

计算机

2025 年 09 月 16 日

金橙子 (688291)

——工业领域稳健增长，消费应用打开成长潜力

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点：

- **国家级专精特新“小巨人”，长期专注并深耕于激光加工控制技术。**公司是国内领先的激光加工控制系统企业之一，长期致力于激光先进制造领域的自动化及智能化发展。公司主营业务为激光加工设备运动控制系统的研发与销售，并能够为不同激光加工场景提供综合解决方案和技术服务。公司产品系列覆盖激光标刻、激光切割、激光焊接、激光清洗等多个领域，产品广泛应用于消费电子、新能源、半导体、汽车等领域。未来公司将继续深耕激光加工运动控制领域，进一步提升市场地位，推动激光加工自动化、智能化及柔性化发展。
- **工业级应用领域：激光精密加工场景广泛，公司受益于国产替代+软硬件协同发展。**1) 行业端：超快激光应用逐步打开，消费电子、锂电、光伏、泛半导体等场景拉动控制系统及振镜配套需求；2) 公司端：针对高精密振镜与激光加工控制技术的高度相关，以及激光高端加工中高精密振镜依赖进口的现状，公司以长期在激光振镜控制系统方面的研发控制及振镜开发经验，助力我国高精密振镜国产化提升，同时，公司软硬件协同发展，提升单客户端价值量及客户粘性。
- **消费级应用领域：消费级应用打开成长空间，公司产品积极布局中。**1) 行业端：3D 打印、激光雕刻/打标等消费级市场快速增长。受益于海外需求及潮玩 DIY 热度拉动，消费级市场具备爆发潜力，设备产量快速增长。2) 公司端：目前针对于消费级领域产品研发中，或发挥工业领域积累的技术经验，快速实现产品及客户突破，预计未来消费级市场将构筑公司第二成长曲线。
- **拟收购萨米特光电 55%股权并募集配套资金。**公司拟通过发行股份及支付现金的方式向汪永阳、黄猛等 8 名交易对方购买其合计持有的萨米特 55.00%股权，并募集配套资金。金橙子与标的公司同属于光学控制领域，双方在产品体系、客户资源、技术开发、供应链等方面均有显著的协同效应。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**预计公司 25-27 年归母净利润分别 0.46、0.61、0.83 亿元，公司当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 79、60、44X。可比公司中德龙激光无 Wind 一致预测，故我们在可比公司中予以剔除；剔除后，可比公司 25-27 年 PE 均值分别为 95、63、46X，公司 PE 水平低于可比公司 PE 均值（25-27 年公司 PE 与可比公司 PE 均值差分别为 20.34%、5.86%、5.70%）。考虑到公司为国内激光控制领域“小巨人”企业，在工业+消费级领域持续发力，预计公司收入及利润将保持中高速增长；未来若萨米特光电整合顺利，预计会产生“1+1>2”的效果。因此，综合考虑公司行业地位、未来成长性以及估值水平，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观环境风险、市场竞争风险、新产品市场开拓风险、收购事宜失败的风险、存货跌价风险等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	212	133	266	346	455
同比增长率 (%)	-3.4	21.6	25.3	30.2	31.5
归母净利润 (百万元)	30	28	46	61	83
同比增长率 (%)	-27.8	64.6	51.6	31.9	35.8
每股收益 (元/股)	0.30	0.27	0.45	0.59	0.81
毛利率 (%)					
ROE (%)					
市盈率	119		79	60	44

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2025 年 09 月 15 日

收盘价 (元)	35.42
一年内最高/最低 (元)	45.59/14.09
市净率	3.8
股息率% (分红/股价)	0.18
流通 A 股市值 (百万元)	1,192
上证指数/深证成指	3,860.50/13,005.77

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	9.24
资产负债率%	8.33
总股本/流通 A 股 (百万)	103/34
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王珂 A0230521120002
wangke@swsresearch.com
李蕾 A0230519080008
lilei@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

刘建伟 A0230521100003
liujw@swsresearch.com

联系人

何佳霖
(8621)23297818x
hejl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

预计公司25-27年归母净利润分别0.46、0.61、0.83亿元,公司当前股价对应25-27年PE分别为79、60、44X。可比公司中德龙激光无Wind一致预测,故我们在可比公司中予以剔除;剔除后,可比公司25-27年PE均值分别为95、63、46X,公司PE水平低于可比公司PE均值(25-27年公司PE与可比公司PE均值差分别为20.34%、5.86%、5.70%)。考虑到公司为国内激光控制领域“小巨人”企业,在工业+消费级领域持续发力,预计公司收入及利润将保持中高速增长;未来若萨米特光电整合顺利,预计会产生“1+1>2”的效果。因此,综合考虑公司行业地位、未来成长性以及估值水平,首次覆盖,给予“增持”评级。

关键假设点

1) 激光加工控制系统:针对细分市场生产工艺要求,公司不断开发集成解决方案,包括电池极片划线、电池极片清洗、电池壳体毛化、涂布轧辊清洗、手机和手表中框清洗等,为客户提供了高性能一站式激光加工解决方案服务。预计未来三年营收增速将有所回升,预计25-27年收入增速分别30%、35%、35%。

2) 激光系统集成硬件:公司持续投入研发高精密数字振镜产品。优化升级光栅马达,优化开发3D振镜第三轴驱动系统,INVINSCAN高精度数字3D振镜已进行小批量交付,预计25-27年公司该业务收入增速分别为5%、10%、15%。

3) 激光精密加工设备:公司不断提升设备技术水平,优化设备综合性能,加强功能性开发,以满足不同领域客户的个性化需求,提高公司定制化开发能力。我们预计25-27年该业务增速分别为35.00%、30.00%、30.00%。

有别于大众的认识

前期公司营收规模较小且增速放缓,市场质疑公司技术实力及成长性。我们分析认为:公司为国家级专精特新“小巨人”,深耕于激光加工控制技术。1)公司在工业领域覆盖激光标刻、激光切割、激光焊接、激光清洗等多个领域,产品广泛应用于消费电子、新能源、半导体等领域。未来基于国产替代+软硬件协同发展,公司工业级应用将保持稳健增长;2)公司在消费级领域积极布局,目前针对于消费级领域产品研发中,或发挥工业领域积累的技术经验,快速实现产品及客户突破,预计未来消费级市场将构筑公司第二成长曲线;3)拟收购萨米特光电55%股权并募集配套资金,公司与标的公司同属于光学控制领域,双方在产品体系、客户资源、技术开发、供应链等方面均有显著的协同效应。预计未来营收及利润将保持较快增速。

股价表现的催化剂

1) 公司消费级领域新产品发布;2) 公司取得标杆客户订单等;3) 萨米特收购成功切业务如期放量。

核心假设风险

宏观环境风险、市场竞争风险、新产品市场开拓风险、收购事宜失败的风险、存货跌价风险等。

目录

1. 金橙子：深耕激光加工控制领域	6
1.1 专注激光控制领域，为国家级专精特新“小巨人”企业	6
1.2 公司产品以软件为核心，软硬件一体化巩固竞争壁垒	7
1.3 营收规模稳健，毛利率维持高位，研发保持高投入	8
2. 工业级：激光变革加工方式，精密场景需求打开	9
2.1 精密加工：超快激光应用逐步渗透，下游场景广泛	9
2.2 新应用拓展：消费电子、3D 打印、新能源等打开空间	10
2.3 公司端：持续受益国产替代，积极推动软硬件协同发展	15
3. 消费级：出口需求+潮玩爆款，共同拉动新需求	16
3.1 行业端：多因素驱动下，消费级设备需求具有爆发潜力	16
3.2 公司端：积极布局消费级领域，有望复刻工业级成功经验	18
4. 拟收购萨米特光电 55%股权并募集配套资金	19
5. 盈利预测及估值	21
5.1 盈利预测	21
5.2 相对估值	23
6. 风险提示	24
7. 附表	25

图表目录

图 1：国家级专精特新“小巨人”，长期专注并深耕于激光加工控制技术	6
图 2：公司控股股东、实际控制人为马会文、吕文杰、邱勇和程鹏	6
图 3：2019-2024 年营收 CAGR 为 18.08%	8
图 4：2019-2024 年归母净利润 CAGR 为 13.69%	8
图 5：毛利率维持在较高水平	8
图 6：研发费用率呈现逐年提升趋势	8
图 7：制造业转型升级，拉动激光精密加工需求	10
图 8：国内超快激光器市场快速增长	10
图 9：近 1 年来全球智能手机季度出货同比增速回正	10
图 10：3D 工艺类型多样	11
图 11：3D 打印具有多重优势	11
图 12：3D 打印下游行业应用广泛（2021 年数据）	11
图 13：国内增材制造行业快速增长	11
图 14：2025E 我国光伏新增装机量 215-255GW	13
图 15：电池转换效率稳步提升，技术路线多点开花	13
图 16：N 型电池占比逐步提升，成为主流电池技术	13
图 17：伴随技术迭代，激光应用价值量呈现提升趋势	14
图 18：半导体封装中，激光应用环节较多	14
图 19：多重因素驱动下，消费级设备需求具有爆发潜力	16
图 20：预计 2025-2029 年全球消费级 3D 打印市场规模 CAGR 可达 33.0%	17
图 21：预计 2025-2029 年全球消费级 3D 打印出货量 CAGR 可达 26.6%、保有量 CAGR 可达 20.7%	17
图 22：预计 2025-2029 年全球消费级激光雕刻机市场规模 CAGR 可达 23.3% ..	18
图 23：预计 2025-2029 年全球消费级激光雕刻机出货量 CAGR 可达 24.4% ...	18
表 1：激光加工控制系统及激光系统集成硬件贡献主要营收	7
表 2：全球各地区新能源车市场销量及渗透率（销量单位：万辆）	12
表 3：公司控制软件、振镜等产品系列齐全	15
表：消费级 D 打印全民创作时代有望到来	

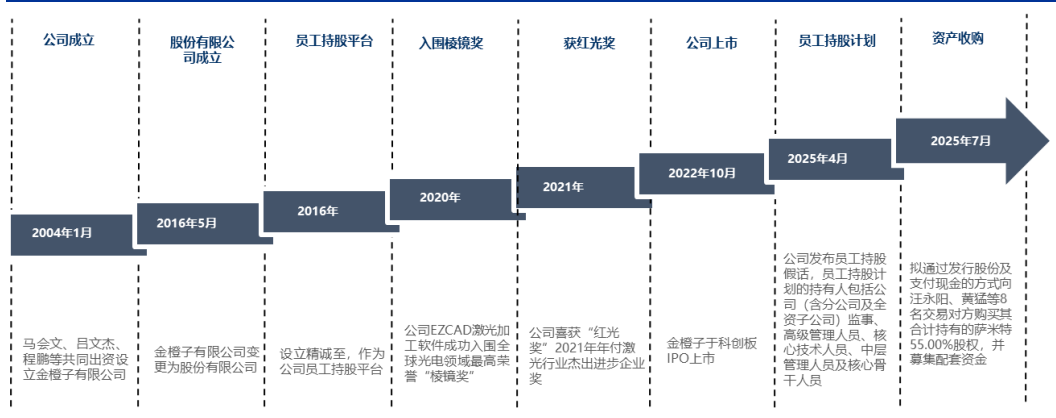
表 5：萨米特光电产品包括高精度快速反射镜、高精度振镜等.....	19
表 6：萨米特光电 2024 年营收及利润高增长	20
表 7：金橙子财务简表	21
表 8：金橙子业务拆分	22
表 9：金橙子可比公司估值表	23
表 10：金橙子可比公司估值表	23
表 11：金橙子利润表简表	25
表 12：金橙子资产负债表简表	25
表 13：金橙子现金流量表简表	26

1. 金橙子：深耕激光加工控制领域

1.1 专注激光控制领域，为国家级专精特新“小巨人”企业

国家级专精特新“小巨人”，长期专注并深耕于激光加工控制技术。公司是国内领先的激光加工控制系统企业之一，长期致力于激光先进制造领域的自动化及智能化发展。公司产品系列覆盖激光标刻、激光切割、激光焊接、激光清洗等多个领域，产品广泛应用于消费电子、新能源、半导体、汽车、服装、医药等领域；除工业场景外，目前公司针对消费级应用产品开发中。未来公司将继续深耕激光加工运动控制领域，进一步提升市场地位，推动激光加工自动化、智能化及柔性化发展。

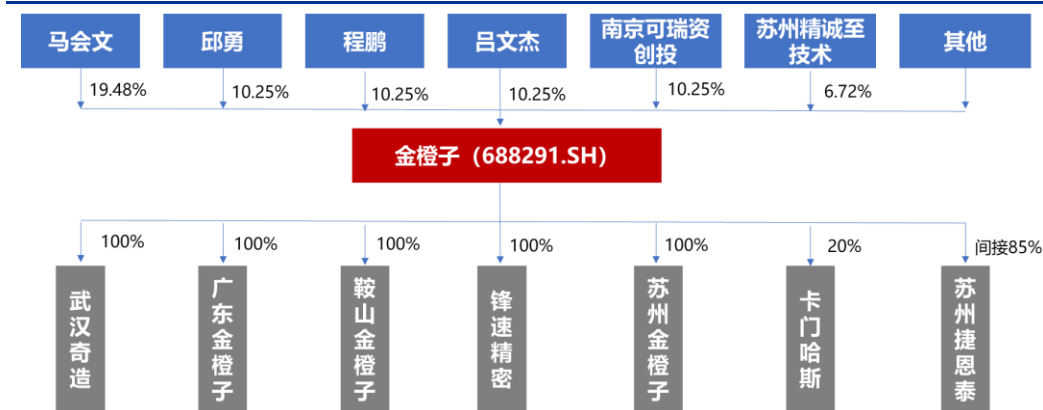
图 1：国家级专精特新“小巨人”，长期专注并深耕于激光加工控制技术



资料来源：公司官网、公司公告、申万宏源研究

公司控股股东、实际控制人为马会文、吕文杰、邱勇和程鹏，公司下辖 5 家全资子公司。公司实际控制人马会文、吕文杰、邱勇和程鹏，并已签订《一致行动协议》。吕文杰为公司董事长及总经理、马会文、邱勇及程鹏为公司董事。公司下设 5 家全资子公司，分别为苏州金橙子、鞍山金橙子、广东金橙子、北京锋速以及武汉奇造。

图 2：公司控股股东、实际控制人为马会文、吕文杰、邱勇和程鹏



资料来源：Wind、申万宏源研究 注：更新至 2025 年 7 月 20 日

1.2 公司产品以软件为核心，软硬件一体化巩固竞争壁垒

公司主要产品包括激光加工控制系统、激光系统集成硬件产品及激光精密加工设备等。

其中，激光加工控制系统以 CAD/CAM 控制软件为核心，与控制板卡组合使用，是激光加工设备自动化控制的核心数控系统；激光系统集成硬件产品是以振镜为主的应用于激光加工设备上的配件产品，可以和激光加工控制系统搭配使用；激光精密加工设备主要包括应用于新能源、航空航天、汽车电子、半导体等领域的高精密激光调阻设备以及其他定制化的激光加工设备。除上述主要产品外，公司还可根据客户以及不同应用领域的需求提供各行业的系统集成化解决方案。

1) 激光加工控制系统产品：包括激光振镜控制系统和激光伺服控制系统两大系列产品，基于自身的工作特点可应用于不同的加工领域。其中，①激光振镜控制系统的控制对象为振镜，主要是通过控制振镜镜片的摆动，将激光反射到被加工表面实现加工，从其工作原理上来看更类似于是一个光学系统，其特点为高精度、高速度，主要应用于幅面较小的微纳加工领域，可覆盖激光标刻、激光切割、激光焊接、激光清洗等多个应用场景。②激光伺服控制系统的控制对象为伺服电机、直线电机等，通过控制激光头的运动将激光作用到被加工表面，按其工作原理划分更加类似于一个机械系统，其特点为加工幅面大，主要应用于金属板材、金属管材的切割、焊接等宏加工领域。

2) 激光系统集成硬件产品：主要包括振镜、激光器、场镜及其他主要配备于激光加工设备上的各类硬件产品。近年来，公司持续进行高精密振镜产品的技术研发，推出了多款高性能的振镜产品如 Invinscan、G3 系列等，各项性能指标均达到了同级别产品的先进水平，受到了客户的认可，逐步开始进入国内市场。激光器、场镜等其他配件主要为根据客户需求进行外购并与公司控制系统产品、振镜产品等进行联调联试后实现配套销售。

3) 激光精密加工设备：包括各类型的激光调阻设备以及根据海外客户需求定制的其他激光加工设备。其中，激光调阻设备是由公司自主研发的，其工作原理是使用激光去除电阻表面的导电物质，进而改变电阻阻值，以达到预定的参数和效果，可应用于半导体、航空航天、新能源、电子产品生产等多个行业。

表 1：激光加工控制系统及激光系统集成硬件贡献主要营收

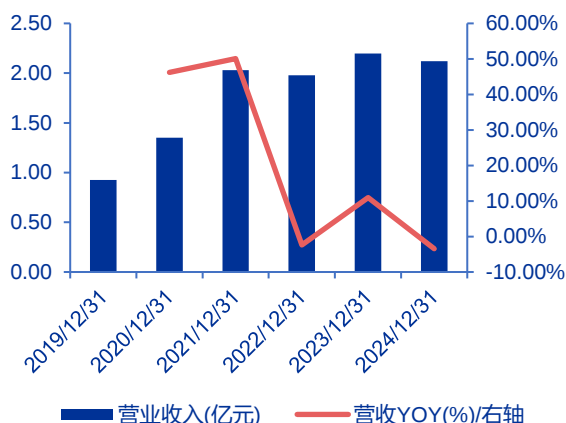
业务	2022 年			2023 年			2024 年		
	营收 (亿)	营收占比 (%)	毛利率 (%)	营收 (亿)	营收占比 (%)	毛利率 (%)	营收 (亿)	营收占比 (%)	毛利率 (%)
激光加工控制系统	1.46	73.79	70.76	1.52	69.01	71.36	1.48	69.95	69.97
激光系统集成硬件	0.30	15.10	20.60	0.40	18.00	20.56	0.43	20.27	20.81
激光精密加工设备	0.20	10.22	44.61	0.25	11.39	45.73	0.19	8.95	33.62
其他业务	0.02	0.89	65.15	0.04	1.60	33.81	0.02	0.83	45.59
合计	1.98	100.00	60.46	2.20	100.00	58.69	2.12	100.00	56.55

资料来源：Wind、申万宏源研究

1.3 营收规模稳健，毛利率维持高位，研发保持高投入

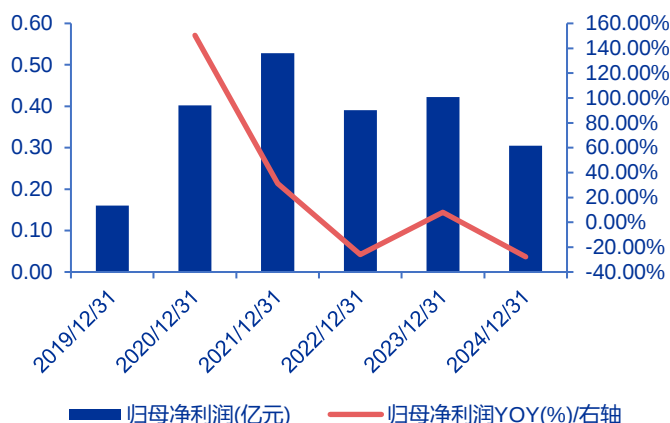
公司营收规模稳健，业绩水平有所波动。2019-2024 年公司营收 CAGR 为 18.08%、归母净利润 CAGR 为 13.69%。其中，2024 年公司实现营业收入 2.12 亿元，同比下降 3.44%；实现归母公司净利润 3,049.50 万元，同比下降 27.78%；面对宏观经济、市场竞争等多重不利因素，公司营收规模表现稳健；公司利润下滑主要是由于持续加大技术研发投入和市场开拓投入，研发费用及销售费用有所增长，加之报告期内收到的政府补助较 2023 年有所减少。

图 3：2019-2024 年营收 CAGR 为 18.08%



资料来源：Wind、申万宏源研究

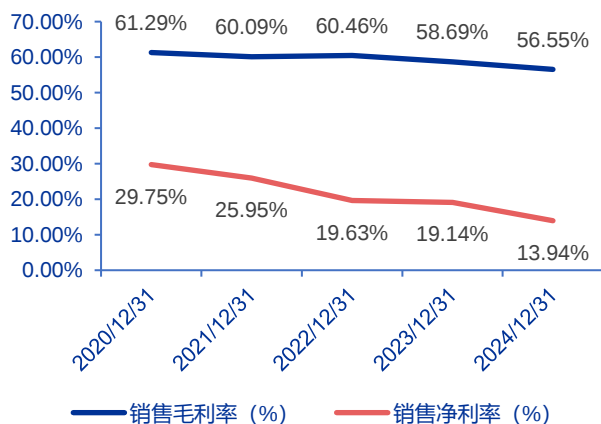
图 4：2019-2024 年归母净利润 CAGR 为 13.69%



资料来源：Wind、申万宏源研究

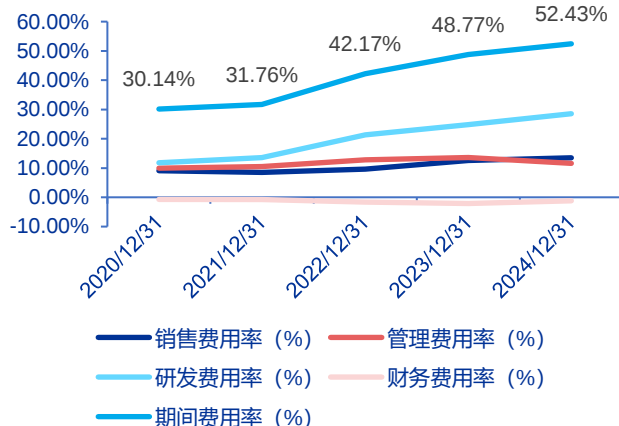
毛利率维持高位，研发费用率提升导致综合费用率较高。2020-2024 年公司毛利率水平保持在 55% 以上，期间费用率从 2020 年的 30.14% 提升至 52.43%，公司费用率提升主要是由于公司研发费用率保持逐年提升趋势。公司持续提升现有产品的功能及各项性能指标，以满足下游激光加工场景的各种应用要求；同时，紧密跟踪市场信息，把握市场动态，推出符合市场需要的新产品、新技术，故研发费用率保持在较高水平。

图 5：毛利率维持在较高水平



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 6：研发费用率呈现逐年提升趋势



资料来源：Wind、申万宏源研究

2. 工业级：激光变革加工方式，精密场景需求打开

2.1 精密加工：超快激光应用逐步渗透，下游场景广泛

（一）相较于传统的加工设备，激光设备具有精度高、效率高等诸多比较优势。

激光是受激辐射产生的光，因方向性强、能量密度高等特点而具有高加工精度及速度优势。激光 (LASER) 是通过人工方式，用光或放电等强能量激发特定的物质而产生的光，与自然界中其他光源相比，激光产生于受激辐射后释放大量运动频率、方向、相位相同的高能光子，激光具备亮度高、相干性好、单色性好、方向性强和高能量密度等特点，应用于加工时具有精度高、速度快、无污染、原材料消耗低等优势，被誉为“最快的刀”、“最准的尺”。

激光技术为 20 世纪新四大发明之一，技术水平不断变革，下游行业应用得到拓展。激光从诞生以来，技术水平不断变革并被应用于多个行业领域，带来较好的效益和成果。1) 上世纪六十年代，激光产生于美国加州的休斯实验室，从理论阶段进入实用领域；2) 1961 年，激光在医疗领域首次实践应用，在外科手术中用于杀灭视网膜肿瘤，取得良好效果；3) 上世纪七十到九十年代，随着激光技术的不断发展，激光应用从军事、医疗领域拓展至制造业；4) 进入 21 世纪以来，以激光器为基础的激光工业发展迅速，目前已被广泛应用于工业制造、通讯、信息处理、军事及教育科研等领域。

激光加工技术发展迅速，尤其是核心部件激光器技术迅速迭代，带动激光器功率不断提高、成本持续降低，可加工材料范围不断扩充、加工质量和加工效率不断提高。随着激光加工工艺的不断发展，其对传统的工艺技术替代效应日益凸显。

（二）精密加工：助力制造业转型升级，超快激光市场快速增长

激光技术成为微加工领域的重要工具。激光微加工一般是指加工尺寸在微米级别的工艺过程。目前全球制造业正处在向精密化、集成化、智能化发展的道路上，微加工技术正成为精密制造的主流技术趋势，并成为世界各国的重要研究课题。在材料表面或者三维空间实现微米、亚微米乃至纳米量级精度的结构、纹理、微孔等加工并尽可能地消除热效应影响，既是全球制造升级的要求，更是发展趋势。

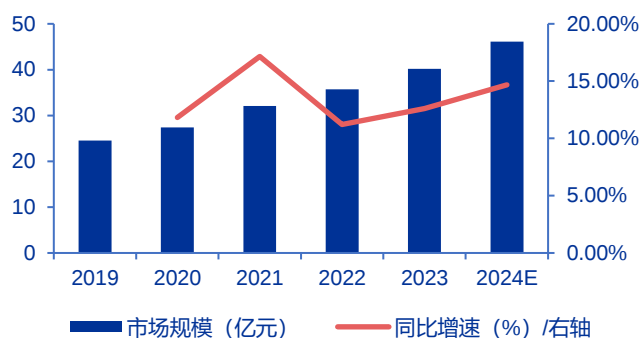
制造业转型升级，拉动激光精密加工需求。随着全球加工行业精细化程度的不断提升及我国制造业转型升级，激光加工凭借其加工精度高、热效应低等优势将成为微加工领域的主要加工工具。近年激光加工设备应用范围从传统的大型制造业，如钣金、工业等宏观加工场景，逐渐深化到精密加工制造行业，如半导体、新型显示、新能源、生物医药、新材料、消费电子等领域。随着下游精密加工发展需求，我国超快激光市场快速增长，根据《2024 中国激光产业发展报告》数据，2024 年中国超快激光器市场规模预计达到 46.10 亿元，2019-2024E 年 CAGR 为 13.48%。

图 7：制造业转型升级，拉动激光精密加工需求



资料来源：申万宏源研究

图 8：国内超快激光器市场快速增长



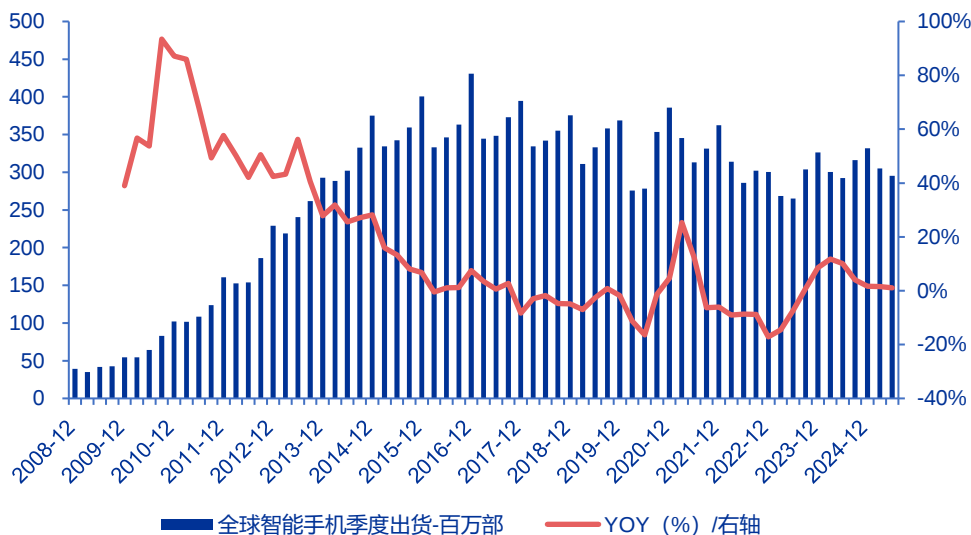
资料来源：《2024 中国激光产业发展报告》、申万宏源研究

2.2 新应用拓展：消费电子、3D 打印、新能源等打开空间

（一）消费电子：全球消费电子复苏与 AI 终端渗透加速，驱动消费电子设备需求

全球消费电子复苏与 AI 终端渗透加速，共同驱动消费电子激光加工设备进入新一轮景气周期。自 2023 年起，AI 为行业革新带来了新的发展机遇。随着硬件端基础逐步夯实，整机、软件厂商积极推动应用生态完善，AI 有望加速落地产品端，如手机、PC 等，进而加速换机周期，并提振产业链需求。2024 年度，在 AI 驱动叠加全球经济温和复苏的背景下，消费电子产业开始呈现出稳健复苏态势，时隔两年触底反弹。

图 9：近 1 年来全球智能手机季度出货同比增速回正



资料来源：Wind、申万宏源研究

消费电子产品快速更新迭代拉动设备需求。消费电子产品具有加工工艺精细、技术要求高、更新速度快、需要持续创新等特点，消费者对电子产品更换速度较快，一款消费电子产品的生命周期通常不超过 12 个月，受消费电子快速的更新换代影响，生产线的更新周期一般在 1.5 年左右，以智能手机为代表的智能电子产品每隔一年半至两年即进行一次较大规模的性能和功能更新。产品的快速更新换代直接影响到消费电子产品制造业生产设备

的更新速度,有利于提高行业固定资产投资的更新频率。AI 有望加速落地产品端,如手机、PC 等,进而加速换机周期,并提振产业链需求。

消费电子供应链产地呈现多元化的发展趋势,东南亚等地设备需求或将提升。全球供应链正处于深度重构阶段,国际头部品牌加速推进“**多元化产能布局**”,消费电子行业产能转移到东南亚国家的趋势逐渐显现,随之带来当地整机厂及配套加工厂的设备投资潮。预计海外市场需求,将进一步拉动消费电子激光加工设备需求。

(二) 3D 打印: 激光 3D 打印具有多重优势, 新技术涌现拉动行业需求

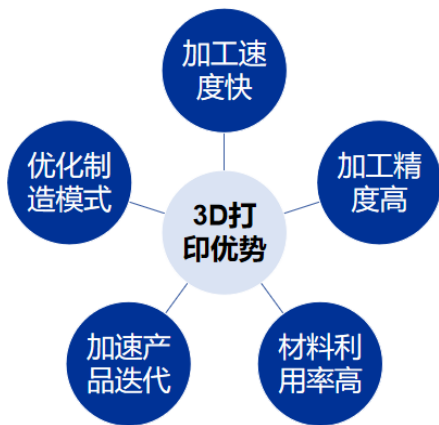
增材制造(俗称 3D 打印)一种以激光为能量源的增材制造技术。根据华曙高科招股说明书披露:目前增材制造加工与传统精密加工相比还存在加工精度、表面粗糙度和可加工材料等方面的差距,但增材制造其全新的技术原理和特点,在多种应用场景具备使用优势: 1) 可快速加工成形结构复杂的零件; 2) 缩短产品研发周期; 3) 材料利用率高; 4) 制造模式优化。

图 10: 3D 工艺类型多样

工艺类型	工艺说明
粉末床熔融 (Powder Bed Fusion) (PBF)	通过热能选择性的熔化/烧结粉末床区域的增材制造工艺
定向能量沉积 (Directed Energy Deposition) (DED))	利用聚焦热能将材料同步熔化沉积的增材制造工艺
立体光固化 (VAT Photopolymerization)	通过光致聚合作用选择性的固化液态光敏聚合物的增材制造工艺
粘结剂喷射 (Binder Jetting)	选择性喷射沉积液态粘结剂粘结粉末材料的增材制造工艺
材料挤出 (Material Extrusion)	将材料通过喷嘴或孔口挤出的增材制造工艺
材料喷射 (Material Jetting)	将材料以微滴的形式按需喷射沉积的增材制造工艺
薄片叠层 (Sheet Lamination)	将薄片材料逐层粘结以形成实物的增材制造工艺

资料来源: 华曙高科公告、申万宏源研究

图 11: 3D 打印具有多重优势

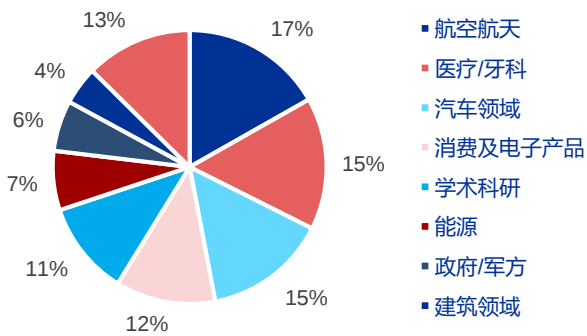


资料来源: 申万宏源研究

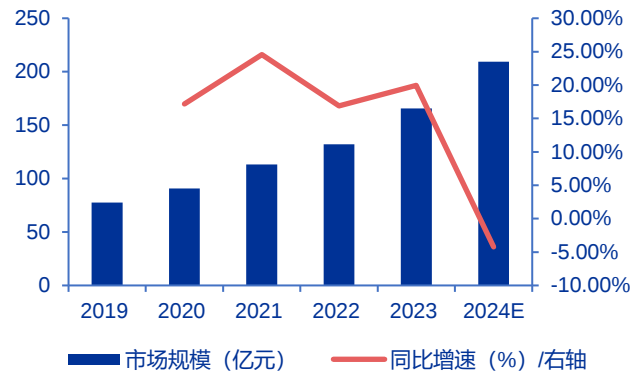
随着 3D 打印技术应用领域越来越广, 行业进入快速成长期。新产品的研发制造驱动着市场增长, 越来越多领域正转变成增材制造生产, 如航空航天、医疗器械、汽车、消费及电子产品等领域, 新产品新技术发展拉动需求行业提升。根据《2024 中国激光产业发展报告》数据, 预计 2024 年中国增材制造市场规模为 209.5 亿元, 2019-2024E 的 CAGR 为 22.00%。

图 12: 3D 打印下游行业应用广泛 (2021 年数据)

图 13: 国内增材制造行业快速增长



资料来源：华曙高科公告、申万宏源研究



资料来源：《2024 中国激光产业发展报告》、申万宏源研究

(三) 新能源：出海及固态新技术迭代，拉动激光设备增量需求

锂电：国内电池企业出海，及海外企业设备采购拉动新增需求；此外，固态电池等新技术不断涌现，为设备行业带来新的机遇。经历 2018-2022 年的快速扩张后，进入 2024 年以来，国内各家动力电池厂商扩产步伐均不同程度放缓，锂电设备行业的增长重点逐步由国内转向海外。海外市场方面，国产锂电设备以优良性价比以及强大的交付能力获得海外客户的青睐，国内锂电设备公司积极抢滩海外市场。同时，受海外动力电池企业扩产影响，海外锂电设备市场需求持续上涨，国产锂电设备企业海外业务不断增长。**固态锂电池成电池领域潜力技术方向，多家企业公布固态电池量产计划，量产时间集中在 2027-2030 年。**

激光切割及焊接设备可应用于电芯、模组焊接生产等环节。动力电池按照包装形式可以分为方形电池、圆柱电池、软包电池。以目前市场主流电池形态——方形电池举例，激光焊接工艺应用于：1) 结构件制造环节：正负极极柱焊接、防爆阀焊接；2) 电芯生产环节：顶盖焊接、密封钉焊接、转接片焊接等环节；3) 模组环节：Busbar、采集线、侧板焊接等。激光切割工艺应用于极耳/极片切割环节。

表 2：全球各地区新能源车市场销量及渗透率（销量单位：万辆）

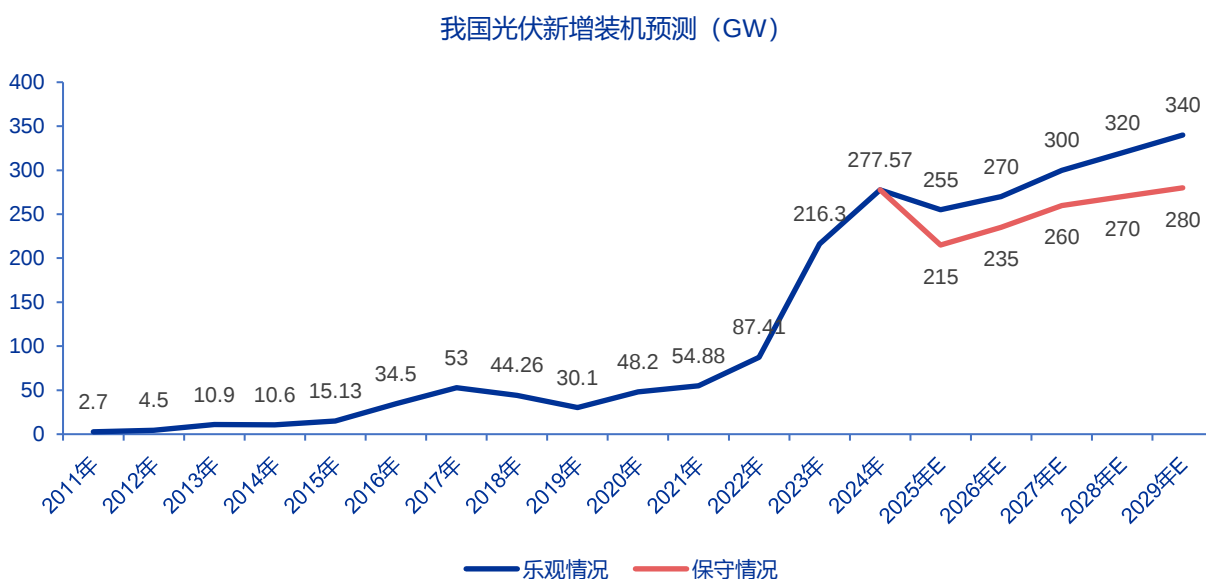
国家	2022 年汽车总销量（万辆）	新能源汽车渗透率（%）	2023 年汽车总销量（万辆）	新能源汽车渗透率（%）
中国	2658	25.90%	3009	31.60%
美国	1435	7.00%	1581	9.40%
德国	265	30.60%	284	24.60%
英国	189	21.00%	190	25.00%
法国	153	21.90%	184	25.90%

资料来源：高工锂电、申万宏源研究

光伏：光伏装机量维持高位，电池技术不断迭代。全球已有多个国家提出“碳中和”或“气候中和”的气候目标，发展以光伏为代表的可再生能源已成为全球共识。根据中国光伏行业协会预计，2025 年全球光伏装机量预计为 531-583GW，乐观预计下全球光伏新增装机同比增长 %。随着 n 型电池各技术路线工艺技术的进步及生产成本的降低，n 型电池将在

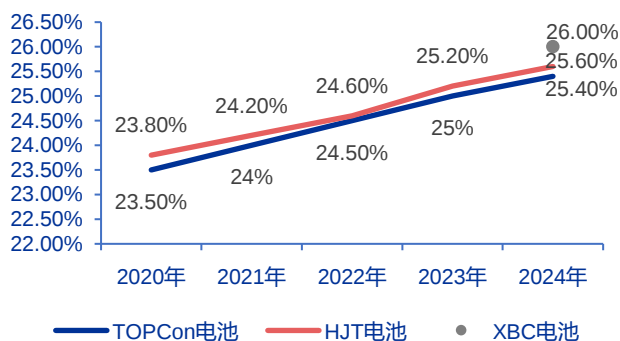
未来一段时间内保持主流电池技术的地位。2024 年，新投产的量产产线基本都是 n 型电池片产线。随着 n 型电池片产能快速释放，PERC 电池片市场占比下降至 20.5%；n 型 TOPCon 电池片市场占比达到 71.1%，成为占比最高的电池技术路线；异质结电池片市场占比约 3.3%；XBC 电池片市场占比约为 5.0%，由于行业头部企业的大力推广，其市占率相较 2023 年有较大幅度的提升。

图 14：2025E 我国光伏新增装机量 215-255GW



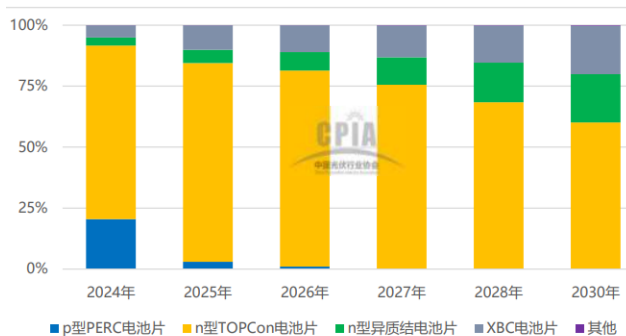
资料来源：中国光伏协会、申万宏源研究

图 15：电池转换效率稳步提升，技术路线多点开花



资料来源：中国光伏协会、申万宏源研究

图 16：N 型电池占比逐步提升，成为主流电池技术



资料来源：中国光伏协会、申万宏源研究

伴随光伏技术迭代，激光应用价值量呈现提升趋势。根据帝尔激光投资者交流记录显示，PERC 激光消融和 SE 激光掺杂两道设备单 GW 价值 1000 多万；HJT 电池 LIR 设备

单 GW 激光价值量 3000 万以上。根据海目星投资者交流记录显示，TOPCon+双面技术合计价值量预计约 2000 万元/GW；BC 激光设备预计约 5000 万元/GW。随着激光应用技术不断叠加，预计激光单 GW 价值量持续提升。

图 17：伴随技术迭代，激光应用价值量呈现提升趋势



资料来源：公司公告、申万宏源研究

(四) 半导体：激光已成为关键加工手段，在半导体封装中，激光应用环节较多。如：

碳化硅晶圆切片：采用激光加工的方法，替代传统金刚丝切割工艺，实现碳化硅晶片从晶圆上分离，具有材料损耗少，晶片产出高，良率可控等优势。TGV 玻璃激光微孔：利用激光对晶圆玻璃进行改质加工，实现蚀刻成微孔的应用。激光开槽：利用高质量光束在晶圆切割道内进行表面刻线、划槽加工。

图 18：半导体封装中，激光应用环节较多



资料来源：德龙激光、申万宏源研究

2.3 公司端：持续受益国产替代，积极推动软硬件协同发展

公司是我国少数专业从事激光加工控制领域的数控系统及解决方案供应商。经过多年的积累，公司已拥有高精密振镜控制、伺服电机控制等主流激光控制技术路线的激光控制系统产品，下游应用可覆盖激光标刻、激光切割、激光焊接、激光清洗等多种应用场景。公司产品在国内的激光加工控制系统、激光精密加工设备领域，拥有先进的技术和成熟的产品线，公司在激光加工振镜控制系统领域，保持领先地位。

公司围绕激光加工控制系统相关的软件、控制器、振镜等方面进行持续的研发与创新，进一步提升公司产品竞争力。

1) 在激光加工软件方面，针对异形曲面零件的精密切割场景，开发专用的三维五轴激光加工软件，经前期测试，加工精度和效率基本满足产线要求。针对目前激光标刻、焊接、切割方面使用要求和特点，开展跨平台软件开发，推出基于 Windows、Linux 平台的激光加工软件，同时开始下一代激光加工软件的预研。

2) 在激光加工硬件控制器方面，新一代控制平台方案验证完成，样机研发进展顺利；集成微处理器的嵌入式一体机控制器进入到批量出货阶段；总线型激光加工控制器样机，进入到产线试用阶段。

3) 在高精密数字振镜方面，振镜温漂、速度、精度等关键技术得到进一步突破，相关型号的产品转入到试生产阶段。其中针对特定应用场景开发的五轴精密振镜系统，从控制软件、控制板卡等方面进行优化，提高系统完整性；研发的五轴振镜校正技术提高了现场调试效率，同时开展多项工艺验证与开发，达到了客户项目定制的需求。

随着半导体、新能源、光伏等行业的发展及新技术新产品的不断推出，工业激光加工的应用越来越广泛，对应的激光加工控制技术要求也越来越高。公司针对不同行业不同应用也研发了相应的技术及产品解决方案，以保持公司在行业内的领先地位。

表 3：公司控制软件、振镜等产品系列齐全

主要产品	产品明细	产品介绍
激光振镜控制系统	Ezcad3 软件、DLC 系列控制卡	具有全新架构，大幅加快数据处理速度，可满足高精尖技术需求；兼具二维三维功能；支持大幅面加工控制、高性能运动控制扩展等功能；支持通过网口连接，传输距离不受限，可远程控制操作；支持各种主流的激光器以及振镜控制协议
	Ezcad2 软件、LMC 系列控制卡	支持双轴拼接、飞行标刻及二次开发；适用于基础二维激光加工
	EzcadLite 软件、精简卡	适用于基础二维激光加工
激光伺服控制系统	CutMaker 软件、MCS 系列控制卡	应用于激光切割领域，具有优异的运动控制算法及工艺处理功能，操作简便、功能丰富、稳定可靠、性能强大，能够为客户提供完整的激光加工解决方案
高精密振镜	G3 系列	高性价比模拟振镜，包括 G3 Base、G3 Ult 等不同性能系列产品，以及 G3-Pro-V、G3-Weld 等行业应用型产品
	捷隼系列	全数字振镜，采用日本进口振镜电机，具有高速高精特性，可应用于动力电池加工、3C 电子、3D 打印等领域

解决方案	柔性智造解决方案	将三维激光加工、机器人控制技术、三维机器视觉集成在一起，涵盖激光标刻、激光切割、激光焊接等，可以满足复杂曲面、大尺寸工件、多品种柔性化加工等各种多样化的要求，既保持了振镜加工的高速与高精度特点，又结合机械手的功能，实现自动化、智能化、柔性化的生产
	无限视野联动 - 智能控制系统	专用于振镜大幅面激光加工应用，通过摄像定位，完成精准加工。支持线上振镜校正、多工位、多图层、图形编辑等功能，主要用于 PCB 行业中各种电路板的切割，PCB 镭雕打码和软陶瓷打微孔；以及半导体行业中芯片封装后的载板芯片镭雕及分板等；适用于 ITO/银浆激光蚀刻、智能镜除漆、不锈钢蚀刻等工艺
	动力电池行业解决方案	包括电池极片划线、极片清洗、壳体毛化等多种专用产品，应用于新能源动力电池生产领域，产品性能领先
	激光精密加工设备 激光调阻设备	集合了高精密激光加工、实时测量、视觉处理、运动控制等多项技术，主要应用于半导体制造、航空航天、电子产品制造等领域

资料来源：公司公告、申万宏源研究

3. 消费级：出口需求+潮玩爆款，共同拉动新需求

3.1 行业端：多因素驱动下，消费级设备需求具有爆发潜力

3D 打印、激光雕刻/打标等消费级市场快速增长。受益于海外需求及潮玩 DIY 热度拉动，消费级市场具备爆发潜力，设备产量快速增长。多重驱动力叠加，拉动桌面级设备需求快速增长。1) 欧美出海：欧美车库创新文化和“创客运动”推动桌面级设备应用普及，且海外中产家庭消费力高，愿意为兴趣和技术探索付费，拉动设备出海快速增长；2) 极客 DIY (toC)：客户群体覆盖创客、设计师、科技爱好者，可以实现个性化定制，满足消费者对于独特产品的需求；3) 工具属性 (to 小 B)：客户群体涵盖教育研究机构、工坊主等，作为生产工具，满足小批量工件加工需求；4) 潮玩效应：限量版潮玩产品 IP 提升关注度。

图 19：多重因素驱动下，消费级设备需求具有爆发潜力



资料来源：申万宏源研究

1) 消费级 3D 打印：消费级 3D 打印全民创作时代有望到来

消费级 3D 打印行业快速发展。2020 年被广泛认为是消费级 3D 打印行业的破圈元年，应用场景从个人创作大幅扩展至家居使用，且市场能见度显著提高推动用户认知度的增强。

近年来，3D 打印及 AI 技术的进步进一步提升了行业，提高了 3D 打印成品的质量，降低了 3D 建模的壁垒，吸引并鼓励更多人创作 3D 物体。随着 AI 技术的发展、个性化需求的提升、商业生态逐渐成熟，预计消费级 3D 打印行业将迎来全面创作时代。

表 4：消费级 3D 打印全民创作时代有望到来

时间	2011 年以前	2012 年-2019 年	2020 年-2027 年	2027 年以后
特点	专业创作阶段	专业用户创作阶段	普通用户渗透阶段	全民创作阶段
主要用户	医疗及教育行政用户 技术精湛创客 打印服务商	医疗及教育行政用户 创客 打印服务商	普通用户 医疗及教育行政用户 创客 打印服务商	普通消费群体 医疗及教育行政用户 创客 打印服务商
3D 打印进入门槛	高：需要具备较强的自我建模技术，并深度掌握设备操作	较高：配套软件及模型资源平台降低进入门槛	中等：AI 工具和用户友好的社区进一步降低了建模难度与设计复杂度	低：建模和操作都已基本实现自动化，几乎没有进入门槛
商业模式	产品销售	产品销售 3D 打印服务 资源模型平台	产品销售 3D 打印服务 资源模型平台 创作者社区 3D 打印终端产品市场	产品销售 3D 打印服务 创作者社区 庞大规模的 3D 打印终端产品市场

资料来源：创想三维公告、申万宏源研究

人工智能和打印机性能提升的双引擎的推动下，消费级 3D 打印行业实现快速发展。根据创想三维招股书显示：1) 市场规模：2024 年，全球消费级 3D 打印市场规模达 41 亿美元（按 GMV 计），预计到 2029 年将增长至 169 亿美元，年复合增长率达 33.0%；2) 出货量：消费级 3D 打印机 2024 年出货量达 4.1 百万台，预计到 2029 年将增长至 13.4 百万台，年复合增长率为 26.6%；3) 保有量：伴随用户渗透率的不断提升，消费级 3D 打印机的全球保有量稳步上涨，预计从 2024 年的 15.8 百万台增长至 2029 年预计的 40.4 百万台，年复合增长率为 20.7%。

图 20：预计 2025-2029 年全球消费级 3D 打印市场规模 CAGR 可达 33.0%

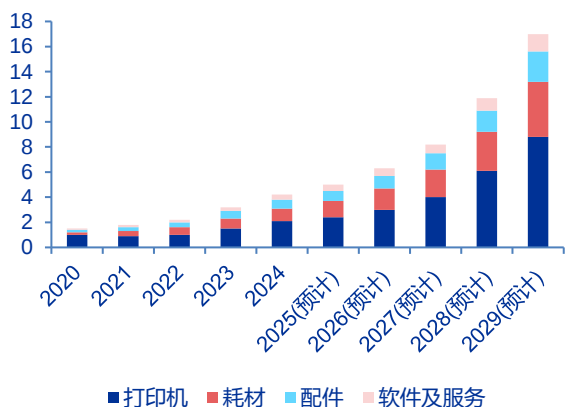
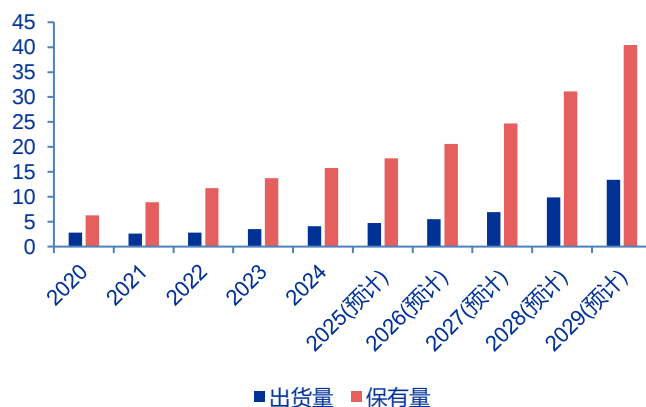


图 21：预计 2025-2029 年全球消费级 3D 打印出货量 CAGR 可达 26.6%、保有量 CAGR 可达 20.7%



资料来源：创想三维公告、申万宏源研究

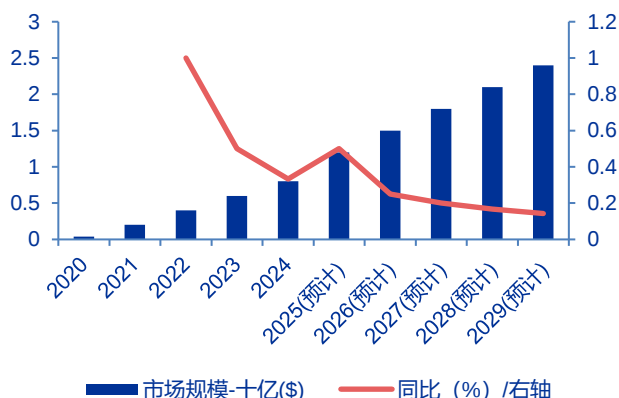
资料来源：创想三维公告、申万宏源研究

2) 消费级激光雕刻机：随着技术进步及价格下降，B 端的设备逐步向 C 端应用

激光雕刻机可满足个人创意实现需求。激光雕刻是指一种可对木材、皮革、金属及塑料等多种材料进行精密切割、雕刻及表面蚀刻的数字化加工工艺，激光雕刻呈现出与 3D 打印高度协同的发展趋势；功能互补性使得越来越多的使用者同时采用两种设备来满足不同的创意需求，同时，越来越多厂商正将两类产品线纳入统一生态布局，以提升用户黏性与市场复购潜力。消费层面来说，欧美地区的 DIY 和创客文化发达，消费者热衷于个性化定制和创作，激光雕刻机正好满足这一需求。欧美国家的电商平台为激光雕刻机提供了广泛的销售渠道，使得消费者更容易获取相关产品。

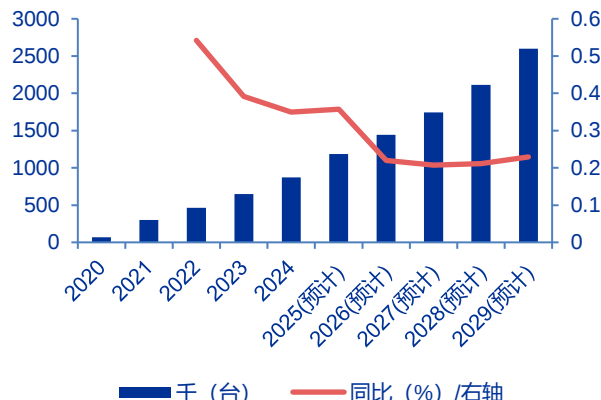
消费级激光雕刻机市场空间逐步扩容。根据创想三维招股书显示：2024 年，消费级激光雕刻机按 GMV 计的市场规模达 8 亿美元，预计到 2029 年将增长至 24 亿美元，年复合增长率为 23.3%；全球消费级激光雕刻机出货量由 2020 年的 70.0 千台增长至 2024 年的 872.9 千台，年复合增长率为 87.9%，并预计到 2029 年将进一步增长至 2,599.2 千台，年复合增长率为 24.4%。

图 22: 预计 2025-2029 年全球消费级激光雕刻机市场规模 CAGR 可达 23.3%



资料来源：创想三维公告、申万宏源研究

图 23: 预计 2025-2029 年全球消费级激光雕刻机出货量 CAGR 可达 24.4%



资料来源：创想三维公告、申万宏源研究

3.2 公司端：积极布局消费级领域，有望复刻工业级成功经验

公司在工业级激光控制领域的深厚积淀，为其进军消费级市场奠定了坚实的基础。在工业级领域，公司已构建技术、供应链与生态三重壁垒。当前消费级激光应用需求增加，公司凭借技术同源性、品牌基础等优势，有望复刻工业级成功经验，驱动营收持续增长。根据公司 2025 年 9 月 3 日披露的《投资者关系活动记录表》公司的控制系统产品/振镜产品与激光加工应用密切相关，公司预计从消费级 SLM/SLS/SLA 等使用激光技术的产品切入，并延伸到所有使用激光加工技术的消费类 3D 打印设备中。在消费级产品领域，公司启动了前期的市场调研及产品研发，目前已取得一定的进展，To C 消费级控制卡产品完成开发，并进入客户联合调试和测试验证阶段。

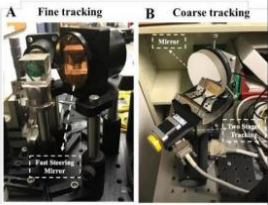
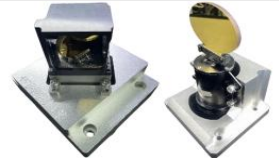
4. 拟收购萨米特光电 55%股权并募集配套资金

拟发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金。公司拟通过发行股份及支付现金的方式向汪永阳、黄猛等 8 名交易对方购买其合计持有的萨米特 55.00%股权，并募集配套资金。金橙子与标的公司同属于光学控制领域，双方在产品体系、客户资源、技术开发、供应链等方面均有显著的协同效应。具体情况如下：

(1) 产品体系协同

金橙子主营产品包括激光控制系统、激光集成硬件、激光加工设备等，其中，激光加工控制系统主要应用于激光加工领域，可用于激光标刻、激光切割、激光焊接、增材制造等，下游可应用于消费电子、新能源、半导体、汽车、航空航天、医药等领域；激光系统集成硬件产品是以振镜为主的应用于激光加工设备上的配件产品，与激光加工控制系统搭配使用。标的公司长期从事精密光电控制产品的研发、生产及销售，主要产品包括高精度快速反射镜、高精密振镜等。其中，高精度快速反射镜系能够精确控制光束方向的精密光学部件，可用于图像稳定系统、激光通信等，下游领域包括飞机航空探测、地面安防系统、激光通信等；高精密振镜系可以进行高速光学扫描的精密光学部件，可用于图像稳定系统、工业加工等，下游领域包括飞机航空探测、激光工业加工、地面安防系统等。

表 5：萨米特光电产品包括高精度快速反射镜、高精密振镜等

产品	产品特点	产品示意图
高精度快速反射镜	高精度快速反射镜具有超高的控制带宽、定位精度的特点，从而能够快速消除飞机的振动和抖动，解决了光电平台超远距离成像（大于 60km）时图像抖动问题，实现了光学系统清晰成像，是“千里眼”的倍增器；此外，高精度快速反射镜还是地面安防系统和激光通信系统中的核心部件，用于调整激光光束的合束和指向，“光束对准”的稳瞄器	
高精密振镜	高精密振镜是一种高速扫描的器件，具有机构简单、体积小、定位精度高、扫描速度极快、成本低的优点	
其他产品	高功耗高精度小型化无刷电机驱动器等	

资料来源：公司公告、申万宏源研究

高精度快速反射镜和高精密振镜均属于光束控制装置，在技术、工艺及研发等方面具有较强的相近相通性及协同性：一是实现原理方面，均是通过控制镜面摆动调整激光的入射角及出射角来实现光束控制；二是在驱动方面，均通过微型电机驱动，在电机驱动的原理、电路结构及处理芯片等方面是相近的；三是控制算法，均通过传感器反馈及控制系统实现闭环控制，以达到精确的位置控制和稳定的运动，控制算法根据具体场景有所差异。

此外，高精度快速反射镜和高精密振镜在结构消应力、镜面粘接等多数生产工艺、测试方法等方面具有较强的相近相通性。

近年来，上市公司持续投入研发中高端振镜产品、主要应用于激光工业加工，但相比德国 Scanlab 等国际巨头企业仍存在一定差距。标的公司方面，其高精密振镜与上市公司振镜产品技术原理相近相通、主要以高精高速的产品为主，其主要聚焦应用于航空探测领域、精度要求较高，同时其亦在逐步应用于工业加工领域。上市公司收购标的公司后可在该领域协同开发、提升在高端精密振镜领域的竞争能力。基于以上，本次收购后，上市公司与标的公司在产品体系方面可以形成良好互补及协同，可以有效提升在光学控制、激光应用等领域的产品及战略布局，提升与国际竞争对手的竞争能力，提高核心竞争力及业务发展空间。

(2) 客户资源协同

金橙子产品主要应用于工业领域，凭借技术、品牌、产品等综合优势，公司与包括华工科技等知名厂商在内的国内外超过上千家下游客户建立了直接或间接的合作关系、客户资源丰富；此外，公司部分产品亦配套航天研究所等多家行业尖端应用单位。标的公司产品目前主要应用于航空探测领域，同时亦在向工业领域、激光通信、安防等领域拓展。基于以上，本次收购后，上市公司增加航空探测等应用领域客户资源，公司的激光精密加工技术及产品可向该领域积极拓展；同时在标的公司高精度快速反射镜、高精密振镜的工业应用方向，上市公司可以为标的公司提供丰富有效的客户资源，故本次收购可以形成良好的客户资源互补及提升。

(3) 技术协同开发等其他协同

公司与标的公司同属于光学控制领域，相关产品及技术具有高度的相近及互补性，本次收购不仅可以共享研发平台、测试环境、关键技术人才等，更重要的是为行业的关键技术突破等提供了有效支撑，为上市公司及标的公司在与国际竞争对手的竞争中提升核心竞争实力。此外，在产业链采购方面，高精密振镜、高精度快速反射镜等产品均系精密光学器件，其中包括镜头、电机、电路板、芯片等多种零部件，基于上述收购，未来上市公司与标的公司在产业链整合、集约采购等方面均可以形成有利布局。

总结：上市公司与标的公司均长期从事光学控制领域，本次交易后，上市公司将与标的公司在产品品类、客户资源、技术研发等方面形成积极的互补关系，并借助彼此积累的研发实力和优势地位，实现业务上的有效整合，扩大公司整体销售规模，有助于技术协同，增强市场竞争力。

表 6：萨米特光电 2024 年营收及利润高增长

项目（单位：万元）	2023 年 12 月 31 日	2024 年 12 月 31 日
资产总额	3,527.46	7,161.12
负债总额	882.88	2,396.14
所有者权益	2,644.58	4,764.98
归属于母公司股东权益	“	“
营业收入	2,010.58	5,755.04

利润总额	265.25	2,435.76
净利润	255.94	2,105.40

资料来源：公司公告、申万宏源研究

5. 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

由于公司标的收购具有不确定性，故我们盈利预测暂不对萨米特贡献进行假设。根据我们对公司各项业务的拆分，汇总得到公司财务预测数据：预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 2.66、3.46、4.55 亿元，同比增 25.29%、30.15%、31.54%；归母净利润分别为 0.46、0.61、0.83 亿元，同比增长 51.60%、31.88%、35.80%。预计毛利率分别为 56.77%、58.07%、59.01%，净利率分别为 17.40%、17.60%、18.20%。

表 7：金橙子财务简表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	212	266	346	455
YOY(%)	-3.44%	25.29%	30.15%	31.54%
归母净利润(百万元)	30	46	61	83
YOY(%)	-27.78%	51.60%	31.88%	35.80%
每股收益(元/股)	0.30	0.45	0.59	0.81
毛利率(%)	56.55%	56.77%	58.07%	59.01%
ROE(%)	3.30%	4.80%	5.90%	7.40%
净利率(%)	14.38%	17.40%	17.60%	18.20%

资料来源：Wind、申万宏源研究

我们对公司各项业务的具体预测假设如下：

1、激光加工控制系统：1) 收入增速假设：公司持续向新能源电池、消费电子、半导体等高端应用领域扩展。针对细分市场生产工艺要求，公司不断开发集成解决方案，包括电池极片划线、电池极片清洗、电池壳体毛化、涂布辊清洗、手机和手表中框清洗、三维五轴联动切割、碳化硅激光刻蚀、钙钛矿激光划线、BC 电池激光刻蚀、玻璃内雕等，为客户提供了高性能一站式激光加工解决方案服务。预计未来三年营收增速将有所回升，预计 25-27 年收入增速分别 30%、35%、35%。**2) 毛利率假设：**预计 25-27 年毛利率保持在较高水平，预计毛利率分别为 69.00%、69.00%、69.00%。

2、激光系统集成硬件：1) 收入增速假设：公司持续投入研发高精密度数字振镜产品。优化升级光栅马达，优化开发 3D 振镜第三轴驱动系统，INVINSKAN 高精度数字 3D 振镜已进行小批量交付，预计 25-27 年公司该业务收入增速分别为 5%、10%、15%。**2) 毛利率假设：**预计 25-27 年毛利率水平较为稳定，预计 25-27 年毛利率分别为 20.50%、20.50%、20.50%。

3、激光精密加工设备：1) 收入增速假设：公司不断提升设备技术水平，优化设备综合性能，加强功能性开发，以满足不同领域客户的个性化需求，提高公司定制化开发能力。目前，公司激光精密调阻设备已在医疗传感器、工业传感器、航空航天等领域持续获得客户订单，为不同客户提供了特定需求的定制化解决方案。除此之外，公司努力开拓新的市场方向，自主研发的晶圆激光修调设备完成了升级迭代，处于客户验证阶段；根据市场需求结合已有的技术积累，自主研发的脉冲调阻设备已完成样机试制，处于工艺验证环节，预计下半年将投入市场。我们预计 25-27 年该业务增速分别为 35.00%、30.00%、30.00%。

2) 毛利率假设：预计 25-27 年毛利率水平较为稳定，预计 25-27 年毛利率分别为 30.00%、30.00%、30.00%。

4)其他业务：业务占比较少，预计保持稳健增长，预计 25-27 年营收 yoy 分别为 20.00%、20.00%、20.00%；预计 25-27 年毛利率水平较为稳定，预计 25-27 年毛利率分别为 40.00%、40.00%、40.00%。

表 8：金橙子业务拆分

业务（单位：百万）	指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
激光加工控制系统	营收	146.04	151.61	148.37	192.88	260.39	351.53
	营收 yoy		3.81%	-2.14%	30.00%	35.00%	35.00%
	成本	42.70	43.43	44.56	59.79	80.72	108.97
	毛利	103.34	108.18	103.81	133.09	179.67	242.55
	毛利率（%）	70.76%	71.36%	69.97%	69.00%	69.00%	69.00%
	营收占比	73.79%	69.01%	69.95%	72.57%	75.28%	77.26%
激光系统集成硬件	营收	29.89	39.54	42.99	45.14	49.65	57.10
	营收 yoy		32.29%	8.73%	5.00%	10.00%	15.00%
	成本	23.73	31.41	34.05	35.89	39.47	45.40
	毛利	6.16	8.13	8.95	9.25	10.18	11.71
	毛利率（%）	20.60%	20.56%	20.81%	20.50%	20.50%	20.50%
	营收占比	15.10%	18.00%	20.27%	16.98%	14.35%	12.55%
激光精密加工设备	营收	20.23	25.02	18.99	25.64	33.33	43.33
	营收 yoy		23.68%	-24.10%	35.00%	30.00%	30.00%
	成本	11.21	13.58	12.61	17.95	23.33	30.33
	毛利	9.03	11.44	6.39	7.69	10.00	13.00
	毛利率（%）	44.61%	45.73%	33.62%	30.00%	30.00%	30.00%
	营收占比	10.22%	11.39%	8.95%	9.65%	9.63%	9.52%
其他业务	营收	1.76	3.51	1.76	2.11	2.53	3.04
	营收 yoy		99.43%	-49.86%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	0.61	2.33	0.96	1.27	1.52	1.82
	毛利	1.14	1.19	0.80	0.84	1.01	1.22
	毛利率（%）	65.15%	33.81%	45.59%	40.00%	40.00%	40.00%
	营收占比	0.89%	1.60%	0.83%	0.79%	0.73%	0.67%
合计	营收	197.92	219.68	212.11	265.77	345.90	454.99
	营收 yoy		10.99%	-3.45%	25.30%	30.15%	31.54%
	成本	78.25	90.75	92.18	114.89	145.05	186.52
	毛利	.	.	.	.	.	.

毛利率 (%)	60.46%	58.69%	56.55%	56.77%	58.07%	59.01%
营收占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：Wind、申万宏源研究

5.2 相对估值

选取激光产业链中核心部件环节企业作为可比公司。公司主要产品包括激光加工控制系统、激光系统集成硬件产品及激光精密加工设备等。激光领域我们选取 A 股中的核心部件环节上市企业——英诺激光、锐科激光、德龙激光作为可比公司。其中：英诺激光为国内领先的微加工激光器生产商；锐科激光为是全球少数能够提供全波段、全脉宽、全功率光纤激光器的供应商；德龙激光专注于激光精细微加工领域，为各种超薄、超硬、脆性、柔性及各种复合材料提供激光加工解决方案。

表 9：金橙子可比公司估值表

公司代码	简称	公司介绍
301021.SZ	英诺激光	公司是国内领先的微加工激光器生产商，是全球少数同时具有纳秒、亚纳秒、皮秒、飞秒级激光器核心技术和生产能力的生产厂商之一，是全球少数实现工业深紫外激光器批量供应的生产商之一。产品广泛应用于消费电子、半导体、新能源、超硬材料、新一代显示和生物医学等领域
300747.SZ	锐科激光	公司是国内光纤激光器及其关键器件与材料的研发、生产和销售的国家火炬计划重点高新技术企业。具备从材料、器件到整机的垂直集成能力，是全球少数能够提供全波段、全脉宽、全功率光纤激光器的供应商
688170.SH	德龙激光	公司专注于激光精细微加工领域，凭借先进的激光器技术、高精度运动控制技术以及深厚的激光精细微加工工艺积淀，聚焦于泛半导体、新型电子及新能源等应用领域，为各种超薄、超硬、脆性、柔性及各种复合材料提供激光加工解决方案。同时，公司通过自主研发，目前已拥有纳秒、超快(皮秒、飞秒)及可调脉宽系列固体激光器的核心技术和工业级量产的成熟产品

资料来源：Wind、申万宏源研究

首次覆盖，给予“增持”评级。预计公司 25-27 年归母净利润分别 0.46、0.61、0.83 亿元，公司当前股价对应 25-27 年 PE 分别为 79、60、44X。可比公司中德龙激光无 Wind 一致预测，故我们在可比公司中予以剔除；剔除后，可比公司 25-27 年 PE 均值分别为 95、63、46X，公司 PE 水平低于可比公司 PE 均值（25-27 年公司 PE 与可比公司 PE 均值差分别为 20.34%、5.86%、5.70%）。考虑到公司为国内激光控制领域“小巨人”企业，在工业+消费级领域持续发力，预计公司收入及利润将保持中高速增长；未来若萨米特光电整合顺利，预计会产生“1+1>2”的效果。因此，综合考虑公司行业地位、未来成长性以及估值水平，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 10：金橙子可比公司估值表

公司代码	简称	2025/9/15	归母净利润（亿）					PE		
		市值（亿）	24A	25E	26E	27E	24E	25E	26E	27E
301021.SZ	英诺激光	57.67	0.22	0.49	0.78	1.17	264	118	74	49
300747.SZ	锐科激光	153.00	1.34	2.16	2.94	3.54	114	71	52	43
688170.SH	德龙激光	43.68	-0.35	n.a	n.a	n.a	-127	n.a	n.a	n.a
可比公司 PE 均值								95	63	46
.SH	金橙子									

资料来源：申万宏源研究 注：可比公司业绩均来自于 Wind 一致预测

6. 风险提示

1) 宏观环境风险：全球范围内各种冲突、博弈不断。部分地区局势陷入紧张，贸易冲突时有发生，全球地缘政治格局正在不断发生变化，也加剧了全球市场的不稳定。这些不确定性风险可能会对公司的海外市场带来一定影响。公司产品的部分核心芯片目前主要来源于进口，若受到国际环境影响，芯片供给无法满足公司生产所需或成本上升，可能会对公司经营及业绩造成不利影响。

2) 市场竞争风险：激光行业良好的市场前景及投资收益预期吸引众多投资者进入该行业，使行业规模不断扩大，加剧行业内企业竞争。若公司不能持续进行技术创新，不能洞悉行业发展趋势、适应市场需求、不断研发推出具有差异化特征的产品从而提升附加值，公司或失去领先优势，进而面临市场份额下降甚至被市场淘汰的风险。

3) 新产品市场开拓风险：公司根据市场需求持续进行控制系统的研发及更新，同时推出高精度振镜、3D 打印控制系统、焊接控制系统、消费级控制卡等产品。受到整体经济环境、市场需求变化、产品性能等多重因素影响，部分产品的客户验证、推广进度较为缓慢。公司新产品的开拓和发展需要一定的市场验证周期及客户积累，若在产品开发及客户开拓等方面不能取得预期进展，则面临新产品无法有效开拓市场的风险。

4) 收购事宜失败的风险：公司拟以发行股份及支付现金的方式购买长春萨米特光电科技有限公司股权并募集配套资金。相关事项仍在有序推进过程中，所涉及资产的审计、评估工作尚未完成，存在多项风险。包括但不限于审批风险，本次交易可能被暂停、中止或者取消的风险，可能摊薄上市公司即期回报的风险，商誉减值的风险等。

5) 存货跌价风险：随着业务规模的不断扩大，公司各期存货金额略有上升。激光控制产品技术更新迭代速度较快，若未来出现由于公司未及时把握下游行业变化或其他难以预计的原因导致存货无法顺利实现销售，且其价格出现迅速下跌的情况，将增加计提存货跌价准备金额，从而对公司经营业绩及经营现金流产生不利影响。

7. 附表

表 11: 金橙子利润表简表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	220	212	266	346	455
营业收入	220	212	266	346	455
营业总成本	200	205	241	306	393
营业成本	91	92	115	145	187
税金及附加	2	2	0	0	0
销售费用	28	29	33	42	50
管理费用	30	25	29	35	41
研发费用	54	61	64	83	109
财务费用	-5	-2	0	0	0
其他收益	13	6	8	8	8
投资收益	10	14	14	14	14
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0	0
资产减值损失	0	-3	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	42	25	47	64	90
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	42	25	47	64	90
所得税	0	-5	1	3	8
净利润	42	30	46	61	83
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	42	30	46	61	83

资料来源: Wind、申万宏源研究

表 12: 金橙子资产负债表简表

单位: 百万元 (人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	847	730	736	774	849
现金及等价物	702	594	577	584	617
应收款项	83	76	85	98	117
存货净额	57	53	66	83	107
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	4	8	8	8	8
长期投资	62	84	84	84	84
固定资产	27	120	169	208	236
无形资产及其他资产	53	47	47	47	47
资产总计	989	982	1037	1113	1216
流动负债	48	50	53	64	79
短期借款					

应付款项	28	33	42	52	67
其它流动负债	13	11	11	11	11
非流动负债	9	8	13	18	22
负债合计	57	57	66	81	101
股本	103	103	103	103	103
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	630	597	597	597	597
其他综合收益	17	25	25	25	25
盈余公积	23	27	34	42	54
未分配利润	158	174	213	266	337
少数股东权益	1	0	0	0	0
股东权益	932	925	971	1032	1115
负债和股东权益合计	989	982	1037	1113	1216

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 13：金橙子现金流量表简表

单位：百万元（人民币）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	42	30	46	61	83
加：折旧摊销减值	7	9	2	12	22
财务费用	0	0	0	0	0
非经营损失	-14	-21	-14	-14	-14
营运资本变动	-21	5	-14	-20	-27
其它	7	-1	0	0	0
经营活动现金流	21	22	20	39	64
资本开支	36	82	51	51	50
其它投资现金流	221	-3	14	14	14
投资活动现金流	185	-85	-37	-36	-36
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	5	5
支付股利、利息	21	10	0	0	0
其它融资现金流	-2	-33	0	0	0
融资活动现金流	-23	-43	0	5	5
净现金流	182	-106	-17	7	32

资料来源：Wind、申万宏源研究

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。