

激光控制龙头，拟收购萨米特拓展航空航天领域

投资要点

- **事件:** 2025年, 公司实现营业收入2.53亿元, 同比增长19.46%; 归母净利润3687.71万元, 同比增长20.93%。2026年一季度, 公司实现营业收入6280.14万元, 同比下降2.43%, 实现归母净利润5299.11万元, 同比大幅增长342.76%, 实现扣非归母净利润912.17万元, 同比下降-16.61%。
- **激光切割设备行业快速发展。**2023年我国激光切割设备市场规模320.5亿元(占激光加工设备35.22%), 2024年预计增至325亿元; 主流的激光熔化切割技术能耗低, 在航空航天领域可加工多种特种材料, 适配核心零部件制造需求; 叠加国产数控政策支持, 行业正朝着超高功率、高速、高精度方向升级, 满足高端制造严苛要求。
- **拟1.88亿元收购萨米特55%股权。**技术上, 金橙子激光加工控制系统与萨米特高精度振镜、快速反射镜技术互补, 可共同攻坚高端产品; 市场上, 萨米特覆盖航空探测、激光通信等领域客户, 与金橙子工业端客户资源无明显交集, 实现双向拓展; 财务上, 萨米特2023-2025年上半年营收从2522.54万元增长至3709.91万元, 净利润同步增长至1297.42万元, 且承诺2026-2028年累计净利润不低于9150万元。
- **稳健增长筑底, 2025年盈利加速回升。**激光加工控制系统贡献主要营收及毛利, 2025年实现营收1.83亿元, 占比提升为72.1%, 毛利占比分别为87.09%。2025年, 公司持续深耕市场开拓, 积极推进业务拓展, 激光加工控制系统、激光精密加工设备业务均实现稳步增长, 实现营收2.53亿元, 同比增长19.46%。归母净利润3687.71万元, 同比增长20.93%。盈利质量持续优化, 毛利率升至58.16%, 同比提升1.61pp, 净利率14.55%同比上升0.17pp。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2026-2028年营业收入分别为3.16、3.95、4.96亿元, 归母净利润分别为1.04亿元(处置持有卡门哈斯15%股权产生的投资收益)、9051万元、1.11亿元, EPS分别为1.02、0.88、1.08元, 对应PE分别为42、48、40x。考虑到公司在细分赛道的竞争优势显著, 依托收购项目有望拓展航空航天领域增量市场, 给予公司2026年55x PE, 对应目标价56.1元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧、新产品开拓不及预期、收购事宜具有不确定性等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	253.40	315.91	395.16	495.83
增长率	19.46%	24.67%	25.09%	25.47%
归属母公司净利润(百万元)	36.88	104.27	90.51	110.85
增长率	20.93%	182.74%	-13.20%	22.48%
每股收益EPS(元)	0.36	1.02	0.88	1.08
净资产收益率ROE	3.75%	9.90%	8.08%	9.14%
PE	119	42	48	40
PB	4.59	4.16	3.91	3.62

数据来源: Wind, 西南证券

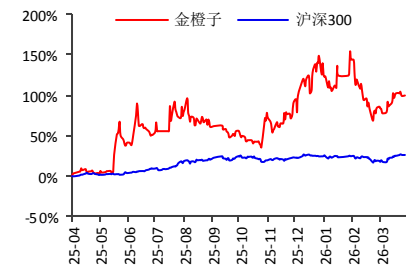
西南证券研究院

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

分析师: 杨蕊
执业证号: S1250525070007
电话: 021-58351985
邮箱: yangrui@swsc.com.cn

联系人: 戚欣龙
邮箱: qixl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.03
流通A股(亿股)	1.03
52周内股价区间(元)	21.27-56.25
总市值(亿元)	43.88
总资产(亿元)	10.96
每股净资产(元)	9.87

相关研究

目 录

1 国内领先的激光加工控制系统企业之一	1
2 激光切割设备行业快速发展.....	5
3 营收净利双增现金流改善，财务质地持续优化.....	7
4 盈利预测与估值.....	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司股权结构 (截至 2026Q1)	1
图 2: 激光加工控制系统	1
图 3: 高精度振镜产品	2
图 4: 激光精密加工设备	2
图 5: 公司 2021 年以来主营业务结构情况	3
图 6: 公司 2025 主营业务毛利占比	3
图 7: 公司 2020 年以来营业收入及增速	3
图 8: 公司 2020 年以来净利润及增速	3
图 9: 萨米特具体产品情况	4
图 10: 萨米特 2023-2025H1 业绩表现	4
图 11: 激光行业上下游产业体系	5
图 12: 中国激光切割设备市场销售收入(单位:亿元)	6
图 13: 激光切割流程图及相关技术	7
图 14: 2025 实现营收 2.53 亿元, 同比增长 19.46%	8
图 15: 2025 年归母净利润 3687.71 万元, 同比增长 20.93%	8
图 16: 2025 年毛利率升至 58.16%, 同比提升 1.61pp	8
图 17: 2025 年期间费用率 50.48%, 同比-1.95pp	8
图 18: 2025 年底资产负债率仅 8.19%, 流动比率达 9.28	8
图 19: 2025 年应收增加 22.71%, 收现比 70.3%	8

表 目 录

表 1: 激光切割技术的主要特点	6
表 2: 分业务收入及毛利率	9
表 3: 可比公司估值	10
附表: 财务预测与估值	11

1 国内领先的激光加工控制系统企业之一

北京金橙子科技股份有限公司成立于 2004 年，是一家专注于激光加工控制领域的高新技术企业，是国内领先的激光加工控制系统企业之一。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。

公司股权结构较为集中。马会文、吕文杰、程鹏和邱勇为一致行动人，其中马会文、吕文杰和邱勇均曾在北京精雕任职，而程鹏则出身于华中科技大学，吕文杰为公司董事长兼总经理，其余三人则为公司董事。





图 1：公司股权结构（截至 2026Q1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

激光加工控制系统是激光加工设备自动化控制的核心数控系统，以 CAD/CAM 控制软件为核心，搭配控制板卡使用，具体分为两大系列：1) 激光振镜控制系统：控制对象为振镜，通过驱动振镜镜片摆动反射激光实现加工，更类似于光学系统，具备高精度、高速度特性，主打幅面较小的微纳加工领域，可覆盖激光标刻、切割、焊接、清洗等多场景。2) 激光伺服控制系统：控制对象为伺服电机、直线电机等，通过带动激光头运动完成加工，更类似于机械系统，优势在于加工幅面大，主要应用于金属板材、管材的切割、焊接等宏加工领域。


图 2：激光加工控制系统

产品明细	产品图示	产品介绍
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。
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，可广泛用于广告制作、工程机械、汽车制造、3C 电子、医疗器械等行业。

数据来源：公司公告，西南证券整理

激光系统集成硬件产品主要涵盖振镜、激光器、场镜及其他适配激光加工设备的各类硬件。近年来，公司聚焦高精度振镜的技术研发，成功推出 Invinscan、G3 系列等多款高性能产品，各项性能指标均达到同级别产品先进水平，凭借优异表现获得客户认可，已逐步切入国内市场；而激光器、场镜等其余配件，则主要根据客户需求外购，经与公司控制系统、振镜等产品联调联试后配套销售。

图 3：高精度振镜产品

产品明细	产品图示	产品介绍
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。

数据来源：公司公告，西南证券整理

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。公司的激光调阻设备主要是根据客户需求进行研发，设备生产完全基于自有激光控制技术 & 集成技术，且具有较高的定制化属性，其各项技术指标在国内已处于领先，接近国外厂商技术水平，并在设备性能、服务及成本方面具备较大的优势。

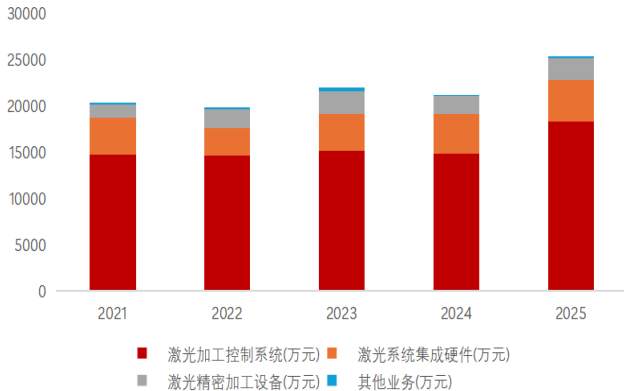
图 4：激光精密加工设备

产品明细	产品图示	产品介绍
激光调阻设备		集成了高精度激光加工、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。

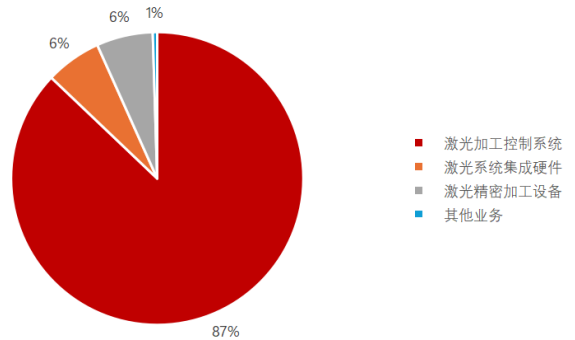
数据来源：公司公告，西南证券整理

此外，公司加大了对激光 3D 打印控制系统的研发投入，同时积极拓展市场渠道。在消费级产品领域，公司也启动了前期的市场调研及产品研发，取得了一定的进展。公司也在积极研发应用于激光焊接领域的解决方案应用产品。

激光加工控制系统贡献主要营收及毛利。自 2021 年以来，公司激光加工控制系统营收始终保持 1.4 亿元以上，贡献了公司大部分营收，2025 年实现营收 1.83 亿元，占比进一步提升为 72.1%。激光系统集成硬件占比有所下降，从 2024 年的 20.3% 下降为 2025 年的 17.81%，全年实现营收 0.45 亿元；激光精密加工设备 2025 年实现营收 0.23 亿元，占比为 9.24%。毛利方面，激光加工控制系统始终贡献 85% 左右份额，2025 年激光加工控制系统、激光系统集成硬件、激光精密加工设备毛利占比分别为 87.09%、6.18%、6.24%。

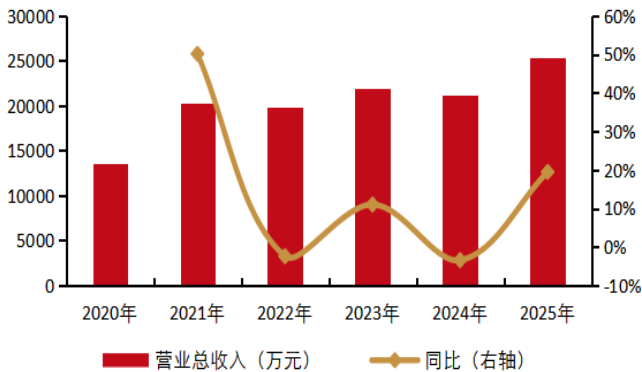
图 5：公司 2021 年以来主营业务结构情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

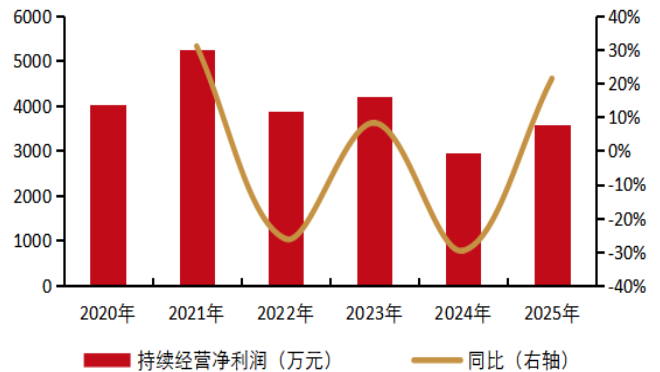
图 6：公司 2025 主营业务毛利占比


数据来源：Wind, 西南证券整理

稳健增长筑底 2025 年盈利回升。2020 年以来，公司营收中枢稳步上移，从 1.35 亿元逐步迈向 2 亿元级别，期间经历阶段性调整后，2025 年，公司持续深耕市场开拓，积极推进业务拓展，激光加工控制系统、激光精密加工设备业务均实现稳步增长，实现营收 2.53 亿元，同比增长 19.46%；同时，公司强化内部管理，期间费用仍实现有效管控。此外，联营企业经营状况良好，业绩稳步提升，直接带动公司投资收益的同比增长，多因素推动利润总额有所增长。

图 7：公司 2020 年以来营业收入及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

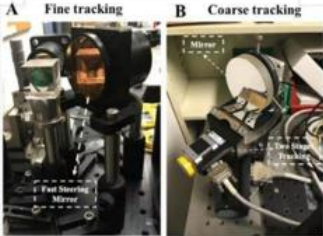
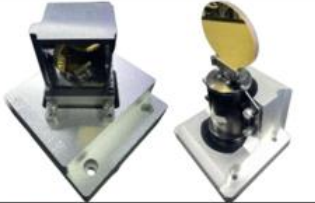

图 8：公司 2020 年以来净利润及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

拟 1.88 亿收购萨米特 55%股权。12 月 15 日，公司披露发行股份及支付现金购买资产报告书，拟以 23.31 元/股的价格发行约 405 万股股份，并支付现金合计收购长春萨米特光电科技有限公司 55%股权。萨米特长期从事精密光电控制产品的研发、生产及销售，主要产品为快速反射镜，并已拓展高精密振镜等产品。

双方有望在多维度形成协同效应。产品上，金橙子工业加工用中高端振镜与萨米特航空探测领域高精高速快反镜、高精精密振镜技术同源，收购后可协同开发高端精密振镜，缩小与国际巨头的差距；客户资源上，金橙子得以切入航空探测领域拓展客户，同时为萨米特高精产品的工业应用提供渠道，实现双向互补；技术层面，双方共享研发平台、人才与测试环境，强化关键技术突破能力，提升核心竞争力；产业链端，借助集约采购整合精密光学器件供应链，进一步优化布局。

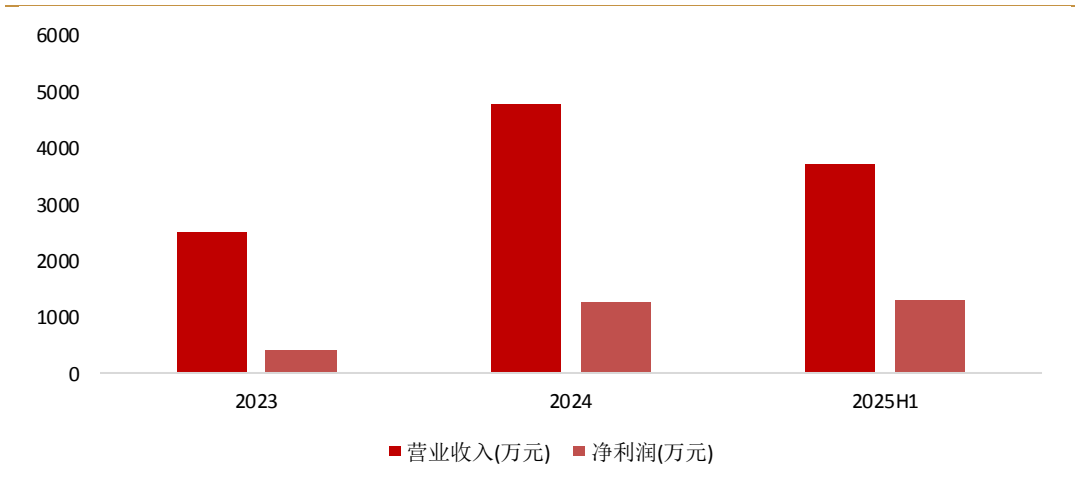
图 9：萨米特具体产品情况

产品	产品特点	产品示意图
快速反射镜	快速反射镜具有超高的控制带宽、定位精度的特点，从而能够快速消除动载体的振动和抖动，解决光电平台远距离成像时图像抖动问题，实现光学系统清晰成像，是“千里眼”的倍增器；此外，快速反射镜还是激光防务系统、激光通信系统及激光精密加工中的核心部件，用于调整激光光束的合束和指向，“光束对准”的稳瞄器。	
其他产品	高精度振镜，具有结构精密、体积小、定位精度高、扫描速度快、成本低的优点	
	无刷电机驱动器，具有高功率密度、精确控制和紧凑封装的特点	

数据来源：公司公告，西南证券整理

2023 年、2024 年及 2025 年上半年，萨米特营业收入分别为 2522.54 万元、4785.58 万元和 3709.91 万元，净利润分别为 415.23 万元、1264.01 万元和 1297.42 万元。交易对手方承诺，2025 年、2026 年及 2027 年度萨米特实现的净利润分别不低于 2680 万元、3050 万元、3420 万元。若实现净利润未达到对应标准，则业绩承诺方将向金橙子进行业绩补偿。

图 10：萨米特 2023-2025H1 业绩表现

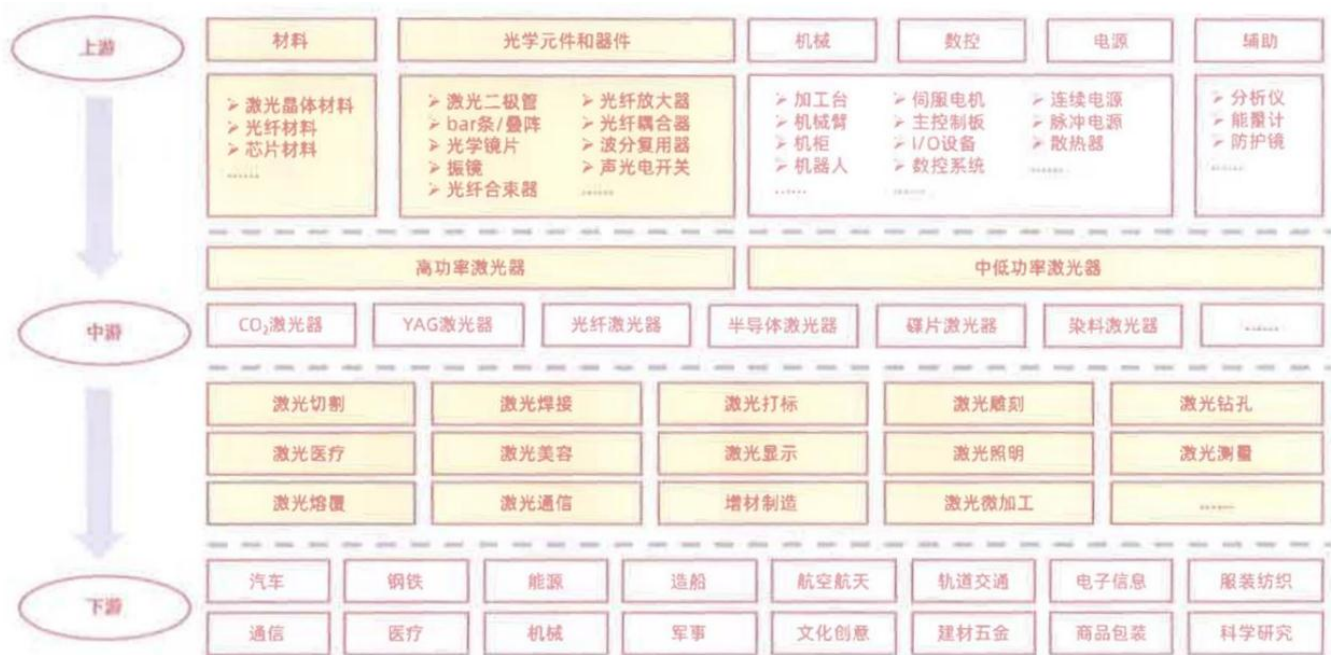


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 激光切割设备行业快速发展

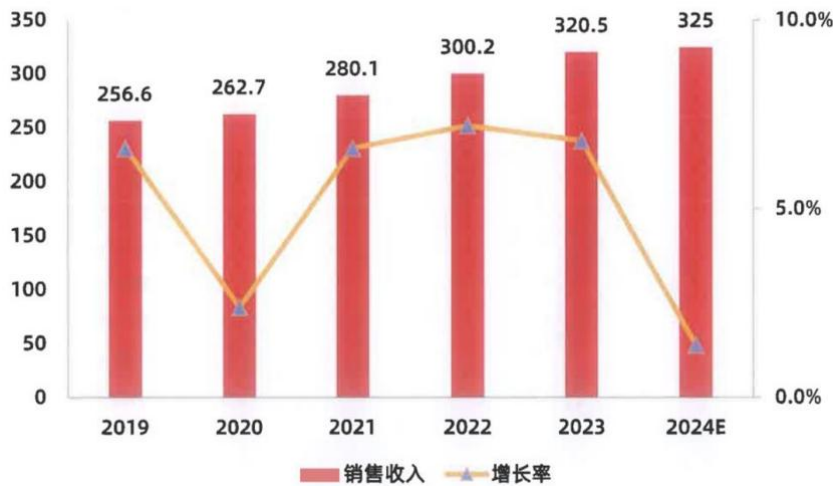
激光技术及产业链布局。激光是借助受激辐射共振与辐射放大形成的准直、单色、相干定向光束，该技术已广泛渗透工业、信息、医学、商业、科研、军事等诸多领域。经过多年发展，激光行业已构建起完善的产业链体系：上游为激光材料、光学元件和器件等领域，为激光器的制造与应用提供核心原材料、元件及器件支撑；中游是产业链核心环节，涵盖激光器制造以及激光切割机、激光焊接机等各类激光器应用工艺设备的生产，负责将上游原材料与元件转化为具备实际应用价值的激光器及相关产品；下游则覆盖汽车、钢铁、能源、造船、航空航天、轨道交通、电子信息、医疗、军事等终端应用行业，承担着将中游激光器及系统设备落地应用的职能，既推动激光技术的产业化落地，也为各行业发展提供关键技术支撑。

图 11：激光行业上下游产业体系



数据来源：嘉泰激光公开转让说明书，《2024 中国激光产业发展报告》，西南证券整理

据《2024 中国激光产业发展报告》数据显示，2023 年我国激光加工设备行业市场规模已达 910 亿元，其中激光切割设备作为激光加工技术的第一大应用领域，市场规模达 320.5 亿元，占比高达 35.22%；预计 2024 年国内激光加工设备行业市场规模将进一步增至 940 亿元，激光切割设备市场规模也将同步提升至 325 亿元。

图 12：中国激光切割设备市场销售收入(单位:亿元)


数据来源：嘉泰激光公开转让说明书，《2024 中国激光产业发展报告》，西南证券整理

激光切割技术是一种先进的热切割方法，它利用聚焦的高功率密度激光束照射工件，使被照射的材料迅速熔化、汽化、烧蚀或达到燃点。同时，借助与光束同轴的高速气流吹除熔融物质，从而实现将工件割开的功能。目前，激光熔化切割是常用的切割方式，与激光汽化切割不同，激光熔化切割利用激光加热使金属材料熔化，并通过喷嘴喷吹辅助气体（如氧气、氮气、氦气等），依靠气体的强大压力将液态金属排出，形成切口。激光熔化切割所需的能量仅为汽化切割的 1/10。

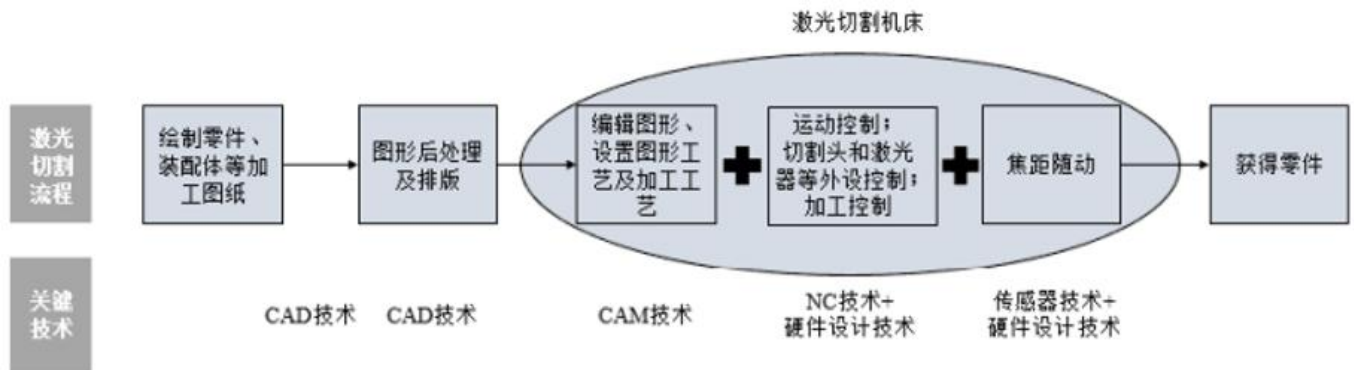
表 1：激光切割技术的主要特点

特点	技术实力
切割质量好	激光切割切口细窄，切缝两边平行并且与表面垂直，切割零件的尺寸精度可达+0.05mm；
	切割表面光洁美观，表面粗糙度只有几十微米，激光切割甚至可以作为最后一道工序，无须机械加工，零部件可直接使用；
	材料经过激光切割后，热影响区宽度很小，切缝附近材料的性能也几乎不受影响，并且工件变形小，切缝精度高，切缝的几何形状好，切缝横截面形状呈现较规则的长方形
切割效率高	由于激光的传播特性，激光切割机一般配有多台数控工作台，整个切割过程可以全部实现数控。操作时，只需改变数控程序，就可适用不同形状零件切割，既可进行二维切割，又可实现三维切割
切割速度快	功率为 2KW 的激光切割 1mm 厚的低碳钢板，切割速度可达 24m/min；切割 2mm 厚的不锈钢，切割速度可达 9m/min

数据来源：嘉泰激光公开转让说明书，《2024 中国激光产业发展报告》，西南证券整理

在航空航天领域，激光切割技术具有不可替代的作用。它主要用于切割钛合金、铝合金、镍合金、铬合金、不锈钢、氧化铍、复合材料、塑料、陶瓷及石英等特种航空材料。通过激光切割技术加工的航空航天零部件种类繁多，包括发动机火焰筒、钛合金薄壁机匣、飞机框架、钛合金蒙皮、机翼长桁、尾翼壁板、直升机主旋翼以及航天飞机陶瓷隔热瓦等。

数控赋能激光切割，国产政策支持护航发展。大多数激光切割机通过数控程序实现精准控制，以提升加工效率与精度。数控系统产业是国家战略性的高技术产业，为实现数控系统产业持续、快速、健康发展，国家大力支持数控系统国产化，推动制造企业和数控系统企业建立长效合作机制，为数控系统行业的发展创造了良好的环境。

图 13：激光切割流程图及相关技术


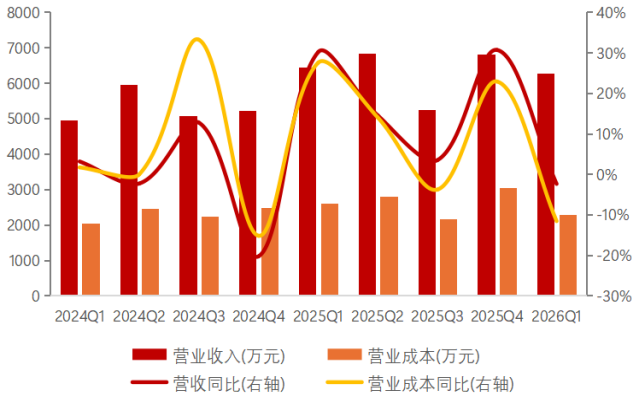
数据来源：柏楚电子招股书，西南证券整理

超高功率、高速、高精度的发展方向。近年来激光器功率持续攀升，从 60KW 向 150KW 甚至更高功率迈进，并实现商用生产和销售，真正意义上突破了激光切割技术切割厚度的局限。超高功率激光切割展现出广阔的应用前景，切割厚度与速度实现极大的提升。结合高速运动控制系统，切割速度可达每分钟上百米，显著缩短生产周期。精度与稳定性也出现了显著提高，通过优化光学系统、提升装配精度和数控算法，可以实现微米级切割精度，能将热影响区缩小至 0.1mm 以内。足以满足航空航天、精密电子等领域对边缘质量的严苛要求。激光切割机行业将朝着高功率、高速、高精度、大幅面和高智能化趋势不断发展。

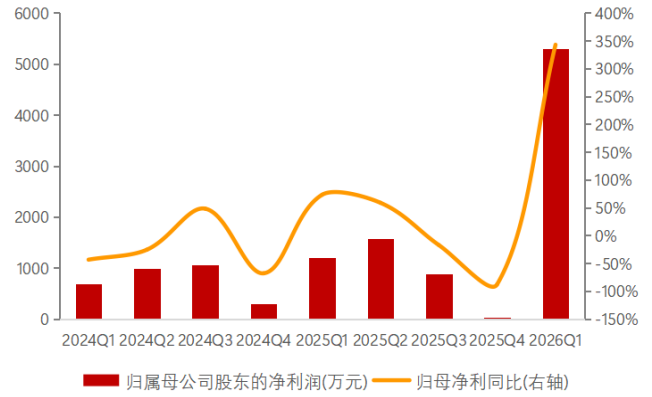
3 营收净利双增现金流改善，财务质地持续优化

2025 年，公司实现营业收入 2.53 亿元，同比增长 19.46%；归母净利润 3687.71 万元，同比增长 20.93%。盈利质量持续优化，毛利率升至 58.16%，同比提升 1.61pp，净利率 14.55% 同比上升 0.17pp，产品结构升级与成本管控成效凸显。现金流层面表现强劲，经营活动现金流净额 2806.73 万元，主要得益于供应商管理优化与付款方式改善。资产负债结构稳健，资产负债率仅 8.19%，流动比率达 9.28，短期偿债能力充足。

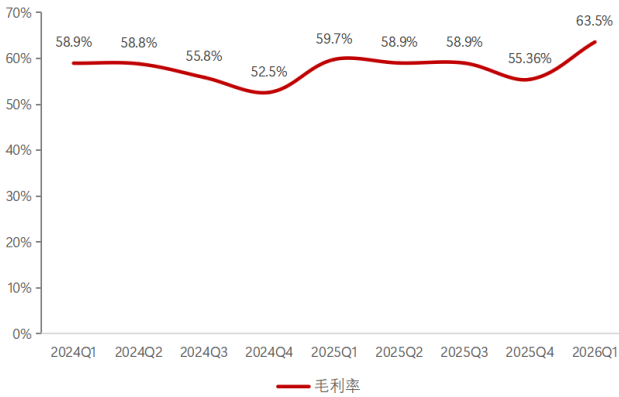
2026 年一季度，公司实现营业收入 6280.14 万元，同比下降 2.43%，实现归母净利润 5299.11 万元，同比大幅增长 342.76%，主要系本期处置持有卡门哈斯 15% 股权产生的投资收益、以及持有剩余 5% 股权按照公允价值计量与账面金额的差额计入投资收益，投资收益实现 5111.51 万元，实现扣非归母净利润 912.17 万元，同比下降-16.61%。

图 14：2025 年实现营收 2.53 亿元，同比增长 19.46%


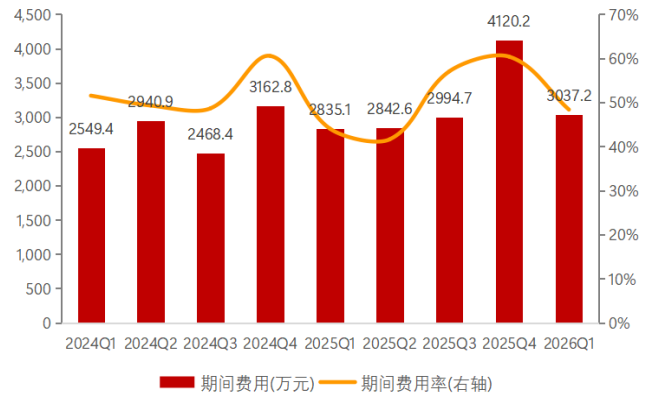
数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：2025 年归母净利润 3687.71 万元，同比增长 20.93%


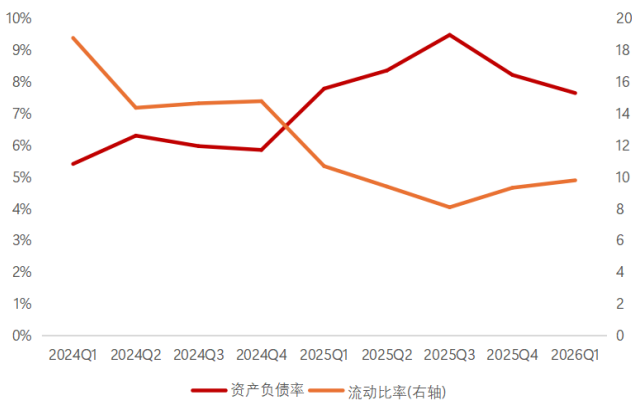
数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：2025 年毛利率升至 58.16%，同比提升 1.61pp


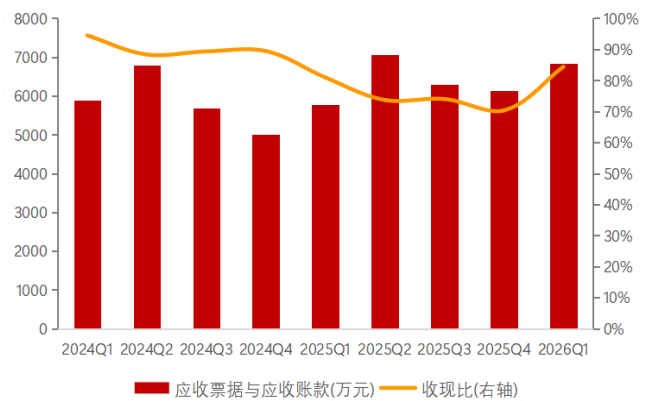
数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：2025 年期间费用率 50.48%，同比-1.95pp


数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：2025 年底资产负债率仅 8.19%，流动比率达 9.28


数据来源：Wind，西南证券整理

图 19：2025 年应收增加 22.71%，收现比 70.3%


数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

1) 在激光精密加工设备方面，公司主要采取定制化生产方式，同时市场需求相较有所增加。当前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。预计 2026-2028 年营收增长分别为 35%、35%、35%；

2) 在激光加工控制系统方面，公司根据客户需求持续对产品进行升级完善，加强与合作伙伴合作、共同开拓市场，逐步得到终端客户认可，并实现批量交付。预计 2026-2028 年营收增长分别为 27%、27%、27%；

3) 在激光系统集成硬件方面，公司持续投入研发高精度数字振镜产品。优化升级光栅马达，优化开发 3D 振镜第三轴驱动系统，INVINSCAN 高精度数字 3D 振镜已进行小批量交付。预计 2026-2028 年营收增长分别为 10%、10%、10%。

表 2：分业务收入及毛利率

业务情况（百万元）		2025	2026E	2027E	2028E
激光加工控制系统	收入	182.7	232.0	294.7	374.2
	增速	23.1%	27.0%	27.0%	27.0%
	成本	54.3	65.0	84.0	112.3
	毛利率	70.3%	72.0%	71.5%	70.0%
激光系统集成硬件	收入	45.1	49.6	54.6	60.1
	增速	5.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	36.0	39.2	43.3	48.0
	毛利率	20.2%	21.0%	20.7%	20.0%
激光精密加工设备	收入	23.4	31.6	42.7	57.6
	增速	23%	35%	35%	35%
	成本	14.2	19.0	26.0	35.4
	毛利率	39.2%	40.0%	39.0%	38.5%
其他	收入	2.2	2.6	3.2	3.9
	成本	1.4	1.8	2.1	2.6
合计	收入	253.4	315.9	395.2	495.8
	增速	19.5%	24.7%	25.1%	25.5%
	毛利率	58.2%	60.5%	60.7%	60.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 3.16、3.95、4.96 亿元，归母净利润分别为 1.04 亿元（处置持有卡门哈斯 15% 股权产生的投资收益）、9051 万元、1.11 亿元，EPS 分别为 1.02、0.88、1.08 元，对应 PE 分别为 42、48、40x。

我们选取锐科激光和英诺激光作为可比公司，两家公司 2026 年平均 PE 为 95x。考虑到公司在细分赛道的竞争优势显著，依托收购项目有望拓展航空航天领域增量市场，给予公司 2026 年 55x PE，对应目标价 56.1 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)			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
300747.SZ	锐科激光	35.30	0.29	0.47	0.62	0.77	122	75	57	46
301021.SZ	英诺激光	63.45	0.32	0.55	0.78	0.82	198	115	81	77
平均值							160	95	69	62
688291.SH	金橙子	42.74	0.36	1.02	0.88	1.08	119	42	48	40

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

市场竞争加剧、新产品开拓不及预期、收购事宜具有不确定性等风险。

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	253.40	315.91	395.16	495.83	净利润	35.87	104.28	90.52	110.86
营业成本	106.01	124.91	155.46	198.37	折旧与摊销	6.32	7.77	13.09	15.97
营业税金及附加	1.98	2.72	3.38	4.19	财务费用	-1.28	-2.87	-3.31	-3.63
销售费用	32.57	39.49	45.44	59.50	资产减值损失	-1.88	0.00	0.00	0.00
管理费用	35.77	104.25	114.60	133.87	经营营运资本变动	-22.19	29.46	-14.74	-27.88
财务费用	-1.28	-2.87	-3.31	-3.63	其他	11.21	-60.53	-18.80	-11.96
资产减值损失	-1.88	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	28.07	78.11	66.75	83.36
投资收益	15.13	60.00	15.13	15.13	资本支出	-48.12	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.50	0.50	0.50	其他	7.90	60.50	15.63	15.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-40.22	55.50	10.63	10.63
营业利润	37.15	107.91	95.23	119.17	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.01	0.05	0.05	0.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	37.14	107.96	95.28	119.21	股权融资	12.09	0.00	0.00	0.00
所得税	1.27	3.69	4.76	8.34	支付股利	-20.50	-7.38	-20.85	-18.10
净利润	35.87	104.28	90.52	110.86	其他	5.23	-0.96	1.31	2.63
少数股东损益	-1.00	0.01	0.01	0.01	筹资活动现金流净额	-3.18	-8.33	-19.54	-15.47
归属母公司股东净利润	36.88	104.27	90.51	110.85	现金流量净额	-15.21	125.28	57.85	78.53
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	578.39	703.66	761.51	840.04	成长能力				
应收和预付款项	65.30	84.60	101.58	129.75	销售收入增长率	19.46%	24.67%	25.09%	25.47%
存货	46.76	57.78	77.39	97.07	营业利润增长率	51.08%	190.46%	-11.75%	25.14%
其他流动资产	79.48	15.35	19.20	24.09	净利润增长率	21.34%	190.68%	-13.20%	22.48%
长期股权投资	2.55	2.55	2.55	2.55	EBITDA 增长率	48.19%	167.33%	-6.92%	25.23%
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	167.78	165.79	158.48	148.29	毛利率	58.16%	60.46%	60.66%	59.99%
无形资产和开发支出	25.35	24.60	23.84	23.09	三费率	26.47%	44.59%	39.66%	38.27%
其他非流动资产	75.28	75.26	75.23	75.21	净利率	14.16%	33.01%	22.91%	22.36%
资产总计	1040.88	1129.59	1219.78	1340.08	ROE	3.75%	9.90%	8.08%	9.14%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.45%	9.23%	7.42%	8.27%
应付和预收款项	50.11	48.06	64.19	83.74	ROIC	10.69%	28.48%	24.12%	27.19%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.65%	35.71%	26.57%	26.52%
其他负债	35.17	28.47	34.88	43.87	营运能力				
负债合计	85.27	76.54	99.07	127.61	总资产周转率	0.25	0.29	0.34	0.39
股本	102.67	102.67	102.67	102.67	固定资产周转率	13.37	5.90	3.84	4.09
资本公积	638.72	638.72	638.72	638.72	应收账款周转率	5.72	5.52	5.59	5.66
留存收益	220.78	317.67	387.33	480.08	存货周转率	1.89	2.12	2.17	2.20
归属母公司股东权益	956.61	1054.05	1121.70	1213.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.30%	—	—	—
少数股东权益	-1.01	-1.00	-0.99	-0.98	资本结构				
股东权益合计	955.60	1053.05	1120.71	1212.47	资产负债率	8.19%	6.78%	8.12%	9.52%
负债和股东权益合计	1040.88	1129.59	1219.78	1340.08	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.28	11.60	9.92	8.71
					速动比率	8.71	10.82	9.12	7.93
					股利支付率	55.59%	7.07%	23.04%	16.33%
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	42.20	112.81	105.01	131.51	每股收益	0.36	1.02	0.88	1.08
PE	118.99	42.08	48.48	39.58	每股净资产	9.32	10.27	10.93	11.82
PB	4.59	4.16	3.91	3.62	每股经营现金	0.27	0.76	0.65	0.81
PS	17.32	13.89	11.10	8.85	每股股利	0.20	0.07	0.20	0.18
EV/EBITDA	88.60	31.99	33.82	26.41					
股息率	0.47%	0.17%	0.48%	0.41%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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	wyfy@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	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
	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
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
