2026 年 10 月 30 日
证券研究报告•2026 年三季报点评

秦川机床（000837）机械设备

持有（首次）
当前价：9.37 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩稳步提升，Q3 利润大幅增长

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 34.34 亿元，同比增长 10.05%；归母净利润 6934.81 万元，同比增长 45.80%；扣非归母净利润 1361.41 万元，同比增长 1198.03%。2026Q3 实现营业收入 10.94 亿元，同比增长 8.43%；归母净利润 2295.52 万元，同比增长 593.55%；扣非归母净利润 489.09 万元，同比增长 152.15%。公司业绩稳步提升，Q3 利润大幅增长。
- **毛利率小幅改善，费用及减值影响利润。**2026 年前三季度公司综合毛利率 17.86%，同比提升 0.68pp，其中 Q3 毛利率 18.82%，同比提升 2.49pp。同期销售、管理、研发及财务费用率分别为 3.17%/7.74%/6.11%/0.07%，同比变动 -0.03/-0.18/+0.77/-0.03pp；Q3 单季度四项费用率分别为 3.27%/7.94%/6.86%/0.19%，同比变动-0.11/-0.25/+1.42/-0.02pp，合计期间费用率 18.26%，同比提升 1.05pp，主要系研发投入增加。前三季度其他收益 1.32 亿元，同比增长 69.86%，主要系政府补助增加；资产减值损失 1994.43 万元，同比增加 1969.16 万元，主要系存货跌价准备增加。
- **机床主业稳步增长，高端产品布局持续深化。**2026H1 公司机床类业务实现收入 11.85 亿元，同比增长 14.75%，占营业收入比重 50.64%，同比提升 1.73pp；零部件类业务实现收入 8.60 亿元，同比增长 7.90%，占比 36.76%，两项业务合计贡献收入 20.45 亿元，占比 87.40%。同期机床类毛利率 19.84%，同比提升 1.44pp；零部件类毛利率 9.82%，同比下降 2.51pp。公司持续推进精密磨齿机、五轴加工中心、数控车床及核心功能部件研发与产品升级。
- **经营现金流保持净流入，营运资本占用有所分化。**2026 年前三季度公司经营活动现金流量净额 1.64 亿元，同比增长 0.78%。截至 9 月末，公司存货 18.91 亿元，较年初下降 8.53%；应收账款 11.26 亿元，较年初增长 8.22%；合同负债 3.97 亿元，较年初下降 6.29%。同期投资活动现金流量净额-0.19 亿元，同比减少现金净流出 2.82 亿元，主要系技改项目投入减少。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.77/0.83/1.07 亿元，对应 PE 为 125/116/89 倍。考虑公司机床主业持续增长，高端数控机床及核心功能部件国产替代有望拓展中长期发展空间，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；国产替代及产品验证不及预期风险；政府补助变化及非经常性损益波动风险等。

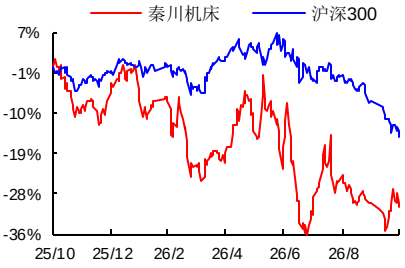
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4089.87	4524.20	5014.71	5483.81
增长率	5.96%	10.62%	10.84%	9.35%
归属母公司净利润（百万元）	52.89	76.94	83.00	107.31
增长率	-1.65%	45.46%	7.88%	29.30%
每股收益 EPS（元）	0.05	0.08	0.08	0.10
净资产收益率 ROE	1.07%	1.85%	2.00%	2.43%
PE	181	125	116	89
PB	1.96	1.95	1.94	1.92

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：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.23
流通 A 股(亿股)	10.07
52 周内股价区间(元)	8.58-13.73
总市值(亿元)	95.87
总资产(亿元)	100.41
每股净资产(元)	4.89

相关研究

目 录

1 精密机床与核心部件协同，高端制造拓展应用空间 1

1.1 省属国资控股，混改优化治理结构 1

1.2 机床主机与零部件并重，多品类产品覆盖工业制造需求 2

1.3 主业增长带动收入扩张，扣非盈利改善仍待巩固 5

2 盈利预测与估值 8

3 风险提示 9

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.....6
图 4：2021-2026Q3 公司归母净利润.....6
图 5：2021-2026H1 公司分产品收入占比.....6
图 6：2021-2026H1 公司分地区收入占比.....6
图 7：2021-2026Q3 公司毛利率和净利率情况.....7
图 8：2021-2026Q3 公司期间费用率情况.....7

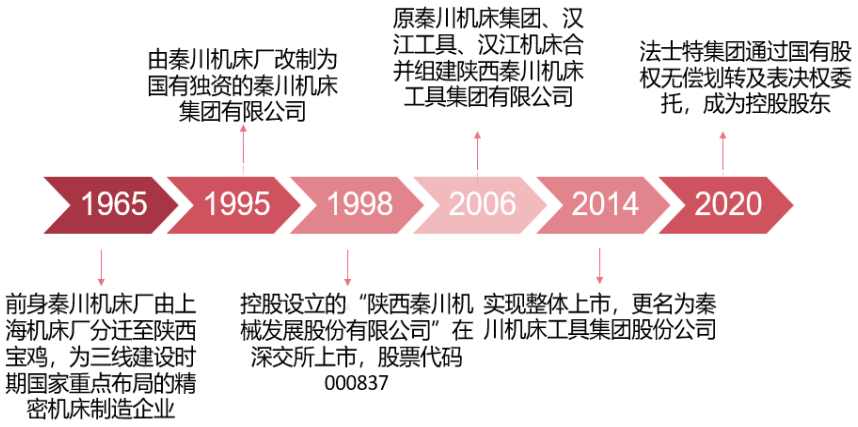
表 目 录

表 1：公司主要产品类型.....2
表 2：分产品收入及毛利率.....8
表 3：可比公司估值.....9
附表：财务预测与估值.....10

1 精密机床与核心部件协同，高端制造拓展应用空间

公司是中国机床工具行业骨干企业，中国精密数控机床与复杂工具研发制造基地，工业机器人关节减速器研发制造基地。公司前身为秦川机床厂，1965 年由上海机床厂分迁至陕西宝鸡，是三线建设时期国家重点布局的精密机床制造企业。1995 年由秦川机床厂改制为国有独资的秦川机床集团有限公司。1998 年，集团公司控股设立的“陕西秦川机械发展股份有限公司”在深圳证券交易所上市。2006 年，原秦川机床集团、汉江工具、汉江机床合并组建陕西秦川机床工具集团有限公司。2009 年增资控股宝鸡机床，实现陕西省机床工具行业优势企业强强联合。2014 年 11 月实现整体上市。2019 年与法士特集团开启全面战略合作，2020 年法士特成为控股股东。公司是中国机床工具行业品类最多、精密复杂程度最高、产业链最完整、综合竞争优势显著的企业之一。在复杂型面数字制造工艺装备、精密特种磨削装备、复杂刀具和精密传动部件等方面掌握国内领先技术。公司先后获得国家科技进步一等奖、二等奖、中国工业大奖项目表彰奖等多项荣誉，“秦川 QINCHUAN”商标荣获“中国驰名商标”称号。公司是陕西省数控机床产业链“链主”企业，核心成员单位纳入“宝汉天工业母机集群”国家级先进制造业集群。

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 省属国资控股，混改优化治理结构

公司为陕西省属国资控股企业，实际控制人为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会。法士特集团保持第一大股东地位，陕西省国资体系形成控制。截至 2026 年 9 月 30 日，公司第一大股东陕西法士特汽车传动集团有限责任公司持股 34.73%，持有股份 3.55 亿股；第二大股东陕西省产业投资有限公司持股 9.89%，持有股份 1.01 亿股，二者合计持股 44.62%。公司实际控制人为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会，法士特集团为控股股东，公司国资控股结构保持稳定。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年 9 月 30 日）



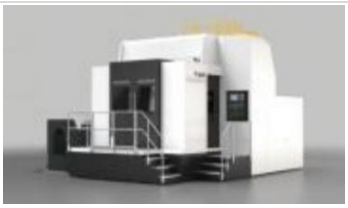
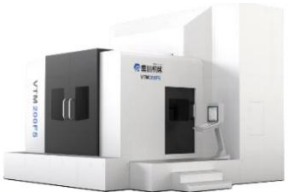
数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

1.2 机床主机与零部件并重，多品类产品覆盖工业制造需求

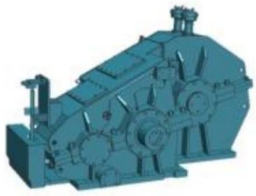
公司拥有机床工具行业品类最全的产品矩阵，在齿轮加工机床、螺纹磨床、加工中心、车削中心、外圆磨床等多个核心领域稳居国内第一梯队。公司已形成涵盖精密磨齿机、数控车床、五轴加工中心、龙门式车铣复合加工中心、数控磨床、测量设备、复杂刀具及滚动功能部件等多元化产品布局。完整产业链布局：公司具备主机带动、核心零部件支撑、智能制造及数控关键技术突破的完整产业链布局，在精密传动部件（工业机器人关节减速器）领域亦为国内重要研发制造基地。国家级创新平台：公司是国家级高新技术企业、创新型试点企业、制造业单项冠军企业，拥有多家国家级专精特新“小巨人”企业。“秦-法协同”机制：2019 年与法士特集团开启全面战略合作，依托“秦-法协同”机制打通产业链上下游。机器人关节减速器：公司是中国工业机器人关节减速器研发制造基地，在该领域处于国内领先地位。

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
	精密磨齿机	 	该系列产品可用于齿轮类零件的加工。主要适用于汽车、工程机械、海洋工程、机床、石油化工等领域。在新能源汽车、精密减速器领域广泛应用。2 数控车床 CK/BL 系列该系列数控车床产品可配置多种数控系统，用于高精、高速复合加工。主要适用于新能源、半导体、靶材、汽车、机械、摩托车、电机、轴承、液压等领域

产品类型	主要产品	图例	产品结构及特性
数控车床	CK/BL 系列		该系列数控车床产品可配置多种数控系统，用于高精、高速复合加工。主要适用于新能源、半导体、靶材、汽车、机械、摩托车、电机、轴承、液压等领域
加工中心	五轴卧式加工中心（SAJO 系列）		该系列产品可用于箱体类、盘环类、板类等零件的多面精密复杂加工。主要适用于汽车零部件、模具、燃气轮机、工程机械、电机等领域典型零件的加工
	五轴立式铣车（车铣）复合加工中心		该系列产品可用于回转体、复杂曲面、多面体类零件的精密铣、车复合加工。主要适用于风电、医疗器械、汽车工业、能源等领域
	五轴卧式车铣（铣车）复合加工中心		该系列产品可用于对复杂轴类零件等精密车铣复合加工。主要适用于风电、能源、油气、螺杆、曲轴及通用加工领域
	龙门式车铣复合加工中心		该系列产品可用于铸铁、铝合金、钛合金等金属材料和玻璃钢、碳纤维、陶瓷等复合材料加工。主要适用于海洋工程、汽车、工程机械、风电等行业形状复杂零件的加工
精密磨床	数控外螺纹磨床		该系列产品可用于高端滚珠丝杠副、螺杆副、精密蜗杆等产品的精密磨削加工。主要适用于滚动功能部件、汽车（含新能源）零部件、减速机行业、环塞规、机器人等领域
	数控内螺纹磨床		该系列产品可用于各种螺母内螺纹滚道的精密磨削加工，主要适用于滚动功能部件、汽车零部件、减速机行业、新能源、环塞规、机器人等领域
	外圆磨床		该系列产品可用于磨削多台阶轴类、带肩面的轴类及盘类零件，主要适用于汽车、工程机械、轨道交通、光伏、钢铁、印刷机械、新能源等行业

产品类型	主要产品	图例	产品结构及特性
自动化产线			根据用户需求及工件特征，通过定制化开发、模块化设计进行产线整体集成，实现工件自动化加工。自动化产线适用于各行业零件机械加工领域
测量设备	轴类测量机		该系列产品主要用于轴类零件直径、长度、角度等形位公差的检测与分析。广泛应用于汽车零部件、减速器、电子和精密仪器、机器人领域精密回转类零件检测
滚动功能部件	滚珠丝杠		该系列产品可用于将旋转运动转换为直线运动，定位精度及转动效率高，适用于数控机床、轨道交通、汽车制造、机械制造、塑料机械、机器人、自动化、医疗、金属冶炼等领域设备传动部件
	滚动直线导轨		该产品可用于机床装备、各种机械设备、自动化行业以及汽车制造等领域
高端复杂刀具			该系列产品分为滚齿刀具、插（车）齿刀具、剃齿刀具、拉削刀具、工装螺纹刀具。主要用于汽车、新能源、机器人、智能家电、工程机械、机床等高端制造行业
工业机器人关节减速器	E、C、F、N、一体机		该产品有 6 大系列、50 多种规格、200 多种速比、200 多种连接方式，主要应用在工业机器人、精密转台、机床刀塔、机床 ATC 刀库、医疗器械等各个工业领域，已实现批量生产和销售，可满足国内外用户 5kg~1000kg 不同机器人及自动化应用的减速器选型需求
齿轮箱系列			该系列产品作为自动扶梯与人行道系统的动力核心组件，承担着将电机电能高效转化为机械能的关键任务，为扶梯的平稳、安全运行提供坚实保障。广泛部署于地铁站、高铁站、景区、机场、剧院、商场、过街天桥等人员流动密集的公共区域

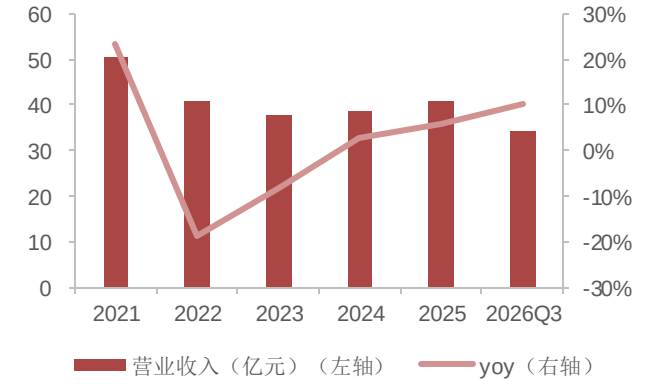
产品类型	主要产品	图例	产品结构及特性
			该系列齿轮箱为钻机绞车、海洋升降平台、汽车试验台等核心传动部件。主要用于石油钻采、海工平台、汽车试验台架等领域
传动齿轮	汽车齿轮		该产品用于轻中重型商用车、新能源汽车领域等变速箱零部件，加工精度可达到 3-4 级，部分精度项次达到 1-2 级，可满足齿轮对高转速、高承载、啮合精度以及噪声的性能需求
	通用齿轮		该产品广泛应用于各类工业机械设备，如机床、矿山设备、起重设备等，提供高负载和高精度的传动解决方案
数控系统			该系列产品可配套数控齿轮机床、五轴加工中心等多品种高端数控机床

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

1.3 主业增长带动收入扩张，扣非盈利改善仍待巩固

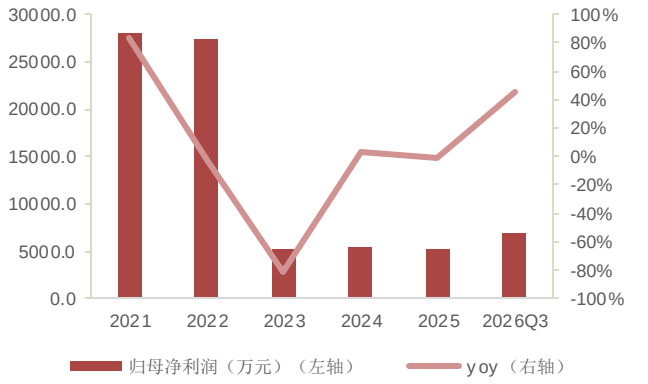
收入规模稳步恢复，利润波动反映盈利基础仍较薄弱。 公司 2021-2025 年分别实现营业收入 50.52/41.01/37.61/38.60/40.90 亿元，2022-2025 年同比变化分别为-18.83%/-8.29%/+2.62%/+5.96%；同期归母净利润分别为 2.81/2.75/0.52/0.54/0.53 亿元。2026 年前三季度实现营业收入 34.34 亿元，同比增长 10.05%；归母净利润 6934.81 万元，同比增长 45.80%；扣非归母净利润 1361.41 万元，同比增长 1198.03%。其中 Q3 单季度营业收入 10.94 亿元，同比增长 8.43%；归母净利润 2295.52 万元，同比增长 593.55%。公司收入增长与利润改善趋势有所体现，但前三季度扣非归母净利率仅 0.40%，主营业务盈利能力仍有待进一步提升。

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

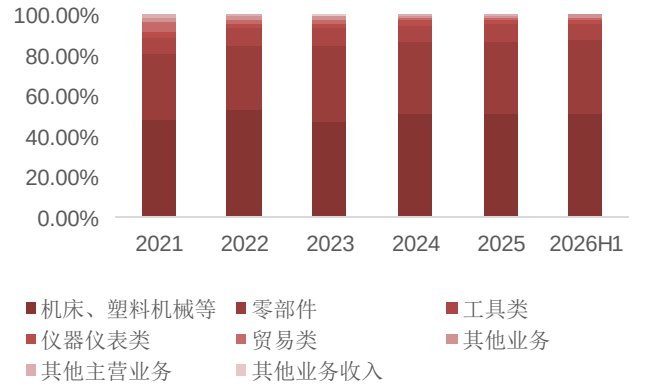


数据来源：iFinD，西南证券整理

机床及零部件贡献主要收入，高端机床业务增长相对较快。 2025 年公司机床类业务实现收入 20.64 亿元，同比增长 6.02%，收入占比 50.48%；零部件类收入 14.72 亿元，同比增长 7.14%，占比 35.99%；工具类收入 3.70 亿元，同比增长 13.60%，占比 9.05%。2026H1 公司机床类业务实现收入 11.85 亿元，同比增长 14.75%，收入占比提升至 50.64%；零部件类实现收入 8.60 亿元，同比增长 7.90%，占比 36.76%；工具类收入 1.93 亿元，同比增长 5.98%，占比 8.26%；仪器仪表类收入 0.44 亿元，同比增长 14.65%。机床类及零部件类业务合计占收入 87.40%，仍为主要经营基础。机床主业收入增长高于公司整体，反映机床类产品对上半年收入增长的贡献相对更大；但零部件类收入规模较大，其盈利水平对综合毛利率仍具有重要影响。

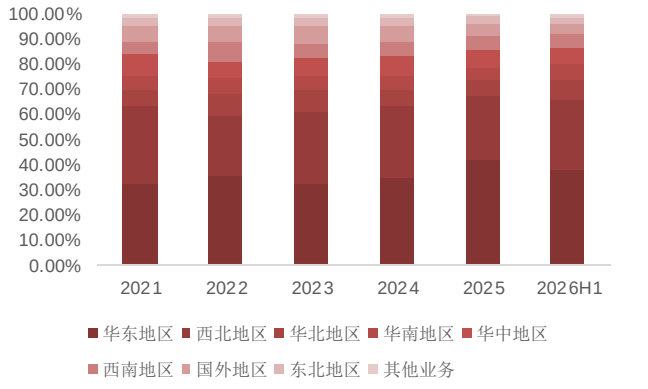
国内市场占据主要地位，华东与西北构成核心区域。 2025 年公司华东地区收入 17.03 亿元，占营业收入 41.64%；西北地区收入 10.44 亿元，占比 25.54%，两地区合计占比 67.18%。2026H1 公司华东地区收入 8.86 亿元，同比增长 6.01%，占比 37.86%；西北地区收入 6.51 亿元，同比增长 2.83%，占比 27.80%；两地区合计占比 65.66%。同期华南、华北及华中地区收入分别为 1.55/1.75/1.48 亿元，同比增长 48.54%/34.17%/17.38%。国外地区实现收入 0.94 亿元，同比增长 31.00%，收入占比 4.01%。公司销售仍以国内市场为主，区域结构呈现华东、西北集中及其他地区逐步拓展的特征。由于海外业务占比仍低，其对当前收入及利润的直接贡献相对有限。

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

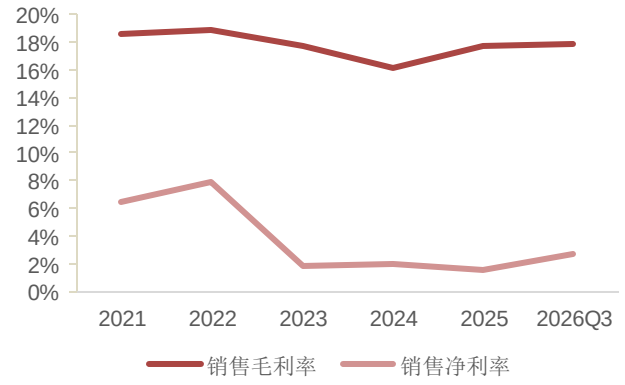


数据来源：iFind，西南证券整理

机床毛利率改善，零部件盈利承压仍制约整体利润率。公司 2026 年前三季度综合毛利率 17.86%，同比提升 0.68pp，其中 Q3 单季度毛利率 18.82%，较上半年提升 1.41pp。分产品看，2026H1 机床类毛利率 19.84%，同比提升 1.44pp；零部件类毛利率 9.82%，同比下降 2.51pp，二者毛利率相差 10.02pp。2025 年机床类、零部件类业务毛利率分别为 19.98%和 10.54%，零部件类业务长期处于相对较低的毛利率水平。前三季度归母净利率 2.02%，同比有所改善，但扣非归母净利率仅 0.40%，非经常性损益仍对归母净利润形成较大贡献。公司利润持续改善仍需要机床业务毛利率提高、零部件成本控制及费用效率优化共同支撑。

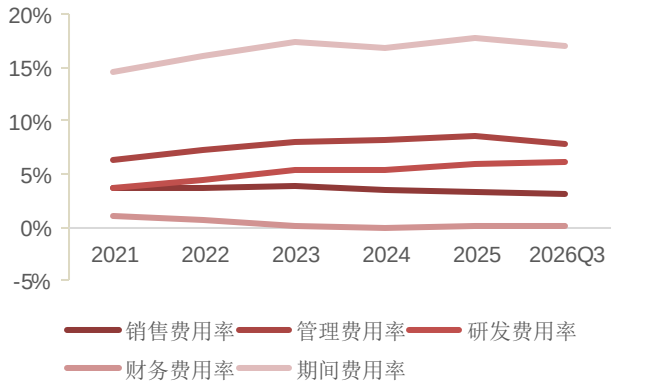
研发投入增加，政府补助及资产减值对利润形成较大影响。2026 年前三季度公司销售费用率 3.17%；管理费用率 7.74%；研发费用 2.10 亿元，同比增长 26.01%，研发费用率 6.11%。四项期间费用率合计约 17.08%，同比提高约 0.55pp，研发投入增加是期间费用增长的重要原因。同期其他收益 1.32 亿元，同比增长 69.86%，主要系政府补助增加；信用减值损失-823.15 万元，损失较上年同期减少 367.09 万元；资产减值损失-1994.43 万元，较上年同期增加 1969.16 万元损失，主要系存货跌价准备计提增加。前三季度归母净利润 6934.81 万元，而扣非归母净利润仅 1361.41 万元，两者差额 5573.40 万元，占归母净利润约 80.37%，政府补助等非经常性因素对利润影响仍然较大。

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：机床业务稳定增长，产品结构优化支撑盈利水平。2026H1 公司机床类业务收入 11.85 亿元，同比增长 14.75%。随着精密磨齿机、数控车床及加工中心等产品拓展，预计 2026-2028 年机床类收入同比增长 13.5%/12.0%/10.0%，毛利率 20.6%/21%/21.4%。

假设 2：零部件业务稳步扩张，成本压力仍有待缓解。2026H1 公司零部件业务收入 8.60 亿元，同比增长 7.90%，毛利率 9.82%，同比下降 2.51pp。考虑齿轮及核心传动部件应用拓展，预计 2026-2028 年收入同比增长 8.0%/10.0%/9.0%，毛利率 10.2%/10.8%/11.2%。

假设 3：工具及仪器业务有序拓展，高端产品提供结构优化空间。预计 2026-2028 年工具类收入同比增长 7.5%/9.0%/8.0%，毛利率 21.5%/22.0%/22.5%；仪器仪表类收入同比增长 12.0%/8.0%/7.0%，毛利率 26.0%/26.5%/27.0%。

假设 4：其他业务审慎预测，综合毛利率稳中有升。预计 2026-2028 年贸易类及其他收入同比增长-30.0%/5.0%/5.0%，毛利率 23.0%/23.0%/23.5%；其他业务收入同比增长 25.0%/8.0%/8.0%，毛利率 78.0%/77.0%/76.0%。

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
机床、塑料机械等	收入	2064.47	2343.2	2624.4	2886.8
	增速	6.0%	13.5%	12.0%	10.0%
	成本	1652.06	1860.5	2073.2	2269.0
	毛利率	20.0%	20.6%	21.0%	21.4%
零部件	收入	1471.86	1589.6	1748.6	1905.9
	增速	7.1%	8.0%	10.0%	9.0%
	成本	1,316.68	1427.5	1559.7	1692.5
	毛利率	10.5%	10.2%	10.8%	11.2%
工具类	收入	370.0	397.8	433.6	468.2
	增速	13.6%	7.5%	9.0%	8.0%
	成本	290.5	312.2	338.2	362.9
	毛利率	21.5%	21.5%	22.0%	22.5%
仪器仪表类	收入	89.5	100.3	108.3	115.9
	增速	0.6%	12.0%	8.0%	7.0%
	成本	66.0	74.2	79.6	84.6
	毛利率	26.2%	26.0%	26.5%	27.0%
贸易类及其他	收入	43.8	30.7	32.2	33.8
	增速	-30.2%	-30.0%	5.0%	5.0%
	成本	32.4	23.6	24.8	25.9
	毛利率	26.0%	23.0%	23.0%	23.5%
其他业务	收入	50.2	62.7	67.7	73.1
	增速	-18.3%	25.0%	8.0%	8.0%

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
	成本	10.2	13.8	15.6	17.5
	毛利率	79.7%	78.0%	77.0%	76.0%
合计	收入	4089.9	4524.2	5014.7	5483.8
	增速	6.0%	10.6%	10.8%	9.4%
	成本	3367.9	3711.8	4091.1	4452.4
	毛利率	17.7%	18.0%	18.4%	18.8%

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同属于工具、机床赛道的海天精工、乔锋智能、创世纪作为可比公司。从 PE 的角度看，2026-2028 年，可比公司平均估值为 22/16/13 倍。

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 45.24/50.15/54.84 亿元，同比增长 10.62/10.84/9.35%；归母净利润分别为 0.77/0.83/1.07 亿元，对应 PE 为 125/116/89 倍。考虑公司机床主业持续增长，高端数控机床及核心功能部件国产替代有望拓展中长期发展空间，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
601882.SH	海天精工	111.76	21.41	0.82	0.99	1.15	1.31	23.68	21.63	18.62	16.34
301603.SZ	乔锋智能	124.15	102.81	2.91	4.77	7.15	9.07	26.03	21.55	14.38	11.34
300083.SZ	创世纪	177.70	10.45	0.09	0.43	0.67	0.92	107.04	24.30	15.60	11.36
平均值								52.25	22.49	16.20	13.01

数据来源：Wind，西南证券整理（截至 2026 年 10 月 30 日）。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期。

3 风险提示

下游需求不及预期风险；国产替代及产品验证不及预期风险；政府补助变化及非经常性损益波动风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	4089.87	4524.20	5014.71	5483.81
营业成本	3367.88	3711.82	4091.13	4452.41
营业税金及附加	45.91	50.79	56.29	61.56
销售费用	134.03	142.51	155.46	164.51
管理费用（含研发费用）	587.81	626.60	661.94	707.41
财务费用	4.75	6.82	10.25	15.97
资产减值损失	-81.46	-32.00	-35.00	-38.00
投资收益	8.72	6.00	6.00	7.00
公允价值变动损益	-0.53	0.50	0.50	0.50
其他经营损益	192.16	160.00	120.00	110.00
营业利润	68.39	120.16	131.14	161.44
其他非经营损益	0.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	69.00	120.16	131.14	161.44
所得税	9.48	16.22	18.14	22.13
净利润	59.52	103.94	113.00	139.31
少数股东损益	6.62	27.00	30.00	32.00
归属母公司股东净利润	52.89	76.94	83.00	107.31

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	59.52	103.94	113.00	139.31
折旧与摊销	232.42	247.83	261.19	274.58
财务费用	4.75	6.82	10.25	15.97
资产减值损失	-81.46	-32.00	-35.00	-38.00
经营营运资本变动	-38.48	-21.17	-305.45	-216.56
其他	140.60	29.33	53.99	49.01
经营活动现金流净额	317.36	334.76	97.97	224.31
资本支出	-303.10	-260.00	-285.00	-315.00
其他	-148.42	11.88	-23.52	-17.51
投资活动现金流净额	-451.52	-248.12	-308.52	-332.51
短期借款	-273.48	91.45	157.17	310.26
长期借款	-113.87	-60.00	-30.00	-20.00
股权融资	118.04	0.00	0.00	0.00
支付股利	-30.69	-36.50	-53.09	-57.27
其他	64.32	-154.33	-30.25	-30.97
筹资活动现金流净额	-235.69	-159.38	43.83	202.02
现金流量净额	-369.39	-72.75	-166.72	93.82

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1242.41	1169.66	1002.94	1096.76
应收和预付款项	1431.15	1490.87	1667.59	1843.13
存货	2067.68	2098.75	2460.85	2753.33
其他流动资产	722.52	803.87	842.21	862.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	1.82	1.71	1.73	1.74
固定资产和在建工程	3660.76	3654.59	3665.87	3694.56
无形资产和开发支出	538.90	558.70	573.50	588.31
其他非流动资产	387.55	438.09	457.82	476.75
资产总计	10052.79	10216.24	10672.51	11317.31
短期借款	328.55	420.00	577.17	887.43
应付和预收款项	2288.15	2468.57	2724.52	2977.13
长期借款	135.93	75.93	45.93	25.93
其他负债	1762.21	1641.91	1665.15	1690.04
负债合计	4514.84	4606.41	5012.77	5580.53
股本	1023.15	1023.15	1023.15	1023.15
资本公积	3030.31	3030.31	3030.31	3030.31
留存收益	873.39	913.83	943.74	993.79
归属母公司股东权益	4880.72	4925.59	4945.50	4990.55
少数股东权益	657.24	684.24	714.24	746.24
股东权益合计	5537.96	5609.83	5659.74	5736.78
负债和股东权益合计	10052.79	10216.24	10672.51	11317.31

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	5.96%	10.62%	10.84%	9.35%
营业利润增长率	-21.07%	75.70%	9.14%	23.11%
净利润增长率	-19.88%	74.63%	8.72%	23.29%
EBITDA 增长率	0.68%	22.66%	7.41%	12.27%
获利能力				
毛利率	17.65%	17.96%	18.42%	18.81%
三费率	11.90%	17.15%	16.50%	16.19%
净利率	1.46%	2.30%	2.25%	2.54%
ROE	1.07%	1.85%	2.00%	2.43%
ROA	0.59%	1.02%	1.06%	1.23%
ROIC	1.21%	2.04%	2.15%	2.54%
EBITDA/销售收入	7.47%	8.28%	8.03%	8.24%
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.45	0.48	0.50
固定资产周转率	1.31	1.41	1.52	1.62
应收账款周转率	3.53	3.63	3.62	3.60
存货周转率	1.47	1.54	1.58	1.52
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.22%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	44.91%	45.09%	46.97%	49.31%
带息债务/总负债	10.29%	10.77%	12.43%	16.37%
流动比率	1.55	1.51	1.45	1.39
速动比率	0.96	0.94	0.85	0.81
股利支付率	58.03%	47.44%	63.96%	53.37%

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	305.56	374.81	402.58	451.99
PE	181.25	124.61	115.51	89.33
PB	1.96	1.95	1.94	1.92
PS	2.34	2.12	1.91	1.75
EV/EBITDA	28.00	22.74	21.80	19.78
股息率	0.32%	0.38%	0.55%	0.60%

每股指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.05	0.08	0.08	0.10
每股净资产	4.77	4.81	4.83	4.88
每股经营现金	0.31	0.33	0.10	0.22
每股股利	0.03	0.04	0.05	0.06

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