2026 年 10 月 26 日
证券研究报告•2026 年三季报点评
锐科激光（300747）机械设备

持有（首次）
当前价：42.76 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

毛利率提升支撑盈利改善，光纤激光器拓展应用空间

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年三季报，2026 年前三季度实现营业收入 29.34 亿元，同比增长 17.11%；归母净利润 2.57 亿元，同比增长 109.05%；扣非归母净利润 2.16 亿元，同比增长 223.10%。2026 单 Q3 实现营业收入 10.25 亿元，同比增长 21.78%；归母净利润 0.98 亿元，同比增长 96.64%；扣非归母净利润 0.91 亿元，同比增长 163.27%。受益于激光器市场需求增长及销售结构改善，公司 Q3 收入增速较上半年提升 7.03pp，盈利修复趋势延续。

- **毛利率修复带动利润高增，费用端仍有一定压力。**2026 年前三季度公司综合毛利率 24.77%，同比提升 5.08pp；其中单 Q3 毛利率 24.77%，同比提升 3.71pp。费用端，销售费用率 2.36%，同比提升 0.40pp；管理及研发费用率合计 12.78%，同比减少 0.44pp；财务费用率 0.37%，同比提升 0.68pp，主要系汇兑收益同比减少。同期其他收益 0.53 亿元，同比减少 23.35%，但扣非归母净利润同比增长 223.10%，毛利率改善对主营业务盈利修复形成明显支撑。

- **高功率与焊接产品增长较快，新兴应用持续拓展。**2026H1 公司激光器产品出货 10.38 万台，同比增长 24%；其中万瓦以上产品出货同比增长近 23%，焊接产品同比增长 46%，海外产品同比增长近 30%。公司以连续光纤激光器为核心，持续拓展船舶超高功率加工、金属 3D 打印、新能源焊接及半导体精密加工等领域。2026H1 连续光纤激光器实现收入 15.88 亿元，同比增长 16.54%，毛利率 24.69%，同比提升 7.49pp，核心产品盈利能力明显改善。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 41.08/48.41/56.80 亿元，同比增长 18.5%/17.9%/17.3%；归母净利润分别为 3.41/3.89/4.77 亿元，同比增长 110.5%/14.1%/22.8%，对应 EPS 分别为 0.61/0.69/0.85 元，对应 2026-2028 年 PE 分别约为 71/62/50 倍。考虑公司连续光纤激光器收入占比超过 80%，前三季度综合毛利率同比提升 5.08pp，扣非归母净利润同比增长 223.10%，主营盈利修复趋势较为明显，高功率与超快激光器业务拓展有望带动产品结构升级支撑中长期增长，首次覆盖给予“持有”评级，建议关注。

- **风险提示：**宏观经济及制造业需求恢复不及预期风险；激光器行业竞争加剧及产品价格下降风险；高功率、超快激光器及新兴应用产品拓展不及预期风险；海外业务拓展及汇率波动风险；核心器件与原材料价格波动风险；研发投入及费用率上行风险；应收账款回收及经营现金流波动风险等。

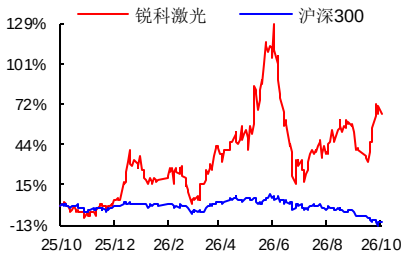
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3466.80	4107.86	4841.28	5680.03
增长率	8.43%	18.49%	17.85%	17.32%
归属母公司净利润（百万元）	161.83	340.61	388.54	476.98
增长率	20.52%	110.47%	14.07%	22.76%
每股收益 EPS（元）	0.29	0.61	0.69	0.85
净资产收益率 ROE	4.84%	9.06%	9.60%	10.79%
PE	148	71	62	50
PB	7.03	6.46	6.00	5.50

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：邰桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tgl@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)	5.62
流通 A 股(亿股)	5.22
52 周内股价区间(元)	23.62-59.18
总市值(亿元)	240.14
总资产(亿元)	55.17
每股净资产(元)	6.48

相关研究

目 录

1 国内光纤激光器领先企业，产品升级推动盈利修复 1

1.1 央企保持控股，核心产业链协同发展 1

1.2 连续激光器占据核心，多元产品覆盖高端应用 2

1.3 毛利修复带动增长，Q3 收入进一步提速 4

2 盈利预测与估值 6

3 风险提示 8

图 目 录

图 1：公司历史沿革.....1
图 2：公司股权结构（截至 2026 年 9 月 30 日）.....2
图 3：2021-2026Q3 公司营业总收入.....4
图 4：2021-2026Q3 公司归母净利润.....4
图 5：2021-2026H1 公司分产品收入占比.....5
图 6：2021-2026H1 公司分地区收入占比.....5
图 7：2021-2026Q3 公司毛利率和净利率情况.....6
图 8：2021-2026Q3 公司期间费用率情况.....6

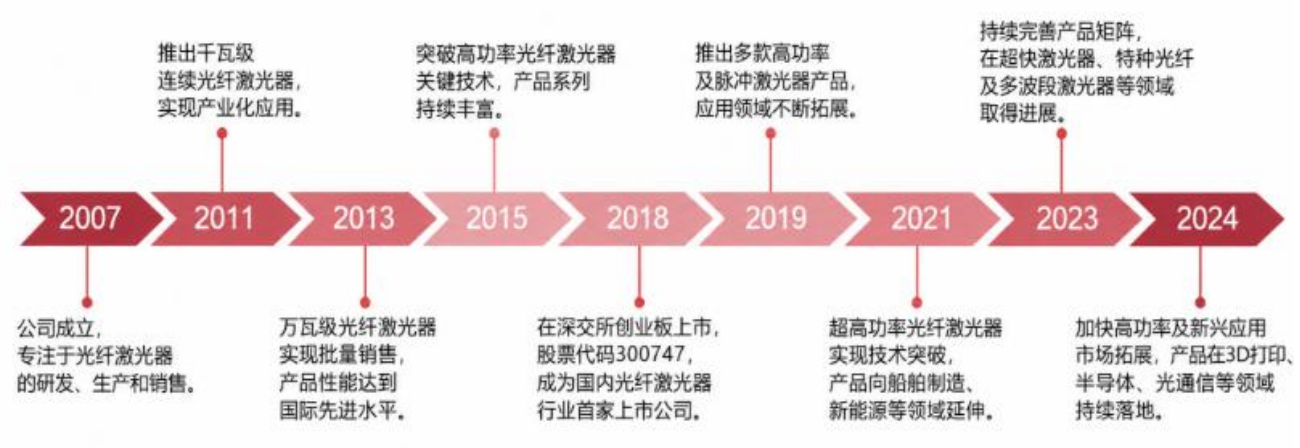
表 目 录

表 1：公司主要产品类型.....2
表 2：分产品收入及毛利率.....7
表 3：可比公司估值.....7
附表：财务预测与估值.....9

1 国内光纤激光器领先企业，产品升级推动盈利修复

公司是国内光纤激光器领域的重要供应商，控股股东为中国航天三江集团有限公司，实际控制人为中国航天科工集团有限公司。公司成立于 2007 年，2018 年 6 月在深交所创业板上市，主要从事光纤激光器及其关键器件和材料的研发、生产与销售，产品包括连续光纤激光器、脉冲光纤激光器、超快激光器、特种光纤及其他激光光源，主要应用于工业切割、焊接、清洗、精密加工及增材制造等领域。公司先后实现万瓦级和超高功率光纤激光器技术突破，并依托特种光纤、泵浦源等核心器件研发形成较完整的产业链配套能力。近年来，公司持续推进高功率、超快及多波段激光光源产品布局，向船舶制造、新能源、半导体、3D 打印及光通信等领域拓展。

图 1：公司历史沿革



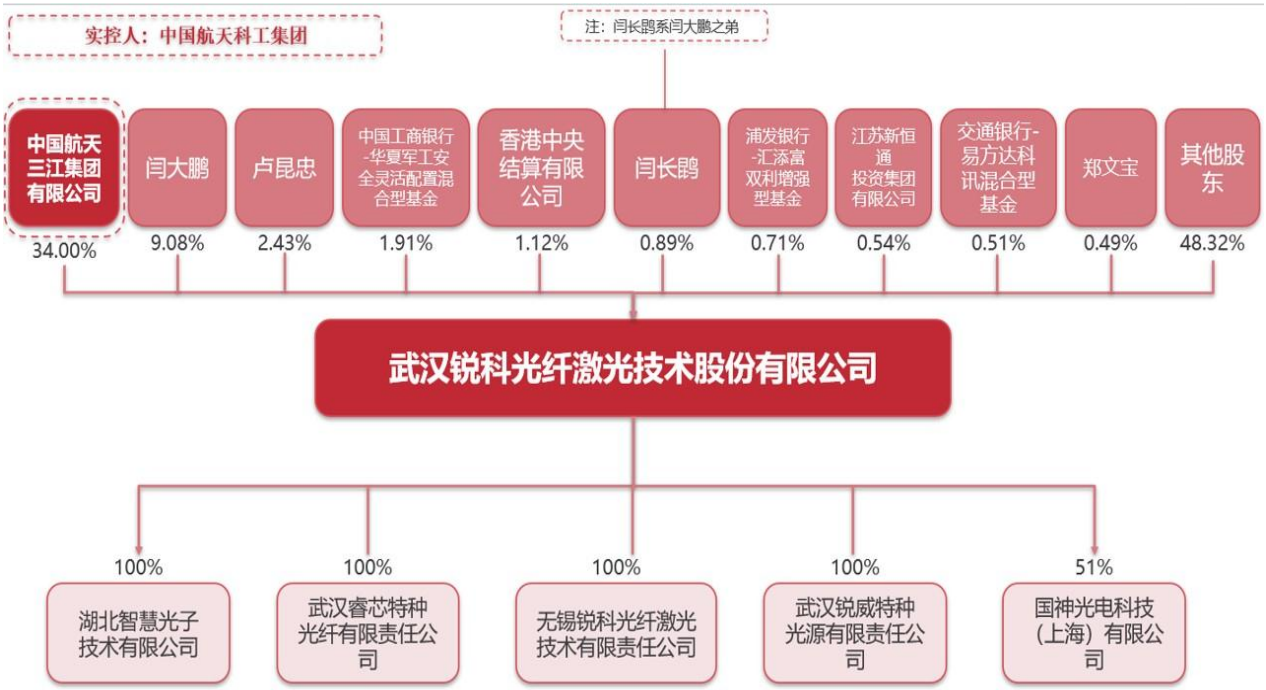
数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

1.1 央企保持控股，核心产业链协同发展

央企控股地位稳定，股权结构相对集中。截至 2026 年 9 月 30 日，公司第一大股东中国航天三江集团有限公司持股 34.00%，实际控制人为中国航天科工集团有限公司。其他主要股东包括闫大鹏（持股 9.08%）、卢昆忠（持股 2.43%）、华夏军工安全灵活配置混合型证券投资基金（持股 1.91%）、香港中央结算有限公司（持股 1.12%）、闫长鹍（持股 0.89%）等，前十大股东合计持股约 51.68%。其中，闫长鹍系闫大鹏之弟，二人合计持股 9.97%；公司控股股东与实际控制人未发生变化。公司依托航天科工体系科研及产业资源，持续推进高功率激光光源、特种光纤及核心器件研发，同时通过市场化经营机制拓展工业制造与高端应用市场。

核心子公司分工明确，上下游协同能力持续完善。公司通过多家控股子公司布局特种光纤、泵浦源、连续及脉冲光纤激光器、超快激光器等环节。其中，公司持有武汉睿芯特种光纤有限责任公司、湖北智慧光子技术有限公司、无锡锐科光纤激光技术有限责任公司及武汉锐威特种光源有限责任公司 100%股权，持有国神光电科技（上海）有限公司 51%股权。公司通过上游材料与核心器件自主研发、下游激光器制造及应用场景拓展相结合，增强核心产品研发及交付能力，为高功率、超快激光器等高附加值产品发展提供支撑。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年 9 月 30 日）



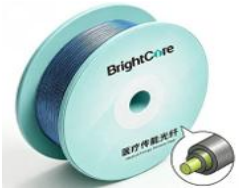
数据来源：iFinD，公司公告，西南证券整理

1.2 连续激光器占据核心，多元产品覆盖高端应用

连续光纤激光器为收入主体，多类型光源形成完整产品矩阵。公司围绕光纤激光技术持续完善产品布局，已形成以连续光纤激光器和脉冲光纤激光器为核心，同时覆盖超快激光器、特种光纤、直接半导体激光器及多波段特种光源的产品体系。其中，连续光纤激光器主要用于金属切割、焊接及熔覆等加工场景，是公司收入贡献最大的产品；脉冲光纤激光器主要用于打标、清洗及精密加工；超快激光器依靠皮秒、飞秒级短脉冲输出，满足半导体、显示面板、消费电子等领域的低热损伤加工需求；特种光纤则用于激光器增益介质及光通信等关键环节。公司近年来持续布局高功率及多波段激光器产品，推动业务由通用工业激光光源向高端制造及特种应用延伸。

表 1：公司主要产品类型

产品类型	产品名称	基本情况	图例	应用范围
低空经济	LD 直接泵浦近基模万瓦光纤激光器	国际首台，输出功率 10.1kW，光束质量 M^2=1.13		适用于低空经济的远距离清障、破拆、毁伤等；3D 打印与增材制造；远距离精密加工。

产品类型	产品名称	基本情况	图例	应用范围
AI 算力	500W 连续绿光激光器	532nm 绿光，倍频头缩体 60%，功率波动 PTP< 2%，近高斯光束，高反材料吸收率优异		适用于 AI 算力领域 微通道铜散热器 3D 打印、精密焊接、精密切割等领域。
	红外、绿光、紫外飞秒/皮秒/纳秒激光器	国神光电自研，超快光源全链条自主可控，冷加工低热损伤，高精度微加工，脉冲参数可调		TGV 制孔、晶圆隐形 切割、碳化硅开槽、超薄半导体玻璃等算 力芯片加工
3D 打印	500W 3D 打印激光器	小型化缩体 50%，功率冗余 10%，M²＜1.1，动态可调，开光响应 10μs		适配钛合金、不锈钢 等多种金属材料增材制造
新能源	RayWeld 系列 一站式焊接 全场景解决方案	多系统一体化集成，AI 智能诊断闭环调控，全流程数据可追溯，一站式运维，降 本增效		适配极耳焊接、密封 钉焊接、顶盖焊接、模组 PACK 焊接等锂 电全场景
	单模小型化 风冷 500W MOPA 脉冲激光器	纯风冷紧凑型，体积比国际竞品缩减 40%，响应 ＜10μs，国内首创在线调脉宽		适用于汽车新能源领域电池盖膜清洗、轮 胎模具清洗等
医疗科研	单模块 1000W 1940nm 掺铥激光器	1940nm 黄金波段，单模块全光纤双向泵浦，光束优良，高分子/生物组织低热损伤		广泛应用于皮肤美容、泌尿外科、透明塑料焊接及中红外泵浦等医疗科研领域
	医疗传能光纤 （YZ 系列）	自主研发，抗弯折，临床安全，尺寸公差可控，批量一致性好，多型号可选适配不同功率，易标准化集成		广泛应用于激光组织切除/碎石等医疗器械的制造
光通信	耐辐照掺铒/铒镱共掺光纤、保偏耐辐照光纤 （YZ248/250/268/294 等）	原材料全国产化自主可控，抗辐射、辐射环境低信号损耗，耐受剂量≥100krad		已进入多场景验证，用于卫星星间通信等太空极端辐射环境传输
	掺铒、铒镱共掺光纤	适配 400G/800G 数通、5G 承载、干线光网，增益平坦、噪声系数低		应用于地面光通信 DWDM 光传输网信号放大，已批量供货头部通信设备商，更在耐辐照特种光纤领域 取得积极进展

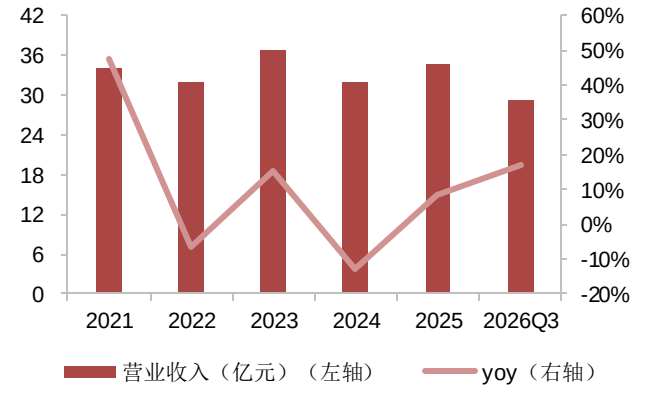
产品类型	产品名称	基本情况	图例	应用范围
精密制造	紫外皮秒、绿光皮秒、紫外飞秒超快激光器	纳米级低热影响冷加工，5μm 聚焦精度，可加工 0.03mm 微孔		可应用于 FPC、PI/PET 薄膜、铝/陶 瓷基板、碳纳米管薄膜、OLED 柔性显示 精密加工
超高功率极限制造	超高功率连续激光器	全球销售应用第一、十万级机型亮度第一、激光器性价比第一、 切割板厚和速度第一(相关特种应用正在实验，切割厚度已达到 800mm 以上)		应用于核工业、激光远程破拆等重工领域

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 毛利修复带动增长，Q3 收入进一步提速

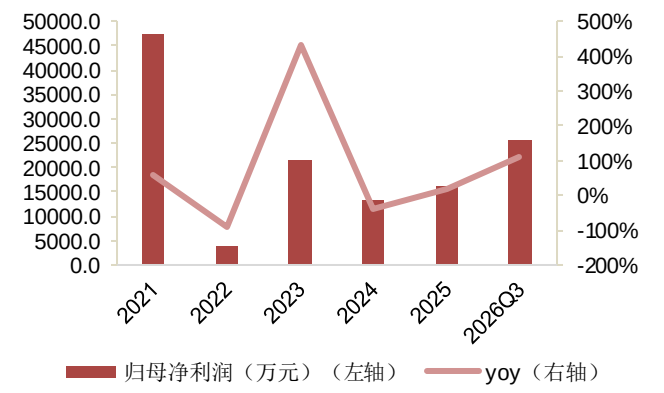
收入恢复增长，扣非利润改善更为明显。公司 2021-2025 年分别实现营业收入 34.10/31.89/36.80/31.97/34.67 亿元，同比分别+47.18%/-6.48%/+15.40%/-13.11%/+8.43%；实现归母净利润 4.74/0.41/2.17/1.34/1.62 亿元，同比+60.17%/-91.38%/+431.95%/-38.24%/+20.52%。2026 年前三季度公司实现营业收入 29.34 亿元，同比增长 17.11%；归母净利润 2.57 亿元，同比增长 109.05%；扣非归母净利润 2.16 亿元，同比增长 223.10%。其中 Q3 单季度实现营业收入 10.25 亿元，同比增长 21.78%，增速较 2026H1 提升 7.03pp；归母净利润 0.98 亿元，同比增长 96.64%；扣非归母净利润 0.91 亿元，同比增长 163.27%，主营业务盈利改善趋势延续。

图 3：2021-2026Q3 公司营业总收入



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：2021-2026Q3 公司归母净利润



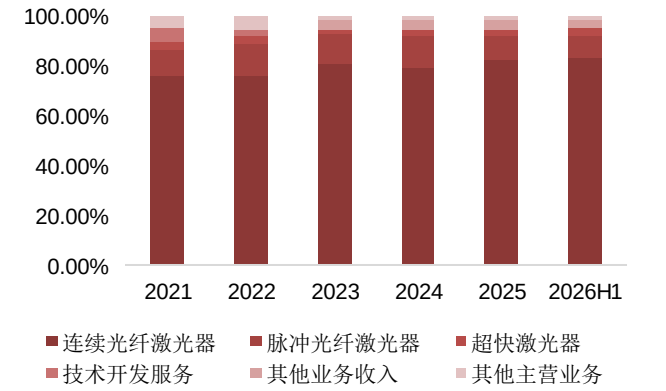
数据来源：iFinD，西南证券整理

连续光纤激光器仍为收入核心，超快及特种光源构成补充。分产品看，2021-2025 年公司连续光纤激光器分别实现收入 25.87/24.67/29.64/25.27/28.39 亿元，占营业收入比重分别为 75.88%/77.37%/80.56%/79.03%/81.90%；脉冲光纤激光器分别实现收入 3.37/4.25/4.38/4.02/3.29 亿元，收入占比分别为 9.88%/13.33%/11.90%/12.56%/9.49%。2025 年连续光纤激光器收入同比增长 12.38%，脉冲光纤激光器同比减少 18.12%；超快激光器实现收入 0.95 亿元，同比增长 35.24%，特种光纤实现收入 0.74 亿元，同比增长 3.96%。2026H1 连续光纤激光器实现收入 15.88 亿元，同比增长 16.54%，占营业收入 83.16%，毛

利率 24.69%，同比提升 7.49pp；脉冲光纤激光器、超快激光器及特种光纤分别实现收入 1.61/0.58/0.30 亿元。连续光纤激光器仍承担主要收入贡献，高功率产品升级及超快激光器等业务拓展有助于进一步优化产品结构。

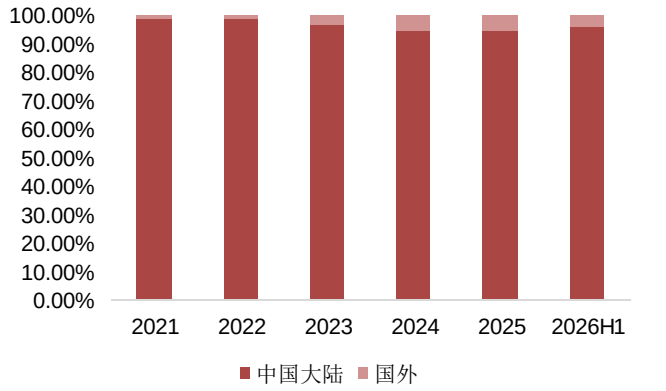
国内市场贡献主要收入，海外布局持续完善。分地区看，公司 2021-2025 年国内市场分别实现收入 33.59/31.28/35.39/30.00/32.76 亿元，占总收入比重分别为 98.51%/98.11%/96.17%/93.84%/94.49%；国外市场分别实现收入 0.51/0.60/1.41/1.97/1.91 亿元，占比分别为 1.49%/1.89%/3.83%/6.16%/5.51%。2025 年国内市场收入同比增长 9.18%，国外市场收入同比减少 3.07%。2026H1 公司国内及国外市场分别实现收入 18.20/0.89 亿元，其中国外市场毛利率为 33.12%，高于国内市场 24.37%的毛利率水平。公司持续推进海外营销及服务网络建设，并在德国、墨西哥、泰国、韩国等地拓展本地化服务能力。2026H1 海外产品出货同比增长近 30%，海外客户拓展取得进展。

图 5：2021-2026H1 公司分产品收入占比



数据来源：wind，西南证券整理

图 6：2021-2026H1 公司分地区收入占比

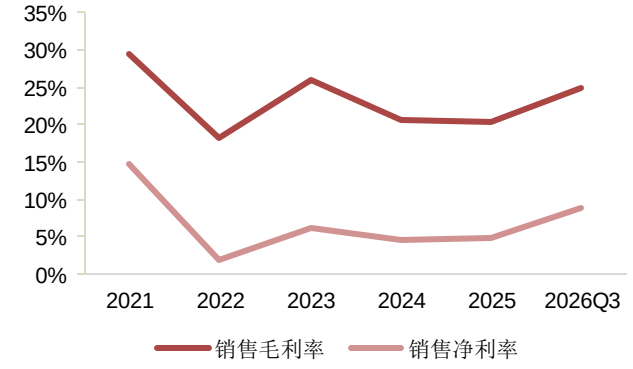


数据来源：wind，西南证券整理

毛利率改善成为利润增长的主要支撑，Q3 盈利水平保持稳定。公司 2021-2025 年综合毛利率分别为 29.35%/18.06%/21.36%/20.51%/20.37%，归母净利率分别为 13.91%/1.28%/5.91%/4.20%/4.67%。2026 年前三季度公司实现营业收入 29.34 亿元，同比增长 17.11%；营业成本 22.07 亿元，同比增长 9.70%，低于收入增速 7.41pp；综合毛利率 24.77%，同比提升 5.08pp，实现毛利润 7.27 亿元，同比增长 47.32%。其中，2026Q3 单季度毛利率 24.77%，同比提升 3.71pp，与 2026H1 基本持平。2026 年前三季度归母净利率 8.76%，同比提升 3.85pp；扣非归母净利率 7.34%，同比提升 4.68pp，毛利率改善对利润增长形成明显支撑。

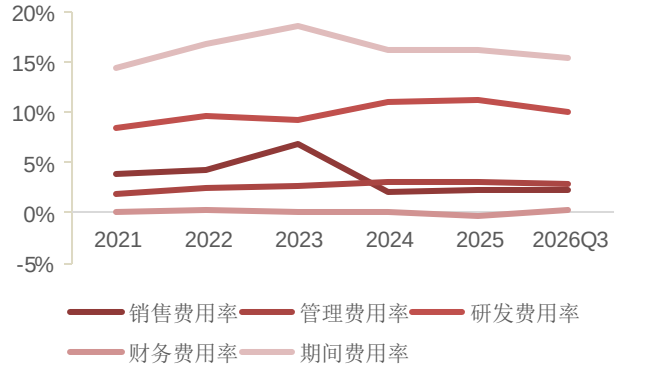
销售及财务费用有所增加，研发费用率同比下降。2026 年前三季度公司销售费用 0.69 亿元，同比增长 41.16%，销售费用率 2.36%，同比提升 0.40pp，主要系市场开拓及海外专项费用增加；管理费用 0.82 亿元，同比增长 15.15%，管理费用率 2.79%，同比减少 0.05pp；研发费用 2.93 亿元，同比增长 12.65%，研发费用率 9.98%，同比减少 0.40pp，管理及研发费用率合计 12.78%；财务费用 0.11 亿元，上年同期为-0.08 亿元，财务费用率 0.37%，同比提升 0.68pp，主要系欧元和美元汇率下降导致汇兑收益同比减少。四项期间费用率合计 15.50%，同比提升 0.64pp。同期公司其他收益 0.53 亿元，同比减少 23.35%；信用减值损失 0.10 亿元，损失同比扩大；资产减值损失 0.37 亿元，损失同比收窄。尽管销售及财务费用对利润形成一定扰动，但毛利率提升有效覆盖相关影响，推动前三季度营业利润同比增长 105.85%至 2.62 亿元，归母净利润同比增长 109.05%至 2.57 亿元。

图 7：2021-2026Q3 公司毛利率和净利率情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 8：2021-2026Q3 公司期间费用率情况



数据来源：iFinD，西南证券整理

2 盈利预测与估值

假设 1：连续光纤激光器为公司第一大产品，2025 年实现收入 28.39 亿元，同比增长 12.38%，毛利率 20.30%。2026H1 该业务实现收入 15.88 亿元，同比增长 16.54%，毛利率提升至 24.69%，同比提升 7.49pp。考虑工业激光器市场需求恢复、万瓦以上高功率产品持续拓展，以及焊接、船舶制造等领域应用需求增长，预计 2026-2028 年连续光纤激光器收入分别为 34.07/40.21/46.84 亿元，同比增长 20.0%/18.0%/16.5%；毛利率分别为 24.5%/25.0%/25.5%。

假设 2：2025 年公司脉冲光纤激光器实现收入 3.29 亿元，同比下降 18.12%，毛利率 23.13%。2026H1 该业务实现收入 1.61 亿元，同比增长 4.42%，毛利率提升至 31.24%。考虑传统打标需求逐步恢复，以及 MOPA 脉冲激光器在新能源、激光清洗及精密制造等领域持续拓展，预计 2026-2028 年脉冲光纤激光器收入分别为 3.62/4.16/4.99 亿元，同比增长 10.0%/15.0%/20.0%；毛利率分别为 29.0%/30.0%/31.0%。

假设 3：2025 年公司超快激光器实现收入 0.95 亿元，同比增长 35.24%，毛利率 39.09%。2026H1 该业务实现收入 0.58 亿元，同比增长 40.23%，毛利率为 25.50%。考虑半导体、消费电子及精密制造等领域需求增长，以及国神光电持续完善皮秒、飞秒激光器产品布局，预计 2026-2028 年超快激光器收入分别为 1.29/1.78/2.48 亿元，同比增长 36.0%/38.0%/39.0%；毛利率分别为 28.0%/32.0%/35.0%。

假设 4：2025 年公司其他业务实现收入 1.30 亿元，同比增长 1.56%，毛利率为-11.79%。2026H1 该业务收入同比下降 2.49%，毛利率改善至-2.52%。考虑公司持续推进成本管控、业务结构调整及低毛利产品优化，预计 2026-2028 年其他业务收入分别为 1.34/1.45/1.59 亿元，同比增长 3.0%/8.0%/10.0%；毛利率分别为-1.5%/3.0%/6.0%。

假设 5：2025 年公司其他主营业务实现收入 0.74 亿元，同比增长 3.97%，毛利率 43.39%。2026H1 该业务收入同比下降 4.55%，毛利率提升至 58.86%，盈利水平相对较高。考虑相关业务需求逐步恢复，同时高毛利率由上半年水平适度回归，预计 2026-2028 年其他主营业务收入分别为 0.76/0.82/0.90 亿元，同比增长 3.0%/8.0%/10.0%；毛利率分别为 52.0%/50.0%/48.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入及成本如下表：

表 2：分产品收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
连续光纤激光器	收入	2,839.43	3,407.32	4,020.63	4,684.04
	增速	12.38%	20.00%	18.00%	16.50%
	成本	2,262.98	2,572.52	3,015.47	3,489.61
	毛利率	20.30%	24.50%	25.00%	25.50%
脉冲光纤激光器	收入	328.86	361.75	416.01	499.21
	增速	-18.12%	10.00%	15.00%	20.00%
	成本	252.79	256.84	291.21	344.46
	毛利率	23.13%	29.00%	30.00%	31.00%
超快激光器	收入	94.95	129.13	178.2	247.7
	增速	35.24%	36.00%	38.00%	39.00%
	成本	57.83	92.98	121.18	161.01
	毛利率	39.09%	28.00%	32.00%	35.00%
其他业务	收入	129.95	133.85	144.56	159.01
	增速	1.56%	3.00%	8.00%	10.00%
	成本	145.27	135.86	140.22	149.47
	毛利率	-11.79%	-1.50%	3.00%	6.00%
其他主营业务	收入	73.61	75.82	81.88	90.07
	增速	3.97%	3.00%	8.00%	10.00%
	成本	41.67	36.39	40.94	46.84
	毛利率	43.39%	52.00%	50.00%	48.00%
合计	收入	3,466.80	4,107.86	4,841.28	5,680.03
	增速	8.43%	18.49%	17.85%	17.32%
	成本	2,760.54	3,094.59	3,609.02	4,191.38
	毛利率	20.37%	24.67%	25.45%	26.21%

数据来源：Wind，西南证券

我们根据公司销售的主要产品选取杰普特、英诺激光及大族激光作为可比公司。其中，杰普特在光纤激光器及激光应用装备领域与公司具有一定可比性；英诺激光主要聚焦超快激光器及精密加工应用；大族激光则以工业激光加工装备和自动化解决方案为主要业务，作为下游激光应用领域的对照。对应可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别约为 63/37/23 倍。

表 3：可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值（亿元）	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
688025.SH	杰普特	304.16	320.00	2.93	5.58	10.28	14.63	48.27	57.35	31.13	21.87
002008.SZ	大族激光	601.70	58.44	1.16	2.76	4.39	5.61	35.65	21.17	13.31	10.42
301021.SZ	英诺激光	86.60	56.65	0.32	0.51	0.85	1.54	153.18	111.08	66.65	36.79
平均值								79.03	63.20	37.03	23.03
300747.SZ	锐科激光	240.14	42.76	0.29	0.61	0.69	0.85	148	71	62	50

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比公司数据来自 Wind 一致预期（截至 2026 年 10 月 26 日），锐科激光来自西南证券盈利预测。

考虑公司连续光纤激光器收入占比超过 80%，前三季度综合毛利率同比提升 5.08pp，扣非归母净利润同比增长 223.10%，主营盈利修复趋势较为明显，高功率与超快激光器业务拓展有望带动产品结构升级支撑中长期增长，首次覆盖给予“持有”评级，建议关注。

3 风险提示

宏观经济及制造业需求恢复不及预期风险；激光器行业竞争加剧及产品价格下降风险；高功率、超快激光器及新兴应用产品拓展不及预期风险；海外业务拓展及汇率波动风险；核心器件与原材料价格波动风险；研发投入及费用率上行风险；应收账款回收及经营现金流波动风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3466.80	4107.86	4841.28	5680.03
营业成本	2760.54	3094.59	3609.02	4191.38
营业税金及附加	22.37	26.50	31.23	36.64
销售费用	77.63	106.80	125.87	144.84
管理费用（含研发费用）	493.02	554.56	701.99	846.32
财务费用	-8.21	12.42	9.51	10.14
资产减值损失	-56.95	-65.00	-70.00	-78.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	60.00	60.00	60.00
营业利润	153.94	307.99	353.66	432.71
其他非经营损益	-0.09	0.32	-0.04	0.14
利润总额	153.85	308.31	353.62	432.85
所得税	-16.49	-38.30	-41.92	-52.13
净利润	170.34	346.61	395.54	484.98
少数股东损益	8.51	6.00	7.00	8.00
归属母公司股东净利润	161.83	340.61	388.54	476.98

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	170.34	346.61	395.54	484.98
折旧与摊销	188.72	188.01	204.20	224.24
财务费用	-8.21	12.42	9.51	10.14
资产减值损失	-56.95	-65.00	-70.00	-78.00
经营营运资本变动	-293.78	-149.52	-264.71	-362.37
其他	224.10	87.40	90.44	103.22
经营活动现金流净额	224.21	419.91	364.99	382.21
资本支出	13.97	-188.00	-210.00	-232.00
其他	-125.20	-15.17	0.04	0.01
投资活动现金流净额	-111.23	-203.17	-209.96	-231.99
短期借款	90.09	-290.16	0.00	0.00
长期借款	95.00	90.00	0.00	0.00
股权融资	-81.69	0.00	0.00	0.00
支付股利	-39.31	-48.55	-102.18	-116.56
其他	-36.80	-5.79	-7.51	-8.14
筹资活动现金流净额	27.29	-254.50	-109.70	-124.70
现金流量净额	145.04	-37.75	45.33	25.52

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1067.51	1029.75	1075.08	1100.60
应收和预付款项	1324.20	1724.07	2006.40	2307.11
存货	656.86	832.58	965.13	1156.66
其他流动资产	631.92	80.66	100.31	115.64
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	2.88	3.05	3.01	3.00
固定资产和在建工程	1048.30	1076.65	1109.83	1144.09
无形资产和开发支出	162.80	159.78	158.22	158.05
其他非流动资产	416.60	409.27	386.44	363.11
资产总计	5311.07	5315.81	5804.43	6348.26
短期借款	290.16	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	830.46	718.95	899.92	1060.42
长期借款	141.62	231.62	231.62	231.62
其他负债	531.13	541.43	551.73	562.64
负债合计	1793.37	1492.00	1683.26	1854.68
股本	561.60	561.60	561.60	561.60
资本公积	768.63	768.63	768.63	768.63
留存收益	2060.38	2352.44	2638.79	2999.21
归属母公司股东权益	3414.57	3714.67	4005.02	4369.44
少数股东权益	103.14	109.14	116.14	124.14
股东权益合计	3517.71	3823.81	4121.16	4493.58
负债和股东权益合计	5311.07	5315.81	5804.43	6348.26

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	8.43%	18.49%	17.85%	17.32%
营业利润增长率	27.77%	100.07%	14.83%	22.35%
净利润增长率	20.79%	103.49%	14.12%	22.61%
EBITDA 增长率	1.82%	52.01%	11.60%	17.57%
获利能力				
毛利率	20.37%	24.67%	25.45%	26.21%
三费率（含研发）	16.22%	16.40%	17.30%	17.63%
净利率	4.91%	8.44%	8.17%	8.54%
ROE	4.84%	9.06%	9.60%	10.79%
ROA	3.21%	6.52%	6.81%	7.64%
ROIC	5.51%	11.34%	11.74%	12.85%
EBITDA/销售收入	9.65%	12.38%	11.72%	11.74%
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.77	0.87	0.93
固定资产周转率	3.46	4.37	5.06	5.69
应收账款周转率	4.77	5.15	5.08	5.09
存货周转率	3.17	3.47	3.45	3.47
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.91%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	33.77%	28.07%	29.00%	29.22%
带息债务/总负债	24.08%	15.52%	13.76%	12.49%
流动比率	2.52	3.43	3.29	3.27
速动比率	2.07	2.65	2.52	2.46
股利支付率	24.29%	14.25%	26.30%	24.44%
每股指标				
每股收益	0.29	0.61	0.69	0.85
每股净资产	6.08	6.61	7.13	7.78
每股经营现金	0.40	0.75	0.65	0.68
每股股利	0.07	0.09	0.18	0.21

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	334.45	508.42	567.37	667.09
PE	148.39	70.50	61.81	50.35
PB	7.03	6.46	6.00	5.50
PS	6.93	5.85	4.96	4.23
EV/EBITDA	69.40	45.30	40.51	34.41
股息率	0.16%	0.20%	0.43%	0.49%

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	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn