

数控系统业务高增，研发加码夯实长期竞争力

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 半年报，2026H1 实现营业收入 6.50 亿元，同比增长 17.25%；归母净利润-0.91 亿元，亏损同比扩大 12.06%；2026Q2 实现营业收入 4.24 亿元，同比增长 20.62%；归母净利润-0.12 亿元，亏损同比收窄 47.52%。数控系统与机床业务保持较快增长，综合毛利率明显改善，Q2 亏损较上年同期显著收窄；高强度研发投入仍对短期利润形成压力，高档五轴及智能数控产品持续推进产业化。
- **数控主业保持较快增长，高研发投入压制短期利润释放。**2026H1 数控系统与机床业务实现收入 4.80 亿元，同比增长 32.10%，收入占比提升至 73.85%，毛利率 41.50%，同比减少 0.05pp；工业机器人及智能产线实现收入 1.27 亿元，同比减少 19.05%，收入占比降至 19.51%，毛利率 25.65%，同比增加 7.16pp。公司综合毛利率 39.81%，同比增加 4.33pp。费用端，销售费用率 11.65%，同比减少 3.14pp；管理费用率 11.00%，同比减少 1.77pp；研发费用率 36.78%，同比增加 11.81pp；财务费用率 4.05%，同比增加 0.58pp。公司按照承担的国家、地方科技项目进度增加研发投入，公司 2026H1 研发投入 2.78 亿元，同比增长 58.71%；其中费用化研发支出 2.39 亿元，同比增加约 72.7%，导致当期费用上升，从而对净利润产生影响，利润释放仍相对滞后。
- **华中 10 型智能数控系统加速迭代，AI 赋能高端数控升级。**公司持续围绕高档数控系统、五轴联动及智能数控开展技术研发，华中 10 型智能数控系统持续推进产业化应用，产品包已覆盖立式五轴、车铣复合、加工中心及各类磨床等细分装备；同期公司持续推进 NC-ONE 驱控一体高档五轴数控系统、NC-VG 高档型数控系统等新品应用，并向新能源汽车、3C 消费电子、机器人、AI 液冷等新兴场景拓展产业化应用持续推进。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年分别实现营业收入 16.40/18.31/21.14 亿元，同比增长 4.9%/11.6%/15.5%；对应 PE 分别为 122/67/43 倍。公司当前仍处于盈利低基数恢复阶段，高研发投入使 2026 年表现估值处于较高水平，高毛利核心数控业务占比提升叠加机器人业务盈利修复，推动业务结构和毛利率同比改善。中长期看，高档数控系统、AI 智能数控产品持续迭代，国产替代及新兴制造领域需求拓展有望支撑公司收入和盈利能力逐步改善。首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**宏观经济及工业母机行业需求波动风险；数控系统行业竞争加剧风险；高档数控系统及 AI 智能数控产品研发、产业化进展不及预期风险；机器人与智能产线业务恢复不及预期风险；政府补助及项目经费等其他收益波动风险；应收账款、存货及资产减值风险；原材料采购成本上升风险等。

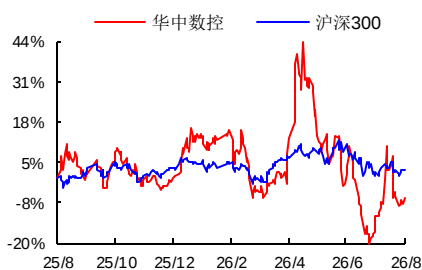
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1564.28	1640.47	1830.67	2114.11
增长率	-12.24%	4.87%	11.59%	15.48%
归属母公司净利润（百万元）	16.32	43.72	79.19	125.28
增长率	129.48%	167.87%	81.14%	58.20%
每股收益 EPS（元）	0.08	0.22	0.40	0.63
净资产收益率 ROE	0.72%	2.07%	3.98%	6.00%
PE	327	122	67	43
PB	3.31	3.23	3.10	2.92

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)	1.99
流通 A 股(亿股)	1.95
52 周内股价区间(元)	22.87-41.26
总市值(亿元)	53.43
总资产(亿元)	46.98
每股净资产(元)	7.69

相关研究

目 录

1	三十余年深耕数控系统，构筑国产高端数控核心竞争力	1
1.1	产业资本控股，产学研深度融合	1
1.2	数控系统持续智能化升级，多业务场景协同拓展	2
1.3	数控主业恢复较快增长，高研发投入延续	5
2	盈利预测与估值	7
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 5：2021-2026H1 公司分业务收入占比.....	6
图 6：2021-2025 公司分地区收入占比	6
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

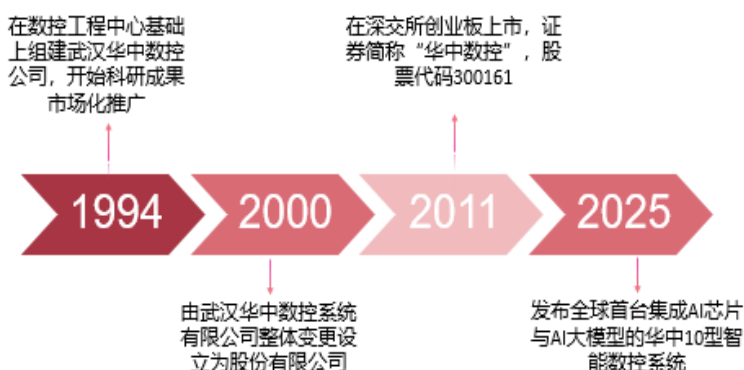
表 目 录

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

1 三十余年深耕数控系统，构筑国产高端数控核心竞争力

华中数控是国内中高档数控系统领域的创新型企业，国产数控系统行业首家上市公司。1994 年，武汉华中数控公司在华中理工大学数控工程中心基础上组建，推动相关科研成果向产业化转化；2000 年完成股份制改造，2011 年在深圳证券交易所创业板上市。经过三十余年发展，公司已经形成覆盖数控装置、伺服驱动、伺服电机及相关智能制造装备的技术与产品体系。公司以数控系统核心技术为基础，持续向高端化、智能化和产业化方向拓展。目前公司能够为数控车床、车削中心、立式及卧式加工中心、钻攻中心、各类专机及五轴机床等中高档装备提供数控系统配套，并围绕工业机器人、智能制造及职业教育等领域形成协同业务布局。依托自主数控装置、伺服驱动和伺服电机等核心部件，公司具备较完整的数控系统成套研发与产业化能力，是国产中高档数控系统领域的重要参与者。公司先后承担和完成了国家 04 重大专项、国家 863 及省部级科技攻关等课题数十项，对标国外先进的高档数控系统，攻克了数控系统体系结构、现场总线、高速高精、五轴联动等一批关键技术，成功研制了具有自主知识产权的华中 8 型高档数控系统，相关鉴定认为其功能、性能及可靠性达到国外同类系统水平，可实现进口替代。公司参与联合研制具有自主知识产权的 NCUC-Bus 现场总线技术，已获批 5 项国家标准。公司发布的集成 AI 芯片与 AI 大模型的华中 10 型智能数控系统，成功入选“2025 世界十大智能制造科技进展”。截至报告期末，公司累计获得 2000 余项专利及软件著作权。

图 1：公司历史沿革

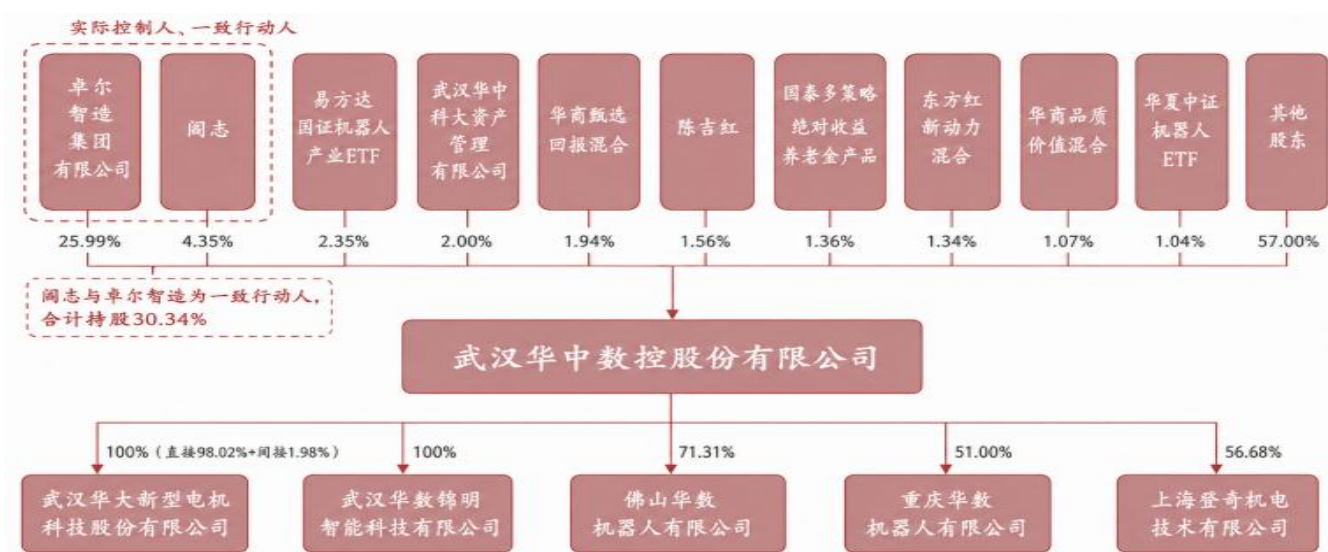


数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

1.1 产业资本控股，产学研深度融合

公司实际控制人为阎志。截至 2026 年 6 月 30 日，卓尔智造集团有限公司持有公司 25.99% 的股份，阎志直接持有公司 4.35% 的股份。阎志与卓尔智造构成一致行动关系，合计持有公司 30.34% 的股份，公司实际控制权保持稳定。武汉华中科大资产管理有限公司持股 2.00%，公司与华中科技大学仍保持深厚的产学研合作基础。数控系统由技术研发向产业化落地通常需要较长周期，高强度研发投入短期会对利润形成明显压力，因此稳定的控制权和技术路线对于企业长期竞争力尤为重要。此外，公司前十大股东中包括多只机器人产业相关 ETF 及公募基金。

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 数控系统持续智能化升级，多业务场景协同拓展

公司围绕数控系统与机床、工业机器人及智能制造、教育教学等领域开展业务，其中数控系统是公司的核心技术基础和主要收入来源。公司数控系统已形成由华中 8 型向华中 9 型、华中 10 型持续迭代的产品体系。华中 8 型主要解决中高档数控系统的自主化和产业化问题，华中 9 型进一步引入 AI 芯片、数字孪生和指令域数据应用，华中 10 型则进一步融合 AI 大模型、数理模型及数据模型。随着产品持续迭代，公司竞争维度正由传统的性能、可靠性和国产替代逐步向工艺优化、智能诊断、智能运维等更高附加值应用延伸，数控系统在整机价值链中的重要性有望进一步提升。2026 年上半年，随着 3C 电子设备迭代、新材料加工需求恢复，以及 AI 液冷、新能源零部件、低空经济等新兴产业快速发展，国产中高档数控系统下游需求持续扩张。五轴联动、车铣复合等高端装备对多轴协同、高速高精及实时控制能力要求显著高于普通数控机床，数控系统技术门槛及价值量亦相对更高。公司持续推进 NC-ONE、NC-VG 等高档数控产品，并积极进入 3C 消费电子、AI 液冷、新能源零部件、机器人、半导体及高端模具等新兴场景。我们认为，公司中长期成长空间不再完全依赖传统机床行业总量增长，而更多来自高档数控系统国产渗透率提升、业务结构优化升级以及新兴制造应用场景扩张。

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
数控系统 及配套	华中 8 型 数控系统		面向中高档数控机床的成熟数控系统平台，具备高速高精、多轴联动、多通道控制及平台化等能力，广泛应用于车、铣、加工中心、复合加工及五轴机床等设备。

产品类型	主要产品	图例	产品结构及特性
	华中 9 型 智能数控系统		将 AI 芯片与数控系统深度融合,支持指令域数据采集、数字孪生、大数据分析 with 智能算法应用,为智能机床研发和运行优化提供平台基础。 主要用于智能数控机床的控制。
	华中 10 型 智能数控系统		新一代 AI 智能数控系统,进一步融合 AI 芯片、AI 大模型、数理模型与指令域数据,通过融合建模及自主学习提升加工效率、精度及智能运维能力。 主要用于新一代 AI 智能数控机床的控制。
	HSV 系列 伺服驱动		采用自主 NCUC 总线协议,支持高速数据交换、高分辨率编码器及全闭环控制,与公司数控系统形成协同配套。 主要应用于车床、铣床、加工中心等机床加工设备,也可应用于造纸、包装、纺织、印刷等对控制精度和动态响应要求较高的自动化场景。
	ST/GK 系列 伺服电机		具备高精度、高动态响应、高可靠性及较强过载能力,主要作为数控机床和工业自动化设备执行部件。
机器人 与智能产线	JR 工业协作机器人 系列		覆盖工业及协作机器人应用,具备碰撞检测、高防护、高速/协作模式切换等功能,主要面向 3C、新能源、机床上下料等场景。 针对机床、新能源、消费电子部件装配等领域客户,定位为 3C 行业高速高精装配型机器人。
	JR 重载机器人		面向搬运、焊接、上下料等场景,具备较高结构刚度、自主控制及多传感器扩展能力。 应用于上下料、物料搬运、焊接等多个场合。

产品类型	主要产品	图例	产品结构及特性
	BR 双旋机器人 系列		可实现 360°空间全覆盖，无死角；高防护版本 56 轴可任意方向喷水；人机共融（人机协作版本）；安装占地面积小；高精度，高灵活性；高速，惯量小；重量轻，可任意方向安装等。 应用于冲压、CNC 上下料等应用工位搬运，占地仅底座面积，轻松实现工件高速翻转。
	垂直多关节 机器人系列		具有结构紧凑、安装空间小、定位准确、效率高、刚性好等优点。 适用于构建紧凑单元，小型零件的搬运、组装，及检查工序。
	水平多关节机 器人系列		产品可以根据工作需要的不同，制造成相应多种不同的形态。主要是针对水平面上的工件进行平移、装配等，动作速度非常快。 应用于电子电机、橡塑料、包装、金属制品等行业。
	SCARA 机器人系列		该系列机器人为了满足消费电子行业各种工况，配置多种安装方式，增加自动化方案设计灵活性，也可根据融合设备执行空间结构定制化设计机器人安装功能。主要应用于消费电子等行业的平移、装配等高防护、高精度、高效率作业场景。
	智能产线 总控系统		产品支持首页看板功能，用户可在首页看板查看生产和设备的关键信息；个性订单功能，支持快速订单生成和生产；设备监控功能，提供产线、单元和设备的关键数据监控；订单管理功能，支持多品种、变数量订单管理等。 主要用于生产制造产线执行层的生产信息化管理，包括制造数据管理、计划排程管理、生产调度管理、库存管理、质量管理、设备管理、看板管理、生产过程控制、底层数据集成分析、上层数据集成分解等管理模块，为企业打造一个扎实、可靠、全面、可行的制造协同管理平台。

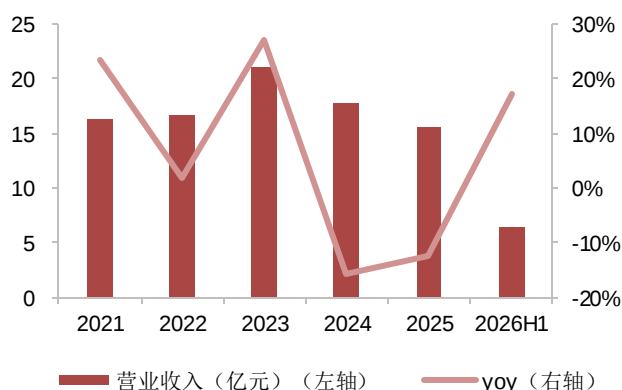
产品类型	主要产品	图例	产品结构及特性
教育教学领域	公司依托在工业母机与工业机器人领域的深厚积淀，面向职业院校及应用型本科院校，提供“岗课赛证”融通课程体系、实训基地建设方案、师资培训及职业技能大赛支持等服务，是国内领先的智能制造领域产教融合解决方案提供商。报告期内，公司深化“三门课、一中心”培养模式，将最新的数控系统、机器人及智能制造产线技术转化为教学资源，巩固在职教细分市场的领先地位。		
新能源汽车配套	公司新能源汽车配套业务主要是围绕汽车电动化、轻量化、智能化开展技术研究和应用推广，具体包括新能源汽车伺服电机、伺服驱动器、控制器、轻量化车身及新能源汽车智能化产品等。		
特种装备	公司特种装备业务主要包括人体测温、工业安防监控等领域广泛应用的红外产品，以及特种装备配套产品，如控制系统用于特种装备部件或单元总成配套、特种机器人及智能系统在装备领域的应用等。		

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 数控主业恢复较快增长，高研发投入延续

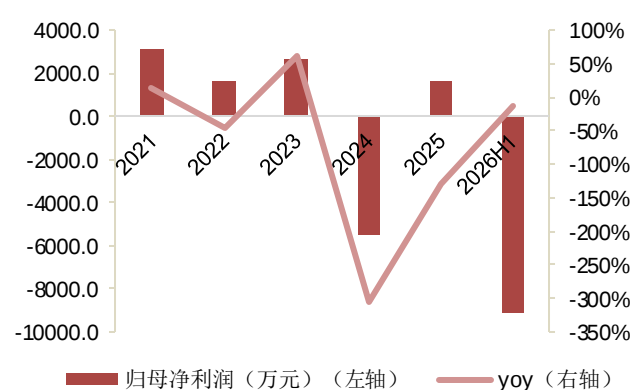
公司经营收入重回增长通道，利润端仍受高研发投入压制。2021–2025 年，公司分别实现营业收入 16.34/16.63/21.15/17.82/15.64 亿元，归母净利润分别为 0.31/0.17/0.27/-0.55/0.16 亿元。2023 年公司收入达到阶段性高点，2024–2025 年受工业母机景气波动、机器人及部分业务调整影响，收入连续回落。进入 2026 年，公司收入端恢复趋势逐渐明确，2026H1 实现营业收入 6.50 亿元，同比增长 17.25%；其中 Q2 实现收入 4.24 亿元，同比增长 20.62%，单季度增速进一步提升。与此同时，公司 H1 归母净利润仍为 -0.91 亿元，收入恢复与利润承压之间形成较明显分化，研发费用大幅增加是利润承压的重要原因之一。

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

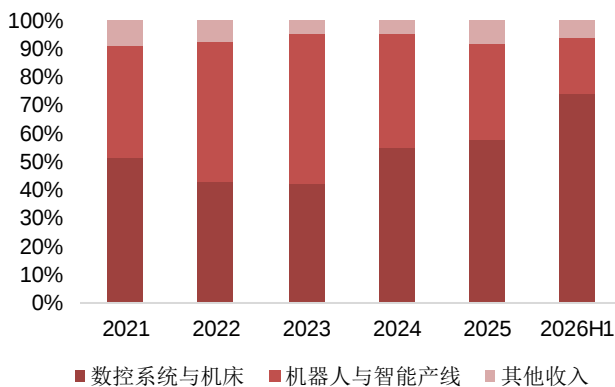


数据来源：iFinD，西南证券整理

数控主业成为收入恢复核心，业务结构进一步向高毛利业务集中。分业务看，2026H1 公司数控系统与机床业务实现收入 4.80 亿元，同比增长 32.10%，收入占比由 2025 年的 57.63% 快速提升至 73.85%，成为公司收入恢复的核心驱动力。一方面，传统工业母机需求逐步改善；另一方面，公司持续拓展 3C 消费电子、AI 液冷、新能源零部件、机器人等新兴加工场景，高速、高精及五轴加工需求持续释放。同期工业机器人与智能产线业务实现收入 1.27 亿元，同比下降 19.05%，收入占比由 2025 年的 34.10% 降至 19.51%，仍处于业务调整阶段。整体来看，公司收入结构明显向核心数控系统业务倾斜。分地区收入结构看，公司收入主要集中于华中、华南和华东地区，2025 年三大区域收入占比分别为

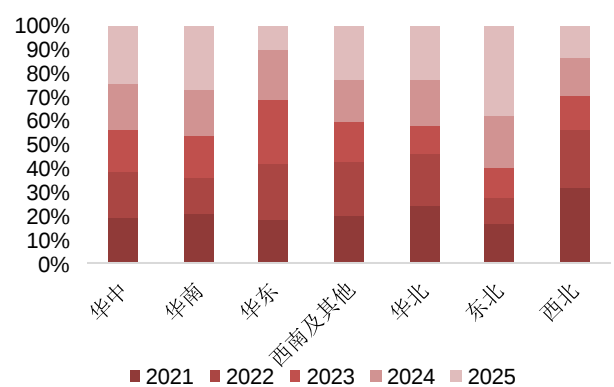
37.48%/26.67%/16.07%，合计约 80.2%。其中，华中地区收入占比由 2023 年的 27.24% 提升至 2025 年的 37.48%，华南地区由 17.13% 提升至 26.67%；同期华东地区收入占比由 2023 年的 43.37% 下降至 2025 年的 16.07%，公司区域收入结构由此前较为依赖华东市场逐步向华中、华南等区域再平衡。西南及其他、华北、东北和西北地区 2025 年收入占比分别约 9.06%/6.09%/2.99%/1.65%，整体贡献相对较小。

图 5：2021-2026H1 公司分业务收入占比



数据来源：iFinD，西南证券整理

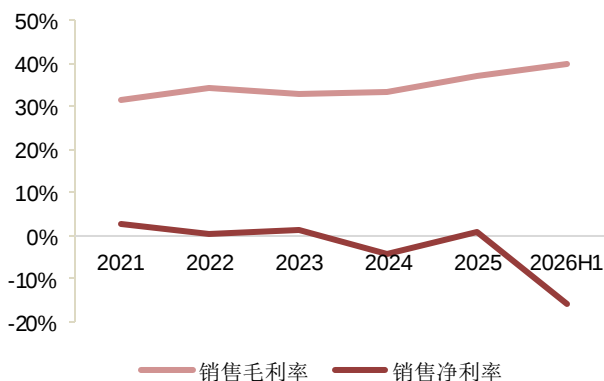
图 6：2021-2025 公司分地区收入占比



数据来源：iFinD，西南证券整理

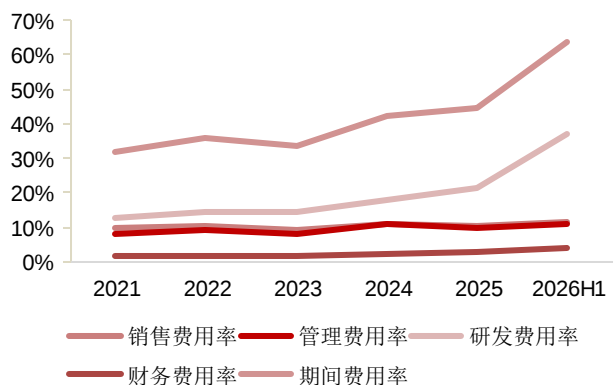
期间费用率仍处高位，研发投入压制短期利润释放。2026H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.65%/11.00%/36.78%/4.05%，合计期间费用率约 63.49%，同比提升约 7.48pp，显著高于同期综合毛利率。其中，销售费用率和管理费用率分别同比下降 3.14/1.77pp，收入恢复已经体现出一定费用摊薄效应；但研发费用率同比大幅提升 11.81pp，财务费用率同比提升 0.58pp，基本抵消了毛利率改善对利润的正向贡献。2026H1 公司费用化研发支出 2.39 亿元，同比增加约 72.7%，主要用于高档数控系统、AI 智能数控及国家、地方科技项目研发；同期财务费用 0.26 亿元，同比增长 36.94%。因此，公司当前呈现较明显的“毛利率先改善、净利率后修复”特征，后续盈利弹性更多取决于收入规模扩大后研发及管理费用率能否逐步下降。

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：数控系统与机床业务仍是公司中期增长核心。2026H1 公司数控系统与机床业务实现收入 4.80 亿元，同比增长 32.10%，收入占比达到 73.85%，成为公司上半年收入增长的主要来源。需求端，传统工业母机需求逐步修复，高档数控系统国产化、自主可控持续推进，同时 3C 消费电子、AI 液冷、新能源零部件、机器人、半导体及高端模具等新兴领域持续拓展高速、高精和多轴加工需求。产品端，公司持续推进华中 10 型、NC-ONE、NC-VG 等高档五轴及智能数控产品产业化，并通过提高高端产品比重、产品设计优化及供应链降本持续改善盈利质量。考虑 2026H1 较高增长基数及下半年收入确认节奏，我们预计公司数控系统与机床业务 2026–2028 年分别实现收入 10.82/12.44/14.06 亿元，同比增长 20%/15%/13%；预计毛利率分别为 42.8%/42.8%/43.0%。公司核心数控业务持续向高档化、智能化升级，叠加降本增效措施推进，预计 H2 数控系统与机床业务毛利率同比仍可实现温和改善。

假设 2：机器人与智能产线业务短期承压，后续逐步修复。2026H1 公司该业务实现收入 1.27 亿元，同比下降 19.05%，收入占比降至 19.51%，仍处于业务调整阶段；但毛利率同比明显改善至 25.65%，显示公司在项目结构和成本端已有一定优化。当前机器人行业竞争仍较为激烈，同时智能产线业务具有一定项目制属性，订单获取、验收及收入确认节奏存在波动。公司持续围绕新能源汽车、3C 电子、机床上下料、工业搬运及职业教育等场景完善机器人产品体系，并推进高速高精工业机器人、具身智能教学平台及智能制造整体解决方案。我们预计 2026 年机器人与智能产线收入仍将同比下降，2027 年逐渐企稳，2028 年伴随低基数效应及新产品、新场景拓展恢复较快增长。预计 2026–2028 年收入分别为 4.27/4.48/5.60 亿元，同比增长 -20%/5%/25%；毛利率分别为 25.5%/26.5%/27.5%。

假设 3：其他业务保持平稳增长。公司其他收入主要包括特种装备、教育教学及相关配套业务等，整体规模相对较小，对公司收入增长的贡献有限，但部分业务具有较高毛利率。考虑现有业务基础及下游需求，我们预计 2026–2028 年其他业务分别实现收入 1.32/1.39/1.48 亿元，同比增长 2%/5%/7%；毛利率维持在 55%左右。

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：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
数控系统与机床	收入	901.4	1,081.70	1,244.00	1,405.70
	增速	-8.00%	20.00%	15.00%	13.00%
	成本	516	618.7	711.6	801.2
	毛利率	42.80%	42.80%	42.80%	43.00%
工业机器人与智能产线	收入	533.4	426.7	448.1	560.1
	增速	-25.00%	-20.00%	5.00%	25.00%
	成本	404.6	317.9	329.3	406.1
	毛利率	24.10%	25.50%	26.50%	27.50%
其他业务	收入	129.4	132	138.6	148.3
	增速	41.10%	2.00%	5.00%	7.00%
	成本	65.1	59.4	62.4	66.8
	毛利率	49.70%	55.00%	55.00%	55.00%

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	收入	1,564.30	1,640.50	1,830.70	2,114.10
	增速	-12.20%	4.90%	11.60%	15.50%
	成本	985.7	996.1	1,103.30	1,274.10
	毛利率	37.00%	39.30%	39.70%	39.70%

数据来源：Wind，西南证券

考虑公司当前仍处于高研发投入、盈利低基数和业绩修复阶段，我们选取同属高端装备及工业自动化领域、且 2026 年盈利仍处于恢复期的秦川机床和埃斯顿作为估值可比公司。秦川机床覆盖高端数控机床、关键功能部件及工业母机产业链，与公司工业母机及国产替代逻辑具有较强相关性；埃斯顿聚焦工业机器人、核心零部件及智能制造系统，与公司机器人及智能制造业务、自动化及智能化升级方向具有较高可比性。从 PE 的角度看，2026-2028 年，可比公司平均估值为 123/95/77 倍。

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 16.40/18.31/21.14 亿元，同比增长 4.9%/11.6%/15.5%；实现归母净利润 0.44/0.79/1.25 亿元，对应 EPS 分别为 0.22/0.40/0.63 元，当前股价对应 PE 分别为 122/67/43 倍。从相对估值看，可比公司 2026E 平均 PE 约 123 倍，其中埃斯顿约 132 倍。考虑公司在国产中高档数控系统领域具有较强稀缺性，并具备数控装置、伺服驱动、伺服电机及 AI 智能数控等完整技术布局，同时华中 10 型、高档五轴数控系统等产品持续推进产业化，我们认为公司估值可较可比公司平均水平享受一定溢价。给予公司 2026 年 135 倍 PE，较可比公司平均估值溢价约 10%，较可比公司估值上沿仅高约 2%，整体仍处于可解释的估值区间。首次覆盖给予“持有”评级，目标价 29.7 元。

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
000837.SZ	秦川机床	105.38	10.30	0.05	0.09	0.11	0.13	206.00	114.44	93.64	79.23
002747.SZ	埃斯顿	290.12	31.66	0.05	0.24	0.33	0.42	633.20	131.92	95.94	75.38
平均值								419.60	123.18	94.79	77.31
300161.SZ	华中数控	53.43	26.89	0.08	0.22	0.40	0.63	327.39	122.22	67.47	42.65

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，华中数控来自西南证券盈利预测。

3 风险提示

宏观经济及工业母机行业需求波动风险；数控系统行业竞争加剧风险；高档数控系统及 AI 智能数控产品研发、产业化进展不及预期风险；工业机器人与智能产线业务恢复不及预期风险；政府补助及项目经费等其他收益波动风险；应收账款、存货及资产减值风险；原材料采购成本上升风险等。

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	1564.28	1640.47	1830.67	2114.11	净利润	12.91	37.72	75.19	119.28
营业成本	985.71	996.07	1103.26	1274.05	折旧与摊销	127.04	146.88	162.92	183.91
营业税金及附加	15.39	16.13	18.01	20.79	财务费用	42.87	41.64	44.20	47.47
销售费用	161.93	166.46	192.19	218.44	资产减值损失	-52.08	45.00	45.00	45.00
管理费用（含研发费用）	487.73	541.36	585.81	655.37	经营营运资本变动	50.64	66.89	-189.79	-277.69
财务费用	42.87	41.64	44.20	47.47	其他	-1.55	-36.81	-32.23	-24.98
资产减值损失	-52.08	45.00	45.00	45.00	经营活动现金流净额	179.83	301.32	105.28	92.98
投资收益	11.28	0.00	5.00	8.00	资本支出	-208.98	-260.00	-230.00	-220.00
公允价值变动损益	0.00	0.07	0.06	0.05	其他	39.65	-34.93	5.06	8.05
其他经营损益	0.00	220.00	250.00	295.00	投资活动现金流净额	-169.33	-294.93	-224.94	-211.95
营业利润	24.26	53.89	97.25	156.03	短期借款	-297.60	35.20	0.00	183.07
其他非经营损益	2.61	-3.60	3.00	3.00	长期借款	1.95	100.00	0.00	0.00
利润总额	26.87	50.29	100.25	159.03	股权融资	2.15	0.00	0.00	0.00
所得税	13.97	12.57	25.06	39.76	支付股利	-3.97	-4.08	-10.93	-19.80
净利润	12.91	37.72	75.19	119.28	其他	51.72	-134.41	-64.20	-67.47
少数股东损益	-3.41	-6.00	-4.00	-6.00	筹资活动现金流净额	-245.75	-3.29	-75.13	95.81
归属母公司股东净利润	16.32	43.72	79.19	125.28	现金流量净额	-235.47	3.11	-194.79	-23.16
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	426.25	429.36	234.57	211.41	成长能力				
应收和预付款项	1001.87	995.33	1121.38	1280.11	销售收入增长率	-12.24%	4.87%	11.59%	15.48%
存货	1010.32	984.19	1125.09	1323.49	营业利润增长率	127.47%	122.11%	80.47%	60.44%
其他流动资产	115.60	33.05	34.12	40.47	净利润增长率	117.99%	192.23%	99.35%	58.63%
长期股权投资	33.26	33.26	33.26	33.26	EBITDA 增长率	159.69%	24.84%	25.56%	27.28%
投资性房地产	55.53	55.53	55.53	55.53	获利能力				
固定资产和在建工程	1151.00	1223.92	1269.08	1303.53	毛利率	36.99%	39.28%	39.73%	39.74%
无形资产和开发支出	582.71	635.70	676.41	704.85	三费率	22.76%	45.69%	44.91%	43.58%
其他非流动资产	240.20	277.41	278.61	276.82	净利率	0.83%	2.30%	4.11%	5.64%
资产总计	4616.73	4667.74	4828.06	5229.46	ROE	0.72%	2.07%	3.98%	6.00%
短期借款	184.80	220.00	220.00	403.07	ROA	0.28%	0.81%	1.56%	2.28%
应付和预收款项	760.47	717.47	814.70	933.77	ROIC	1.30%	2.83%	3.90%	5.01%
长期借款	780.69	880.69	880.69	880.69	EBITDA/销售收入	12.41%	14.78%	16.63%	18.33%
其他负债	1099.82	1025.80	1024.64	1024.42	营运能力				
负债合计	2825.77	2843.96	2940.02	3241.94	总资产周转率	0.34	0.35	0.39	0.42
股本	198.70	198.70	198.70	198.70	固定资产周转率	1.59	1.47	1.62	1.80
资本公积	1135.80	1135.80	1135.80	1135.80	应收账款周转率	2.00	1.91	2.04	2.10
留存收益	281.31	320.95	389.21	494.68	存货周转率	0.79	0.84	0.88	0.90
归属母公司股东权益	1616.62	1655.44	1723.70	1829.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.94%	—	—	—
少数股东权益	174.34	168.34	164.34	158.34	资本结构				
股东权益合计	1790.95	1823.78	1888.04	1987.51	资产负债率	61.21%	60.93%	60.89%	61.99%
负债和股东权益合计	4616.73	4667.74	4828.06	5229.46	带息债务/总负债	34.17%	38.70%	37.44%	39.60%
					流动比率	1.59	1.58	1.51	1.44
					速动比率	0.96	0.94	0.84	0.77
					股利支付率	24.35%	9.33%	13.80%	15.80%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	194.17	242.41	304.37	387.41	每股收益	0.08	0.22	0.40	0.63
PE	327.39	122.22	67.47	42.65	每股净资产	8.14	8.33	8.68	9.21
PB	3.31	3.23	3.10	2.92	每股经营现金	0.91	1.52	0.53	0.47
PS	3.42	3.26	2.92	2.53	每股股利	0.02	0.02	0.06	0.10
EV/EBITDA	29.92	24.07	19.81	16.10					
股息率	0.07%	0.08%	0.20%	0.37%					

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