2026 年 10 月 30 日
证券研究报告•2026 年三季报点评

铂 力 特（688333）机械设备

持有（首次）
当前价：75.18 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

营收稳健增长，研发投入及汇兑影响短期盈利

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年第三季度报告，前三季度实现营业收入 12.60 亿元，同比增长 8.54%；归母净利润 1.07 亿元，同比下降 30.99%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比下降 41.33%。2026Q3 实现营收 4.90 亿元，同比下降 0.79%；归母净利润 0.56 亿元，同比下降 29.07%；扣非归母净利润 0.48 亿元，同比下降 27.26%。主要系公司研发投入及汇兑损失增加。
- **单季收入同比小幅下降，毛利率环比保持稳定。**2026 年前三季度公司营业收入同比增长 8.54%，其中 2026H1 增长 15.46%，Q3 单季度同比下降 0.79%，收入增长有所放缓。同期综合毛利率 39.05%，同比下降 4.43pp；Q3 单季毛利率 39.07%，与上半年 39.04%基本持平。公司主营业务毛利率短期企稳，但收入扩张放缓，规模效应尚未充分释放。
- **打印产品构成收入基础，设备业务上半年增长 35%。**2026H1 公司定制化打印产品及技术服务、设备配件及技术服务、金属粉末材料分别实现营业收入 4.53/2.51/0.66 亿元，同比增长 7.19%/35.20%/12.33%，占总收入比重分别约为 58.8%/32.6%/8.6%。其中设备业务增速高于公司整体收入增速 19.74pp，设备产品交付对收入形成增量贡献，公司持续推进设备、材料与打印服务协同布局。
- **研发及融资成本增加，费用上行影响利润释放。**2026 年前三季度公司研发费用 2.14 亿元，同比增长 17.11%，研发费用率 17.02%，同比提升 1.25pp；同期财务费用 0.28 亿元，同比增加约 0.18 亿元，主要受汇兑损失及银行借款利息增加影响。四项期间费用率合计 32.72%，同比提升约 1.97pp。研发投入和融资成本增加，叠加信用减值损失扩大，归母净利润同比下降 30.99%。
- **扩产与营运资本占用较高，现金流改善仍待验证。**截至 2026 年 9 月末，公司存货 17.19 亿元、在建工程 13.61 亿元，存货较年初增长 28.12%。购建长期资产现金支出 8.68 亿元，同比增长 7.17%。公司 10 月公告，拟投资约 10 亿元建设太仓金属增材高端制造产业基地，建设周期约 24 个月，中期有望补充制造产能，但短期资本开支及资金占用仍较高。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.75/2.59/3.55 亿元，对应 PE 118/80/58 倍。考虑公司在设备、粉末材料与定制化打印服务领域形成协同布局，首次覆盖，给予“持有”评级。。
- **风险提示：**下游航空航天及工业制造需求不及预期；设备和打印服务订单交付不及预期；市场竞争加剧及产品毛利率下滑；研发投入持续增加；应收账款回收及存货减值；太仓项目建设和产能利用率不及预期等风险。

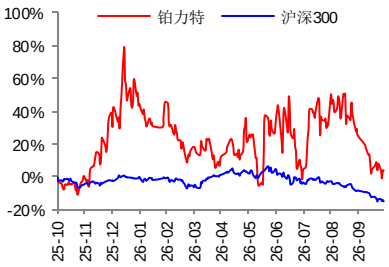
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1851.67	2069.21	2497.21	2996.66
增长率	39.69%	11.75%	20.68%	20.00%
归属母公司净利润（百万元）	203.80	174.53	259.22	354.77
增长率	95.14%	-14.36%	48.52%	36.86%
每股收益 EPS（元）	0.74	0.64	0.94	1.29
净资产收益率 ROE	4.09%	3.41%	4.85%	6.28%
PE	101	118	80	58
PB	4.14	4.03	3.86	3.65

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：邰桂龙
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：iFind

基础数据

总股本(亿股)	2.74
流通 A 股(亿股)	2.74
52 周内股价区间(元)	69.58-140.27
总市值(亿元)	222.75
总资产(亿元)	93.46
每股净资产(元)	19.26

相关研究

目 录

1 金属增材制造重要企业，全产业链布局支撑业务拓展 1

1.1 股权结构稳定，创始团队保持控制地位 1

1.2 设备、材料与打印服务协同，覆盖多元应用场景 2

1.3 收入持续扩张，利润兑现仍受投入节奏影响 4

2 盈利预测与估值 6

3 风险提示 7

图 目 录

图 1：公司历史沿革.....1
图 2：公司股权结构（截至 2026 年 9 月 30 日）.....2
图 3：2021-2026Q3 公司营业总收入.....4
图 4：2021-2026Q3 公司归母净利润.....4
图 5：2021-2026H1 公司分产品收入占比.....5
图 6：2021-2026H1 公司分地区收入占比.....5
图 7：2021-2026Q3 公司毛利率和净利率情况.....6
图 8：2021-2026Q3 公司期间费用率情况.....6

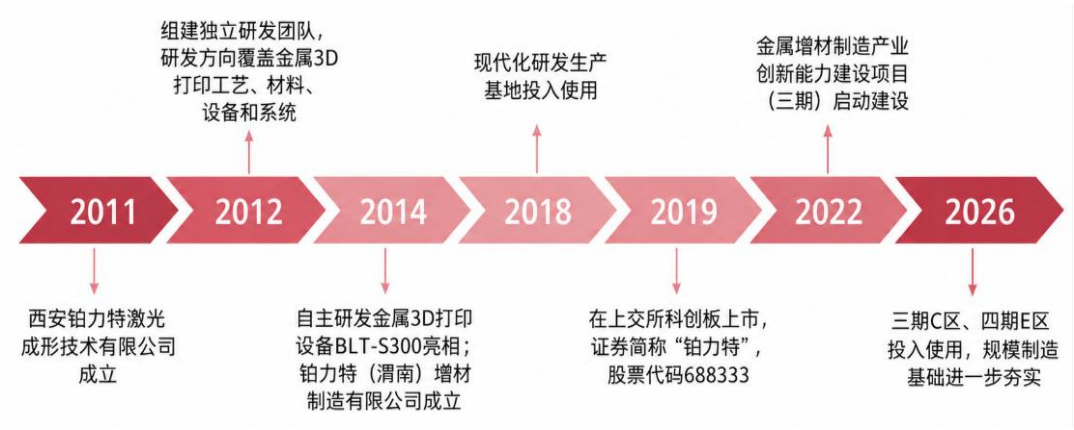
表 目 录

表 1：公司主要产品类型.....2
表 2：分产品收入及毛利率.....6
表 3：可比公司估值.....7
附表：财务预测与估值.....8

1 金属增材制造重要企业，全产业链布局支撑业务拓展

公司是国内金属增材制造领域的重要供应商，主要从事金属 3D 打印设备、定制化打印产品、金属粉末材料及相关技术服务的研发、生产和销售。公司成立于 2011 年，2019 年 7 月在上海证券交易所科创板上市，围绕金属增材制造形成从产品结构设计、粉末材料、设备及工艺开发到成形制造、后处理和质量检测的较完整业务体系，产品与服务广泛应用于航空航天、能源动力、工业制造、医疗等领域。公司以激光粉末床熔融技术为重要基础，同时开展定向能量沉积、修复再制造及智能化生产系统研发，不断拓展金属增材制造应用边界。

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 股权结构稳定，创始团队保持控制地位

截至 2026 年 9 月 30 日，公司前十大股东持股结构整体较为稳定，创始团队仍为公司核心控制力量。根据 2026 年三季报，折生阳持股 16.42%，为公司第一大股东；薛蕾持股 4.08%，为公司第三大股东。折生阳与薛蕾为一致行动人，合计持股 20.50%。此外，泉州博睿企业管理合伙企业（有限合伙）为薛蕾控制的企业，持股 1.70%；薛蕾同时持有萍乡晶屹商务信息咨询合伙企业（有限合伙）4%的合伙份额，后者持股 6.84%。整体来看，公司股权结构较为清晰，核心创始人与管理层在公司治理及战略推进中仍处于重要地位，公司股东中还包括员工持股/合伙平台、产业投资基金、私募证券投资基金及香港中央结算有限公司等多元主体。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年 9 月 30 日）



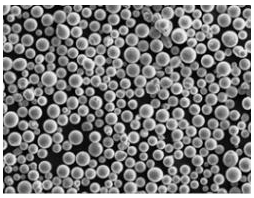
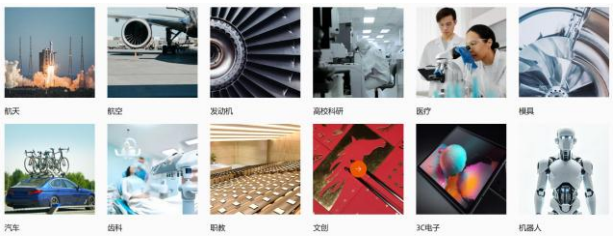
数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

1.2 设备、材料与打印服务协同，覆盖多元应用场景

设备与打印服务构成收入主体，多技术路线满足复杂制造需求。公司以金属 3D 打印设备、定制化打印产品及技术服务、金属粉末材料为主要业务，建立了涵盖 PBF-LB/M、DED-LB/M 等工艺的产品与技术体系。PBF-LB/M 主要通过激光逐层熔融金属粉末成形复杂结构零件，适合航空航天精密构件、复杂流道、轻量化结构及精密模具等应用；DED-LB/M 通过定向输送材料并利用激光熔融沉积，适用于大型构件制造、局部修复及再制造。公司同时通过专用金属粉末与结构设计优化服务，提升不同工艺的适用范围。

表 1：公司主要产品类型

业务条线	技术路线	代表型号	图例	主要定位
金属 3D 打印设备	选择性激光熔化成形设备 PBF-LB/M	BLT-A160		小型设备，齿科、小零件批量生产
		BLT-A300/A320、BLT-A400		中小型设备，模具等工业场景
		BLT-S210、BLT-S310/S320、BLT-S400、BLT-S450		中型设备，科研、医疗、文创及中小批量制造

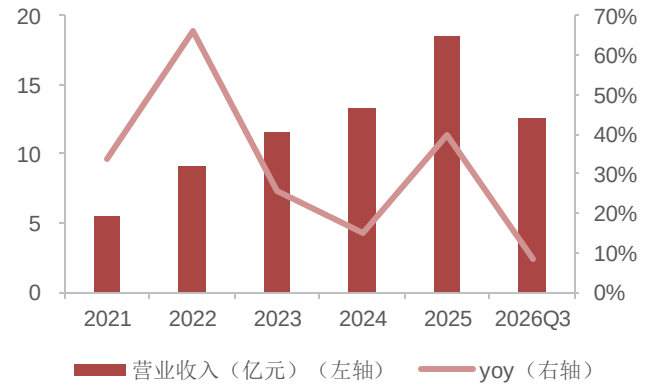
业务条线	技术路线	代表型号	图例	主要定位
		BLT-S510/S515、BLT-S600/S615		中大尺寸设备，航空、航天、发动机、汽车等
		BLT-S800/S815、BLT-S1000、BLT-S1300、BLT-S1500、BLT-S1025		大型/超大型设备，大尺寸复杂构件、一体化成形、规模化生产
	激光立体成形设备 DED-LB/M	BLT-C600 系列		主要面向航空航天等高附加值中小型零部件成形与修复市场开发；集成修复与成形功 能于一体；打印过程实现质量追踪，全程受监控；集成多种安全控制策略
	电弧增材制造设备 WAAM	BLT-W 系列		电弧增材设备，超大尺寸构件高效低成本制造（图例为使用 BLT-W 系列设备（WAAM 工艺）一体化制造成形缸，可以实现缸体整体成形并强化局部结构，提升打印可靠性和批量一致性）
金属 3D 打印定制化产品		公司通过自有金属增材设备为客户提供金属 3D 打印定制化产品的设计、生产及相关技术服 务，主要应用于航空航天、工业机械、能源动力、科研院所、医疗研究、汽车制造及电子工业等领域		结构轻量化，实现大幅减重；实现复杂内腔结构；实现零件整体化功能集成；实现修复与再制造；实现单件定制化大尺寸构件的快速制造
金属 3D 打印原材料		BLT-AlAM300C 系列粉材		解决了传统牌号材料成形沉积态残余应力高、工艺适应性差、阳极化异色、高导热与高强度不兼容等问题
金属 3D 打印技术服务				公司在为客户提供多种尺寸、多种成形工艺的金属增材制造的同时，可提供全方位、专业性 强的金属 3D 打印技术服务，具体包括工艺咨询服务、设计优化服务、逆向工程服务、软件定制、全套解决方案服务等

数据来源：公司官网，公司招股说明书，西南证券整理

1.3 收入持续扩张，利润兑现仍受投入节奏影响

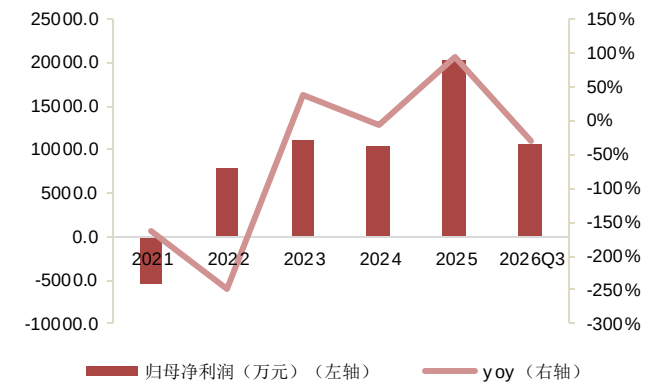
收入规模持续扩大，短期盈利承压明显。公司 2021-2025 年分别实现营业收入 5.52/9.18/11.52/13.26/18.52 亿元，2022-2025 年同比增长 66.32%/25.53%/15.02%/39.69%；同期归母净利润分别为-0.53/0.79/1.10/1.04/2.04 亿元，2025 年公司归母净利润同比增长 95.14%，扣非归母净利润同比增长 319.37%至 1.50 亿元，盈利能力有所修复。2026 年前三季度公司实现营业收入 12.60 亿元，同比增长 8.54%；归母净利润 1.07 亿元，同比下降 30.99%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比下降 41.33%。其中 Q3 单季度实现营业收入 4.90 亿元，同比下降 0.79%；归母净利润 0.56 亿元，同比下降 29.07%。前三季度收入增速较 2025 年全年放缓 31.15pp，研发、融资及信用减值等费用增加，导致利润表现弱于收入端。

图 3：2021-2026Q3 公司营业总收入



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：2021-2026Q3 公司归母净利润

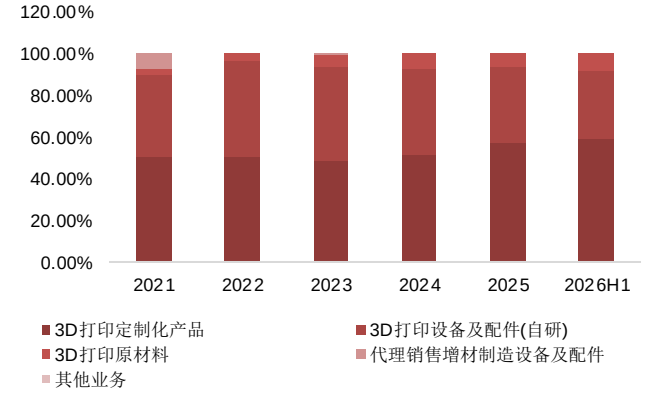


数据来源：iFinD，西南证券整理

定制化打印产品贡献主要收入，设备与材料业务协同发展。公司主营业务包括 3D 打印定制化产品及技术服务、3D 打印设备、配件及技术服务和 3D 打印原材料三大板块。2024 年三项业务分别实现收入 6.89/5.45/0.91 亿元，2025 年分别提升至 10.52/6.86/1.13 亿元，同比增长 52.63%/25.80%/24.80%，占当年营业收入比重分别为 56.83%/37.05%/6.12%。2026H1 三项业务分别实现收入 4.53/2.51/0.66 亿元，同比增长 7.19%/35.20%/12.33%，其中设备、配件及技术服务收入增速高于同期公司整体收入增速 19.74pp。从下游应用看，2025 年航空航天、工业领域分别实现收入 8.83/8.94 亿元，同比增长 8.44%/97.67%，合计贡献公司 95.96%的收入；2026H1 两大领域分别实现收入 4.29/3.07 亿元，占总收入比重约 55.75%/39.89%。公司形成以定制化打印产品为收入基础、设备业务拓展和粉末材料配套协同发展的业务结构，工业应用拓展逐步形成新的增长支撑。

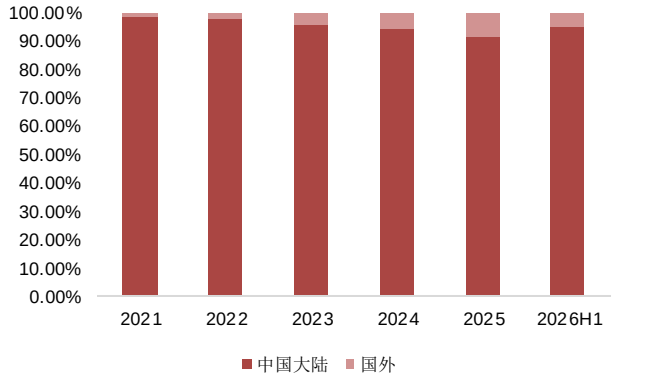
境内市场贡献主要收入，海外业务规模仍相对较小。2023-2025 年公司境内市场分别实现收入 11.01/12.45/16.90 亿元，占营业收入比重分别为 95.57%/93.89%/91.25%；同期境外市场分别实现收入 0.51/0.81/1.62 亿元，占比分别为 4.43%/6.11%/8.75%。2025 年境外收入同比增长 100.24%，占比较 2024 年提升 2.65pp，海外市场拓展取得一定成效。2026H1 公司境内、境外市场分别实现收入 7.33/0.38 亿元，占比分别为 95.13%/4.87%；境内、境外业务毛利率分别为 38.32%/53.17%，境外业务毛利率高于境内约 14.85pp。公司通过欧洲、香港等境外经营主体拓展国际业务，但上半年境外收入规模较 2025 年同期有所回落，海外收入占比仍相对有限。整体来看，公司收入增长仍主要依靠国内航空航天及工业制造需求，海外市场有望提供中长期增量，但短期收入贡献及订单兑现存在波动。

图 5：2021-2026H1 公司分产品收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2021-2026H1 公司分地区收入占比

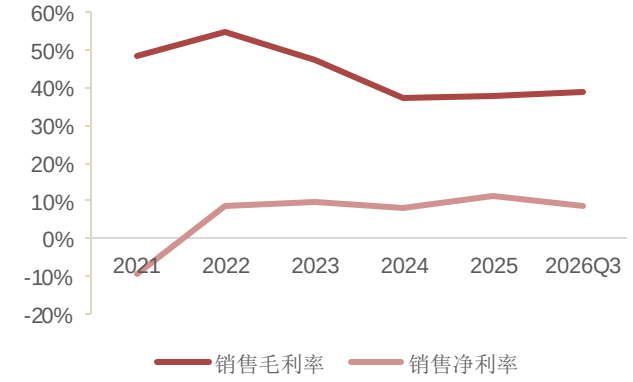


数据来源：Wind，西南证券整理

综合毛利率较上年同期回落，单季度盈利水平趋于稳定。公司 2021-2025 年综合毛利率分别为 48.23%/54.55%/47.20%/37.43%/37.72%，2023 年以来受下游客户结构、产品结构及批量化交付等因素影响，毛利率中枢有所下降。2026H1 公司综合毛利率 39.04%，其中定制化打印产品及技术服务、设备配件及技术服务、原材料业务毛利率分别为 37.44%/41.99%/38.76%；2026 年前三季度综合毛利率 39.05%，同比下降 4.43pp，其中 Q3 单季度毛利率 39.07%，较 2026H1 基本持平，但同比下降约 6.17pp。公司单季度毛利率已趋于稳定，但同比仍有所回落，叠加研发及融资成本上升，利润率改善幅度明显弱于收入扩张。

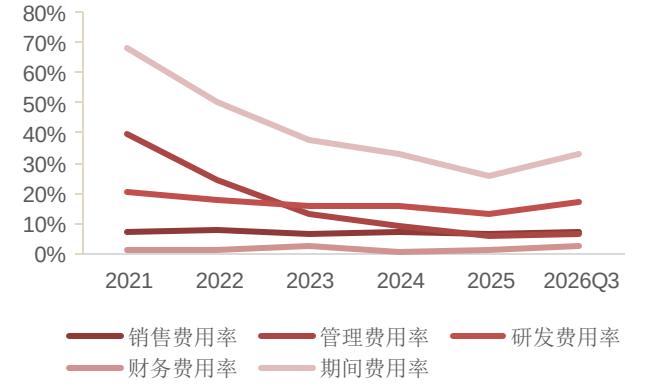
研发及财务费用率上行，营运资本占用仍需关注。2026 年前三季度公司销售费用率 6.87%，同比下降 0.88pp；管理费用率 6.64%，同比提升 0.25pp；研发费用 2.14 亿元，同比增长 17.11%，研发费用率 17.02%，同比提升 1.25pp；财务费用率 2.19%，同比提升 1.36pp，主要受汇兑损失及银行借款利息增加影响。四项期间费用率合计 32.72%，同比提升约 1.97pp，研发投入增加及融资成本上升对利润形成主要压力。同期信用减值损失 0.10 亿元，损失同比增加约 675 万元；资产减值损失 0.21 亿元，损失同比减少约 1683 万元。截至 9 月末，公司应收账款 12.56 亿元、存货 17.19 亿元，较年初分别增长 3.42%/28.12%；前三季度经营活动现金流净额为-1.59 亿元，较上年同期净流出有所收窄，但同期购建长期资产支付现金 8.68 亿元，产业化扩张及营运资本占用仍对现金流形成压力。2026 年 10 月，公司公告拟在江苏太仓投资约 10 亿元建设金属增材高端制造产业基地，建设期约 24 个月。该项目若顺利推进，将有助于公司完善产能布局、提升装备制造及产业化交付能力，并为后续设备、材料及打印服务业务规模扩大提供支撑。

图 7：2021-2026Q3 公司毛利率和净利率情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 8：2021-2026Q3 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：定制化打印产品及技术服务。作为公司主要收入来源，2025 年实现收入 10.52 亿元，同比增长 52.63%，毛利率 32.51%。2026H1 实现收入 4.53 亿元，同比增长 7.19%，毛利率 37.44%，盈利能力较 2025 年全年有所改善。考虑航空航天及工业制造领域复杂构件制造需求增长、客户订单交付节奏及规模化生产能力提升，预计 2026-2028 年该业务收入同比增长 12%/18%/20%；毛利率分别为 37.0%/38.5%/39.5%。

假设 2：3D 打印设备、配件及技术服务。2025 年公司设备及配件业务实现收入 6.86 亿元，同比增长 25.80%，毛利率 44.67%。2026H1 实现收入 2.51 亿元，同比增长 35.20%，毛利率 41.99%。公司围绕 PBF-LB/M 等技术路线持续完善大尺寸、多激光及产业化装备产品体系，设备应用领域覆盖航空航天、工业制造等高端制造场景。考虑设备订单交付及验收的季节性波动，预计 2026-2028 年该业务收入同比增长 10%/25%/20%；毛利率分别为 42.0%/43.5%/44.5%。

假设 3：金属 3D 打印原材料。2025 年公司金属粉末材料业务实现收入 1.13 亿元，同比增长 24.80%，毛利率 44.07%。2026H1 实现收入 0.66 亿元，同比增长 12.33%，毛利率 38.76%。金属粉末材料是设备及打印服务的重要配套业务，公司围绕不同材料体系持续推进粉末配方与工艺适配。考虑材料业务市场拓展及设备、打印服务协同需求，现有模型预计 2026-2028 年该业务收入同比增长 20%/20%/20%，毛利率分别为 40.0%/40.0%/40.0%。

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
定制化打印产品	收入	1,052.31	1178.6	1390.7	1668.9
	增速	52.63%	12.0%	18.0%	20.0%
	成本	710.23	742.5	855.3	1009.7
	毛利率	32.51%	37.0%	38.5%	39.5%
3D 打印设备、配件及技术服务	收入	686.1	754.7	943.4	1132.1
	增速	25.80%	10.0%	25.0%	20.0%

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
	成本	379.65	437.7	533.0	628.3
	毛利率	44.67%	42.0%	43.5%	44.5%
金属 3D 打印原材料	收入	113.26	135.9	163.1	195.7
	增速	24.80%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	63.35	81.5	97.9	117.4
	毛利率	44.07%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	收入	1,851.67	2069.2	2497.2	2996.7
	增速	39.69%	11.7%	20.7%	20.0%
	成本	1,153.23	1261.8	1486.2	1755.4
	毛利率	37.72%	39.0%	40.5%	41.4%

数据来源：Wind，西南证券

我们根据公司销售的主要产品选取了华曙高科、锐科激光作为可比公司。从 PE 的角度看，2026-2028 年，可比公司平均估值为 131/78/59 倍。

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 20.69/24.97/29.97 亿元，对应 EPS 分别为 0.64/0.94/1.29 元，对应 PE 118/80/58 倍。考虑公司在设备、粉末材料与定制化打印服务领域形成协同布局，2027 年盈利有望随订单交付及规模扩张改善，给予 2027 年 90 倍 PE，首次覆盖，给予“持有”评级。

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）			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
688433.SH	华曙高科	235.15	56.49	0.17	0.31	0.57	0.77	397.15	182.23	99.11	73.36
300747.SZ	锐科激光	232.50	41.40	0.29	0.52	0.73	0.92	93.80	79.62	56.71	45.00
平均值								245.48	130.92	77.91	59.18
688333.SH	铂力特	222.75	81.20	0.74	0.64	0.94	1.29	150.10	128	86	63

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2026 年 10 月 28 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期，铂力特来自西南证券盈利预测。

3 风险提示

宏观经济及下游制造业需求波动风险；航空航天等重点领域订单落地不及预期风险；设备、材料及打印服务业务扩张不及预期风险；海外业务推进及汇率波动风险；应收账款回收和存货减值风险；研发投入持续上升带来的利润波动风险；太仓项目建设及达产进度不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1851.67	2069.21	2497.21	2996.66
营业成本	1153.23	1261.79	1486.17	1755.40
营业税金及附加	13.53	15.12	18.25	21.90
销售费用	119.77	140.71	167.31	197.78
管理费用（含研发费用）	343.14	444.88	511.93	584.35
财务费用	17.86	47.79	58.35	69.75
资产减值损失	-54.88	-50.00	-55.00	-60.00
投资收益	16.07	11.50	13.00	14.00
公允价值变动损益	13.56	8.88	10.08	10.26
其他经营损益	0.00	54.00	58.00	62.00
营业利润	216.17	183.30	281.28	393.74
其他非经营损益	-0.22	0.42	0.48	0.45
利润总额	215.94	183.72	281.76	394.19
所得税	12.15	9.19	22.54	39.42
净利润	203.80	174.53	259.22	354.77
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	203.80	174.53	259.22	354.77

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	203.80	174.53	259.22	354.77
折旧与摊销	206.35	226.32	286.43	370.35
财务费用	17.86	47.79	58.35	69.75
资产减值损失	-54.88	-50.00	-55.00	-60.00
经营营运资本变动	-349.99	-350.67	-159.45	-201.29
其他	215.58	54.62	63.36	68.13
经营活动现金流净额	238.72	102.60	452.90	601.71
资本支出	-1031.52	-1150.00	-1150.00	-950.00
其他	-196.75	277.77	213.08	163.26
投资活动现金流净额	-1228.27	-872.23	-936.92	-786.74
短期借款	462.98	282.86	144.29	196.57
长期借款	235.64	75.00	300.00	180.00
股权融资	21.56	0.00	0.00	0.00
支付股利	-22.31	-30.57	-26.18	-51.84
其他	-107.55	57.36	-73.35	-89.75
筹资活动现金流净额	590.33	384.66	344.76	234.97
现金流量净额	-398.56	-384.97	-139.26	49.94

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	773.95	388.98	249.72	299.67
应收和预付款项	1467.49	1691.81	1954.41	2231.67
存货	1341.58	1608.42	1747.71	1981.48
其他流动资产	1111.84	759.52	567.40	433.54
长期股权投资	62.82	71.82	81.82	92.82
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3444.62	4385.95	5273.18	5883.68
无形资产和开发支出	321.46	307.04	292.62	278.20
其他非流动资产	144.43	191.20	199.97	203.53
资产总计	8668.19	9404.73	10366.83	11404.58
短期借款	967.14	1250.00	1394.29	1590.85
应付和预收款项	1513.64	1629.69	1915.29	2278.66
长期借款	621.96	696.96	996.96	1176.96
其他负债	582.77	712.80	711.97	706.86
负债合计	3685.50	4289.45	5018.51	5753.33
股本	274.32	274.32	274.32	274.32
资本公积	4192.99	4192.99	4192.99	4192.99
留存收益	602.59	746.55	979.59	1282.52
归属母公司股东权益	4982.69	5115.28	5348.32	5651.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	4982.69	5115.28	5348.32	5651.25
负债和股东权益合计	8668.19	9404.73	10366.83	11404.58

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	39.69%	11.75%	20.68%	20.00%
营业利润增长率	144.15%	-15.20%	53.45%	39.98%
净利润增长率	95.14%	-14.36%	48.52%	36.86%
EBITDA 增长率	99.49%	3.87%	36.87%	33.19%
获利能力				
毛利率	37.72%	39.02%	40.49%	41.42%
三费率	25.96%	30.61%	29.54%	28.43%
净利率	11.01%	8.43%	10.38%	11.84%
ROE	4.09%	3.41%	4.85%	6.28%
ROA	2.35%	1.86%	2.50%	3.11%
ROIC	5.29%	4.03%	4.74%	5.54%
EBITDA/销售收入	23.78%	22.11%	25.07%	27.83%
营运能力				
总资产周转率	0.23	0.23	0.25	0.28
固定资产周转率	0.96	0.81	0.79	0.74
应收账款周转率	1.58	1.48	1.55	1.63
存货周转率	1.00	0.81	0.83	0.89
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.54%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	42.52%	45.61%	48.41%	50.45%
带息债务/总负债	43.12%	45.39%	47.65%	48.11%
流动比率	1.67	1.36	1.21	1.15
速动比率	1.19	0.87	0.74	0.69
股利支付率	10.94%	17.51%	10.10%	14.61%
每股指标				
每股收益	0.74	0.64	0.94	1.29
每股净资产	18.16	18.65	19.50	20.60
每股经营现金	0.87	0.37	1.65	2.19
每股股利	0.08	0.11	0.10	0.19

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	440.38	457.41	626.06	833.84
PE	101.20	118.16	79.56	58.13
PB	4.14	4.03	3.86	3.65
PS	11.14	9.97	8.26	6.88
EV/EBITDA	46.25	46.84	35.48	27.21
股息率	0.11%	0.15%	0.13%	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。

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	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@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	lzr@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