

## 液压件收入延续高增，破碎锤重回增长通道

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年三季度报，前三季度实现营收 33.25 亿元，同比增长 40.05%；实现归母净利润 4.35 亿元，同比增长 37.71%；实现扣非归母净利润 4.17 亿元，同比增长 43.38%。2026Q3 单季度来看，实现营收 10.63 亿元，同比增长 31.95%、环比下降 2.8%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 18.72%；实现扣非归母净利润 1.27 亿元，同比增长 20.46%。单季利润增速较上半年有所回落，一方面源于去年同期高基数（2025Q3 收入同比增长 23.6%、归母净利润同比增长 29.7%，而 2025Q2 归母同比为下降 3.0%）；另一方面 Q3 单季毛利率同比回落 2.38%、前三季度信用减值损失 1960.8 万元（同比多计约 1536 万元），对利润形成拖累。
- **液压件延续高增，破碎锤重回增长通道。**2026 年前三季度高端液压件收入占比约 70%，同比增长 52.2%，仍是核心增长引擎，主要系主机厂渗透率提升、国产替代推进，以及控股子公司艾崎精密（与川崎重工合资）并表贡献；液压破碎锤收入占比约 25%，同比增长 23.4%，已由 2025 年全年-7.7%的承压状态转为较快增长，主要受矿山开采及大型锤、隧道锤需求拉动；其他业务占比约 5%，整体变化不大。行业层面，2026 年 1-9 月挖掘机销量 21 万台、同比增长 23.1%，公司收入增速显著跑赢行业。
- **综合毛利率基本持平、单季同比回落；费用率延续下行，净利率小幅提升。**2026 年前三季度综合毛利率 28.53%，同比基本持平；净利率 13.81%，同比提升 0.28pp；期间费用率 11.29%，同比下降 1.28pp，其中销售、管理、研发和财务费用率分别为 2.40%、3.39%、4.38%、1.12%，分别同比下降 0.35、0.34、0.06、0.53pp。单 2026Q3 综合毛利率 28.25%，同比下降 2.38pp、环比下降 1.64pp，主要受去年同期高基数影响（2025Q3 毛利率 30.63%为全年单季高点）；单季净利率 12.81%，同比下降 1.29pp，但期间费用率降至 12.22%（同比下降 1.21pp），部分对冲了毛利率压力。
- **传统主业国产替代与全球化共振，新业务由投入期转入放量期。**1) 液压件：马达在大挖及外资品牌客户实现突破，泵阀依托川崎合资（艾崎精密）加速份额提升；泰国工厂一期（3 万台液压属具、达产年产值 4 亿元）2025 年 10 月已投产，二期（8 万个液压件、达产年产值 6 亿元）2026 年 8 月底具备投产条件，叠加德国工厂作为欧洲基地；2026 上半年海外收入 3.9 亿元、同比+59.1%，海外头部客户已成为第一大海外客户。2) 破碎锤：大型锤金额占比维持 65%-70%，超大锤、隧道锤推广见效，凿岩机完成研发测试填补空白。3) 新业务：2026 上半年刀具对外收入 0.4 亿元（同比增长 98.3%）、机器人 0.3 亿元（本体占 72.3%）、精密传动收入同比增长 43.5%（滚柱丝杠 40 多款批量供货），储能承接内蒙古 200MW/800MWh 项目、配套设备价值量超 4 亿元。公司提出 2029 年营收 100 亿元目标（其中挖机液压件 60 亿元），较 2025 年 32 亿元仍有较大空间。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 5.50、7.11、9.02 亿元，对应 PE 分别为 28、22、17 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求修复不及预期、原材料价格波动、新业务拓展不及预期等风险。

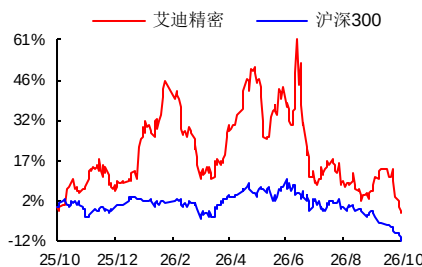
| 指标/年度         | 2025A   | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 3196.06 | 4026.39 | 5017.29 | 6143.17 |
| 增长率           | 17.29%  | 25.98%  | 24.61%  | 22.44%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 393.68  | 549.80  | 711.13  | 902.37  |
| 增长率           | 14.40%  | 39.66%  | 29.34%  | 26.89%  |
| 每股收益 EPS（元）   | 0.45    | 0.62    | 0.81    | 1.02    |
| 净资产收益率 ROE    | 10.55%  | 13.34%  | 15.06%  | 16.46%  |
| PE            | 39      | 28      | 22      | 17      |
| PB            | 4.16    | 3.87    | 3.36    | 2.88    |

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：tjl@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)      | 8.81       |
| 流通 A 股(亿股)   | 8.81       |
| 52 周内股价区间(元) | 17.06-27.9 |
| 总市值(亿元)      | 153.24     |
| 总资产(亿元)      | 79.08      |
| 每股净资产(元)     | 5.52       |

### 相关研究

1. 艾迪精密（603638）：液压件收入继续高增长，业绩稳步提高（2026-04-30）

**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          | 3196.06        | 4026.39        | 5017.29        | 6143.17        | 净利润               | 405.85         | 549.74         | 711.06        | 902.28        |
| 营业成本          | 2261.12        | 2831.36        | 3499.06        | 4255.37        | 折旧与摊销             | 300.38         | 210.72         | 210.72        | 210.72        |
| 营业税金及附加       | 37.72          | 44.29          | 55.19          | 67.57          | 财务费用              | 43.46          | -48.32         | -50.17        | -61.43        |
| 销售费用          | 96.28          | 161.06         | 195.67         | 239.58         | 资产减值损失            | -30.62         | 35.00          | 35.00         | 35.00         |
| 管理费用          | 127.70         | 382.51         | 471.63         | 571.31         | 经营营运资本变动          | -301.61        | -293.91        | -543.08       | -593.87       |
| 财务费用          | 43.46          | -48.32         | -50.17         | -61.43         | 其他                | 96.21          | -48.57         | -65.66        | -16.21        |
| 资产减值损失        | -30.62         | 35.00          | 35.00          | 35.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>513.67</b>  | <b>404.67</b>  | <b>297.87</b> | <b>476.48</b> |
| 投资收益          | 0.90           | 22.64          | 22.24          | 22.23          | 资本支出              | -37.65         | -50.00         | -30.00        | -30.00        |
| 公允价值变动损益      | 3.50           | 3.66           | 3.42           | 3.51           | 其他                | -687.63        | 26.30          | 25.67         | 25.74         |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-725.28</b> | <b>-23.70</b>  | <b>-4.33</b>  | <b>-4.26</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>479.00</b>  | <b>646.80</b>  | <b>836.58</b>  | <b>1061.50</b> | 短期借款              | -105.11        | -112.92        | 30.00         | 20.00         |
| 其他非经营损益       | 0.21           | -0.04          | -0.04          | 0.00           | 长期借款              | 143.50         | -15.00         | -15.00        | -15.00        |
| <b>利润总额</b>   | <b>479.21</b>  | <b>646.76</b>  | <b>836.54</b>  | <b>1061.50</b> | 股权融资              | 0.01           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 所得税           | 73.36          | 97.01          | 125.48         | 159.23         | 支付股利              | -124.66        | -78.74         | -109.96       | -142.23       |
| 净利润           | 405.85         | 549.74         | 711.06         | 902.28         | 其他                | -99.79         | -174.16        | 50.17         | 61.43         |
| 少数股东损益        | 12.18          | -0.05          | -0.07          | -0.09          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-186.05</b> | <b>-380.81</b> | <b>-44.79</b> | <b>-75.79</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 393.68         | 549.80         | 711.13         | 902.37         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-397.15</b> | <b>0.15</b>    | <b>248.75</b> | <b>396.43</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |               |               |
| 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          | 549.47         | 549.62         | 798.37         | 1194.80        | <b>成长能力</b>       |                |                |               |               |
| 应收和预付款项       | 1297.21        | 1742.92        | 2170.15        | 2630.03        | 销售收入增长率           | 17.29%         | 25.98%         | 24.61%        | 22.44%        |
| 存货            | 1382.23        | 1747.07        | 2199.15        | 2657.88        | 营业利润增长率           | 18.66%         | 35.03%         | 29.34%        | 26.89%        |
| 其他流动资产        | 359.96         | 324.50         | 345.13         | 368.56         | 净利润增长率            | 18.08%         | 35.45%         | 29.34%        | 26.89%        |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率        | 18.91%         | -1.66%         | 23.22%        | 21.43%        |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |               |               |
| 固定资产和在建工程     | 2678.65        | 2501.38        | 2324.11        | 2146.84        | 毛利率               | 29.25%         | 29.68%         | 30.26%        | 30.73%        |
| 无形资产和开发支出     | 344.16         | 361.70         | 359.24         | 356.77         | 三费率               | 8.37%          | 12.30%         | 12.30%        | 12.20%        |
| 其他非流动资产       | 302.46         | 301.47         | 300.47         | 299.48         | 净利率               | 12.70%         | 13.65%         | 14.17%        | 14.69%        |
| <b>资产总计</b>   | <b>6914.12</b> | <b>7528.65</b> | <b>8496.62</b> | <b>9654.37</b> | ROE               | 10.55%         | 13.34%         | 15.06%        | 16.46%        |
| 短期借款          | 712.92         | 600.00         | 630.00         | 650.00         | ROA               | 5.87%          | 7.30%          | 8.37%         | 9.35%         |
| 应付和预收款项       | 984.08         | 1456.36        | 1767.41        | 2113.88        | ROIC              | 9.43%          | 10.14%         | 12.49%        | 14.59%        |
| 长期借款          | 143.50         | 128.50         | 113.50         | 98.50          | EBITDA/销售收入       | 25.75%         | 20.10%         | 19.87%        | 19.71%        |
| 其他负债          | 1226.78        | 1222.47        | 1263.29        | 1309.52        | <b>营运能力</b>       |                |                |               |               |
| <b>负债合计</b>   | <b>3067.28</b> | <b>3407.33</b> | <b>3774.20</b> | <b>4171.91</b> | 总资产周转率            | 0.46           | 0.56           | 0.63          | 0.68          |
| 股本            | 831.09         | 880.69         | 880.69         | 880.69         | 固定资产周转率           | 1.31           | 1.68           | 2.26          | 3.01          |
| 资本公积          | 287.24         | 287.24         | 287.24         | 287.24         | 应收账款周转率           | 2.76           | 3.04           | 2.92          | 2.92          |
| 留存收益          | 2371.75        | 2842.81        | 3443.99        | 4204.13        | 存货周转率             | 1.72           | 1.77           | 1.76          | 1.74          |
| 归属母公司股东权益     | 3686.61        | 3961.14        | 4562.31        | 5322.45        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 72.07%         | —              | —             | —             |
| 少数股东权益        | 160.23         | 160.17         | 160.10         | 160.01         | <b>资本结构</b>       |                |                |               |               |
| <b>股东权益合计</b> | <b>3846.84</b> | <b>4121.31</b> | <b>4722.41</b> | <b>5482.46</b> | 资产负债率             | 44.36%         | 45.26%         | 44.42%        | 43.21%        |
| 负债和股东权益合计     | 6914.12        | 7528.65        | 8496.62        | 9654.37        | 带息债务/总负债          | 58.78%         | 49.16%         | 44.78%        | 40.63%        |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.91           | 1.96           | 2.11          | 2.27          |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.18           | 1.17           | 1.27          | 1.39          |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 42.75%         | 14.32%         | 15.46%        | 15.76%        |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |               |               |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.47           | 0.62           | 0.81          | 1.02          |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 4.19           | 4.50           | 5.18          | 6.04          |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.58           | 0.46           | 0.34          | 0.54          |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.20           | 0.09           | 0.12          | 0.16          |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |               |               |
| 业绩和估值指标       | 2025A          | 2026E          | 2027E          | 2028E          |                   |                |                |               |               |
| EBITDA        | 822.84         | 809.20         | 997.13         | 1210.79        |                   |                |                |               |               |
| PE            | 38.93          | 27.87          | 21.55          | 16.98          |                   |                |                |               |               |
| PB            | 4.16           | 3.87           | 3.36           | 2.88           |                   |                |                |               |               |
| PS            | 4.79           | 3.81           | 3.05           | 2.49           |                   |                |                |               |               |
| EV/EBITDA     | 18.48          | 18.60          | 14.86          | 11.92          |                   |                |                |               |               |
| 股息率           | 0.81%          | 0.51%          | 0.72%          | 0.93%          |                   |                |                |               |               |

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 | zfy@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 | lzh@swsc.com.cn          |
|    | 黄诗洁 | 销售岗      | 18817316880 | hsj@swsc.com.cn          |
|    | 周珏  | 销售岗      | 18580531950 | zhy1997@swsc.com.cn      |
|    | 彭志伟 | 销售岗      | 15521604635 | pzhw@swsc.com.cn         |