

工业 AI 质检装备领军者，3C 及新能源双轮驱动

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年三季报, 2025 年前三季度公司实现营业收入 2.1 亿元, 同比减少 8.5%, 实现归母净利润 522 万元, 同比减少 71.7%。2025Q3 公司实现营业收入 9319 万元, 同比减少 5.7%, 实现归母净利润 1039 万元, 同比增长 130.5%。前三季度业绩有所下滑主要受交付周期影响。
- **Meta 合作持续推进, 组装备有望陆续放量。**消费电子领域, 来自苹果的订单主要有 VC、无线充电、VCM、智能眼镜和 MIM 件等的检测装备, 以及亚马逊和 Meta 的智能眼镜组装备。新能源领域主要包括来自宁德时代的锂电池 AI 质检装备。近年来, 公司检测设备收入占比在 70% 以上, 组装备收入占比在 15% 左右, 随着公司和 Meta 在智能眼镜组装备领域的合作逐步推进, 智能组装备占比有望提升。
- **存货及合同负债显著增长。**截至 2025 年三季度末, 公司存货为 3.75 亿元, 合同负债为 7517 万元; 2024 年末存货为 1.36 亿元, 合同负债为 1511 万元。合同负债和存货增幅较大主要系订单量增加, 对应的预收账款与发出商品增加所导致, 主要订单增量来自新能源锂电池的检测装备和 3C 领域 VC 均热板的检测装备。
- **毛利率维持较高水平, 前期项目开发导致费用率上升。**2025 年前三季度, 公司毛利率为 40.2%, 同比减少 4.5 个百分点, 主要系个别项目毛利率波动影响; 期间费用率为 43.6%, 同比增加 5.5 个百分点, 主要系新领域拓展前期销售及管理费用率增加较多; 净利率为 2.5%, 同比减少 5.6 个百分点。公司持续保持高强度研发投入, 2025 年前三季度, 公司研发费用为 4484 万元, 研发费用率达到了 21.4%。
- **参股四川力能、合资新设宏旗荣锂, 进军固态电池领域。**根据公告, 公司通过股权转让及增资的方式直接持有四川力能 19.81% 的股权, 四川力能致力于超高液压成套机械的研发、制造与销售, 主要产品为冷等静压机、温等静压机, 产品可广泛用于 HTCC、LTCC、MLCC、压电陶瓷、硬质合金、固态电池等领域; 公司通过新设公司方式直接持有宏旗荣锂 40% 的股权, 致力于智能控制系统集成、系统集成软件、应用于各类新兴行业的消费级电池模组以及材料领域。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.5、1.0、1.7 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 93、42、26 倍, 未来三年归母净利润复合增速为 56%。考虑公司为国内工业 AI 质检领军企业, 深度绑定消费电子、新能源领域核心客户, 订单保持高速增长, 同时固态电池新领域拓展迅速, 给予 2026 年 55 倍估值, 对应目标价 106.70 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 毛利率下降的风险、对大客户依赖的风险、市场竞争加剧的风险

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	370.75	411.09	703.78	970.33
增长率	1.71%	10.88%	71.20%	37.88%
归属母公司净利润 (百万元)	44.90	47.30	103.61	169.46
增长率	1.56%	5.35%	119.06%	63.55%
每股收益 EPS (元)	0.84	0.89	1.94	3.18
净资产收益率 ROE	3.84%	3.92%	7.96%	11.69%
PE	98	93	42	26
PB	3.75	3.63	3.37	3.03

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: 杨云杰
执业证号: S1250525100001
电话: 021-58351893
邮箱: yyjie@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)	0.53
流通 A 股(亿股)	0.25
52 周内股价区间(元)	39.83-92.91
总市值(亿元)	43.86
总资产(亿元)	15.59
每股净资产(元)	21.67

相关研究

目 录

1 荣旗科技：AI质检装备领军者，3C及新能源双轮驱动.....	1
1.1 立足“光机电算软”五大技术，智能设备竞争力强.....	1
1.2 营收规模稳步向上，关注存货及合同负债增长.....	3
2 盈利预测与估值.....	6
2.1 盈利预测.....	6
2.2 相对估值.....	6
3 风险提示.....	7

图 目 录

图 1：荣旗科技发展历程.....	1
图 2：公司核心技术矩阵及产品矩阵.....	2
图 3：2025Q1-3，公司实现营收 2.1 亿元，同比-8.5%.....	3
图 4：2025Q1-3，公司实现归母净利润 522 万元，同比-71.7%.....	3
图 5：目前检测设备销售为公司主要收入来源.....	4
图 6：核心设备产品毛利率维持高位.....	4
图 7：毛利率维持较高水平.....	4
图 8：销售及研发费用率上升较明显.....	4
图 9：持续保持高强度研发投入.....	5
图 10：2025 年来，存货及合同负债显著增长.....	5
图 11：钱曙光、汪炉生、朱文兵三人为公司实际控制人.....	5

表 目 录

表 1：“光机电算软”核心技术竞争优势.....	2
表 2：分业务收入及毛利率.....	6
表 3：可比公司估值.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

1 荣旗科技：AI 质检装备领军者，3C 及新能源双轮驱动

1.1 立足“光机电算软”五大技术，智能设备竞争力强

工业 AI 质检装备领先企业。公司主要面向智能制造中的检测和组装工序，基于核心技术矩阵，研发有视觉检测装备、功能检测装备和智能组装装备三大系列智能装备。近年来，公司在消费电子行业实现重大突破，成为苹果、亚马逊、Meta、产业链的重要设备供应商，并为宁德时代、华为、谷歌、Facebook 等品牌提供智能装备。

图 1：荣旗科技发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

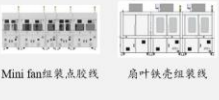
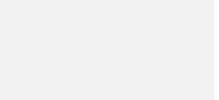
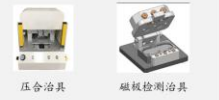
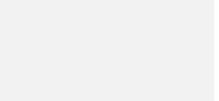
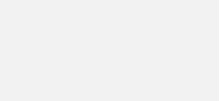
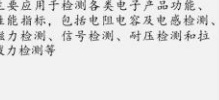
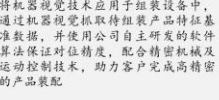
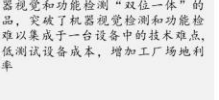
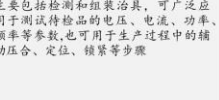
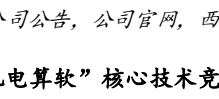
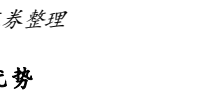
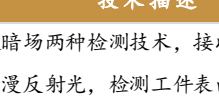
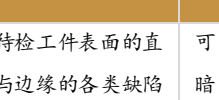
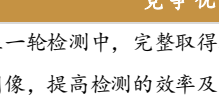
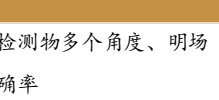
立足“光机电算软”五大核心技术，产品覆盖智能制造及智能检测领域。公司基于光学检测技术、精密机械电气技术、功能检测技术、智能算法技术、分析控制软件技术等核心技术矩阵，通过技术功能相互交叉组合，并与客户生产制造流程相结合，研发有视觉检测装备、功能检测装备和智能组装装备三大系列智能装备。

1) 视觉检测装备：AI 外观检测装备对光学及成像方案要求较高，公司采用的光学方案中，光源多为本公司自研自产，部分特殊成像传感器定制化研发，可对缺陷种类进行针对性的评估，模拟人眼观看效果，提高成像效果，同时借助于 AI 算法优势，极大程度地减少过杀和漏失，显著提高检测准确性。

2) 功能检测装备：主要应用于检测各类电子产品功能、性能指标，包括电阻电容及电感检测、气密性测试、磁力检测、信号检测、耐压检测和拉拔力检测等。

3) 智能组装设备：通过机器视觉定位，并使用公司自主研发的软件算法，配合精密机械及运动控制技术，助力客户完成高精密、轻量化的产品智能装配，产品主要应用于精密消费电子零部件的生产制程。

图 2：公司核心技术矩阵及产品矩阵

荣旗科技产品布局					
核心技术	光学检测技术	精密机械电气技术	功能检测技术	智能算法技术	分析控制软件技术
产品领域	视觉检测设备	功能检测设备	组装设备	视觉功能检测一体化装备	治具
产品示意图	 MIM 件全自动智能光学多尺寸量测设备	 磁性材料功能检测设备	 Mini fan 组装点胶线	 智能多维度测量及功能检测装备	 简易辅助组装治具
	 曲面镜片全外观 AI 检测设备	 无线充电模组性能智能测试设备	 扇叶铁壳组装线	 智能尺寸+外观+功能检测设备	 上下壳自动组装、对位治具
	 手机 VCM 材料外观检测设备	 半自动磁阵磁铁高斯测试设备	 VR 眼镜摄像头模组高精度组装与压板胶激活	 电池组装线	 压合治具
业务描述	 半导体封装 AVI 六面检测分选机	 电芯成品全外观 AI 检测智能设备	 手机无线充电模组全功能检测设备	 手机中框气密性检测设备	 手钠上盖自动组装设备
	 自动贴附醋酸布及导电海绵设备	 手机无线充电模组全功能检测设备	 手机中框气密性检测设备	 手钠上盖自动组装设备	 自动贴附醋酸布及导电海绵设备
	 手机无线充电模组全功能检测设备	 手机中框气密性检测设备	 手钠上盖自动组装设备	 自动贴附醋酸布及导电海绵设备	 手机无线充电模组全功能检测设备
业务描述					
业务描述					
业务描述					

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

表 1：“光机电算软”核心技术竞争优势

核心技术		技术描述	竞争优势
光学检测技术	明暗场检测技术	使用明场及暗场两种检测技术，接收待检工件表面的直接反射光与漫反射光，检测工件表面与边缘的各类缺陷	可以在一轮检测中，完整取得被检测物多个角度、明场暗场图像，提高检测的效率及准确率
	摩尔纹检测技术	使用摩尔纹放大待测工件，特别是弯曲表面的细小缺陷	可以识别一般检测难以检测的细小缺陷，并可以检测较难检测的弯曲表面的缺陷情况
	一体式量测技术	使用棱镜，在一次性检测中实现工件的多个表面的检测	一次检测即可得到工件多个表面的检测结果，设备成本低，检测效率高
	同轴平行光源检测技术	使用特殊定制的同轴平行光源，均匀照射待测工件表面，为相机提供持续稳定的光照	通过透镜结构和均匀的灯珠排布，光线平行性均匀性更好。公司的同工位双侧平行同轴光可实现光源复用，节省机内空间
	光谱多区域光源检测技术	使用多色 LED 芯片及多通道 LED 控制器，实现光源分区域分色彩发光	可以更好区分彩色待测物表面情况，实现针对不同区域的精确检测，减少额外光照带来的干扰
精密机械电气技术	高速上下料及多工位移动技术	采用高精度伺服电机以及特殊设计的上下料机构，实现需搬运工件的上下料及工位间移动	搬运精度高，上下料及工位间移动全自动化，效率较高
	工件防划伤技术	夹爪采用耐高温、自润滑的 PEEK（聚醚醚酮）材料，配备内置的压力传感器	夹取易于损伤的 MIM 件时，避免了工件表面的损伤
	微米级厚度测量模组技术	使用高平整度的上基准板及载具顶起机构，在工件检测时位于载具中的工件被顶起与上基准板接触后，高精度位移传感器探针从底部向上伸出，进行高精度检测	避免工位加工精度误差带来的影响，实现超高精度厚度检测；此技术使转盘载具的材料选择范围放宽，让电性能检测、视觉检测集成成为可能
功能检测技术	LCR 测试技术	采用四端子自动平衡电桥技术及高精度电学传感器，特殊设计检测机构实现高精度 LCR 性能检测	检测精度高，检测准确度超过 99%，测量误差小于 0.06%，特殊检测机构可以节约设备内空间
	磁拉力测试技术	使用高精度音圈电机与精密力传感器，结合磁拉力补偿算法，实现精确监测磁拉力最大值	拉力检测精度高，补偿算法在不影响测试准度的情况下提高测试效率

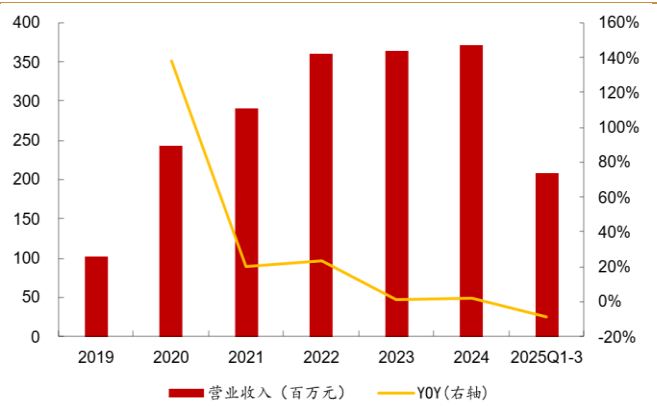
核心技术		技术描述	竞争优势
	磁通量测试技术	在磁屏蔽材料的作用下，使用磁传感器精确检测磁铁阵列周围磁场	使用磁屏蔽材料避免周围伺服电机等机构影响，检测精度高
智能算法技术	2D/3D 量测算法	形成了集 2D/3D 尺寸、缺陷检测以及图像预处理、标定、拼接、测量的于一体的算法平台	集成公司研发积累的各类模块化检测算法，检测精度高，可以快速部署
	基于深度学习的字符识别算法	使用深度学习技术提升字符识别算法的准确性与效率	大幅提高在复杂环境下字符检测算法识别的准确性，受外界干扰小
	AI 视觉检测算法	将人工智能算法应用于视觉检测中图像分析判断	图像预处理效果提高，检测效果好；应用小样本训练检测技术，可以高速部署，检测、分析精度高
分析控制	数据统计分析技术平台	汇总、处理、总结各类图像处理结果，与客户生产系统对接	实现客户生产检测流程的闭环控制，有助于客户提高生产工艺
软件技术	运动控制软件技术	针对市面常见运动机构进行适配，形成模块化的软件，用于控制各类运动机构	高精度控制机台运动机构，模块化设计可以快速部署于各类机台

数据来源：公司招股说明书，西南证券

1.2 营收规模稳步向上，关注存货及合同负债增长

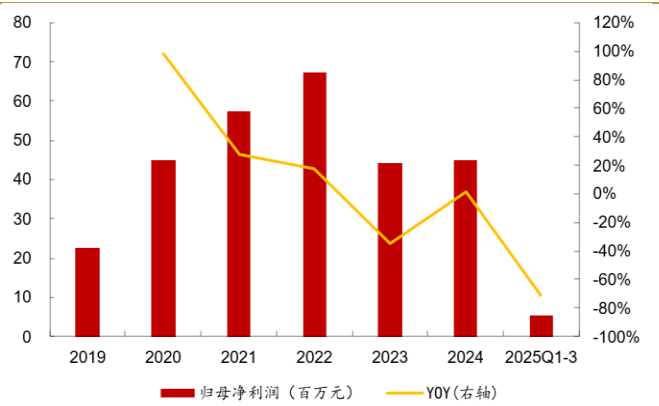
营收规模稳步向上，季节性波动不改长期增长趋势。2017 年来，公司陆续获得苹果无线充电、MIM 结构件、智能眼镜、VCM、VC 散热片相关产品环节订单，以及亚马逊、宁德时代、Meta 订单，收入规模稳步增长。2019-2024 年，公司收入规模从 1.0 亿元，增长至 3.7 亿元，2019-2022 年，公司归母净利润从 2275 万元增长至 6744 万元，2023 年及 2024 年，公司归母净利润有所下滑主要因为新领域拓展、新产品研发过程中投入较多的售前售后人员以及研发人员的技术支持，销售及管理费用增长较多。2025 年前三季度，公司实现营收 2.1 亿元，同比减少 8.5%，实现归母净利润 522 万元，同比减少 71.7%，公司主要提供定制化智能装备，生产交付周期较长，本年度较多项目验收集中在第四季度，同时本期利息收入减少。

图 3：2025Q1-3，公司实现营收 2.1 亿元，同比-8.5%



数据来源：Wind，西南证券整理

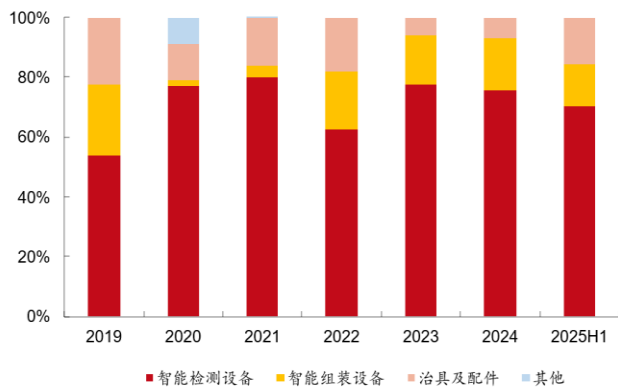
图 4：2025Q1-3，公司实现归母净利润 522 万元，同比-71.7%



数据来源：Wind，西南证券整理

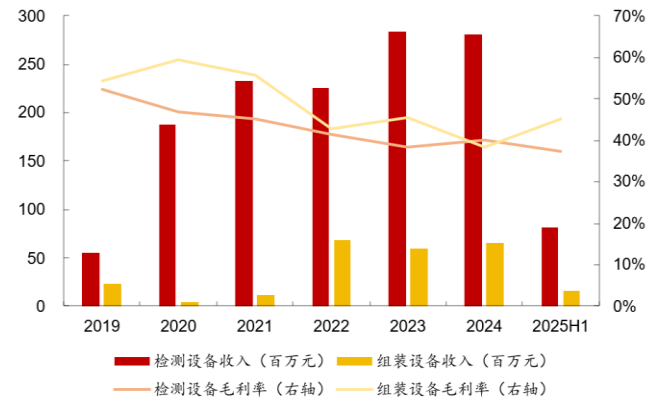
检测设备业务为公司主要收入来源，组装设备有望陆续放量。消费电子领域，来自苹果的订单主要有 VC、无线充电、VCM、智能眼镜和 MIM 件等的检测装备，以及 Meta 和亚马逊的智能眼镜组装装备。新能源领域主要包括来自宁德时代的锂电池 AI 质检装备。近年来，公司检测设备收入占比在 70% 以上，组装设备收入占比在 15% 左右，随着公司和 Meta 在智能眼镜组装领域的合作逐步推进，智能组装设备占比有望提升。

图 5：目前检测设备销售为公司主要收入来源



数据来源：Wind，西南证券整理

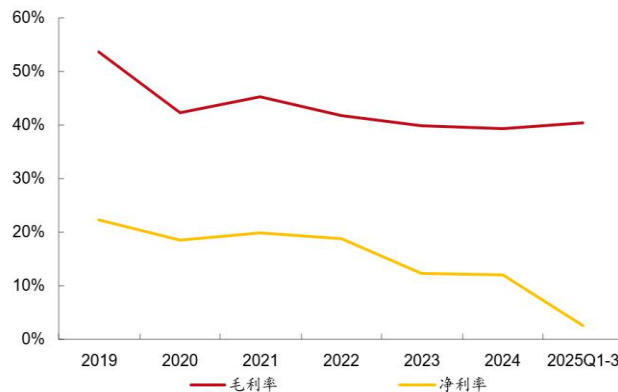
图 6：核心设备产品毛利率维持高位



数据来源：Wind，西南证券整理

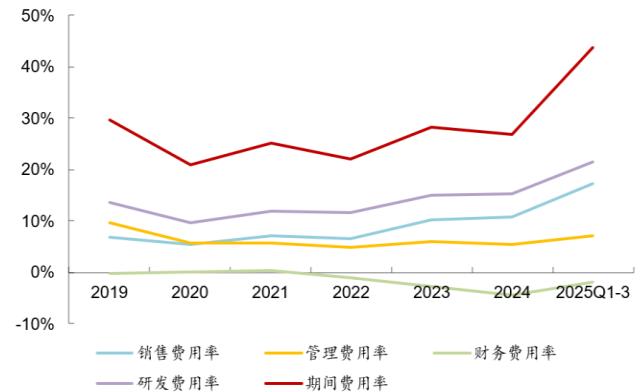
毛利率维持较高水平，前期项目开发导致费用率上升。2025 年前三季度，公司毛利率为 40.2%，同比减少 4.5 个百分点，主要系个别项目毛利率波动影响；期间费用率为 43.6%，同比增加 5.5 个百分点，主要系新领域拓展前期销售及管理费用率增加较多；净利率为 2.5%，同比减少 5.6 个百分点。

图 7：毛利率维持较高水平



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：销售及研发费用率上升较明显

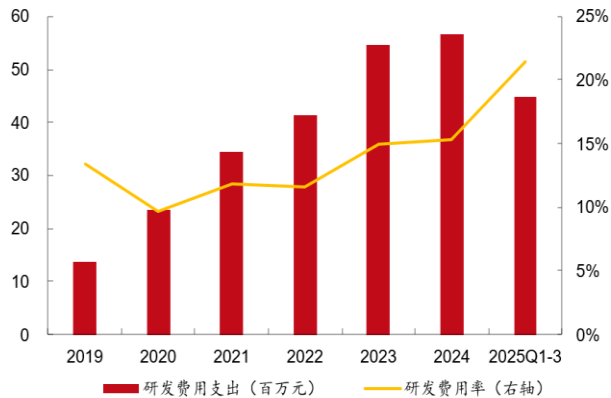


数据来源：Wind，西南证券整理

持续保持高强度研发投入。公司致力于通过加大研发投入与技术创新、精心培育公司自主品牌、积极开拓海内外市场等措施以全方位地增强核心竞争力，不断提高产品的技术先进性、性能稳定性、质量可靠性，并加快推出新产品，大力拓展应用新领域，进一步扩大市场占有率。2025 年前三季度，公司研发费用为 4484 万元，研发费用率达到 21.4%。

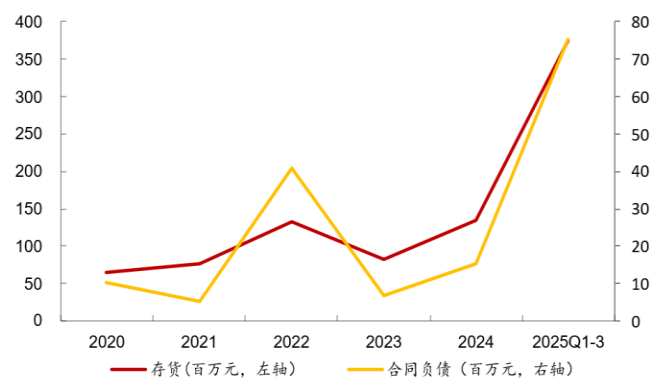
存货及合同负债显著增长。截至 2025 年三季度末，公司存货为 3.75 亿元，合同负债为 7517 万元；2024 年末存货为 1.36 亿元，合同负债为 1511 万元。合同负债和存货增幅较大主要系订单量增加，对应的预收账款与发出商品增加所导致，主要订单增量来自新能源锂电池的检测装备和 3C 领域 VC 均热板的检测装备。

图 9：持续保持高强度研发投入



数据来源：Wind，西南证券整理

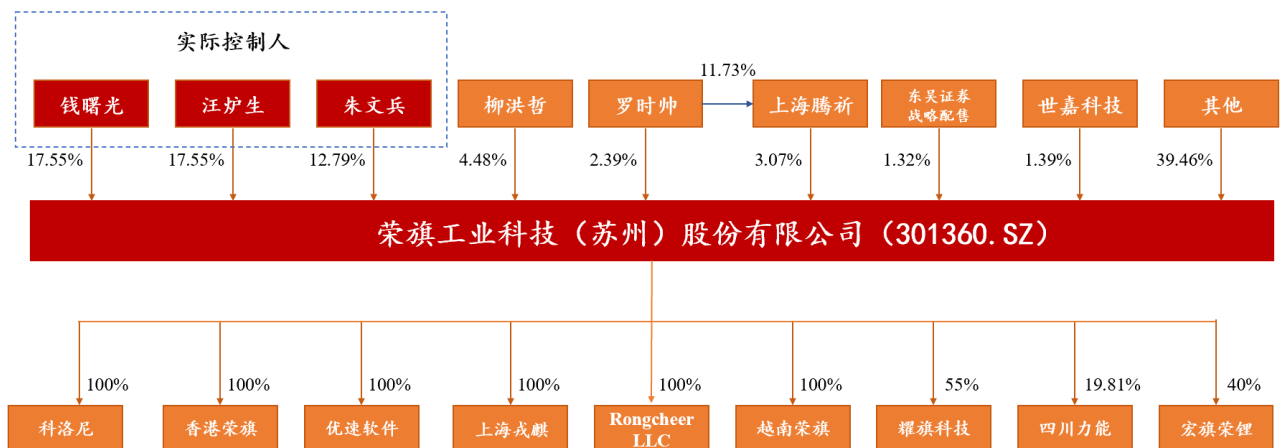
图 10：2025 年来，存货及合同负债显著增长



数据来源：Wind，西南证券整理

股权结构稳定，参股、新设公司拓展新领域。钱曙光、汪炉生、朱文兵三人为公司实际控制人，合计持有公司 47.89% 的股份。2025 年三季度，公司通过股权转让及增资的方式直接持有四川力能 19.81% 的股权，四川力能致力于超高压液压成套机械的研发、制造与销售，主要产品为冷等静压机、温等静压机，产品可广泛用于 HTCC、LTCC、MLCC、压电陶瓷、硬质合金、固态电池、医药食品等领域；通过新设公司方式直接持有宏旗荣锂 40% 的股权，致力于智能控制系统集成、系统集成软件、应用于各类新兴行业的消费级电池模组以及材料领域。

图 11：钱曙光、汪炉生、朱文兵三人为公司实际控制人



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1) 智能检测设备：公司核心产品为基于 AI 技术的视觉检测设备，可实现待检产品复杂表面的全外观缺陷的在线、实时智能检测；功能检测装备主要应用于检测各类电子产品功能、性能指标，包括电阻电容及电感检测、气密性测试、磁力检测、信号检测、耐压检测和拉拔力检测等。考虑公司在苹果产业链检测环节品类持续渗透，新能源领域订单量持续增长，预计 2025-2027 年智能检测设备业务同比增长 10.0%、50.0%、25.0%，毛利率分别为 39.5%、37.8%、36.8%。

2) 智能组装备：公司开发的基于视觉引导定位的高精密组装备主要应用于精密消费电子零部件的生产制程。2025 年公司主要为 Meta 供应智能眼镜组装备样机，随着双方合作推进，智能组装备业务有望快速增长。预计 2025-2027 年智能组装备业务同比增长 15.0%、180.0%、70.0%，毛利率分别为 40.0%、40.0%、40.0%。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
智能检测装备	收入	279.93	307.93	461.89	577.36
	增速	-1.03%	10.00%	50.00%	25.00%
	毛利率	39.92%	39.50%	37.80%	36.80%
智能组装备	收入	65.68	75.53	211.49	359.54
	增速	10.41%	15.00%	180.00%	70.00%
	毛利率	38.30%	40.00%	40.00%	40.00%
治具及其他	收入	25.14	27.63	30.39	33.43
	增速	13.34%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	33.12%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	收入	370.75	411.09	703.78	970.33
	增速	1.7%	10.88%	71.20%	37.88%
	毛利率	39.2%	39.29%	38.34%	37.92%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

综合考虑业务范围，精测电子、天准科技、先导智能、华兴源创作为估值参考。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.5、1.0、1.7 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 56%，考虑公司为国内工业 AI 质检领军企业，深度绑定消费电子、新能源领域核心客户，订单保持高速增长，同时固态电池新领域拓展迅速，享受一定估值溢价，给予 2026 年 55 倍估值，对应目标价 106.70 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
300567.SZ	精测电子	74.82	-0.36	0.76	1.30	2.01	-210.23	98.45	57.75	37.26
688003.SH	天准科技	53.05	0.64	0.87	1.09	1.27	82.36	61.33	48.67	41.71
300450.SZ	先导智能	55.02	0.18	1.03	1.39	1.70	301.15	53.22	39.65	32.32
688001.SH	华兴源创	30.14	-1.12	0.43	0.60	0.78	-27.01	70.65	49.90	38.69
平均值							-	70.91	48.99	37.49
301360.SZ	荣旗科技	82.22	0.84	0.89	1.94	3.18	97.68	92.72	42.33	25.88

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

毛利率下降的风险：公司正处于业务快速发展阶段，全新业务领域拓展进展较快，但新能源动力电池智能装备行业的毛利率水平相对较低，随着业务规模扩大，将会对公司整体毛利率造成一定不利影响。

对大客户依赖的风险：苹果公司作为国际领先的消费电子领域品牌商，亦是公司重要的客户。报告期内交易模式为苹果产业链的制造商向公司采购智能装备。其次，宁德时代作为新能源动力电池头部企业，亦是公司的重要客户之一。随着与苹果产业链、宁德时代合作的深度及广度不断扩大，公司对大客户存在依赖的风险。

市场竞争加剧的风险：公司在无线充电模组检测、VCM 检测、VC 检测、新能源锂电池 AI 检测等细分市场中具有先发优势与技术优势，并且凭借前述优势在产业链拓展方面奠定基础。但公司如不能持续提升技术和装备的研发能力以满足客户日益更新的需求，公司的行业地位和经营业绩可能会因竞争加剧而面临较大不确定性。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	370.75	411.09	703.78	970.33	净利润	44.90	47.30	103.61	169.46
营业成本	225.51	249.58	433.95	602.35	折旧与摊销	6.68	7.12	7.12	7.12
营业税金及附加	3.00	2.88	4.93	6.79	财务费用	-16.75	-11.48	-20.63	-27.66
销售费用	40.01	41.11	63.34	77.63	资产减值损失	-7.06	9.00	9.00	9.00
管理费用	19.65	82.22	116.12	135.85	经营营运资本变动	-7.06	-4.21	-178.83	-137.63
财务费用	-16.75	-11.48	-20.63	-27.66	其他	45.60	-15.40	-1.85	2.69
资产减值损失	-7.06	9.00	9.00	9.00	经营活动现金流净额	66.31	32.33	-81.57	22.99
投资收益	3.76	2.00	2.00	2.00	资本支出	-15.68	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	39.99	2.00	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	10.00	10.00	10.00	投资活动现金流净额	24.30	-28.00	-28.00	-28.00
营业利润	45.85	49.79	109.07	178.38	短期借款	-79.96	9.90	0.00	0.00
其他非经营损益	0.01	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	45.86	49.79	109.07	178.38	股权融资	-4.34	0.00	0.00	0.00
所得税	0.97	2.49	5.45	8.92	支付股利	-16.00	-8.98	-9.46	-20.72
净利润	44.90	47.30	103.61	169.46	其他	2.14	10.42	20.63	27.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-98.16	11.34	11.17	6.94
归属母公司股东净利润	44.90	47.30	103.61	169.46	现金流量净额	-6.86	15.67	-98.41	1.92
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	860.73	876.40	777.99	779.92	成长能力				
应收和预付款项	256.69	268.77	477.54	651.35	销售收入增长率	1.71%	10.88%	71.20%	37.88%
存货	135.53	154.53	277.04	382.76	营业利润增长率	1.64%	8.58%	119.06%	63.55%
其他流动资产	27.77	3.60	6.17	8.50	净利润增长率	1.56%	5.35%	119.06%	63.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-14.31%	26.97%	110.34%	65.17%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	116.11	140.18	164.25	188.32	毛利率	39.17%	39.29%	38.34%	37.92%
无形资产和开发支出	9.16	8.10	7.04	5.99	三费率	11.57%	27.21%	22.57%	19.15%
其他非流动资产	9.60	9.47	9.33	9.20	净利率	12.11%	11.51%	14.72%	17.46%
资产总计	1415.60	1461.05	1719.36	2026.03	ROE	3.84%	3.92%	7.96%	11.69%
短期借款	10.10	20.00	20.00	20.00	ROA	3.17%	3.24%	6.03%	8.36%
应付和预收款项	211.27	224.40	386.47	542.49	ROIC	8.36%	9.96%	17.00%	20.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.65%	11.05%	13.58%	16.27%
其他负债	25.92	9.87	11.96	13.87	营运能力				
负债合计	247.29	254.27	418.43	576.36	总资产周转率	0.26	0.29	0.44	0.52
股本	53.34	53.34	53.34	53.34	固定资产周转率	3.42	3.63	6.56	9.58
资本公积	877.35	877.35	877.35	877.35	应收账款周转率	1.45	1.59	1.91	1.74
留存收益	237.76	276.08	370.23	518.97	存货周转率	1.95	1.63	1.97	1.81
归属母公司股东权益	1168.30	1206.77	1300.93	1449.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.42%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1168.30	1206.77	1300.93	1449.67	资产负债率	17.47%	17.40%	24.34%	28.45%
负债和股东权益合计	1415.60	1461.05	1719.36	2026.03	带息债务/总负债	4.08%	7.87%	4.78%	3.47%
					流动比率	5.33	5.27	3.74	3.20
					速动比率	4.77	4.65	3.07	2.53
					股利支付率	35.64%	18.98%	9.13%	12.23%
					每股指标				
					每股收益	0.84	0.89	1.94	3.18
					每股净资产	21.90	22.62	24.39	27.18
					每股经营现金	1.24	0.61	-1.53	0.43
					每股股利	0.30	0.17	0.18	0.39
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	35.78	45.43	95.56	157.84					
PE	97.68	92.72	42.33	25.88					
PB	3.75	3.63	3.37	3.03					
PS	11.83	10.67	6.23	4.52					
EV/EBITDA	98.60	77.50	37.88	22.92					
股息率	0.36%	0.20%	0.22%	0.47%					

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。

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	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn