

刀具主业表现亮眼，金刚石新业务加速放量

投资要点

- **事件:**公司发布 2026 年半年报, H1 实现营业收入 4.17 亿元, 同比增长 24.54%; 归母净利润 0.58 亿元, 同比增长 33.96%; 扣非归母净利润 0.59 亿元, 同比增长 48.08%。其中 Q2 实现营业收入 2.20 亿元, 同比增长 21.68%; 归母净利润 0.30 亿元, 同比增长 33.58%。刀具主业增长提速, 金刚石新业务加速放量。
- **刀具主业表现亮眼, 盈利能力显著改善。**1) 分产品来看, H1 公司刀具业务实现收入 3.79 亿元, 同比增长 21.64%, 超硬刀具和硬质合金刀具分别实现收入 3.04/0.75 亿元, 同比增长 15.45%/55.62%。2) 毛利率方面, H1 公司整体毛利率为 46.60%, 同比提升 2.65pp。3) 费用率方面, 期间费用率约 28.86%, 同比约+0.12pp, 财务费用率为 0.92%, 同比变化+1.10pp, 主要受汇兑损失增加影响。4) 净利率方面, H1 公司归母净利率为 14.00%, 同比提升 0.98pp; 剔除股份支付影响后归母净利润为 0.70 亿元, 同比增长 60.69%, 对应净利率约 16.80%, 公司盈利能力进一步改善。
- **金刚石新业务加速放量, 第二成长曲线逐步兑现。**H1 金刚石微钻与 CVD 钻石声学振膜合计实现收入 0.25 亿元, 同比增长 385.50%。其中, 金刚石微钻实现收入 0.15 亿元, 同比增长 204.45%; 高端 PCB 微孔加工领域客户验证持续推进; CVD 钻石声学振膜实现收入 0.10 亿元, 同比增长 4143.75%, 并实现车规级产品产业化落地, 持续拓展消费电子等场景。此外, 金刚石散热材料已向 GPU、CPU 及消费电子客户送样验证, 部分节点达到预期, 功能材料应用持续拓展。
- **募投项目推进产能建设, 新业务规模化放量可期。**公司拟募集资金不超过 14.50 亿元, 重点投向金刚石微钻及金刚石功能部件产业化。金刚石微钻项目拟投资 8.22 亿元, 达产后形成年产 420 万支产能; 金刚石功能部件项目拟投资 5.24 亿元, 达产后形成年产 65 万片金刚石散热衬底产能; 同时拟投资 0.39 亿元建设金刚石功能材料研发中心, 持续布局金刚石散热及相关功能材料方向。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.38/1.71/2.32 亿元, EPS 分别为 0.91/1.14/1.54 元, 对应 PE 分别为 102/82/61 倍。考虑公司刀具主业稳健增长, 金刚石微钻、声学振膜及散热材料等新业务成长性较强, 给予公司 2026 年 115 倍 PE, 目标价 104.65 元, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格及进口受限风险、市场竞争加剧风险、下游需求波动风险、新产品产业化及募投不及预期风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	753.70	887.46	1059.64	1280.71
增长率	11.08%	17.75%	19.40%	20.86%
归属母公司净利润(百万元)	94.51	137.79	171.36	231.80
增长率	-4.71%	45.80%	24.36%	35.27%
每股收益 EPS(元)	0.63	0.91	1.14	1.54
净资产收益率 ROE	4.73%	6.65%	7.89%	10.01%
PE	149	102	82	61
PB	7.09	6.79	6.48	6.08

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

联系人: 刘采薇
电话: 021-58351893
邮箱: liucw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.51
流通 A 股(亿股)	1.51
52 周内股价区间(元)	25.00~158.50
总市值(亿元)	140.84
总资产(亿元)	24.33
每股净资产(元)	13.54

相关研究

目 录

1 沃尔德：超硬刀具龙头，三曲线战略打开成长空间	1
1.1 深耕超硬刀具近二十年，内生外延完善产品矩阵	1
1.2 刀具主业稳健增长，新业务放量推动盈利修复	4
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测	6
2.2 相对估值	7
3 风险提示	7

图 目 录

图 1：沃尔德发展历程	2
图 2：公司股权结构及对外投资情况	3
图 3：2026H1 公司营业收入增速明显回升	4
图 4：2026H1 公司归母净利润增速显著改善	4
图 5：2026H1 公司毛利率及净利率同步修复	4
图 6：2026H1 公司期间费用率整体保持稳定	4
图 7：硬质合金刀具收入占比持续提升	5
图 8：2026H1 公司主要产品毛利率普遍改善	5

表 目 录

表 1：公司主要产品	2
表 2：分业务收入及毛利率	6
表 3：可比公司估值	7
附表：财务预测与估值	8

1 沃尔德：超硬刀具龙头，三曲线战略打开成长空间

1.1 深耕超硬刀具近二十年，内生外延完善产品矩阵

北京沃尔德金刚石工具股份有限公司（简称“沃尔德”，股票代码 688028）成立于 2006 年，公司专注于超高精密、高精密刀具及超硬材料制品的研发、生产和销售业务，刀具业务定位于全球高端刀具市场，是国内较为领先的刀具综合方案提供商，为客户提供涵盖超硬、硬质合金、金属陶瓷材料的刀具产品；金刚石功能材料业务定位于全球高端新材料市场，是国内少数能够掌握 CVD 法三大制备工艺的公司之一，主要产品包括金刚石膜声学器件、金刚石热沉材料、金刚石光学窗口、金刚石工具材料、硼掺杂金刚石膜涂层电极及制品、CVD 培育钻石等。

公司发展历程可大致分为起步与上市、产品矩阵扩张和多曲线成长三个阶段。

1) 起步与上市阶段：公司于 2006 年成立，早期围绕超高精密和高精密超硬刀具及超硬材料制品持续进行技术积累，并逐步构建超硬刀具设计、制造及精密加工能力。2019 年 7 月，公司正式登陆科创板，资本市场平台进一步拓宽公司研发投入、产能建设及业务拓展能力。公司目前已形成系列化、系统化的超硬刀具设计及生产技术，并成为国内超硬刀具领域头部企业之一；

2) 产品矩阵扩张阶段：上市后公司在巩固超硬刀具优势的同时，持续向硬质合金刀具、3C 精密刀具及金刚石功能材料等领域延伸。2022 年，公司以 6.97 亿元收购深圳鑫金泉 100% 股权，将其超硬刀具和硬质合金刀具业务纳入上市公司体系，进一步增强在消费电子精密加工领域的产品和客户覆盖；同期公司设立沃尔德美星钻石科技（嘉兴）有限公司，布局培育钻石及金刚石功能材料研发、生产和销售，产品矩阵由传统超硬工具逐步向更广泛的金刚石应用领域延伸；

3) 多曲线成长阶段：随着传统业务体系逐步成熟，公司进一步明确“三曲线”业务演进战略：第一曲线聚焦超硬刀具，并适度发展硬质合金刀具和金属陶瓷刀具，构成公司当前经营基本盘；第二曲线重点培育金刚石微钻和钻石声学振膜，打造新的增长引擎；第三曲线则面向金刚石热管理、光学等前沿领域进行技术储备和产业化布局。2025 年公司金刚石微钻在半导体硬脆材料微孔加工领域实现收入 1519.77 万元，同比增长 208.69%，并开始向高端 PCB 领域送样验证；钻石声学振膜已具备产业化条件，同时公司围绕金刚石热管理开展硅/碳化硅基金刚石衬底、多晶/单晶金刚石衬底以及金刚石铜/铝复合材料研发，并成功开发 12 英寸钻石散热晶圆。

目前，公司已经形成以超硬刀具为核心基本盘、金刚石微钻和钻石声学振膜为新增长点、金刚石热管理及光学应用为中长期储备的梯次产品布局。一方面，公司依托激光微纳米精密加工、精密研磨抛光、超硬刀具设计制造等技术持续拓展汽车、消费电子、新能源装备、航空航天及人形机器人等传统和新兴加工场景；另一方面，通过对金刚石声、热、电、光等多维性能的进一步开发，公司业务边界正由传统“高硬度、高耐磨”工具材料向功能性金刚石应用持续延伸。

图 1：沃尔德发展历程



数据来源：沃尔德，西南证券整理

公司传统业务以超硬刀具为核心，并持续向硬质合金刀具等精密加工产品延伸。公司长期深耕超硬刀具领域，已形成较为系统的超硬刀具设计、制造及应用技术体系，产品主要服务于汽车、消费电子、新能源装备、风电等精密加工场景，并持续向航空航天、人形机器人等新兴领域拓展；与此同时，公司通过收购鑫金泉及布局硬质合金业务，进一步完善 3C 及高端精密加工领域的产品矩阵。

在传统刀具业务基础上，公司正加快培育金刚石微钻、钻石声学振膜及金刚石功能材料等新增长点。公司实施“三曲线”业务演进战略，其中第一曲线聚焦超硬刀具，第二曲线重点发展金刚石微钻和钻石声学振膜，第三曲线布局金刚石热管理、光学等前沿应用。目前，金刚石微钻已在半导体硬脆材料微孔加工领域实现放量，并向高端 PCB 领域推进验证；CVD 钻石声学振膜已实现车规级产品产业化落地；金刚石热管理方面则围绕硅/碳化硅基金刚石衬底、多晶/单晶金刚石衬底及金刚石铜/铝复合材料等方向持续研发。由此，公司产品体系正由传统超硬刀具逐步向“精密刀具+精微加工+金刚石功能材料”多层次布局延伸。

表 1：公司主要产品

产品系列	产品类别	代表产品	产品图示
精密切削刀具系列	PCD/PCBN 标准刀片	PCBN 标准刀片[淬火钢加工]	
	PCD/PCBN 定制刀片	CD/CE 涂层 PCBN 刀片	

产品系列	产品类别	代表产品	产品图示
	PCD/PCBN 标准铣刀	FMP-LN 可转位面铣刀	
精微刀具系列	钻石刀轮刀轴系列	全刃口钻石刀轮	
	PCD 微钻	PCD 微钻	
	金刚石磨轮磨棒系列	石英、单晶硅等材料加工磨头	
CVD 金刚石功能材料 及培育钻石	CVD 金刚石功能材料	单晶/多晶金刚石热沉片	
	CVD 培育钻石	CVD 圆形钻石	

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构较为集中，核心管理层控制权稳定。截至目前，公司董事长兼总经理陈继锋持有公司 33.49%的股份，为公司控股股东；杨诺持股 0.98%，二人共同为公司实际控制人。陈继锋长期深耕超硬材料及精密加工领域，现任公司董事长、总经理及核心技术人员，在公司技术研发、产品布局及经营管理中发挥核心作用。整体来看，公司实际控制人持股比例较高、治理结构稳定，有利于保障公司长期战略的持续推进。

图 2：公司股权结构及对外投资情况



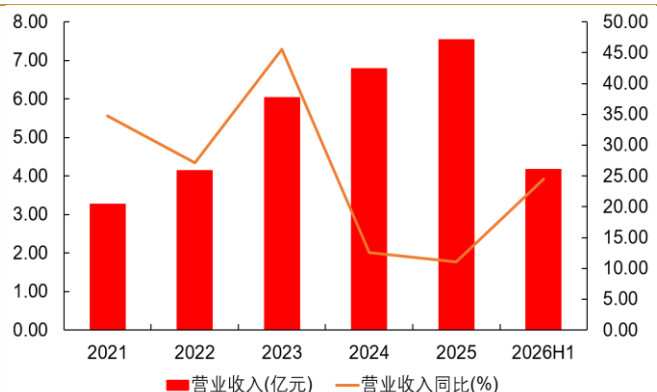
数据来源：Ifind，西南证券整理

1.2 刀具主业稳健增长，新业务放量推动盈利修复

收入保持稳健增长，2026H1 业绩增速进一步回升。2021—2025 年，公司营业收入由 3.26 亿元增长至 7.54 亿元，其中 2022 年完成鑫金泉并购后产品矩阵及业务规模进一步扩张，2023 年营业收入同比增长 45.52% 至 6.03 亿元；2024—2025 年收入分别同比增长 12.54% 和 11.08%，整体保持稳健增长。2025 年公司实现营业收入 7.54 亿元，同比增长 11.08%，归母净利润 0.95 亿元，同比下降 4.71%，主要受到 3C 刀具业务盈利承压、钨等原材料价格上涨等因素影响，收入增长尚未完全转化为利润增长。2026H1 公司实现营业收入 4.17 亿元，同比增长 24.54%；归母净利润 0.58 亿元，同比增长 33.96%，利润增速超过收入增速，经营表现及实际盈利能力明显改善。

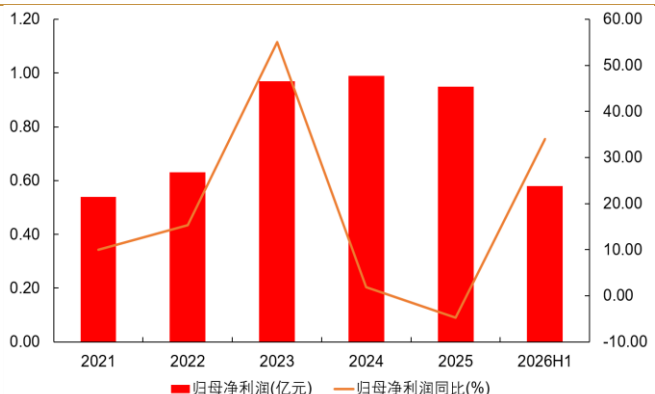
毛利率、净利率明显修复，盈利能力持续改善。2021—2023 年公司毛利率由 49.22% 逐步下降至 45.11%，2024 年小幅回升至 46.10%；2025 年受钨等原材料价格上涨、3C 刀具市场竞争加剧及部分新业务仍处投入培育阶段等因素影响，公司毛利率进一步下降至 42.59%，净利率降至 12.45%。2026H1 随着收入较快增长、产品结构优化及经营效率改善，公司毛利率回升至 46.60%，净利率回升至 14.05%，盈利能力明显修复。费用端，2026H1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 10.67%、9.75%、7.52%、0.92%，四项期间费用率合计约 28.86%，同比基本保持稳定；其中财务费用率提升主要系汇兑损失增加所致。整体来看，毛利率修复是 2026H1 利润增速快于收入增速的主要驱动力之一。

图 3：2026H1 公司营业收入增速明显回升



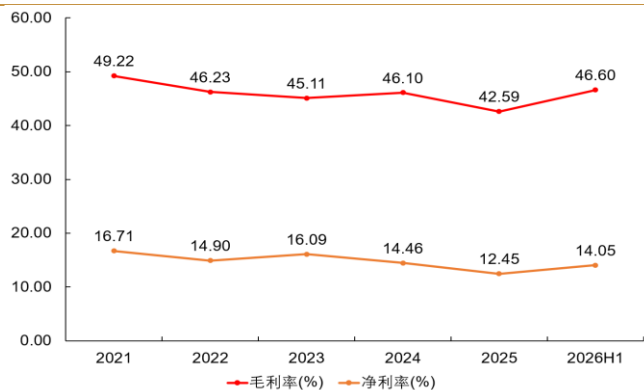
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2026H1 公司归母净利润增速显著改善



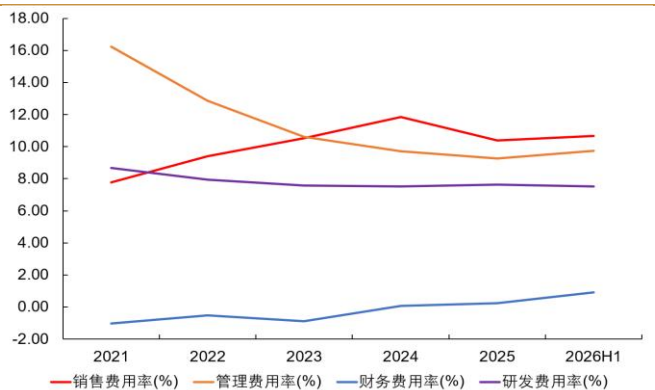
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2026H1 公司毛利率及净利率同步修复



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2026H1 公司期间费用率整体保持稳定

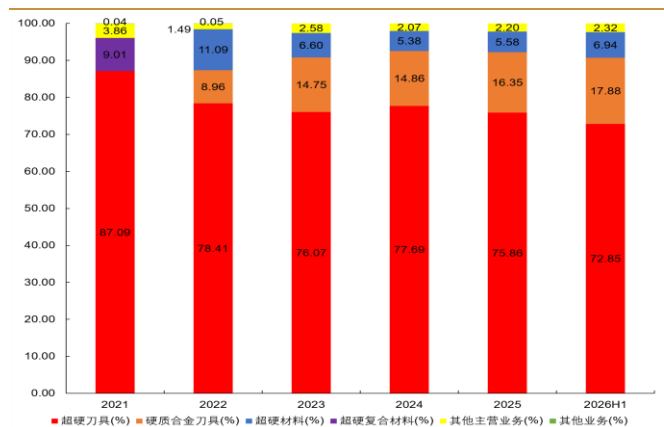


数据来源：Wind，西南证券整理

超硬刀具稳居公司核心业务，硬质合金刀具占比持续提升，产品结构进一步多元化。分产品来看，2022-2025 年公司超硬刀具收入占比始终维持在 75% 以上，2025 年实现收入 5.72 亿元，同比增长 8.45%，收入占比为 75.86%，仍为公司最主要的收入来源；硬质合金刀具业务近年来增长较快，收入占比由 2022 年的 8.96% 持续提升至 2025 年的 16.35%，2025 年实现收入 1.23 亿元，同比增长 22.25%。2026H1 公司超硬刀具实现收入 3.04 亿元，同比增长 15.45%，收入占比为 72.85%，仍为最主要的收入来源；硬质合金刀具实现收入 0.75 亿元，同比增长 55.62%，收入占比进一步提升至 17.88%，其中硬质合金数控刀片项目实现扭亏为盈；同期超硬材料实现收入 0.29 亿元，占比 6.94%，其他产品实现收入 0.10 亿元，占比 2.32%。整体来看，公司在保持超硬刀具核心优势的同时，硬质合金刀具及金刚石功能材料等产品贡献逐步提升，收入结构趋于多元化。

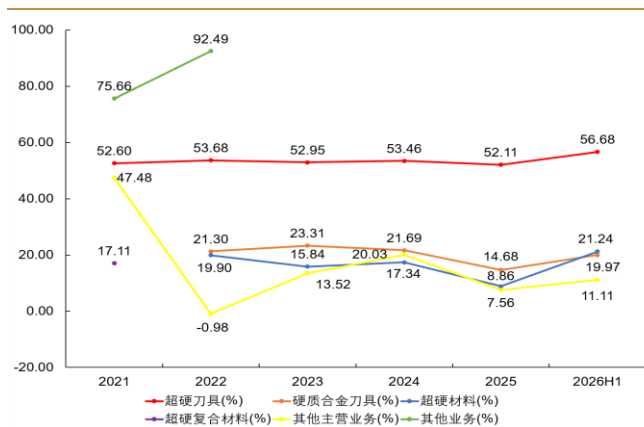
超硬刀具盈利能力进一步提升，超硬材料毛利率显著修复。2022—2025 年公司超硬刀具毛利率整体维持在 52%-54% 的较高水平，2025 年为 52.11%，核心业务盈利能力保持相对稳定。相比之下，硬质合金刀具毛利率由 2023 年的 23.31% 下降至 2025 年的 14.68%，超硬材料毛利率由 2024 年的 17.34% 下降至 2025 年的 8.86%，主要受到钨等原材料价格上涨及部分下游市场竞争加剧等因素影响；其他业务 2025 年毛利率约 7.56%。2026H1 分产品盈利能力总体改善，其中超硬刀具毛利率提升至 56.68%，核心业务盈利优势进一步强化；硬质合金刀具毛利率为 19.97%，较 2025 年全年水平明显回升；超硬材料毛利率大幅提升至 21.24%，较 2025 年明显修复，反映金刚石功能材料等产品逐步放量后产品结构及盈利质量改善；其他产品毛利率亦回升至 11.11%。

图 7：硬质合金刀具收入占比持续提升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2026H1 公司主要产品毛利率普遍改善



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：

超硬刀具业务：考虑公司超硬刀具受益于新能源装备、通用机械、智能机器人等领域持续拓展，预计 2026-2028 年销量增速大致为 11%、12%、13%，对应销量分别为 424.66、475.62、537.45 万件；考虑产品结构升级带来的价格优势，预计 ASP 分别为 149.5、150.5、151.5 元/件。综合产品增长及结构优化，预计 2026-2028 年超硬刀具业务毛利率分别为 57.0%、57.5%、58.0%。

硬质合金刀具业务：考虑公司硬质合金刀具产能释放及市场拓展，预计 2026-2028 年销量增速大致为 35%、33%、31%，对应销量分别为 918.65、1221.80、1600.56 万件，考虑规模化放量及产品结构变化，预计 ASP 分别为 18.0、17.5、17.0 元/件；随着数控刀片实现扭亏、产能利用率及经营效率提升，预计同期毛利率分别为 20.0%、21.5%、23.0%。

超硬材料业务：考虑声学振膜持续放量、散热材料逐步进入产业化以及后续产能建设，预计 2026-2028 年超硬材料业务收入同比增长 52.0%、52.5%、53.0%；随着高附加值功能材料占比提升及规模效应逐步释放，预计毛利率分别为 22.0%、23.0%、25.0%。

其他主营业务：考虑公司产品矩阵持续拓展以及配套业务随主营业务规模同步增长，预计 2026-2028 年其他主营业务收入同比增长 40.0%、39.5%、39.0%；预计毛利率分别为 12.0%、13.0%、15.0%。

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：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	753.7	887.5	1059.6	1280.7
	YoY	11.1%	17.7%	19.4%	20.9%
	营业成本	432.7	475.6	575.4	701.8
	毛利率	42.6%	46.4%	45.7%	45.2%
超硬刀具	营业收入	571.7	634.9	715.8	814.2
	YoY	8.5%	11.0%	12.7%	13.8%
	营业成本	273.8	273.0	304.2	342.0
	毛利率	52.1%	57.0%	57.5%	58.0%
硬质合金刀具	营业收入	123.3	165.4	213.8	272.1
	YoY	22.2%	34.2%	29.3%	27.3%
	营业成本	105.2	132.3	167.8	209.5
	毛利率	14.7%	20.0%	21.5%	23.0%
超硬材料	营业收入	42.1	64.0	97.6	149.3
	YoY	15.3%	52.0%	52.5%	53.0%
	营业成本	38.4	49.9	75.1	112.0
	毛利率	8.9%	22.0%	23.0%	25.0%
其他主营业务	营业收入	16.6	23.3	32.4	45.1

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
	YoY	18.4%	40.0%	39.5%	39.0%
	营业成本	15.4	20.5	28.2	38.3
	毛利率	7.6%	12.0%	13.0%	15.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 8.87/10.60/12.81 亿元，归母净利润分别为 1.38/1.71/2.32 亿元，EPS 分别为 0.91/1.14/1.54 元，对应 2026 年 8 月 28 日收盘价 93.3 元的 PE 分别为 102/82/61 倍。我们选取鼎泰高科、四方达作为可比公司，2 家可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 117 倍、65 倍、44 倍。考虑公司刀具主业稳健增长，金刚石微钻、声学振膜及散热材料等新业务成长性较强，给予公司 2026 年 115 倍 PE，对应目标价 104.65 元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
301377.SZ	鼎泰高科	406.38	1.06	3.12	5.82	9.01	131.52	130.30	69.87	45.13
300179.SZ	四方达	36.28	0.19	0.35	0.60	0.86	78.81	104.34	60.39	42.28
平均值							105.17	117.32	65.13	43.71

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

原材料价格波动及进口原材料受限风险。公司刀具生产所需主要原材料包括 PCD 复合片、PCBN 复合片、钨钢棒材、碳化钨粉、钴粉等，相关原材料采购成本占产品成本比重较高。若钨、钴等原材料价格持续上涨，或运输成本出现较大波动，将推升公司生产成本并对毛利率造成压力。此外，公司 PCD 复合片、PCBN 复合片等原材料部分依赖进口，若受地缘政治、贸易政策等因素影响出现供应受限，可能对公司产品生产及经营业绩产生不利影响。

市场竞争加剧风险。刀具行业市场化程度较高，国际竞争较为充分，山特维克、肯纳金属等海外龙头在国内高端刀具市场仍占据较大份额，同时国内刀具企业持续向中高端市场渗透。若公司未来不能持续推进技术创新、产品迭代和市场拓展，或产品品质及服务能力不能保持竞争优势，则可能面临市场份额下降、产品价格承压等风险，进而对公司盈利能力产生不利影响。

下游需求及宏观经济波动风险。公司产品广泛应用于 3C、汽车、风电、轨道交通、通用机械等领域，经营情况与下游制造业景气度具有一定相关性。若未来国内外宏观经济增长放缓、消费电子及制造业投资需求下降，或相关产业政策发生不利变化，可能导致下游客户需求及订单减少，进而对公司收入增长和经营业绩造成不利影响。

新产品产业化及募投项目实施不及预期风险。公司正重点推进金刚石微钻、CVD 钻石声学振膜、金刚石散热衬底等新业务，并拟通过定增募集资金建设金刚石微钻及金刚石功能部件产业化项目。若新产品研发验证、客户导入、市场需求拓展或项目建设进度不及预期，可能导致新增产能消化及投资收益低于预期，对公司未来业绩增长产生不利影响。

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	753.70	887.46	1059.64	1280.71	净利润	93.84	137.79	171.36	231.80
营业成本	432.70	475.65	575.42	701.78	折旧与摊销	112.52	124.98	141.33	165.28
营业税金及附加	9.12	7.10	8.48	10.25	财务费用	1.72	3.99	3.18	1.28
销售费用	78.20	88.75	100.67	102.46	资产减值损失	-15.97	-16.00	-13.00	-10.00
管理费用	127.29	141.99	167.42	195.95	经营营运资本变动	-33.50	-19.78	0.56	-1.73
财务费用	1.72	3.99	3.18	1.28	其他	20.40	25.33	19.93	11.30
资产减值损失	-15.97	-16.00	-13.00	-10.00	经营活动现金流净额	179.00	256.32	323.36	397.93
投资收益	-0.51	0.00	0.00	0.00	资本支出	-7.27	-280.00	-250.00	-230.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-93.66	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-100.93	-280.00	-250.00	-230.00
营业利润	104.88	153.98	191.48	259.00	短期借款	39.16	-51.26	18.38	-46.76
其他非经营损益	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	长期借款	-9.89	0.00	0.00	0.00
利润总额	104.82	153.92	191.42	258.94	股权融资	-19.36	0.00	0.00	0.00
所得税	10.99	16.13	20.06	27.14	支付股利	-51.35	-48.94	-71.35	-88.73
净利润	93.84	137.79	171.36	231.80	其他	-34.47	-35.43	-3.18	-1.28
少数股东损益	-0.67	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-75.92	-135.63	-56.15	-136.77
归属母公司股东净利润	94.51	137.79	171.36	231.80	现金流量净额	1.60	-159.30	17.22	31.16
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	248.05	88.75	105.96	137.12	成长能力				
应收和预付款项	260.94	277.35	299.24	323.08	销售收入增长率	11.08%	17.75%	19.40%	20.86%
存货	294.62	354.54	387.32	441.25	营业利润增长率	-7.83%	46.82%	24.35%	35.26%
其他流动资产	53.37	29.76	41.05	48.67	净利润增长率	-4.37%	46.84%	24.36%	35.27%
长期股权投资	20.50	20.50	20.50	20.50	EBITDA 增长率	2.84%	29.14%	18.74%	26.66%
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	933.37	1099.60	1219.48	1295.42	毛利率	42.59%	46.40%	45.70%	45.20%
无形资产和开发支出	462.18	452.28	442.38	432.48	三费率	27.49%	26.45%	25.60%	23.40%
其他非流动资产	47.70	46.39	45.08	43.76	净利率	12.45%	15.53%	16.17%	18.10%
资产总计	2320.73	2369.17	2561.01	2742.28	ROE	4.73%	6.65%	7.89%	10.01%
短期借款	79.63	28.37	46.76	0.00	ROA	4.04%	5.82%	6.69%	8.45%
应付和预收款项	137.71	173.58	234.30	302.13	ROIC	5.17%	7.23%	8.27%	10.54%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.07%	31.88%	31.71%	33.23%
其他负债	118.74	94.37	107.10	124.23	营运能力				
负债合计	336.09	296.32	388.16	426.36	总资产周转率	0.33	0.38	0.43	0.48
股本	150.95	150.95	150.95	150.95	固定资产周转率	0.88	1.01	1.10	1.14
资本公积	1404.15	1404.15	1404.15	1404.15	应收账款周转率	3.48	3.80	4.37	4.90
留存收益	429.67	518.53	618.54	761.61	存货周转率	1.32	1.30	1.38	1.51
归属母公司股东权益	1985.42	2073.62	2173.63	2316.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.08%	—	—	—
少数股东权益	-0.78	-0.78	-0.78	-0.78	资本结构				
股东权益合计	1984.64	2072.84	2172.85	2315.92	资产负债率	14.48%	12.51%	15.16%	15.55%
负债和股东权益合计	2320.73	2369.17	2561.01	2742.28	带息债务/总负债	23.69%	9.58%	12.05%	0.00%
					流动比率	3.12	3.19	2.55	2.60
					速动比率	2.04	1.68	1.36	1.39
					股利支付率	54.34%	35.52%	41.64%	38.28%
					每股指标				
					每股收益	0.63	0.91	1.14	1.54
					每股净资产	13.15	13.74	14.40	15.35
					每股经营现金	1.19	1.70	2.14	2.64
					每股股利	0.34	0.32	0.47	0.59
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	219.12	282.96	335.99	425.55					
PE	149.02	102.21	82.19	60.76					
PB	7.09	6.79	6.48	6.08					
PS	18.69	15.87	13.29	11.00					
EV/EBITDA	63.49	49.44	41.64	32.69					
股息率	0.36%	0.35%	0.51%	0.63%					

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	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@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
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn