

安防

中润光学（688307.SH）

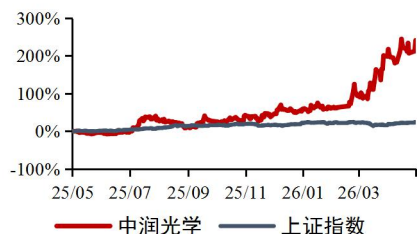
买入-A(首次)

新兴市场多点开花，收购戴斯构筑垂直一体化优势

2026年5月8日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2026年5月7日

收盘价（元/股）：	98.72
总股本（亿股）：	0.89
流通股本（亿股）：	0.89
流通市值（亿元）：	87.64

基础数据：2026年3月31日

每股净资产（元/股）：	11.58
每股资本公积（元/股）：	7.64
每股未分配利润（元/股）：	1.44

资料来源：常闻

分析师：

傅盛盛

执业登记编码：S0760523110003

邮箱：fushengsheng@sxzq.com

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

投资要点：

➤ **高倍率变焦镜头龙头，技术积淀深厚且业绩稳步增长。**公司是国内领先的精密光学镜头供应商，深耕光学镜头研发、生产与销售，产品覆盖数字安防、无人机、智能家居等多领域，核心掌握大倍率变焦、玻璃非球面镜片等关键技术，技术底蕴源于对日本木下光学的收购与技术吸收。2021-2025 公司营收、利润整体保持稳健增长，产能随募投项目落地不断释放，规模化生产能力逐步提升，在中高端光学镜头领域构筑起显著的技术与产品壁垒。

➤ **新兴领域开花，多赛道驱动成长。**新兴领域多点突破，无人机领域凭借超高清、小型轻量化变焦镜头实现国产替代，叠加工业消费市场扩容迎来发展机遇；智能影像设备领域依托高画质、防抖镜头产品，契合消费升级与内容创作需求，其增长动力来自国内运动相机等手持影像设备市场的扩容及消费电子设备“外挂镜头”趋势下的需求放量；智能家居领域聚焦超高清、小型化光学器件，适配视觉交互普及趋势，随着下游需求的持续扩容，将共同驱动公司业绩增长。数字安防为公司基本盘，在高倍率变焦安防镜头细分赛道全球市占率领先，受益于安防行业高清化、智能化升级，需求保持稳健增长。

➤ **收购戴斯光电构筑垂直一体化优势，打开成长新空间。**公司作价 1.58 亿元收购戴斯光电 51% 股权，戴斯光电为国家级专精特新“小巨人”企业，在精密光学元件、激光光学等领域技术领先，产品覆盖工业激光、半导体设备、车载激光雷达等高景气赛道。此次收购实现技术、供应链、客户资源三重协同，补齐公司核心光学元件自主配套能力，打破上游供应链依赖，同时实现从可见光向红外、激光光学等赛道的延伸，从单一镜头厂商升级为综合性光学平台企业。

盈利预测、估值分析和投资建议：公司在高倍率变焦镜头领域优势显著，为数字安防、工业无人机等高端领域国产头部供应商，并积极布局车载、智能家居、运动摄影等新兴赛道。受益于智能建造产能释放、国防安全需求及新兴消费电子景气度提升，下游应用空间广阔。同时，收购戴斯光电构建一体化协同优势，进一步增强市场竞争力。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 1.51/2.08/2.41 亿元，同比增长 139.7%/37.3%/16.2%，对应 EPS 为 1.7/2.34/2.72 元，PE 为 44.1/32.1/27.6 倍，首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示：技术研发失败风险、国际贸易摩擦风险、市场竞争加剧风险等。



财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	455	658	1,212	1,679	1,875
YoY(%)	20.0	44.7	84.2	38.5	11.7
净利润(百万元)	53	63	151	208	241
YoY(%)	47.1	18.0	139.7	37.3	16.2
毛利率(%)	33.9	32.5	34.2	34.2	34.9
EPS(摊薄/元)	0.60	0.71	1.70	2.34	2.72
ROE(%)	6.2	6.8	14.5	17.0	16.5
P/E(倍)	124.8	105.7	44.1	32.1	27.6
P/B(倍)	7.7	7.4	6.3	5.4	4.5
净利率(%)	11.8	9.6	12.5	12.4	12.9

资料来源：常闻，山西证券研

目录

1. 国内领先的光学镜头供应商.....	6
1.1 深耕精密光学，打造多场景镜头龙头.....	6
1.2 业绩稳健增长，研发费用占比持续提升.....	8
2. 全球光学镜头百亿美元市场，日系光学底蕴打造公司技术优势.....	9
2.1 光学镜头是核心成像载体，多材质与技术路线演进.....	9
2.2 市场规模不断扩张，国内厂商加速突围.....	11
2.3 日系光学底蕴打底构造公司核心技术竞争力.....	12
3. 新兴市场多点开花，国土安全提升安防需求.....	14
3.1 无人机：多场景驱动需求共振，光学镜头为核心赋能载体.....	14
3.2 智能影像：消费升级驱动，成像质量引领镜头放量.....	17
3.3 智能家居：视觉交互普及，家用光学镜头需求扩容.....	18
3.4 数字安防：安防镜头需求稳健，公司基本盘稳固，.....	20
4. 收购戴斯，构筑垂直一体化优势.....	21
5. 投资建议与风险提示.....	23
5.1 盈利预测.....	23
5.2 投资建议.....	26
5.3 风险提示.....	27

图表目录

图 1： 中润光学产品下游应用领域广泛.....	6
图 2： 2025 年公司各业务收入占比.....	6
图 3： 中润光学历史沿革.....	7
图 4： 张平华为公司控股股东、实际控制人.....	7



图 5: 2021-2025 公司营收情况.....	8
图 6: 2021-2025 公司归母净利润情况.....	8
图 7: 2021-2025 公司利润率情况.....	8
图 8: 2021-2025 公司三费占比情况.....	8
图 9: 光学镜头处于产业链中游.....	9
图 10: 全球光学镜头市场需求.....	11
图 11: 全球光学镜头市场规模.....	11
图 12: 2025 年上半年手机镜头出货量 top10.....	12
图 13: 安防镜头市场竞争格局.....	12
图 14: 无人机分类（依次为军用、消费及工业）.....	14
图 15: 全球军用无人机市场规模.....	14
图 16: 全球及中国消费级无人机市场规模.....	15
图 17: 全球及中国工业级无人机市场规模.....	15
图 18: 光学镜头主要应用于无人机任务载荷分系统.....	15
图 19: FPV 无人机市场规模.....	16
图 20: FPV 无人机单价.....	16
图 21: 全球运动相机市场规模.....	18
图 22: 全球全景相机市场规模.....	18
图 23: 智能家居 AIoH 技术融合路径.....	19
图 24: 智能家居市场规模.....	19
图 25: 家用摄像头市场规模.....	19
图 26: 全球安防视频监控镜头市场规模.....	20
图 27: 湖南戴斯光电股权结构图.....	22



图 28: 中润光学 PB Band.....	26
图 29: 中润光学 PE Band.....	26
表 1: 中润光学主要业务领域.....	6
表 2: 不同材质镜头特点.....	10
表 3: 光学镜头不同应用领域设计及结构存在差异.....	10
表 4: 公司吸收融合木下光学技术及客户.....	13
表 5: 公司募集资金投向进展.....	14
表 6: 不同摄像头数量的全景相机特点.....	17
表 7: 不同类型安防镜头适配领域及性能需求.....	21
表 8: 戴斯光电主要产品及应用领域.....	23
表 9: 公司收入拆分.....	25
表 10: 可比公司估值.....	26

1. 国内领先的光学镜头供应商

1.1 深耕精密光学，打造多场景镜头龙头

中润光学主要从事光学镜头的研发、生产和销售并提供相关技术服务，主要产品包括数字安防镜头、无人机镜头、智能巡检镜头、视讯会议镜头、智能车载镜头、智能家居镜头、电影镜头等精密光学镜头，产品具有超高清、大靶面、快速精准变焦、小型轻量化、超大变焦倍率、超长焦距等特点。作为视觉信息采集入口的核心部件，广泛用于边防、海防、森林防护、无人机、轨道交通、智能识别、智慧城市、智慧交通、智能巡检、智能车载、视讯会议、激光显示、电影拍摄等领域。

表 1：中润光学主要业务领域

业务领域	主要产品
特种安防与智慧监控	与数字安防相关的各类产品，包括特种安防和智慧城市安防监控
智能移动机器感知	无人机、扫地机器人、智能驾驶车辆及各类工业移动机器人等智能化移动终端设备
高清拍摄及显示	消费级影像设备、专业电影级拍摄设备及投影显示设备
视频通讯及交互	视频会议系统、智能门铃及其他智能穿戴类新型交互类产品
先进制造与检测	超精密光学元件、光学器件及光学模组，为超快激光器、激光 3D 打印、光刻机、半导体检测设备提供先进制造与检测设备提供精密光学元件

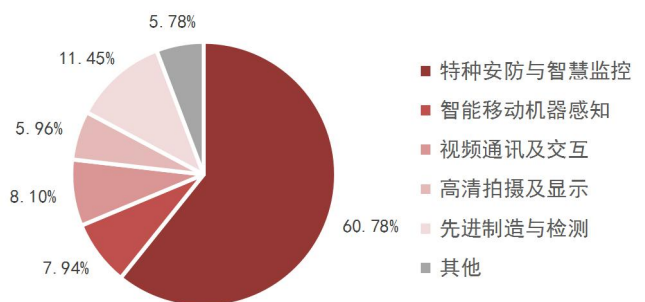
资料来源：公司 2025 年报，山西证券研究所

图 1：中润光学产品下游应用领域广泛



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

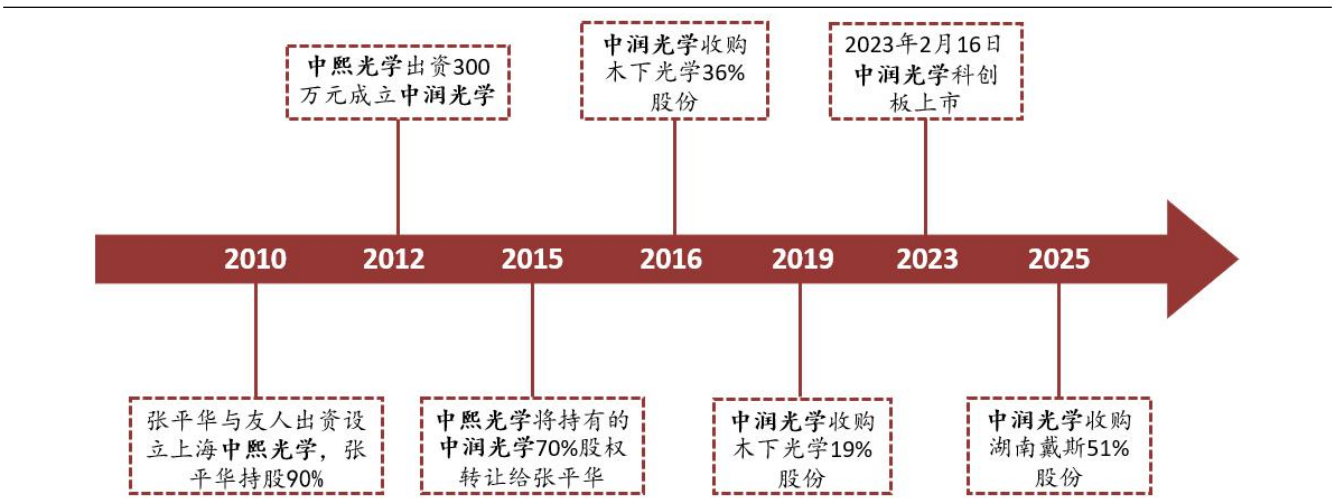
图 2：2025 年公司各业务收入占比



资料来源：公司 2025 年报，山西证券研究所

2010年，公司创始人张平华与友人创立中熙光学；2012年，中熙光学出资成立中润光学；2015年，中熙光学将其持有的中润光学70%股份转让给张平华；2016、2019年，中润光学分两次收购木下光学股份，合计55%；2023年，中润光学在科创板上市；2025年，中润光学收购湖南戴斯51%股份。

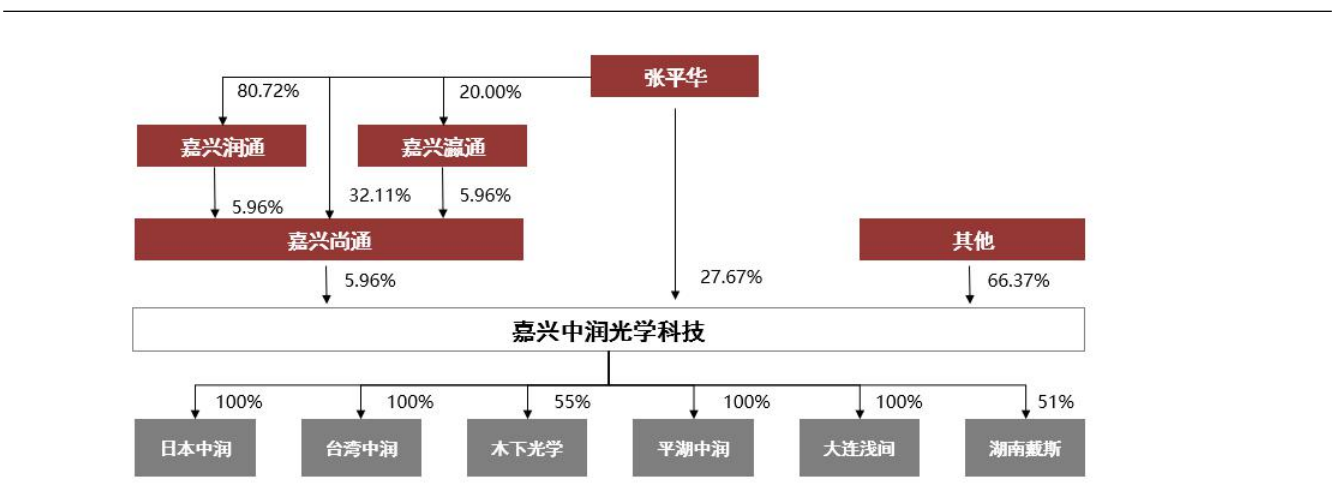
图3：中润光学历史沿革



资料来源：公司公告、新浪财经，山西证券研究所

张平华为公司控股股东、实际控制人。公司创始人张平华直接持有公司27.67%股份，并通过嘉兴尚通间接持有公司5.96%股份，是中润光学控股股东和实际控制人。

图4：张平华为公司控股股东、实际控制人

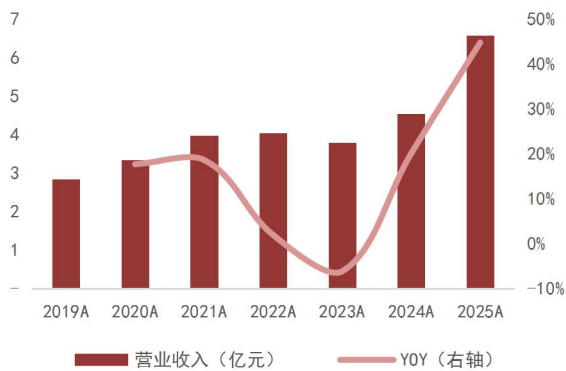


资料来源：Wind，山西证券研究所 注：截至2026年3月25日

1.2 业绩稳健增长，研发费用占比持续提升

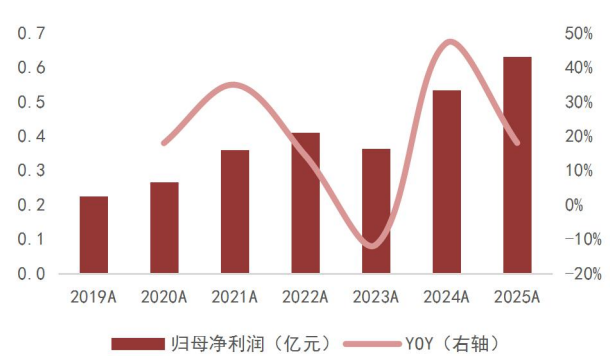
收入、利润保持稳健增长趋势。除 2023 年外，2021-2025 期间，公司收入和利润均实现了同比正增长。2023 年收入、利润下滑主要系受宏观经济及下游需求短期波动影响，智慧监控及感知领域收入下降。

图 5：2021-2025 公司营收情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

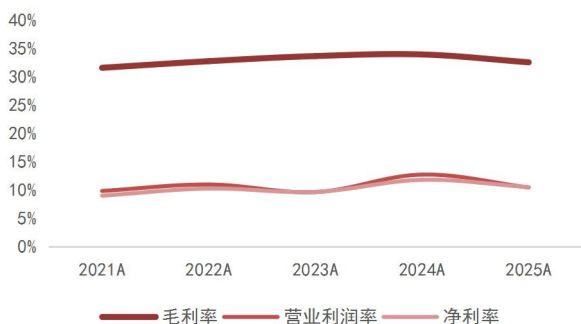
图 6：2021-2025 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

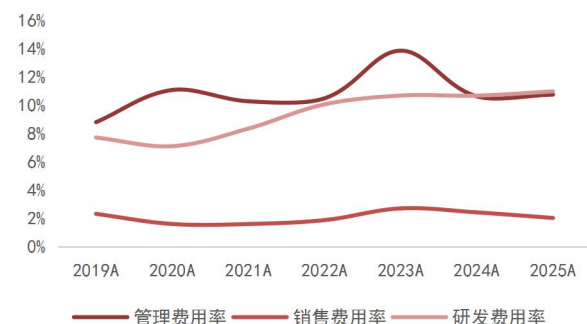
利润率保持相对平稳，研发费用占比持续提升。2021-2025，公司毛利率基本维持在 31.6%-33.9% 区间波动，相对稳定。管理费用和销售费用率相对平稳，研发费用占比从 2021 年的 8.4% 提升至 2025 年的 11.0%，明显提升。

图 7：2021-2025 公司利润率情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：2021-2025 公司三费占比情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 全球光学镜头百亿美元市场，日系光学底蕴打造公司技术优势

2.1 光学镜头是核心成像载体，多材质与技术路线演进

光学镜头是光学成像系统中的核心器件。光学镜头通过光学折射原理将需拍摄的画面成像至图像传感器上，实现视觉信息的捕捉与采集。镜头模组是在光学镜头的基础上，整合了图像传感器、主控芯片等组成的光学电子组件。镜头模组将光学镜头采集的光线通过图像传感器将光信号转换成电信号，再经过图像处理器转换成数字图像信号输出到数字信号处理器加工处理，最终输出视频影像。

图 9：光学镜头处于产业链中游



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

不同类别镜头具备不同特点。按照焦距主要分为定焦和变焦两类。定焦镜头焦距为固定值，在成像画质表现上更具优势，目前仍是对画质要求严苛领域的主流选择。变焦镜头则可实现焦距在特定区间内调节，凭借焦距可调的灵活特性逐步渗透定焦镜头的应用领域。从镜片材质维度划分，光学镜头可分为玻璃镜头、塑料镜头和玻塑混合镜头三类，随着光学设计能力提升及上游光学冷加工工艺的持续进步，光学镜头正呈现多材质镜片融合趋势。

表 2：不同材质镜头特点

特征	玻璃镜头	塑料镜头	玻塑混合镜头
工艺难度	高	低	较高
量产能力	低	高	较高
生产成本	高	低	较低
线膨胀系数	低	高	介于两者之间
重量	重	轻	介于两者之间
透光率	可达 99%	可达 92%	介于两者之间

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

高清化、宽视场角等高性能需求提升玻璃非球面镜片用量。玻璃球面镜片由于镜面曲线形状单一，具有天然像差，通常需要多个凹凸形状的镜片进行分组组合进行矫正，不仅增加了镜头的体积和重量，也降低了透光率，容易导致影像不清、视界歪曲、视野狭小等不良现象。而玻璃非球面镜片通过调整圆锥常数和球面系数，可自由设计光线和光路，对球面像差进行校正，从而提升成像质量。1 片玻璃非球面镜片可达到 2-3 片玻璃球面镜片的效果，可显著减少镜片数量、降低镜片组的体积和重量。随着智能驾驶、智能家居等新兴应用场景对光学镜头的高清化、宽视场角等性能要求的提高，预计玻璃非球面镜片的用量将持续增加。

光学镜头行业兼具光学设计与精密制造的双重壁垒。光学镜头产业是集光学设计、精密制造与现代信息技术深度融合的创新型产业，高度集成几何光学、色度学、热力学、精密机械及电子技术等多领域技术。其中，光学设计需具备长期的技术积累，面对智能汽车、智能家居等不同下游场景，必须精准匹配低眩光、超广角、日夜共焦等差异化需求，并通过复杂光路模拟与非球面设计平衡性能与小型化。光学不同材质镜片加工工艺差异显著，产业制造同时需要涵盖镜片研磨、真空镀膜等核心工序，依赖自动化产线保障良率，在智能汽车等特殊场景中，高规格认证与极端环境适配要求进一步抬高制造门槛。

表 3：光学镜头不同应用领域设计及结构存在差异

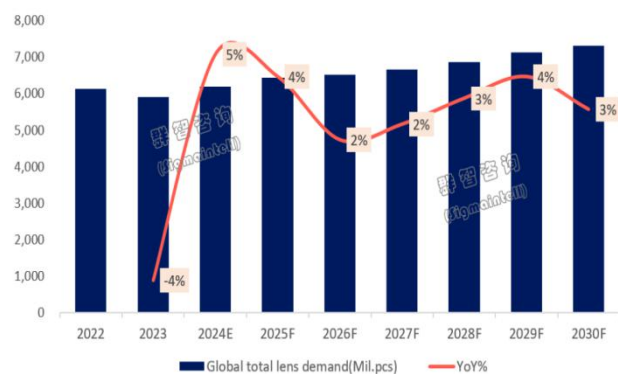
应用领域	焦距	重要性能特点
数字安防	定焦 / 变焦	日夜共焦、变焦倍率大
智能手机	定焦	高像素、小型化、低成本
智能汽车	定焦	高可靠性、低眩光、无热化
智能家居	定焦	大视场角、日夜共焦、小型化
全景、运动相机	定焦	高可靠性、高像素、大视场角、无热化

资料来源：弘晶光电招股说明书，山西证券研究所

2.2 市场规模不断扩张，国内厂商加速突围

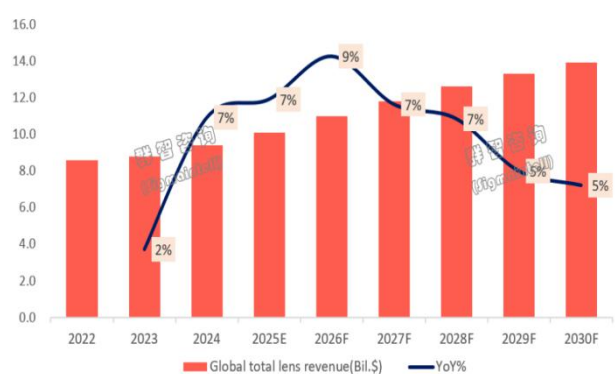
下游应用不断拓展，市场规模逐步提升。随着光电子技术以及移动互联网、物联网、人工智能等技术快速发展，作为重要信息输入端口的光学镜头，应用范围从传统的相机、光学显微镜、望远镜等领域向视频监控、智能手机等领域渗透，并不断拓展到机器视觉、自动驾驶、运动相机等热门应用领域。根据群智咨询预测，2025 年全球光学镜头市场需求约 64.3 亿颗，同比增长 3.9%，预计 2025 年光学镜头市场总产值达 100 亿美元，同比增长 7.3%。显然，车载、安防、AR/VR 等高附加值领域带动镜头市场量价齐升。

图 10：全球光学镜头市场需求



资料来源：群智咨询，山西证券研究所

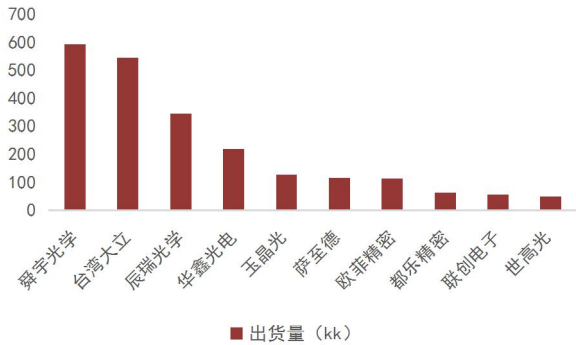
图 11：全球光学镜头市场规模



资料来源：群智咨询，山西证券研究所

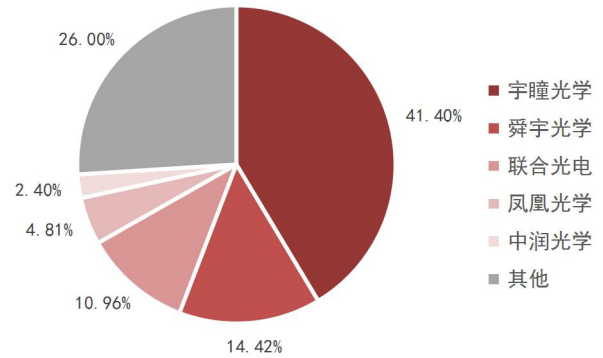
多元应用场景推动行业差异化竞争格局。根据 QYR 统计，2023 年全球光学镜头行业 CR5 达 47%，行业集中度较高，各下游应用领域对光学镜头的性能指标存在显著差异，进一步形成了差异化的细分市场格局。手机是最主要的需求来源，占据 44% 的份额，根据潮电智库统计，中国大陆与台湾合计垄断全球手机镜头，其中舜宇光学、台湾大立、辰瑞光学、华鑫光电占据 2025 年上半年手机镜头出货 top10 的 76% 市场份额。运动相机领域市场高度集中，根据 Frost&Sulliva 统计，2022 年影石创新、日本理光及 GoPro 三家公司市占率达 90%，分别为 50.7%、19.7%、17.8%。智能汽车领域，随着新能源车 ADAS 发展，我国厂商光学镜头渗透率持续提升，根据潮电智库统计，舜宇光学全球市占率达 51%。安防领域国内厂商占据主导地位，根据 TSR 统计，宇瞳光学、舜宇光学、联合光电、凤凰光学四家国产厂商占据全球市场份额达 72%。

图 12：2025 年上半年手机镜头出货量 top10



资料来源：潮电智库，深圳光学光电子行业协会，山西证券研究所

图 13：安防镜头市场竞争格局



资料来源：TSR，宇瞳光学定增说明书，公司招股说明书，山西证券研究所

2.3 日系光学底蕴打底构造公司核心技术竞争力

公司以视觉为核心，布局多领域形成差异化竞争优势。数字安防为公司基本盘，凭借大倍率变焦、日夜共焦等核心技术，公司深度绑定大华股份、海康威视等头部安防企业，在中高端安防镜头市场占据稳定份额。机器视觉镜头技术含量较高，公司布局于无人机、智能驾舱、口腔 3D 扫描、扫地机器人等多个新兴领域，开发出无人机用的变焦及定焦类镜头产品，突破了无人机变焦镜头国产化，产品应用于工业级和消费级无人机上。通讯交互领域，公司聚焦智能终端、视频会议等细分市场，以高像素、小型化产品满足消费升级需求，逐步提升在消费电子光学领域的影响力。高清拍摄及显示领域，公司突破了 8K 全画幅电影镜头、超短焦激光电视镜头两大技术难题，开发出 8K 超高清影视类镜头及超高清投影镜头。

日系光学底蕴打底构造公司核心竞争力。木下拥有数十年精密光学元组件（镜片、镜头等）的设计、试制经验，长期为松下、理光、滨松光电等国际巨头提供光学设计服务，公司 2015 年前依托木下光学，开发出两群联动架构变焦镜头，2015-2018 年通过委派工程师研修掌握镜头设计技术并开发出超大倍率变焦、高解像力、大靶面等精密光学镜头，2016-2019 年两次收购木下股权获得控股权，完整承接了木下光学设计、精密制造与工艺积累。

表 4：公司吸收融合木下光学技术及客户

主要客户/产品	企业简介/产品性能	合作情况/技术难点
木下主要客户		
日本滨松光电	全球光子技术领导者，1953 年成立，光电倍增管市场占有率 90%，产品应用于医疗、工业等领域	木下光学第一大客户，为其定制半导体检测及工业加工设备用镜头
希比希	全球高端光学镜头重要参与者，90 多年历史，在安防、相机等行业声誉显著	建立良好合作关系，为其定制开发光学镜头、原器等
日本理光	世界五百强，办公设备及光学机器制造商，产品覆盖全球 200 个国家和地区	为其定制开发光学测量仪器（牛顿环）
松下	世界 500 强，业务覆盖家电、数码视听、办公产品等	为其定制开发光学基础研究用镜头及光学系统设计方案
FiberTech	1998 年成立，专注极细直径内窥镜生产	建立稳定合作关系，为其定制开发医用内窥镜镜头
京瓷株式会社	1959 年创立，全球 308 家公司，业务覆盖汽车、半导体、电子元器件等领域	建立稳定合作关系，为其定制开发光学镜头
三鹰光器	1966 年创立，产品包括医疗设备、天文观测系统、航天开发设备、工业测量仪器等	建立稳定合作关系，为其定制开发光学镜头
木下代表性产品		
残视利用光学镜头	针对白内障等视力受限人群，将残存视场角从 5° 扩 5° 大至改善视野范围	采用高折射玻璃材料，在实现小型轻量化的同时，达成大视场角设计
移轴光学系统	实现多镜头光路重合，用单一传感器扫描，且光路重合过程光量无损	创新移轴光路设计，替代传统半透半反镜，避免了 50% 的光量损失
广角镜头检测用准直镜	将有限远物体模拟为无限远，输出近似平行光，支持可见光与近红外无色差检测	低折射率凹透镜降低畸变，异常色散玻璃材料消除可见光与近红外色差
激光投影用广角转换镜	应用于激光投影，投射比 0.785-0.886，实现短距大画面投射，画面畸变低	小幅加长光学总长扩大投射角，同时通过可动镜片设计，在广角范围内控制畸变水平

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

募集资金建设产线，产能有望继续放大。公司上市募集资金重点投向高端光学镜头智能制造项目（2.69 亿元）与高端光学镜头研发中心升级项目（0.56 亿元）。其中，研发中心升级旨在提升技术研发实力、加快产品迭代并拓展应用领域。智能制造项目本次募资核心，通过新建光学镜头生产线、引入自动组装机、镀膜机等关键设备，可新增年产能 420 万颗，并实现非球面镜片自动化生产，为无人机、运动相机、车载等新兴领域拓展提供产能支撑。截至 2025 年中，智能建造项目已投入 1.09 亿元，光学镜头年生产量从 2023 年 453.8 万颗提升至 2025 年的 1124.5 万颗，随着资金按照计划进一步投入，公司产能有望在 2026 年实现释放。

表 5：公司募集资金投向进展

募投项目	投资规模（亿元）	项目情况及进展
高端光学镜头智能制造项目	2.69	新增加子公司中润光学科技（平湖）有限公司为实施主体及嘉兴市平湖市为实施地点，截至 2025 年中，投入 1.09 亿元，预计项目达到可使用状态日期为 2026 年末
高端光学镜头研发中心升级项目	0.56	截至 2025 年中，投入 0.37 亿元，预计项目达到可使用状态日期为 2026 年末
补充流动资金	0.8	
超募资金	0.41	0.24 亿元永久补充流动资产，0.17 亿元用于收购戴斯光电 51% 股权

资料来源：公司 2025 年中报，山西证券研究所

3. 新兴市场多点开花，国土安全提升安防需求

3.1 无人机：多场景驱动需求共振，光学镜头为核心赋能载体

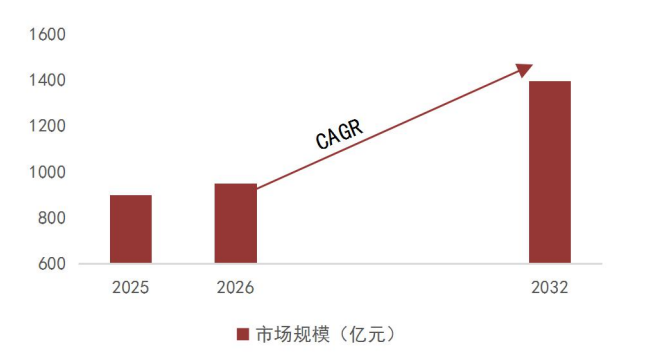
全球无人机市场规模持续高增。无人机是指没有机载驾驶员、自备动力系统、可自主或遥控飞行的航空器，按照应用场景与使用主体划分可分为民用无人机与军用无人机两大类。其中，军用无人机涵盖侦察监视、察打一体、通信对抗及标靶等多类型。根据 QYResearch 预测，2026 年全球军用无人机市场规模达 951.32 亿元，受地缘政治等因素影响，预计 2032 年市场规模可达 1396.04 亿元，年复合增长率达 6.6%。民用无人机受全球政策支持，行业快速发展，根据 Frost&Sullivan 预测，2025 年全球行业级/工业级和消费级无人机市场规模分别达 1343 亿元及 858.80 亿元，并预计 2029 年市场规模增长至 2695.76 亿元及 1309.83 亿元。我国工业级无人机市场覆盖率将大幅提升，预计 2029 年市场规模占比较 2025 年提升 6pct 至 63%。

图 14：无人机分类（依次为军用、消费及工业）



资料来源：纵横股份招股说明书，山西证券研究所

图 15：全球军用无人机市场规模



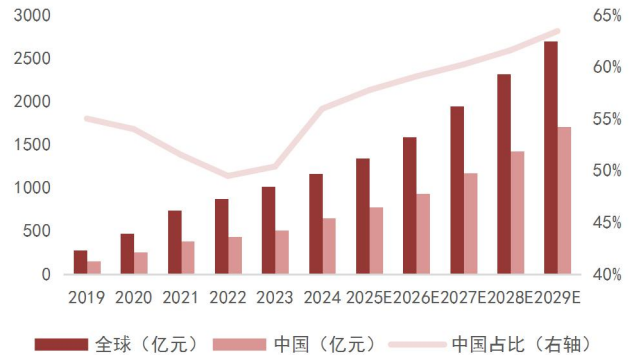
资料来源：QYR，山西证券研究所

图 16：全球及中国消费级无人机市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

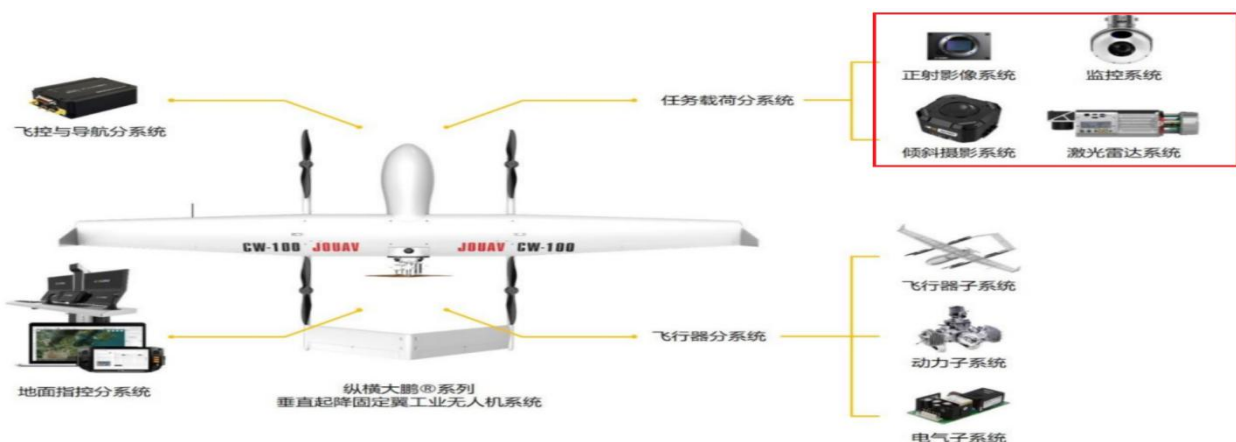
图 17：全球及中国工业级无人机市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

多场景驱动下无人机光学镜头价值凸显。光学镜头是无人机视觉感知系统的核心成像器件，主要应用于无人机载荷分系统的影像摄影、监控及激光雷达系统。其光学性能直接决定无人机实现环境感知、目标识别、精准操控与作业执行的适配能力与作业精度。消费级无人机领域率先应用摄像头，通过小型轻量化、高解像力设计，兼顾广角采集与远距离成像，满足民用航拍、视频创作等需求。随着轻量化、超高清及变焦技术的发展逐步渗透至工业级无人机领域，大倍率变焦、红外热成像及多光谱镜头可实现远距离高清观测与多维度环境感知，广泛应用于电力巡检、农林植保、灾情监测等专业场景。军用领域为适配低空侦察、特种作业等高要求场景，需定制高抗冲击、高动态响应、宽温域适配的光学镜头。

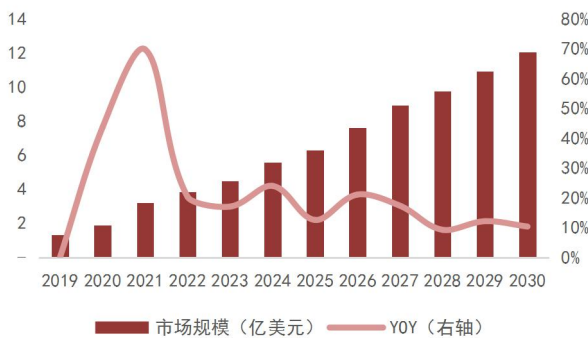
图 18：光学镜头主要应用于无人机任务载荷分系统



资料来源：纵横股份招股说明书，山西证券研究所

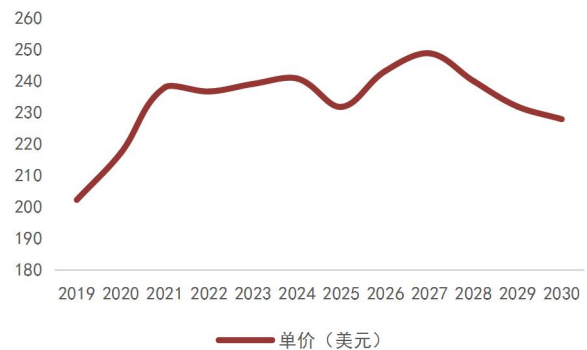
地缘政治下军用 FPV 异军突起。FPV 无人机又称第一人称视角无人机，通过机载高清摄像设备实时采集飞行画面，借助无线传输技术将影像同步推送至操控者的 FPV 眼镜或显示终端，实现第一人称视角飞行操控。其具备轻便、高速、高机动性及低成本特性，广泛应用于军事打击、空中摄影、竞速比赛等场景。据 QYResearch 统计，2023 年全球 FPV 无人机市场规模达 4.50 亿美元，预计 2030 年增至 12.06 亿美元，平均单价将从 2023 年的 239 美元降至 2030 年的 227.8 美元。地缘冲突持续升级推动军用 FPV 快速崛起，新华社报道显示，2025 年俄乌冲突中乌克兰武装部队接收的精确打击型 FPV 无人机达 300 万架，数量同比提升 1.5 倍。我们认为，地缘政治格局演变将驱动军用 FPV 市场规模大幅增长，自杀式 FPV 对上游光学组件提出高抗冲击、小型轻量化等严苛要求，光学镜头成为决定制导精度与作战效能的核心部件。

图 19: FPV 无人机市场规模



资料来源: QYR, 山西证券研究所

图 20: FPV 无人机单价



资料来源: QYR, 山西证券研究所

公司在无人机领域具备深厚技术与产品积累。依托多年光学研发积累，公司自主研发的超高清中倍率变焦光学镜头支持 1/1.8 英寸大靶面、20MP 高解像力及 18 倍光学变焦，兼具小型化、轻量化优势，可在高空飞行场景下实现广角与长焦特写的快速切换，有效解决传统变焦镜头因体积、重量受限问题，助力超高清变焦镜头在工业无人机领域的规模化应用与普及。在此基础上，公司依托轻量化、抗振动等核心技术，持续丰富变焦、定焦等无人机镜头产品，并布局红外热成像技术，研发无人机载热成像镜头，进一步拓展复杂环境与多场景下的应用能力。此外，公司通过出资设立润扬光电产业基金围绕光学产业链上下游开展战略投资，投资的蓝星光域，其机载激光通信终端可应用于无人机对地高速激光通信、无人机群空中激光组网等场景。与公司无人机光学业务形成产业协同，同时收购戴斯光电补充高端光学元器件产能，进一步完善公司在无人机领域的整体布局。

3.2 智能影像：消费升级驱动，成像质量引领镜头放量

光学镜头决定智能影像设备的成像质量。智能影像设备涵盖运动相机、全景相机等手持影像设备及手机外挂镜头等品类。其中，运动相机是指可用于记录运动过程的相机，凭借小巧便携、防水防尘、耐摔耐热及防抖性能广泛应用于户外运动场景。其光学镜头聚焦于画面清晰，色彩真实需求。全景相机利用全景技术，具备全方位、真实性、三维性特点，利用多颗光学镜头在全空间不同视角成像，并通过算法拼接生成全景影像。手机外挂镜头则进一步拓展了便携影像创作场景，满足用户轻量化、专业化的拍摄需求。上述设备的高清成像、多视角拼接及便携拍摄效果均高度依赖光学镜头性能，镜头数量与技术迭代共同决定画面质量与使用体验。因此，光学镜头技术的持续进步将不断推动智能影像在消费娱乐、专业影视等领域的创新应用与市场发展。

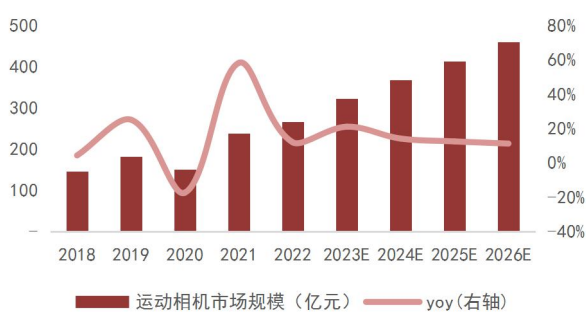
表 6：不同摄像头数量的全景相机特点

数量	便携性	成像质量	使用场景	价格（万元）
2 颗	体积小 100g 左右可手持	4-6K 分辨率	个人拍摄、生活记录、室内监控	0.1-0.3
4-6 颗	体积中等 300-700g 放置或支架	6-8K 分辨率	赛事直播、专业摄影、新闻拍摄等	2-4
8 颗以上	体积大 3-4kg 放置或支架	8-10K 分辨率	电影、传媒、广告等	10-100

资料来源：弘晶光电招股说明书，山西证券研究所

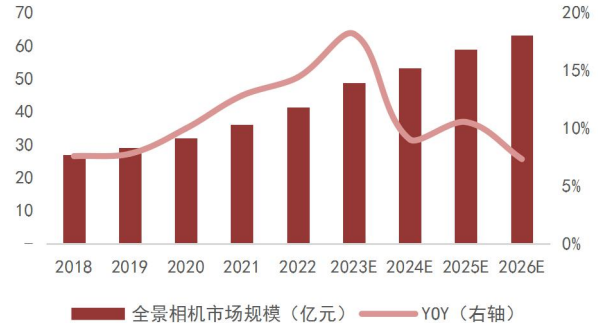
全民创作与网络直播驱动便携影像设备发展。消费升级、内容创作与直播业态爆发叠加 AI 成像、防抖、便携化等技术迭代，智能影像设备快速发展。手持影像设备方面，根据 Frost&Sullivan 统计，2022 年全球运动相机市场规模达 266.1 亿元，预计 2026 年将增至 460.0 亿元，期间年复合增长率为 14.2%，同期全球全景相机市场规模由 2022 年的 41.3 亿元预计增长至 2026 年的 63.1 亿元，期间年复合增长率为 10.8%。直播镜头方面，全民直播浪潮带动直播摄像头需求高增，根据恒策咨询预测，2023 年全球直播设备市场规模 26.88 亿美元，并以 8.3% 的 CAGR 增长至 2030 年 39.21 亿美元。此外，手机外挂镜头作为便携影像创作的新兴配件，正快速拓展消费级应用场景，OPPO、VIVO，小米、华为等多家厂商打造手机外接镜头拉动需求。未来，随着光学技术不断演进与应用场景持续拓展，智能影像设备产业有望进一步扩容，进而带动上游光学镜头需求稳步提升。

图 21：全球运动相机市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

图 22：全球全景相机市场规模



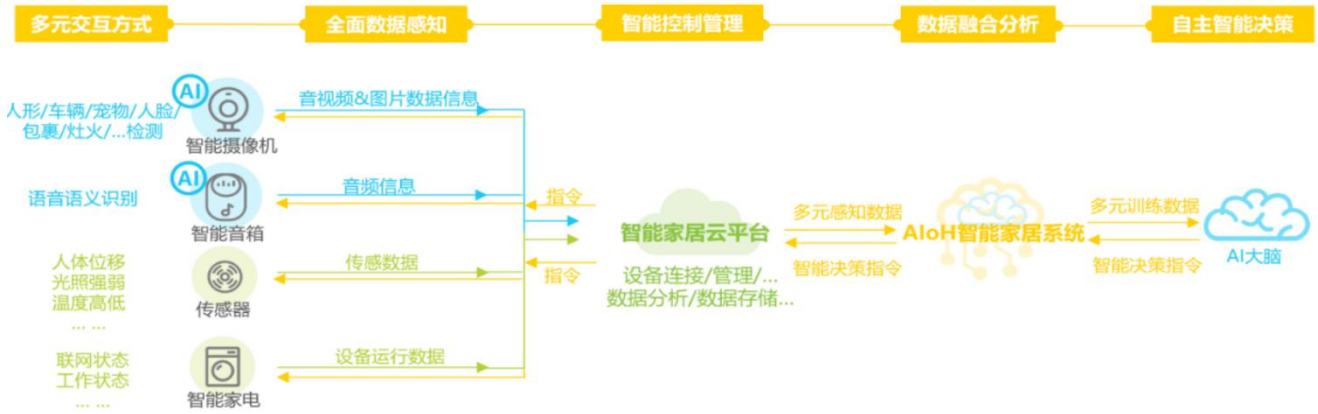
资料来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

公司在高清拍摄及显示领域布局多元产品矩阵。核心产品包括 8K 全画幅电影镜头、超短焦激光电视镜头、智能穿戴镜头等以图像及视频拍摄和投影显示为主的产品，其中，应用于运动相机的高清智能防抖镜头，具备 3.5 倍光学变焦及 10cm 微距拍摄功能，结合后端人工智能算法可精确锁定目标对象，轻松实现视角变换、细节放大，为运动物体的追踪拍摄等提供 4K 影像级画质。同时公司积极拓展视频拍摄及显示产品，部分量产的摄影摄像超高清镜头变倍比达 12X，在研的视频直播超高清镜头关键技术及产品开发处于国内领先水平。此外，公司通过润扬基金投资的致瑞科技开发了应用在 AR 眼镜的树脂光波导晶圆，助力公司进一步向智能穿戴与沉浸式显示领域延伸。

3.3 智能家居：视觉交互普及，家用光学镜头需求扩容

光学镜头助力视觉系统打造全屋智能体系。作为物联网时代的主要应用场景，智能家居市场空间广阔，其中智能视觉产品因安装方便、使用简单、性价比高等特点，已成为落地最快的应用领域。光学镜头以摄像模组为核心，嵌入各类家用设备，延伸出多元产品形态，包括家用摄像头、智能猫眼、可视门铃、可视智能音箱、智能电视、视觉扫地机器人等。随着智能家居普及化及 AIoH 的进一步发展，智能家居视觉系统的应用场景持续拓宽。依托无线通信技术实现视频流高效传输，借助端侧硬件集成图像采集与边缘计算能力，并通过与云平台深度协同，智能视觉系统有望通过协同调度，构建自主感知、自主反馈、自主控制的全屋智能。

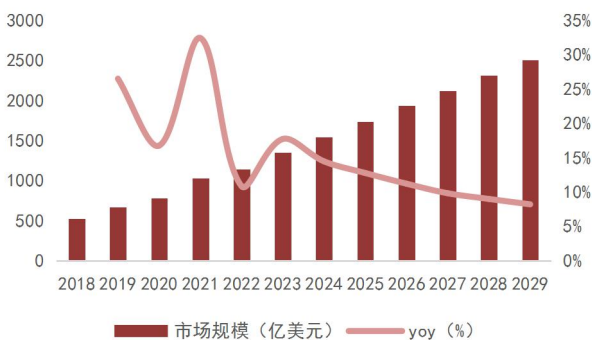
图 23：智能家居 AloH 技术融合路径



资料来源：艾瑞咨询，山西证券研究所

光学镜头伴随全屋智能同步增长。随着通信、ALOT 及 AI 智能体等技术持续突破，智能家居从单品智能向全屋主动智能跨越，推动市场规模稳定增长，根据 Statista 预测，2025 年智能家居市场规模 1740 亿美元，预计在 2030 年达到 2506 亿美元，复合增长率达 9.55%。智能家居行业的快速发展将持续带动家用摄像头、光学镜头等核心硬件需求提升，根据 Global Info Research 预测，2026 年全球家用摄像机市场规模为 29.27 亿美元，预计 2029 年可达 41.65 亿美元，期间年复合增长率为 12.5%。未来，随着家用摄像机等智能视觉终端品类不断丰富，并与智能家居深度融合，光学镜头作为核心基础部件有望迎来新一轮增长。

图 24：智能家居市场规模



资料来源：Statista，华交会，山西证券研究所

图 25：家用摄像头市场规模



资料来源：Global Info Research，山西证券研究所

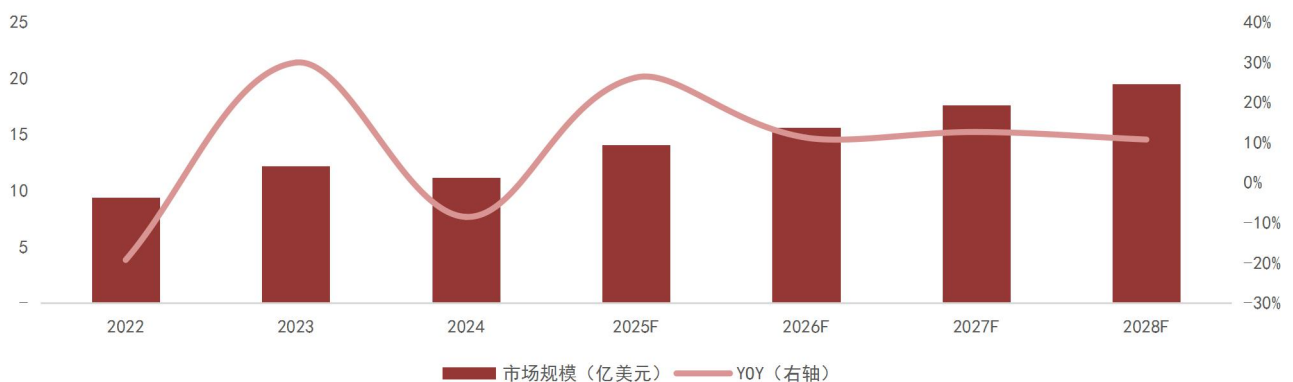
深耕智能家居光学赛道，小型化变焦具备技术优势。公司重点围绕智能门铃、家用摄像头、

扫地机器人等终端场景，布局超高清、小型化、低畸变光学器件，其中扫地机器人激光雷达光学器件已实现规模化应用，有效提升在智能家居市场渗透率。技术层面，公司成功突破玻塑混合光学系统设计技术，于 2.65cm 光学总长内实现 2.5 倍光学变焦，构建起超小型变焦镜头的技术壁垒。同时，公司依托共聚物非球面光学镜片注塑成型及镀膜技术，开发出高透低反且稳定性强的镀膜工艺，持续推进便携式超薄消费终端镜头、智能移动机器人三维视觉镜头等智能家居相关产品的研发，凭借领先的技术储备，有望打开广阔的市场空间。

3.4 数字安防：安防镜头需求稳健，公司基本盘稳固，

全球安防视频监控市场持续增长。受益于全球城市化进程加速及社会维稳需求提升，安防镜头市场整体保持稳定增长态势。根据 TSR 统计，2024 年全球监控镜头出货量达 5.2 亿件，预计 2028 年出货量可增至 7.3 亿件。全球监控摄像机镜头市场规模预计将从 2024 年的 11.15 亿美元增长至 2028 年的 19.51 亿美元，年复合增长率约为 15.01%。从 2024 年产品结构来看，呈现“定焦为主、变焦为辅”的产品格局，相对价格较低的定焦镜头仍为主流，占比达 86.7%。从市场格局来看，安防监控市场国产化率较高，2024 年全球镜头出货量前九大厂商均为中国企业，市占率达 85.35%。未来随着安防市场向数字化、智能化发展，市场竞争格局有望迎来重塑。

图 26：全球安防视频监控镜头市场规模



资料来源：TSR，宇瞳光学定增说明书，山西证券研究所

数字安防驱动光学镜头向高清变焦持续迭代。数字安防是以视频物联为核心，集信息采集、

分析及管理等功能于一体的综合性安防及物联业务。其采用的光学镜头性能直接决定画面清晰度、变焦范围及环境适应性。随着 AI 及大数据等新兴技术的发展，为满足高清视频采集及后端智能分析需求，数字安防行业正加速向超高清、网络化、智能化等智慧化方向转型，推动光学镜头产品向超高清、低照度、变焦等方向升级更新。相较于定焦镜头，变焦镜头在视野切换、观测范围覆盖、动态追踪及细节放大等方面具备显著优势。随着成本的下降，具备更大倍率、更高解像力、更大靶面的变焦镜头市场渗透率将持续提升，成为驱动光学镜头在数字安防领域迭代发展的主要产品类型。

公司聚焦高端变焦赛道，安防镜头市占率稳步提升。公司立足数字安防领域，产品布局以超大倍率变焦镜头为核心，同时覆盖常规变焦及定焦镜头，在超高清、超长焦变焦领域形成显著的行业领先优势。相较于整体安防镜头市场，公司目前整体市占率仍相对有限，但凭借差异化的高端定位，已在大倍率变焦这一核心细分赛道构筑起全球领先的竞争优势，根据 TSR 统计，2021 年公司 10 倍以上变焦镜头全球市占率达 28%，排名第二，30 倍及以上超大倍率变焦镜头全球市占率达 48%。同时，公司加大玻塑混合镜头研发力度，依托高端产品的放量带动与产品结构持续优化，公司市场地位的稳步提升，根据 TSR 统计，2021 年至 2024 年公司安防镜头出货量市占率已由 0.5% 提升至 2.40%。

表 7：不同类型安防镜头适配领域及性能需求

类型	应用场景	核心性能需求
超大倍率变焦	远距离监控	大变焦倍率、长焦距、高解像力、大光圈、防抖
中倍率变焦 大倍率变焦	中长距视频采集	中/大变焦倍率、高解像力、大光圈、红外共焦
小倍率变焦	人群密集处快速采集、AI 识别	快速变焦、高解像力（含画面四周）、大光圈、红外共焦
超小倍率变焦 定焦	楼道、办公室、电梯等场景	高解像力、小体积、大视场角、大光圈、低成本

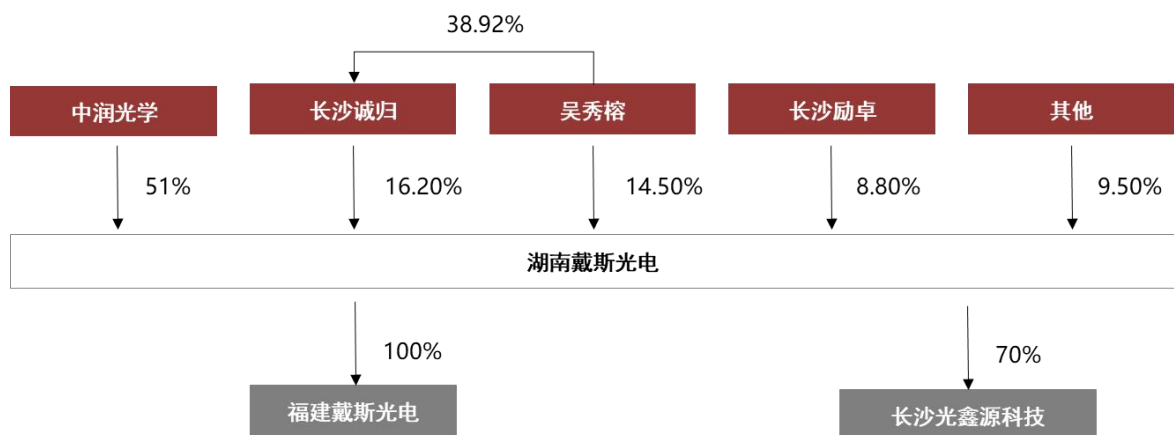
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

4. 收购戴斯，构筑垂直一体化优势

并购产业链优质资产实现外延式扩张。2025 年 4 月，公司公告拟通过自有资金、并购贷款及 1690.34 万元超募资金，作价 1.58 亿元收购湖南戴斯光电 51% 股权。本次交易完成后，公司将持有戴斯光电 51% 股权并实现控股权。交易同步设置业绩承诺条款，戴斯光电承诺 2025

至 2027 年度经审计扣除非经常性损益前后孰低的归属于母公司股东净利润分别不低于 2100 万元、2900 万元及 4000 万元，三年累计承诺净利润不低于 9000 万元，若业绩未达标，交易对方将按照约定比例以现金或无偿让渡标的公司股权的方式进行补偿。从业绩承诺来看，2025 年-2027 年公司市盈率仅为 15x、11x 及 8x，显著低于光学元器件行业估值，截至 2025 年 7 月，戴斯光电已正式纳入公司合并报表范围，成为公司控股子公司。

图 27：湖南戴斯光电股权结构图



资料来源：Wind，公司收购戴斯股权进展公告，山西证券研究所

湖南戴斯光电成立于 2013 年，是国家专精特新“小巨人”企业。公司掌握精密光学元件加工类技术、光学器件类技术、光学镀膜技术以及自动化加工系统相关技术并在激光应用领域参与行业标准制定，核心产品涵盖高功率柱面镜、偏振分光棱镜、光学成像模组、高端滤波器、高端功率帽及一体化显微成像模组等。产品下游深度覆盖工业激光、光通讯、半导体设备、生物医疗、光学检测、自动驾驶、消费电子及前沿科研等核心高景气赛道，工业激光及光通讯领域切入创鑫激光、凯普林、光库科技等国内工业激光头部企业供应链，半导体应用领域下游客户包括长光华芯、上海隐冠等，车载激光雷达通过头部企业速腾聚创供应商认证。公司财务状况良好，2025 年实现营业收入 1.43 亿元、净利润 2060.5 万元。

表 8：戴斯光电主要产品及应用领域

产品	核心指标（缩写）	应用领域
高功率柱面镜	损伤阈值 $>10\text{kW}/\text{cm}^2$ ，中心偏心 $<10'$ ，侧垂一致性 $<0.005^\circ$ ，表面质量 10-5	工业激光器、车载激光雷达
偏振分光棱镜	消光比 $>500:1$ ，透过/反射率 $>99.9\%$ ，入射角 $>5^\circ$ ，波前畸变 $>\lambda/8$	工业激光器、车载激光雷达
2D 成像模组	高均匀性/对比度，兼容 $\text{NA}\leq 0.45$ 物镜，耦合距 $\geq 100\text{mm}$ ，支持偏振/DIC	半导体、晶圆、电路板检测
白光三角 3D 模组	高分辨率/对比度/均匀度/光效，实现进口替代	半导体高速检测、电路板检测、高端检测
高端滤光片	中心波长 $\pm 1\text{nm}$ ，透过率 $>99.9\%$ ， $\text{OD}>6$ ，温漂 $<0.01\text{nm}/^\circ\text{C}$	ASML 光刻机、生物医疗
高功率端帽	损伤阈值 $>10\text{kW}/\text{cm}^2$ ，透光率 $>90\%$ ，同轴度 <0.01 ，粗糙度 $<1\text{nm}$	高能、超快工业激光器
声光调制器	衍射效率 $>90\%$ ，插损 $<5\%$ ，驻波比 <1.02 ，上升时间短	工业激光器
一体化显微成像模组	高集成/对焦/控制精度，内置低代码平台	血液、表皮检测、实验室

资料来源：公司收购可研公告，山西证券研究所

产业协同拓展公司业务边界。公司收购戴斯光电可实现多领域优势互补，赋能长远发展。技术产品方面，公司超高清变焦光学系统设计、光机电一体化集成优势，与戴斯光电精密光学元件、激光及红外光学技术形成互补，实现镜头核心元件自主配套，提升产品竞争力，同时联合开发红外热成像等新产品，补齐技术短板。供应链上，垂直一体化布局打破上游元件依赖，实现关键零部件自主可控，缩短交付周期、降低供应链风险，优化成本结构提升盈利韧性。市场客户方面，双方在数字安防、工业激光等不同领域的头部客户资源互补，实现交叉渗透与场景拓展，打开新市场空间。此次收购有望推动公司拓宽战略业务边界，从可见光领域延伸至红外、激光光学、半导体等赛道，从单一镜头厂商升级为综合性光学平台企业。

5. 投资建议与风险提示

5.1 盈利预测

公司的收入主要由特种安防与智慧监控、智能移动机器感知、高清拍摄及显示视频通讯及交互、先进制造与检测与技术服务及配件等其他业务构成，截至 2025 年末，六大业务分项分别为 4.00 亿元、0.52 亿元、0.39 亿元、0.53 亿元、0.75 亿元及 0.38 亿元，占比分别为 60.8%、

7.9%、6.0%、8.1%、11.4%及 5.8%。根据公司产能规划、资产收购等假设，我们预测中润光学 2026-2028 年的收入分别为 12.12/16.79/18.75 亿元，归母净利润 1.51/2.08/2.41 亿元，同比增长 139.7%/37.3%/16.2%，对应 EPS 为 1.7/2.34/2.72 元，PE 为 44.1/32.1/27.6 倍。

营收假设：特种安防与智慧监控，受益于变焦渗透及国防安全规模扩张，2026-2028 年假设收入增速为 10%；智能移动机器感知，2026-2028 年假设收入增速分别为 368.9%、79.2%、17.3%；高清拍摄及显示，假设收入增速分别为 320.7%、72.7%、7.0%；视频通讯及交互，假设收入增速 125.2% 25.0% 9.3%；先进制造与检测，受益于 2026 年收入全部并表，假设收入增速分别为 167.5%、37.9%、12.5%。

毛利率假设：特种安防与智慧监控 2026-2028 年毛利率预计为 34.0%、34.3%、34.8%；智能移动机器感知，假设毛利率 35%、38%、40%；高清拍摄及显示，假设毛利率维持在 27%、25%、25%，视频交互毛利率为 36%、32%、30%；先进制造与检测毛利率维持在 40%。

费用率假设：假设 2026-2028 年管理费用率及研发费用率为 8%。

表 9：公司收入拆分

分类	项目	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	379	455	658	1212	1679	1875
	YOY	-6.2%	20.0%	0.0%	84.2%	38.5%	11.7%
	营业成本	251	301	0	798	1104	1221
	毛利	127	154	214	414	575	654
	毛利率	33.6%	33.9%	32.5%	34.2%	34.2%	34.9%
特种安防与智慧 监控	收入	289	326	400	440	484	532
	YOY	-8.6%	12.8%	22.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利	94	119	137	149	166	185
	毛利率	32.5%	36.6%	34.3%	34.0%	34.3%	34.8%
智能移动机器感 知	收入	28	34	52	245	439	515
	YOY	16.1%	23.2%	67.8%	368.9%	79.2%	17.3%
	毛利	12	3	6	86	167	206
	毛利率	43.3%	8.8%	12.2%	35.0%	38.0%	40.0%
高清拍摄及显示	收入	8	10	39	165	285	305
	YOY	-0.8%	13.9%	316.6%	320.7%	72.7%	7.0%
	毛利	2	3	15	45	71	76
	毛利率	26.3%	26.9%	38.5%	27.0%	25.0%	25.0%
视频通讯及交互	收入	24	54	53	120	150	164
	YOY	9.0%	124.4%	-2.8%	125.2%	25.0%	9.3%
	毛利	9	20	14	43	48	49
	毛利率	35.6%	36.5%	26.4%	36.0%	32.0%	30.0%
先进制造与检测	收入			75	202	278	313
	YOY			9770.8%	167.5%	37.9%	12.5%
	毛利			32	81	111	125
	毛利率			42.5%	40.0%	40.0%	40.0%
开发及其他	收入	30	31	38	40	43	46
	YOY		4.0%	23.7%	6.3%	6.5%	6.8%
	毛利	11	10	9	11	11	12
	毛利率	36.0%	31.3%	24.9%	26.2%	26.4%	26.7%

资料来源：Wind，山西证券研究所

5.2 投资建议

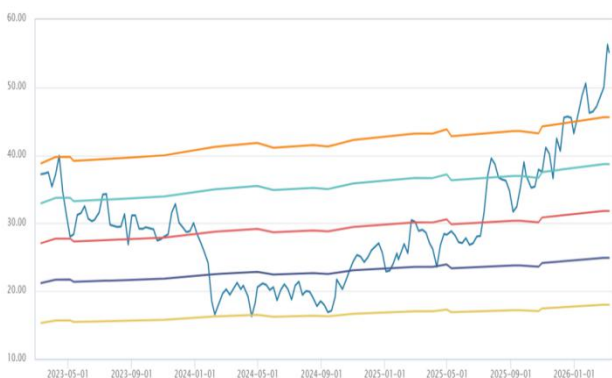
公司在大倍率变焦镜头领域具备优势，具备全玻、玻塑、全塑等各种镜材质及其组合产品生产能力，是数字安防、工业无人机等高端领域的国产头部供应商，同时积极拓展车载汽车、智能家居、运动及摄影镜头等新兴领域，随着智能建造项目投入，产能有望持续释放。地缘政治冲突带动的国防安全需求及智能家居、运动相机等新型领域的景气度持续提升，公司业务下游应用场景需求广阔。收购戴斯光电从技术、成本、供应链安全等多维度构建公司一体化协同优势，提升公司市场竞争力。截至 2026 年 3 月 27 日，公司 2026-2028 年 PE 分别为 44.1、32.1、27.6，高于可比公司，主要由于公司高端光学镜头应用于 FPV 无人机，具备稀缺性，叠加收购上游光学元器件公司戴斯提高估值中枢，因此，首次覆盖给予“买入-A”评级。

表 10：可比公司估值

公司代码	公司简称	股价			EPS (元)			PE (倍)		
		2026/3/27	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
301479.SZ	弘景光电	92.51	2.1700	3.16	4.05		29.3	22.8		
300790.SZ	宇瞳光学	23.36	0.77	1.27	1.63		18.5	14.3		
	平均						23.9	18.6		
688307.SH	中润光学	75.1	0.71	1.70	2.34	2.72	44.1	32.1	27.6	

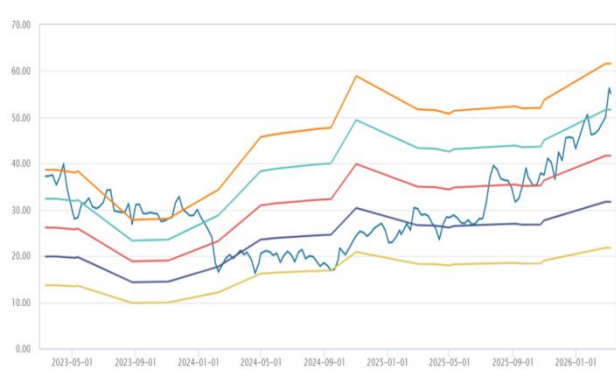
资料来源：Wind，山西证券研究所 注：数据截至 2026 年 3 月 27 日，宇瞳光学 2025 年为一致预期指

图 28：中润光学 PB Band



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 29：中润光学 PE Band



资料来源：Wind，山西证券研究所

5.3 风险提示

技术研发失败风险

中润光学深耕光学镜头领域，持续高研发投入以拓展车载、半导体检测等新兴应用场景。若核心在研项目因技术路线偏差、工艺瓶颈突破失败或专利壁垒限制，将导致研发投入无法转化为商业化产品，不仅侵蚀当期利润，更会错失行业技术迭代机遇。

行业政策变化风险

光学镜头下游覆盖消费电子、车载、安防等领域，易受产业政策与宏观调控影响。若国内消费电子补贴退坡、车载光学准入标准收紧或半导体设备国产化政策调整，将直接冲击下游需求，导致公司订单萎缩、产能利用率下滑。同时，环保、能耗等监管趋严可能推高制造成本，压缩盈利空间，对公司短期业绩与长期扩张形成约束

国际贸易摩擦风险

公司所从事的光学镜头及摄像模组行业下游应用场景广泛、客户覆盖面广，整体经营状况与宏观经济景气度、国际贸易政策变化高度相关。美国在贸易战略、进出口管理及市场政策等方面呈现贸易保护主义、本土优先倾向，多次对中国商品加征进口关税。若未来中美贸易摩擦进一步升级，将可能对公司海外销售、出口业务及整体经营业绩产生一定不利影响。

市场竞争加剧风险

光学镜头行业参与者众多，国内厂商加速扩产、海外龙头持续技术迭代，竞争格局日趋激烈。若公司无法持续保持技术领先与成本优势，将面临产品价格战、客户流失风险，导致市占率与毛利率双降。同时，下游客户集中度较高，若核心客户转向竞品，将直接冲击营收稳定性，对公司盈利与现金流形成压力。

收购公司不及预期及商誉减值风险

收购戴斯光电旨在完善产业链布局、强化技术协同，若整合过程中核心技术人员流失、产能爬坡不及预期、客户资源协同未达目标，将导致业绩承诺无法兑现。整合会导致管理费用与财务费用短期攀升，可能拖累公司整体盈利表现。公司收购戴斯光电后商誉达到 5600 万元，占公司 25 年预期净利润比重 90%，一旦发生大额商誉减值，将直接计入当期损益，影响公司当期净利润及净资产情况。

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	701	831	987	1196	1286
现金	432	386	257	356	397
应收票据及应收账款	91	188	326	386	409
预付账款	3	2	6	5	8
存货	99	179	321	371	394
其他流动资产	76	77	77	78	78
非流动资产	351	698	1000	1232	1279
长期投资	17	20	24	28	32
固定资产	193	430	690	892	937
无形资产	29	53	57	61	65
其他非流动资产	112	195	228	252	245
资产总计	1052	1529	1988	2428	2565
流动负债	159	365	661	917	810
短期借款	1	58	144	329	191
应付票据及应付账款	123	228	403	470	495
其他流动负债	35	80	114	118	124
非流动负债	30	153	145	130	101
长期借款	4	123	114	100	70
其他非流动负债	26	30	30	30	30
负债合计	188	519	806	1047	911
少数股东权益	3	108	128	155	188
股本	88	89	89	89	89
资本公积	659	677	677	677	677
留存收益	115	138	240	375	552
归属母公司股东权益	861	903	1054	1226	1467
负债和股东权益	1052	1529	1988	2428	2565

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	106	67	126	272	350
净利润	53	69	171	235	273
折旧摊销	26	38	54	78	95
财务费用	-11	-6	-2	2	1
投资损失	0	-3	-0	-1	-1
营运资金变动	20	-54	-96	-42	-18
其他经营现金流	18	23	-0	-0	-0
投资活动现金流	-117	-264	-356	-309	-141
筹资活动现金流	-55	134	15	-49	-29
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.71	1.70	2.34	2.72
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	0.75	1.42	3.06	3.94
每股净资产(最新摊薄)	9.69	10.17	11.87	13.81	16.53

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	455	658	1212	1679	1875
营业成本	301	444	798	1104	1221
营业税金及附加	4	7	11	15	18
营业费用	11	13	25	34	38
管理费用	48	71	97	134	150
研发费用	49	72	97	134	150
财务费用	-11	-6	-2	2	1
资产减值损失	-4	-6	-10	-15	-17
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	-0	3	0	1	1
营业利润	58	69	177	241	282
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	58	68	176	240	281
所得税	4	-1	5	5	8
税后利润	53	69	171	235	273
少数股东损益	0	6	20	27	32
归属母公司净利润	53	63	151	208	241
EBITDA	73	107	231	327	384

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	20.0	44.7	84.2	38.5	11.7
营业利润(%)	58.5	18.9	157.5	36.3	17.0
归属于母公司净利润(%)	47.1	18.0	139.7	37.3	16.2
获利能力					
毛利率(%)	33.9	32.5	34.2	34.2	34.9
净利率(%)	11.8	9.6	12.5	12.4	12.9
ROE(%)	6.2	6.8	14.5	17.0	16.5
ROIC(%)	4.9	6.3	12.6	14.2	15.7
偿债能力					
资产负债率(%)	17.9	33.9	40.5	43.1	35.5
流动比率	4.4	2.3	1.5	1.3	1.6
速动比率	3.6	1.6	0.9	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	4.8	4.7	4.7	4.7	4.7
应付账款周转率	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5
估值比率					
P/E	124.8	105.7	44.1	32.1	27.6
P/B	7.7	7.4	6.3	5.4	4.5
EV/EBITDA	85.6	61.7	29.6	21.3	17.6

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

