

法狮龙 (605318)

证券研究报告

2026年05月15日

从高端顶墙定制到人工智能

法狮龙是国内领先的高端建筑顶墙系统解决方案提供商

公司成立于2007年，是中国高端顶墙定制领域的领跑者，中国装配式内装示范企业。2026年一季度，公司实现营业收入0.82亿元，同比下降6.53%，归母净利润亏损98.34万元，亏损较去年同期796.11万元同比大幅收窄，经营状况显著改善。

公司自主品牌积淀深厚，存量时代前瞻布局

公司自主品牌“FSILON 法狮龙”以零售业务为基石，不断开拓商业公建业务及整装业务，同时积极突破出海业务。品牌认知从传统建材企业向装配式创新企业提升，以契合当前市场对一站式解决方案的诉求。面对地产下行的行业压力，公司提前研判装配式技术将成为存量翻新市场的核心需求，并在装配式结构研究、效果设计、拆单设计等环节完成专业团队系统化布局。公司在传统吊顶业务积累的施工交付经验与客户资源，有望助力公司在存量市场的竞争中取得增量市场份额。

跨界布局 AI 领域，“制造+科技”双轮驱动

自2025年下半年，公司通过引入外部投资者、高管团队焕新、设立AI子公司等一系列动作，启动跨界AI业务布局。2025年10月，公司对管理团队进行重大调整，引入具备国有资本运营背景和股权投资经验管理层，为公司打通资本与产业的连接通道。同时，公司斥资2.5亿元设立全资子公司北辰星穹，布局人工智能应用软件开发、人工智能基础软件开发等领域，正式进军科技领域。2026年3月，公司通过多层合伙架构设立子公司天枢星通，并拟向其提供高达3亿元的借款支持，彰显公司支持力度和发展信心。其业务定位AI硬件与物联网，公司在AI生态的布局再落一子。

看好公司跨界发展，首次覆盖给予“增持”评级

公司的传统吊顶业务在行业整体承压的环境下，展现出较强的韧性与可持续成长潜力，同时坚定布局AI领域，多管齐下信心充足。我们预计公司2026-2028年归母净利润分别达到2.1/7.9/10.7百万元。我们看好公司后续科技业务发展。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：房地产行业景气度不及预期；原材料价格大幅上涨；跨界AI领域业务拓展不及预期，股价剧烈波动风险。

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	89.79元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	125.73
流通A股股本(百万股)	125.73
A股总市值(百万元)	11,289.21
流通A股市值(百万元)	11,289.21
每股净资产(元)	5.09
资产负债率(%)	38.33
一年内最高/最低(元)	103.27/25.36

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	609.61	523.82	542.48	568.49	609.17
增长率(%)	(17.62)	(14.07)	3.56	4.79	7.16
EBITDA(百万元)	13.73	43.23	19.57	28.86	30.79
归属母公司净利润(百万元)	(28.99)	(6.67)	2.08	7.85	10.68
增长率(%)	(325.69)	(77.00)	(131.15)	278.11	36.03
EPS(元/股)	(0.23)	(0.05)	0.02	0.06	0.08
市盈率(P/E)	(390.03)	(1,693.00)	5,434.75	1,437.34	1,056.64
市净率(P/B)	16.48	17.62	17.68	17.40	17.12
市销率(P/S)	18.55	21.55	20.81	19.86	18.53
EV/EBITDA	160.54	180.85	560.05	376.63	354.23

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 专注高端顶墙定制，跨界布局 AI.....	3
1.1. 集成吊顶龙头，跨界寻求多元发展.....	3
1.2. 股权结构稳定，外部资源加持助力跨界发展.....	4
1.3. 主业亏损收窄，降本增效成效显著.....	4
2. 升级装配式整体解决方案，强化品牌认知夯实基本盘.....	6
2.1. 集成吊顶行业：二次装修带来增量需求，头部企业主导中高端市场.....	6
2.2. 传统主业：巩固品牌及渠道护城河，积极应对存量市场周期.....	7
3. AI 跨界发展方向清晰，“制造+科技”双轮驱动.....	7
3.1. 多管齐下，布局 AI 新方向.....	7
3.2. 天枢星通落地，AI 生态再进一步.....	8
4. 盈利预测与投资建议.....	9
5. 风险提示.....	11

图表目录

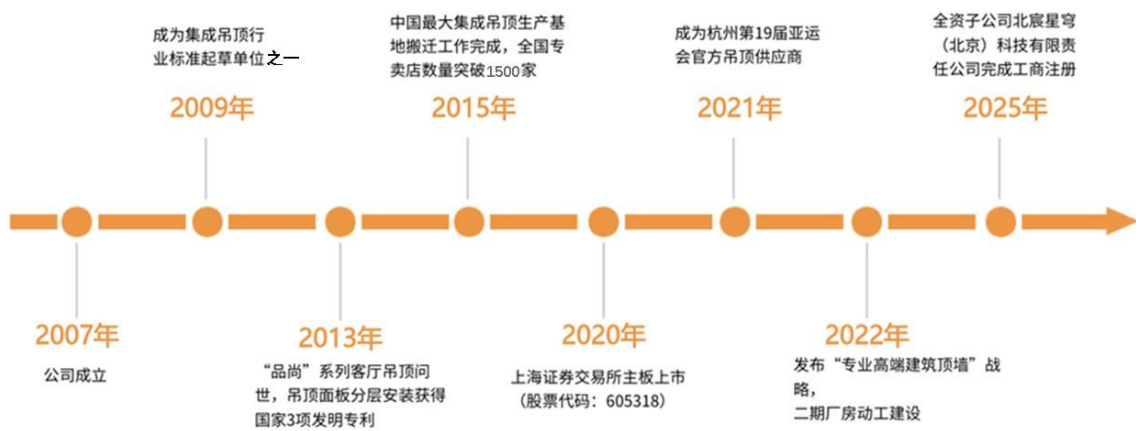
图 1：公司发展历程.....	3
图 2：法狮龙装配式公装产品.....	3
图 3：法狮龙装配式家装产品.....	3
图 4：公司股权结构.....	4
图 5：2018-2026Q1 公司营业收入及增速.....	4
图 6：2018-2026Q1 公司归母净利润及增速.....	4
图 7：2019-2025 年公司分业务结构（%）.....	5
图 8：2020-2025 年公司主营业务规模及增速.....	5
图 9：2018-2026Q1 公司盈利能力（%）.....	5
图 10：2018-2026Q1 公司各项费率（%）.....	5
图 11：集成吊顶的结构.....	6
图 12：公司品牌六代形象门店.....	7
图 13：公司获多项国家专利.....	7
图 14：天枢星通股权结构.....	9
表 1：公司引入新管理团队.....	8
表 2：公司业务分拆预测.....	10

1. 专注高端顶墙定制，跨界布局 AI

1.1. 集成吊顶龙头，跨界寻求多元发展

法狮龙是国内领先的高端建筑顶墙系统解决方案提供商。公司成立于2007年，现已形成零售中心、工程中心、整装中心三大业务中心，六大店态暨法狮龙高端顶墙定制、法狮龙吊顶及4个新业务品牌店 FSILON 珑骧高颜整装、FSILON 快马工商整装、FSILON 猫生活阳台晾晒以及 FSILON 百色鸟智能照明。公司于2020年8月在上交所上市，2021年成为杭州第19届亚运会官方吊顶供应商，2023年成为中国国家女子足球队官方支持品牌。2025年，在主营业务所处的装配式空间产品下游市场已进入存量时代的背景下，公司扎实落实降本增效措施，大幅收窄主业亏损。同时，布局 AI 生态，成立子公司北辰星穹、天枢星通，切入人工智能与大数据服务领域，跨界开辟第二增长曲线。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

图 2：法狮龙装配式公装产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：法狮龙装配式家装产品

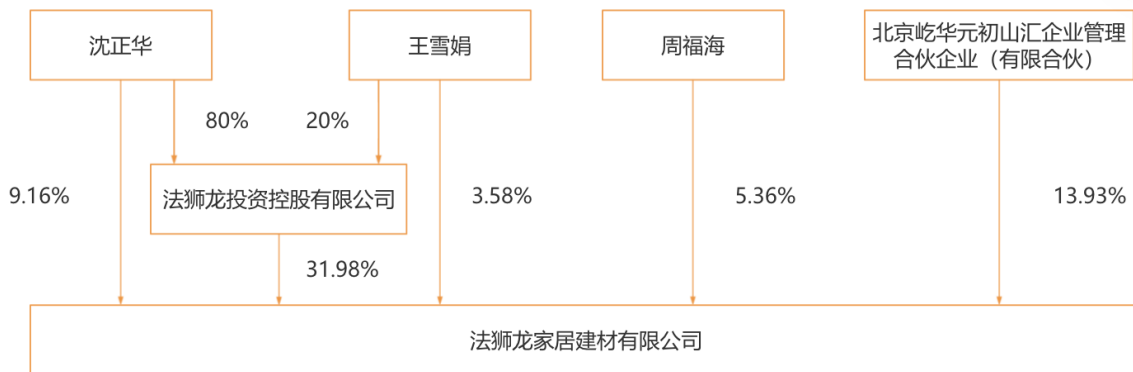


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构稳定，外部资源加持助力跨界发展

创始人夫妇合计持有 44.72% 股权，引入外部资源推动智能化跨界发展。截至 2026 年 Q1，沈正华与王雪娟夫妇分别直接持有公司 9.16%、3.58% 股权，同时通过法狮龙投资控股有限公司间接持有 31.98% 股权，二人合计控制公司 44.72% 的股权，为公司实际控制人。法狮龙投资控股有限公司协议合计转让 25.29% 股权，引入拥有深厚产业背景是北京屹华元初及其一致行动人周福海、博智兴宇。公司全资 AI 子公司北辰星穹于 2025 年成立，业务覆盖人工智能、大数据服务等领域。

图 4：公司股权结构

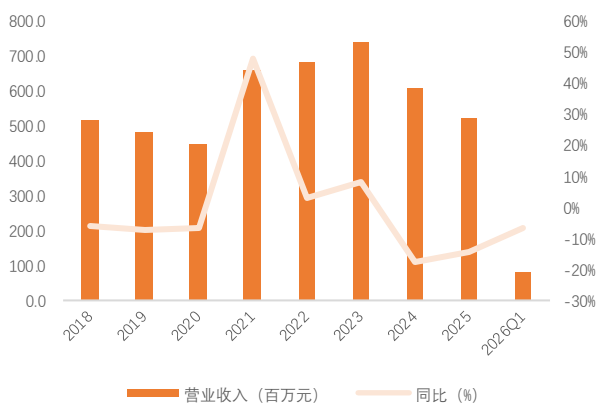


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所（截至 2026 年 Q1）

1.3. 主业亏损收窄，降本增效成效显著

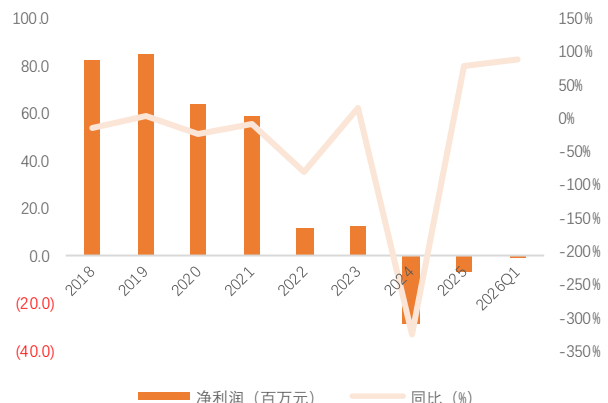
亏损大幅收窄，经营拐点显现。2026 年一季度，公司实现营业收入 0.82 亿元，同比下降 6.53%，归母净利润亏损 98.34 万元，亏损较去年同期 796.11 万元同比大幅收窄，经营状况显著改善。公司于 2025 年 10 月设立全资子公司北辰星穹，布局人工智能领域，AI 技术与装配式内装主业的协同有望拓展智能空间解决方案、数字化设计工具等新业务领域，为公司打开新的营收增长空间。

图 5：2018-2026Q1 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

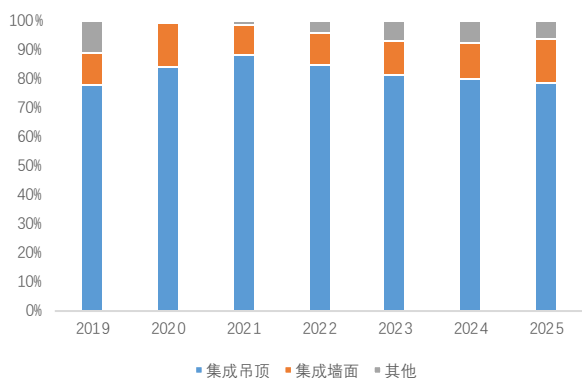
图 6：2018-2026Q1 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

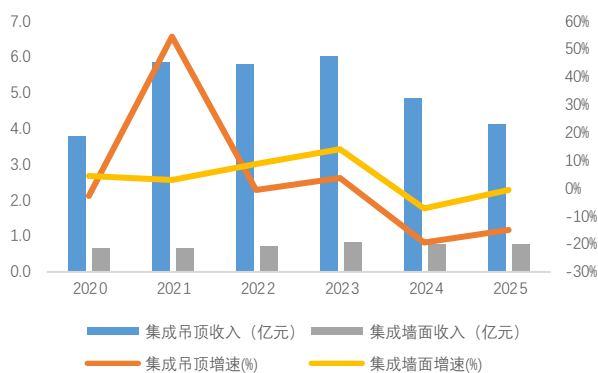
传统主业经营稳健，跨界科技领域，开启第二增长极。2021年，公司集成吊顶业务收入达到5.85亿元，同比增长54.6%，创下近年峰值；2022-2023年维持在5.8-6.0亿元高位，占比始终保持在80%以上；2024年受宏观环境影响，集成吊顶收入回落至4.85亿元，同比下降19.4%。2023年，集成墙面业务收入稳步增长至0.86亿元，收入占比11.6%；2024年虽小幅回调至0.79亿元，同比下降7.2%。2025年北辰星穹成立，公司正式切入人工智能应用开发、大数据服务、云计算设备制造赛道。AI业务既能协同集成吊顶主业提升产品附加值，也可在科技赛道拓展新的收入来源，推动公司收入结构向“主业+科技”双轮驱动转变。

图 7：2019-2025 年公司分业务结构 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2020-2025 年公司主营业务规模及增速

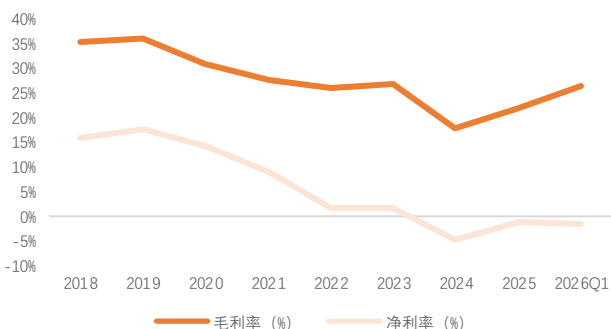


资料来源：Wind，天风证券研究所

降本增效成果显现，盈利能力触底回升。2020至2022年，受疫情及原材料涨价冲击影响，毛利率降至25.91%，净利率由14.32%下滑至1.65%。2026年一季度，降本增效叠加行业回暖，毛利率回升至26.42%，同比提升9.24pct，净利率为-1.57%，同比提升7.50pct。

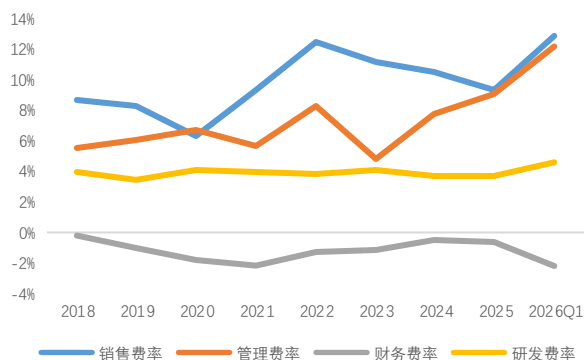
公司费用管控成效显著，研发投入保持稳中有升。公司的销售费用率在疫情后有所提升，近两年虽小幅回落但整体仍维持在约10%左右，公司在渠道及品牌端的投入仍保持较高水平。研发费用率长期稳定在约4.0%左右，2026年一季度进一步提升至4.6%，为新产品竞争力提供支撑。管理费用率与销售费用率在2022年达到阶段性高点，随着公司2023年推进降本增效，出现明显回落；2024-2025年虽受营收下滑影响，费用占比有所抬升，但整体仍平稳可控。在收入端持续承压的环境下，公司坚持“先稳后创”的经营思路，改善盈利能力。

图 9：2018-2026Q1 公司盈利能力 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2018-2026Q1 公司各项费率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 升级装配式整体解决方案，强化品牌认知夯实基本盘

2.1. 集成吊顶行业：二次装修带来增量需求，头部企业主导中高端市场

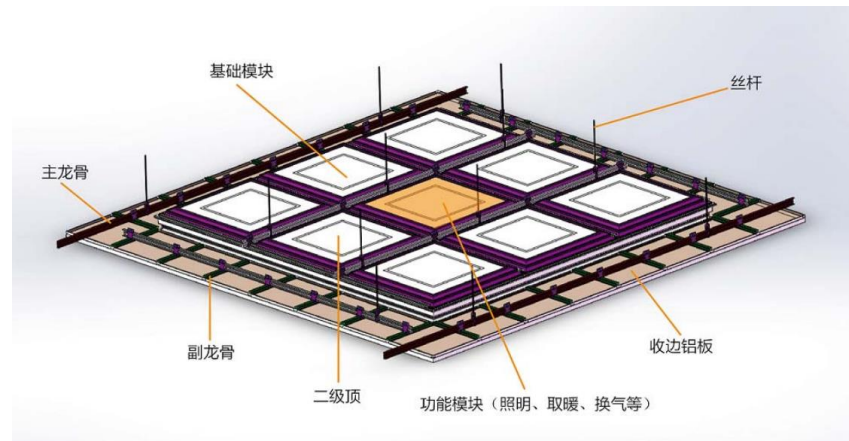
集成吊顶在我国发展经历了三个阶段。我国集成吊顶起源于 2004 年。集成吊顶是由基础模块、功能模块及辅助模块组成的，在工厂预制的、可自由组合的多功能一体化装置。其中，基础模块是具有装饰及遮挡功能的模数化吊顶板；功能模块是具有取暖、通风或照明等功能，依据基础模块规格进行模块化处理制成的集成吊顶模块；辅助模块是指龙骨、角线、龙骨吊挂件、紧固件等配件。据智研咨询，自 2004 年至今，集成吊顶的发展经历了以下三个阶段：

起步期（2004-2008 年）：早期集成吊顶应用场景主要局限于厨房、卫生间等。行业内企业数量较少，只有少数企业从事集成吊顶的设计、生产及销售。

成长期（2008-2015 年）：产品逐步被消费者接受，适用范围从厨卫延伸至阳台、起居室，产品定位也从功能性向装饰性过渡。行业出现分化，一众头部品牌企业如法狮龙、友邦吊顶等与众多小规模部件生产商并存，整体集中度不高。

成熟期（2015 年至今）：伴随居民消费升级，集成吊顶进一步向餐厅、书房、卧室等全屋场景普及，并行生出顶墙一体化产品，同时从住宅市场向酒店、写字楼、医院等公装市场拓展。产品工艺（彩印、拉丝等）和造型（层次吊顶、凹凸吊顶等）均得到大幅升级。设计能力弱的中小企业逐步沦为代工厂或退出市场，行业竞争格局持续优化。

图 11：集成吊顶的结构



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

集成吊顶市场规模稳平稳增长，应用场景由厨卫向公装领域拓展。据智研咨询，2021 年我国集成吊顶市场规模约为 231.93 亿元，同比增长 11.22%。到 2023 年，我国集成吊顶行业市场规模达 300 亿元。集成吊顶行业市场规模平稳增长主要得益于建筑装修渗透率提升，原材料成本上涨以及集成度提升带来的客单价的提升。2023 年，我国厨卫和客卧的集成吊顶渗透率分别为 22%和 14%，随着消费者对居住环境舒适度和家装便利性要求的提高，集成吊顶的应用场景不断拓宽，渗透率有望继续保持增长，并向公装领域等其他空间延伸。

2.2. 传统主业：巩固品牌及渠道护城河，积极应对存量市场周期

品牌积淀深厚，市场认知持续升级。公司品牌“FSILON 法狮龙”的定位从“产品型”向“空间场景型”升级，以零售业务为基石，不断开拓商业公建业务及整装业务，同时积极突破出海业务。品牌认知从传统建材企业向装配式创新企业提升，以契合当前市场对一站式解决方案的诉求。

三大经销商体系，打造“一强两翼一新”格局。公司在零售领域，继续经销商专卖店的覆盖和下沉的同时，积极推动门店的升级换代；在工程商业、装企渠道的经销商网点横向布局上继续加大建设力度，扩充经销商队伍。

研发持续投入，支持产品力创新升级。公司专门设立涵盖吊顶、墙面、电器、灯具等方向的研发部门，研发体系完整且分工清晰。公司在集成吊顶、顶墙产品一体化的生产设计方面形成多项核心技术，并在装配式体系化研发中获得突破。产品力的持续进化是法狮龙在中高端市场保持竞争地位的重要支撑。

存量时代前瞻布局，积极应对存量市场周期。面对地产下行的行业压力，公司提前研判装配式技术将成为存量翻新市场的核心需求，并已在装配式结构研究、效果设计、拆单设计等环节完成专业团队的系统化布局。公司在传统吊顶业务积累的施工交付经验与客户资源，有望助力公司在存量市场的竞争中取得增量市场份额。

图 12：公司品牌六代形象门店



资料来源：法狮龙官网，天风证券研究所

图 13：公司获多项国家专利



资料来源：法狮龙官网，天风证券研究所

3. AI 跨界发展方向清晰，“制造+科技”双轮驱动

3.1. 多管齐下，布局 AI 新方向

自 2025 年下半年，公司通过引入外部投资者、高管团队焕新、设立 AI 子公司等一系列动作，启动跨界 AI 的业务布局：

引入外部投资者，为跨界打下基础。2025 年 8 月，公司公告控股股东法狮龙投资拟向北京屹华元初山汇企业管理合伙企业（有限合伙）、周福海和广东博智兴宇资产管理公司合计转让 3179.16 万股股份，交易总额高达 8.46 亿元。屹华山汇的实控人即为当前法狮龙联席董事长、总经理李敬祖。公司引入具备国有资本运营背景和股权投资经验的专业团队，为跨界 AI 打下基础。

2025 年 10 月，公司对管理团队进行重大调整，公告了 7 位高管变动。七名高管包括董事、独立董事及董事会秘书等关键职位。李敬祖、常兰萍被提名为非独立董事候选人，王

磊被提名为独立董事候选人。新任非独董李敬祖拥有深厚的投资界履历，曾担任国开金融旗下国开开元股权投资基金执行董事、上海孚腾私募基金创始管理合伙人等职，现任屹华科创（北京）科技产业发展有限公司、屹华投资（北京）有限公司董事长。副总经理、董事会秘书纵菲，曾任西南证券股份有限公司投资银行部高级经理、中天国富证券有限公司投资银行部执行董事、粤开证券股份有限公司投资银行部总监。新管理团队兼具资本市场操盘能力和产业整合视野，有望凭借其独特的资源整合能力与行业洞察力，为公司打通资本与产业的连接通道。

同时，公司公告斥资 2.5 亿设立全资子公司北辰星穹，布局 AI 领域，为新业务发展打造新的载体和平台。北辰星穹经营范围涵盖人工智能应用软件开发、人工智能基础软件开发、人工智能公共服务平台技术咨询服务、信息系统集成服务、数据处理服务、大数据服务、互联网数据服务、人工智能公共数据平台、工业互联网数据服务等。

表 1：公司引入新管理团队

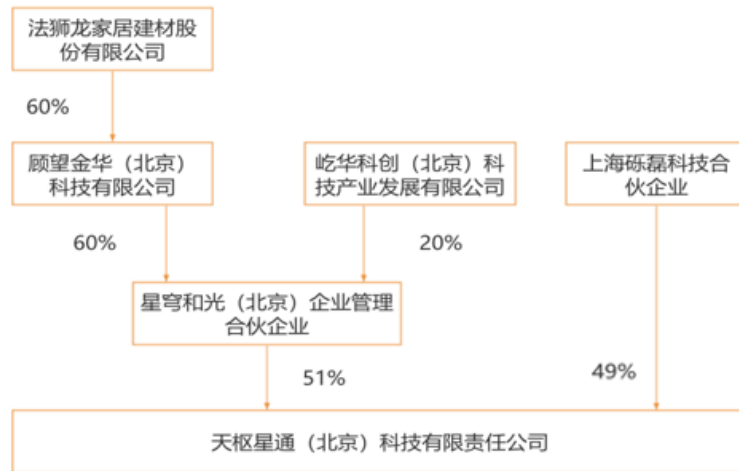
姓名	性别	出生年份	学历	国籍	聘任职务	个人履历
李敬祖	男	1985 年	硕士研究生	中国国籍，无境外永久居留权	总经理	曾任国开金融有限责任公司旗下国开开元股权投资基金管理有限公司执行董事；上海国有资本投资有限公司旗下上海孚腾私募基金管理有限公司创始管理合伙人、副总经理。现任屹华科创(北京)科技产业发展有限公司、屹华投资(北京)有限公司董事长。
纵菲	女	1982 年	硕士研究生	中国国籍，无境外永久居留权	副总经理	曾任天相投资顾问有限公司行业研究员；西南证券股份有限公司研究所行业分析师；西南证券股份有限公司投资银行部高级经理；中天国富证券有限公司投资银行部执行董事；粤开证券股份有限公司投资银行部总监。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 天枢星通落地，AI 生态再进一步

设立天枢星通，搭建 AI 生态。2026 年 3 月，公司在 AI 领域的布局再落一子，通过多层合伙架构设立天枢星通（北京）科技有限责任公司，并拟向其提供高达 3 亿元的借款支持。天枢星通于 2026 年 1 月 27 日成立，公司法人为李敬祖，股东包含北京星穹和光（持股 51%）及上海砾磊科技（持股 49%）。架构调整后，公司的控股子公司顾望金华将持有星穹和光 60% 份额；天枢星通为公司控股子公司，纳入合并报表范围。天枢星通经营范围涵盖人工智能硬件销售、物联网设备销售、物联网应用服务、物联网技术服务、移动通信设备销售、工业控制计算机及系统销售等硬件与通信类业务。对比此前设立的北辰星穹，天枢星通的经营方向强调 AI 硬件与物联网，两家子公司形成软硬件互补。为支持天枢星通业务发展，公司拟使用自有资金向天枢星通提供不超过 3 亿元的借款额度，关联方屹华科创及其实际控制人李敬祖提供连带责任担保。充分体现了公司对天枢星通的资源倾斜和支持力度，彰显公司跨界发展信心。

图 14：天枢星通股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司2026-2028年收入分别为5.4/5.7/6.1亿元，同比增长3.6%/4.8%/7.2%，综合毛利率分别达到22.7%/22.9%/23.2%。核心假设：

考虑新业务尚未贡献收入，我们仅预测传统业务。2025H2，行业整体需求仍承压，预计业绩仍将延续下滑态势，随着公司在传统业务上持续深耕品牌与渠道建设，巩固护城河，叠加下游存量住宅二次装修及公装领域渗透率提升，行业需求有望企稳小幅回升带动公司传统建材业务回暖。预计2026-2028年，建材业务（集成吊顶和集成墙面业务）收入达到5.1/5.3/5.7亿元，同比增长3.2%/4.5%/7.0%，毛利率达21.6%/21.7%/22.1%。

表 2：公司业务分拆预测

收入拆分（百万元）	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
集成吊顶	602.4	485.4	411.8	424.0	444.1	476.3
YOY	3.8%	-19.4%	-15.2%	3.0%	4.7%	7.2%
毛利率	25.4%	14.5%	20.3%	20.5%	20.5%	20.9%
集成墙面	85.6	79.4	78.9	82.2	84.7	89.4
YOY	14.1%	-7.2%	-0.6%	4.1%	3.0%	5.5%
毛利率	26.9%	23.8%	27.1%	27.5%	28.0%	28.3%
建材业务合计	688.0	564.8	490.7	506.2	528.8	565.7
YOY	5.0%	-17.9%	-13.1%	3.2%	4.5%	7.0%
毛利率	25.6%	15.8%	21.4%	21.6%	21.7%	22.1%
其他	52.0	44.8	33.1	36.2	39.7	43.5
YOY	88.7%	-14.0%	-26.1%	9.5%	9.5%	9.6%
毛利率	40.9%	43.8%	32.3%	38.3%	38.6%	38.5%
营业总收入	740.0	609.6	523.8	542.5	568.5	609.2
YOY	8.4%	-17.6%	-14.1%	3.6%	4.8%	7.2%
毛利率	26.7%	17.8%	22.1%	22.7%	22.9%	23.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司的传统吊顶业务在行业整体承压的环境下，展现出较强的韧性与可持续成长潜力，同时坚定布局 AI 领域，多管齐下信心充足。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别达到 2.1/7.9/10.7 百万元，2025H2 公司传统业务呈降幅收窄趋势，2026 年传统业务有望止跌企稳，同时我们看好公司的科技跨界发展。首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

房地产行业景气度不及预期。如果房地产行业景气度不及预期，公司装配式空间产品的需求将继续承压，行业竞争或将进一步加剧，公司主营业务收入可能继续同比下降，业绩进一步承压。

原材料价格大幅上涨风险。公司主要原材料包括铝材、塑料等，其价格与大宗商品市场高度关联。如果上游原材料价格短期内大幅上涨而公司未能及时向下游传导成本压力，则公司毛利率可能进一步下滑，盈利能力将受到负面影响。

跨界 AI 领域业务拓展不及预期。若公司在人工智能、大数据、等领域的技术研发、市场拓展或与现有主营业务的协同效应低于预期，则公司跨界发展可能受阻，新业务发展或将低于预期。

股价剧烈波动风险：公司股价年初至今（截至 2026 年 5 月 8 日）累计涨幅 47.6%，股价短期涨幅较多，若后续公司 AI 业务布局进展不及预期，或市场情绪回落、概念热度消退，公司股价面临较大的回调风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	269.13	446.44	348.68	441.83	406.03
应收票据及应收账款	57.48	22.83	78.13	18.35	90.03
预付账款	3.73	2.91	3.91	3.23	4.38
存货	73.06	51.72	76.41	57.63	85.35
其他	220.99	52.27	52.53	53.14	53.16
流动资产合计	624.39	576.17	559.67	574.19	638.96
长期股权投资	0.00	0.74	0.74	0.74	0.74
固定资产	294.04	324.07	317.98	306.39	289.54
在建工程	15.34	2.29	2.29	2.29	2.29
无形资产	47.40	46.75	44.94	43.13	41.32
其他	29.37	43.08	40.80	38.52	38.47
非流动资产合计	386.15	416.93	406.75	391.06	372.36
资产总计	1,010.54	993.11	966.42	965.25	1,011.32
短期借款	124.08	161.92	10.00	10.00	10.00
应付票据及应付账款	123.54	94.98	129.41	105.33	145.06
其他	76.43	93.36	86.09	99.01	94.76
流动负债合计	324.05	350.25	225.49	214.34	249.81
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.49	2.24	2.24	2.24	2.24
非流动负债合计	0.49	2.24	102.24	102.24	102.24
负债合计	324.54	352.49	327.73	316.58	352.05
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	125.92	125.73	125.73	125.73	125.73
资本公积	441.23	438.79	438.79	438.79	438.79
留存收益	121.48	77.09	79.17	87.02	97.71
其他	(2.63)	(1.00)	(5.00)	(2.88)	(2.96)
股东权益合计	686.00	640.62	638.69	648.67	659.27
负债和股东权益总计	1,010.54	993.11	966.42	965.25	1,011.32
现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	(28.99)	(6.67)	2.08	7.85	10.68
折旧摊销	18.42	22.42	22.90	23.40	23.65
财务费用	(1.60)	(2.53)	2.90	4.90	5.00
投资损失	(5.25)	(2.23)	(2.50)	(2.52)	(2.54)
营运资金变动	5.81	38.51	(51.48)	69.98	(64.89)
其它	29.43	5.80	0.33	0.21	0.17
经营活动现金流	17.82	55.30	(25.77)	103.83	(27.92)
资本支出	29.87	36.55	15.00	10.00	5.00
长期投资	0.00	0.74	0.00	0.00	0.00
其他	29.28	117.03	(28.16)	(17.90)	(7.80)
投资活动现金流	59.15	154.32	(13.16)	(7.90)	(2.80)
债权融资	(76.98)	42.28	(54.82)	(4.90)	(5.00)
股权融资	(68.39)	(1.00)	(4.00)	2.12	(0.08)
其他	(26.01)	(42.93)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(171.39)	(1.64)	(58.82)	(2.78)	(5.08)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(94.42)	207.98	(97.75)	93.15	(35.80)

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	609.61	523.82	542.48	568.49	609.17
营业成本	500.92	408.11	419.07	438.41	467.64
营业税金及附加	8.07	6.32	5.54	5.81	9.27
销售费用	63.95	49.12	52.35	59.64	63.91
管理费用	46.92	47.14	48.87	38.07	40.79
研发费用	22.87	19.47	20.34	21.33	19.81
财务费用	(2.85)	(3.10)	2.90	4.90	5.00
资产/信用减值损失	(10.61)	(7.74)	0.46	0.50	1.32
公允价值变动收益	(7.17)	0.93	0.33	0.21	0.17
投资净收益	5.25	2.23	2.50	2.52	2.54
其他	6.81	6.91	6.53	6.75	6.73
营业利润	(36.00)	(0.90)	3.22	10.31	13.50
营业外收入	0.43	1.76	1.14	1.11	1.34
营业外支出	1.86	3.93	2.28	2.69	2.97
利润总额	(37.43)	(3.08)	2.08	8.73	11.87
所得税	(8.44)	3.59	0.00	0.87	1.19
净利润	(28.99)	(6.67)	2.08	7.85	10.68
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	(28.99)	(6.67)	2.08	7.85	10.68
每股收益(元)	(0.23)	(0.05)	0.02	0.06	0.08

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	-17.62%	-14.07%	3.56%	4.79%	7.16%
营业利润	-376.75%	-97.49%	-456.48%	220.16%	30.99%
归属于母公司净利润	-325.69%	-77.00%	-131.15%	278.11%	36.03%
获利能力					
毛利率	17.83%	22.09%	22.75%	22.88%	23.23%
净利率	-4.76%	-1.27%	0.38%	1.38%	1.75%
ROE	-4.23%	-1.04%	0.33%	1.21%	1.62%
ROIC	-10.60%	-2.93%	2.31%	4.40%	7.24%
偿债能力					
资产负债率	32.12%	35.49%	33.91%	32.80%	34.81%
净负债率	-21.14%	-44.20%	-37.16%	-50.95%	-44.70%
流动比率	1.93	1.65	2.48	2.68	2.56
速动比率	1.70	1.50	2.14	2.41	2.22
营运能力					
应收账款周转率	9.14	13.04	10.75	11.78	11.24
存货周转率	7.09	8.40	8.47	8.48	8.52
总资产周转率	0.54	0.52	0.55	0.59	0.62
每股指标(元)					
每股收益	-0.23	-0.05	0.02	0.06	0.08
每股经营现金流	0.14	0.44	-0.20	0.83	-0.22
每股净资产	5.45	5.10	5.08	5.16	5.24
估值比率					
市盈率	-390.03	-1,693.00	5,434.75	1,437.34	1,056.64
市净率	16.48	17.62	17.68	17.40	17.12
EV/EBITDA	160.54	180.85	560.05	376.63	354.23
EV/EBIT	-565.14	355.28	-3,289.65	1,991.80	1,528.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com