

需求回暖驱动增长，业绩进一步提速

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年半年报，2026H1 公司实现营业收入 20.05 亿元，同比增长 20.55%；归母净利润 2.83 亿元，同比增长 19.38%。2026Q2 实现营业收入 11.9 亿元，同比增长 28.9%；归母净利润 1.72 亿元，同比增长 24.25%。在高端机床下游需求修复、国产替代持续推进以及宁波高端数控机床智能化生产基地逐步投产的带动下，公司收入与利润增速均较 Q1 提速。
- **主营机床毛利率总体稳定，汇兑损失扰动财务费用。**2026H1 公司综合毛利率为 25.78%，同比下降 0.35pp；其中机床销售毛利率为 25.55%，同比基本保持稳定。费用端，销售费用率为 4.60%，管理费用率为 1.52%，研发费用率为 4.20%，管理及研发费用率合计为 5.72%；财务费用率为 0.51%，同比增长 1.07pp，主要系汇兑损益由上年同期收益转为损失所致。与此同时，2026H1 公司其他收益达到 0.63 亿元，其中增值税加计抵减及增值税即征即退对利润形成一定增厚，因此 H1 归母净利润同比增长 19.38%，而扣非归母净利润同比增长 3.31%。
- **海外布局持续推进，新产品与新增产能打开中长期增长空间。**公司持续推进海外市场拓展，全球化营销与服务体系逐步完善。产品端，公司持续开发五轴联动加工设备、模具加工设备及数控立车等高端产品，并通过技术平台整合、产品迭代和零部件通用化提升生产效率、优化成本结构；制造端，宁波高端数控机床智能化生产基地逐步投入生产，月度产量及产能利用率稳步提升，有望为后续规模增长和产品结构升级提供支撑。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 37.64/42.21/47.35 亿元，同比增长 11.8%/12.1%/12.2%；对应 PE 分别为 22/19/17 倍。考虑公司成长性相对更为稳健，作为国内高端数控金属切削机床领先企业，龙门加工中心优势稳固，宁波高端数控机床智能化生产基地逐步释放产能，同时海外业务持续拓展，中长期成长逻辑清晰，给予公司 2026 年 28 倍 PE，目标价 27.44 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济及机床下游需求恢复不及预期风险；机床行业竞争加剧风险；高端机床产品验证及国产替代进度不及预期风险；宁波及海外产能爬坡不及预期风险；海外贸易政策、地缘政治及汇率波动风险；原材料价格波动风险；工业母机税收优惠政策变化风险等。

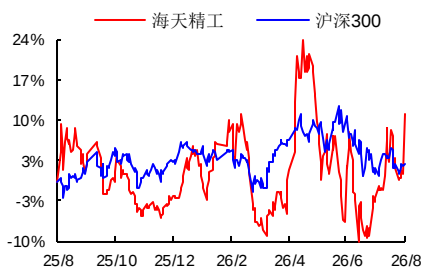
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3367.92	3764.13	4221.46	4735.07
增长率	0.48%	11.76%	12.15%	12.17%
归属母公司净利润（百万元）	428.99	509.00	591.34	657.43
增长率	-17.97%	18.65%	16.18%	11.18%
每股收益 EPS（元）	0.82	0.98	1.13	1.26
净资产收益率 ROE	14.56%	15.47%	15.97%	15.83%
PE	27	22	19	17
PB	3.88	3.48	3.09	2.76

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

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.22
流通 A 股(亿股)	5.22
52 周内股价区间(元)	17.75-24.34
总市值(亿元)	114.37
总资产(亿元)	57.53
每股净资产(元)	5.89

相关研究

目 录

1 高端数控机床领先企业，海外布局驱动长期成长	1
1.1 创始家族深度控股，管理层根基稳固	1
1.2 全系列数控机床产品矩阵，精准覆盖多元应用场景	2
1.3 需求回暖推动增长，Q2 业绩进一步提速	4
2 盈利预测与估值	6
3 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司历史沿革.....	1
图 2：公司股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）	2
图 3：2021-2026H1 公司营业总收入.....	5
图 4：2021-2026H1 公司归母净利润.....	5
图 5：2021-2025 公司分产品收入占比.....	5
图 6：2021-2025 公司分地区收入占比.....	5
图 7：2021-2026H1 公司毛利率和净利率情况	6
图 8：公司期间费用率情况	6

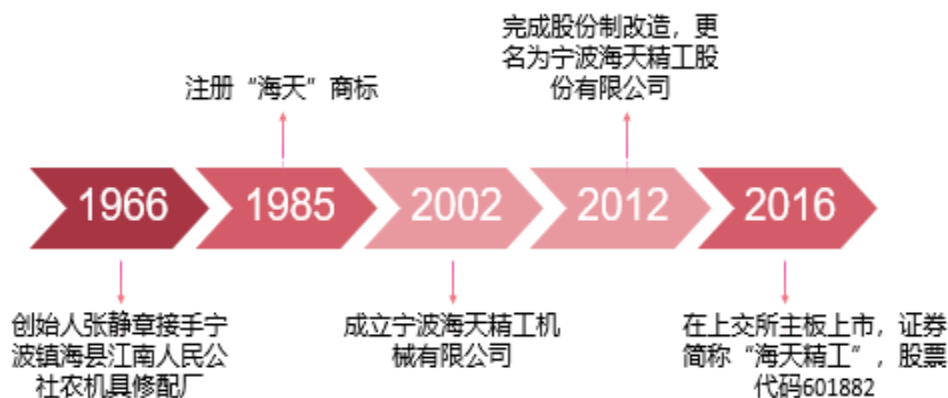
表 目 录

表 1：公司主要产品类型.....	2
表 2：分产品收入及毛利率	7
表 3：可比公司估值.....	8
附表：财务预测与估值	9

1 高端数控机床领先企业，海外布局驱动长期成长

公司是国内高端数控金属切削机床领域的领先企业，控股股东为宁波海天股份有限公司，公司与海天国际等企业同属海天体系，由创始人张静章家族控股。公司自成立以来致力于高端数控金属切削机床的研发、生产和销售，主要产品包括数控龙门加工中心、数控卧式加工中心、数控立式加工中心、数控车床等。公司定位于高端数控机床，通过定制化设计、规模化生产、全方位服务逐步实现进口替代，产品销售模式为直销与经销相结合，生产模式以“以销定产”为主。公司在数控机床研发领域已经有二十余年的经验积累。作为创新型企业，公司取得了 192 项专利，并与国内科研院校合作开发了多项技术，已经成为国内领先的数控机床研发、生产企业。公司通过加强国内外市场的开拓和管理能力，加强销售团队组织建设，聚焦重点客户，整合成立交付与服务中心，强化区域服务，加快全球市场营销布局。

图 1：公司历史沿革

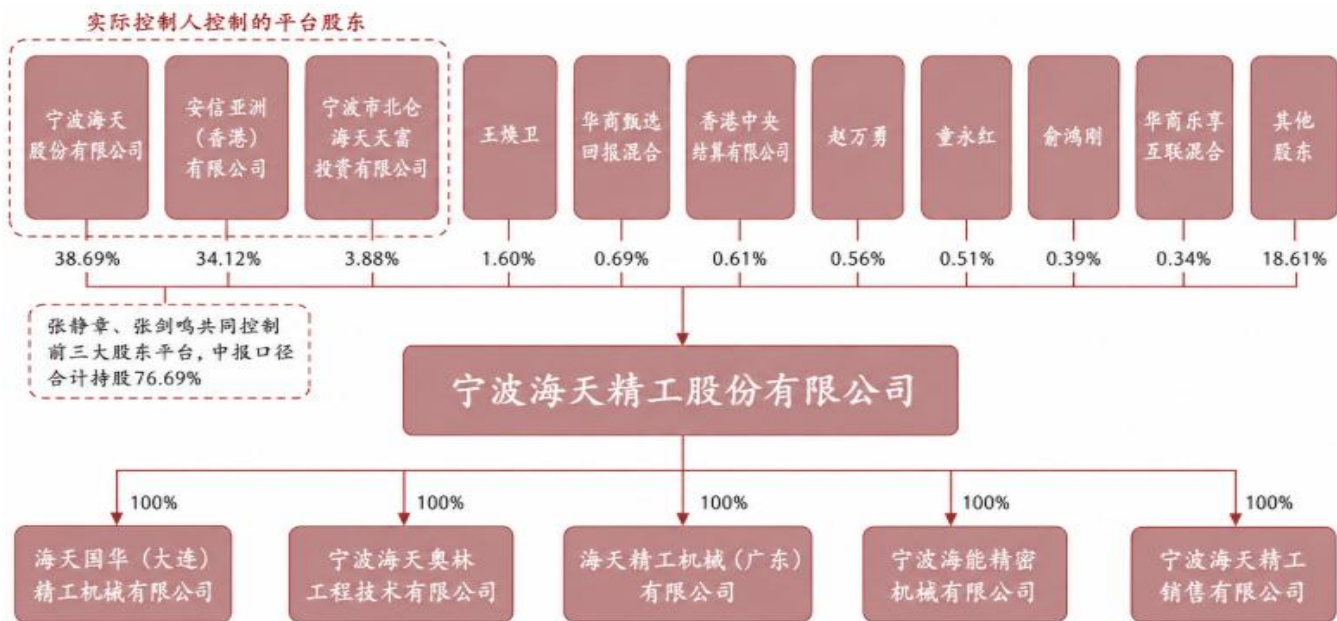


数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

1.1 创始家族深度控股，管理层根基稳固

公司股权结构相对集中，实际控制人为张静章、张剑鸣父子。主要股东包括：宁波海天股份有限公司（持股 38.69%）、安信亚洲（香港）有限公司（持股 34.12%）、宁波市北仑海天天富投资有限公司（持股 3.88%）等。张静章、张剑鸣通过海天股份、安信香港、海天天富共同控制公司约 76.69% 的股权。实控人之一的张剑鸣同时持有海天天富第一大股权并担任执行董事。二人通过上述多层投票权委托安排实现对公司的有效控制，管理层长期稳定。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）



数据来源：iFinD，西南证券整理

1.2 全系列数控机床产品矩阵，精准覆盖多元应用场景

公司围绕高端数控金属切削机床持续完善产品布局，目前已经形成以数控龙门加工中心、数控立式加工中心和数控卧式加工中心为核心，同时覆盖数控卧式车床、数控立式车床以及数控落地式镗铣加工中心等产品的较完整产品矩阵。其中，数控龙门加工中心可覆盖铣削、镗削、钻削、攻螺纹等多种加工功能，部分产品具备四轴、五轴联动加工能力，是公司长期收入规模最大的核心产品。数控卧式加工中心适用于箱体类和复杂零件的多工序加工，并可扩展五轴转台及 FMS 柔性加工单元；数控立式加工中心则主要面向模具、盘类和中小型复杂零件等高效率加工场景。公司近年来持续开发五轴联动加工设备、模具加工设备及数控立车等高附加值产品，同时通过产品平台化、零部件通用化和生产装配效率提升进一步优化成本结构。

表 1：公司主要产品类型

产品类型	主要产品	图例	产品结构及特性
数控龙门加工中心	定梁龙门加工中心系列		产品结构：本系列机床为工作台移动或龙门框架移动式龙门加工中心。 产品功能定制选择：可选配多种自动或手动附件铣头，同时可选配立卧伺服刀库、自动伺服头库对附件头进行自动更换及刀具自动更换。

产品类型	主要产品	图例	产品结构及特性
	横梁升降五面加工中心系列		产品技术特点：机床具备铣削、镗削、钻削（钻、扩、铰）、攻螺纹、铰削等多种加工功能。零件一次装夹可同时完成零件多个面上的孔系、平面及曲面的加工，实现连续自动加工，提高工作效率。部分有四轴、五轴联动加工功能
	动柱动梁五面加工中心系列		
	五轴联动龙门高速加工中心系列		
数控卧式加工中心	重切高精型卧式加工中心系列		产品结构：本系列机床设计为 T 型床身，正挂箱式主轴箱结构。产品功能定制选择：可选配多种数量不同的刀库，增选五轴转台等，也可组合成 FMS 柔性加工单元。产品技术特点：既可加工较大零件，又可分度回转加工，适合于零件多工作面的铣、钻、镗、铰、攻丝、两维、三维曲面等多工序加工，具有在一次装夹中完成箱体孔系和平面加工的良好性能，还特别适合于箱体孔的调头镗孔加工。
	高速卧式加工中心系列		
数控卧式车床	数控卧式车床系列		产品结构：全系斜床身，标配全功能数控系统。产品定制功能选择：自动棒料输送机、自动接料装置，多台连线自动加工等。产品技术特点：具有结构合理，刚性强，技术领先，车削质量稳定，性能可靠，加工精度高，加工效率高等特点，能自动完成内外圆，圆锥面，端面，螺纹等的粗精加工。其中车削中心系列车床可在零件一次装夹后，完成多工序加工，如车削、铣削、钻孔、攻丝等

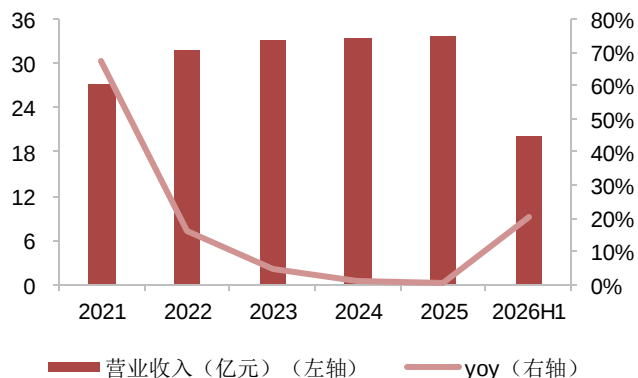
产品类型	主要产品	图例	产品结构及特性
数控立式加工中心	数控立式加工中心系列		产品结构:数控立式加工中心是单立柱固定,工作台移动式结构。多台连线自动加工等。 产品定制功能选择:可选配双交换,可扩展增加 A 轴转台, B 轴转台, A/B 复合式转台。 产品技术特点:适合于小型零件的高速高效加工,典型应用如模具、盘类、小型箱体类复杂零件的高速大批量精密加工
数控落地式镗铣加工中心	数控落地镗铣床系列		产品结构:机床有 X 轴、Y 轴、Z 轴、W 轴,并可扩展 B 轴及 U 轴功能。产品定制功能选择:可选配垂直铣头、万能铣头、伸长铣头、平旋盘等多种特殊附件,能够进一步的扩大机床使用范围。产品技术特点:能实现多轴控制,任意四轴联动功能。大型工件一次装夹后可完成钻孔、扩孔、镗孔、切沟槽、平面铣削加工以及三维曲面及内外螺纹的镗削或铣削,可有效缩短辅助时间,实现一次装夹,多工序加工
数控立式车床(车铣磨中心)	数控立式车床(车铣磨中心)系列		产品结构:龙门框架结构,底座上旋转工作台。产品定制功能选择:可配置铣削滑枕,磨床专用磨头,双滑枕等。产品技术特点:具有结构合理、基础刚性强、加工精度高、质量稳定、性能可靠、加工效率高等特点,在零件一次装夹后,实现车削、铣削、钻孔、磨削、攻丝功能的各序加工。

数据来源:招股说明书,公司官网,西南证券整理

1.3 需求回暖推动增长, Q2 业绩进一步提速

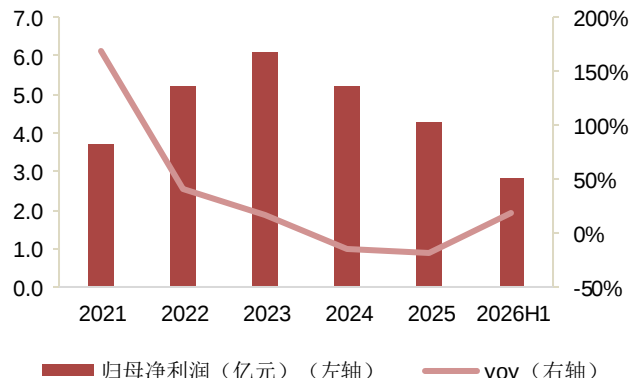
2026H1 收入与归母利润重新提速,扣非利润 Q2 改善明显。公司 2021-2026H1 期间实现营业收入 27.30/31.77/33.23/33.52/33.68/20.05 亿元,同比变化 67.31%/16.37%/4.59%/0.85%/0.48%/20.55%;实现归母净利润 3.71/5.21/6.09/5.23/4.29/2.83 亿元,同比变化 168.46%/40.31%/17.00%/-14.12%/-17.97%/19.38%。2026H1 公司实现营业收入 20.05 亿元,同比增长 20.55%;归母净利润 2.83 亿元,同比增长 19.38%。2026Q2 实现营业收入 11.90 亿元,同比增长 28.90%;归母净利润 1.72 亿元,同比增长 24.25%;得益于上半年新兴产业快速发展及国产化替代加速带动国内高端机床装备需求,公司加快提升产品性能、扩充产品谱系,同时宁波高端数控机床智能化生产基地逐步投入生产,月度产量和产能利用率稳步提升。

图 3：2021-2026H1 公司营业总收入



数据来源：iFinD，西南证券整理

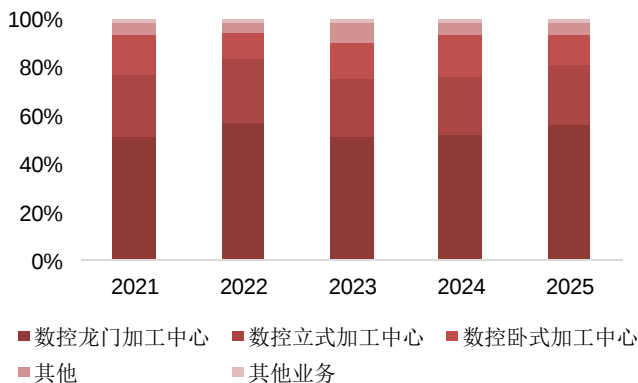
图 4：2021-2026H1 公司归母净利润



数据来源：iFinD，西南证券整理

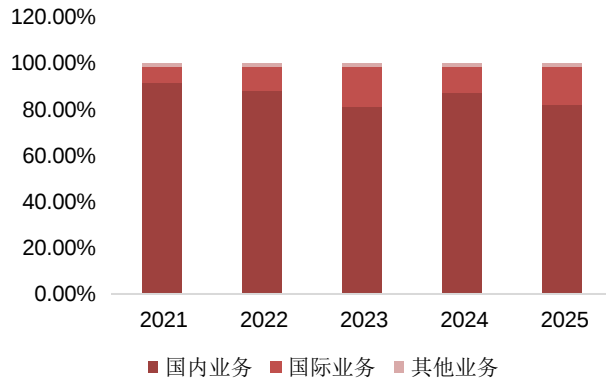
龙门加工中心长期为第一大产品，立式和卧式加工中心构成重要补充。分产品看，2021-2025 年期间，数控龙门加工中心分别实现收入 13.99/18.16/17.02/17.55/18.95 亿元，同比变化 51.94%/29.85%/-6.29%/3.12%/7.95%，收入占比分别约 51.23%/57.17%/51.22%/52.36%/56.25%；数控立式加工中心分别实现收入 7.12/8.36/7.92/7.93/8.41 亿元，同比变化 86.25%/17.53%/-5.34%/0.15%/6.07%，收入占比分别约 26.07%/26.33%/23.83%/23.66%/24.98%；数控卧式加工中心分别实现收入 4.39/3.32/4.92/5.73/4.00 亿元，同比变化 142.80%/-24.40%/48.30%/16.45%/-30.25%，收入占比分别约 16.09%/10.45%/14.82%/17.11%/11.88%。2025 年龙门/立式加工中心收入分别增长 7.95%/6.07%，卧式加工中心受产品销售变化影响收入减少 30.25%；龙门加工中心仍是第一大产品。2026H1 机床销售实现收入 19.73 亿元，同比增长 20.69%，占营业收入 98.40%，毛利率 25.55%；配件及其他实现收入 0.19 亿元。分地区看，2021-2025 年海外收入分别为 1.90/3.37/5.94/3.72/5.58 亿元，2022-2025 年同比变化 77.66%/76.06%/-37.41%/50.01%；2025 年国内/海外分别实现收入 27.44/5.58 亿元，同比变化 -5.94%/50.01%，海外收入占主营业务收入 16.89%左右，德国、塞尔维亚等海外子公司已纳入公司全球化业务布局，海外渠道和服务能力持续完善，公司国际化业务有望成为中长期的重要增量来源。

图 5：2021-2025 公司分产品收入占比



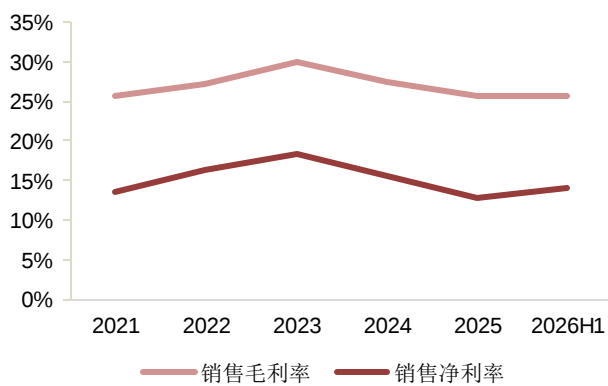
数据来源：iFinD，西南证券整理

图 6：2021-2025 公司分地区收入占比

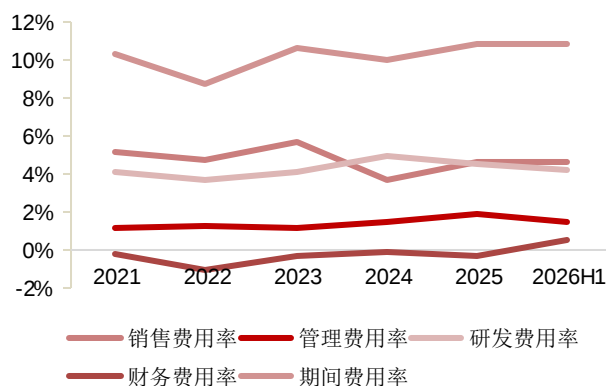


数据来源：iFinD，西南证券整理

主营机床毛利率保持基本稳定，汇兑损益是费用端最大变化。2026H1 公司综合毛利率 25.78%，同比减少 0.35pp；机床销售毛利率 25.55%，较上年同期主营业务毛利率约 25.80% 基本稳定。费用率方面，销售费用率 4.60%，同比增加 0.20pp；管理费用率 1.52%，同比减少 0.05pp；研发费用率 4.20%，同比减少 0.52pp；财务费用率 0.51%，同比增加 1.07pp。销售/管理/研发费用绝对额分别同比增长 25.92%/16.79%/7.31%，其中研发投入全部费用化；收入增速高于管理及研发费用增速，使对应费用率有所下降。财务费用由上年同期-0.09 亿元转为 0.10 亿元，其中汇兑损益由上年同期收益 244.57 万元转为损失 1678.22 万元，是财务费用变化的主要来源。与此同时，其他收益同比增长 187.83%至 0.63 亿元，其中增值税加计抵减 0.43 亿元、增值税即征即退 0.13 亿元，对归母净利润形成增厚，也使 2026H1 归母净利润增长 19.38%而扣非归母净利润仅增长 3.31%。

图 7：2021-2026H1 公司毛利率和净利率情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 8：公司期间费用率情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

2 盈利预测与估值

假设 1：数控龙门加工中心长期为公司第一大产品，2025 年实现收入 18.95 亿元，同比增长 7.95%。考虑高端机床需求逐步回暖、国产替代持续推进、宁波基地逐步释放产能，以及公司海外客户拓展持续推进，预计 2026-2028 年数控龙门加工中心收入分别为 21.22/23.76/26.62 亿元，同比增长 12.0%/12.0%/12.0%；毛利率维持在 27.6%左右。

假设 2：数控立式加工中心应用场景广泛，在通用加工、模具加工等领域具备较强需求基础。伴随制造业需求修复以及公司产品竞争力持续提升，预计 2026-2028 年数控立式加工中心收入分别为 9.42/10.55/11.82 亿元，同比增长 12.0%/12.0%/12.0%；毛利率分别为 21.0%/21.5%/22.0%。

假设 3：2025 年公司数控卧式加工中心收入同比下降 30.25%，基数相对较低。考虑下游需求恢复、高端卧式产品放量以及低基数效应，预计 2026-2028 年数控卧式加工中心收入分别为 4.48/5.15/5.93 亿元，同比增长 12.0%/15.0%/15.0%；毛利率分别为 29.7%/30.0%/30.2%。

假设 4：对于数控车床、落地式镗铣加工中心、立式车床等其他产品，预计 2026-2028 年收入分别为 1.83/2.01/2.22 亿元，同比增长 10.0%/10.0%/10.0%；毛利率分别为 20.0%/20.5%/21.0%。

假设 5: 考虑配件及其他业务收入规模相对稳定, 预计 2026-2028 年其他业务收入分别为 0.69/0.73/0.78 亿元, 同比增长 5.0%/6.0%/6.0%; 毛利率分别为 25.0%/26.0%/27.0%。

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
其他	收入	166.4	183	201.4	221.5
	增速	-0.90%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	134.1	146.4	160.1	175
	毛利率	19.40%	20.00%	20.50%	21.00%
其他业务	收入	65.8	69.1	73.2	77.6
	增速	5.60%	5.00%	6.00%	6.00%
	成本	46.3	51.8	54.2	56.7
	毛利率	29.70%	25.00%	26.00%	27.00%
数控立式加工中心	收入	841.1	942.1	1055.1	1181.7
	增速	6.10%	12.00%	12.00%	12.00%
	成本	668.7	744.2	828.3	921.8
	毛利率	20.50%	21.00%	21.50%	22.00%
数控龙门加工中心	收入	1894.6	2121.9	2376.5	2661.7
	增速	7.90%	12.00%	12.00%	12.00%
	成本	1372.3	1536.3	1720.6	1927.1
	毛利率	27.60%	27.60%	27.60%	27.60%
数控卧式加工中心	收入	400	448	515.2	592.5
	增速	-30.30%	12.00%	15.00%	15.00%
	成本	281	314.9	360.6	413.5
	毛利率	29.70%	29.70%	30.00%	30.20%
合计	收入	3367.9	3764.1	4221.5	4735.1
	增速	0.50%	11.80%	12.10%	12.20%
	成本	2502.5	2793.7	3123.8	3494.1
	毛利率	25.70%	25.80%	26.00%	26.20%

数据来源: Wind, 西南证券

基于上述假设, 我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 37.64/42.21/47.35 亿元, 同比增长 11.8%/12.1%/12.2%; 营业成本分别为 27.94/31.24/34.94 亿元, 综合毛利率分别为 25.8%/26.0%/26.2%。其中, 数控龙门加工中心仍将是公司最核心的收入来源, 立式与卧式加工中心贡献持续提升, 其他机床产品及配件业务保持稳健增长。伴随产能利用率提升、产品结构优化以及海外业务拓展, 公司盈利能力有望保持稳中有升。

我们根据公司销售的主要产品选取了同属高端数控机床及工业母机产业链的纽威数控、科德数控、创世纪等公司作为可比公司。从 PE 的角度看，2026-2028 年，可比公司平均估值为 41/30/24 倍。

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 (倍)			
				2025E/A	2026E	2027E	2028E	2025E/A	2026E	2027E	2028E
688697.SH	纽威数控	99.82	15.59	0.67	0.59	0.74	0.89	23.12	26.46	21.04	17.61
688305.SH	科德数控	77.68	58.60	0.67	0.99	1.26	1.54	92.7	59.48	46.48	38.08
300083.SZ	创世纪	233.99	13.76	0.09	0.39	0.6	0.88	107.04	35.44	23.13	15.58
平均值								74.29	40.46	30.22	23.76
601882.SH	海天精工	114.37	21.91	0.82	0.98	1.13	1.26	26.66	22.47	19.34	17.40

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2026 年 8 月 31 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，海天精工来自西南证券盈利预测。

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 37.64/42.21/47.35 亿元，同比增长 11.8%/12.1%/12.2%；归母净利润分别为 5.09/5.91/6.57 亿元，对应 PE 分别为 22/19/17 倍。考虑科德数控等高成长标的估值水平较高，而海天精工 2026-2028 年预计归母净利润增速分别为 18.7%/16.2%/11.2%，成长性相对更为稳健，因此我们不直接采用可比公司平均估值。公司作为国内高端数控金属切削机床领先企业，龙门加工中心竞争优势突出，新增产能释放及海外市场拓展有望支撑中长期成长，给予公司 2026 年 28 倍 PE，目标价 27.44 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3 风险提示

宏观经济及机床下游需求恢复不及预期风险；机床行业竞争加剧风险；高端机床产品验证及国产替代进度不及预期风险；宁波及海外产能爬坡不及预期风险；海外贸易政策、地缘政治及汇率波动风险；原材料价格波动风险；工业母机税收优惠政策变化风险等。

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	3367.92	3764.13	4221.46	4735.07	净利润	429.81	509.00	591.34	657.43
营业成本	2502.46	2793.71	3123.81	3494.05	折旧与摊销	83.10	139.86	153.92	170.29
营业税金及附加	31.95	30.76	35.11	39.94	财务费用	-8.73	13.89	8.66	6.55
销售费用	157.10	173.15	189.97	208.34	资产减值损失	-60.20	65.00	60.00	60.00
管理费用（含研发费用）	218.00	220.20	242.73	267.53	经营营运资本变动	98.67	-244.20	-177.59	-152.18
财务费用	-8.73	13.89	8.66	6.55	其他	50.20	-78.30	-52.93	-59.00
资产减值损失	-60.20	65.00	60.00	60.00	经营活动现金流净额	592.84	405.26	583.41	683.08
投资收益	4.56	4.50	5.00	5.50	资本支出	-182.38	-250.00	-220.00	-180.00
公允价值变动损益	3.27	2.35	2.81	2.58	其他	-332.38	254.38	57.81	63.08
其他经营损益	0.00	70.00	70.00	50.00	投资活动现金流净额	-514.77	4.38	-162.19	-116.92
营业利润	447.37	544.26	639.00	716.74	短期借款	54.42	5.58	0.00	0.00
其他非经营损益	24.67	24.00	19.00	14.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	472.03	568.26	658.00	730.74	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	42.22	59.26	66.66	73.31	支付股利	-156.60	-150.15	-178.15	-206.97
净利润	429.81	509.00	591.34	657.43	其他	-33.15	-33.56	-8.66	-6.55
少数股东损益	0.83	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-135.33	-178.12	-186.81	-213.52
归属母公司股东净利润	428.99	509.00	591.34	657.43	现金流量净额	-57.56	231.52	234.40	352.64
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	718.30	949.82	1184.23	1536.87	成长能力				
应收和预付款项	687.59	727.59	835.47	927.93	销售收入增长率	0.48%	11.76%	12.15%	12.17%
存货	1510.89	1695.82	1909.81	2147.71	营业利润增长率	-20.23%	21.66%	17.41%	12.17%
其他流动资产	1140.72	1027.83	1022.08	1017.31	净利润增长率	-17.82%	18.42%	16.18%	11.18%
长期股权投资	15.86	15.86	15.86	15.86	EBITDA 增长率	-16.73%	33.79%	14.84%	11.48%
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	941.87	1063.51	1141.09	1162.30	毛利率	25.70%	25.78%	26.00%	26.21%
无形资产和开发支出	229.06	217.63	206.21	194.79	三费率	6.33%	10.82%	10.46%	10.19%
其他非流动资产	113.23	128.15	133.07	133.00	净利率	12.76%	13.52%	14.01%	13.88%
资产总计	5357.52	5826.21	6447.81	7135.77	ROE	14.56%	15.47%	15.97%	15.83%
短期借款	54.42	60.00	60.00	60.00	ROA	8.02%	8.74%	9.17%	9.21%
应付和预收款项	1191.73	1262.42	1414.95	1593.77	ROIC	20.61%	23.15%	23.31%	23.78%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.49%	18.54%	18.99%	18.87%
其他负债	1159.80	1213.24	1269.12	1327.80	营运能力				
负债合计	2405.95	2535.66	2744.08	2981.57	总资产周转率	0.67	0.67	0.69	0.70
股本	522.00	522.00	522.00	522.00	固定资产周转率	4.74	4.57	4.65	4.68
资本公积	290.41	290.41	290.41	290.41	应收账款周转率	5.68	5.86	5.91	5.89
留存收益	2115.60	2474.45	2887.65	3338.11	存货周转率	1.58	1.64	1.64	1.64
归属母公司股东权益	2947.89	3286.87	3700.06	4150.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.08%	—	—	—
少数股东权益	3.68	3.68	3.68	3.68	资本结构				
股东权益合计	2951.57	3290.54	3703.74	4154.20	资产负债率	44.91%	43.52%	42.56%	41.78%
负债和股东权益合计	5357.52	5826.21	6447.81	7135.77	带息债务/总负债	2.26%	2.37%	2.19%	2.01%
					流动比率	1.76	1.80	1.87	1.95
					速动比率	1.10	1.11	1.15	1.21
					股利支付率	36.50%	29.50%	30.13%	31.48%
					每股指标				
					每股收益	0.82	0.98	1.13	1.26
					每股净资产	5.65	6.30	7.09	7.95
					每股经营现金	1.14	0.78	1.12	1.31
					每股股利	0.30	0.29	0.34	0.40
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	521.73	698.02	801.58	893.58					
PE	26.66	22.47	19.34	17.40					
PB	3.88	3.48	3.09	2.76					
PS	3.40	3.04	2.71	2.42					
EV/EBITDA	19.40	14.57	12.45	10.83					
股息率	1.37%	1.31%	1.56%	1.81%					

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