2026 年 10 月 28 日

证券研究报告•2026 年三季报点评

四 方 达（300179）机械设备

当前价：27.89 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩增长明显提速，CVD 金刚石放量贡献增量

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营业收入 5.53 亿元，同比增长 35.77%，实现归母净利润 0.89 亿元，同比增长 48.80%，扣非归母净利润 0.77 亿元，同比增长 93.84%；其中 2026 年 Q3 单季度实现营业收入 1.79 亿元，同比增长 21.59%，归母净利润 0.10 亿元，同比增长 64.74%，扣非归母净利润 0.07 亿元，同比增长 301.58%，单季度利润同比持续改善。
- **精密加工业务增长提速，费用率下降推动盈利能力修复。**1）分业务来看，2026H1 公司资源开采/工程施工类实现收入 1.52 亿元，同比下降 3.47%；精密加工类实现收入 1.03 亿元，同比增长 31.15%，高端油气复合片持续推进进口替代，精密加工产品向电子信息、汽车零部件等高端制造领域拓展。2）毛利率方面，2026 年前三季度公司整体毛利率为 45.96%，较 2025 年全年提升 4.59pp。3）费用率方面，前三季度销售、管理、财务及研发费用率分别为 5.79%、9.30%、1.43%、9.08%，期间费用率合计 25.60%，较 2025 年全年下降 5.17pp，费用管控成效逐步显现。4）净利率方面，前三季度公司整体净利率为 12.28%，较 2025 年全年提升 6.56pp，盈利能力呈现修复趋势。
- **CVD 金刚石实现快速放量，功能性金刚石产业化加速。**2026H1 公司 CVD 金刚石类业务实现营收 0.64 亿元，同比增长 1031.90%，收入占比提升至 16.96%，毛利率达到 12.30%。公司已构建覆盖热学、光学、电子、珠宝及机械五大领域的产品体系，产品可应用于珠宝首饰、精密刀具、光学窗口、芯片热沉等场景。2026H1 河南天璇实现营收约 0.68 亿元，同比增长 588.8%，随着产品体系完善及销售渠道拓展，CVD 金刚石业务逐步由前期技术研发和产能建设向规模化销售阶段过渡。
- **沙雅 2.5 万片 CVD 项目稳步推进，功能性金刚石产能有望进一步提升。**2026 年 4 月，公司控股子公司河南天璇签署年产 2.5 万片 CVD 金刚石项目投资合同，项目计划总投资约 4.5 亿元，其中固定资产投资约 3.15 亿元，项目已通过股东会审议并完成项目公司注册。公司目前已具备自主 MPCVD 设备、CVD 金刚石生长工艺及高品质大尺寸超纯功能性金刚石稳定量产能力，随着后续项目建设及产能逐步释放，功能性金刚石规模化供应能力有望进一步提升。
- **盈利预测。**预计公司 2026-2028 年营收分别为 7.51、9.58、13.16 亿元，归母净利润分别为 1.45、2.19、3.28 亿元，EPS 分别为 0.30、0.45、0.67 元，对应 PE 分别为 93、62、41 倍。公司传统复合超硬材料业务稳健发展，高端产品持续推进进口替代，同时 CVD 金刚石业务向热管理、光学等高附加值领域拓展，随着客户验证推进及新增产能逐步释放，公司有望形成新的业绩增长点。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、市场需求波动风险、募投项目建设不及预期风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	566.90	750.67	957.60	1315.80
增长率	7.98%	32.42%	27.57%	37.41%
归属母公司净利润（百万元）	93.18	145.47	219.13	327.64
增长率	-20.77%	56.11%	50.63%	49.52%
每股收益 EPS（元）	0.19	0.30	0.45	0.67
净资产收益率 ROE	2.28%	8.11%	13.04%	19.15%
PE	145	93	62	41
PB	11.04	10.49	9.74	8.81

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

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：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.86
流通 A 股(亿股)	3.76
52 周内股价区间(元)	13.0-62.0
总市值(亿元)	135.47
总资产(亿元)	24.22
每股净资产(元)	2.41

相关研究

目 录

1 四方达：复合超硬材料龙头，CVD金刚石打开成长空间 1
1.1 深耕超硬材料二十余年，形成三大业务体系 1
1.2 传统业务稳健，CVD金刚石放量驱动业绩修复 3
2 盈利预测与估值 5
2.1 盈利预测 5
2.2 相对估值 6
3 风险提示 7

图 目 录

图 1：四方达发展历程 1
图 2：公司股权结构及对外投资情况 3
图 3：2026Q1-Q3 公司营收增速显著回升 4
图 4：2026 Q1-Q3 公司归母净利润恢复增长 4
图 5：2026 Q1-Q3 公司毛利率及净利率明显修复 4
图 6：2026 Q1-Q3 公司期间费用率整体下降 4
图 7：2026H1 CVD 业务放量推动公司收入结构多元化 5
图 8：四方达分业务毛利率 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 6
附表：财务预测与估值 8

1 四方达：复合超硬材料龙头，CVD 金刚石打开成长空间

1.1 深耕超硬材料二十余年，形成三大业务体系

河南四方达超硬材料股份有限公司（简称四方达，股票代码 300179）成立于 1997 年。现为高新技术企业、专精特新“小巨人”企业、绿色工厂、绿色供应链管理企业、河南省智能制造车间试点企业以及安全生产标准化三级企业。2011 年在深交所上市，成为中国聚晶金刚石行业上市公司。公司主营产品为石油/天然气钻探用聚晶金刚石复合片、煤田及矿山用聚晶金刚石复合片、切削刀具用聚晶金刚石复合片、聚晶金刚石拉丝模具、精密超硬刀具、潜孔钻头等，产品现已销售海内外 40 多个国家和地区。

公司发展历程可大致分为复合超硬材料积累、高端产品升级和功能性金刚石拓展三个阶段。

1）**复合超硬材料积累阶段：**公司前身为河南四方超硬材料有限公司，2008 年整体变更为河南四方达超硬材料股份有限公司，并于 2011 年完成首次公开发行。公司早期围绕聚晶金刚石复合片、聚晶金刚石及立方氮化硼等复合超硬材料持续进行技术和产品积累，逐步形成资源开采/工程施工类和精密加工类两大核心产品体系；

2）**高端产品升级阶段：**在资源开采领域，公司持续推动油气钻探用聚晶金刚石复合片向高端化发展，目前产品已覆盖软地层、中硬层、硬地层及含砾地层等多种地质结构，形成平齿、异形齿等较完整的产品组合。近年来公司高端油气复合片产品持续实现进口替代，进一步巩固其在国内石油、天然气钻探用高端齿领域的市场地位；

3）**功能性金刚石拓展阶段：**近年来公司依托控股子公司河南天璇向 CVD 金刚石产业链延伸，逐步构建自主 MPCVD 设备、CVD 金刚石生长工艺及后续产品开发能力，并将功能性金刚石作为未来重要战略发展方向，公司成长逻辑由传统复合超硬材料业务逐步向“传统业务+功能性金刚石”双轮驱动演进。

图 1：四方达发展历程



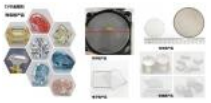
数据来源：四方达，西南证券整理

公司传统业务主要包括资源开采/工程施工类和精密加工类产品，复合超硬材料构成长期经营基本盘。资源开采/工程施工类产品主要面向石油、天然气、页岩气、煤炭和矿山开采，以及基建、道路施工等领域，其中油气开采类产品以石油/天然气钻探用聚晶金刚石复合片为主，作为 PDC 及 PCD 复合钻头的核心耗材，具备较高的耐磨性、抗冲击性和耐热性，可适应复杂地层环境并提升钻井效率；煤田、矿山类产品则广泛应用于煤炭开采、煤层气开采、地质勘探及矿山施工等场景。精密加工类产品主要利用金刚石、立方氮化硼等超硬材料的高硬度和耐磨特性，用于汽车零部件、装备制造、电子信息等领域的高精度、高效率加工，公司同时围绕拉丝模等细分产品持续拓展产品矩阵。

公司已形成以复合超硬材料为核心、CVD 金刚石为新增长点的多元产品体系。公司传统业务主要包括资源开采/工程施工类和精密加工类产品，其中资源开采/工程施工类产品主要应用于石油天然气、煤炭、矿山开采及工程施工等领域，精密加工类产品则面向汽车零部件、装备制造、电子信息等高精度加工场景，长期构成公司经营基本盘。在此基础上，公司依托控股子公司河南天璇向 CVD 金刚石产业链延伸，已具备自主 MPCVD 合成及加工设备、CVD 金刚石生长工艺及高品质大尺寸超纯 CVD 金刚石批量生产能力，产品应用进一步拓展至珠宝首饰、精密刀具、光学窗口、芯片热沉等领域。由此，公司当前已形成资源开采/工程施工类、精密加工类和 CVD 金刚石三大产品体系，产品结构由传统超硬材料制品逐步向功能性金刚石材料延伸。

表 1：公司主要产品

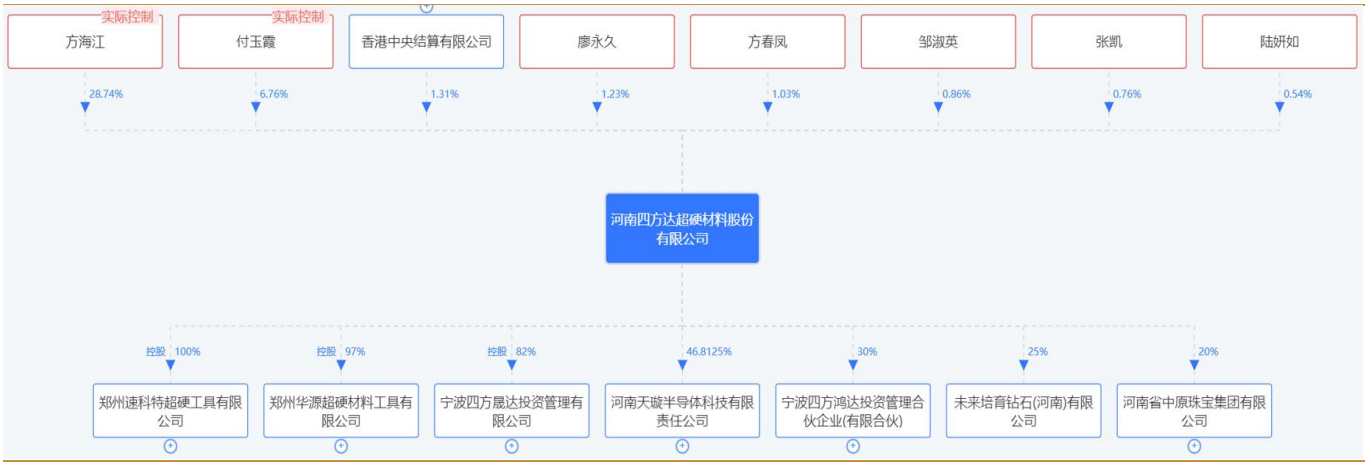
产品类别	产品名称	产品特性	产品用途	产品图示
资源开采/工程施工类产品	石油天然气钻探用聚晶金刚石复合片	采用优质金刚石和硬质合金，经高温高压烧结制成，具有高耐磨性、高抗冲击性和高热稳定性；通过不同齿形设计，可提升钻进效率及对复杂井下工况的适应能力。	主要作为石油/天然气钻井工程用钻头切削齿，适用于从软地层到极硬地层、硬夹层等复杂地层钻进，广泛应用于中高端石油天然气钻探市场。	
	煤田矿山钻探用聚晶金刚石复合片	采用优质金刚石和硬质合金，经高温高压烧结制成，具有进尺快、效率高、崩片少、经济实用等特点，兼顾钻探效率与使用成本。	主要用于煤田及矿山钻头制造，广泛应用于地质勘探、煤田钻采、矿山开采及相关机械加工工具等领域。	
精密加工类产品	PCD 标准刀具系列	聚晶金刚石刀片直径已由 38mm 迭代至 74mm，产品规格持续升级；公司结合材料与工具技术优势，并依托材料成本、刀具设计、精益生产及高精度激光加工能力，不断提升产品的一致性与稳定性。	主要作为高性能切削刀具材料，用于提升下游加工效率和加工稳定性，帮助客户实现降本增效。	
	PCBN-切削用立方氮化硼刀片	具有高硬度、高耐磨性、高热稳定性以及对铁族金属及其合金较好的化学惰性，加工后工件表面光洁度高，可实现“以车代磨”，提升加工效率并降低生产成本。	主要用于 HRC45—65 黑色金属材料加工，包括高速钢、轴承钢、铸铁等，广泛应用于刹车盘、发动机活塞、发动机气缸、刹车鼓、飞轮、阀座、传动装置及模具等零部件加工。	
	无支撑聚晶金刚石拉丝模坯	采用高温超高压工艺制备，兼具天然金刚石的高硬度、高耐磨性和良好导热性以及类似硬质合金的韧性，使用寿命长、制模加工效率高，耐热温度可达 700℃。	主要用于制造高精度拉丝模，可替代部分进口产品，适用于铜、铝、不锈钢及各类合金线材的拉拔加工。	

产品类别	产品名称	产品特性	产品用途	产品图示
CVD 金刚石	CVD 金刚石	拥有自主知识产权的 MPCVD 合成及加工设备和 CVD 金刚石生长工艺技术，具备高品质、大尺寸、超纯 CVD 金刚石批量生产能力。	主要应用于珠宝首饰、精密刀具、光学窗口、芯片热沉等先进制造及消费领域，并可进一步面向热学、光学、电子等功能性金刚石应用场景拓展。	

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构相对稳定，实际控制人具备深厚的超硬材料产业背景。截至目前，公司董事长方海江持有公司 28.74%的股份，为公司控股股东及实际控制人；付玉霞持股 6.76%，与方海江为夫妻关系及一致行动人。方海江为公司主要创始人，长期从事超硬材料及其制品的研发创新，1997 年至 2021 年 12 月长期担任公司董事长兼总经理，此后继续担任董事长，在公司战略发展、技术研发及产业布局过程中发挥核心作用。

图 2：公司股权结构及对外投资情况



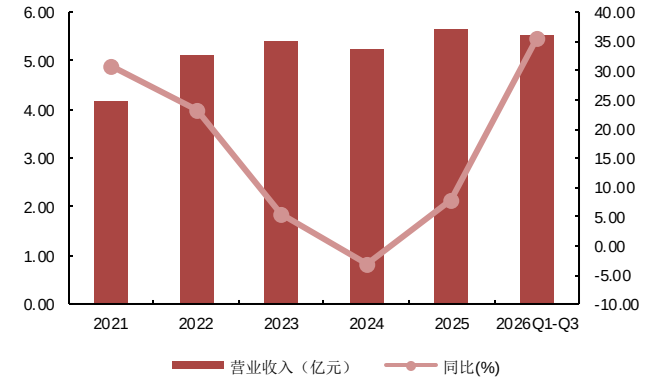
数据来源：Ifind，西南证券整理

1.2 传统业务稳健，CVD 金刚石放量驱动业绩修复

传统业务维持稳健，CVD 金刚石放量推动业绩增速回升。2021-2022 年，公司受益于资源开采/工程施工及精密加工业务增长，营业收入由 4.17 亿元提升至 5.14 亿元，归母净利润由 0.92 亿元提升至 1.54 亿元；2023 年以来传统业务增速有所放缓，同时 CVD 金刚石业务处于产业化投入和产能爬坡阶段，公司利润端阶段性承压。2025 年公司实现营业收入 5.67 亿元，同比增长 7.98%，归母净利润 0.93 亿元，同比下降 20.77%；2026 年前三季度，随着 CVD 金刚石业务逐步放量，公司实现营业收入 5.53 亿元，同比增长 35.77%，归母净利润 0.89 亿元，同比增长 48.80%，业绩增长明显提速。

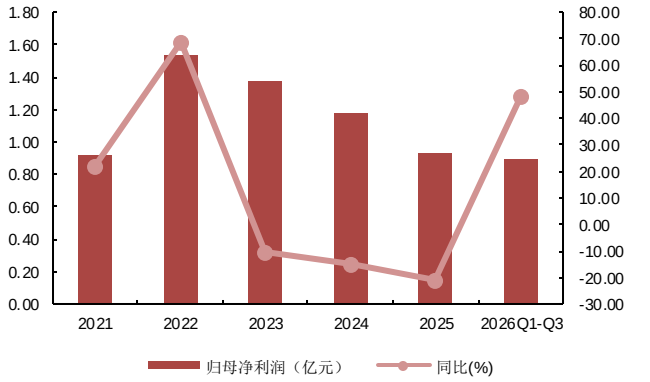
公司盈利能力逐步修复。2021-2022 年公司毛利率由 52.89%提升至 55.57%，净利率由 22.08%提升至 29.19%；受 CVD 业务前期产能利用率及生产成本影响，2025 年毛利率和净利率分别降至 41.37%和 5.72%。随着新业务放量及经营效率改善，2026 年前三季度公司毛利率回升至 45.96%，净利率提升至 12.28%，较 2025 年全年分别提高 4.59 和 6.56 个百分点。同期销售、管理、财务及研发费用率合计约 25.60%，较 2025 年全年下降 5.17 个百分点，盈利能力呈现改善趋势。

图 3：2026Q1-Q3 公司营收增速显著回升



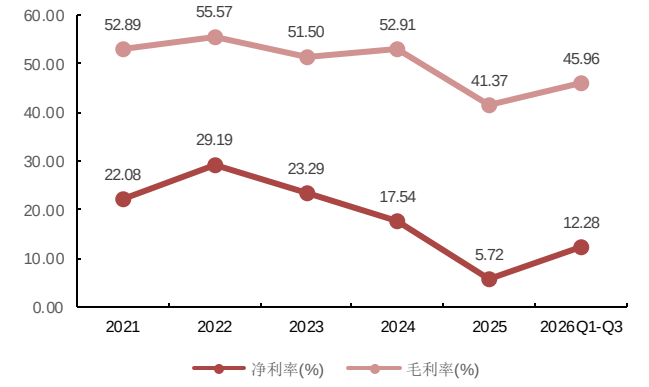
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2026 Q1-Q3 公司归母净利润恢复增长



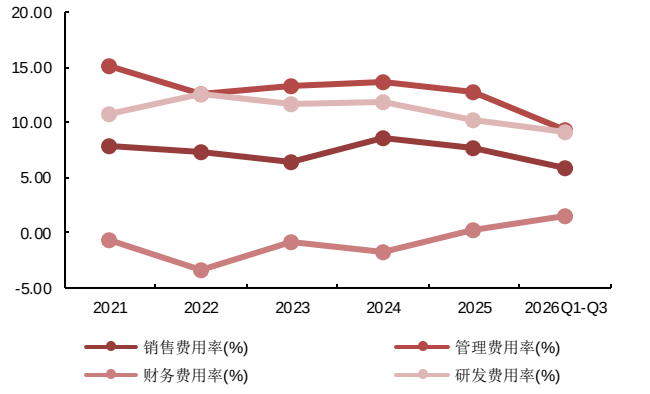
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2026 Q1-Q3 公司毛利率及净利率明显修复



数据来源：Wind，西南证券整理

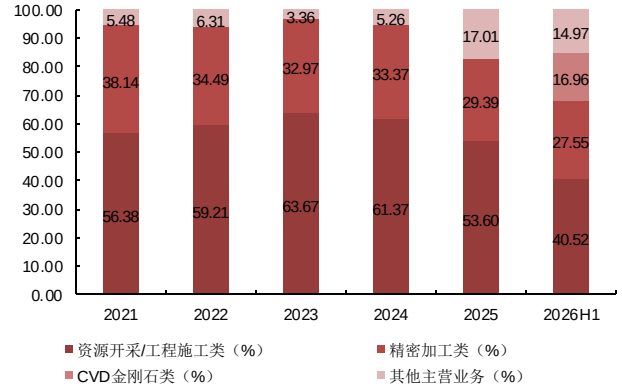
图 6：2026 Q1-Q3 公司期间费用率整体下降



数据来源：Wind，西南证券整理

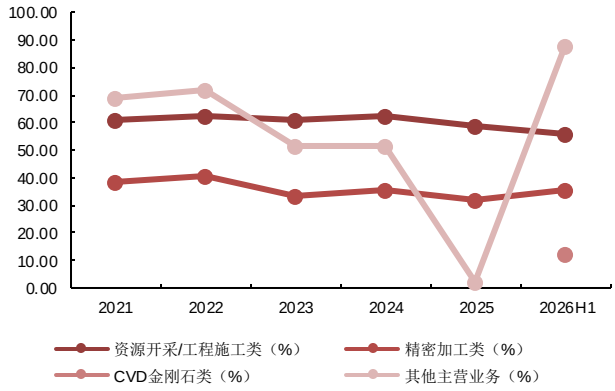
传统业务仍为公司收入和盈利的核心来源，CVD 放量推动业务结构逐步多元化。分业务来看，2021-2024 年资源开采/工程施工类产品收入占比整体维持在 56%—64%，2025 年为 53.60%；精密加工类产品收入占比由 2021 年的 38.14%下降至 2025 年的 29.39%，两类传统业务合计收入占比仍达到 82.99%。随着 CVD 金刚石等新业务逐步放量，其他主营业务收入占比由 2024 年的 5.26%提升至 2025 年的 17.01%。随着 CVD 金刚石业务逐步放量，公司于 2026H1 单独披露 CVD 金刚石类业务，收入占营业收入的 16.96%；其他主营业务收入占比为 14.97%，业务结构进一步向新业务倾斜。盈利能力方面，资源开采/工程施工类产品毛利率长期维持在较高水平，2025 年为 58.70%；精密加工类产品毛利率为 32.23%。受 CVD 业务仍处于产业化爬坡期、前期生产成本较高影响，2025 年其他主营业务毛利率降至 2.53%，短期对公司整体盈利能力形成一定拖累。2026H1 CVD 金刚石业务毛利率为 12.30%，盈利能力相较成熟传统业务仍有较大提升空间。

图 7：2026H1 CVD 业务放量推动公司收入结构多元化



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：四方达分业务毛利率



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：

资源开采/工程施工类：考虑公司油气钻探用聚晶金刚石复合片持续向高端化发展，产品已覆盖不同地质条件下的钻探需求，高端产品进口替代及海外市场拓展有望带动业务规模提升。预计该业务收入整体保持稳定，后续随着高端产品渗透率提升及客户拓展，收入增速有望逐步回升。预计 2026-2028 年该业务营业收入增速分别为 0.5%、10.0%、18.0%，预计同期毛利率分别为 58.0%、59.0%、59.5%。

精密加工类：考虑公司精密加工产品持续向高端化升级，受益于汽车制造、电子信息及高端装备等领域精密加工需求增长，传统业务有望保持较快增长。同时，公司积极拓展金刚石钻针等新产品，随着相关产品客户验证及市场导入逐步推进，有望进一步打开业务成长空间。预计 2026-2028 年该业务营业收入增速分别为 20.0%、30.0%、38.0%；随着高端产品占比提升、产能利用率提高及规模效应逐步释放，预计同期毛利率分别为 36.0%、37.0%、38.0%。

CVD 金刚石类：考虑公司依托河南天璇持续推进 CVD 金刚石产业化，相关产品逐步向热管理、光学及高端精密加工等领域拓展，随着下游客户验证推进及新增产能逐步释放，业务规模有望持续扩大。2026 年上半年该业务已实现营业收入 0.64 亿元，后续随着相关产品批量交付能力提升，有望逐步形成新的收入增长点。预计 2026 年该业务实现营业收入 1.20 亿元，2027-2028 年营业收入增速分别为 50.0%、55.0%；随着产能利用率提升、生产良率改善及单位制造成本下降，预计 2026-2028 年毛利率分别为 15.0%、16.0%、17.0%。

其他主营业务：考虑公司其他业务产品结构持续优化，相关配套产品及服务需求有望随着主营业务规模扩大而增长，同时高毛利业务占比提升有望带动收入及盈利贡献增长。假设后续相关业务保持增长、高毛利产品结构相对稳定，预计 2026-2028 年该业务营业收入增速分别为 30.0%、45.0%、55.0%；考虑 2026H1 公司其他主营业务毛利率达到 87.99%，假设后续业务结构保持相对稳定，高毛利产品占比维持较高水平，预计同期毛利率均为 80.0%。

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**	**566.9**	**750.7**	**957.6**	**1315.8**
	YoY	**8.0%**	**32.4%**	**27.6%**	**37.4%**
	营业成本	**332.4**	**383.3**	**489.0**	**670.8**
	毛利率	**41.4%**	**48.9%**	**48.9%**	**49.0%**
资源开采/工程施工类	营业收入	303.9	305.4	335.9	396.4
	YoY	-5.7%	0.5%	10.0%	18.0%
	营业成本	125.5	128.3	137.7	160.5
	毛利率	58.7%	58.0%	59.0%	59.5%
精密加工类	营业收入	166.6	200.0	259.9	358.7
	YoY	-4.9%	20.0%	30.0%	38.0%
	营业成本	112.9	128.0	163.8	222.4
	毛利率	32.2%	36.0%	37.0%	38.0%
CVD 金刚石类	营业收入	-	120.0	180.0	279.0
	YoY	-	-	50.0%	55.0%
	营业成本	-	102.0	151.2	231.6
	毛利率	-	15.0%	16.0%	17.0%
其他主营业务	营业收入	96.4	125.3	181.8	281.7
	YoY	249.3%	30.0%	45.0%	55.0%
	营业成本	94.0	25.1	36.4	56.3
	毛利率	2.5%	80.0%	80.0%	80.0%

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 7.51/9.58/13.16 亿元，归母净利润分别为 1.45/2.19/3.28 亿元，EPS 分别为 0.30/0.45/0.67 元，对应 2026 年 10 月 28 日收盘价 27.89 元的 PE 分别为 93/62/41 倍。我们选取国机精工、沃尔德作为可比公司，2 家可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 105 倍、80 倍、62 倍。考虑公司传统复合超硬材料业务稳健发展，高端产品持续推进进口替代，同时 CVD 金刚石业务逐步向热管理、光学等高附加值领域拓展，公司成长空间有望进一步打开。

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
002046.SZ	国机精工	56.76	0.49	0.48	0.67	0.85	88.94	117.37	84.83	67.01
688028.SH	沃尔德	87.31	0.63	0.94	1.15	1.54	103.08	92.81	75.68	56.74
平均值							96.01	105.09	80.26	61.88

数据来源：wind，西南证券整理

3 风险提示

原材料价格波动风险。公司主要原材料为金刚石单晶、金属触媒粉、石墨粉、顶锤等，公司直接材料占营业成本的比例较高，原材料的价格波动对公司生产成本的影响较大。金刚石单晶市场价格受市场供求关系的影响较大，金属触媒粉、顶锤等材料市场价格受镍、铜、铁等大宗金属市场价格影响较大。如果公司主要原材料价格大幅波动，将直接影响公司的生产成本，进而影响公司的经营业绩。

市场竞争加剧风险。培育钻石作为钻石消费的新兴选择，在品质、成本、环保和科技等方面优势明显，市场前景广阔，吸引了越来越多的国内外钻石生产商关注并进行生产布局，加剧了行业的竞争。如果公司不能在激烈的市场竞争中保持优势，将对未来经营业绩造成不利影响。

市场需求波动风险。人造金刚石产品终端应用广泛涵盖国民经济诸多领域，市场需求会受到宏观经济及政策等多方面因素的影响，如果未来出现宏观经济下滑、政策调整等不利因素造成下游行业景气程度变化或市场需求下降，将导致公司经营业绩的波动。

募投项目建设不及预期风险。公司结合当前市场环境、现有业务状况和未来发展战略等因素对募投项目进行了审慎、充分的可行性研究，但仍存在因市场环境发生变化、项目实施过程中发生不可预见因素等导致项目延期或无法实施，或者导致投资项目无法产生预期效益的可能性。如果项目无法实施或者不能达到预期效益，将对公司经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	566.90	750.67	957.60	1315.80
营业成本	332.38	383.29	489.03	670.85
营业税金及附加	11.11	11.85	15.64	22.68
销售费用	43.67	41.29	47.88	52.63
管理费用	129.51	135.12	162.79	197.37
财务费用	1.25	9.76	4.79	2.63
资产减值损失	-63.97	-55.00	-30.00	-25.00
投资收益	11.23	0.90	0.00	0.00
公允价值变动损益	25.91	13.08	13.17	13.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	38.13	128.34	220.64	358.13
其他非经营损益	-6.64	0.44	0.39	0.35
利润总额	31.49	128.77	221.02	358.48
所得税	-0.91	10.30	19.89	35.85
净利润	32.40	118.47	201.13	322.64
少数股东损益	-60.79	-27.00	-18.00	-5.00
归属母公司股东净利润	93.18	145.47	219.13	327.64

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	32.40	118.47	201.13	322.64
折旧与摊销	113.19	100.06	107.84	119.74
财务费用	1.25	9.76	4.79	2.63
资产减值损失	-63.97	-55.00	-30.00	-25.00
经营营运资本变动	-189.09	147.48	-175.53	-273.81
其他	58.94	2.40	40.20	22.39
经营活动现金流净额	-47.29	323.18	148.44	168.59
资本支出	95.19	-107.38	-120.00	-80.00
其他	-147.09	13.74	13.26	13.54
投资活动现金流净额	-51.90	-93.65	-106.74	-66.46
短期借款	-24.55	0.00	0.00	0.00
长期借款	249.04	220.00	200.00	180.00
股权融资	-6.46	0.00	0.00	0.00
支付股利	-96.63	-76.56	-119.53	-180.04
其他	47.28	-22.44	-4.79	-2.63
筹资活动现金流净额	168.68	121.00	75.69	-2.68
现金流量净额	70.20	350.53	117.39	99.45

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	494.71	845.25	962.63	1062.08
应收和预付款项	233.55	311.83	404.57	548.44
存货	474.69	336.73	485.35	757.78
其他流动资产	82.67	70.32	75.89	85.55
长期股权投资	5.28	5.01	5.01	5.01
投资性房地产	1.24	1.75	1.65	1.61
固定资产和在建工程	458.71	479.82	505.77	479.81
无形资产和开发支出	39.18	32.73	26.29	19.85
其他非流动资产	383.63	376.29	368.94	361.60
资产总计	2173.66	2459.72	2836.11	3321.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	263.21	305.77	390.12	535.21
长期借款	352.94	572.94	772.94	952.94
其他负债	133.56	120.35	130.78	148.71
负债合计	749.72	999.07	1293.85	1636.87
股本	485.72	485.72	485.72	485.72
资本公积	114.80	114.80	114.80	114.80
留存收益	637.31	706.22	805.83	953.42
归属母公司股东权益	1227.32	1291.03	1390.63	1538.23
少数股东权益	196.63	169.63	151.63	146.63
股东权益合计	1423.94	1460.66	1542.26	1684.85
负债和股东权益合计	2173.66	2459.72	2836.11	3321.72

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	7.98%	32.42%	27.57%	37.41%
营业利润增长率	-35.67%	236.59%	71.92%	62.32%
净利润增长率	-64.82%	265.68%	69.77%	60.41%
EBITDA 增长率	7.65%	56.11%	39.93%	44.18%
获利能力				
毛利率	41.37%	48.94%	48.93%	49.02%
三费率	30.77%	24.80%	22.50%	19.20%
净利率	5.72%	15.78%	21.00%	24.52%
ROE	2.28%	8.11%	13.04%	19.15%
ROA	1.49%	4.82%	7.09%	9.71%
ROIC	4.29%	13.49%	20.52%	26.41%
EBITDA/销售收入	26.91%	31.73%	34.80%	36.52%
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.32	0.36	0.43
固定资产周转率	1.18	1.82	2.39	3.10
应收账款周转率	2.60	2.95	2.86	2.96
存货周转率	0.68	0.77	0.99	0.94
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.45%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	34.49%	40.62%	45.62%	49.28%
带息债务/总负债	47.08%	57.35%	59.74%	58.22%
流动比率	4.09	4.55	4.40	4.08
速动比率	2.58	3.57	3.29	2.82
股利支付率	103.70%	52.63%	54.55%	54.95%
每股指标				
每股收益	0.19	0.30	0.45	0.67
每股净资产	2.53	2.66	2.86	3.17
每股经营现金	-0.10	0.67	0.31	0.35
每股股利	0.20	0.16	0.25	0.37

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	152.56	238.16	333.26	480.50
PE	145.38	93.12	61.82	41.35
PB	11.04	10.49	9.74	8.81
PS	23.90	18.05	14.15	10.30
EV/EBITDA	85.53	54.20	38.98	27.21
股息率	0.71%	0.57%	0.88%	1.33%

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