2026 年 11 月 04 日

证券研究报告•2026 年三季报点评

九州一轨（688485）机械设备

买入（首次）

当前价：76.57 元

目标价：93.10 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

三季度业绩显著修复，晶禧并表驱动业绩增长

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 2.39 亿元，同比增长 77.87%；归母净利润 0.01 亿元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润 0.02 亿元，同比扭亏为盈。其中 Q3 单季实现营业收入 1.45 亿元，同比增长 209.73%；归母净利润 0.19 亿元，扣非归母净利润 0.20 亿元，业绩明显修复，主要受益于晶禧半导体并表以及工程总包、生态修复等新业务开展。
- **三季度收入大幅增长，费用率下降推动盈利能力修复。**1）收入方面，2026Q3 公司实现营业收入 1.45 亿元，同比增长 209.73%，收入规模明显扩大。2）毛利率方面，Q3 公司整体毛利率为 36.62%，同比下降 3.35pp，环比下降 2.90pp，受业务结构变化等因素影响仍存在一定波动。3）费用率方面，前三季度期间费用率合计 28.93%，同比下降 10.74pp，收入增长带来的费用摊薄效应逐步体现。4）净利润方面，Q3 实现归母净利润 0.19 亿元，扣非归母净利润 0.20 亿元，均实现同比扭亏为盈。整体来看，公司三季度收入规模显著扩大，费用率下降叠加新业务利润贡献，推动经营业绩明显修复。
- **晶禧半导体并表贡献业绩，硅光精密加工业务打开成长空间。**公司于 2026 年 6 月完成晶禧半导体 100%股权收购，正式切入半导体晶圆精密加工领域，业务涵盖激光隐形切割、晶圆减薄及分选检测等环节。2026 年前三季度晶禧半导体累计贡献并表收入 0.46 亿元、净利润 0.25 亿元，成为公司业绩修复的重要驱动力。公司依托晶禧半导体在硅光晶圆精密加工领域的技术积累及客户资源，持续拓展 AI 算力、光通信等下游应用。2026 年 10 月晶禧半导体与光模块头部客户签订金额约 3407 万元的晶圆划片代加工合同，进一步验证业务订单承接能力。
- **半导体产能扩张持续推进，金刚石业务布局拓宽成长边界。**公司拟投资不超过 6.3 亿元建设先进半导体晶圆激光隐形切割产业化项目，其中设备投资预计不超过 6 亿元，项目规划于 2027Q1 完成生产线建设并逐步投产，有望进一步提升半导体精密加工业务的交付能力。同时，公司通过参股通创九州布局金刚石芯片基板业务，并承接其金刚石芯片基板建设项目（一期）总承包合同，合同金额约 1.07 亿元。随着半导体精密加工产能逐步释放及金刚石相关项目推进，公司业务布局有望由传统轨交减振降噪向半导体先进制造及功能材料领域延伸，培育新的业绩增长点。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 3.40/8.46/14.83 亿元，归母净利润分别为 0.31/2.00/4.57 亿元，EPS 分别为 0.21/1.33/3.04 元，对应 PE 分别为 366/57/25 倍。考虑公司轨交减振降噪主业稳步发展，晶禧半导体并表贡献业绩增量，硅光晶圆精密加工业务受益于 AI 算力及高速光通信需求增长，叠加产能扩张推动业务规模化发展，给予公司 2027 年 70 倍 PE，对应目标价 93.10 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济及基础设施投资不及预期风险、市场竞争加剧风险、行业景气度及下游需求波动风险、项目建设及产能释放不及预期风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	227.40	340.07	846.37	1483.15
增长率	-36.67%	49.55%	148.88%	75.24%
归属母公司净利润（百万元）	-14.45	31.47	200.15	456.84
增长率	-229.59%	317.77%	536.01%	128.25%
每股收益 EPS（元）	-0.10	0.21	1.33	3.04
净资产收益率 ROE	-1.39%	2.35%	3.16%	23.92%
PE	-796	366	57	25
PB	9.17	8.41	7.38	5.88

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)	1.50
流通 A 股(亿股)	1.50
52 周内股价区间(元)	14.54~129.80
总市值(亿元)	115.08
总资产(亿元)	18.70
每股净资产(元)	9.11

相关研究

目 录

1 九州一轨：轨交主业筑基，半导体新业务打开成长空间 1

1.1 深耕轨交减振降噪，外延布局半导体与金刚石新材料 1

1.2 三季度业绩明显回升，业务结构优化推动盈利修复 6

2 盈利预测与估值 8

2.1 盈利预测 8

2.2 相对估值 10

3 风险提示 10

图 目 录

图 1：九州一轨发展历程 2
图 2：股权结构较为分散，全资控股与战略参股相结合完善业务布局 6
图 3：2026Q1-Q3 公司营业收入增速明显回升 7
图 4：2026Q1-Q3 公司归母净利润增速显著改善 7
图 5：2026Q1-Q3 公司毛利率及净利率同步修复 7
图 6：2026Q1-Q3 公司期间费用率整体下降 7
图 7：2026H1 公司业务结构逐步多元化 8
图 8：2026H1 公司主要产品毛利率呈现分化 8

表 目 录

表 1：公司轨道交通减振降噪业务产品矩阵 2
表 2：公司轨道声纹监测及智慧运维产品体系 4
表 3：晶禧半导体已形成多环节晶圆精密加工产品体系 5
表 4：分业务收入及毛利率 9
表 5：可比公司估值 10
附表：财务预测与估值 11

1 九州一轨：轨交主业筑基，半导体新业务打开成长空间

1.1 深耕轨交减振降噪，外延布局半导体与金刚石新材料

公司成立于 2010 年，2023 年在科创板上市。公司以声学研究为基础，运用减振降噪系列技术和产品实现噪声振动污染精准物理防治；基于防治主体的声纹信息属性，自主研发了声纹在线监测与智慧运维系统，广泛应用于轨道交通、工业与民用建筑、机械装备等多个领域。2026 年，公司通过收购晶禧半导体切入半导体晶圆精密加工，重点布局硅光晶圆激光隐形切割、减薄、检测及分选等环节，进一步拓展 AI 高速光通信相关业务；公司参股江苏通用，并与其共同设立通创九州，向金刚石芯片基板及热管理材料领域延伸，逐步形成“轨交主业+晶圆精密加工+金刚石新材料”的业务布局。

九州一轨发展历程可大致分为初创与技术积累、资本引入与上市发展、新兴业务拓展三个阶段。

1）初创与技术积累阶段（2010-2015 年）：公司于 2010 年成立，注册资本 2000 万元，早期主要聚焦轨道交通减振降噪领域，围绕钢弹簧浮置道床隔振系统开展技术研发与产品产业化。2011 年，公司实现阻尼钢弹簧浮置道床隔振技术产业化，逐步建立轨道交通减振产品的技术与制造基础。2012 年，公司钢弹簧预制短板研发取得突破，并获得北京市科学技术奖一等奖，进一步提升核心产品的技术竞争力。随着相关技术逐步成熟，公司持续完善钢弹簧浮置道床系统及预制构件等产品布局，推动减振技术向实际工程应用转化。2015 年，公司建成北京房山窦店智能化生产工厂，进一步提升减振产品的规模化生产和交付能力，初步形成集技术研发、产品制造与工程应用于一体的业务体系，为后续市场拓展奠定基础；

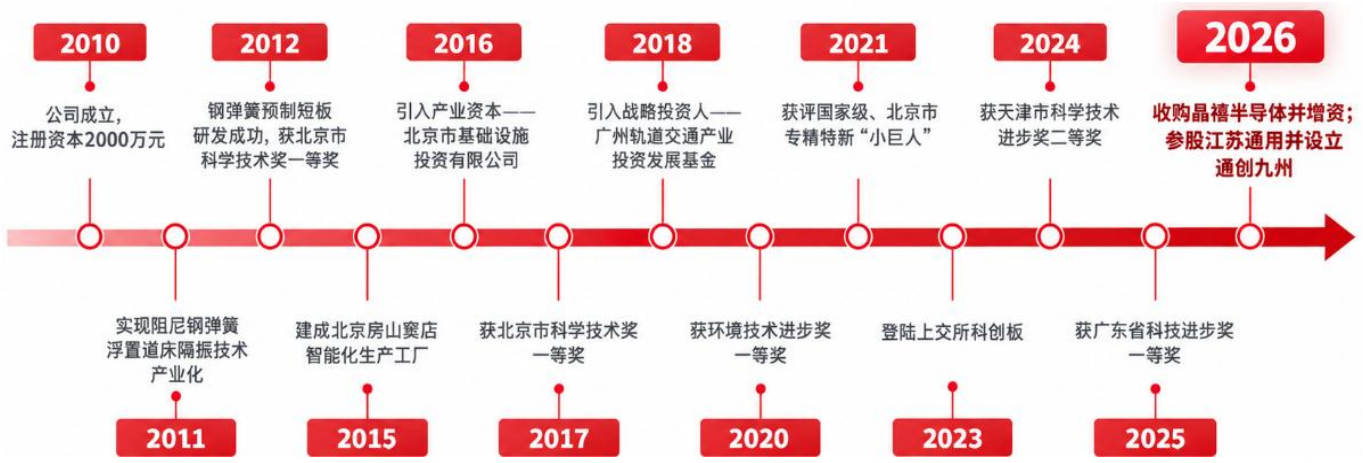
2）资本引入与上市发展阶段（2016-2023 年）：随着轨道交通减振降噪业务逐步发展，公司加快引入产业资本并持续提升技术创新能力。2016 年，公司引入北京市基础设施投资有限公司作为产业资本投资方，进一步强化与轨道交通产业链的联系；2018 年，公司引入广州轨道交通产业投资发展基金，持续完善股东结构及产业资源布局。在技术研发方面，公司分别于 2017 年和 2020 年获得北京市科学技术奖一等奖、环境技术进步奖一等奖，核心减振技术及工程应用能力持续提升。2021 年，公司获评国家级、北京市专精特新“小巨人”企业，技术研发及专业化制造能力获得进一步认可。2023 年，公司正式登陆上海证券交易所科创板，借助资本市场平台进一步拓宽融资渠道、完善公司治理，并持续推进轨道交通减振降噪产品升级及智慧运维业务布局，逐步形成以钢弹簧浮置道床减振系统、预制式钢弹簧浮置板、减振垫及声屏障等为核心的产品体系；

3）新兴业务拓展阶段（2024 年至今）：上市后，公司在巩固传统轨道交通减振降噪业务的基础上，逐步向智慧运维、半导体精密加工及金刚石新材料等领域延伸，推动业务结构多元化发展。2024 年，公司获得天津市科学技术进步奖二等奖，并持续推进声纹数字化监测及智慧运维技术研发，加快由传统减振产品供应向智能监测和运维服务延伸。2025 年，公司获得广东省科技进步奖一等奖，同时围绕轨道声纹在线监测与智慧运维系统推动技术成果商业化。2026 年，公司进一步加快新兴产业布局，一方面以 4.15 亿元收购苏州晶禧半导体 100%股权，并完成后续增资，正式切入半导体晶圆精密加工领域，依托晶禧半导体在激光隐形切割、晶圆减薄及 AOI 检测分选等环节的技术积累，拓展硅光芯片、光模块等高附加值应用市场；另一方面，公司通过参股设立北京通创九州金刚石科技有限公司，持有 40%其股权，布局金刚石芯片基板等新材料方向，并承接金刚石芯片基板建设项目（一期）总承包

业务，推动相关产业项目建设。随着半导体精密加工及金刚石新材料业务逐步推进，公司业务布局由传统轨道交通领域向先进半导体及高端功能材料领域拓展。

公司正逐步形成以轨道交通减振降噪为基本盘、智慧运维为升级方向、半导体精密加工与金刚石新材料为新增成长方向的业务格局。一方面，公司依托既有减振降噪技术积累、工程应用经验及客户资源，持续推进产品升级和智慧运维业务商业化；另一方面，通过外延收购与产业投资切入激光隐形切割、硅光晶圆加工及金刚石芯片基板等新兴领域，拓展高附加值业务。随着晶禧半导体产能建设及金刚石芯片基板项目逐步推进，公司有望形成传统业务与新兴业务协同发展的增长格局。

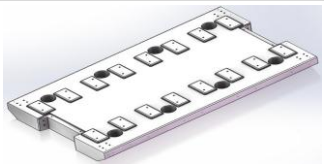
图 1：九州一轨发展历程

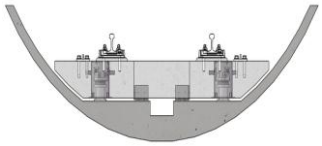
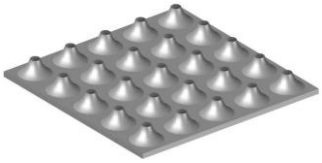
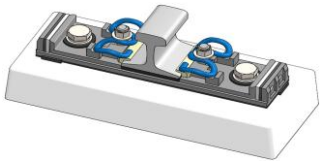
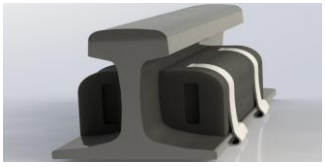


数据来源：九州一轨，西南证券整理

公司深耕轨道交通减振降噪领域，已形成覆盖多等级减振需求的产品体系。公司以声学研究为基础，主要面向城市轨道交通、工业及民用建筑、TOD 上盖开发等场景提供振动与噪声物理防治产品及解决方案，核心产品包括钢弹簧浮置道床减振系统、预制式钢弹簧浮置板、隔离式高弹性减振垫、聚氨酯减振垫等。其中，钢弹簧浮置道床主要应用于城市轨道交通特殊等级和高等级减振场景，可覆盖地铁、轻轨及市域（郊）铁路等不同速度等级；预制式钢弹簧浮置板则通过工厂预制、现场快速铺设，提高轨道工程装配化程度及施工效率。在此基础上，公司进一步布局橡胶弹簧隔振器、减振轨道调频吸振装置、浮置板轨道调频阻尼装置等产品，逐步形成由基础隔振向轨道振动精细化治理延伸的产品矩阵。

表 1：公司轨道交通减振降噪业务产品矩阵

产品	图例	核心功能及应用场景
钢弹簧浮置道床减振系统		用于城市轨道交通的特殊等级（液体阻尼）和高等级（固体阻尼）的轨道减振工程。中低速制式浮置板：应用于车速不超过 100km/h 的地铁、轻轨；高速制式浮置板：应用于高车速 100-200km/h 市域（郊）铁路。
预制式钢弹簧浮置板		在工厂预先生产，利用铺板设备实现现场快速铺设。减振效果可达 16dB 以上；采用“统一内置”隔振器布置方式，安装便捷，就位准确；端部连接：采用可高效连接的板端三维连接结构，保证线路平顺；模块结构：3.6、4.8、6m 多种长度的单元板型，适应不同线路条件。

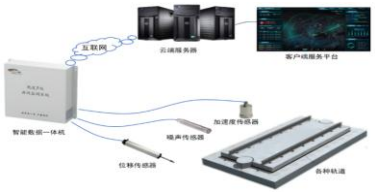
产品	图例	核心功能及应用场景
橡胶弹簧隔振器		适用于高等级减振需求的轨道交通橡胶浮置板新建及改造工程，对于轨道结构高度较低的隧道容差性更好。减振效果可达 12dB 以上；防水性能：创新性的产品设计，有效降低橡胶元件浸水风险；限位性能：限位结构无需二次浇筑，节约了施工成本，简化了施工工序，提升了产品可维修性可互换性：可与钢弹簧隔振器互换。
隔离式高弹性减振垫		是轨道交通高等级减振措施，减振垫铺设于道床下方，通过垫层变形提供弹性，能够有效降低列车运行产生的振动。减振效果可达 10dB 以上；性能稳定：适应高温、低温、浸水、冻融等工况；结构稳定：连续拱形锥台设计，优化结构应力分布，提高结构整体稳定性，满足钢轨挠曲变形要求。
轨道用聚氨酯减振垫		轨道交通高等级减振措施，减振垫铺设于碎石道床/整体道床下方，利用聚氨酯弹性体的变形及阻尼提供减振作用，有效降低列车运行产生的振动。产品特点：低吸水率、低压缩永久变形、较低的动静比。
高性能减振扣件		适用于城市轨道正线和场段新建及改造工程的高等级减振扣件。减振效果可达 8dB 以上；横向稳定：轨头动态横移量≤1mm，300 万次疲劳后轨距扩大量≤2.5mm；适配性强：紧固零部件通用，结构高度低，接口参数可定制；快速施工：分体式设计，易拆卸更换。
重型调频钢轨耗能装置		由聚氨酯材料与特殊设计的金属块一并浇注而成，聚氨酯和金属相互配合，共同形成一个动力吸振型钢轨阻尼耗能装置。产品安装于钢轨轨腰，用于调整原轨道系统的动力特性，大幅提高钢轨振动衰减率，进而减振降噪并减缓波磨发展，有效防治钢轨波磨，延长钢轨打磨周期。高效性：提高钢轨振动衰减率，降低钢轨振动响应；可降低钢轨振动 7dB 以上，降低轨旁 7.5m 附近噪声声压级 3-7dB(A)；宽谱性：在 150-5000Hz 范围内实现减振降噪效果；调频性：可根据工程需要定制特定主频产品；安全性：不影响轨道原基础设施的安全使用及维护保养。
大荷载阻尼弹簧隔振器		主要用于住宅、桥梁、电厂、机场等建筑隔振和空调机组、锻锤、破碎机、压力机、发动机、汽轮发电机组等动力机器及设备的主动隔振；也可用于光刻设备、三坐标测量仪、精密车床、天平等精密仪器及设备的高精度被动隔振，以及高速冲床等设备特殊隔振需求。产品特点：由上、下支承结构、多组圆柱螺旋压缩弹簧及粘滞性阻尼器构成，具有承载力大、阻尼适配范围宽、固有频率低、隔振效果好、性能稳定和使用寿命长的特点。
建筑用聚氨酯减振垫		建筑用聚氨酯减振垫主要用于建筑的基础整体隔振，有效隔离来自各方向振源的振动，保证整栋建筑物的振动和声学特性。产品特点：系列化产品可满足不同的承载要求；低吸水率，低压缩永久变形率，防潮解及霉变，耐油及化学腐蚀。

产品	图例	核心功能及应用场景
声屏障		用于阻断噪声的传播途径，保护敏感建筑，从结构上可分为直立声屏障、半封闭声屏障和全封闭声屏障。产品特点：（1）声波干涉与无规扩散；（2）结构创新、外形美观、结构简单、防雨性能优，NRC≥0.75。

数据来源：公司官网，西南证券整理

声纹技术推动公司由减振降噪产品向轨道状态监测及智慧运维领域延伸。公司依托轨道交通减振降噪领域长期积累，将声纹、振动等运行状态数据作为新的业务切入口，自主开发轨道声纹在线监测与智慧运维系统。目前，公司已形成轨道声纹断面在线监测、线路在线监测、车载轨道声纹监测及工务智慧运维管理信息系统等产品，覆盖固定点位、连续线路、移动检测及后台管理等不同应用场景，业务能力由传统减振产品进一步向“状态感知—数据分析—运维管理”延伸。

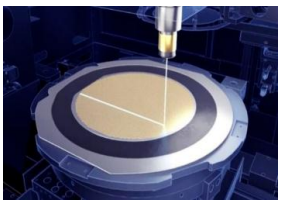
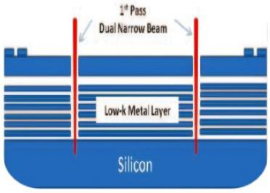
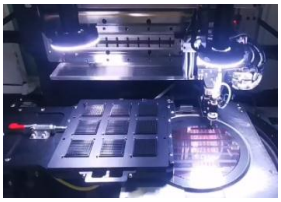
表 2：公司轨道声纹监测及智慧运维产品体系

产品	图例	核心功能及应用场景
轨道声纹在线监测与智慧运维系统（T-RCM²）		集成轨道声纹（断面）在线监测系统、轨道声纹（线路）在线监测系统、车载轨道声纹监测系统和工务智慧运维管理信息系统，实现线路及线网级设施设备状态全时全域感知，通过多源数据融合分析及预测技术，可实现设备设施病害的“早发现、早预警、早处置”，提升设施设备管理的信息化、规范化、标准化和智慧化。
轨道声纹（断面）在线监测系统		系统主要由前端感知设备、智能数据一体机、云端服务器和客户端服务平台四部分构成。一般安装在轨道病害频发、居民投诉频发和基础设施结构薄弱等线路地段，直接获得列车运营中振动、噪声、位移等实时声纹信息，解译车辆及轨道结构的状态、发展趋势，指导城轨运维工作。
轨道声纹（线路）在线监测系统		主要由光纤传感光缆、解调设备、数据管理服务器和客户端四部分构成。一般沿着轨道线路方向，安装在道床板、隧道壁、桥梁、路基等基础设施设备上，实时采集行车条件下的振动、噪声、变形及温度等数据，提取声纹信息，通过智能算法评价车辆及基础设施的状态，识别病害并判断其发展趋势，指导运维工作。
车载轨道声纹监测系统		由采集端、控制端、云计算端和 WEB 展示端等四部分组成，兼具“添乘仪+运行平稳性检测仪+声级计+环境检测仪”等功能，可作为添乘设备移动使用，亦可固定安装在运营车辆上。
工务智慧运维管理信息系统		该系统是以工务设施设备数字化为底盘、以检测监测数据为基础、以智慧化维修决策为核心的全过程管理信息系统，可实现工务设施设备的数字化管理、状态分析评价及预测、工单智能生成与维修生产闭环管控，实现工务“保安全、降成本、提效率”的精细化和智慧化管理。

数据来源：公司官网，西南证券整理

围绕激光隐切构建全流程加工能力，由单一工序向一站式精密加工延伸。晶禧半导体核心聚焦高精度激光隐形切割，现有业务已覆盖激光隐切、AOI 检测及芯片分选，并配套晶圆贴膜、扩片、UV 解胶、裂片等工序；在此基础上，公司进一步形成涵盖晶圆切割、减薄及分选检测等关键环节的全链条精密加工能力，实现由工艺开发向规模化交付延伸。公司已能够根据客户产品需求提供从晶圆减薄、隐形切割到检测分选的一站式加工服务，单客户服务内容由单一切割工序向多环节加工持续拓展。

表 3：晶禧半导体已形成多环节晶圆精密加工产品体系

产品	图例
隐形激光切割服务	
高精度 Si-Spacer 陪条产品	
Low-K 晶圆开槽服务	
芯片挑粒服务	

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构相对分散，国资背景股东参与持股，业务布局持续拓展。从股权结构来看，北京市基础设施投资有限公司为公司第一大股东，持股比例为 16.63%；广州轨道交通产业投资发展基金（有限合伙）、北京国奥时代新能源技术发展有限公司及北京市科学技术研究院城市安全与环境科学研究所分别持股 6.19%、5.64%和 5.26%，前四大股东合计持股 33.72%。曹卫东、李凡华等自然人股东分别持股 3.83%和 3.01%，整体股权结构相对分散。从下属企业布局来看，公司通过控股及参股方式拓展业务版图，旗下拥有河北九州一轨环境科技有限公司、苏州晶禧半导体科技有限公司等全资子公司，同时参股其他相关企业。整体来看，公司以轨道交通减振降噪业务为基础，通过子公司及参股企业向半导体加工等新兴领域延伸，为业务多元化发展提供支撑。

图 2：股权结构较为分散，全资控股与战略参股相结合完善业务布局



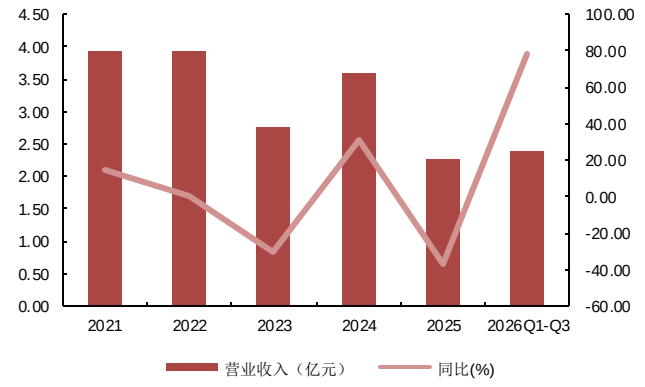
数据来源：Ifind，西南证券整理

1.2 三季度业绩明显回升，业务结构优化推动盈利修复

收入规模呈阶段性波动，2026 年前三季度业绩明显回升。2021-2022 年，公司营业收入基本维持在 3.9 亿元左右，归母净利润分别为 0.68 亿元和 0.64 亿元，整体经营表现较为稳定。2023 年受轨道交通项目需求及交付节奏等因素影响，公司营业收入同比下降 30.32%至 2.75 亿元，归母净利润降至 0.01 亿元；2024 年营业收入回升至 3.59 亿元，同比增长 30.70%，归母净利润恢复至 0.11 亿元。2025 年公司营业收入同比下降 36.67%至 2.27 亿元，叠加信用减值损失增加及研发投入加大，归母净利润降至-0.14 亿元。2026 年前三季度，公司实现营业收入 2.39 亿元，同比增长 77.87%，归母净利润 0.01 亿元，实现同比扭亏为盈。经营业绩呈现明显修复态势。

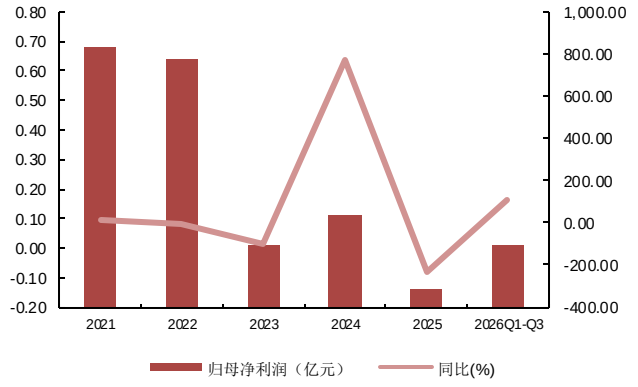
毛利率回升，费用率改善推动盈利能力修复。2021-2022 年公司毛利率分别为 39.65%和 41.07%，整体保持较高水平；2023-2024 年受项目结构变化及市场竞争等因素影响，毛利率分别下降至 32.39%和 25.54%，净利率由 2022 年的 16.25%降至 2024 年的 3.12%，盈利能力明显承压。2025 年随着部分高毛利项目收入确认及成本管控改善，公司毛利率回升至 34.56%，同比提升 9.02 个百分点，但受收入规模收缩、期间费用及信用减值损失等因素影响，净利率降至-7.71%。2026 年前三季度公司毛利率为 36.18%，较 2025 年全年水平提升 1.62 个百分点；净利率回升至 0.92%，盈利能力有所修复。费用端，2026 年前三季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.20%、17.59%、6.84%、0.30%，四项期间费用率合计约 28.93%，较 2025 年下降 2.54 个百分点，收入规模扩大带来的费用摊薄效应逐步体现。公司盈利水平已呈现改善趋势，但净利率仍处于较低水平。

图 3：2026Q1-Q3 公司营业收入增速明显回升



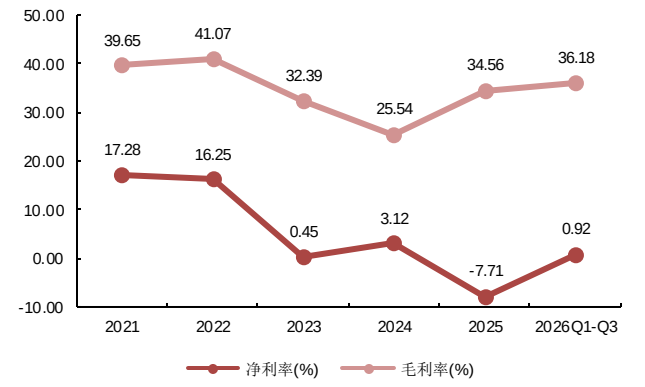
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2026Q1-Q3 公司归母净利润增速显著改善



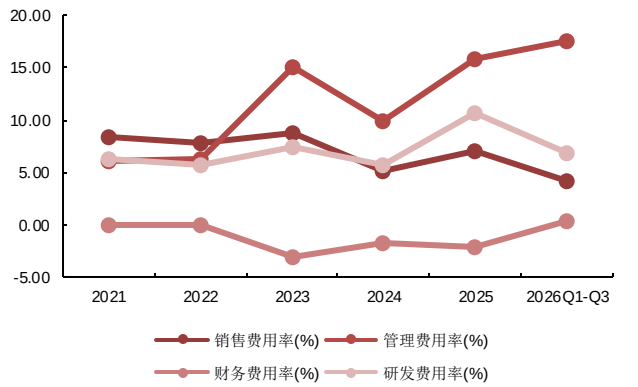
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2026Q1-Q3 公司毛利率及净利率同步修复



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2026Q1-Q3 公司期间费用率整体下降



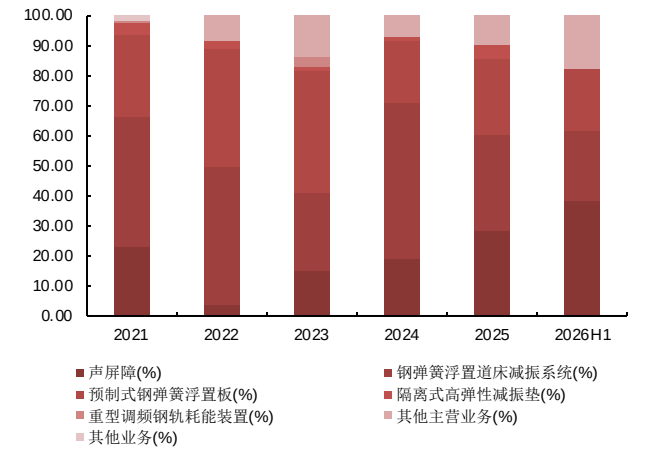
数据来源：Wind，西南证券整理

声屏障业务占比持续提升，轨道减振产品结构逐步多元化。分产品来看，2021-2022 年公司以钢弹簧浮置道床减振系统和预制式钢弹簧浮置板为主要收入来源，2022 年两项业务收入占比分别为 45.89%和 39.47%，合计达到 85.36%。2023-2025 年随着下游项目需求及交付结构变化，公司各产品收入占比有所调整，其中声屏障业务收入占比由 2022 年的 3.64%持续提升至 2025 年的 28.33%，逐步成为重要收入来源；2025 年钢弹簧浮置道床减振系统和预制式钢弹簧浮置板收入占比分别为 31.90%和 25.52%，其他主营业务占比为 9.54%。2026H1 公司产品结构进一步调整，声屏障业务收入占比提升至 38.43%，较 2025 年全年提高 10.10 个百分点，成为第一大收入来源；钢弹簧浮置道床减振系统和预制式钢弹簧浮置板收入占比分别为 23.31%和 20.30%，其他主营业务收入占比提升至 17.71%。公司收入结构由传统减振产品主导逐步向声屏障、轨道减振及其他业务多元化发展，业务布局进一步拓宽。

分产品毛利率呈现分化，声屏障及其他主营业务盈利能力明显改善。2021-2025 年公司主要产品毛利率受项目结构及成本变化等因素影响呈现一定波动，其中钢弹簧浮置道床减振系统毛利率由 2021 年的 48.58%提升至 2022 年的 53.90%，2024 年下降至 29.31%，2025 年回升至 61.62%；预制式钢弹簧浮置板毛利率整体呈波动变化，2025 年为 31.45%。声屏障业务毛利率相对较低，2025 年为 11.75%，其他主营业务毛利率为 31.28%。2026H1 公司各业务盈利能力出现一定分化，其中声屏障毛利率提升至 21.13%，较 2025 年全年提高 9.38 个百分点，盈利能力明显改善；钢弹簧浮置道床减振系统毛利率为 45.23%，较 2025

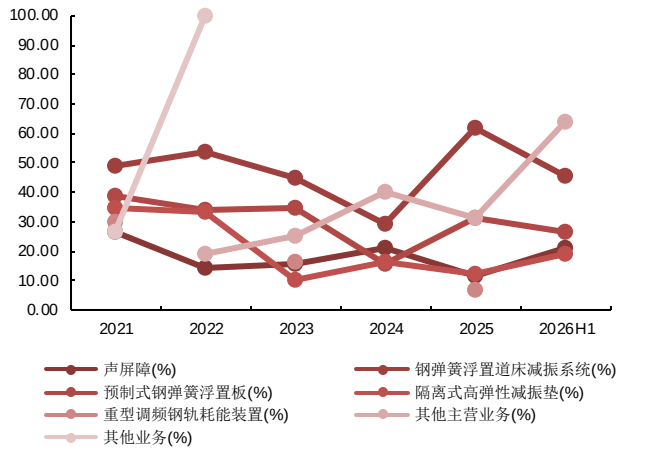
年全年下降 16.39 个百分点，但仍维持相对较高水平；预制式钢弹簧浮置板毛利率为 26.80%，较 2025 年全年下降 4.65 个百分点；其他主营业务毛利率大幅提升至 64.13%，较 2025 年全年提高 32.85 个百分点。尽管部分传统减振产品毛利率有所回落，但声屏障业务盈利改善及其他主营业务毛利率提升，对公司整体盈利能力形成一定支撑。

图 7：2026H1 公司业务结构逐步多元化



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2026H1 公司主要产品毛利率呈现分化



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：

声屏障业务：考虑城市轨道交通减振降噪需求持续释放，以及公司声屏障产品在轨道交通、工业及民用建筑等领域的应用拓展，预计 2026-2028 年声屏障业务收入同比增长 35.0%、36.0%、37.0%；随着项目规模扩大、产品结构优化及成本管控能力提升，预计同期毛利率分别为 22.0%、23.0%、24.0%。

钢弹簧浮置道床减振系统业务：考虑轨道交通建设项目施工及交付周期变化，预计 2026 年业务收入同比下降 15.0%；随着后续轨道交通项目逐步推进及减振产品需求恢复，预计 2027-2028 年收入分别同比增长 20.0%、20.5%。毛利率方面，考虑 2025 年较高毛利率水平的持续性及项目结构变化，预计 2026-2028 年毛利率分别为 46.0%、48.0%、50.0%，盈利能力逐步改善。

预制式钢弹簧浮置板业务：考虑公司预制式钢弹簧浮置板业务受下游项目建设进度及收入确认节奏影响，预计 2026 年业务收入同比下降 18.0%；随着轨道交通建设项目逐步推进及订单交付恢复，预计 2027-2028 年收入分别同比增长 15.0%、15.5%。考虑后续项目结构优化及规模效应逐步体现，预计 2026-2028 年毛利率分别为 27.0%、28.0%、29.0%。

隔离式高弹性减振垫业务：考虑公司隔离式高弹性减振垫产品持续拓展应用场景，下游减振需求逐步恢复，预计 2026-2028 年业务收入分别同比增长 10.0%、20.0%、21.0%；随着产品销售规模扩大及生产成本优化，预计同期毛利率分别为 21.0%、22.0%、23.0%。

重型调频钢轨耗能装置业务：考虑该业务目前收入规模相对较小，预计未来整体保持平稳增长，2026-2028 年业务收入分别同比增长 2.0%、3.0%、4.0%；随着产品结构优化及成本控制能力提升，预计同期毛利率分别为 20.0%、21.5%、23.5%。

其他主营业务：考虑公司完成晶禧半导体收购并切入半导体精密加工领域，激光隐形切割、AOI 检测及分选等业务有望受益于 AI 算力及高速光通信产业发展，随着硅光芯片、光模块等下游应用需求增长，以及后续产能逐步释放，预计 2026-2028 年其他主营业务收入分别同比增长 509.0%、343.1%、96.8%。其中，传统其他主营业务预计保持平稳增长，毛利率分别为 31.0%、31.5%、32.0%；晶禧半导体业务随着客户拓展、产能释放及规模效应逐步体现，预计同期收入分别为 1.13、5.63、11.26 亿元，毛利率分别为 65.0%、66.0%、67.0%。综合来看，预计 2026-2028 年其他主营业务毛利率分别为 60.0%、64.7%、66.2%。

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 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	**营业收入**	**227.4**	**340.1**	**846.4**	**1483.1**
	YoY	**-36.7%**	**49.5%**	**148.9%**	**75.2%**
	营业成本	**148.8**	**198.0**	**386.7**	**614.8**
	毛利率	**34.6%**	**41.8%**	**54.3%**	**58.5%**
声屏障	营业收入	64.4	87.0	118.3	162.1
	YoY	-6.6%	35.0%	36.0%	37.0%
	营业成本	56.9	67.8	91.1	123.2
	毛利率	11.8%	22.0%	23.0%	24.0%
钢弹簧浮置道床减振系统	营业收入	72.5	61.7	74.0	89.1
	YoY	-60.8%	-15.0%	20.0%	20.5%
	营业成本	27.8	33.3	38.5	44.6
	毛利率	61.6%	46.0%	48.0%	50.0%
预制式钢弹簧浮置板	营业收入	58.0	47.6	54.7	63.2
	YoY	-22.4%	-18.0%	15.0%	15.5%
	营业成本	39.8	34.7	39.4	44.9
	毛利率	31.5%	27.0%	28.0%	29.0%
隔离式高弹性减振垫	营业收入	10.3	11.3	13.5	16.4
	YoY	167.9%	10.0%	20.0%	21.0%
	营业成本	9.0	8.9	10.6	12.6
	毛利率	12.3%	21.0%	22.0%	23.0%
重型调频钢轨耗能装置	营业收入	0.5	0.5	0.5	0.5
	YoY		2.0%	3.0%	4.0%
	营业成本	0.4	0.4	0.4	0.4
	毛利率	6.8%	20.0%	21.5%	23.5%
其他主营业务	营业收入	21.7	132.1	585.3	1151.8
	YoY	-18.6%	509.0%	343.1%	96.8%
	营业成本	14.9	52.9	206.8	389.2
	毛利率	31.3%	60.0%	64.7%	66.2%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 3.40/8.46/14.83 亿元，归母净利润分别为 0.31/2.00/4.57 亿元，EPS 分别为 0.21/1.33/3.04 元。我们选取精测电子、甬矽电子、盛合晶微作为可比公司，三家可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 118/70/48 倍。考虑公司轨交减振降噪主业稳步发展，晶禧半导体并表贡献业绩增量，硅光晶圆精密加工业务受益于 AI 算力及高速光通信需求增长，叠加半导体产能扩张带来的规模化发展潜力，给予公司 2027 年 70 倍 PE，对应目标价 93.10 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
300567.SZ	精测电子	115.59	0.29	1.00	1.92	3.06	311.05	115.16	60.12	37.79
688362.SH	甬矽电子	39.25	0.20	0.39	0.64	0.95	162.78	99.95	60.98	41.52
688820.SH	盛合晶微	83.34	0.57	0.60	0.94	1.28	0.00	138.42	88.71	65.29
平均值							157.94	117.84	69.93	48.20

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

宏观经济及基础设施投资不及预期风险。公司传统业务与轨道交通建设及城市基础设施投资密切相关，若宏观经济增长承压、地方财政支出趋紧或轨交项目投资进度低于预期，可能对公司订单获取、项目交付及收入确认产生不利影响。

市场竞争加剧风险。公司轨交减振降噪、半导体精密加工及新材料等业务均面临不同程度的市场竞争，若行业参与者增加、价格竞争加剧或公司技术及产品迭代速度低于竞争对手，可能对公司市场份额及盈利能力产生不利影响。

行业景气度及下游需求波动风险。公司业务覆盖轨道交通、半导体及新材料等领域，相关业务需求受行业景气度、下游资本开支及终端需求变化影响。若半导体、硅光、轨交等下游需求释放不及预期，可能影响公司业务增长及盈利兑现。

项目建设及产能释放不及预期风险。公司正推进半导体精密加工、金刚石芯片基板等项目建设及产能扩充，若项目建设、设备交付、工艺验证或产能爬坡进度低于预期，可能导致新增产能释放及收入贡献不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	227.40	340.07	846.37	1483.15
营业成本	148.81	198.04	386.66	614.84
营业税金及附加	1.83	2.73	5.92	8.90
销售费用	15.95	17.00	38.09	59.33
管理费用	60.17	81.62	169.27	237.30
财务费用	-4.54	1.02	1.69	1.48
资产减值损失	-9.34	-4.00	-3.00	-2.00
投资收益	1.61	3.04	2.96	2.38
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-21.78	38.70	244.69	561.67
其他非经营损益	-2.50	-0.56	-0.67	-0.81
利润总额	-24.28	38.14	244.02	560.86
所得税	-6.74	5.72	36.60	84.13
净利润	-17.54	32.42	207.41	476.73
少数股东损益	-3.08	0.95	7.26	19.89
归属母公司股东净利润	-14.45	31.47	200.15	456.84

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-17.54	32.42	207.41	476.73
折旧与摊销	22.81	28.74	59.01	89.64
财务费用	-4.54	1.02	1.69	1.48
资产减值损失	-9.34	-4.00	-3.00	-2.00
经营营运资本变动	-15.32	-43.02	-190.20	-111.75
其他	29.37	-10.07	46.73	40.32
经营活动现金流净额	5.43	5.09	121.64	494.42
资本支出	-66.16	-616.03	-350.00	-100.00
其他	-11.18	-181.95	2.96	2.38
投资活动现金流净额	-77.34	-797.98	-347.04	-97.62
短期借款	0.00	0.00	169.77	-169.77
长期借款	0.00	290.50	0.00	0.00
股权融资	0.00	66.15	0.00	0.00
支付股利	-3.35	4.35	-9.47	-60.20
其他	-6.70	6.37	-1.69	-1.48
筹资活动现金流净额	-10.05	367.37	158.61	-231.46
现金流量净额	-81.96	-425.52	-66.78	165.34

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	576.94	151.42	84.64	249.98
应收和预付款项	386.07	462.48	682.53	855.17
存货	99.96	106.92	159.80	211.99
其他流动资产	15.15	77.50	90.20	103.56
长期股权投资	3.47	118.47	118.47	118.47
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	186.30	414.58	712.58	729.96
无形资产和开发支出	40.34	399.64	392.92	386.20
其他非流动资产	111.78	111.48	111.19	110.90
资产总计	1420.01	1842.50	2352.33	2766.23
短期借款	0.00	0.00	169.77	0.00
应付和预收款项	126.74	149.72	290.66	456.38
长期借款	0.00	290.50	290.50	290.50
其他负债	29.30	23.71	24.88	26.32
负债合计	156.05	463.94	775.82	773.19
股本	150.29	150.29	150.29	150.29
资本公积	989.11	1055.26	1055.26	1055.26
留存收益	173.63	209.45	400.14	796.78
归属母公司股东权益	1255.07	1368.71	1559.40	1956.04
少数股东权益	8.90	9.85	17.11	37.00
股东权益合计	1263.96	1378.56	1576.51	1993.04
负债和股东权益合计	1420.01	1842.50	2352.33	2766.23

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	-36.67%	49.55%	148.88%	75.24%
营业利润增长率	-286.93%	277.73%	532.20%	129.54%
净利润增长率	-256.43%	284.89%	539.72%	129.84%
EBITDA 增长率	-112.49%	2047.48%	346.05%	113.75%
获利能力				
毛利率	34.56%	41.77%	54.32%	58.54%
三费率	31.48%	29.30%	24.70%	20.10%
净利率	-7.71%	9.53%	24.51%	32.14%
ROE	-1.39%	2.35%	13.16%	23.92%
ROA	-1.23%	1.76%	8.82%	17.23%
ROIC	-3.27%	3.64%	13.99%	26.41%
EBITDA/销售收入	-1.55%	20.13%	36.08%	44.01%
营运能力				
总资产周转率	0.16	0.21	0.40	0.58
固定资产周转率	2.37	2.60	2.05	2.22
应收账款周转率	0.48	0.71	1.33	1.72
存货周转率	1.65	1.88	2.85	3.26
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.38%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	10.99%	25.18%	32.98%	27.95%
带息债务/总负债	0.00%	62.62%	59.33%	37.57%
流动比率	8.08	5.29	2.20	3.09
速动比率	7.33	4.58	1.85	2.63
股利支付率	-23.21%	-13.81%	4.73%	13.18%
每股指标				
每股收益	-0.10	0.21	1.33	3.04
每股净资产	8.35	9.11	10.38	13.01
每股经营现金	0.04	0.03	0.81	3.29
每股股利	0.02	-0.03	0.06	0.40

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	-3.52	68.47	305.39	652.79
PE	-796.31	365.67	57.50	25.19
PB	9.17	8.41	7.38	5.88
PS	50.61	33.84	13.60	7.76
EV/EBITDA	-3079.48	167.50	38.33	17.42
股息率	0.03%	—	0.08%	0.52%

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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