

## 26H1 主业筑底企稳，工业 AI 规模化放量

### 投资要点

- 业绩总结：传统业务短期承压，费用与补贴扰动压制利润。**2026H1 公司实现营业收入 36.35 亿元（同比-5.10%），归母净利润 1.55 亿元（同比-56.20%），扣非归母净利润 1.03 亿元（同比-64.47%），基本 EPS 0.20 元。利润承压主要来自：下游资本开支放缓导致毛利减少；工业 AI 方向加大研发与海外高层次人才引进；软件退税及政府补助同比下降；股权激励费用提升。Q2 营收 21.29 亿元（环比+41.3%），毛利率约 32.1%（环比+1.2pp），显示订单与确认节奏仍有韧性。经营现金流净额-7.15 亿元，主因项目回款与备货节奏；公司拟每 10 股派现 1 元（含税），分红比例较高。
- 工业 AI（TPT）进入“点→线”复制期，收入高增、商业模式向订阅升级。**2026H1 工业 AI 收入 3.85 亿元，同比增幅超 400%，Q2 单季约 2.0 亿元创历史新高。技术体系上，TPT（时序预训练大模型）具备 SCOPE（模拟/控制/优化/预测/评估）能力，充当工厂“智慧大脑”；UCS（通用控制系统）以软件定义控制内核，作为 AOP（自主运行工厂）执行中枢。标杆已在氯碱、炼化乙烯/催化裂化、MDI 等核心装置落地并横向复制，业务由单点 PoC 走向同行业/同集团规模推广。公司推进 MaaS/RaaS 价值订阅，配套 FDE 现场部署与行业训练营，交付与工程能力构成与纯算法公司的差异化壁垒。
- DCS 国产替代与订单回正筑底传统基本盘，政策与设备更新打开存量空间。**国产 DCS 整体市占已超六成，公司 DCS 国内份额约 45.1%、连续多年位居前列，化工/石化等高端场景优势突出；SIS 等安全系统亦保持领先。传统自动化新签订单已回到同比增长通道，煤化工等景气赛道份额进一步提升。外资系在华份额趋势性收缩，叠加“人工智能+”、设备更新与老旧装置 DCS 改造需求，控制系统入口有望持续转化为工业 AI 数据与场景入口。S2B 与运维服务提供耗材/备件与后市场粘性。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年归母净利润为 6.93/8.96/11.08 亿元，EPS 0.88/1.13/1.40 元，对应 PE 为 104/80/65 倍。考虑到工业 AI 规模复制带来的收入结构与估值锚点切换，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示：**下游资本开支与项目验收不及预期、工业 AI 复制与订阅转化慢于预期、高研发与激励费用压制盈利等风险。

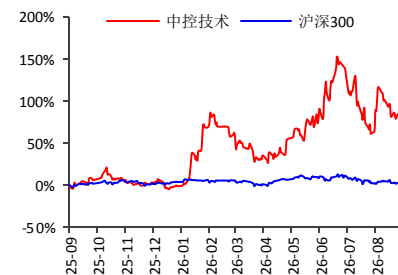
| 指标/年度         | 2025A  | 2026E | 2027E  | 2028E  |
|---------------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 8,073  | 9,135 | 10,762 | 12,918 |
| 增长率           | -11.7% | 13.2% | 17.8%  | 20.0%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 441    | 693   | 896    | 1108   |
| 增长率           | -60.5% | 56.9% | 29.3%  | 23.7%  |
| 每股收益 EPS（元）   | 0.56   | 0.88  | 1.13   | 1.40   |
| 净资产收益率 ROE    | 4.5%   | 6.7%  | 8.5%   | 10.0%  |
| PE            | 163    | 104   | 80     | 65     |
| PB            | 7.19   | 6.79  | 6.67   | 6.36   |

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：王梓溢  
执业证号：S1250525050003  
电话：021-58351893  
邮箱：wzyi@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：Wind

### 基础数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 总股本(亿股)      | 7.91         |
| 流通 A 股(亿股)   | 7.87         |
| 52 周内股价区间(元) | 46.58-129.99 |
| 总市值(亿元)      | 719          |
| 总资产(亿元)      | 179.62       |
| 每股净资产(元)     | 12.65        |

### 相关研究

## 目 录

|                                        |          |
|----------------------------------------|----------|
| <b>1 中控技术：流程工业自动化龙头，工业 AI 打开第二成长曲线</b> | <b>1</b> |
| 1.1 产品矩阵：DCS 底座+TPT/UCS/AOP 工业 AI 体系   | 1        |
| 1.2 财务回顾：2022-2025 年高增后进入结构调整          | 3        |
| <b>2 盈利预测与估值</b>                       | <b>4</b> |
| 2.1 盈利预测                               | 4        |
| 2.2 相对估值                               | 5        |
| <b>3 风险提示</b>                          | <b>5</b> |

## 图 目 录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图 1：中控技术产品矩阵和应用场景.....               | 1 |
| 图 2：中控技术“Plantbot”AI+机器人融合应用架构图..... | 2 |
| 图 3：营业收入（百万元）和同比增速.....              | 3 |
| 图 4：归母净利润（百万元）和同比增速.....             | 3 |
| 图 5：各项费用率.....                       | 3 |
| 图 6：公司毛利率、净利率.....                   | 3 |

## 表 目 录

|                        |   |
|------------------------|---|
| 表 1：公司分业务收入及毛利率预测..... | 4 |
| 表 2：可比公司估值.....        | 5 |
| 附表：财务预测与估值.....        | 6 |

# 1 中控技术：流程工业自动化龙头，工业 AI 打开第二成长曲线

## 1.1 产品矩阵：DCS 底座+TPT/UCS/AOP 工业 AI 体系

流程工业自动化龙头，加速向“工业数据+时序大模型+自主运行”平台升级。中控技术（688777.SH）长期聚焦流程工业智能制造，形成以集散控制系统（DCS）/安全仪表系统（SIS）等自动化控制系统为底座，覆盖工业软件、仪器仪表、S2B 工业物料与备件平台及运维服务的综合解决方案能力。公司累计服务工厂约数万家、交付控制系统规模领先，在化工、石化等行业市占率优势显著，并已形成“A 股+海外上市平台”的国际化资本架构，为全球项目交付与工业 AI 拓展提供品牌与资金支撑。2026H1 分业务看：工业自动化及智能制造解决方案约 20.01 亿元、工业软件约 4.75 亿元、仪器仪表约 4.57 亿元、S2B 平台约 4.09 亿元、运维服务约 2.72 亿元；工业 AI 口径收入 3.85 亿元，成为最重要的结构增量。

**产品矩阵一：**控制系统与工程入口。DCS 产品覆盖大型高端 ECS-700 系列、高可靠横装 ECS-700neo 以及面向中小装置的 JX 系列等，满足全冗余、多现场总线接入与异构系统集成需求；SIS 等安全产品强化高危流程场景卡位。控制系统一旦装机，即构成生产实时数据与联锁控制入口，更换成本高、生命周期长，为后续先进控制、优化软件及工业 AI 提供排他性数据与工程通道。公司在煤化工等细分赛道市占率高，并持续获得大型炼化、煤制油气化工等项目，订单结构正由“新建为主”更多转向“改造+智能化+低碳安全”的高质量资本开支。

图 1：中控技术产品矩阵和应用场景



数据来源：2026 年半年报，西南证券整理

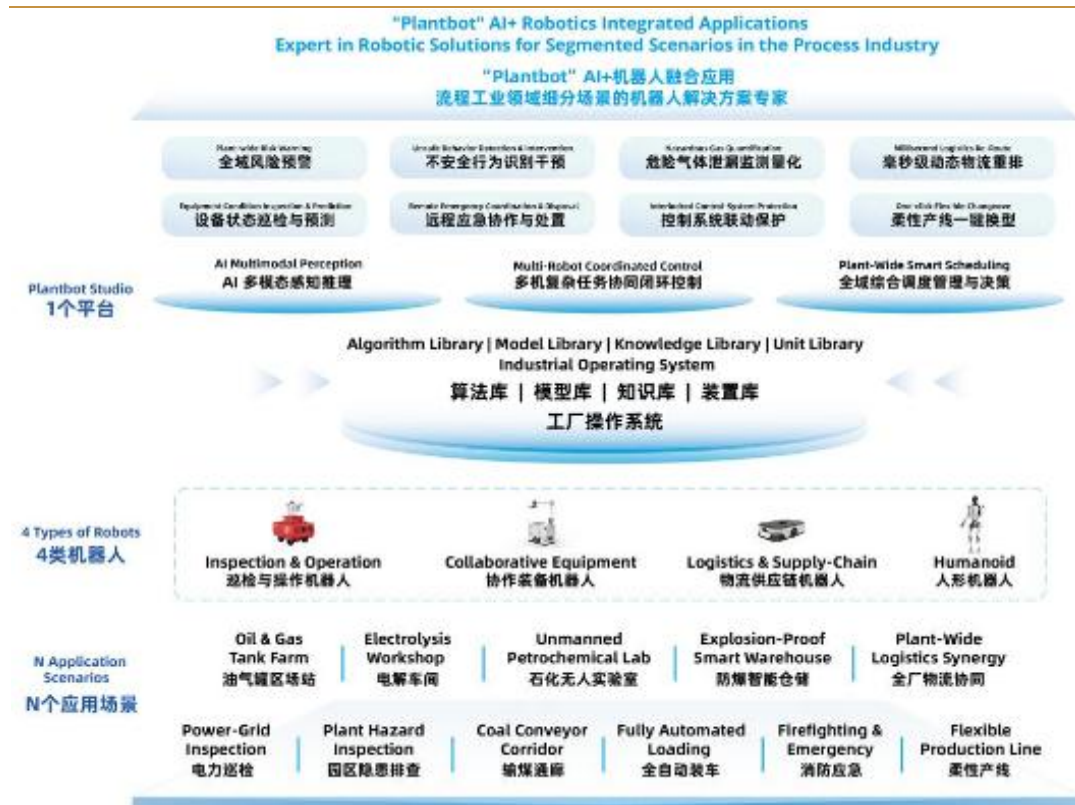
**产品矩阵二：**TPT/UCS/AOP 工业 AI 体系（规范术语）。TPT（Time-series Pre-trained Transformer）为面向流程工业的时序预训练大模型，基于混合专家等架构，处理温度、压力、流量、液位等实时时序数据，形成模拟（S）、控制（C）、优化（O）、预测（P）、评估

（E）的 SCOPE 能力闭环，定位工厂“智慧大脑”。UCS（Universal Control System）为新一代通用控制系统，强调软件定义控制与更少控制器对数即可完成原有复杂运算，构成“强韧神经中枢”。AOP（Autonomous Operating Plant）自主运行工厂以 TPT 为决策、UCS 为执行，实现“识别—评估—决策—执行”闭环，推动流程工业由“自动控制”迈向“自主运行”。公司工业 AI 路径明确为“点—线—面”：标杆装置打透后，在同行业/同集团横向复制，再拓展全厂级与多行业“面”的爆发。

**落地与商业化：**标杆效益兑现，组织与交付能力匹配规模化。工业 AI 已在氯碱全流程自主运行、炼化催化裂化/乙烯、MDI 等高价装置形成可量化效益案例，并拓展至油气、医药、食品、建材、冶金等多行业场景。商业模式正从一次性买断更多转向模型即服务（MaaS）与结果即服务（RaaS）订阅，有利于提升收入可预测性、降低对纯新建 CAPEX 的依赖。为支撑复制，公司扩充 FDE（现场部署工程师）队伍并建立培训认证，组建面向高价值客户的专项销售组织，推动内部组织扁平化与“AI 原生”协作。壁垒本质是“装机数据入口+工艺/工程 know-how+复合型 FDE 交付”，而非单点算法；这也是通用大模型厂商难以短平快替代的关键。

**产业链位置：**上连仪表、网络、算力与算法生态，下接石化、化工、油气、电力、制药等流程工业客户及工程公司/设计院伙伴。中游以控制系统+工业软件+AI 为枢纽，向下通过 S2B 与运维延伸至备件消耗与长尾服务，提高客户生命周期价值。对外，大型国际油化客户调研与海外样板推进，有望打开高附加值外部市场；对内，政策对智能工厂、设备更新与 AI 普及率的引导，强化存量改造与智能体应用渗透。整体看，公司正从“自动化份额龙头”切换为“工业 AI 时代的控制与数据平台型公司”。

图 2：中控技术“Plantbot” AI+机器人融合应用架构图



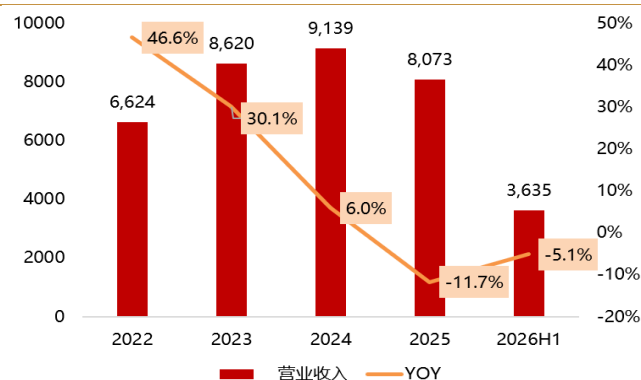
数据来源：2026 年半年报，西南证券整理

## 1.2 财务回顾：2022-2025 年高增后进入结构调整

2022-2025 年营业收入分别为 66.24/86.20/91.39/80.73 亿元，前三年高增后 2025 年同比约 -11.7%，反映流程工业资本开支与项目节奏放缓；归母净利润分别为 7.98/11.02/11.17/4.41 亿元，2025 年盈利显著回落。毛利率由 2022 年约 35.7%波动下行至 2025 年约 31.2%，与项目结构、竞争及高毛利软件/服务占比变化有关。期间费用中研发保持高强度投入，以支撑控制系统迭代与工业 AI 能力建设；销售费用随市场拓展与组织变革有所抬升。2025 年盈利低基数叠加上游需求疲弱，使 2026 年更需观察“订单回正→收入确认→费用杠杆”的传导时滞。

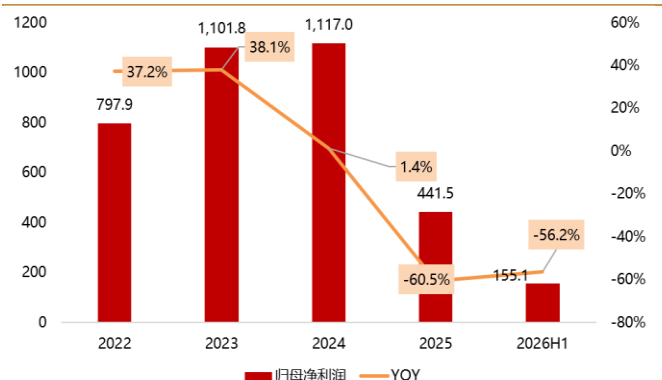
2026H1 验证了“收入仍承压、结构亮点突出”的过渡特征：营收 36.35 亿元（-5.10%），归母 1.55 亿元（-56.20%），扣非 1.03 亿元（-64.47%），综合毛利率 31.67%（同比-1.29pp）；期间费用率约 30.40%（同比+5.95pp），其中销售/管理/研发费用率约 11.5%/5.9%/13.1%，研发投入约 4.77 亿元，同比继续增长。利润端拖累既有毛利减少，也有补贴退坡与股份支付等非经营/准经营因素。现金流方面，经营现金流净额-7.15 亿元，需持续跟踪回款、合同负债与项目交付节奏。积极信号在于：传统自动化新签订单同比转正并延续；工业 AI 收入 3.85 亿元、Q2 单季约 2 亿元，成为中报最大亮点。整体判断：公司处于“传统自动化筑底修复+工业 AI 高投入放量”的结构切换期，评估框架应同时跟踪订单/份额、AI 收入确认与订阅转化、费用率三件套。

图 3：营业收入（百万元）和同比增速



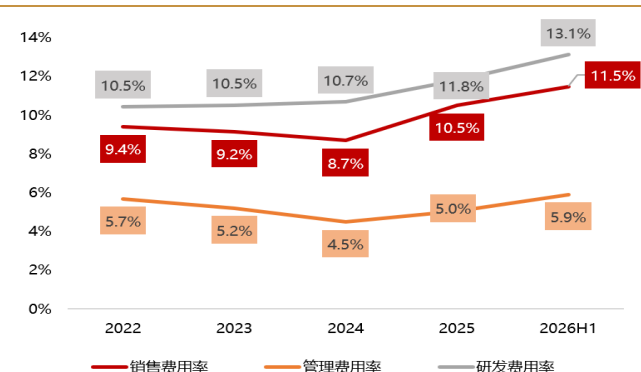
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：归母净利润（百万元）和同比增速



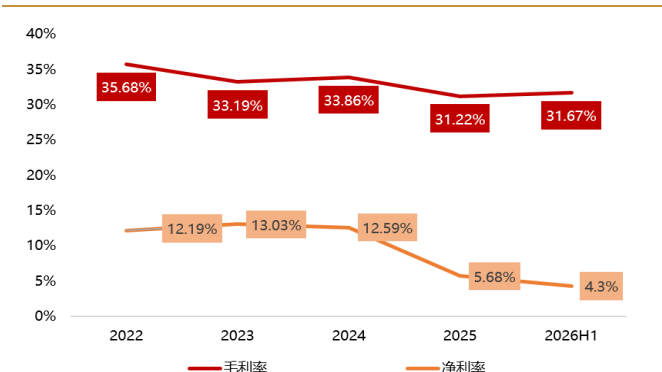
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：各项费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司毛利率、净利率



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：

1) **智能制造解决方案**：该板块作为公司传统核心业务及收入基本盘，在流程工业自动化改造需求稳步释放的驱动下保持稳健增长。预计 2026-2028 年收入增速分别为 12.0%/12.0%/12.0%。

2) **工业软件及服务**：该板块作为公司核心增长引擎，受益于“AI+机器人”战略落地、Plantbot 平台推广及流程工业数字化需求爆发，是收入弹性的主要来源。根据公司 2026 年半年报，2026H1 工业 AI 业务实现收入 3.85 亿元，同比增幅超 229%。展望未来，随着工业 AI 商业化进程加速及客户渗透率持续提升，预计 2026-2028 年该板块将维持 65.0%/60.0%/50.0%的较高增速。

3) **自动化仪表**：作为公司传统优势业务，产品谱系持续完善，但受市场竞争加剧及价格压力影响，收入预计短期承压，2026-2028 年增速分别为-15.0%/-10.0%/-5.0%，降幅逐年收窄，毛利率保持平稳。

4) **S2B 平台业务**：该板块基于“5S 店+PlantMate”一站式服务平台模式，受业务模式调整及线上交易活跃度波动影响，2026 年收入预计小幅下滑，2027-2028 年恢复温和增长，增速分别为-1.0%/2.0%/2.0%，平台规模效应有望逐步显现。

5) **运维服务**：该板块目前收入体量相对较小，但受益于存量项目基数扩大及工业 AI 订阅服务需求释放，是公司重要增长引擎，预计 2026-2028 年维持高速增长，增速分别为 60.0%/55.0%/50.0%。

6) **其他业务**：该板块主要包括非核心业务及偶发性收入，体量极小且具备一定波动性，2026 年预计下滑-20.0%，2027-2028 年恢复 5.0%的温和增长。

7) **整体业务结构优化与毛利率提升**：随着高毛利的“工业软件及服务”业务收入占比从 2024 年的较低水平大幅提升至 2028 年的较高水平，叠加智能制造解决方案毛利率随大型项目交付效率提升而改善，公司整体收入结构显著优化。受此结构性因素驱动，叠加规模效应带来的成本摊薄，预计公司 2026-2028 年综合毛利率将稳步修复并提升，分别达到 32.1%/32.6%/33.2%，盈利能力持续改善。

基于以上假设，预测公司 2026-2028 年份业务收入成本如下表：

**表 1：公司分业务收入及毛利率预测**

| 业务板块     |       | 2024A    | 2025A    | 2026E    | 2027E     | 2028E     |
|----------|-------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 合计       | 收入    | 9,138.51 | 8,072.58 | 9,134.93 | 10,762.02 | 12,918.02 |
|          | YoY   | 6.0%     | -11.7%   | 13.2%    | 17.8%     | 20.0%     |
|          | 综合毛利率 | 33.2%    | 32.1%    | 32.1%    | 32.6%     | 33.2%     |
| 智能制造解决方案 | 收入    | 5,642.67 | 4,527.17 | 5,070.43 | 5,678.88  | 6,360.34  |
|          | YoY   | 13.9%    | -19.8%   | 12.0%    | 12.0%     | 12.0%     |
| 工业软件及服务  | 收入    | 743.20   | 715.11   | 1,179.93 | 1,887.89  | 2,831.84  |
|          | YoY   | 5.8%     | -3.8%    | 65.0%    | 60.0%     | 50.0%     |

| 业务板块     |     | 2024A    | 2025A    | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|----------|-----|----------|----------|----------|----------|----------|
| 自动化仪表    | 收入  | 643.00   | 1,251.73 | 1,063.97 | 957.57   | 909.69   |
|          | YoY | 3.5%     | 94.7%    | -15.0%   | -10.0%   | -5.0%    |
| S2B 平台业务 | 收入  | 1,622.07 | 1,054.60 | 1,044.06 | 1,064.94 | 1,086.24 |
|          | YoY | -14.5%   | -35.0%   | -1.0%    | 2.0%     | 2.0%     |
| 运维服务     | 收入  | 424.09   | 446.71   | 714.74   | 1,107.84 | 1,661.77 |
|          | YoY | 51.7%    | 5.3%     | 60.0%    | 55.0%    | 50.0%    |
| 其他业务     | 收入  | 63.48    | 77.26    | 61.81    | 64.90    | 68.14    |
|          | YoY | -61.2%   | 21.7%    | -20.0%   | 5.0%     | 5.0%     |

数据来源：Wind，西南证券

## 2.2 相对估值

中控技术《2026 年限制性股票激励计划（草案）》明确将“工业 AI 业务收入”作为独立考核指标，2026-2028 年目标值分别为 10/25/50 亿元，触发值分别为 8/15/30 亿元。按目标值计算，三年复合增速超 120%。因此，我们选取工业 AI 和工业软件的主流公司华大九天/中望软件/索辰科技/能科科技作为可比公司，2026-2028 年可比公司平均 PE 为 165/113/85 倍。预计公司 2026-2028 年归母净利润为 6.93/8.96/11.08 亿元，EPS 0.88/1.13/1.40 元，对应 PE 为 104/80/65 倍。考虑到工业 AI 规模复制带来的收入结构与估值锚点切换，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值

| 证券代码      | 可比公司 | 股价（元）  | EPS（元） |      |      | PE（倍） |     |     |
|-----------|------|--------|--------|------|------|-------|-----|-----|
|           |      |        | 26E    | 27E  | 28E  | 26E   | 27E | 28E |
| 301269.SZ | 华大九天 | 94.09  | 0.30   | 0.44 | 0.58 | 310   | 213 | 162 |
| 688083.SH | 中望软件 | 51.56  | 0.41   | 0.64 | 0.89 | 127   | 80  | 58  |
| 688507.SH | 索辰科技 | 147.20 | 0.80   | 1.16 | 1.56 | 184   | 127 | 94  |
| 603859.SH | 能科科技 | 37.85  | 1.00   | 1.22 | 1.46 | 38    | 31  | 26  |
| 平均值       |      |        |        |      |      | 165   | 113 | 85  |
| 688777.SH | 中控技术 | 90.88  | 0.88   | 1.13 | 1.40 | 104   | 80  | 65  |

数据来源：Wind，西南证券整理

## 3 风险提示

- 下游流程工业资本开支、项目开工与竣工验收不及预期，导致传统自动化收入与现金流修复慢于预期的风险。
- 工业 AI 从标杆到规模化复制过程中，交付能力、FDE 供给、客户培训与订阅制转化可能低于预期，收入确认节奏波动的风险。
- 研发、高端人才与股权激励费用维持高位；若收入弹性不足，将持续压制净利率。市场竞争、价格战及补贴/退税政策变化亦可能影响盈利等风险。

**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           | 8,072.58         | 9,134.93         | 10,762.02        | 12,918.02        | 净利润               | 458.31         | 714.05         | 923.92         | 1,140.72       |
| 营业成本           | 5,552.64         | 6,203.79         | 7,254.45         | 8,631.52         | 折旧与摊销             | 148.44         | 84.76          | 84.76          | 84.76          |
| 营业税金及附加        | 59.40            | 61.97            | 71.55            | 84.16            | 财务费用              | -28.40         | -87.43         | -118.43        | -89.27         |
| 销售费用           | 849.73           | 913.48           | 1,054.66         | 1,253.28         | 资产减值损失            | -51.71         | -51.71         | -51.71         | -51.71         |
| 管理费用           | 407.09           | 453.75           | 529.23           | 628.90           | 经营营运资本变动          | -402.53        | -792.64        | -839.84        | -774.35        |
| 财务费用           | -28.40           | -87.43           | -118.43          | -89.27           | 其他                | 253.14         | -73.24         | 76.27          | 195.14         |
| 资产减值损失         | -51.71           | -51.71           | -51.71           | -51.71           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>377.24</b>  | <b>-206.22</b> | <b>74.96</b>   | <b>505.28</b>  |
| 投资收益           | 141.82           | 141.82           | 143.24           | 144.67           | 资本支出              | -23.06         | 0.83           | 0.81           | 0.79           |
| 公允价值变动损益       | -0.65            | 0.05             | 0.10             | -0.17            | 其他                | 339.59         | -346.64        | -429.53        | -528.91        |
| 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>316.54</b>  | <b>-345.81</b> | <b>-428.72</b> | <b>-528.12</b> |
| <b>营业利润</b>    | <b>501.64</b>    | <b>778.12</b>    | <b>1,005.46</b>  | <b>1,240.94</b>  | 短期借款              | 642.10         | 47.74          | 50.13          | 52.63          |
| 其他非经营损益        | -4.15            | -3.02            | -2.55            | -2.69            | 长期借款              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>    | <b>497.50</b>    | <b>775.10</b>    | <b>1,002.92</b>  | <b>1,238.25</b>  | 股权融资              | 143.56         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税            | 39.19            | 61.05            | 79.00            | 97.53            | 支付股利              | -557.86        | -88.30         | -138.53        | -179.17        |
| 净利润            | 458.31           | 714.05           | 923.92           | 1,140.72         | 其他                | -795.72        | 114.89         | 124.69         | 94.21          |
| 少数股东损益         | 16.83            | 16.83            | 16.83            | 16.83            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-567.92</b> | <b>74.33</b>   | <b>36.29</b>   | <b>-32.33</b>  |
| 归属母公司股东净利润     | 441.48           | 692.64           | 895.87           | 1,108.37         | <b>现金流量净额</b>     | <b>78.98</b>   | <b>-477.70</b> | <b>-317.46</b> | <b>-55.17</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           | 3,559.26         | 3,988.64         | 3,716.53         | 3,708.98         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项        | 5,123.37         | 5,576.79         | 6,473.52         | 7,641.95         | 销售收入增长率           | -11.66%        | 13.16%         | 17.81%         | 20.03%         |
| 存货             | 3,178.61         | 3,380.39         | 3,925.44         | 4,554.52         | 营业利润增长率           | -58.20%        | 55.11%         | 29.22%         | 23.42%         |
| 其他流动资产         | 3,044.73         | 3,196.97         | 3,356.81         | 3,524.66         | 净利润增长率            | -60.17%        | 55.80%         | 29.39%         | 23.47%         |
| 长期股权投资         | 1,756.29         | 1,756.29         | 1,756.29         | 1,756.29         | EBITDA 增长率        | -47.20%        | 24.73%         | 25.32%         | 27.23%         |
| 投资性房地产         | 56.34            | 56.34            | 56.34            | 56.34            | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程      | 800.35           | 748.72           | 698.87           | 649.48           | 毛利率               | 31.22%         | 32.09%         | 32.59%         | 33.18%         |
| 无形资产和开发支出      | 296.85           | 274.84           | 252.84           | 230.83           | 三费率               | 15.22%         | 14.01%         | 13.62%         | 13.88%         |
| 其他非流动资产        | 1,010.88         | 1,045.58         | 1,082.55         | 1,121.90         | 净利率               | 5.68%          | 7.82%          | 8.59%          | 8.83%          |
| <b>资产总计</b>    | <b>18,826.67</b> | <b>20,024.56</b> | <b>21,319.18</b> | <b>23,244.94</b> | ROE               | 4.53%          | 6.66%          | 8.46%          | 9.96%          |
| 短期借款           | 954.82           | 1,002.56         | 1,052.69         | 1,105.32         | ROA               | 2.43%          | 3.57%          | 4.33%          | 4.91%          |
| 应付和预收款项        | 5,537.53         | 5,973.70         | 6,902.28         | 8,113.32         | ROIC              | 11.53%         | 16.20%         | 18.98%         | 21.55%         |
| 长期借款           | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | EBITDA/销售收入       | 7.70%          | 8.49%          | 9.03%          | 9.57%          |
| 其他负债           | 2,221.74         | 2,332.83         | 2,449.47         | 2,571.95         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>    | <b>8,714.10</b>  | <b>9,309.09</b>  | <b>10,404.44</b> | <b>11,790.59</b> | 总资产周转率            | 0.43           | 0.47           | 0.52           | 0.58           |
| 股本             | 791.19           | 791.19           | 791.19           | 791.19           | 固定资产周转率           | 10.27          | 11.97          | 15.14          | 19.61          |
| 资本公积           | 6,372.66         | 6,372.66         | 6,372.66         | 6,372.66         | 应收账款周转率           | 1.99           | 1.99           | 2.11           | 2.17           |
| 留存收益           | 3,364.84         | 3,929.97         | 4,113.01         | 4,638.06         | 存货周转率             | 1.70           | 1.86           | 1.97           | 2.03           |
| 归属母公司股东权益      | 10,005.70        | 10,591.76        | 10,774.20        | 11,296.99        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 74.21%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益         | 106.87           | 123.70           | 140.54           | 157.37           | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b>  | <b>10,112.57</b> | <b>10,715.47</b> | <b>10,914.73</b> | <b>11,454.35</b> | 资产负债率             | 46.29%         | 46.49%         | 48.80%         | 50.72%         |
| 负债和股东权益合计      | 18,826.67        | 20,024.56        | 21,319.18        | 23,244.94        | 带息债务/总负债          | 10.96%         | 10.77%         | 10.12%         | 9.37%          |
|                |                  |                  |                  |                  | 流动比率              | 1.74           | 1.76           | 1.70           | 1.67           |
|                |                  |                  |                  |                  | 速动比率              | 1.37           | 1.39           | 1.32           | 1.28           |
|                |                  |                  |                  |                  | 股利支付率             | 126.36%        | 51.40%         | 57.29%         | 64.26%         |
| <b>业绩和估值指标</b> | <b>2025A</b>     | <b>2026E</b>     | <b>2027E</b>     | <b>2028E</b>     | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
| EBITDA         | 621.68           | 775.45           | 971.79           | 1236.42          | 每股收益              | 0.56           | 0.88           | 1.13           | 1.40           |
| PE             | 162.87           | 103.81           | 80.26            | 64.87            | 每股净资产             | 12.65          | 13.39          | 13.62          | 14.28          |
| PB             | 7.19             | 6.79             | 6.67             | 6.36             | 每股经营现金            | 0.48           | -0.26          | 0.09           | 0.64           |
| PS             | 8.91             | 7.87             | 6.68             | 5.57             | 每股股利              | 0.71           | 0.11           | 0.18           | 0.23           |
| EV/EBITDA      | 106.89           | 85.09            | 68.13            | 53.52            |                   |                |                |                |                |
| 股息率            | 0.78%            | 0.12%            | 0.19%            | 0.25%            |                   |                |                |                |                |

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。

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 | 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         |