

港机主业高增长，高端 MEMS 传感器打造第二增长曲线

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报。2025 年全年实现营收 8.04 亿元，同比下降 32.1%；实现归母净利润 0.67 亿元，同比下降 45.8%；实现扣非归母净利润 0.58 亿元，同比扭亏为盈（2024 年同期为 -1.39 亿元）。2026 年 Q1 实现营业收入 5.52 亿元，同比增长 156.79%；归母净利润为 5413.56 万元，同比增长 57.52%。
- **聚焦港机主业成效显著，扣非后利润实现扭亏为盈。**华东重机 2025 年营收和归母净利润同比均为下降，主要原因是：光伏子公司自 2025 年 6 月 30 日起因破产重整不再纳入合并报表范围，导致合并口径收入大幅缩减；2024 年包含出售润星科技产生的约 2.57 亿元一次性投资收益；2025 年 GPU 芯片业务计提 5000 万元商誉减值。但公司集装箱装卸设备主业销售收入及利润均实现大幅增长，2025 年扣非归母净利润实现 5781 万元，较 2024 年的 -1.39 亿元显著改善并实现扭亏，2026 年 Q1 实现归母净利润 5414 万元，反映公司聚焦港机主业后的盈利能力和利润质量均明显提升。
- **综合毛利率大幅提升、净利率有所回落；费用管控成效显著，期间费用率持续下降。**2025 全年，公司综合毛利率 28.2%，同比提升 15.8%，主要系低毛利率光伏子公司自 2025 年 6 月 30 日起不再纳入合并报表，合并口径盈利质量显著改善所致；净利率 8.3%，同比下降 2.1%；期间费用率为 19.9%，同比下降 0.5%。其中销售、管理、研发和财务费用率分别为 4.0%、12.6%、4.9%、0.6%，分别同比变动 -2.0%、-4.8%、-0.5%、-0.6%。
- **集装箱装卸设备是业务核心，高端 MEMS 传感器打造第二增长曲线。**2025 年公司集装箱装卸设备业务实现收入 7.95 亿元，同比大增 168.2%，收入占比达到 98.81%；毛利率提升至 28.21%，较 2024 年提升 8.98%。同时，公司港机业务销售量、生产量同比增长 88.24%，海外销售占比提升至 78.06%。公司 2024 年 10 月收购锐信图芯，切入 GPU 芯片及解决方案业务。2025 年 6 月，公司通过战略投资聚众科技切入高端 MEMS 传感器领域，有望打造新增长极。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 3.26、3.96、4.85 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 93.65%。考虑公司主业迎来反转，稳定高增长，新兴业务技术壁垒高，未来发展空间广阔，有望打造新增长点，给予公司 2026 年 45 倍 PE，对应目标价 14.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求修复不及预期的风险、原材料价格波动风险、新业务拓展不及预期的风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	804.33	2395.57	3041.14	3539.50
增长率	-32.08%	197.83%	26.95%	16.39%
归属母公司净利润（百万元）	66.72	326.28	396.37	484.56
增长率	-45.77%	389.00%	21.48%	22.25%
每股收益 EPS（元）	0.07	0.32	0.39	0.48
净资产收益率 ROE	2.88%	17.07%	17.68%	18.30%
PE	130	27	22	18
PB	5.44	4.59	3.91	3.30

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tgl@swsc.com.cn

分析师：张雪
执业证号：S1250526020001
电话：021-58351893
邮箱：zhxue@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)	10.08
流通 A 股(亿股)	10.08
52 周内股价区间(元)	6.33-9.77
总市值(亿元)	86.86
总资产(亿元)	25.12
每股净资产(元)	1.64

相关研究

目 录

1 华东重机：深耕集装箱装卸设备领域，业务布局持续优化.....	1
1.1 国内集装箱装卸设备领军企业，产品矩阵不断丰富.....	1
1.2 重新聚焦主业，专注高端装备制造.....	4
1.3 家族持股集中，股权结构清晰稳定.....	5
2 盈利预测与估值.....	6
2.1 盈利预测.....	6
2.2 相对估值.....	7
3 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司深耕港机装备 30 余载，业务领域不断拓展	2
图 2：公司业务主要包括集装箱装卸设备传统业务和 GPU 芯片设计及解决方案新业务	3
图 3：2025 年，公司实现营收 8.04 亿	4
图 4：2025 年，公司实现归母净利润 0.67 亿	4
图 5：2025 年，公司集装箱装卸设备占比为 98.81%	4
图 6：2025 年，公司集装箱装卸设备毛利率回升	4
图 7：2025 年，公司毛利率企稳提升	5
图 8：公司期间费用率稳定下降	5
图 9：实际控制人翁耀根、翁杰、孟正华合计持有公司 12.23% 股权	5

表 目 录

表 1：公司细分产品种类丰富	3
表 2：公司分业务收入及毛利率预测	7
表 3：可比公司估值（截至 2026 年 5 月 19 日）	7
附表：财务预测与估值	9

1 华东重机：深耕集装箱装卸设备领域，业务布局持续优化

1.1 国内集装箱装卸设备领军企业，产品矩阵不断丰富

华东重机深耕集装箱装卸设备领域 20 余年，已成长为国内集装箱装卸设备领域的领军企业，核心产品处于国际领先水平。公司前身于 2004 年 1 月 9 日由无锡华东重型机械厂与通用卢森堡有限公司共同出资设立，自成立以来始终聚焦集装箱装卸设备的研发、生产、安装与销售，主要产品包括岸桥、轨道吊、轮胎吊等港机设备。经过多年对港口自动化设备相关技术的持续研发投入，公司系列产品已较为成熟并具备较强市场竞争力，产品不仅覆盖国内各大主要港口码头，还出口至全球多个国家和地区，客户包括新加坡港务集团、韩国釜山港以及 PSA、DP World、和记黄埔等国际头部码头运营商，公司已成为全球一线集装箱码头运营商的重要设备供应商。

复盘公司发展路径，华东重机的成长可大致分为“创立与技术积累—多元化扩张—聚焦主业与战略转型”三个阶段。公司从传统港机制造商，逐步经历外延扩张，又重新回归高质量主业发展的战略主线。

- 1) **1989-2012：创立与技术积累期。**公司始创于 1989 年，总部设立于无锡，自主研制国内多用途集装箱门式起重机，逐步成为港口装卸设备全球知名供应商。公司持续推进体制和资本平台建设，2010 年 12 月 17 日整体变更为股份有限公司，注册资本为 1.5 亿元；2012 年 5 月 30 日公司公开发行 5000 万股，发行价格 9.99 元/股，并于 2012 年 6 月 12 日在深圳证券交易所挂牌上市。在这一阶段，公司完成了从地方制造企业到上市公司的变革，为后续市场拓展和业务延伸打下基础。
- 2) **2017-2021：多元化业务探索。**在港机主业基础上，公司开始通过资本运作拓宽业务边界，推动从单一港机设备商向综合装备制造平台转型。其中，2017 年 9 月，公司通过发行股份及支付现金方式收购润星科技 100% 股权，正式进入高端数控机床行业；同期公司主营结构扩展为以“高端集装箱装卸设备+高端智能数控机床”为主的高端装备制造业务。此后，2021 年 10 月，公司完成重大资产出售，剥离以不锈钢现货交易服务为主的供应链服务业务；2023 年 3 月，公司进一步拓展光伏电池组件业务，切入 N 型 TOPCon 高效电池片赛道。
- 3) **2023-至今：聚焦主业，新兴业务取得突破。**2023 年投建启东智能制造基地，并拓展光伏业务，2024 年收购锐信图芯，进入 GPU 芯片设计领域，并剥离数控机床业务，2025 年在手订单创历史新高，获评国家级专精特新“小巨人”称号。2025 年 6 月末，光伏业务的主要子公司进入破产重整，无锡光能及其合并范围内子公司不再纳入公司合并报表范围。2025 年 6 月，公司通过战略投资聚众科技切入高端 MEMS 传感器领域，产品已列装多个型号，在商业航天、航发燃机、半导体设备等领域加速放量，有望打造新增长极。

从业务结构看，公司目前已形成“集装箱装卸设备为绝对核心、芯片业务为新增长点、光伏业务逐步退出”的三大板块。其中，港机业务贡献当前绝大部分收入和利润，芯片业务仍处培育阶段，光伏业务已基本退出，业务方向更清晰、更聚焦。

图 1：公司深耕港机装备 30 余载，业务领域不断拓展



数据来源：公司官网，西南证券整理

聚焦集装箱装卸设备传统主业，积极外延高端 MEMS 传感器和 GPU 芯片设计及解决方案等领域。目前公司业务可以分为集装箱装卸设备（港机）等传统核心业务、高端 MEMS 传感器、芯片设计及解决方案等新拓展领域。1）集装箱装卸设备，即港机，主要产品有岸桥、轨道吊、轮胎吊等，主要应用于港口的集装箱船舶装卸作业、铁路集装箱装卸、集装箱堆场的堆存和拖车装卸等场景，产品已覆盖国内主要港口码头并出口至新加坡、韩国釜山港等海外知名港口，在自动化和智能化方向具备较强的市场竞争力。2）高端 MEMS 传感器，由战略投资的聚众科技承载，主要产品有真空规、压力传感器、温度传感器等，主要应用于半导体设备、商业航天、燃气轮机、航空发动机等高端装备领域，已进入北方华创、深蓝航天、星河动力等头部客户供应体系，在自研芯片、耐高温材料及特殊封装等核心环节具备全链条自主可控能力，是该领域稀缺的国产替代方案。3）芯片设计及解决方案，该业务通过子公司厦门锐信图芯科技开展，主要产品包括 GPU 芯片、芯片模组（独立显卡）、软硬件技术解决方案三大类，已实现 GPU 芯片批量供货，产品适配主流 CPU 和操作系统，广泛应用于党政、特种领域、金融、电力等信创关键领域的国产替代。此外，公司此前涉及的数控机床业务已于 2024 年 12 月完成剥离，光伏电池组件业务主要子公司因被申请破产重整已于 2025 年 6 月不再纳入合并报表，公司业务重心进一步聚焦港机主业与芯片培育业务。

图 2：公司业务主要包括集装箱装卸设备传统业务和 GPU 芯片设计及解决方案新业务



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

表 1：公司细分产品种类丰富

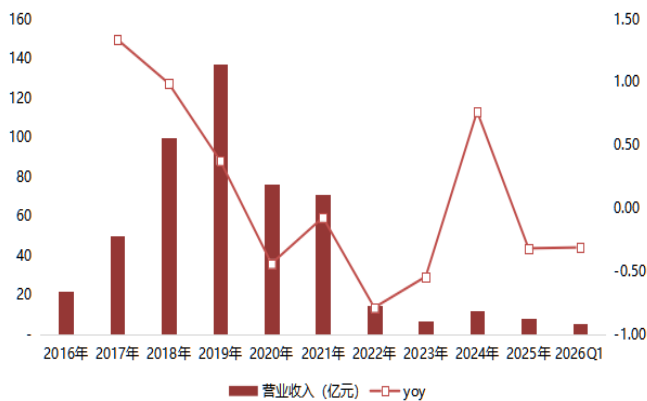
业务	主要产品	应用领域	市场地位
集装箱装卸设备	岸桥、轨道吊、轮胎吊等	港口集装箱船舶装卸、铁路集装箱装卸、堆场堆存及拖车装卸装箱	核心产品处于国际领先水平，已成为全球一线集装箱码头运营商的重要设备供应商
高端 MEMS 传感器	真空规（半导体设备核心传感器）、压力传感器、温度传感器等多品类 MEMS 传感器	半导体设备、商业航天、燃气轮机、航天发动机	公司战略投资的聚众科技是国内唯一具备 MEMS 传感器自研芯片能力的厂商
芯片设计及解决方案	GPU 芯片、芯片模组（独立显卡）、软硬件技术解决方案	信创市场及特种工业，覆盖党政办公、交通、教育、税务、电力、轨道交通等	处于培育阶段，已实现 GPU 芯片批量供货，BF2000 系列完成与国内主流 CPU、操作系统适配
光伏电池组件	N 型 TOPCon 高效电池片	家庭、商业及大型电站光伏发电系统	业务持续收缩，主要子公司已进入破产重整并于 2025 年 6 月末出表

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

1.2 重新聚焦主业，专注高端装备制造

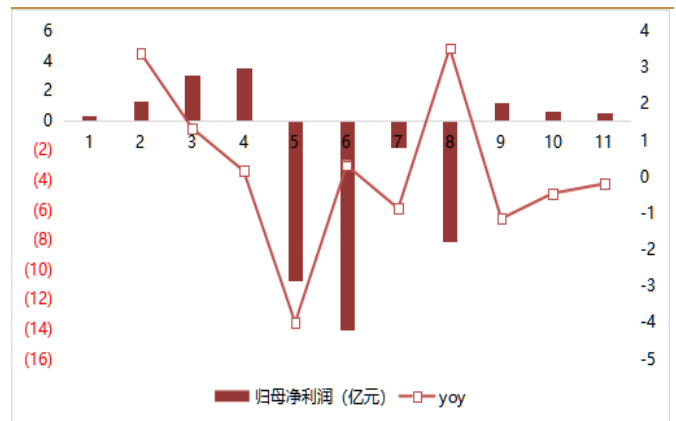
公司已基本完成对主业的重新聚焦，高端装备制造业务占比接近全部收入。2025 年，公司实现营业收入 8.04 亿元，其中高端装备制造业务收入 7.95 亿元，占比 98.81%；芯片设计业务收入 749 万元，占比 0.93%；光伏制造业务收入 206 万元，占比仅 0.26%。剥离数控机床与光伏出表后，公司回归港机主业。

图 3：2025 年，公司实现营收 8.04 亿



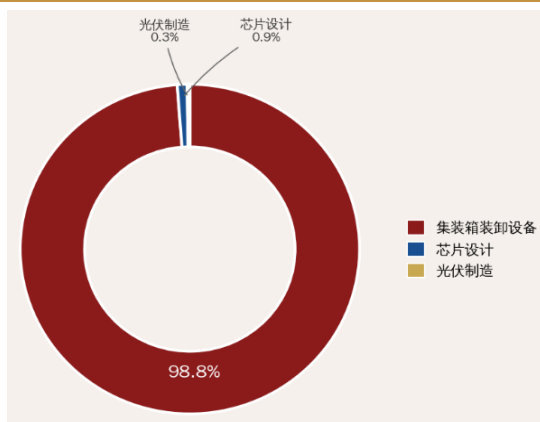
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2025 年，公司实现归母净利润 0.67 亿



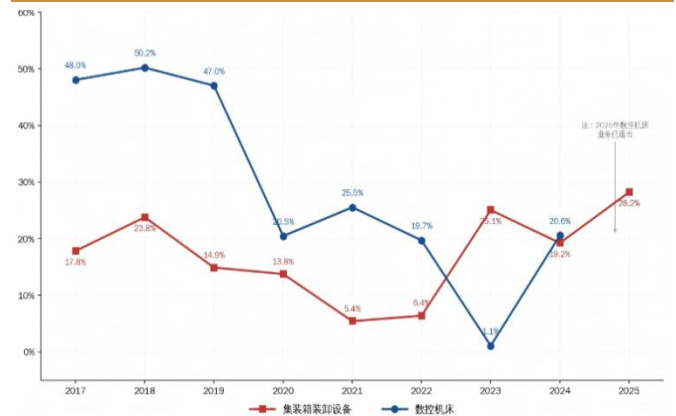
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2025 年，公司集装箱装卸设备占比为 98.81%



数据来源：Wind，西南证券整理

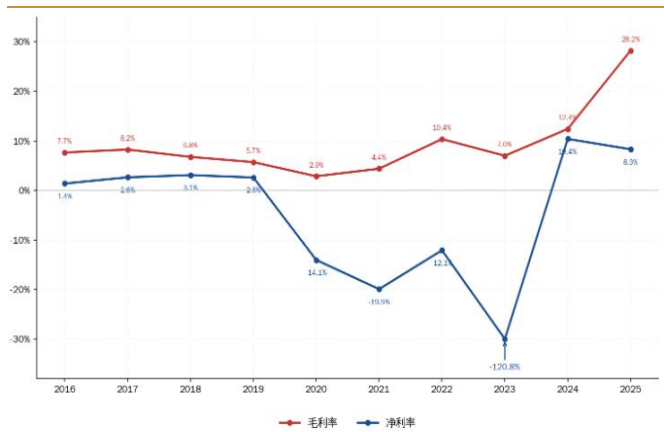
图 6：2025 年，公司集装箱装卸设备毛利率回升



数据来源：Wind，西南证券整理

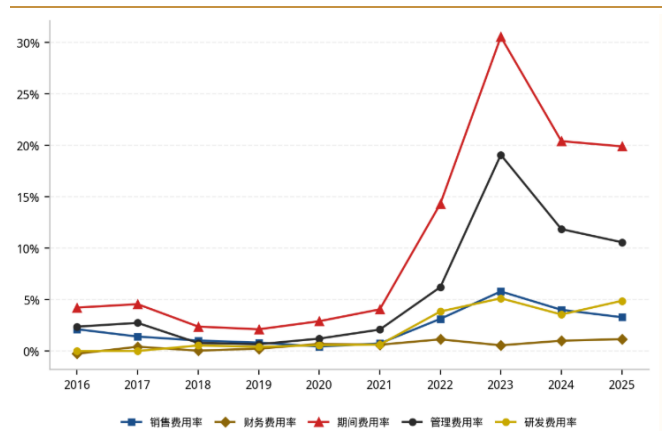
期间费用率稳步下降，毛利率稳步提升。2025 年，公司综合毛利率 28.2%，同比提升 15.8%，主要系低毛利率光伏子公司自 2025 年 6 月 30 日起不再纳入合并报表，合并口径盈利质量显著改善所致。全年净利率 8.3%，同比下降 2.1%；期间费用率为 19.9%，同比下降 0.5%。单 2025Q4 公司综合毛利率 42.3%，同比提升 9.5%；净利率 13.4%，同比下降 21.8%；期间费用率为 22.2%，同比下降 8.0%，其中销售、管理、研发和财务费用率分别为 4.0%、12.6%、4.9%、0.6%，分别同比变动 -2.0%、-4.8%、-0.5%、-0.6%。

图 7：2025 年，公司毛利率企稳提升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司期间费用率稳定下降

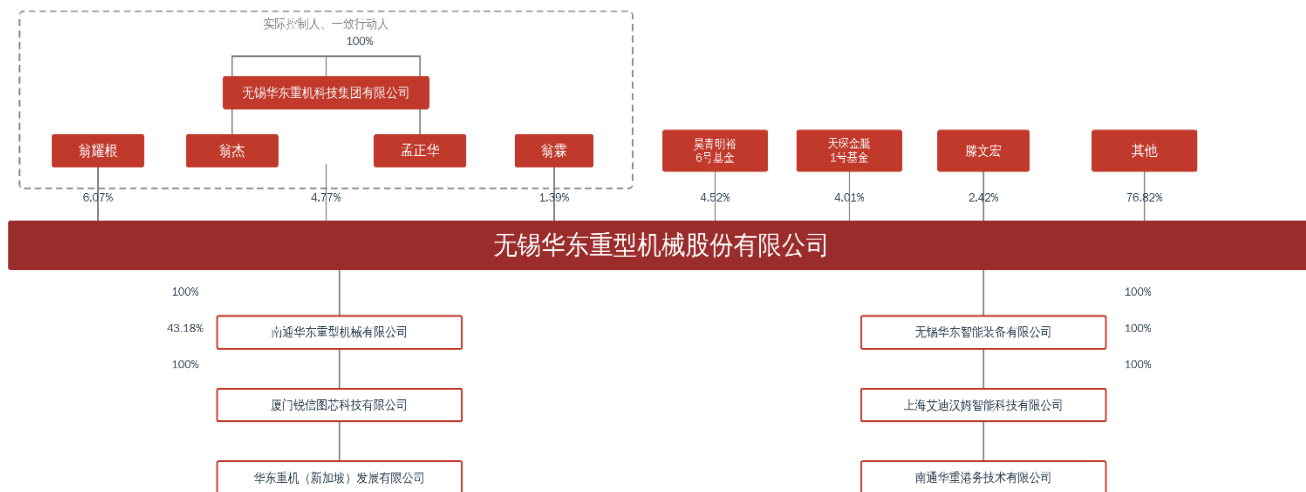


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 家族持股集中，股权结构清晰稳定

家族控股稳固，实际控制人一致行动。公司董事长暨总经理翁杰先生与翁耀根、孟正华为公司实际控制人，具有一致行动关系。其中翁耀根与孟正华为夫妻关系，翁杰为翁耀根与孟正华之子；三人通过直接和间接方式合计控制公司约 12.23%股份：翁耀根先生直接持股 6.07%；翁杰先生与孟正华女士作为无锡华东重机科技集团有限公司（华重集团）的股东，通过华重集团间接持股 4.77%；此外，翁耀根与孟正华之女翁霖女士直接持股 1.39%。整体来看，公司股权结构清晰，实际控制人家族通过直接及间接持股方式保持对公司的稳定控制。

图 9：实际控制人翁耀根、翁杰、孟正华合计持有公司 12.23%股权



数据来源：公司年报，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司集装箱装卸设备（港机）主要产品包括岸桥、轨道吊、轮胎吊等，下游需求与全球港口建设投资及集装箱贸易量密切相关。考虑到公司 2026 年集装箱装卸设备业务将有大客户收入确认，收入将高增，27-28 年在高基数水平上恢复正常增速。预计 2026-2028 年集装箱装卸设备营收增速为 200%、25%、15%；2025 年该业务毛利率为 28.21%，主要是由于海外大额订单提升整体毛利水平，未来随着启东新基地产能释放，内销和海外同步发力，预计该业务毛利率将在 24-25%左右企稳。

假设 2：公司 2024 年 10 月收购锐信图芯（持股 43.18%），拓展 GPU 芯片设计及解决方案业务，目前第一代产品 BF2000 系列瞄准国内信创市场及特种工业，已与主流 CPU、操作系统完成适配，切入党政办公、电力、交通、教育等行业。考虑到全球 GPU 市场高速增长（2024-2029 年 CAGR 预计 21.2%，2029 年市场规模将增至 2000.8 亿美元）、海外禁令趋严下国产 GPU 替代加速（2024 年中国集成电路产业销售额 1.44 万亿元，同比+17.4%）、信创市场活力增强（2023 年信创产业规模 2.1 万亿元，2027 年有望达 3.7 万亿元），国产 GPU 芯片在信创领域的渗透率有望快速提升。预计 2026-2028 年 GPU 芯片及解决方案业务营收增速为 50%、40%、40%。毛利率方面，2024 年该业务小规模出货时毛利率高达 76.5%，2025 年因收入规模骤降及业务结构变化毛利率回落至 33%，随着收入规模逐步放量、产品结构优化（芯片直销占比提升）及 Fabless 模式下规模效应显现，毛利率有望逐步改善。

假设 3：公司 2025 年 6 月战略投资聚众科技（首期持股 9.09%），布局高端 MEMS 传感器设计、制造与销售业务。聚众科技起源于国内 MEMS 传感器龙头西人马，是国内唯一具备 MEMS 传感器自研芯片能力的厂商，掌握耐高温材料配方及特殊封装工艺，产品覆盖半导体设备（真空规等）、商业航天、燃气轮机、航空发动机及军工等高端装备领域。考虑到海外禁令趋严下半导体设备核心零部件国产替代加速（以真空规为例，此前由美国 MKS 独家供应，断供后国内无其他替代方案）、商业航天及航空发动机国产化进入放量周期（军工领域国内仅聚众科技与厦门纳尔两家供应商），高端 MEMS 传感器国产替代空间广阔。受益于自研芯片全链条自主可控及下游高壁垒应用场景，随着真空规在半导体设备领域市占率提升、商业航天及航发订单集中释放，高毛利率水平有望持续维持。

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：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
集装箱装卸设备	收入	794.78	2,384.34	2,980.43	3,427.49
	增速	168.23%	200.00%	25.00%	15.00%
	毛利率	28.21%	24.00%	24.00%	25.00%
GPU 芯片及解决方案	收入	7.49	11.24	15.73	22.02
	增速	-69.33%	50.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	32.98%	40.00%	38.00%	40.00%
其他业务	收入	0	0	45.00	90.00
	增速	/	/	/	100.00%
	毛利率	/	/	90.00%	95.00%
合计	收入	804.33	2,395.58	3,041.15	3,539.51
	增速	-32.08%	197.83%	26.95%	16.39%
	毛利率	28.23%	24.08%	25.05%	26.87%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

华东重机是港口集装箱装卸设备全球知名供应商，积极布局高端 MEMS 传感器、商业航天及 GPU 芯片设计等业务，我们选取与公司港机传统业务领域一致的振华重工和与公司新兴传感器业务相似的芯动联科 2 家公司作为可比公司，2 家可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 38、29、25 倍。

港口机械行业 2026 年景气度持续回暖，公司港机在手订单充足，受益于东南亚港口建设需求爆发及 PSA 集团等海外大客户订单落地，港机业务有望实现快速增长；另一方面公司通过战略投资聚众科技切入高端 MEMS 传感器领域，产品已列装多个型号，在商业航天、航发燃机、半导体设备等领域加速放量，有望打造新增长极。

预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 3.26、3.96、4.85 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 93.65%。考虑公司主业迎来反转，稳定高增长，新兴业务技术壁垒高，未来发展空间广阔，有望打造新增长点，给予公司 2026 年 45 倍 PE，对应目标价 14.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值（截至 2026 年 5 月 19 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			26E	27E	28E	26E	27E	28E
600320.SH	振华重工	5.00	0.21	0.23	0.25	24.37	21.45	20.19
688582.SH	芯动联科	54.08	1.06	1.46	1.87	50.88	37.00	28.97
可比公司平均值						37.63	29.23	24.58
002685.SZ	华东重机	8.62	0.32	0.39	0.48	26.62	21.91	17.93

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1) 港口机械行业需求不及预期的风险。公司主营业务为集装箱装卸设备（岸桥、轨道吊、轮胎吊等），下游客户主要为全球港口码头运营商，港机设备需求与全球航运贸易景气度、港口新建及智能化改造进度密切相关。若全球贸易增速放缓、地缘政治风险加剧导致航运格局变化，或港口建设投资不及预期，将直接影响公司港机订单获取及交付节奏，对公司经营业绩产生不利影响。

2) 原材料价格波动影响。公司港口机械产品生产所需的主要原材料为各类钢材，钢材成本在产品成本中占比较高。若钢材等大宗原材料价格出现大幅波动，而公司无法及时通过产品定价调整或降本措施予以消化，将对公司毛利率及盈利能力造成较大影响。

3) 新业务拓展不及预期的风险。公司通过战略投资聚众科技切入高端 MEMS 传感器领域（覆盖商业航天、航发燃机、半导体设备方向），并通过收购锐信图芯布局 GPU 芯片设计及信创业务。上述新业务尚处于市场开拓及产能爬坡阶段，面临技术迭代快、客户导入周期长、行业竞争加剧等挑战，若传感器产品下游订单放量进度、GPU 芯片信创市场拓展不如预期，或相关投资标的的经营表现不达预期导致商誉减值风险，将对公司业绩产生较大影响。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	804.33	2395.57	3041.14	3539.50	净利润	46.49	326.25	396.33	484.51
营业成本	577.30	1818.83	2279.37	2588.32	折旧与摊销	33.86	23.56	23.56	23.56
营业税金及附加	3.48	26.35	33.45	38.93	财务费用	9.31	22.17	27.01	30.43
销售费用	26.41	95.82	118.60	138.04	资产减值损失	-61.54	-80.00	-80.00	-80.00
管理费用	85.09	227.58	285.87	329.17	经营营运资本变动	-549.38	102.89	-233.73	-110.44
财务费用	9.31	22.17	27.01	30.43	其他	464.41	-60.81	-5.56	25.89
资产减值损失	-61.54	-80.00	-80.00	-80.00	经营活动现金流净额	-56.85	334.06	127.61	373.95
投资收益	5.58	98.61	88.93	74.93	资本支出	525.50	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	1.33	0.86	0.97	0.99	其他	-399.66	118.12	89.90	75.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	125.84	68.12	39.90	25.92
营业利润	3.50	384.28	466.74	570.51	短期借款	-33.34	3.25	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.66	-0.45	-0.47	-0.50	长期借款	0.00	-15.00	-15.00	-15.00
利润总额	2.83	383.82	466.27	570.02	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-43.66	57.57	69.94	85.50	支付股利	0.00	-13.34	-65.26	-79.27
净利润	46.49	326.25	396.33	484.51	其他	-84.62	-39.15	-27.01	-30.43
少数股东损益	-20.23	-0.03	-0.04	-0.05	筹资活动现金流净额	-117.96	-64.24	-107.27	-124.71
归属母公司股东净利润	66.72	326.28	396.37	484.56	现金流量净额	-57.12	337.94	60.24	275.16
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	715.48	1053.42	1113.66	1388.83	成长能力				
应收和预付款项	608.26	583.64	761.07	912.22	销售收入增长率	-32.08%	197.83%	26.95%	16.39%
存货	863.83	897.32	1137.68	1288.29	营业利润增长率	-97.18%	10893.3%	21.46%	22.23%
其他流动资产	226.28	202.41	205.74	208.31	净利润增长率	-44.17%	601.76%	21.48%	22.25%
长期股权投资	29.73	29.73	29.73	29.73	EBITDA 增长率	-78.66%	821.41%	20.30%	20.72%
投资性房地产	1.44	1.44	1.44	1.44	获利能力				
固定资产和在建工程	134.84	173.02	211.21	249.40	毛利率	28.23%	24.08%	25.05%	26.87%
无形资产和开发支出	117.04	105.29	93.54	81.79	三费率	15.02%	14.43%	14.19%	14.06%
其他非流动资产	107.22	107.22	107.22	107.22	净利率	5.78%	13.62%	13.03%	13.69%
资产总计	2804.12	3153.49	3661.30	4267.23	ROE	2.88%	17.07%	17.68%	18.30%
短期借款	46.75	50.00	50.00	50.00	ROA	1.66%	10.35%	10.82%	11.35%
应付和预收款项	293.99	1086.87	1248.97	1444.78	ROIC	30.95%	46.57%	43.53%	42.33%
长期借款	0.00	-15.00	-30.00	-45.00	EBITDA/销售收入	5.80%	17.95%	17.01%	17.64%
其他负债	849.77	120.45	150.08	169.96	营运能力				
负债合计	1190.51	1242.32	1419.05	1619.74	总资产周转率	0.28	0.80	0.89	0.89
股本	1007.69	1007.69	1007.69	1007.69	固定资产周转率	4.19	23.41	33.59	44.96
资本公积	3024.04	3024.04	3024.04	3024.04	应收账款周转率	5.26	7.60	6.12	5.59
留存收益	-2451.64	-2138.71	-1807.59	-1402.31	存货周转率	0.81	2.05	2.22	2.13
归属母公司股东权益	1595.42	1893.02	2224.14	2629.42	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.21%	—	—	—
少数股东权益	18.18	18.15	18.11	18.06	资本结构				
股东权益合计	1613.61	1911.17	2242.25	2647.49	资产负债率	42.46%	39.40%	38.76%	37.96%
负债和股东权益合计	2804.12	3153.49	3661.30	4267.23	带息债务/总负债	3.93%	2.82%	1.41%	0.31%
					流动比率	2.03	2.18	2.23	2.29
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	速动比率	1.31	1.47	1.44	1.51
EBITDA	46.67	430.01	517.32	624.51	股利支付率	0.00%	4.09%	16.46%	16.36%
PE	130.18	26.62	21.91	17.93	每股指标				
PB	5.44	4.59	3.91	3.30	每股收益	0.07	0.32	0.39	0.48
PS	10.80	3.63	2.86	2.45	每股净资产	1.58	1.88	2.21	2.61
EV/EBITDA	165.37	17.13	14.09	11.21	每股经营现金	-0.06	0.33	0.13	0.37
股息率	0.00%	0.15%	0.75%	0.91%	每股股利	0.00	0.01	0.06	0.08

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

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	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn

	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管兼销售岗	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	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn