

罗博特科(300757)

报告日期: 2025年05月27日

并购全球耦合封装设备龙头 ficonTEC, 布局硅光+CPO 百亿赛道

——罗博特科深度报告

投资要点

- **核心逻辑:** 硅光模块、CPO (光电共封装技术) 等渗透率加速提升, 带动光、电芯片耦合封装精度增长, 从而催化精密耦合封装设备需求。公司成功并购全球高精耦合封装设备龙头 ficonTEC, 有望受益产业升级。
- **硅光模块、CPO 封装: 英伟达、台积电等头部厂商入局, 产业化路径逐渐清晰**
 - 1) **技术替代逻辑:** 凭借高带宽、低功耗 (降低约 25%~30%)、降成本 (硅基材料为主) 等优势, “硅光集成+CPO 封装” 或成数据中心高速交换机主流技术路线, 替代传统可插拔光模块;
 - 2) **演绎路径:** 博通预计 CPO 在 2026 年开始放量, 2029 年成为数据中心高速通信主流方案;
 - 3) **头部玩家布局, 加速产业化进程:**
 - ①**博通:** 2022 年即推出世界上首台 25.6T 容量的 CPO 交换机, 并于 2023 年将其迭代至 51.2T, 2025 年 5 月推出第三代 200G/lane 的 CPO 方案;
 - ②**台积电:** 将于 2026 年推出 CPO 技术, 并计划于 2025 年完成紧凑型通用光子引擎 (COUPE) 的小型插拔式连接器的验证;
 - ③**英伟达:** InfiniBand CPO (主要适用于高性能计算) 将于 2025 年下半年率先推出, 而以太网 CPO 则计划在 2026 年下半年发布;
 - 4) **市场空间:** 预计 2035 年全球 CPO 市场规模达 12 亿美元 (约 85.5 亿元人民币), 2029 年硅光模块市场规模达 8.63 亿美元以上 (约超 61.5 亿元人民币)。
- **并购 ficonTEC: 把握硅光、CPO 加速渗透, 打造高精耦合封装设备第二增长极**
 - 1) **业绩承诺:** 2025~2027 年累计净利润达 5814.50 万欧元;
 - 2) **业绩成长弹性:** 预计 ficonTEC 在 2025 年或实现营收、净利润 6.37、0.83 亿元, 2029 年有望分别增至 10.82、2.44 亿元;
 - 3) **行业趋势:** 伴随 CPO 方案渗透率提升, 耦合封装难度亦在增长, 助力精密耦合封装设备需求提高, 主要系: ①硅光模块: 波导的模场直径远小于光纤阵列, 光耦合容差较小; ②CPO 封装: 从 2D 架构向 3D 架构演进, 光电互连难度加大;
 - 4) **高端耦合设备竞对较少、格局占优:** 国外竞争对手主要有韩国的 ADS Tech, 而国内企业主要有深圳镭神和苏州猎奇 (技术较 ficonTEC 落后);
 - 5) **合作头部客户: 独供博通, 并出货英伟达。** 截至 2024 年 7 月 31 日, ficonTEC 对英伟达在手订单余额为 2433.83 万欧元 (约合人民币 1.7 亿元)。
- **盈利预测与估值:** 预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 1.36、2.55、3.17 亿元, 同比增长 113%、88%、24%, PE 分别为 152、81、65 倍, 虽然公司估值高于光伏、半导体设备可比同业均值, 但考虑子公司 ficonTEC 为全球耦合封装设备龙头, 受益硅光/CPO 等行业发展, 且具备稀缺性, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 光伏行业增长不及预期; 硅光、CPO 渗透率不及预期; 商誉减值

投资评级: 增持(下调)

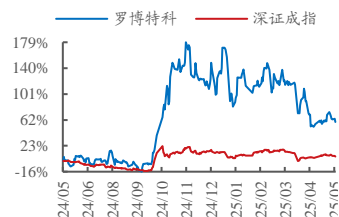
分析师: 邱世梁
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 周艺轩
执业证书号: S1230524060001
zhouyixuan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 133.50
总市值(百万元)	21,976.79
总股本(百万股)	164.62

股票走势图



相关报告

- 1 《英伟达订单翻倍增长, 硅光设备龙头前景光明》 2024.08.19
- 2 《公告 FiconTEC 收购预案, 高精度光模块行业龙头呼之欲出》 2023.08.26
- 3 《启动 FiconTEC 收购, 中报盈利大幅改善, 未来成长可期》 2023.08.23

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,106	1,218	1,543	1,724
(+/-) (%)	-29.6%	10.1%	26.8%	11.7%
归母净利润	64	136	255	317
(+/-) (%)	-17.2%	112.9%	87.7%	24.2%
每股收益(元)	0.4	0.9	1.6	2.0
P/E	324.0	152.2	81.1	65.3
ROE	6.4%	12.7%	20.1%	20.4%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

正文目录

1 硅光 CPO 或为高速交换机主流升级路径，英伟达等加速布局	4
1.1 高带宽+低功耗+降成本，“硅光集成+CPO 封装”或成高速交换机主流	4
1.2 英伟达预计 2025 下半年量产 CPO，头部玩家入局加速产业化进程	5
1.3 CPO 技术或主导 3.2T 及以上速率数通光模块，百亿级市场逐渐开启	6
2 把握 CPO 耦合封装精度提升趋势，成功并购高精耦合设备龙头	7
2.1 公司已成功并购 ficonTEC，半导体设备第二增长曲线正式成形	7
2.2 CPO 方案耦合封装精度提升，有望驱动精密耦合封装设备需求增长	8
2.3 ficonTEC：耦合封装设备世界领先，供应博通、英伟达等头部玩家	9
3 盈利预测与投资建议	10
3.1 核心假设与盈利预测	10
3.2 估值分析	11
4 风险提示	12

图表目录

图 1: 当交换机容量提升时, 核心部件功耗亦在加速增长.....	4
图 2: CPO 方案功耗较传统可插拔方案大幅下降, 低于 5 pJ/bit	4
图 3: LPO 虽也无需 DSP 部件进而可降低功耗, 但传输路径较 CPO 更长、传输损耗机会更多	5
图 4: 博通认为: 预计 2029 年高阶(先进) CPO 会成为数据中心高速通信的主流方案	6
图 5: 预计 CPO 会成为 3.2T 及以上交换机芯片的主流技术路线	7
图 6: 预计 2035 年全球 CPO 市场规模将达 12 亿美元	7
图 7: 预计 2029 年全球光电集成芯片市场规模将达 18 亿美元	7
图 8: 预计 2025 年 ficonTEC 可实现营收 6.37 亿元	8
图 9: 预计 2025 年 ficonTEC 可实现净利润 0.83 亿元	8
图 10: 预计 2025 年 ficonTEC 期间费率约为 29%	8
图 11: 预计 2025~2028 年 ficonTEC 净利率逐渐提升至 22.6%	8
图 12: 预计 CPO 技术将从平面 2D 架构向垂直的 3D 架构演进, 逐步缩小光电传输路径, 同时也不断提高耦合/对准难度	9
图 13: ficonTEC 的耦合封装类产品及核心工艺	10
表 1: 公司分业务盈利预测	11
表 2: 可比公司估值分析(2025 年 5 月 27 日)	11
表附录: 三大报表预测值	13

1 硅光 CPO 或为高速交换机主流升级路径，英伟达等加速布局

1.1 高带宽+低功耗+降成本，“硅光集成+CPO 封装”或成高速交换机主流

“高带宽+低功耗”需求驱动光模块从可插拔方案向 CPO（光电共封装技术）迭代。

1) 算力需求驱动数据中心交换机不断提升容量（带宽），则功耗亦相应增加。根据 Cisco，2010~2022 年数据中心网络交换机容量（带宽）从 640Gbps 向 51.2Tbps 升级，与之而来的是核心部件功耗的增长（按可插拔方案）：系统散热、光模块、ASIC（专用集成电路，交换机芯片的一种）的 SerDes（串行器/解串器）通道等部件功耗分别提升为原来的 11、26、25 倍。

2) 电气连接距离过长是高速传输下交换机功耗大幅攀升的核心原因之一。传统的可插拔方案将光模块、ASIC 芯片（交换机芯片）独立封装，中间通过 SerDes 通道相连。而若光模块采用传统的分立式结构（非光电一体化），则光模块内器件还需通过铜线键合等方式实现互联。而高速传输场景下走线距离过长会导致光电信号损耗，从而需要更高功率的 DSP（数字信号处理）补偿/增强，进而导致高功耗。

3) 较传统可插拔方案，CPO 技术大幅缩短电气连接距离，约可降低 25%以上功耗。目前 CPO 技术的主要路径是基于硅光集成的单模方案（基于 VCSEL 的多模 CPO 多用于超短距传输场景），其降功耗原理主要有两点：①硅光模块是一种将激光器、调制器、波导、探测器等光学器件集成在硅基芯片上的光电转换设备，一定程度减少了分立式光模块中器件互联造成的信号损耗；②硅光模块与 ASIC 芯片共封装亦缩短了光模块与交换机芯片间的距离，则无需光模块侧的 DSP 来增强信号，进而极大降低了功耗。根据 SENKO，CPO 方案较传统可插拔光模块约可降低 25%~30%的功耗。

同时，相较于传统光模块，硅光集成或具备边际成本优势。

1) 硅基材料易获取：传统光芯片主要采用磷化铟、砷化镓等 III-V 族稀有化合物材料，而目前硅光芯片主要采用硅基材料（SOI 等）和 III-V 族稀有化合物混合的方案。

2) 兼容 CMOS 工艺：可一定程度复用成熟的 CMOS 工艺（一种集成电路设计工艺），即通过制作晶圆的 CMOS 工艺平台将各类光电器件在同一硅片上制成，避免多次封装。在此影响下，硅光芯片单价较传统光器件约可降低 70%以上。

图1：当交换机容量提升时，核心部件功耗亦在加速增长

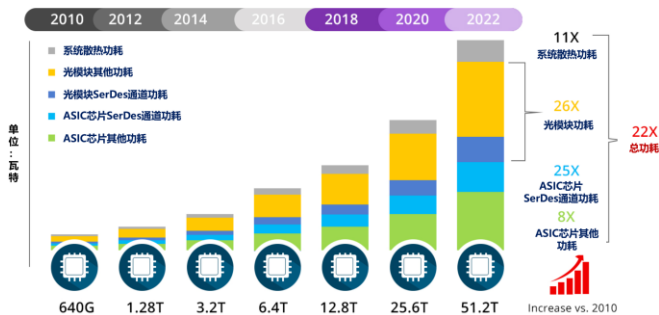
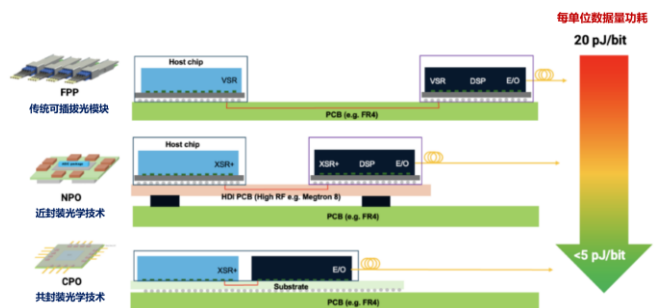


图2：CPO 方案功耗较传统可插拔方案大幅下降，低于 5 pJ/bit

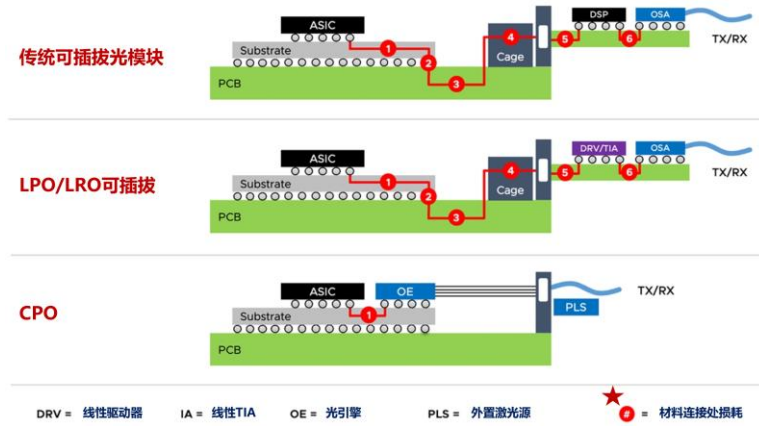


资料来源：Cisco，浙商证券研究所

资料来源：SENKO，Resolute Photonics，浙商证券研究所

LPO 技术（线性驱动可插拔光学器件）或在一定时期内与 CPO 共存，但长期看 CPO 或仍是当前技术框架下的终局方案。与 CPO 类似，LPO 亦无需光模块侧的 DSP 组件，进而降低了功耗。但 LPO 仍采用可插拔路线，则传输路径或天然较 CPO 更长。伴随数据中心交换机传输速率不断提升，LPO 的插入损耗或亦将不断增长，而 CPO 由于将光模块和 ASIC 芯片共同封装在交换机内部，所以无此担忧。

图3：LPO 虽也无需 DSP 部件进而可降低功耗，但传输路径较 CPO 更长、传输损耗机会更多



资料来源：博通官网，浙商证券研究所

1.2 英伟达预计 2025 年下半年量产 CPO，头部玩家入局加速产业化进程

按博通（最早研发 CPO 的企业之一）规划的技术路线，预计 CPO 在 2026 年开始放量，2029 年成为高速通信主流方案。博通于 2022 年推出世界上首台 25.6T 容量的 CPO 交换机，并于 2023 年将其迭代至 51.2T。按博通规划，2026 年 CPO 开始逐步渗透，与 LPO 等方案共存，预计 2029 年高阶 CPO 将主导数据中心高速交换机方案。

2024 年底以来，台积电、英伟达等头部芯片厂商相继入局，博通亦加速 CPO 迭代。

1) 台积电：2024 年底官宣将于 2026 年推出 CPO 技术，采用 CoWos 封装技术+硅光集成技术，并计划于 2025 年完成紧凑型通用光子引擎（COUPE）的小型插拔式连接器的验证。

2) 英伟达：在 GTC 2025 大会上，英伟达展示了分别用于 InfiniBand 和以太网的 CPO 交换机，分别为 Quantum-X Photonics、Spectrum-X Photonics，其中 InfiniBand CPO（主要适用于高性能计算）将于 2025 年下半年率先推出，而以太网 CPO 则计划在 2026 年下半年发布。

3) 博通：2025 年 5 月博通推出第三代 200G/lane 的 CPO 方案，并展示了其第二代 100G/lane 的产品和生态系统成熟度。

图4：博通认为：预计 2029 年高阶（先进）CPO 会成为数据中心高速通信的主流方案



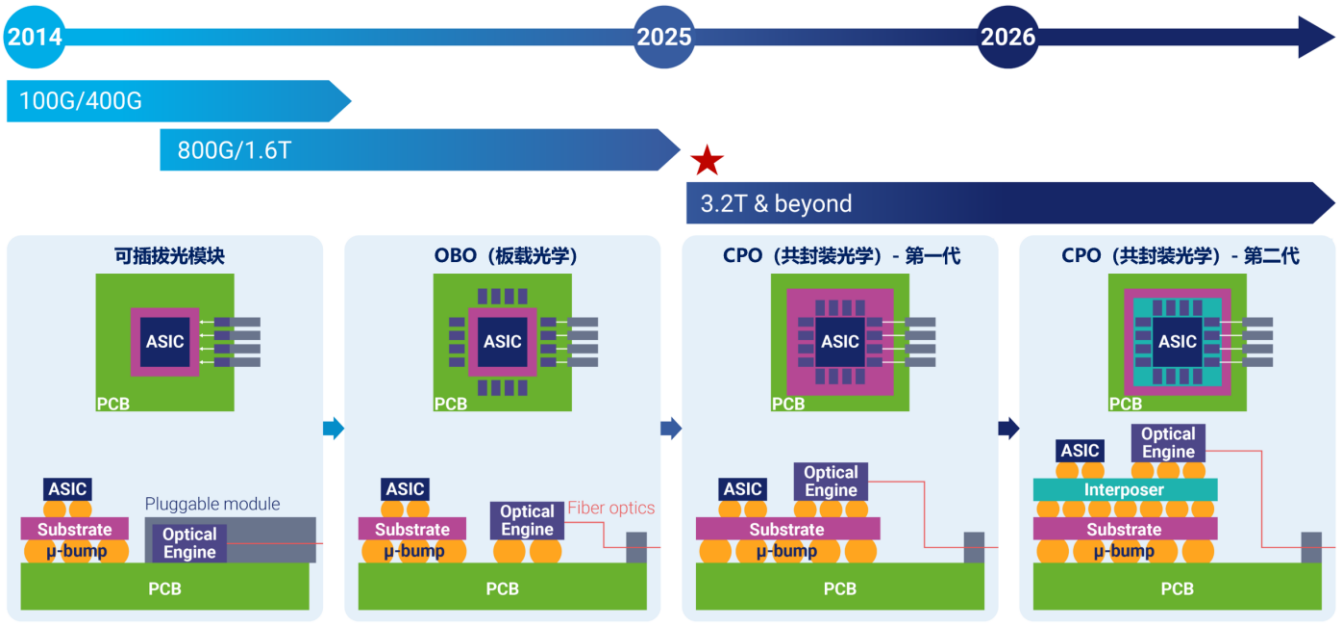
资料来源：Lightcounting, 博通, 浙商证券研究所

1.3 CPO 技术或主导 3.2T 及以上速率数通光模块，百亿级市场逐渐开启

预计 CPO 会成为 3.2T 及以上交换机芯片的主流技术路线，2035 年市场规模接近百亿元。根据 IDTechEx 规划的技术路线，当交换机芯片速率为 100/400Gbps 时，主流方案为可插拔光模块；当交换机芯片速率提升至 800Gbps/1.6Tbps 时，主流方案向 OBO（板载光学，将光模块和 ASIC 芯片安装在同一块基板上）迭代；而当交换机芯片速率提升至 3.2T 及以上时，CPO 开始成为主流路线。伴随 AI 加速数据中心扩容、算力密度提升，CPO 渗透率亦将加速提升。根据 IDTechEx，预计 2025 年全球 CPO 市场规模约为 9500 万美元（约 6.8 亿元人民币），并将按 30% 的复合增速增长，预计 2035 年全球 CPO 市场规模将达 12 亿美元（约 85.5 亿元人民币）。

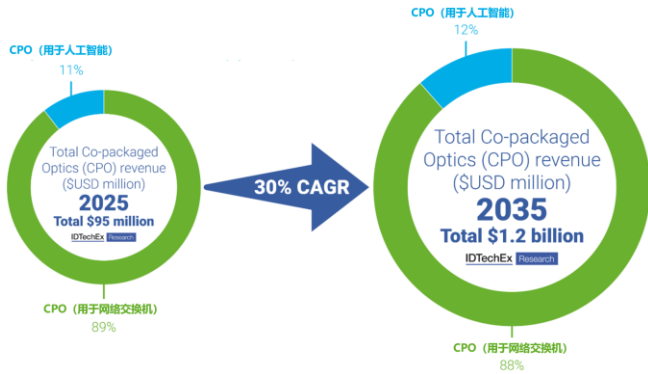
硅光模块不仅可用于数据中心，还可用于 5G 通信、激光雷达等场景，且适用于 CPO 之外的封装工艺，预计 2029 年市场规模超 60 亿元。根据 Yole，PIC（光电集成芯片）在 2024 年市场规模约为 3 亿美元（约 21.4 亿元人民币），预计 2029 年达 18 亿美元（约 128.2 亿元人民币），其中硅光芯片 2023 年市场规模约为 9500 万美元（约 6.8 亿元人民币），预计 2029 年达 8.63 亿美元以上（约超 61.5 亿元人民币）。

图5： 预计 CPO 会成为 3.2T 及以上交换机芯片的主流技术路线



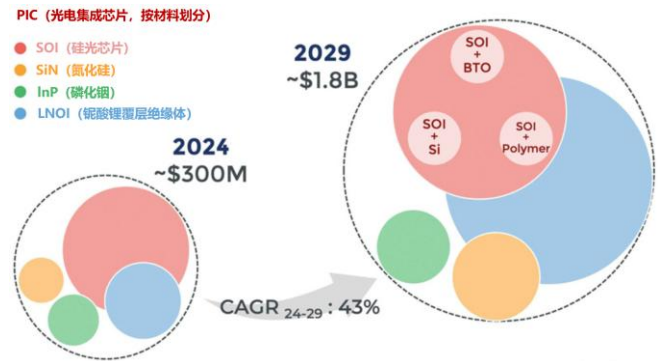
资料来源：IDTechEx，浙商证券研究所

图6： 预计 2035 年全球 CPO 市场规模将达 12 亿美元



资料来源：IDTechEx，浙商证券研究所

图7： 预计 2029 年全球光电集成芯片市场规模将达 18 亿美元



资料来源：Yole, semiconductorTODAY, 浙商证券研究所

2 把握 CPO 耦合封装精度提升趋势，成功并购高精耦合设备龙头

2.1 公司已成功并购 ficonTEC，半导体设备第二增长曲线正式成形

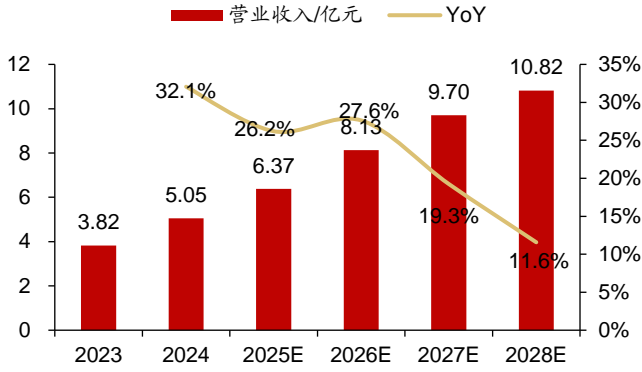
2025 年 5 月公司成功并购全球高精耦合设备龙头 ficonTEC，新增半导体设备卡位。同时公司亦签署《业绩承诺协议》，约定若 ficonTEC 在 2025~2027 年累计净利润未达 5814.50 万欧元，实控人需现金补偿。

收购完成后，ficonTEC 将正式并表，2025 年有望实现 0.83 亿元净利润（5 月后实现部分并表）。2023、2024 年 ficonTEC 分别实现营收约 0.50、0.65 亿欧元，合人民币约 3.82、5.05 亿元，实现净利润约 0.04、0.05 亿欧元，合人民币约 0.29、0.37 亿元。按公司

募资报告书（2025年4月18日版），预计 ficonTEC 在 2025 年或实现营收、净利润 6.37、0.83 亿元，2029 年有望分别增至 10.82、2.44 亿元。

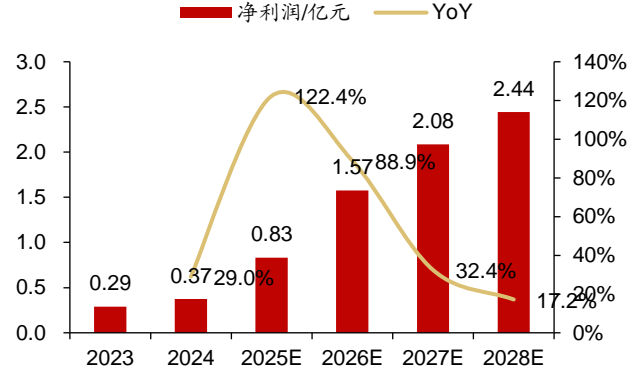
伴随 ficonTEC 设备交付增长，其盈利能力有望优化。按公司募资报告书（2025 年 4 月 18 日版），预计 ficonTEC 在 2025 年期间费率约为 29%，并逐步降至 2028 年的 20%；2025 年净利率预计为 13.1%，或逐步升至 2028 年的 22.6%。

图8： 预计 2025 年 ficonTEC 可实现营收 6.37 亿元



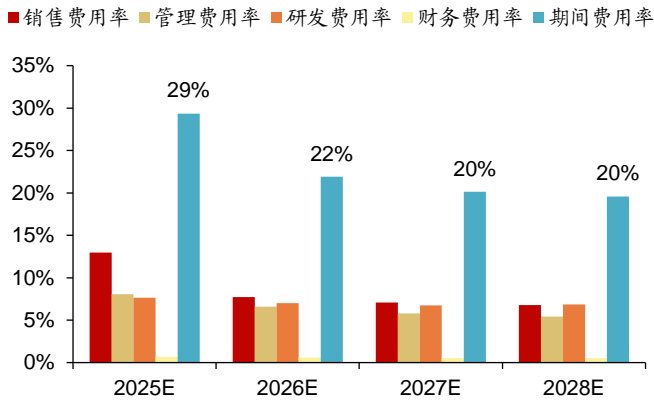
资料来源：公司公告，Wind，中国人民银行，浙商证券研究所
备注：公司披露值以欧元计价，我们按当年欧元兑人民币平均汇率换算为人民币口径，2025 年及以后年份汇率按 2024 年值

图9： 预计 2025 年 ficonTEC 可实现净利润 0.83 亿元



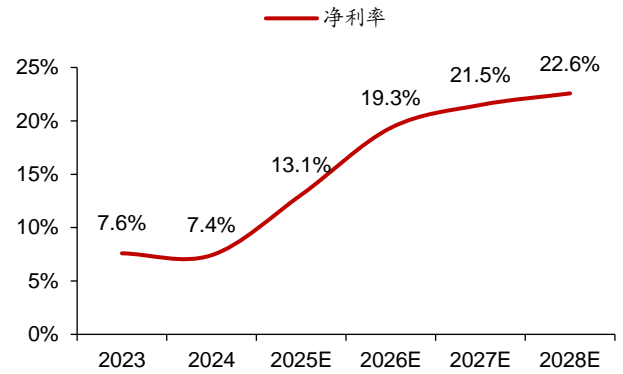
资料来源：公司公告，Wind，中国人民银行，浙商证券研究所
备注：公司披露值以欧元计价，我们按当年欧元兑人民币平均汇率换算为人民币口径，2025 年及以后年份汇率按 2024 年值

图10： 预计 2025 年 ficonTEC 期间费率约为 29%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图11： 预计 2025~2028 年 ficonTEC 净利率逐渐提升至 22.6%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.2 CPO 方案耦合封装精度提升，有望驱动精密耦合封装设备需求增长

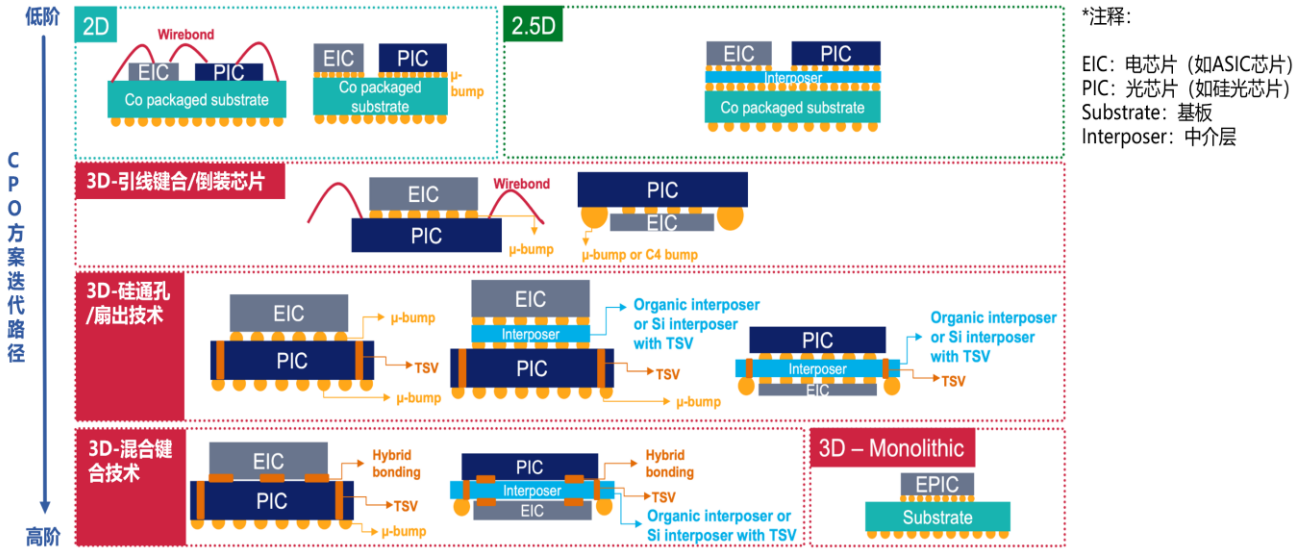
CPO 耦合封装定义：主要包括三方面，一是**光耦**：将光模块与光纤阵列（FAU）的光路进行有效耦合，以实现高效的光信号传输。若耦合误差较大，则光信号传输时损耗将较大；二是**光、电芯片间的互联**：由于 CPO 采用光电共封装工艺，则光、电芯片间在有限尺寸下实现高效互联难度较高；三是**各元器件的精准定位、焊接、贴装**。

伴随 CPO 方案渗透率提升，耦合封装难度亦在增长，助力精密耦合封装设备需求提高，主要有两方面驱动因素：

1) **硅光模块**: 硅光模块的硅波导器件（引导光的通道）的模场直径远小于光纤阵列，二者模场不匹配导致耦合难度较大。因为若不能将光纤阵列光路精确对准硅波导，则有相当于一部分光信号无法进入硅光模块，从而导致较大的光信号损耗。

2) **CPO 封装**: 根据 IDTechEx, CPO 技术或从平面 2D 互连架构向垂直的多层堆叠的 3D 互连架构演进, 光电传输路径不断缩小, 集成度不断上升, 各器件互联密度提升下实现光、电芯片连接通路的精确对准难度增加, 如: 3D CPO 封装的关键工艺之一是硅通孔 (TSV) 的对准, 其通过纵向封装的方式实现光、电芯片的互联。

图12: 预计 CPO 技术将从平面 2D 架构向垂直的 3D 架构演进, 逐步缩小光电传输路径, 同时也不断提高耦合/对准难度



资料来源: IDTechEx, 浙商证券研究所

2.3 ficonTEC: 耦合封装设备世界领先, 供应博通、英伟达等头部玩家

ficonTEC 的耦合封装设备技术世界领先, 独供博通, 并合作英伟达。ficonTEC 在高端耦合设备方面竞争对手较少, 国外竞争对手主要有韩国的 ADS Tech, 而国内企业主要有深圳镭神和苏州猎奇 (技术较 ficonTEC 落后)。技术优势加持下, ficonTEC 是博通 CPO 产品耦合设备的唯一供应商 (2025 年 4 月公告), 并帮助博通打造全球首批交换机侧的 CPO 产品, 目前已 (至少) 交付 14 台设备; 同时, ficonTEC 亦进入英伟达耦合设备供应链, 截至 2024 年 7 月 31 日, ficonTEC 对英伟达在手订单余额为 2433.83 万欧元 (约合人民币 1.7 亿元)。

凭借在耦合封装设备方面的优势, 公司亦拓展了其他优质客户及高端应用场景:

- 1) **硅光方面**: 公司供应英特尔、Lumentum、Cisco、Ciena、II-VI、华为、Sicoya 等;
- 2) **激光雷达方面**: 公司供应法雷奥、Velodyne、Prodrive 等;
- 3) **大功率激光器方面**: 公司供应 Jenoptik、Casela、nLight 等。

图13: ficonTEC 的耦合封装类产品及核心工艺



资料来源：公司公告，ficonTEC 官网，浙商证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 核心假设与盈利预测

按下游应用场景拆分，我们将主要分光伏类、电子+半导体类等两大板块对公司 2025~2027 年业绩进行预测。

1) 公司光伏类业务:

考虑近年消纳问题、补贴取消等因素导致光伏行业盈利能力降低，我们假设 2025~2027 年公司光伏类业务营收分别为 8、7、7 亿元，同比-25.0%、-10.0%、持平；毛利率分别为 25.0%、25.0%、25.0%，同比-3.5pct、持平、持平。

2) 公司电子+半导体类业务:

综合考虑 ficonTEC 并表，数据中心算力需求增长驱动硅光、CPO 等行业景气程度向上等因素，我们假设 2025~2027 年公司电子+半导体类业务营收分别为 4、8、10 亿元，同比增长 678.8%、94.3%、21.6%；毛利率分别为 47.9%、49.4%、50.7%，同比增幅为 15.1pct、1.5pct、1.3pct。

综上所述，我们预计 2025~2027 年公司营收分别达 12、15、17 亿元，同比增长 10.1%、26.8%、11.7%，毛利率分别为 33.1%、38.2%、40.1%。

表 1: 公司分业务盈利预测

单位: 百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
公司整体						
营业收入	903	1,572	1,106	1,218	1,543	1,724
同比增速	-16.8%	74.0%	-29.6%	10.1%	26.8%	11.7%
毛利率	22.2%	22.8%	28.7%	33.1%	38.2%	40.1%
营业成本	703	1,213	789	815	954	1,032
其中: 光伏类						
营业收入	886	1,541	1,051	788	710	710
同比增速	-18.1%	74.0%	-31.8%	-25.0%	-10.0%	0.0%
毛利率	22.3%	22.5%	28.5%	25.0%	25.0%	25.0%
营业成本	688	1,194	752	591	532	532
其中: 电子+半导体类						
营业收入	17	30	55	429	834	1,014
同比增速	318.1%	75.7%	81.1%	678.8%	94.3%	21.6%
毛利率	13.7%	38.2%	32.8%	47.9%	49.4%	50.7%
营业成本	15	19	37	223	422	500

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.2 估值分析

我们预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 1.36、2.55、3.17 亿元, 同比增长 112.9%、87.7%、24.2%, 复合增速 71%, PE 倍数分别为 152、81、65 倍, 虽然公司估值水平高于捷佳伟创、迈为股份等光伏设备可比同业均值, 以及中微公司、北方华创、华峰测控等半导体设备可比同业均值, 但考虑子公司 ficonTEC 为全球耦合封装设备龙头, 不仅受益硅光、CPO 等行业景气度向上, 且具备标的稀缺性, 我们看好公司未来发展, 给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值分析 (2025 年 5 月 27 日)

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				加权 ROE
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
光伏设备											
300724.SZ	捷佳伟创	180	27.6	24.1	18.4	12.5	6.5	7.5	9.8	14.4	28.0%
300751.SZ	迈为股份	201	9.3	11.0	12.3	12.9	21.7	18.2	16.3	15.6	12.6%
	行业平均	191	18.4	17.6	15.4	12.7	14.1	12.9	13.1	15.0	20.3%
半导体设备											
688012.SH	中微公司	1,082	16.2	23.8	33.1	43.8	67.0	45.5	32.7	24.7	8.7%
002371.SZ	北方华创	2,293	56.2	75.6	97.4	122.6	40.8	30.3	23.5	18.7	24.8%
688200.SH	华峰测控	191	3.3	4.5	5.7	7.1	57.3	42.5	33.3	26.9	9.7%
	行业平均	1,189	25.2	34.6	45.4	57.8	55.0	39.4	29.9	23.4	14.4%
全行业平均		937	25.8	32.0	38.7	46.5	38	28	25	21	17.8%
300757.SZ	罗博特科	220	0.6	1.4	2.6	3.2	324	152	81	65	6.4%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

备注: 可比公司归母净利润预测值均出自 Wind 一致预期

4 风险提示

光伏行业增长不及预期: 虽然公司成功并购 ficonTEC, 新增半导体设备第二增长曲线, 但光伏设备仍为公司核心主业之一, 若中国、海外光伏行业增长不及预期, 则公司营收亦有较大下行风险;

硅光、CPO 渗透率不及预期: 子公司 ficonTEC 的核心产品高精耦合封装设备营收增长依赖于硅光模块、CPO 先进封装工艺渗透率提升, 若前述产品渗透率增长放缓, 则公司作为设备提供商, 收入亦受拖累;

商誉减值风险: 并购 ficonTEC 时公司形成了 10.92 亿元商誉, 若 ficonTEC 业绩增长不及预期, 则公司会面临较大的商誉减值压力。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,573	1,605	1,976	2,386
现金	300	326	646	1,024
交易性金融资产	15	12	9	12
应收账款	441	346	445	558
其它应收款	2	3	2	3
预付账款	33	22	33	36
存货	205	380	362	381
其他	576	518	479	372
非流动资产	792	731	714	664
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	205	203	206	205
固定资产	249	233	204	173
无形资产	58	48	40	34
在建工程	27	16	10	8
其他	253	230	254	245
资产总计	2,365	2,336	2,690	3,050
流动负债	1,321	1,162	1,263	1,305
短期借款	923	686	750	787
应付款项	197	203	238	258
预收账款	0	0	0	0
其他	201	272	274	260
非流动负债	39	32	33	37
长期借款	39	32	33	37
其他	0	0	0	0
负债合计	1,360	1,194	1,295	1,342
少数股东权益	(3)	(4)	(7)	(10)
归属母公司股东权	1,008	1,147	1,402	1,719
负债和股东权益	2,365	2,336	2,690	3,050

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(317)	292	272	359
净利润	63	135	253	314
折旧摊销	28	29	29	29
财务费用	19	41	35	33
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(638)	192	(108)	(91)
其它	214	(102)	67	77
投资活动现金流	(55)	16	18	12
资本支出	15	6	13	11
长期投资	5	1	(2)	1
其他	(75)	9	7	(1)
筹资活动现金流	454	(282)	30	8
短期借款	282	(237)	64	36
长期借款	19	(7)	1	4
其他	153	(38)	(35)	(33)
现金净增加额	82	26	320	379

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,106	1,218	1,543	1,724
营业成本	789	815	954	1,032
营业税金及附加	10	8	10	13
营业费用	54	55	73	79
管理费用	39	44	55	62
研发费用	84	80	101	119
财务费用	19	41	35	33
资产减值损失	69	50	73	86
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	3
其他经营收益	16	13	14	14
营业利润	61	141	259	316
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	60	140	258	315
所得税	(3)	5	5	1
净利润	63	135	253	314
少数股东损益	(1)	(1)	(3)	(3)
归属母公司净利润	64	136	255	317
EBITDA	132	210	321	375
EPS (最新摊薄)	0.41	0.88	1.65	2.05

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-29.60%	10.06%	26.76%	11.69%
营业利润	-26.22%	129.22%	83.97%	22.03%
归属母公司净利润	-17.17%	112.90%	87.74%	24.18%
获利能力				
毛利率	28.70%	33.08%	38.19%	40.12%
净利率	5.71%	11.05%	16.37%	18.20%
ROE	6.44%	12.67%	20.12%	20.43%
ROIC	5.38%	9.06%	12.74%	13.26%
偿债能力				
资产负债率	57.51%	51.10%	48.15%	43.98%
净负债比率	75.16%	65.18%	65.08%	65.85%
流动比率	1.19	1.38	1.56	1.83
速动比率	1.04	1.05	1.28	1.54
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.52	0.61	0.60
应收账款周转率	3.08	3.15	3.95	3.49
应付账款周转率	2.20	4.10	4.35	4.19
每股指标(元)				
每股收益	0.41	0.88	1.65	2.05
每股经营现金	-2.05	1.89	1.76	2.32
每股净资产	6.50	7.40	9.04	11.09
估值比率				
P/E	323.98	152.18	81.06	65.27
P/B	20.54	18.05	14.76	12.04
EV/EBITDA	269.27	100.62	65.02	54.71

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>