

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

投资要点

海外是本轮增长的核心增量来源。上半年境外收入占比升至 37.16%，分区域看：东南亚受益全球家具产业转移，成为重点增长区域并贡献可观增量；欧洲作为高端进口替代目标市场，增长绝对值相对较高；北美仍处前期培育阶段；非洲受当地基建带动家具设备需求，增幅较大。公司产品价格约为欧洲同类产品的 1/3 至 1/2，性价比优势显著；销售网络已覆盖约 80 个国家和地区，并在欧美持续新增优质经销商，海外份额具备持续提升空间。意大利子公司 Masterwood 已实现扭亏为盈。公司借此打通西欧市场准入，实现市场资源、技术能力、品牌口碑与销售渠道的全方位协同；Masterwood 在高端五轴加工中心领域的技术优势与公司产品线形成互补，填补国内相关技术空白。毛利率层面，上半年专用设备毛利率 31.48%，同比提升 0.30 个百分点；四大核心产品中，加工中心、裁板锯、数控钻毛利率分别提升 4.21、1.52、1.13 个百分点。加工中心盈利改善，一方面来自 Masterwood 毛利率修复，另一方面来自出口需求增加下的成本结构调整空间。未来公司将深化与 Masterwood 在研发及全球渠道上的协同，并积极寻找技术短板互补与渠道整合型标的的战略并购机会，为长效利润

增长注入动力。

国内份额领先叠加智能化升级，精密传动与自动化延伸打开第二曲线

公司市场占有率目前位列国内第一、全球前五。国内家具机械装备格局仍较分散，份额仍有提升空间。管理层对国内总量景气持谨慎态度，认为更多是存量与结构性机会：出口型家具企业订单仍有一定韧性，但需关注贸易政策变化；设备更新政策推进下，存量改造需求逐步改善；定制家具竞争加剧，中小企业面临更强的柔性化、智能化改造压力，整厂数字化解决方案需求逐步释放，国内核心逻辑落在行业集中度提升与智能化升级。渠道策略上，海外重点扩大经销商网络并加大欧美开拓，通过德国纽伦堡、美国亚特兰大等展会提升品牌影响力；国内坚持以经销为主，重心转向存量深挖与管理优化，巩固竞争优势。主业之外，延伸布局聚焦三方向：一是依托前端制造核心技术，向复合材料等非木工领域的切割、钻孔等通用机械延伸；二是工业机器人本体研发制造与自动化系统集成，定位家具制造场景专用机器人，与木工机械形成互补；三是丹齿精工精密传动零部件，已切入机器人核心精密传动供应链。核心零部件综合自制率约 70%，自研控制系统已适配全品类机型，为延伸业务提供技术与成本支撑。丹齿精工专注高精度齿轮、减速器及精密传动总成，2025 年至今盈利能力提升 26 年上半年实现收入 8494.59 万元、净利润 922.60 万元，净利润同比增长 23.79%；低空经济、风电等新兴领域尚处前期探索、收入贡献较小，后续将重点拓展机器人关节、精密传动系统及新兴动力传动应用。

盈利预测

预测公司 2026-2028 年收入分别为 29.44、34.28、39.53 亿元，EPS 分别为 1.07、1.27、1.49 元，当前股价对应 PE 分别为 17.5、14.8、12.6 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

应收账款回收风险；技术研发创新风险；下游行业投资波动风险；供应链与成本风险；主要经销客户流失风险；原材料价格波动风险；汇兑损失风险；市场竞争风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	2,429	2,944	3,428	3,953
增长率（%）	-9.8%	21.2%	16.5%	15.3%
归母净利润（百万元）	431	461	546	639
增长率（%）	-16.8%	7.0%	18.5%	17.1%
摊薄每股收益（元）	1.01	1.07	1.27	1.49
ROE（%）	14.2%	14.6%	16.6%	18.5%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产：				
现金及现金等价物	1,086	1,268	1,481	1,701
应收款	45	55	64	74
存货	428	547	633	725
其他流动资产	329	361	390	423
流动资产合计	1,888	2,230	2,568	2,923
非流动资产：				
金融类资产	179	179	179	179
固定资产	1,326	1,216	1,110	1,010
在建工程	76	53	37	26
无形资产	309	294	278	263
长期股权投资	51	51	51	51
其他非流动资产	653	653	653	653
非流动资产合计	2,415	2,267	2,130	2,004
资产总计	4,303	4,497	4,697	4,927
流动负债：				
短期借款	107	107	107	107
应付账款、票据	195	249	288	330
其他流动负债	818	818	818	818
流动负债合计	1,199	1,270	1,325	1,384
非流动负债：				
长期借款	5	5	5	5
其他非流动负债	74	74	74	74
非流动负债合计	79	79	79	79
负债合计	1,278	1,349	1,404	1,463
所有者权益				
股本	424	429	429	429
股东权益	3,025	3,148	3,294	3,464
负债和所有者权益	4,303	4,497	4,697	4,927

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	430	461	546	639
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	120	148	136	125
公允价值变动	21	0	0	0
营运资金变动	51	-90	-70	-75
经营活动现金净流量	622	519	612	689
投资活动现金净流量	343	133	122	111
筹资活动现金净流量	-784	-338	-400	-469
现金流量净额	181	314	334	331

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,429	2,944	3,428	3,953
营业成本	1,649	2,071	2,394	2,743
营业税金及附加	31	38	44	51
销售费用	44	53	62	72
管理费用	120	146	170	196
财务费用	22	-24	-25	-27
研发费用	125	151	176	203
费用合计	312	327	383	444
资产减值损失	-5	0	0	0
公允价值变动	21	0	0	0
投资收益	16	0	0	0
营业利润	498	533	632	740
加：营业外收入	1	1	1	1
减：营业外支出	1	1	1	1
利润总额	499	534	632	741
所得税费用	68	73	87	102
净利润	430	461	546	639
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	431	461	546	639

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	-9.8%	21.2%	16.5%	15.3%
归母净利润增长率	-16.8%	7.0%	18.5%	17.1%
盈利能力				
毛利率	32.1%	29.7%	30.2%	30.6%
四项费用/营收	12.8%	11.1%	11.2%	11.2%
净利率	17.7%	15.6%	15.9%	16.2%
ROE	14.2%	14.6%	16.6%	18.5%
偿债能力				
资产负债率	29.7%	30.0%	29.9%	29.7%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	53.6	53.6	53.6	53.6
存货周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
每股数据(元/股)				
EPS	1.01	1.07	1.27	1.49
P/E	18.5	17.5	14.8	12.6
P/S	3.3	2.7	2.4	2.0
P/B	2.7	2.7	2.5	2.4

■ 机械组介绍

尤少炜：金融学硕士，大连理工大学工学学士，4 年金融行业研究经验，研究方向为工程机械、矿山机械方向。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容

客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。