

26Q1 盈利能力延续改善态势，高附加值新产品陆续落地

投资要点

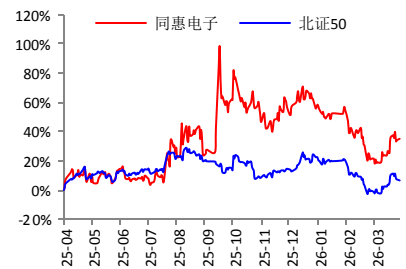
- 事件:** 公司发布 2025 年年度报告和 2026 年一季度报告。2025 年全年，公司实现营业收入 2.3 亿元，同比增加 19.6%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比增加 36.85%；实现扣非归母净利润 0.65 亿元，同比增加 44.8%。2025 年四季度单季，公司实现营业收入 0.8 亿元，同比增加 26.0%；实现归母净利润 0.25 亿元，同比增加 9.4%；扣非后归属母公司股东的净利润为 0.2 亿元，同比增加 21.1%。2026Q1 期间，公司实现营业收入 0.4 亿元，同比增加 12.9%；实现归母净利润 0.1 亿元，同比增加 15.4%；实现扣非归母净利润 0.1 亿元，同比增加 20.0%。**2026Q1 毛利率为 58.9%，较 2025Q1 增加 2.1pp，较 2025 年底减少 0.6pp；2026Q1 净利率为 25.8%，较 2025 年底减少 4.2pp，主要受一季度季节性费用因素影响——营收阶段收缩而费用刚性，导致期间费用率被动抬升，但同比来看，较 2025Q1 提升 0.7pp，盈利能力延续改善态势。**
- 元器件测试仪器稳步增长，微弱检测与集成测试设备增长强劲。** 公司 2025 年整体毛利率较 2024 年增加 3.5pp 至 59.5%，这主要得益于公司高端仪器产品销售收入同比增长约 40%，高附加值产品收入持续提升，产品结构持续优化。分产品来看，2025 年公司元件参数测试仪器实现收入 1.0 亿元，同比增长 14.6%，收入占比约 43.7%，毛利率较 2024 年增加 3.7pp 至 67.5%，作为公司基本盘，表现稳健。微弱信号信测仪器在 2025 年期间实现收入 4415.4 万元，同比增长 28.7%，毛利率较 2024 年增加 6.1pp 至 57.5%，主要由于半导体制造等下游应用领域高速发展的强劲拉动，电子测量仪器市场规模保持稳步增长态势。公司紧扣功率半导体产业发展趋势，精准锚定行业核心测试需求，全力推进新产品研发与技术迭代，本年度成功完成多款新品的落地与推出，进一步丰富半导体测试类产品矩阵。系统集成测试设备在 2025 年期间实现收入 1022.8 万元，同比增长 171.7%，毛利率较 2024 年增加 6.6pp 至 60.8%，主要由于随着客户系统集成测试的应用场景不断增加，公司配合客户定制开发，设备交付金额不断增长，也代表了公司从“仪器制造商”向“测试解决方案提供商”的战略升级。
- 聚焦功率半导体测试与新能源领域，高附加值新产品陆续落地。** 公司将核心资源聚焦于半导体器件测试、新能源及电池测试等新兴高附加值应用场景，精准覆盖功率半导体企业从研发攻坚到量产质控的测试需求，以行业技术迭代与国产替代加速的发展契机为抓手，持续提升产品核心竞争力与市场适配能力，不断丰富高端测试仪器产品矩阵，为公司培育新的业绩增长极。公司持续推进微弱信号领域产品创新与市场拓展，源表系列、CV 特性测试仪器、高精度数字万用表等核心产品市场认可度不断提升；TH530 半导体雪崩能量测试仪等新产品于 2025 年实现销售并逐步成熟。公司目前研发和即将推出的新产品主要针对于功率半导体的研发设计、生产检测、可靠性验证的相关检测需求，包括 TH500 系列第三代功率半导体器件高压脉冲电流电压(PM)分析系统(已小批量生产)、TH510 系列半导体器件 C-V 特性分析仪(已小批量生产)、TH520 系列功率器件参数分析仪(即将上市)、TH530 系列半导体器件雪崩能量测试仪(已小批量生产)、TH540 系列半导体器件热阻测试仪(正在研发)、TH550 系列半导体晶圆 KGD 测试系统(正在研发)、TH560 系列半导体晶圆老化测试系统(即将上市)、TH570 系列功率器件动态特性分析仪/双脉冲测试仪(即将上市)等。

西南证券研究院

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 潘妍洁
执业证号: S1250525100002
电话: 023-65796461
邮箱: panyj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: iFinD

基础数据

总股本(万股)	16030.57
流通 A 股(万股)	8398.55
52 周内股价区间(元)	23.79-47.77
总市值(亿元)	51.55
总资产(亿元)	4.28
每股净资产(元)	2.31

相关研究



- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.9/1.0/1.2 亿元，对应 PE 为 60/50/42 倍。考虑到公司将核心资源聚焦于半导体器件测试、新能源及电池测试等新兴高附加值应用场景，精准覆盖功率半导体企业从研发攻坚到量产质控的测试需求，以行业技术迭代与国产替代加速的发展契机为抓手，持续提升产品核心竞争力与市场适配能力，不断丰富高端测试仪器产品矩阵，业绩有望稳定增长，同时考虑到公司处于北交所市场，市场估值较主板更高，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、关键核心器件依赖进口风险、境外业务风险、业绩下滑风险、技术研发风险、技术泄密与技术人员流失风险、新产品和新技术开发风险、潜在专利诉讼风险、固定资产成新率和新增产能消化风险、停产、换代产品滞销风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	231.90	280.54	336.70	399.76
增长率	19.57%	20.97%	20.02%	18.73%
归属母公司净利润（百万元）	69.03	85.66	103.33	123.38
增长率	36.85%	24.10%	20.62%	19.41%
每股收益 EPS（元）	0.43	0.53	0.64	0.77
净资产收益率 ROE	18.69%	19.41%	19.59%	19.57%
PE	75	60	50	42
PB	13.94	11.67	9.77	8.18

数据来源：Wind，西南证券

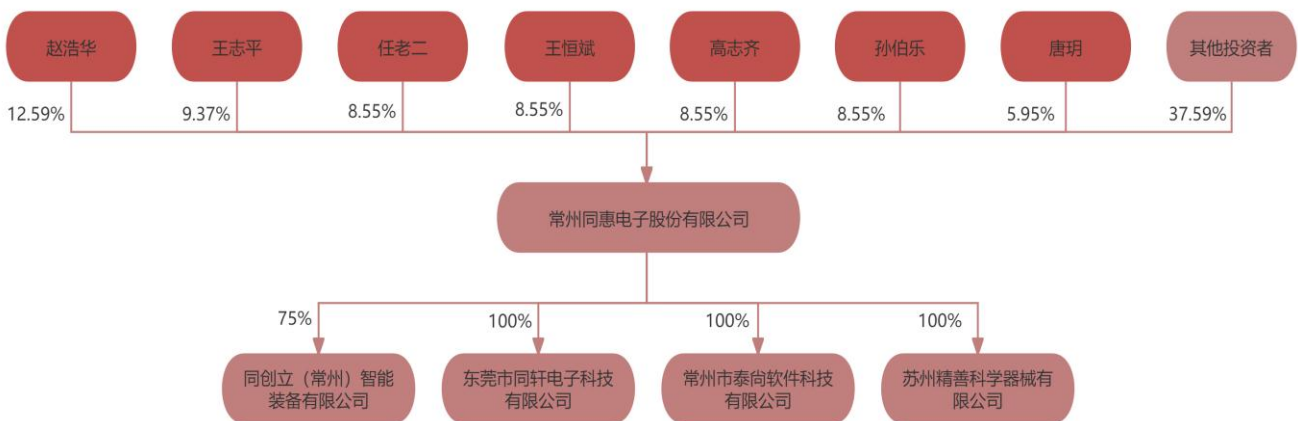
1 三十年聚焦电子测量仪器，打造高端测核心力量

三十年聚焦电子测量仪器领域，以极致精度与自主研发能力打造辐射全球的电子测量综合解决方案核心力量。同惠电子专注电子测量仪器赛道，采用“技术+市场”双轮驱动模式，重点负责研发设计、精密制造、品质管控与系统集成，核心元器件与算法实现自主可控。公司具备元件参数测试、安规线材测试、微弱信号测试等五大类 400 余个型号的产品矩阵，已实现国内外市场协同发展。海外客户覆盖 TDK、瑞声科技等元器件龙头，国内已进入华为、比亚迪等头部电子厂商供应链，并为清华大学、浙江大学等科研院校提供测试支撑。截至 2025 年 12 月 31 日，公司累计拥有软件著作权 68 项、授权专利 85 项，其中授权发明专利 56 项。公司通过 ISO9001 质量管理体系认证，获评国家级专精特新“小巨人”企业，入选北证 50 指数与专精特新指数双成分股，2025 年获得中国证券报“2024 年度金牛小巨人奖”。

1.1 股权结构个人控股，股权相对集中

股权结构呈现创业合伙共同控股、相对集中的特征。赵浩华先生、王志平先生、高志齐先生、任老二先生、孙伯乐先生、王恒斌先生、唐玥女士七人为同惠电子共同实际控制人，股权结构呈现创业合伙共同控股、相对集中的特征。七位创始股东均自公司创立以来长期共事，系一致行动人，合计控制公司 62.1% 的股份，股权比例较高，股权结构相对稳定。实控人股东中，赵浩华先生持股 12.6%，王志平先生持股 9.4%，任老二先生、王恒斌先生、高志齐先生、孙伯乐先生各持股 8.55%，唐玥女士持股 5.95%，其他投资人共持股 37.6%。董事长赵浩华先生自公司创立以来长期负责经营管理，拥有深厚的专业技术背景与战略眼光，七位创业伙伴携手三十年始终未散，形成高度稳定的核心管理团队。此外，公司通过实施多期股权激励计划，包括 2022 年股权激励计划等，对 81 名核心员工实施股权激励，进一步完善了公司治理结构。

图 1：公司股权结构（截至 2025 年 12 月 31 日）



数据来源：同花顺，西南证券整理

1.2 扎根电子测量，赋能全球智造

扎根电子测量仪器赛道，赋能全球智造。同惠电子是一家集电子测量仪器研发、生产和销售于一体的高新技术企业，在精密阻抗测量领域具有三十多年的测试理论、测试技术和实践经验的积累。公司基于对行业发展前景和电子测量仪器产业链扩展的深度理解，进一步深耕传统电子测量领域，不断拓展半导体器件测试、新能源及电池测试应用场景，致力于成为国际领先的电子测量综合解决方案提供商。公司的主要产品为各类电子测量仪器，主要包括元件参数测试仪器、微弱信号检测仪器、安规线材测试仪器、电力电子测试仪器、系统集成测试设备等五大类，主要用于各种电子元器件、材料、电子零部件、电子整机等被测对象的性能测试、测量、试验验证及品质保证，经公司仪器检测过的产品被广泛应用于消费电子、通讯、半导体、新能源、家用电器等领域。

表 1：公司主要产品情况

产品系列	产品图示	核心产品	应用领域
元件参数测试仪器		阻抗分析仪（TH2851，最高频率达 130MHz）、LCR 数字电桥（覆盖高频、通用、基础等多系列）、半导体器件 CV 特性测试设备。	主要用于无源器件（电容、电感、电阻、变压器等）、半导体材料及元件、介质与磁性材料的电气性能测试，广泛服务于消费电子、半导体、通信等行业的研发与生产质检。
微弱信号检测仪器		高阻计/飞安计/皮安计（如 TH2695 系列，电流分辨率达 0.01fA）、直流低电阻测试仪、精密源/测量单元、低噪声精密电源、半导体类自动测试系统等。	适用于半导体器件研发与检测、传感器性能测试、新材料电学特性分析等，能精准测量小电流、高电阻、微弱电压等参数，助力客户攻克精密测量难题。
安规线材测试仪器		有高性能/常规耐压绝缘测试仪、高低压综合测试设备、泄漏电流测试仪、集成化磁性元器件分析仪等。	服务于消费电子、家用电器、新能源汽车、电机、电气设备等行业，用于耐压、绝缘电阻、接地电阻、泄漏电流等安全参数测试。
电力电子测试仪器		电池测试仪（如电芯内阻测试仪）、可编程大功率直流电子负载/电源、可编程交流电源等。	主要满足新能源汽车、储能、充电桩等领域的性能测试与可靠性验证。
系统集成测试设备		面向客户一站式测试需求打造的集成化测试设备，包括多参数集成测试系统、定制化测试解决方案。	覆盖整机制造、汽车电子、工业控制、等多参数协同测试、自动化产线集成要求高的领域。

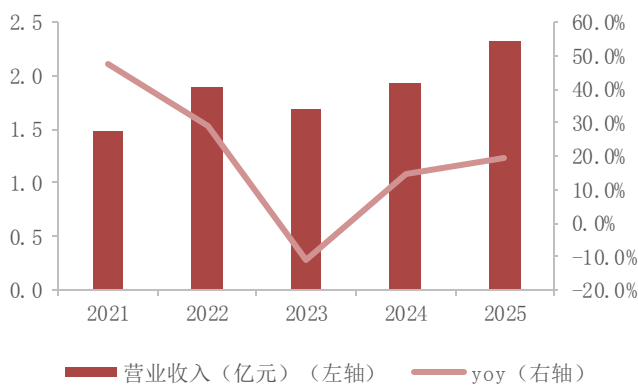
数据来源：公司公告，西南证券整理

客户资源丰富多元，深度链接全球科技头部企业与知名科研院所。公司核心客户覆盖华为（含海思半导体、数字能源等）、比亚迪、新凯来等国内科技制造龙头，以及 TDK、瑞声科技等国际知名元器件厂商。公司已与京东工业建立战略合作关系，共同打造测试仪器行业数智供应链新标杆，进一步拓宽市场覆盖。同时，公司产品广泛应用于科研教育领域，服务清华大学、东南大学、南京大学等国内顶尖高校及中科院、中国电科等科研机构。凭借三十年在阻抗测量等领域的理论积淀与自主可控技术，同惠电子为客户提供从研发攻坚到量产质控的全流程测试服务，核心元器件与关键算法实现自主研发，以持续技术创新与综合服务能力驱动行业进步。

1.3 2025 年营收与净利润双增长，半导体测试需求驱动业绩上升

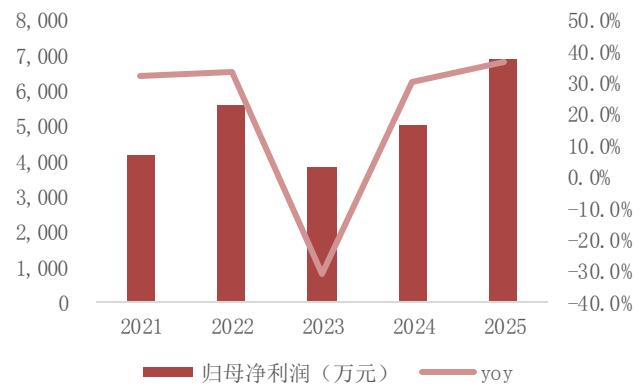
2025 年营收与净利润双增长，半导体测试需求驱动业绩上升。2025 年公司实现营业收入 2.3 亿元，同比增长 19.6%，营收规模保持稳步增长。得益于 5G/6G 通信、新能源汽车、半导体及人工智能等下游产业的蓬勃发展，市场对高频、高精度电子测量仪器的需求持续高涨，同时叠加国内设备更新改造政策的有力推动和核心领域国产替代进程的加速，为同惠电子打开了增量空间。盈利能力方面，公司归母净利润同比增长 36.9% 至 6902.6 万元。利润增速高于营收，整体毛利率同比提升 3.6 个百分点，费用增幅明显低于营收增幅，盈利能力呈上升趋势。2026 年一季度，公司增长势头延续，实现营业收入 4412.9 万元，同比增长 12.9%；归母净利润 1145.4 万元，同比增长 15.4%，进一步验证了公司处于盈利提升的成长通道。

图 2：营业总收入及增速



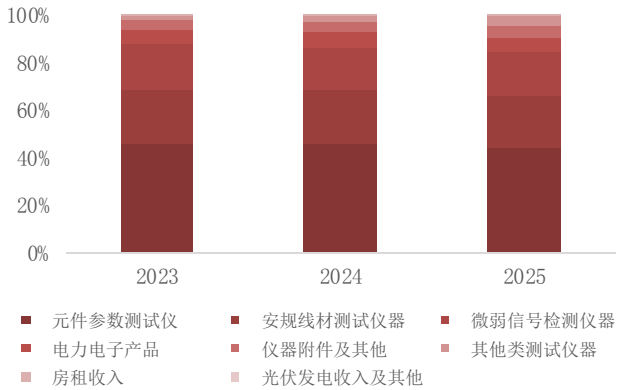
数据来源：同花顺，西南证券整理

图 3：归母净利润及增速

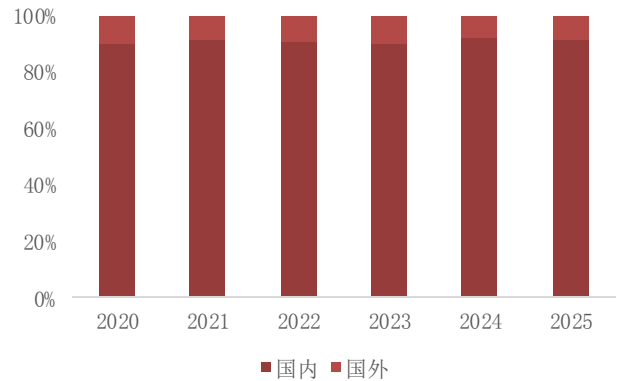


数据来源：同花顺，西南证券整理

公司主营业务核心产品强势引领、多赛道协同并进。公司主营业务收入以元件参数测试仪器为核心支柱，2025 年，公司元件参数测试仪器实现营收 1.0 亿元，同比增长 14.6%，占主营业务收入比重 43.7%，为公司第一大业务板块。安规线材测试仪器实现营收 5087.5 万元，同比增长 15.1%，占总营收比重升至 21.9%；微弱信号检测仪器实现营收 4415.4 万元，同比增长 28.7%，占比 19.0%。电力电子产品 1231.6 万元，占比 5.3%；仪器附件及其他 1129.4 万元，占比 4.9%；系统集成测试设备 1022.8 万元，占比 4.4%。值得关注的是，公司微弱信号检测仪器和系统集成测试设备 2025 年期间表现突出，前者受益于半导体行业的强劲需求，收入同比增长 28.7% 且毛利率提升 6.1 个百分点；后者则因定制化集成测试需求增加，收入同比大增 171.7%，毛利率亦提升 6.6 个百分点。从区域结构看，从区域结构看，公司坚持境内境外双轮驱动战略。2025 年，境内业务实现收入 2.1 亿元，占比 91.5%，为公司基本盘；境外业务实现收入 1971.95 万元，占比 8.5%，市场布局呈现境内深耕与境外拓展并进的特征。

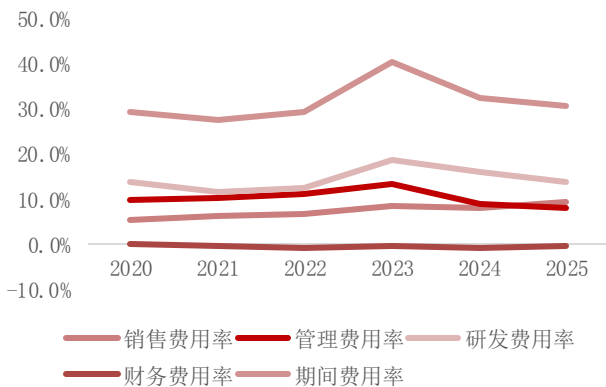
图 4：公司主营业务收入按产品分类情况


数据来源：同花顺，西南证券整理

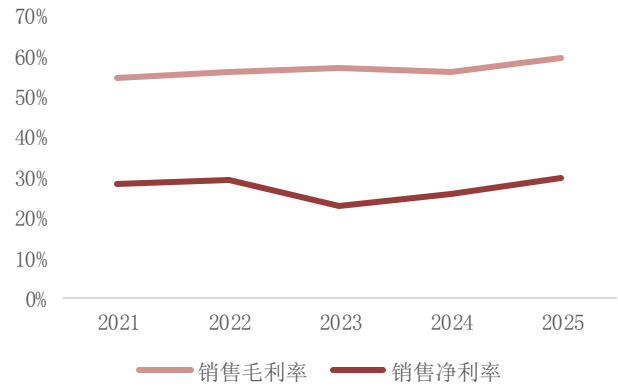
图 5：公司主营业务收入按地区分类情况


数据来源：同花顺，西南证券整理

2025 年公司毛利率与净利率实现双提升，盈利质量显著增强。毛利率方面，公司 2025 年综合毛利率为 59.5%，同比提升 3.5 个百分点。提升主要源于部分产品占比及毛利提升，微弱信号检测仪器毛利率升 6.1 个百分点至 57.5%，系统集成测试设备毛利率升 6.6 个百分点至 60.8%，两类产品的占比及毛利率增长拉高了整体毛利率水平。净利率方面，公司 2025 年净利率为 30.0%，较上年同期提升 4.0 个百分点，增幅超过毛利率提升幅度，费用管控有所优化。期间费用率方面，2025 年期间费用率合计为 30.4%，同比下降 1.9 个百分点。销售费用因营收规模扩大同比增长 39.16%，管理费用和研发费用分别上升 4.2%、0.7%，管理费用率及研发费用率分别下降 1.1%、2.6%，费用率整体增速均显著低于收入增速。整体来看，公司凭借产品结构向高毛利方向优化、期间费用率下降，实现了毛利率和净利率的双提升，盈利能力增强。2026 年一季度，公司归母净利润同比提升 15.4%，扣非归母净利润同比提升 20.0%，增速皆高于营收的 12.9%，净利率同比进一步提升，盈利质量较高。

图 6：公司期间费用率情况


数据来源：同花顺，西南证券整理

图 7：公司毛利率与净利率情况


数据来源：同花顺，西南证券整理

同惠电子立足电子测量仪器主业，加速向高端测试与系统集成领域拓展。2025 年公司凭借在半导体和新能源等高景气赛道的深耕布局，实现了营收与净利润的同步快增，通过微弱信号检测和系统集成测试等高附加值产品的突破，加速从单一仪器制造商向综合测试解决方案提供商迈进。未来，随着高端新品放量、海外运营步入正轨及系统集成类业务占比提升，公司盈利能力有望持续增强并实现高质量增长。

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：元器件参数测试类仪器是公司最核心的收入来源。随着高端阻抗分析仪持续放量以及更高频段阻抗分析仪逐步推出，公司该业务有望延续稳健增长，并受益于产品结构升级带动毛利率提升。我们预计 2026-2028 年元器件参数测试类仪器收入同比增速分别为 15%/15%/15%，毛利率分别为 67.5%/68.5%/69.0%。

假设 2：安规线材测试仪器方面，公司已逐步由传统线缆测试向高端模块化线束测试系统延伸，并在汽车、高铁、军工等场景拓展应用，预计业务将保持稳健增长、盈利能力小幅抬升。我们预计 2026-2028 年安规线材测试仪器收入同比增速分别为 15%/14%/12%，毛利率分别为 46.5%/47.0%/47.5%。

假设 3：微弱信号检测仪器是公司成长性最强的业务方向之一。随着功率器件参数分析仪、雪崩能量测试仪、晶圆老化测试系统等新品逐步导入并在 2027-2028 年进入更成熟放量阶段，该业务有望维持较快增长。我们预计 2026-2028 年微弱信号检测仪器收入同比增速分别为 32%/30%/28%，毛利率分别为 58.0%/59.0%/59.0%。

假设 4：电力电子产品短期承压主要与下游部分行业需求节奏调整有关。随着大功率可编程交直流电源等新品逐步推出，该业务有望进入温和修复阶段。我们预计 2026-2028 年电力电子产品收入同比增速分别为 10%/10%/10%，毛利率分别为 41.0%/41.5%/42.0%。

假设 5：仪器附件及其他方面，该业务与整机销售及综合测试方案交付具备较强协同性，预计将伴随公司系统解决方案业务扩展而保持较快增长，毛利率维持高位稳定。我们预计 2026-2028 年仪器附件及其他收入同比增速分别为 20%/18%/16%，毛利率分别为 70.0%/70.5%/71.0%。

假设 6：系统集成测试设备的业务发展体现出公司由仪器供应商向综合测试解决方案提供商升级的趋势。随着半导体、军工等领域定制化测试项目持续拓展，该业务预计仍将保持高速增长，但增速随基数扩大逐步回落。我们预计 2026-2028 年系统集成测试设备收入同比增速分别为 80%/50%/35%，毛利率分别为 60.0%/61.0%/62.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入及成本如下表：

表 2：分产品收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
元器件参数测试类仪器	收入	101.4	116.6	134.1	154.2
	增速	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	33.0	37.9	42.3	47.8
	毛利率	67.5%	67.5%	68.5%	69.0%
安规线材测试仪器	收入	50.9	58.5	66.7	74.7
	增速	15.1%	15.0%	14.0%	12.0%
	成本	27.5	31.3	35.3	39.2
	毛利率	45.9%	46.5%	47.0%	47.5%
微弱信号检测仪器	收入	44.2	58.3	75.8	97.0
	增速	28.7%	32.0%	30.0%	28.0%

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
	成本	18.8	24.5	31.1	39.8
	毛利率	57.5%	58.0%	59.0%	59.0%
电力电子产品	收入	12.3	13.6	14.9	16.4
	增速	-3.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	7.3	8.0	8.7	9.5
	毛利率	40.9%	41.0%	41.5%	42.0%
仪器附件及其他	收入	11.3	13.5	16.0	18.5
	增速	29.2%	20.0%	18.0%	16.0%
	成本	3.3	4.1	4.7	5.4
	毛利率	71.1%	70.0%	70.5%	71.0%
系统集成测试设备	收入	10.2	18.4	27.6	37.3
	增速	171.7%	80.0%	50.0%	35.0%
	成本	4.0	7.4	10.8	14.2
	毛利率	60.8%	60.0%	61.0%	62.0%
其他业务	收入	1.6	1.6	1.6	1.6
	增速	-9.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	0.1	0.1	0.1	0.1
	毛利率	95.9%	95.0%	95.0%	95.0%
合计	收入	231.9	280.5	336.7	399.8
	增速	19.6%	20.97%	20.0%	18.7%
	成本	93.9	113.2	132.9	155.9
	毛利率	59.5%	59.7%	60.5%	61.0%

数据来源：Wind, 西南证券

在考虑所处行业与数据可及性的前提下，我们选取了同样专业从事测量仪器的优利德、普源精电、鼎阳科技和坤恒顺维作为可比公司。2026-2028 年，可比公司平均估值为 67/49/35 倍。预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 2.8/3.4/4.0 亿元，yoy 为 21.0%/20.0%/18.7%；预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.9/1.0/1.2 亿元，对应 PE 为 60/50/42 倍。考虑到公司将核心资源聚焦于半导体器件测试、新能源及电池测试等新兴高附加值应用场景，精准覆盖功率半导体企业从研发攻坚到量产质控的测试需求，以行业技术迭代与国产替代加速的发展契机为抓手，持续提升产品核心竞争力与市场适配能力，不断丰富高端测试仪器产品矩阵，业绩有望稳定增长，同时考虑到公司处于北交所市场，市场估值较主板更高，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE			
				2025E/A	2026E	2027E	2028E	2025E/A	2026E	2027E	2028E
688628.SH	优利德	117.47	105.10	1.35	2.17	2.8	3.68	77.85	48.43	37.54	28.56
688337.SH	普源精电	127.30	65.66	0.44	0.72	1.04	1.44	149.23	91.19	63.13	45.60
688112.SH	鼎阳科技	98.44	61.68	0.89	1.16	1.48	2.03	69.30	53.17	41.68	30.38
688283.SH	坤恒顺维	57.21	46.97	0.38	0.61	0.89	-	123.61	77.00	52.78	-
平均值								105.00	67.45	48.78	34.85

证券代码	公司简称	总市值	股价	EPS（元）				PE			
920509.BJ	同惠电子	51.55	32.16	0.43	0.53	0.64	0.77	74.69	60.18	49.89	41.78

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2026 年 4 月 27 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，同惠电子来自西南证券盈利预测；由于可比公司坤恒顺维 2028E EPS 数据缺失，可比公司 2028E PE 平均值为通过优利德、普源精电、鼎阳科技三家公司数据计算所得。

3 风险提示

市场竞争加剧风险、关键核心器件依赖进口风险、境外业务风险、业绩下滑风险、技术研发风险、技术泄密与技术人员流失风险、新产品和新技术开发风险、潜在专利诉讼风险、固定资产成新率和新增产能消化风险、停产、换代产品滞销风险等。

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	231.90	280.54	336.70	399.76	净利润	69.56	86.33	104.13	124.34
营业成本	93.89	113.19	132.95	155.93	折旧与摊销	11.94	11.04	13.41	14.30
营业税金及附加	3.07	3.72	4.46	5.30	财务费用	-0.64	-0.09	-0.12	-0.14
销售费用	21.64	24.69	29.29	34.38	资产减值损失	-0.49	0.50	0.50	0.50
管理费用(含研发费用)	49.56	58.91	70.71	83.95	经营营运资本变动	-30.01	-18.28	-14.89	-17.65
财务费用	-0.64	-0.09	-0.12	-0.14	其他	5.22	-6.40	-5.10	-4.69
资产减值损失	-0.49	-0.50	-0.50	-0.50	经营活动现金流净额	55.58	73.09	97.93	116.67
投资收益	2.58	3.00	3.00	3.00	资本支出	-4.87	-50.00	-30.00	0.00
公允价值变动损益	1.54	2.00	2.00	2.00	其他	-18.36	16.05	4.14	4.41
其他经营损益	8.02	9.00	9.00	10.00	投资活动现金流净额	-23.23	-33.95	-25.86	4.41
营业利润	75.58	93.63	112.91	134.84	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.27	-0.08	-0.10	-0.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	75.31	93.55	112.82	134.74	股权融资	-7.44	0.00	0.00	0.00
所得税	5.75	7.22	8.69	10.40	支付股利	-39.73	-13.81	-17.13	-20.67
净利润	69.56	86.33	104.13	124.34	其他	0.81	12.09	-1.88	0.14
少数股东损益	0.53	0.66	0.80	0.96	筹资活动现金流净额	-46.36	-1.71	-19.01	-20.53
归属母公司股东净利润	69.03	85.66	103.33	123.38	现金流量净额	-13.98	37.44	53.05	100.54
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	45.35	82.78	135.84	236.38	成长能力				
应收和预付款项	37.12	39.42	48.45	58.18	销售收入增长率	19.57%	20.97%	20.02%	18.73%
存货	69.05	83.93	99.14	116.50	营业利润增长率	38.75%	23.87%	20.60%	19.42%
其他流动资产	154.56	145.75	146.61	147.20	净利润增长率	38.18%	24.10%	20.62%	19.41%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	33.49%	20.36%	20.69%	18.06%
投资性房地产	1.53	1.53	1.53	1.53	获利能力				
固定资产和在建工程	94.16	134.00	151.47	138.04	毛利率	59.51%	59.65%	60.51%	60.99%
无形资产和开发支出	19.76	19.21	18.66	18.10	三费率	30.43%	29.77%	29.66%	29.57%
其他非流动资产	6.91	1.69	1.36	1.04	净利率	30.00%	30.77%	30.93%	31.10%
资产总计	428.44	508.31	603.05	716.98	ROE	18.69%	19.41%	19.59%	19.57%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.24%	16.98%	17.27%	17.34%
应付和预收款项	38.26	40.67	49.47	58.62	ROIC	39.22%	38.44%	37.90%	41.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.47%	37.28%	37.48%	37.27%
其他负债	18.05	22.98	21.94	23.05	营运能力				
负债合计	56.31	63.66	71.41	81.66	总资产周转率	0.57	0.60	0.61	0.61
股本	160.31	160.31	160.31	160.31	固定资产周转率	2.57	2.53	2.41	2.82
资本公积	69.94	69.94	69.94	69.94	应收账款周转率	8.66	8.18	8.65	8.44
留存收益	149.77	221.63	307.82	410.54	存货周转率	1.46	1.44	1.42	1.42
归属母公司股东权益	369.83	441.69	527.88	630.60	销售商品提供劳务收到现金营业收入	93.58%	—	—	—
少数股东权益	2.30	2.96	3.76	4.72	资本结构				
股东权益合计	372.13	444.65	531.64	635.32	资产负债率	13.14%	12.52%	11.84%	11.39%
负债和股东权益合计	428.44	508.31	603.05	716.98	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.03	6.05	6.53	7.33
					速动比率	4.67	4.61	5.02	5.80
					股利支付率	57.56%	16.12%	16.58%	16.75%
					每股指标				
					每股收益	0.43	0.53	0.64	0.77
					每股净资产	2.31	2.76	3.29	3.93
					每股经营现金	0.35	0.46	0.61	0.73
					每股股利	0.25	0.09	0.11	0.13
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	86.88	104.57	126.21	149.01					
PE	74.69	60.18	49.89	41.78					
PB	13.94	11.67	9.77	8.18					
PS	22.23	18.38	15.31	12.90					
EV/EBITDA	56.97	47.20	38.66	32.07					
股息率	0.77%	0.27%	0.33%	0.40%					

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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
