080.51	2,600.64	3,250.80	3,998.48
	增速	54.77%	25.00%	25.00%	23.00%
	毛利率	28.50%	29.00%	30.00%	30.00%
其他业务	收入	264.67	370.54	500.23	625.28
	增速	-42.34%	40.00%	35.00%	25.00%
	毛利率	20.60%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	3,196.06	4,026.28	5,017.15	6,143.11
	增速	17.29%	25.98%	24.61%	22.44%
	毛利率	29.25%	29.68%	30.26%	30.73%

数据来源：Wind, 西南证券

### 2.2 相对估值

综合考虑公司业务范围，选取与公司传统业务领域一致的恒立液压和与公司新兴业务相似的汇川技术 2 家公司作为可比公司，2 家可比公司 2026-2028 年的 PE 分别为 35、29、24 倍。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.50、7.11、9.02 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 31.84%。考虑公司破碎属具景气度回升、重型液压破碎锤拓展顺利，且高端液压件渗透率提升，工业机器人、刀具和工程机械锂电池 PACK 领域有望打造新增长点，给予公司 2026 年 42 倍 PE，对应目标价 27.72 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 3：可比公司估值（截至 2026 年 4 月 29 日）**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			26E	27E	28E	26E	27E	28E
601100.SH	恒立液压	105.00	2.59	3.15	3.88	40.55	33.32	27.08
300124.SZ	汇川技术	67.59	2.33	2.78	3.18	28.96	24.27	21.28
<b>可比公司平均值</b>						<b>34.75</b>	<b>28.80</b>	<b>24.18</b>
603638.SH	艾迪精密	22.71	0.66	0.86	1.09	34.33	26.54	20.92

数据来源：Wind, 西南证券整理

### 3 风险提示

**1) 下游需求修复不及预期的风险。**公司下游客户所在的工程机械是周期性行业，若下游需求修复进展不及预期，将直接影响公司产品销量，对公司的经营业绩产生不利影响。

**2) 原材料价格波动风险。**公司生产所需的主要原材料为方钢、圆钢、特钢等各种钢材，钢材成本占比高，若原材料价格波动较大，将对公司盈利能力造成较大影响。

**3) 新业务拓展不及预期的风险。**目前公司积极拓展工业机器人、刀具和工程机械锂电池 PACK 领域，工业机器人、工程机械电池 PACK 包业务领域竞争激烈，若公司新业务拓展进度不如预期，将对公司业绩产生较大影响。

**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	3196.06	4026.28	5017.14	6143.11	净利润	405.85	549.73	710.98	902.15
营业成本	2261.12	2831.27	3499.03	4255.47	折旧与摊销	300.38	210.72	210.72	210.72
营业税金及附加	37.72	44.29	55.19	67.57	财务费用	43.46	-48.32	-50.17	-61.43
销售费用	96.28	161.05	195.67	239.58	资产减值损失	-30.62	35.00	35.00	35.00
管理费用	127.70	382.50	471.61	571.31	经营营运资本变动	-301.57	-293.87	-543.06	-593.91
财务费用	43.46	-48.32	-50.17	-61.43	其他	96.17	-48.55	-65.67	-16.22
资产减值损失	-30.62	35.00	35.00	35.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>513.67</b>	<b>404.72</b>	<b>297.80</b>	<b>476.30</b>
投资收益	0.90	22.64	22.24	22.23	资本支出	-37.65	-50.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	3.50	3.66	3.42	3.51	其他	-687.63	26.30	25.67	25.74
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-725.28</b>	<b>-23.70</b>	<b>-4.33</b>	<b>-4.26</b>
<b>营业利润</b>	<b>479.00</b>	<b>646.78</b>	<b>836.48</b>	<b>1061.35</b>	短期借款	-105.11	-112.92	30.00	20.00
其他非经营损益	0.21	-0.04	-0.04	0.00	长期借款	143.50	-15.00	-15.00	-15.00
<b>利润总额</b>	<b>479.21</b>	<b>646.74</b>	<b>836.44</b>	<b>1061.35</b>	股权融资	0.01	0.00	0.00	0.00
所得税	73.36	97.01	125.47	159.20	支付股利	-124.66	-78.74	-109.96	-142.21
净利润	405.85	549.73	710.98	902.15	其他	-99.79	-174.16	50.17	61.43
少数股东损益	12.18	-0.05	-0.07	-0.09	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-186.05</b>	<b>-380.81</b>	<b>-44.79</b>	<b>-75.78</b>
归属母公司股东净利润	393.68	549.78	711.05	902.24	<b>现金流量净额</b>	<b>-397.15</b>	<b>0.21</b>	<b>248.68</b>	<b>396.27</b>
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	549.47	549.67	798.35	1194.62	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1297.21	1742.86	2170.08	2630.00	销售收入增长率	17.29%	25.98%	24.61%	22.44%
存货	1382.23	1747.01	2199.14	2657.94	营业利润增长率	18.66%	35.03%	29.33%	26.88%
其他流动资产	359.96	324.50	345.13	368.56	净利润增长率	18.08%	35.45%	29.33%	26.89%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.91%	-1.66%	23.21%	21.42%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2678.65	2501.38	2324.11	2146.84	毛利率	29.25%	29.68%	30.26%	30.73%
无形资产和开发支出	344.16	361.70	359.24	356.77	三费率	8.37%	12.30%	12.30%	12.20%
其他非流动资产	302.46	301.47	300.47	299.48	净利率	12.70%	13.65%	14.17%	14.69%
<b>资产总计</b>	<b>6914.12</b>	<b>7528.59</b>	<b>8496.51</b>	<b>9654.22</b>	ROE	10.55%	13.34%	15.06%	16.46%
短期借款	712.92	600.00	630.00	650.00	ROA	5.87%	7.30%	8.37%	9.34%
应付和预收款项	984.08	1456.32	1767.40	2113.93	ROIC	9.43%	10.14%	12.49%	14.59%
长期借款	143.50	128.50	113.50	98.50	EBITDA/销售收入	25.75%	20.10%	19.87%	19.71%
其他负债	1226.78	1222.47	1263.29	1309.53	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3067.28</b>	<b>3407.28</b>	<b>3774.18</b>	<b>4171.96</b>	总资产周转率	0.46	0.56	0.63	0.68
股本	831.09	831.09	831.09	831.09	固定资产周转率	1.31	1.68	2.26	3.01
资本公积	287.24	287.24	287.24	287.24	应收账款周转率	2.76	3.04	2.92	2.92
留存收益	2371.75	2842.80	3443.89	4203.92	存货周转率	1.72	1.77	1.76	1.74
归属母公司股东权益	3686.61	3961.13	4562.22	5322.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.07%	—	—	—
少数股东权益	160.23	160.17	160.10	160.01	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3846.84</b>	<b>4121.30</b>	<b>4722.32</b>	<b>5482.26</b>	资产负债率	44.36%	45.26%	44.42%	43.21%
负债和股东权益合计	6914.12	7528.59	8496.51	9654.22	带息债务/总负债	58.78%	49.16%	44.78%	40.63%
					流动比率	1.91	1.96	2.11	2.27
					速动比率	1.18	1.17	1.27	1.39
					股利支付率	31.67%	14.32%	15.46%	15.76%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	822.84	809.19	997.03	1210.64	每股收益	0.47	0.66	0.86	1.09
PE	47.94	34.33	26.54	20.92	每股净资产	4.44	4.77	5.49	6.40
PB	5.12	4.76	4.14	3.55	每股经营现金	0.62	0.49	0.36	0.57
PS	5.91	4.69	3.76	3.07	每股股利	0.15	0.09	0.13	0.17
EV/EBITDA	23.84	24.06	19.29	15.56					
股息率	0.66%	0.42%	0.58%	0.75%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@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
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn