2026 年 10 月 30 日
证券研究报告•2026 年三季报点评

乔锋智能（301603）机械设备

持有（首次）
当前价：102.81 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩大幅增长，产能布局持续推进

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年三季度报告，2026 年前三季度实现营业收入 28.68 亿元，同比增长 53.29%；归母净利润 4.51 亿元，同比增长 62.85%；扣非归母净利润 4.36 亿元，同比增长 61.40%。2026Q3 营业收入 11.40 亿元，同比增长 73.43%；归母净利润 1.77 亿元，同比增长 81.46%；扣非归母净利润 1.80 亿元，同比增长 93.29%。公司下游需求显著改善，订单需求增加，利润率改善，利润同比大幅增长。
- **毛利率同比改善，利润大幅增长。**2026 年前三季度公司综合毛利率 31.16%，同比提升 1.71pp，其中 Q3 单季度毛利率 31.76%，同比提升 3.33pp。前三季度归母净利润同比增长 62.85%，扣非归母净利润同比增长 61.40%，均高于同期营业收入增幅；公司收入同比增长，毛利率改善，利润大幅增长。前三季度财务、销售、管理、研发费用率分别同比提升 0.07/0.50/0.39/0.13pp，主要系利息收入减少、汇兑损失及贷款利息增加所致。
- **立式加工中心收入大幅提升，下游新兴需求带动订单增长。**2026H1 公司立式加工中心收入 14.79 亿元，同比增长 45.47%，占总收入 85.62%；龙门、卧式加工中心收入分别为 0.56/0.53 亿元，同比增长 79.22%/47.97%。公司立式加工中心及高速钻攻中心适配液冷散热、消费电子、汽摩配件及机器人等精密零部件加工需求，产品应用场景进一步拓展，有望持续承接制造业设备更新及新兴应用领域需求。
- **合同负债显著增加，产能布局持续推进。**截至 2026 年 9 月末，公司合同负债 3.24 亿元，较年初增长 101.84%；存货 14.26 亿元，较年初增长 37.81%，主要系订单增加带动客户预收款、原材料备货及发出商品增长。前三季度经营活动现金流量净额 1.48 亿元，上年同期为-1.09 亿元，经营现金流由负转正。公司持续推进东莞、南京生产基地扩产规划，后续新增产能有望提升订单交付能力。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.60/7.75/10.25 亿元，对应 PE 分别为 22/16/12 倍。考虑公司立式加工中心业务保持较快增长，液冷散热、机器人等新兴领域带来增量需求，叠加产能建设及产品升级有望增强生产交付能力，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**下游需求波动风险；行业竞争加剧及价格下降风险；新增产能利用率不及预期风险等。

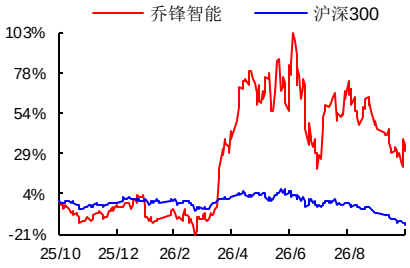
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2496.57	3878.52	5379.07	6963.61
增长率	41.88%	55.35%	38.69%	29.46%
归属母公司净利润（百万元）	351.22	559.64	775.46	1024.99
增长率	71.12%	59.34%	38.57%	32.18%
每股收益 EPS（元）	2.91	4.63	6.42	8.49
净资产收益率 ROE	14.48%	19.51%	21.97%	23.50%
PE	35	22	16	12
PB	5.19	4.32	3.51	2.84

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)	1.21
流通 A 股(亿股)	0.38
52 周内股价区间(元)	62.68-159.99
总市值(亿元)	124.15
总资产(亿元)	55.38
每股净资产(元)	23.62

相关研究

目 录

1 立式加工构筑基本盘，多元机型拓展应用 1

1.1 实控人持股集中，经营管理保持稳定 1

1.2 立式机床贡献主要收入，多元产品覆盖精密制造 2

1.3 订单增长推动收入扩张，盈利兑现关注回款 7

2 盈利预测与估值 9

3 风险提示 11

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.....7
图 4：2021-2026Q3 公司归母净利润.....7
图 5：2021-2026H1 公司分产品收入占比.....8
图 6：2021-2026H1 公司分地区收入占比.....8
图 7：2021-2026Q3 公司毛利率和净利率情况.....9
图 8：2021-2026Q3 公司期间费用率情况.....9

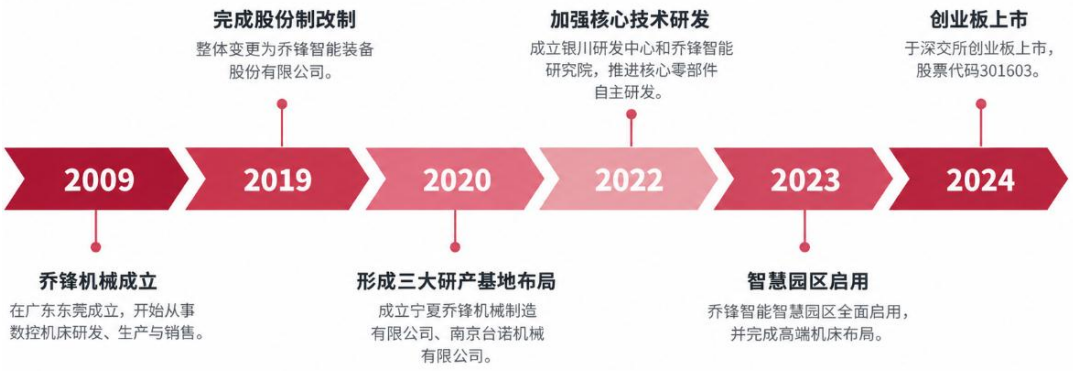
表 目 录

表 1：公司主要产品类型.....2
表 2：分产品收入及毛利率.....10
表 3：可比公司估值.....10
附表：财务预测与估值.....12

1 立式加工构筑基本盘，多元机型拓展应用

公司成立于 2009 年，是一家专注于数控金属切削机床研发、生产及销售的制造企业，主要产品包括立式加工中心、龙门加工中心、卧式加工中心、五轴加工中心及其他数控机床，形成八十余种中高档机型的产品布局。公司产品广泛应用于通用设备、消费电子、汽车零部件、模具、机器人及液冷散热等制造领域。2024 年 7 月，公司于深交所创业板上市。2025 年公司实现营业收入 24.97 亿元，同比增长 41.88%，其中立式加工中心收入占比 81.95%，为核心产品。公司通过单元化、模块化制造体系提升规模交付效率，并持续拓展高精度、高效率及复合化产品，逐步形成以立式加工中心为基础、多类型数控机床协同发展的业务结构。

图 1：公司历史沿革

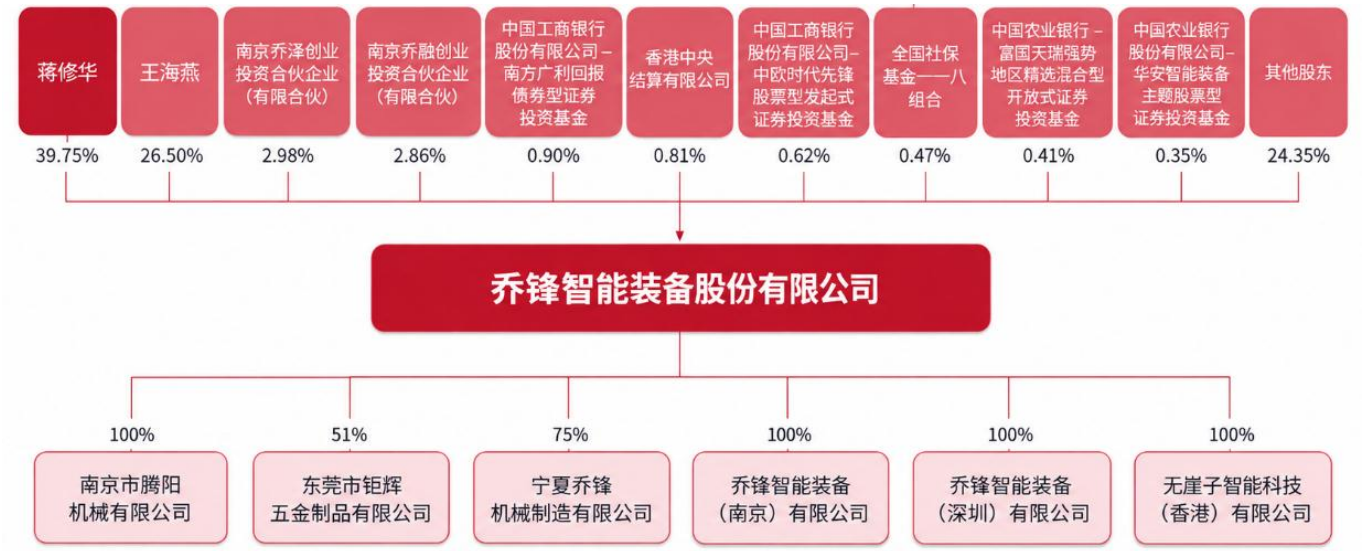


数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

1.1 实控人持股集中，经营管理保持稳定

公司实际控制人为蒋修华、王海燕夫妇，股权结构相对集中。截至 2026 年 9 月 30 日，蒋修华直接持有公司 39.75%股份，王海燕直接持有 26.50%，两人直接持股合计 66.25%；南京乔泽、南京乔融两家员工持股平台分别持股 2.98%和 2.86%。蒋修华、王海燕夫妇通过直接及间接方式合计持有公司 67.43%股份，控制权保持稳定。公司以核心管理团队为基础开展产品研发、生产组织和市场开拓，稳定的股权结构有利于持续推进机床产品升级及产能建设。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年 9 月 30 日）

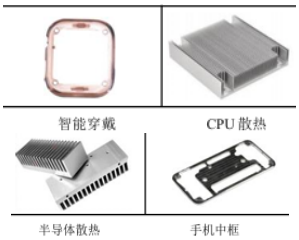
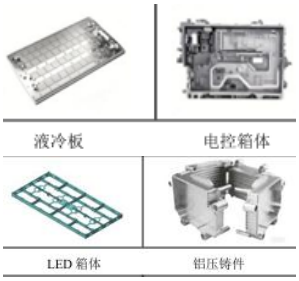


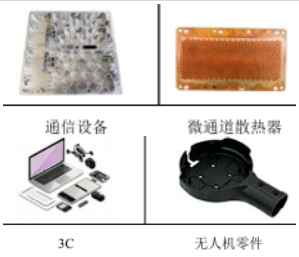
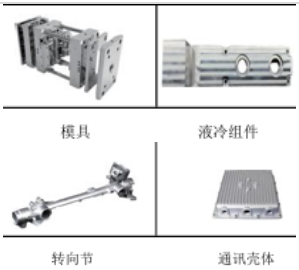
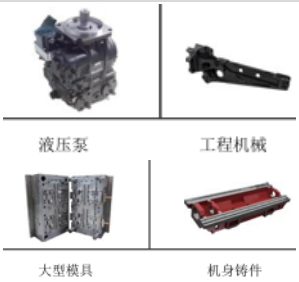
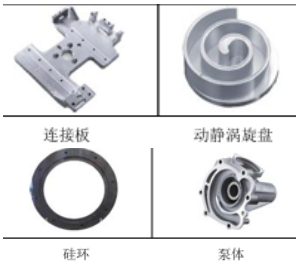
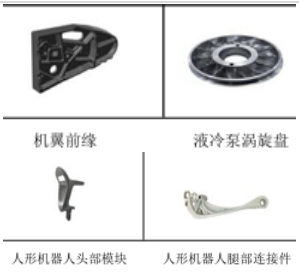
数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

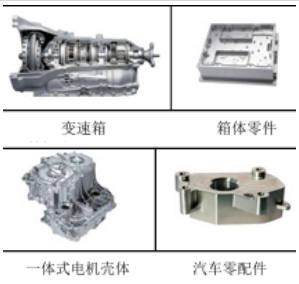
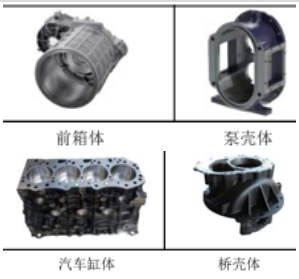
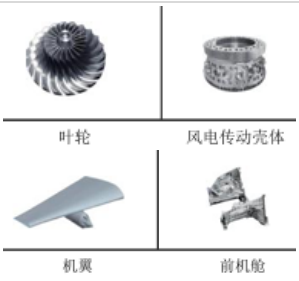
1.2 立式机床贡献主要收入，多元产品覆盖精密制造

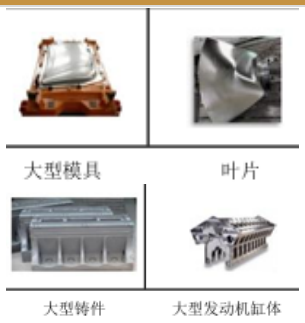
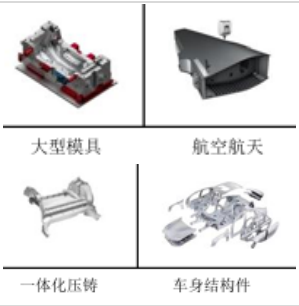
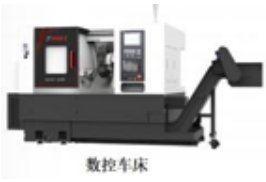
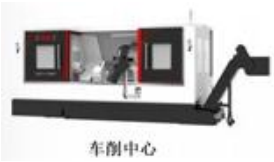
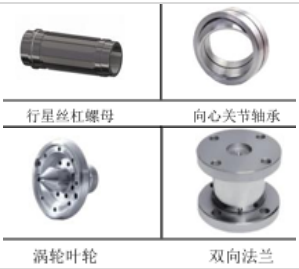
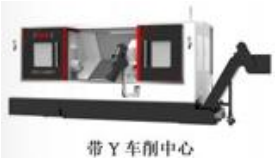
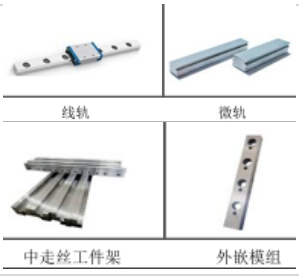
立式加工中心贡献主要收入，龙门与卧式加工中心构成补充。公司以数控金属切削机床为核心，形成立式加工中心、龙门加工中心、卧式加工中心及其他数控机床产品矩阵。其中，立式加工中心主要应用于中小型零件的铣削、钻削、攻丝及复杂曲面加工，是公司长期最主要的产品；龙门加工中心主要用于大型工件、模具及复杂零部件加工；卧式加工中心面向箱体类、多工序及复杂零件的加工需求。公司通过产品性能升级、机型扩充及自动化功能拓展，持续提高不同产品在通用制造领域的适用性。

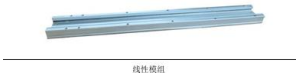
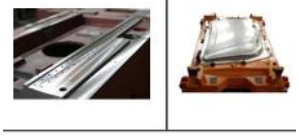
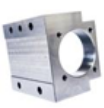
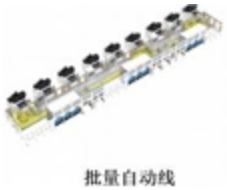
表 1：公司主要产品类型

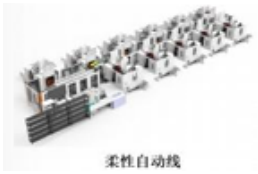
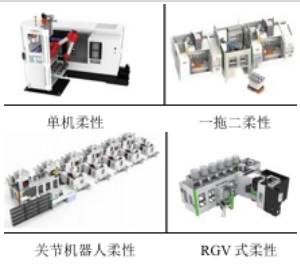
产品类型	产品系列	应用领域	加工件图例
立式加工中心系列		应用于液冷散热、3C、通讯、半导体散热、智能穿戴等精密小零部件加工。	
		应用于液冷散热、无人机零件、LED 箱体、新能源汽车配件、3C、自动化、通讯等行业，亦可以满足大批量铝压铸件、5G 铝型材加工	

产品类型	产品系列	应用领域	加工件图例
		应用于无人机零件、散热片领域、自动化、通讯、 3C 等行业的精密小零部件加工。	
		可广泛应用于新能源汽车、航空航天、轨道交通、模具、工程机械等行业中大型复杂零件（如精密模具、轴承、螺旋桨等）加工。	
		应用于工程机械、模具、汽配、航空航天、医疗等行业的零部件精密加工	
		应用于汽车、半导体、医疗等行业的零部件精密加 工领域	
		应用于汽车配件、摩托车配件、通讯设备等行业中 的批量中小零件	
		应用于人形机器人、液冷散热、航空航天、新能源 汽车、造船、发电、重机、机车、机床、纺织机械、印刷机械、模具制造等行业及自动化等行业的零部件精密加工。	

产品类型	产品系列	应用领域	加工件图例
卧式加工中心	 卧式加工中心	应用于模具、汽配、航天航空等行业的零部件精密加工领域	 变速箱　箱体零件 一体式电机壳体　汽车零配件
	 卧式加工中心	应用于航空航天、工程机械、自动化、模具加工等行业	 前箱体　泵壳体 汽车缸体　桥壳体
	 卧式加工中心	JF 系列针对新能源汽车行业零件加工研发的机型满足客户不同的加工需求，致力于智能制造行业，为客户提供整体的解决方案	 发动机缸盖　驱动器壳体 变速箱壳体　转向节臂
	 卧式单臂五轴加工中心	应用于人形机器人、液冷散热、航空航天、新能源汽车、造船、发电、重机、机车、机床、纺织机械、印刷机械、模具制造等行业及自动化等行业的零部件精密加工。	 叶轮　风电传动壳体 机翼　前机舱
龙门加工中心	 定柱式龙门加工中心	主要适用于航空航天、造船、发电、重机、机车、 机床、纺织机械、印刷机械、模具制造等行业;适用于各种大尺寸零件加工	 泵体　卡车连桥 机床铸件　机身结构件

产品类型	产品系列	应用领域	加工件图例
其他机床	 动柱形龙门加工中心	主要适用于航空航天、造船、发电、重机、机车、 机床、纺织机械、印刷机械、模具制造等行业;适用于各种大尺寸零件加工。	 大型模具　叶片 大型铸件　大型发动机缸体
	 五轴龙门加工中心	应用于人形机器人、液冷散热、航空航天、新能源 汽车、造船、发电、重机、机车、机床、纺织机械、印刷机械、模具制造等行业及自动化等行业 零部件精密加工。	 大型模具　航空航天 一体化压铸　车身结构件
	 数控车床	适用于液冷散热、人形机器人、航空航天、新能源汽车 、自动化、半导体。	 油冷接头　液冷接头 刀柄　软管接头
	 车削中心	适用于液冷散热、人形机器人、新能源汽车、液冷接头 、通用设备、五金加工、航空航天。	 行星丝杠螺母　向心关节轴承 涡轮叶轮　双向法兰
	 带 Y 车削中心	适用于液冷散热、人形机器人、新能源汽车、工程机械、农业机械、航空航天、能源行业、石油行业、船舶。	 液冷快拔接头　人形机器人直线执行器 电机壳体　主轴
	 龙门线轨磨床	适用于工业母机制造、机器人制造、汽车工业、航空航天、精密仪器、工程机械等行业。	 线轨　微轨 中走丝工件架　外嵌模组

产品类型	产品系列	应用领域	加工件图例
	 龙门斜插磨床	适用于自动化模组、3C 和汽车等行业	 线性模组
	 龙门平面磨床	适用于航空航天、造船、发电、重机、机车、机床、纺织机械、印刷机械、模具制造等行业；适用于各种大尺寸零件加工。	 机床铸件底座 压铸模  大理石底座  冲压模底板
	 龙门滑块磨床	适用于航空航天、工程机械、自动化、模具加工、 滚动部件、精密零件、3C 行业等行业。	 半导体芯片壳体  光刻机马达座  滑块  模组滑块
	 导轴矩台平面磨床	适用于机械制造、磨具与工具制造、航空航天与汽车工业等行业中微型传感器、硬质合金刀片等零件加工。	 折弯模具  折弯机刀头
	 自动化单元	适用于单一品种大批量场景，快交付，快回本	 车床桁架单元  协作机器人单元  固定关节机器人式  双交换工作台
	 批量自动线	适用于单一品种大批量场景	 桁架式  地轨式  天轨式  RGV 式

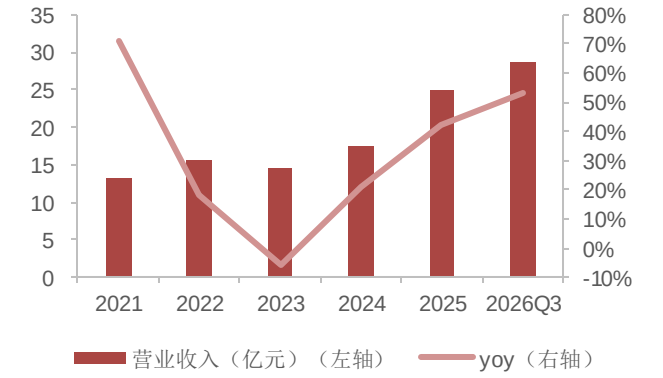
产品类型	产品系列	应用领域	加工件图例
		适用于多品种小批量、无重 复性的生产场景，易搬迁， 易操作，短周期回本。	

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 订单增长推动收入扩张，盈利兑现关注回款

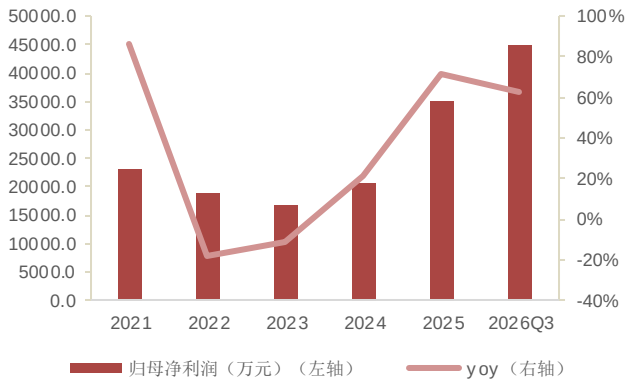
经营规模扩大，收入与利润保持增长。公司 2021-2025 年分别实现营业收入 13.10/15.48/14.54/17.60/24.97 亿元，2022-2025 年同比变化分别为 18.20%/-6.10%/21.02%/41.88%；同期归母净利润分别为 2.31/1.91/1.69/2.05/3.51 亿元。2026 年前三季度营业收入达到 28.68 亿元，同比增长 53.29%，已超过 2025 年全年收入规模；归母净利润 4.51 亿元，同比增长 62.85%，扣非归母净利润 4.36 亿元，同比增长 61.40%。其中 2026Q3 单季度收入 11.40 亿元，同比增长 73.43%，归母净利润 1.77 亿元，同比增长 81.46%，需求增长与产能交付共同推动业绩扩张。

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

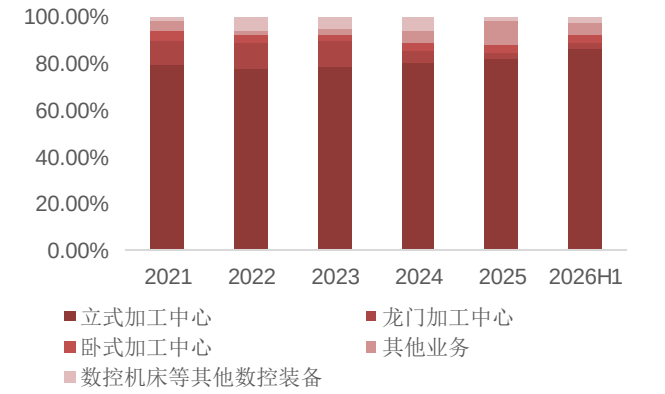


数据来源：iFinD，西南证券整理

立式加工中心贡献主要收入，产品结构保持集中。2025 年公司立式、卧式、龙门加工中心分别实现收入 20.46/0.83/0.69 亿元，占营业收入的 81.95%/3.32%/2.75%；其他数控机床收入 0.57 亿元，占比 2.28%。2026H1 立式、卧式、龙门加工中心分别实现收入 14.79/0.53/0.56 亿元，同比增长 45.47%/47.97%/79.22%，收入占比分别为 85.62%/3.06%/3.24%。立式加工中心继续贡献绝大部分收入，龙门及卧式产品在较低基数上保持较快增长，公司产品矩阵进一步完善，但短期收入结构仍相对集中。

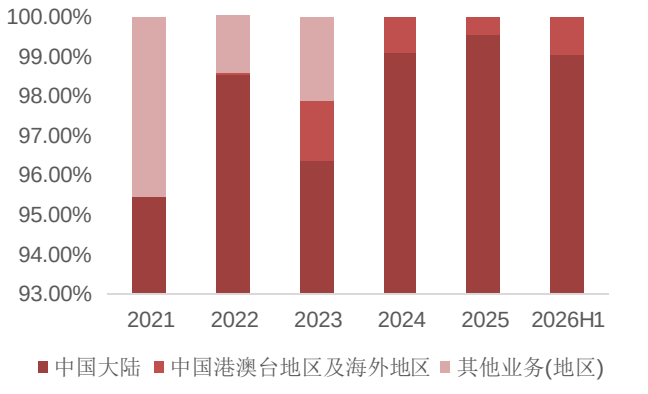
境内收入占据绝对主体，直销渠道支撑客户开发。2025 年公司境内收入 24.85 亿元，占总收入 99.52%；境外收入 0.12 亿元，占比 0.48%。2026H1 境内收入 17.11 亿元，占比 99.04%；境外收入 0.17 亿元，占比 0.96%，海外直接销售规模仍较小。从销售模式看，2026H1 公司直销收入 15.10 亿元，占比 87.37%；经销收入 2.18 亿元，占比 12.63%。直销渠道有助于对接液冷散热、汽车零部件及通用制造等客户的定制化加工需求，国内制造业设备投资仍为公司当前收入的主要驱动因素。

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



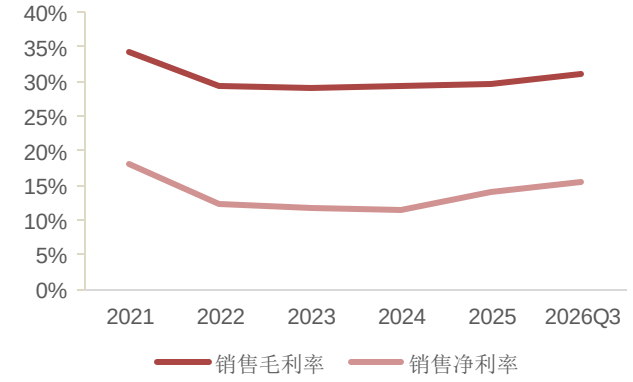
数据来源：Wind，西南证券整理

毛利率保持较高水平，立式加工中心发挥主要支撑作用。2025 年公司综合毛利率 29.67%，同比提高 0.26pp，其中立式加工中心毛利率 33.14%，同比提高 1.60pp。2026H1 公司综合毛利率 30.76%，其中立式加工中心毛利率 33.35%，保持相对较高水平。2026 年前三季度公司营业成本 19.74 亿元，同比增长 49.58%，低于同期营业收入 53.29%的同比变化，综合毛利率达到 31.16%，同比提高 1.71pp；2026Q3 单季度毛利率 31.76%，同比提高约 3.33pp。立式加工中心收入占比较高，其规模化交付及毛利率水平对公司整体盈利能力形成重要支撑。

费用投入随规模扩大，减值计提影响利润表现。2026 年前三季度公司销售费用 1.36 亿元，同比增长 71.32%，费用率 4.75%；管理费用 1.01 亿元，同比增长 72.49%，费用率 3.54%；研发费用 1.15 亿元，同比增长 58.44%，费用率 4.01%；财务费用 0.004 亿元，费用率约 0.01%。四项期间费用率合计约 12.31%，较上年同期提高约 1.10pp。同期公司信用减值损失-0.34 亿元，资产减值损失-0.21 亿元，主要与应收货款及存货规模扩大有关。尽管销售、管理和研发投入明显增加，前三季度营业利润仍同比增长 62.40%至 5.12 亿元，归母净利润同比增长 62.85%至 4.51 亿元，主营毛利增长对费用和减值影响形成一定覆盖。

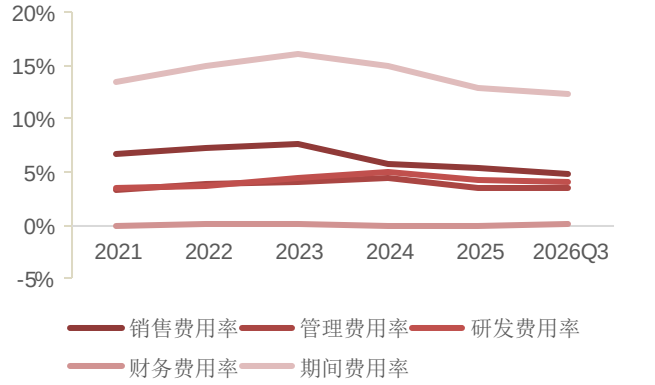
现金流转正改善经营质量，备货及应收款项占用同步扩大。2026 年前三季度公司经营活动现金流量净额 1.48 亿元，较上年同期增加 2.57 亿元；截至三季度末存货 14.26 亿元，较年初增长 37.81%，合同负债 3.24 亿元，较年初增长 101.84%。同期应收账款 5.33 亿元、一年内到期的非流动资产 9.40 亿元、长期应收款 2.54 亿元，三项合计 17.26 亿元，较年初增长约 49.6%。公司订单交付及备货需求推动营运资本占用增加，融资租赁及分期结算方式下的应收款回收仍需重点观察。

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

关键假设：

假设 1：立式加工中心贡献主要增长，规模化交付支撑收入扩张。2025 年公司立式加工中心实现收入 20.46 亿元，同比增长 45.69%，毛利率 33.14%；2026H1 实现收入 14.79 亿元，同比增长 45.47%，毛利率 33.35%。考虑液冷散热、消费电子、汽车零部件及机器人等领域精密加工需求持续释放，以及公司规模化制造和交付能力逐步提升，预计 2026-2028 年立式加工中心收入同比增长 60.0%/40.0%/30.0%，毛利率分别为 33.4%/33.4%/33.4%。

假设 2：龙门加工中心拓展大型零件加工，产品需求逐步恢复。2025 年公司龙门加工中心收入 0.69 亿元，同比下降 28.94%，毛利率 19.74%；2026H1 实现收入 0.56 亿元，同比增长 79.22%，毛利率 18.03%。随着公司持续推进龙门加工中心产品升级及市场拓展，航空航天、工程机械、模具等领域需求有望提供增长支撑。预计 2026-2028 分别同比增长 70.0%/40.0%/35.0%，毛利率分别为 19.5%/19.5%/20.0%。

假设 3：卧式加工中心完善产品布局，复杂加工需求推动业务拓展。2025 年公司卧式加工中心实现收入 0.83 亿元，同比增长 35.78%，毛利率 15.04%；2026H1 实现收入 0.53 亿元，同比增长 47.97%，毛利率 19.07%。公司持续推进卧式加工中心在汽车零部件、箱体类及复杂零件加工领域的应用，产品规模扩大有望改善盈利能力。预计 2026-2028 年卧式加工中心收入同比增长 45.0%/40.0%/35.0%，毛利率分别为 20.0%/20.0%/20.0%。

假设 4：其他数控装备丰富产品矩阵，多元应用拓展增长空间。2025 年公司数控机床等其他数控装备实现收入 0.57 亿元，同比下降 45.00%，毛利率 16.85%；2026H1 实现收入约 0.50 亿元，同比增长 177.90%。公司持续拓展高精度及复合化机床产品，机器人、液冷散热及其他精密制造场景有望带动相关设备需求增长。预计 2026-2028 年其他数控装备收入同比增长 100.0%/40.0%/30.0%，毛利率分别为 20.0%/20.0%/20.5%。

假设 5：其他业务随主业规模扩大，审慎预测盈利贡献。2025 年公司其他业务实现收入 2.42 亿元，同比增长 157.47%，毛利率 11.16%；2026H1 实现收入 0.90 亿元，同比下降 19.73%，毛利率 9.92%。考虑其他业务受配套产品需求及业务结构变化影响较大，预计 2026-2028 年收入同比增长 5.0%/20.0%/15.0%，毛利率分别为 11.0%/11.0%/11.0%。

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
立式加工中心	收入	2045.83	3273.3	4582.7	5957.5
	增速	45.7%	60.0%	40.0%	30.0%
	成本	1367.78	2180.0	3052.1	3967.7
	毛利率	33.1%	33.4%	33.4%	33.4%
龙门加工中心	收入	68.71	116.8	163.5	220.8
	增速	-28.9%	70.0%	40.0%	35.0%
	成本	55.15	94.0	131.6	176.6
	毛利率	19.7%	19.5%	19.5%	20.0%
卧式加工中心	收入	82.9	120.2	168.3	227.2
	增速	35.8%	45.0%	40.0%	35.0%
	成本	70.4	96.2	134.6	181.8
	毛利率	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	收入	242.2	254.3	305.2	350.9
	增速	157.5%	5.0%	20.0%	15.0%
	成本	215.2	226.3	271.6	312.3
	毛利率	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%
数控机床等其他数控装备	收入	56.9	113.9	159.4	207.2
	增速	-45.0%	100.0%	40.0%	30.0%
	成本	47.3	91.1	127.5	164.7
	毛利率	16.8%	20.0%	20.0%	20.5%
合计	收入	2496.6	3878.5	5379.1	6963.6
	增速	41.9%	55.4%	38.7%	29.5%
	成本	1755.9	2687.7	3717.5	4803.1
	毛利率	29.7%	30.7%	30.9%	31.0%

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高端数控机床及工业母机产业链的海天精工、创世纪等公司作为可比公司。从 PE 的角度看，2026-2028 年，可比公司平均估值为 23/17/14 倍。

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
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								65.36	22.96	17.11	13.85

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。

预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.60/7.75/10.25 亿元，对应 PE 分别为 22/16/12 倍。与可比公司相比，乔锋智能立式加工中心收入占比较高，且 2026 年前三季度收入与归母净利润同比增长 53.29%和 62.85%，业绩增长表现较为突出。考虑到公司在液冷散热、机器人等新兴应用领域的业务机会，以及产能释放带来的成长空间，首次覆盖给予“持有”评级。

3 风险提示

下游需求波动风险；行业竞争加剧及价格下降风险；新增产能利用率不及预期风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2496.57	3878.52	5379.07	6963.61
营业成本	1755.88	2687.67	3717.46	4803.14
营业税金及附加	10.55	17.89	24.97	32.62
销售费用	132.53	186.17	242.06	299.44
管理费用（含研发费用）	190.49	310.28	424.95	543.16
财务费用	-1.33	3.26	10.85	13.45
资产减值损失	-16.00	-80.00	-110.00	-140.00
投资收益	21.36	18.20	5.00	5.00
公允价值变动损益	3.14	1.66	2.40	2.03
其他经营损益	0.00	28.00	34.00	40.00
营业利润	402.28	641.12	890.18	1178.83
其他非经营损益	-0.31	-2.00	-1.00	-1.00
利润总额	401.97	639.12	889.18	1177.83
所得税	54.97	76.49	108.72	145.84
净利润	347.00	562.64	780.46	1031.99
少数股东损益	-4.22	3.00	5.00	7.00
归属母公司股东净利润	351.22	559.64	775.46	1024.99

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	347.00	562.64	780.46	1031.99
折旧与摊销	48.83	58.56	70.49	88.99
财务费用	-1.33	3.26	10.85	13.45
资产减值损失	-16.00	-80.00	-110.00	-140.00
经营营运资本变动	-114.85	-253.79	-304.27	-255.03
其他	-329.63	109.52	139.63	168.21
经营活动现金流净额	-65.97	400.18	587.16	907.61
资本支出	-32.15	-265.00	-330.00	-295.00
其他	93.48	-292.33	-237.60	-202.97
投资活动现金流净额	61.33	-557.33	-567.60	-497.97
短期借款	-18.62	91.72	210.27	-65.87
长期借款	0.00	160.00	40.00	20.00
股权融资	-0.10	0.00	0.00	0.00
支付股利	-36.23	-52.68	-111.93	-193.87
其他	26.64	-12.29	-7.85	-11.45
筹资活动现金流净额	-28.32	186.75	130.49	-251.19
现金流量净额	-32.93	29.59	150.05	158.45

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	358.26	387.85	537.91	696.36
应收和预付款项	639.89	1100.58	1455.88	1887.52
存货	1034.96	1589.48	2123.30	2700.82
其他流动资产	884.72	1332.85	1691.01	2006.72
长期股权投资	50.31	50.31	50.31	50.31
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	588.36	718.43	968.34	1171.12
无形资产和开发支出	87.31	165.18	177.30	183.84
其他非流动资产	236.39	252.38	261.87	270.06
资产总计	3880.20	5597.07	7265.93	8966.76
短期借款	6.60	98.32	308.60	242.72
应付和预收款项	1014.17	1957.52	2682.65	3566.20
长期借款	0.00	160.00	200.00	220.00
其他负债	463.30	497.19	522.12	547.14
负债合计	1484.07	2713.04	3713.36	4576.07
股本	120.76	120.76	120.76	120.76
资本公积	1074.87	1074.87	1074.87	1074.87
留存收益	1172.93	1679.88	2343.41	3174.54
归属母公司股东权益	2390.61	2875.51	3539.05	4370.18
少数股东权益	5.52	8.52	13.52	20.52
股东权益合计	2396.13	2884.03	3552.57	4390.70
负债和股东权益合计	3880.20	5597.07	7265.93	8966.76

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	41.88%	55.35%	38.69%	29.46%
营业利润增长率	77.86%	59.37%	38.85%	32.43%
净利润增长率	70.90%	62.14%	38.71%	32.23%
EBITDA 增长率	70.17%	56.28%	38.21%	31.88%
获利能力				
毛利率	29.67%	30.70%	30.89%	31.03%
三费率	12.89%	12.88%	12.60%	12.29%
净利率	13.90%	14.51%	14.51%	14.82%
ROE	14.48%	19.51%	21.97%	23.50%
ROA	8.94%	10.05%	10.74%	11.51%
ROIC	27.26%	34.37%	34.91%	36.03%
EBITDA/销售收入	18.02%	18.12%	18.06%	18.40%
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.82	0.84	0.86
固定资产周转率	4.76	6.54	7.73	7.79
应收账款周转率	7.06	7.62	7.18	7.01
存货周转率	1.82	1.99	1.94	1.93
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.01%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	38.25%	48.47%	51.11%	51.03%
带息债务/总负债	0.44%	9.52%	13.70%	10.11%
流动比率	2.01	1.75	1.67	1.69
速动比率	1.30	1.12	1.06	1.06
股利支付率	10.31%	9.41%	14.43%	18.91%
每股指标				
每股收益	2.91	4.63	6.42	8.49
每股净资产	19.80	23.81	29.31	36.19
每股经营现金	-0.55	3.31	4.86	7.52
每股股利	0.30	0.44	0.93	1.61

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	449.78	702.94	971.52	1281.27
PE	35.35	22.18	16.01	12.11
PB	5.19	4.32	3.51	2.84
PS	4.97	3.20	2.31	1.78
EV/EBITDA	26.33	17.16	12.51	9.32
股息率	0.29%	0.42%	0.90%	1.56%

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