

评级：增持（首次覆盖）

市场价格：19.80

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

分析师：张晨飞

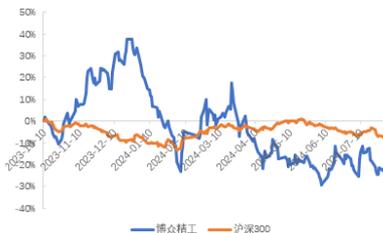
执业证书编号：S0740522120001

Email: zhangcf01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	447
流通股本(百万股)	442
市价(元)	19.80
市值(百万元)	8,844
流通市值(百万元)	8,754

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,812	4,840	5,171	6,455	7,942
增长率 yoy%	26%	1%	7%	25%	23%
净利润(百万元)	331	390	496	661	776
增长率 yoy%	71%	18%	27%	33%	17%
每股收益(元)	0.74	0.87	1.11	1.48	1.74
每股现金流量	-0.02	-0.13	2.42	0.74	0.80
净资产收益率	9%	9%	11%	13%	13%
P/E	26.7	22.7	17.8	13.4	11.4
P/B	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5

备注：股价取自 2024 年 8 月 5 日

报告摘要

国内自动化设备龙头，专注智能化生产解决方案领域。

① 公司是自动化设备领军企业，多维布局打造新增长点。公司主要从事自动化设备、自动化柔性生产线、自动化关键零部件以及工装夹具等产品研发生产与销售。公司围绕关键技术和零部件持续研发创新，已发展为拥有丰富底层核心技术和软硬件计数模块的平台型企业，业务面向消费电子、新能源、半导体等领域。

② 公司业绩稳健，3C 景气回暖叠加新能源盈利情况改善推动公司业绩增长。2016-2023 年，公司营业收入由 15.50 亿元增长至 48.40 亿元，CAGR 约 17.66%；受 3C 景气度和新业务拓展影响，公司归母净利润有一定波动，2023 年公司实现归母净利润 3.90 亿元，同比增长 17.80%。随着公司新能源业务盈利能力改善以及 3C 景气度提升，公司业绩有望稳步增长。

果链景气度有望提升，MR 设备与柔性线贡献新增长点

① 果链有望迎来景气周期，公司充分受益。2024 年 WWDC，苹果宣布正式与 OpenAI 合作，将 ChatGPT 集成到系统生态中。AI 终端发展有望带来新一轮换机需求，同时消费电子产品有望在算力、散热、光学等方面创新并带来新一轮 3C 自动化需求，果链有望迎来新景气周期。公司是果链设备核心供应商，有望受益于果链景气向上。

② MR 设备贡献新增长点。Apple Vision Pro 是 Apple 的首款空间计算设备，将人与计算设备的交互从二维升级到三维，有望开启空间计算时代。MR 的发展推动设备需求增长，公司是苹果 FATP 段规模最大的设备供应商之一，根据公司 2023 年报，公司已经接到大客户第二代的 MR 生产设备的打样需求，目前处于打样状态。同时，公司也接到多个 XR 产品客户的需求，业务发展稳定。

③ 柔性线受益大客户减人需求。柔性模块化生产线具备强适应性、高柔性以及高通用性的特点，在大客户减人需求推动下，柔性线业务有望保持增长。根据 2023 年报，公司柔性自动化生产线已经顺利量产，并交付超 40 条生产线给到客户端，进展顺利。同时，公司已经接到客户端下一年的柔性自动化生产线的打样需求，目前正在紧张打样中。

公司多维布局，打造新增长曲线。

① 新能源长期发展趋势未变，公司聚焦核心产品和客户有望持续发展。公司新能源主要产品包括锂电设备、充换电设备、汽车自动化设备。2023 年，我国新能源汽车产销分别为 944.3 万辆和 949.5 万辆，同比增长 30.8%和 37.9%，新能源汽车市场渗透率达到 31.6%。在行业短期承压但长期趋势未变的情况下，公司持续跟踪主流工艺变化情况，进一步聚焦核心产品+核心客户，有望实现长期发

展。

② **半导体设备国产替代空间大，公司持续投入进展顺利。**根据 MIR 数据，2021 年大陆封测设备总和国产化率仅 10%，其中贴片机、划片机等环节的国产化率仅 3%，半导体封测设备国产化空间大。先进封装是后摩尔时代发展方向，也是国内半导体产业实现突围的重要方式，先进封装推动下，半导体封测设备国产化进展有望加快。公司聚焦先进封装、光电子、AI 算力等细分市场，持续研发投入，推出固晶机、AOI 检测设备等，目前进展顺利。

③ **发展低空经济，受益区位优势。**低空经济相关政策持续出台，顶层设计推动下，低空经济有望蓬勃发展。此外，苏州市政府发布《苏州市低空经济高质量发展实施方案（2024~2026 年）》，旨在推动低空经济高质量发展。公司主要产品为空地一体全域巡航信息共享系统，提供各种业务场景下的全自动无人机巡查等，可应用于应急、水务、环保、公安等领域。公司依托自身在智能制造、机器人技术等方面的深厚积累，布局无人机应用领域，根据博众精工微信公众号，公司已荣获“苏州首批低空经济领航企业”。

- **盈利预测。**公司是国内自动化设备龙头，新能源业务盈利能力改善以及消费电子景气度提升加快公司发展。我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 51.71、64.55、79.42 亿元，归母净利润分别为 4.96、6.61、7.76 亿元。8 月 5 日收盘价对应 PE 分别为 17.8、13.4、11.4 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**行业景气度不及预期的风险；新业务进展不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；市场空间测算偏差的风险；报告引用数据更新不及时的风险等。

内容目录

一、国内自动化设备龙头，多元布局打开成长空间	- 6 -
1.1 公司是自动化设备领军企业	- 6 -
1.2 公司业务面向消费电子、新能源、半导体等领域	- 6 -
1.3 公司业绩稳健，有望进入新一轮快速发展期	- 7 -
1.4 公司股权结构稳定	- 9 -
二、果链景气度有望好转，MR 设备与柔性模块线打造新增长点	- 9 -
2.1 公司为果链核心设备商，有望受益于新一轮创新周期	- 9 -
2.2 MR 成消费电子领域新增长点，公司充分受益	- 12 -
2.3 公司拓展柔性模块化生产线，受益于 3C 自动化提升趋势	- 14 -
三、公司多维布局，打造新增长曲线	- 15 -
3.1 布局新能源，聚焦核心产品和客户	- 15 -
3.2 半导体设备国产替代空间大，封测设备有望快速突破	- 16 -
3.2 发展低空经济，打造新增长点	- 18 -
四、盈利预测	- 20 -
五、风险提示	- 22 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 6 -
图表 2: 公司业务布局.....	- 6 -
图表 3: 公司主要产品情况.....	- 7 -
图表 4: 2023 年公司分产品收入占比.....	- 7 -
图表 5: 2023 年公司分产品收入与毛利率情况.....	- 7 -
图表 6: 2016 年-2023 年公司营收变化情况.....	- 8 -
图表 7: 2016 年-2023 年公司净利润变化情况.....	- 8 -
图表 8: 公司销售毛利率和销售净利率情况.....	- 8 -
图表 9: 公司期间费用率情况.....	- 8 -
图表 10: 公司研发费用及其营收占比情况.....	- 9 -
图表 11: 公司股权结构 (截至 2024Q1).....	- 9 -
图表 12: 3C 产品生产流程及对应设备.....	- 10 -
图表 13: 公司消费电子覆盖产品.....	- 10 -
图表 14: 公司消费电子领域主要产品.....	- 10 -
图表 15: 联想发布的 AIPC.....	- 11 -
图表 16: 苹果发布 “Apple Intelligence”.....	- 11 -
图表 17: 中国 5G 手机渗透率变化情况.....	- 11 -
图表 18: 苹果组装检测设备订单节奏.....	- 12 -
图表 19: VR、MR、AR 设备对比.....	- 12 -
图表 20: Apple Vision Pro 产品结构图.....	- 13 -
图表 21: VisionPro 与热门产品 Meta Quest3、PICO 4 的核心参数对比.....	- 13 -
图表 22: 博众精工柔性模块化生产线.....	- 14 -
图表 23: 公司新能源业务布局.....	- 15 -
图表 24: 2016-2024H1 中国新能源车产销量变化.....	- 16 -
图表 25: 中国新能源车销量占比持续提高.....	- 16 -
图表 26: 半导体封测工艺与设备.....	- 16 -
图表 27: 半导体封测设备国产化率有望持续提升.....	- 17 -
图表 28: 公司半导体设备情况.....	- 17 -
图表 29: 低空经济按照高度划分.....	- 18 -
图表 30: 2020-2050 年美国低空经济结构变化.....	- 18 -
图表 31: 低空经济部分政策.....	- 19 -
图表 32: 苏州市低空经济高质量发展实施方案 (2024~2026 年) 要点.....	- 19 -

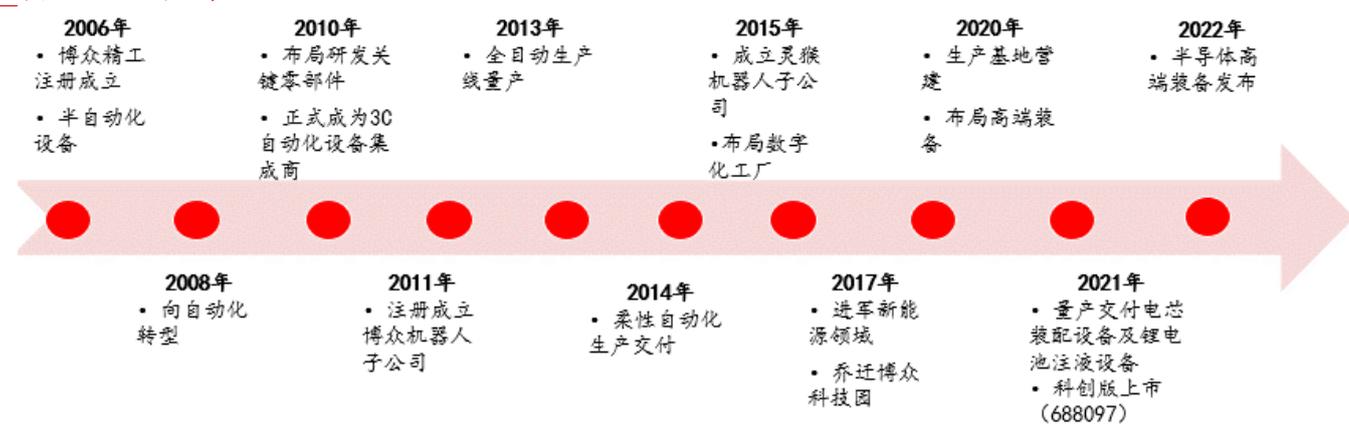
图表 33: 博众空地一体全域巡航信息共享系统.....	- 20 -
图表 34: 博众精工荣获苏州首批低空经济领航企业.....	- 20 -
图表 35: 业绩拆分和盈利预测.....	- 21 -
图表 36: 可比公司估值.....	- 22 -
图表 37: 盈利预测表.....	- 23 -

一、国内自动化设备龙头，多元布局打开成长空间

1.1 公司是自动化设备领军企业

- **公司是自动化设备领军企业。**公司成立于2006年，2021年上市，是国内智能制造行业领军企业。公司主要从事自动化设备、自动化柔性生产线、自动化关键零部件以及工装夹具等产品研发生产与销售，下游覆盖消费类电子、新能源汽车、半导体、关键零部件、智慧仓储物流等领域。经过多年的积累与发展，公司已成长为智能化生产方案领军企业。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

1.2 公司业务面向消费电子、新能源、半导体等领域

- **公司主业为智能制造装备，业务涵盖消费电子、新能源、半导体等领域。**公司主要产品为自动化设备、自动化柔性生产线、自动化关键零部件以及工装夹（治）具等，同时也为客户提供智能工厂的整体解决方案。目前公司产品主要应用于消费电子、新能源、半导体等行业领域。

图表 2：公司业务布局



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司主要产品：**自动化设备（线）是公司主要业务，包括自动化检测设备、自动化组装设备、自动化柔性生产线等，可执行对来料尺寸、外观、

功能等进行高精度快速检测，对产品的零部件进行装配、贴合、覆膜、包装等多种自动化操作。

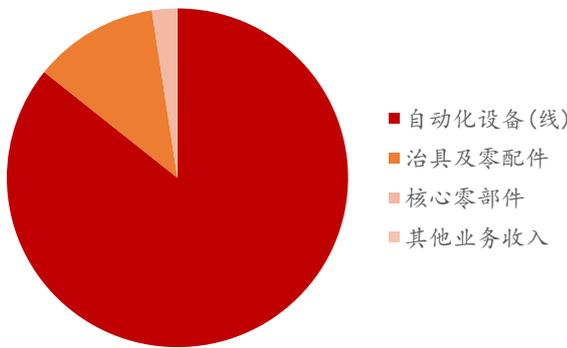
图表 3: 公司主要产品情况

分类	用途
自动化设备(线)	可执行对来料尺寸、外观、功能等进行高精度快速检测，对产品的零部件进行装配、贴合、覆膜、包装等多种自动化操作，能够有效取代人工劳动提高客户生产效率，同时，可以配合其他工序设备和物料输送带共同组成柔性自动化生产线系统
治具类产品	用于协助控制位置或动作，测试治具的主要用途是精确测试产品的电压、电流、功率、频率等参数，生产治具则主要用于部件定位、压合、锁螺丝、刷锡膏等生产环节
核心零部件产品	主要用于为自动化生产提供驱动、光源等相关功能；同时也包括行业自动化设备上的精密结构件、关键功能件等

来源：公司公告，中泰证券研究所

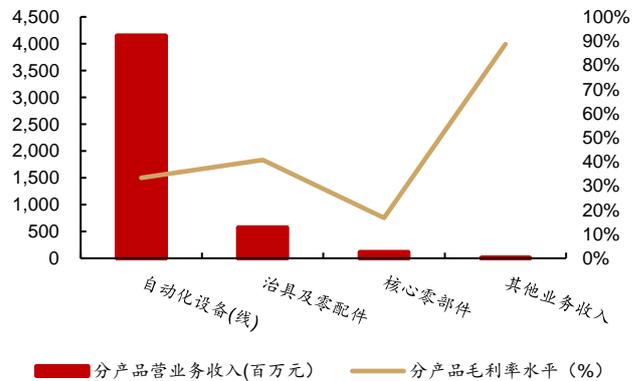
- 公司收入主要来自于自动化设备、治具及零部件。2023 年，公司的自动化设备(线)、治具及零配件、核心零部件收入分别为 41.50、5.74、0.11 亿元，占总收入比重分别为 85.74%、11.86%、2.34%。分产品看，2023 年公司自动化设备(线)、治具及零配件、核心零部件业务的毛利率分别是 33.27%、40.69%、16.73%，同比分别+2.68pct、-5.48pct、-0.22pcts。

图表 4: 2023 年公司分产品收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5: 2023 年公司分产品收入与毛利率情况

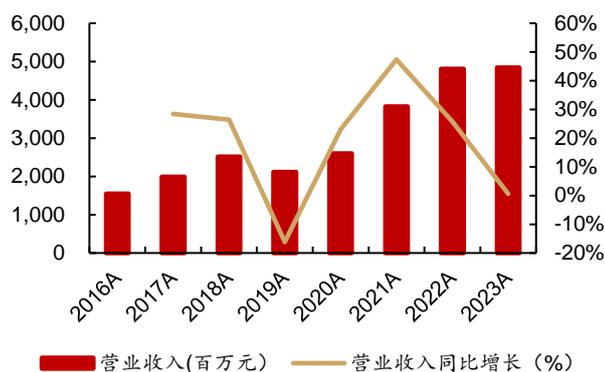


来源：公司公告，中泰证券研究所

1.3 公司业绩稳健，有望进入新一轮快速发展期

- 公司有望进入新一轮快速发展期。2016-2023 年，公司营业收入由 15.50 亿元增长至 48.40 亿元，CAGR 约 17.66%；公司归母净利润有一定波动，2021 年之后进入稳步增长阶段，2023 年公司实现归母净利润 3.90 亿元，同比增长 17.80%。展望 2024，随着 AI 终端发展，苹果有望进入新一轮创新周期，设备商有望受益，公司作为 3C 设备龙头，业绩有望稳步增长。

图表 6: 2016 年-2023 年公司营收变化情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

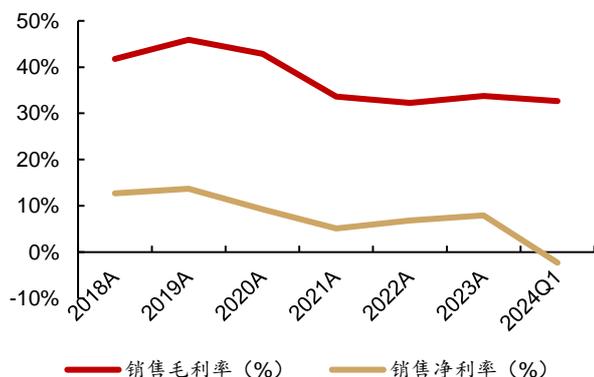
图表 7: 2016 年-2023 年公司净利润变化情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

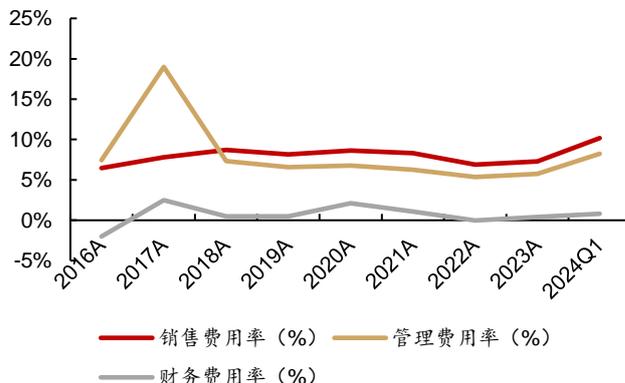
- **公司盈利能力有所回升。**2023 年, 公司销售毛利率和销售净利率分别为 33.79%/7.94%, 同比分别+1.52、+1.12pcts。随着公司新能源业务盈利能力改善以及消费电子景气度提升, 公司盈利能力有望持续回升。
- **公司期间费用情况。**2023 年, 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 7.29%、5.73%、0.41%, 同比分别+0.40、+0.37、+0.44pcts。随着公司费用管控以及收入规模持续增长, 预计公司期间费用率稳中有降。

图表 8: 公司销售毛利率和销售净利率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

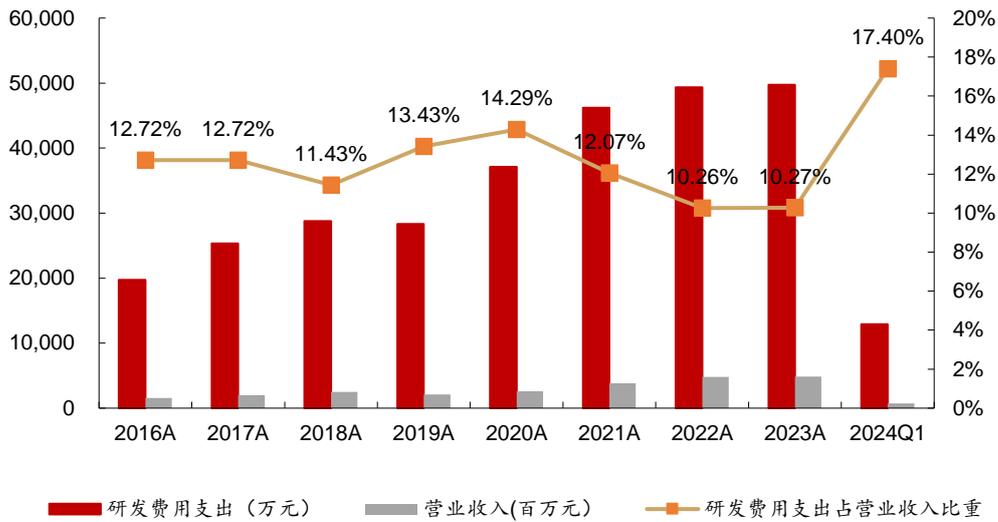
图表 9: 公司期间费用率情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **公司重视研发, 研发费用维持增长。**公司建立了各事业中心下属工程部和技术创新中心相结合的研发体制。由于下游客户对自动化设备的需求具有多样化、个性化、非标准化特点, 公司产品需根据客户的技术需求进行定制, 通过自主研发、设计、制造组装和调试, 在不断修正的过程中使产品的技术性能满足客户要求。公司研发费用与研发费用率维持增长, 2023 年公司研发费用为 4.97 亿元, 同比增长 0.73%, 研发费用率为 10.27%。

图表 10: 公司研发费用及其营收占比情况

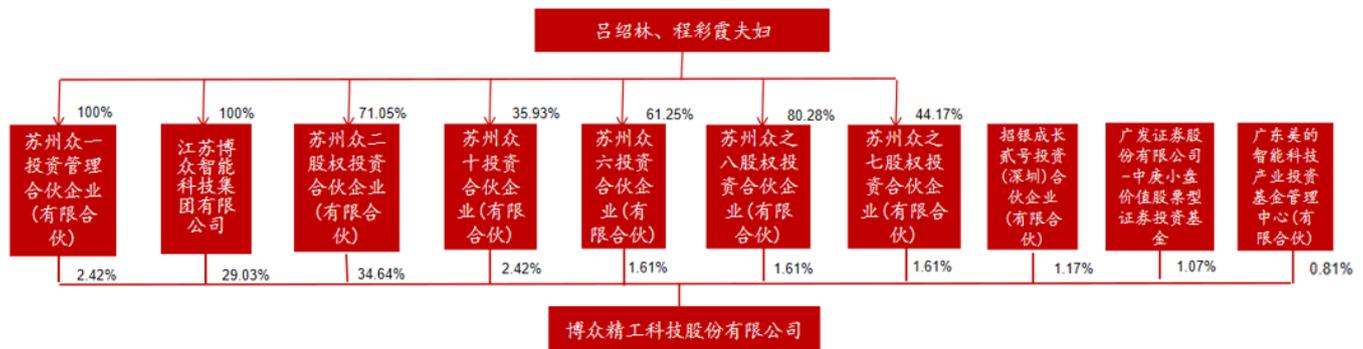


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

1.4 公司股权结构稳定

- 公司实际控制人为吕绍林、程彩霞夫妇。公司股权结构集中, 实际控制人为吕绍林、程彩霞夫妇。

图表 11: 公司股权结构 (截至 2024Q1)



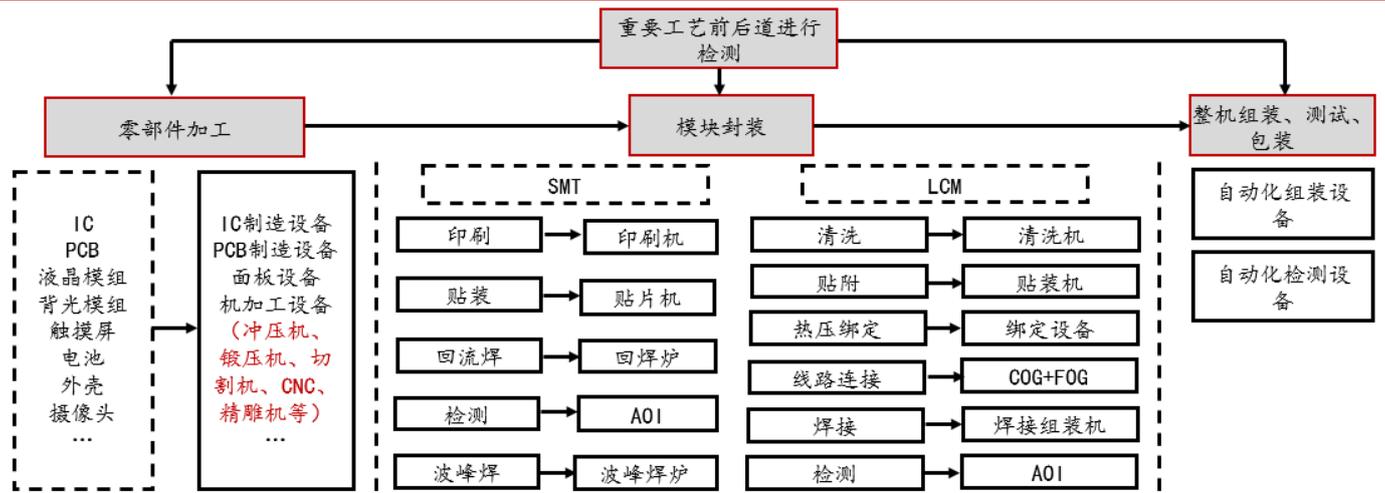
来源: Wind, 中泰证券研究所

二、果链景气度有望好转, MR 设备与柔性模块线打造新增长点

2.1 公司为果链核心设备商, 有望受益于新一轮创新周期

- 公司是果链核心设备商。3C 产品种类多且具有差异性, 细分的产业链有所差异, 但整体可分为前段零部件加工、中段模块封装、后段整机组装、测试、打包。公司所销售的生产设备及治具主要应用于整机产品的组装与测试生产阶段 (FATP, Final Assembly Test & Package), 而该生产阶段直接关系到电子产品的最终质量和安全性, 是生产消费电子产品的核心装备。

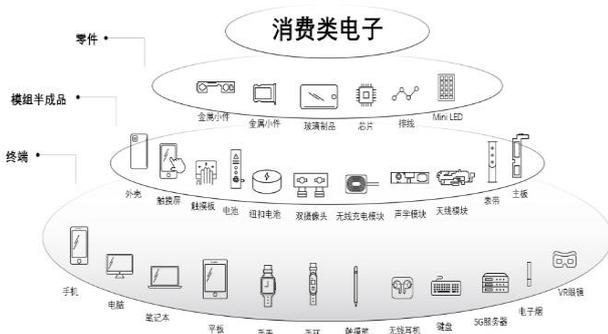
图表 12: 3C 产品生产流程及对应设备



来源：中泰证券研究所整理

■ **公司 3C 设备业务拓展至产业链多个环节。**在消费电子行业，公司专注于精密组装、精密检测、精密量测、精密 Bonding 等领域，主要为客户提供精密组装设备（线）、精密量测设备、精密 Bonding 设备、精密检测设备等等。从产品维度来看，公司的设备目前可应用于智能手机、平板电脑、TWS 蓝牙耳机、智能手表、笔记本电脑、智能音箱、AR/MR/VR 产品等在内的全系列终端产品。从消费电子产业链生产环节维度看，公司的设备目前不仅可以应用于终端的整机组装与测试环节，而且已经纵向延伸至前端零部件、模组段的组装、检测、量测、测试等环节，例如摄像头模组、外壳（笔记本、手机、手表）、电池、屏幕 MiniLED、MR 光机模组等高精度模组的组装与检测。

图表 13: 公司消费电子覆盖产品



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14: 公司消费电子领域主要产品



来源：公司公告，中泰证券研究所

■ **AI 有望推动 3C 行业新一轮创新周期。**

➢ **AIPC:** 2023 年，英特尔、AMD、高通等处理器大厂纷纷推出支持本地 AI 大模型运行的 AI PC 处理器，下游的众多 PC 厂商也纷纷响应，计划开始销售 AIPC。根据 Canalys，AI 对于 PC 产业将有深远影响，包括代工厂、处理器厂商和操作系统供应商都将在 2024 年推出支持 AI 的新型 PC，将提升换机需求，尤其是商务领域。AI PC 有望快速增长，2024 年 PC 出货量有望同比增长 8% 至 2.67 亿台。其中，AI PC

- 占比将达 19%，接近 5100 万台。
- **AI 手机**：2024 年 WWDC，苹果宣布正式与 OpenAI 合作，将 ChatGPT 集成到系统生态中，由最新的 GPT-4o 驱动，免费使用。接入大模型后，Siri 变得更加聪明；内置图片 AI 消除功能，可以 Siri 一键修图；支持系统录音 APP、通话录音撰写文字并概括等。AI 有望带来新一轮换机周期，同时终端产品有望在算力、散热、光学等方面创新并带来新一轮 3C 自动化需求。

图表 15: 联想发布的 AIPC



来源：联想，中泰证券研究所

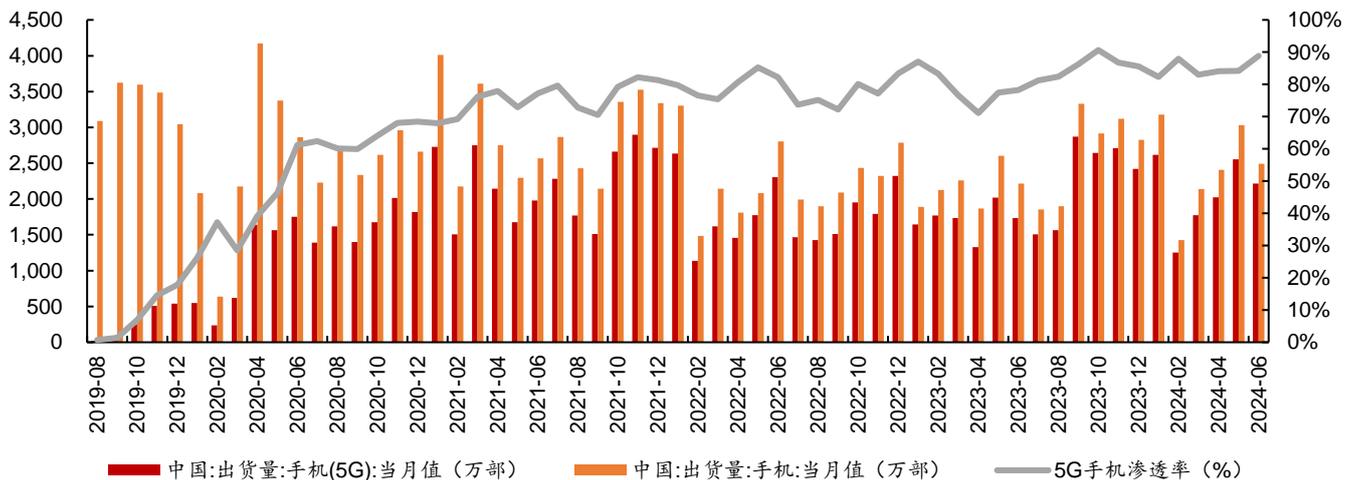
图表 16: 苹果发布“Apple Intelligence”



来源：网易科技，中泰证券研究所

- **AI 终端渗透率有望快速提高，带来新一轮换机需求。**手机是 AI 落地非常好的场景，具备算力、与日常生活结合度高、保有量大特点。参照 5G 换机潮，2019 年 8 月-2020 年 6 月，5G 手机渗透率由 0.71% 提高至 61.17%，在行业趋于成熟的发展阶段，手机品牌厂商有望积极拥抱 AI 终端，AI 终端渗透率亦有望快速提高。

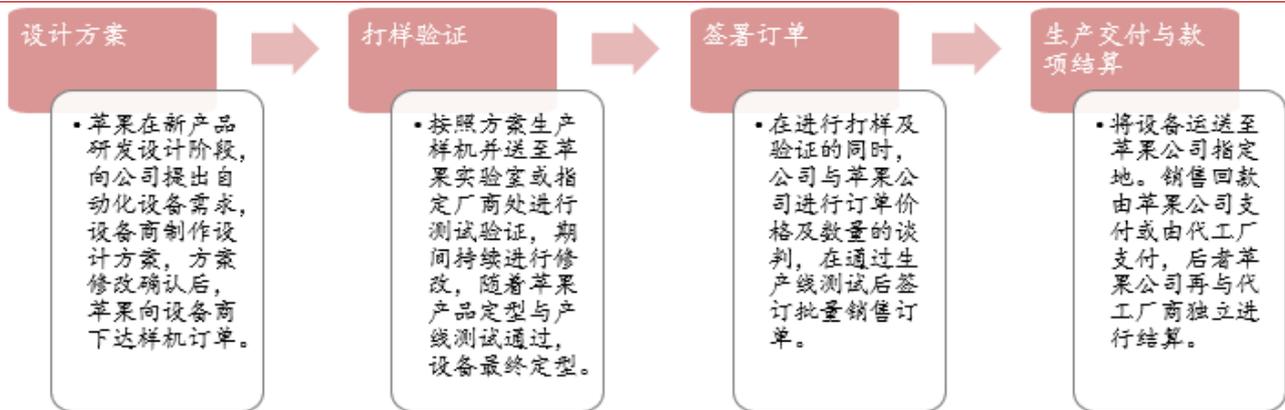
图表 17: 中国 5G 手机渗透率变化情况



来源：Wind，中泰证券研究所

- **2025-2026 年果链有望迎来景气周期，公司充分受益。**(1) iPhone 的硬件、操作系统和优秀的客户群体为 AI 应用落地提供良好土壤。AI 终端有望带来新一轮换机周期；(2) 为适配 AI 功能，iPhone17 创新点有望增多。终端产品变化有望带来新制设备需求增加；(3) 苹果凭借芯片和操作系统等优势，有望在 AI 终端浪潮中取得先发优势。在 AI 终端推动下，果链有望进入新一轮景气周期。

图表 18: 苹果组装检测设备订单节奏



来源: 科瑞技术招股书, 中泰证券研究所整理

2.2 MR 成消费电子领域新增长点, 公司充分受益

- **MR 是指混合现实。**VR (虚拟现实) 是指通过计算机仿真技术+光学技术实现完全沉浸于虚拟世界的设备, 具有完全脱离现实的特性; MR (混合现实) 是指通过 Video See-Through (视频透视技术) 在 VR 的世界里叠加外部物理环境的视频信息, 呈现初步的虚实结合效果, 产品形态为头显设备; AR (增强现实) 是指通过 Optical See-Through (光学透视技术) 实现将三维虚拟信息叠加于现实物理世界, 呈现深度的虚实结合效果, 产品形态为眼镜。

图表 19: VR、MR、AR 设备对比

	定义	特点	图示
VR	VR 指的是由计算机模拟生成的三维虚拟环境	让用户感觉身临其境, 沉浸在虚拟环境中, 与现实环境隔绝	 Digital environments that shut out the real world.
AR	AR 是一种能将计算机实时生成的虚拟物体 (信息) 展现到真实环境中的技术	用户看到的虽然是计算机虚拟出的景象, 但自身的感知还停留在现实世界中	 Digital content on top of your real world.
MR	混合现实是介于增强现实 (AR) 和虚拟现实 (VR) 之间的一种技术, 融合真实世界和虚拟世界, 使物理和数字对象能够在同一空间中并存并进行互动	用户可以看到和感知现实世界, 同时也可以与虚拟元素进行互动。与 AR 相比, MR 更加注重将虚拟和现实的元素融合得更紧密, 使二者之间的交互更加自然	 Digital content interacts with your real world.

来源: 慧铭达电子, 中泰证券研究所

- **VisionPro 为 MR 注入活力, 开启空间计算时代。**2023 年 6 月 6 日, 苹果全球开发者大会发布首款 MR 设备 Apple Vision Pro。Apple Vision Pro 是 Apple 的首款空间计算设备, 融合 Mac 的高性能、iPhone 的移动、Airpods 及 Watch 的可穿戴以及全新的空间维度。Apple Vision Pro 代表了一种全新的人机交互模式, 让人与计算设备的交互从二维升级到三维, 让整个 MR 设备行业迎来了突破性时刻, 将极大促进 MR 设备市场的发展, 并带动相关产业链投资机会。

图表 20: Apple Vision Pro 产品结构图


来源：VR 陀螺，中泰证券研究所

图表 21: VisionPro 与热门产品 Meta Quest3、PICO 4 的核心参数对比

产品名称	Apple vision Pro	Meta Quest 3	PICO 4
追踪方式	6 DoF Inside-out (12 颗摄像头)	6 DoF Inside-out (4 颗摄像头)	6 DoF Inside-out (5 颗摄像头)
操作系统	visionOS	Android	Pico OS 5.0 (Android)
屏幕	Micro-OLEDx2 (内屏)、OLED×1 (外屏)	LCDX2	LCD×2
光学方案	Pancake	Pancake	Pancake
单眼分辨率	3680×3140	2064×2208	2160×2160
刷新率	90/96/100Hz	72/80/90/120Hz	72/90Hz
视场角 (FOV)	水平 117°、垂直 87°	水平 110°、垂直 96°	水平 104°、垂直 103°
高动态范围 (HDR)	√	×	√
透镜调节	全自动	手动	全自动
瞳距 (IPD)	51-75mm	53-75mm	62-72mm
处理器	计算芯片 M2+协处理芯片 R1 (均 5nm 工艺)	骁龙 XR2 Gen 2 芯片 (4nm 工艺)	骁龙 XR2 芯片 (7nm 工艺)
动态存储 (RAM)	16GB	8GB	8GB
彩色摄像头	650 万像素 ×2 个	400 万像素 ×2 个	1600 万像素 ×1 个
深度传感器	LiDAR + IR Projector	IR Projector	无
眼动追踪	√	×	×
面部追踪	√	×	×
手部追踪	√	√	√
认证	Optic ID	×	×
麦克风数量	6 个	3 个	2 个
连接	Wi-Fi 6 (2.4+5 GHz)、蓝牙 5.3	Wi-Fi 6E (2.4+5 GHz)	Wi-Fi 6、蓝牙 5.1
电池	外接式 2-2.5 小时	内置前置 1.5-2.5 小时	内置后端 3 小时
重量	623g (整机)	515g	586g

上市时间	2024年2月2日	2023年10月10日	2022年9月27日
容量&价格	3499 美元 (256GB) / 3699 美元 (512GB) / 3899 美元 (1TB)	499.99 美元 (128GB)、649.99 美元 (512GB)	430 美元 (128GB)、500 美元 (512GB)

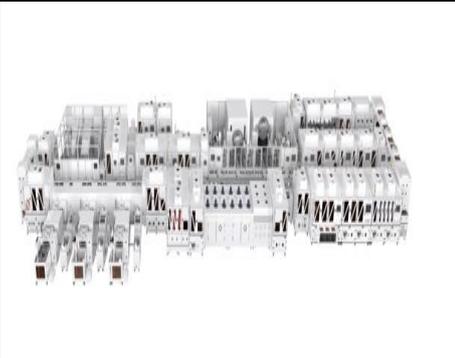
来源：VR 陀螺，中泰证券研究所

- 公司深度绑定苹果，将持续受益于 MR 行业增长。**公司是苹果在 FATP 环节国内销售规模最大的自动化组装设备供应商之一，紧跟大客户需求进行前瞻性研发布局并配套生产。根据公司 2023 年 7 月 5 日的机构调研纪要，公司在 MR 相关设备的研发开展较早，2022 年接到首批正式订单，公司在大客户第一代 MR 产品的中后段模组、整机组装端设备占比较高，同时公司也在开展下一代 MR 设备研发。根据 2023 年报，公司已经接到大客户第二代的 MR 生产设备的打样需求，目前处于打样状态。同时，公司也接到多个 XR 产品客户的需求，业务发展稳定。

2.3 公司拓展柔性模块化生产线，受益于 3C 自动化提升趋势

- 柔性模块化生产线适应消费电子行业自动化升级和减人需求。**消费电子产品具有加工工艺精细、更新速度快等特点，随着消费电子产品生命周期缩短以及定制化程度要求增高，下游客户对企业生产工艺的适应性以及自动性提出了更高的标准，要求其在提升生产速度的基础上拥有适应多品种生产模式的能力。具备强适应性、高柔性以及高通用性特点的柔性模块化生产线能兼容不同的产品并实现快速切换，并且能满足客户对于更高自动化和减人需求。
- 公司柔性化模块化生产线已成功实现量产，引领柔性模块化生产线行业发展趋势。**公司自 2016 年起开始研究柔性模块化生产线，凭借对消费类电子产品工艺流程的深刻理解和前期的研发积累，颠覆性地推出覆盖整个 FATP 段的柔性模块化生产线。该柔性模块化生产线采用革命性的设计方式，同时具备高度的自动化、高柔性、高通用性的特点，通过更换夹爪等定位和拾取装置，能兼容客户不同的产品并快速切换，极大的节省了人力成本和产线调试维护时间，避免了单台设备宕机影响整线产能的情况，有利于客户快速布线并在短期内形成产能。公司是行业内极少数真正具备 FATP 段整线覆盖能力的设备厂家之一。目前柔性线已经顺利量产，并交付超 40 条生产线给到客户端，进展顺利。同时，公司已经接到客户端下一年的柔性自动化生产线的打样需求，目前正在紧张打样中。

图表 22：博众精工柔性模块化生产线

图示	介绍	优势
	全自动柔性生产线，整线由数十台单机设备串联起来的全自动化线体，集成自动上下料、组装、点胶、灌胶、固化、剪胶柱和检测等多种生产工艺，可靠性、自动化程度高，基本实现无人化运行。	①可靠性 自动化程度高 基本实现无人化运行； ②防静电+万级无尘设计满足特殊环境下高效、高品质自动化生产的需求； ③可视化生产看板系统，实时把控生产进程，生产数据全程记录确保可追溯； ④柔性及快换设计，通过简单调整维护快速适应不同产品。

来源：博众精工官网，中泰证券研究所

三、公司多维布局，打造新增长曲线

3.1 布局新能源，聚焦核心产品和客户

- **公司积极布局新能源领域。**新能源是公司的重要战略业务领域，主要产品包括锂电设备、充换电设备、汽车自动化设备。
 - **锂电设备：差异化竞争，聚焦重点客户和重点机型。**目前公司推出的隧道腔注液机、高速热复合切叠一体机、三工位切叠一体机等产品已经成长为行业的领先产品，同时取得宁德时代、蜂巢能源、巨源等客户的量产订单，且已经实现大批量产和交付。
 - **充换电设备：竞争力强，加大系列化产品研发。**公司智能充换电站产品包括乘用车充换电站、商用车充换电站，配套相应系统有智能站控系统、云平台系统等。公司已经与宁德时代、上汽集团、中石油、中石化、deepway、北汽蓝谷、吉利汽车、广汽集团、东风汽车、厦门金龙等客户形成长期稳定的合作关系。公司将加大系列化产品研发，依托充换电站既有的客户群体优势，重点针对重卡、轻卡、无人机换电等场景进行研发，同时积极布局中欧日等标准认证工作，加大国内外运营端市场的需求开拓。
 - **汽车自动化设备：提供整线解决方案，客户关系稳定。**公司聚焦于新能源电驱、汽车电子、汽车核心零部件三个产品发展方向，在新能源汽车电机&电控装配领域、汽车电子精密装配测试领域，核心零部件制程装配领域深耕多年，致力于为客户提供一流的设备，集装配、测试、输送全工艺段一体化解决方案。目前，公司与蒂森克虏伯、电装、博世、方正电机、巴斯夫、西门子等国内外行业知名零部件生产企业建立了稳定的合作关系。

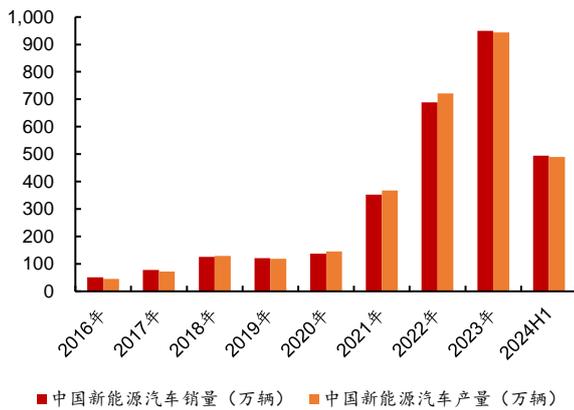
图表 23：公司新能源业务布局

	主要产品	典型设备外观
锂电装备	为电池客户提供锂电池制程设备及电池整线智能解决方案。主打设备有三工位切叠一体机、高速热复合切叠一体机、刀片铝壳注液机、圆柱钢壳注液机、方形铝壳注液机等	
充换电装备	为客户提供乘用车充换电站、商用车充换电站、智能站控系统、云平台系统、商用车充电桩、电池箱及底托等产品	
零部件制造装备	致力于汽车电驱控制件、电子电气件、结构零部件三大核心装备线，主打产品有扁线电机转子、定子装配线，电驱总成合装线，汽车电源转换单元装配测试线，转向系统装配线	

来源：博众精工官网，中泰证券研究所

- **新能源长期发展趋势未变，公司聚焦核心产品和客户有望持续发展。**2023年，我国新能源汽车产销分别为 944.3 万辆和 949.5 万辆，同比增长 30.8%和 37.9%，新能源汽车市场渗透率达到 31.6%。在行业短期承压但长期趋势未变的情况下，公司持续跟踪主流工艺变化情况，进一步聚焦核心产品+核心客户，有望实现长期发展。

图表 24: 2016-2024H1 中国新能源车产销量变化



来源: 国家统计局, 中汽协, 中泰证券研究所

图表 25: 中国新能源车销量占比持续提高

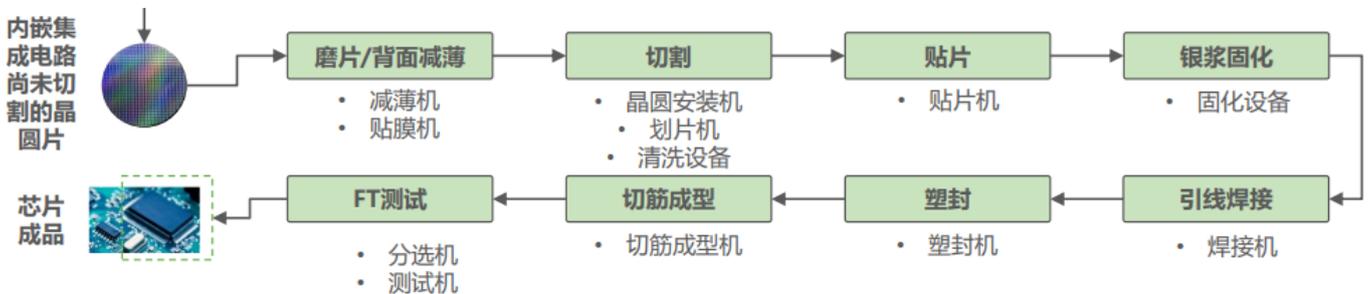


来源: 中汽协, 中泰证券研究所

3.2 半导体设备国产替代空间大, 封测设备有望快速突破

- 半导体封测的工艺包括晶圆背面减薄、划片、固晶、键合、塑封、打标、电镀、切筋成型、检测。对应设备分别为磨削设备、划片机、固晶机、键合机、塑封机、激光打标机、电镀设备、切筋成型设备、测试机等。根据 TechInsights, 2023 年全球半导体组装和封装设备销售额为 41 亿美元。

图表 26: 半导体封测工艺与设备



来源: 艾瑞咨询, 中泰证券研究所

- 半导体封测设备国产化空间大。根据 MIR 数据, 2021 年大陆封测设备总国产化率仅 10%, 其中贴片机、划片机等环节的国产化率仅 3%, 半导体封测设备国产化空间大。先进封装是后摩尔时代发展方向, 也是国内半导体产业实现突围的重要方式, 先进封装推动下, 半导体封测设备国产化进展有望加快。

图表 27: 半导体封测设备国产化率有望持续提升

设备类型	国产化率			外资厂商	国内厂商
	2017	2021	2025E		
引线键合	1%	3%	10%	ASM、K&S、Besi、Shinkawa	奥特维、新益昌等
贴片机	1%	3%	12%	ASM、Besi、Canon、Shinkawa	新益昌、快克智能、大连佳峰等
划片机	1%	3%	10%	Disco、Accretech	中电科、沈阳和研、光力科技
测试机	5%	15%	25%	Teradyne、Advantest、Cohu	华峰测控、长川科技
分选机	10%	21%	35%	Advantest、Cohu	长川科技、金海通、深科达
探针台	4%	9%	20%	TEL、Accretech、Formfactor	深圳矽电
综合国产化率	4%	10%	18%		

来源: MIR, 各公司公告, 各公司官网, 中泰证券研究所

- 公司主要布局 AOI 检测机、固晶机以及全自动高精度共晶机。在半导体板块布局方面, 公司从后端的封装测试设备入手, 然后再往前端晶圆 AOI 检测设备延伸。目前公司已经推出 AOI 检测机、全自动高精度共晶机以及固晶机。其中固晶机主要用于芯片与基板的贴放, AOI 检测机主要用于检测电子元器件、集成电路芯片等产品的质量。
- 公司聚焦于开发满足先进封装工艺要求的固晶 (包含共晶) 和 AOI 检测设备, 重点关注先进封装、光电子、AI 算力等领域。公司半导体业务进展顺利: 高精度共晶机, 公司持续加强技术的迭代开发及降本, 新客户订单持续增加; 针对大客户需求的固晶机仍在装调阶段; AOI 检测设备方面, 新一代产品已研发完成。

图表 28: 公司半导体设备情况

产品名称	产品用途	产品优势/技术水平介绍	产品图示
星威 EF8621	EF8621 贴片机能为先进封装提供灵活而多样的封装能力	1、高精度: $\pm 3 \mu\text{m}@3\sigma$, 让客户拥有领先的产品良率; 2、高效率: 动态换刀、双中转轴、高效共晶台 (升温速率 80°C/s , 340°C 至 200°C 降温时间 5s), 特定工况下提升 20% 以上产出; 3、高柔性: 多吸嘴自动更换、多中转工位自由切换、多种上料方式灵活选配, 最多可支持 8 种产品共线生产; 4、易扩展: 专有的客户编程界面 (BOS)、可定制开发、功能模块可选配。	
星威 EF9621	EF9621 贴片机拥有多 Wafer 上料、动态换顶针等功能, 更加适用于多工艺、多芯片一机生产	1、高精度: $\pm 3 \mu\text{m}@3\sigma$, 让客户拥有领先的产品良率; 2、高效率: 多工作台、快速精准温控及力控, 特定工况下提升 20% 以上产出; 3、高柔性: 多吸嘴自动更换、多中转工位自由切换、多种上料方式灵活选配; 4 wafer 供料系统、动态换顶针系统; 4、易扩展: 专有的客户编程界面 (BOS)、可定制开发、功能模块可选配 Flip Chip。	
星威 EH9721	EH9721 贴片机拥有轨道接驳上下料等功能, 应用产品更广泛, 更适用于批量化的产品生产	1、高精度: $\pm 2 \mu\text{m}@3\sigma$; 2、高效率: 多工作台、快速精准温控及力控; 3、高柔性: 多吸嘴自动更换、多中转工位自由切换、多种上料方式灵活选配、轨道接驳上下料; 4、易扩展: 配合客户进行工艺探索、可定制开发、功能模块可选配 Flip Chip。	
星准 IR9721	IR9721 系列提供带编带输出的全自动光学检测, 对微小缺陷类型有更高灵敏度, 结合 3D 量测和深	1、高精度: 3D 精度: $\pm 7.5 \mu\text{m}@3\sigma$; 支持 $150 \mu\text{m}$ BGA Balls; 支持 Surface dent 检测; 支持色彩检测; 2、高扩展性: 上下料叠 Die 检查; 满足于高通量、高精度、高稳定性等应用需求; 3、高兼容性: 兼容 BGA, QFN, LGA, QFP, SOP 等多种封装形式; 覆盖 $3*3\text{mm}-120*120\text{mm}$ 芯片尺寸; 4、高产能: UPH up to 40k。	

	深度学习算法实现缺陷类型快速分类，提高封装质量检测		
星准 IR9821	IR9821 系列利用深度学习算法和 2D/3D 测量技术，提供高性能和全自动的光学检测，以确定不同类型的器件的封装质量	1、高精度：3D 精度：±5 μm @3σ；支持 100 μm BGA Balls；支持 Surface dent 检测；支持色彩检测；2、易用性：快速换型时间；3、高兼容性：兼容 BGA, QFN, LGA, QFP, SOP 等多种封装形式；覆盖 3*3mm-50*50mm 芯片尺寸；4、智能分类：缺陷智能分类，3 NG Buffer 轨道。	

来源：公司公告，中泰证券研究所

3.2 发展低空经济，打造新增长点

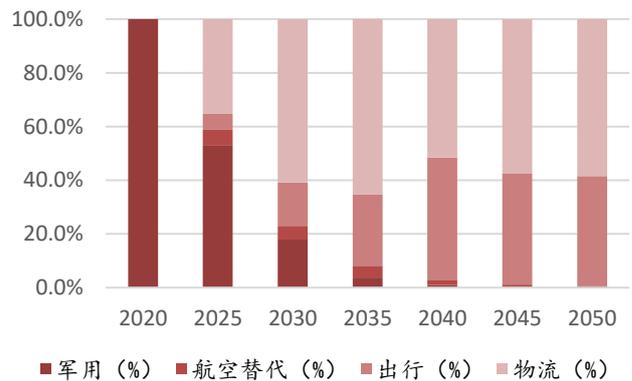
- 低空经济是在 3000 米以下空域中经济活动的总称，按照高度划分空域可将低空经济进一步划分为泛低空通航区、类常规飞行器载人通航区、行业应用通航区和消费民用区几个区域。其中最重要的两类应用是物流运输与载人运输，二者产生的总经济效益将占到未来低空经济的 95% 以上。

图表 29：低空经济按照高度划分



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

图表 30：2020-2050 年美国低空经济结构变化



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

- 苏州市大力发展低空经济，公司有望受益区位优势。2021 年以来，低空经济相关政策持续出台，顶层设计推动下，低空经济有望蓬勃发展。苏州市政府发布《苏州市低空经济高质量发展实施方案（2024~2026 年）》（以下简称方案），提出到 2026 年，充分发挥制造业长板优势，培育一批集研发、生产、运营于一体的高科技企业。打造以低空科创智造产业为核心，以低空保障产业为支撑，以低空创新服务业为特色的产业体系。力争聚集产业链相关企业 500 家，产业规模达 600 亿元。

图表 31：低空经济部分政策

名称	时间	机构	内容
中央经济工作会议	2023 年 12 月	-	打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业
关于加快生活服务数字化赋能的指导意见	2023 年 12 月	商务部等 12 部委	完善城乡一体化仓储配送体系，支持立体库、分拣机器人、无人车、无人机、提货柜等智能物流设施铺设和布局。
中华人民共和国空域管理条例（征求意见稿）	2023 年	国家空中交通管理委员会	县级以上地方人民政府及有关单位按照职责分工协助做好有关空域管理工作
无人驾驶航空器飞行管理	2023 年	国务院中央军委	促进无人驾驶航空器产业健康有序发展；县级以上地方人民政府及其有关部门按照职责分工负责本行政区域内无人驾驶航空器有关管理工作。
国家综合立体交通网规划纲要	2021 年	国务院	首提发展低空经济；构建城市群内部快速空中交通网络；推进智能化通用航空器应用；发展新一代空管系统，推进空中交通服务、流量管理和空域管理智能化，推进各方信息共享

来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

图表 32：苏州市低空经济高质量发展实施方案（2024~2026 年）要点

发展目标	具体内容
产业能级大幅提升	到 2026 年，充分发挥制造业长板优势，培育一批集研发、生产、运营于一体的高科技企业。打造以低空科创智造产业为核心，以低空保障产业为支撑，以低空创新服务业为特色的产业体系。力争聚集产业链相关企业 500 家，产业规模达 600 亿元。
基础设施基本完善	到 2026 年，构建形成低空地面基础设施骨干网络，建成 1~2 个通用机场和 200 个以上垂直起降点，统筹引导企业开展垂直起降点建设。建成低空飞行试验基地，完善试验、试飞、检测、验证、适航、评定等功能。
低空场景丰富多元	到 2026 年，围绕物流配送、载人飞行、旅游消费、应急救援、城市管理等领域打造一批示范应用场景，开通至周边机场 3~5 条通用航空短途运输航线、100 条以上无人机航线，无人机商业飞行取得突破性进展。
监管服务安全有效	到 2026 年，建立健全服务无人机、直升机等各类低空飞行器的安全监管服务平台，有效衔接基础设施使用、飞行申请响应、通讯气象监测，飞行过程监管等功能，切实提升低空飞行服务监管能力，保障城市空中交通安全。

来源：苏州市人民政府网站，中泰证券研究所

- 公司拓展空地一体全域巡航信息共享系统。**公司低空经济业务由子公司博众机器人承接，在低空经济领域主要致力于为智慧城市治理方向提供网格化、规模化部署的低空巡查综合解决方案，主要产品为空地一体全域巡航信息共享系统，该系统由无人机及载荷、无人机自动机场系统、低空通信系统、航线规划与调度指挥平台及多场景 AI 自动识别平台等组成。该系统应用无线自组网、视觉导航、远程测控、GIS 地理信息建模技术、人工智能及自动化等多种软硬件高新技术，为用户提供各种业务场景下的全自动无人机巡查、巡查结果的 AI 识别、设备自动维护管理、气象监测及视频监控、三维 GIS 地理信息、融合通信等综合服务，广泛应用于应急、水务、环保、公安、城管、交通、森防、电力、油气管道等领域。

图表 33: 博众空地一体全域巡航信息共享系统



来源: 博众精工微信公众号, 中泰证券研究所

图表 34: 博众精工荣获苏州首批低空经济领航企业



来源: 博众精工微信公众号, 中泰证券研究所

四、盈利预测

■ 消费电子:

- **收入:** 2024 年, 消费电子景气度有所改善, 2025-2026 年, 随着 AI 终端发展, 行业有望迎来新一轮换机周期, 同时 AI 终端有望带来较多产品改动, 从而带来新制设备需求增加, 设备商有望受益。公司是 3C 自动化龙头, 并且受益于 MR 新品类发展以及减人需求带来的柔性线需求, 在行业景气周期中有望迎来业绩快速增长。预计 2024-2026 年, 公司消费电子业务营收增速分别为 10.00%、28.00%、25.00%。
- **盈利能力:** 消费电子是公司发展多年的成熟业务, 毛利率较为稳定, 在景气周期中, 考虑到公司接单质量有望改善, 预计毛利率稳中有升。预计 2024-2026 年, 公司消费电子业务毛利率分别为 38.00%、38.50%、38.50%。

■ 新能源:

- **收入:** 公司新能源业务主要包含锂电设备、换电设备以及汽车零部件设备。在行业长期发展趋势未变但短期承压的情况下, 公司聚焦核心客户和核心产品, 有望实现稳健发展。我们预计公司新能源营业收入平稳微增。预计 2024-2026 年公司新能源业务营收增速分别为-10.00%、5.00%、5.00%。
- **盈利能力:** 公司将以产品为导向, 专注于细分市场主流工艺, 打造拳头产品。在营收保持稳定, 以及公司持续打磨产品的情况下, 公司盈利能力有望改善。预计 2024-2026 年, 公司新能源业务毛利率分别为 22.00%、22.50%、23.00%。

■ 半导体设备:

- **收入:** 半导体设备国产替代空间大, 公司积极布局 AOI 检测机、固晶机以及全自动高精度共晶机, 将持续受益于中国大陆地区半导体设备市场规模增长。根据 2023 年报, 半导体是领域是公司战略拓展的重点方向。未来公司将继续加大半导体设备领域的投入, 与先进封装头部企业建立战略合作关系, 以提高产品的规划能力, 更好的满足客户需求。考虑到公司半导体设备的持续投入, 以及当前基数极低, 预计未来几年将保持快速增长。预计 2024-2026 年, 公司半导体设备营收增速分别为 300%、75.00%、70.00%。

- **盈利能力:** 随着公司半导体设备收入规模增长, 预计毛利率将逐步上升, 预计 2024-2026 年, 公司半导体设备毛利率分别为 30.00%、40.00%、40.00%。
- **其他业务:** 公司其他业务包括核心零部件、智慧仓储物流、低空经济等, 在低空经济新业务的拉动下, 预计公司其他业务增速高于公司整体收入水平, 预计 2024-2026 年, 公司其他业务营业收入增速分别为 5.00%、25.00%、25.00%。其他业务盈利能力有望保持稳定, 预计 2024-2026 年, 公司其他业务毛利率分别为 16.00%、16.50%、16.50%。
- **费用率:** (1) 考虑到公司半导体设备、低空等新产品推出, 预计公司销售费用率略微增长, 假设 2024-2026 年公司销售费用率分别为 7.5%、7.7%、7.7%; (2) 预计公司管理费用率维持稳定, 假设 2024-2026 年, 公司管理费用率分别为 5.8%、5.8%、5.8%; (3) 公司重视研发投入, 假设 2024-2026 年公司研发费用率分别为 10.0%、10.2%、10.5%。
- 预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 51.71、64.55、79.42 亿元, 归母净利润分别为 4.96、6.61、7.76 亿元。

图表 35: 业绩拆分和盈利预测

	业务数据	2023A	2024E	2025E	2026E
消费电子	收入 (百万元)	3697.20	4066.92	5205.66	6507.07
	收入 YOY	4%	10%	28%	25%
	毛利润 (百万元)	1409.74	1545.43	2004.18	2505.22
	毛利率 (%)		38.00%	38.50%	38.50%
新能源	收入 (百万元)	840.97	756.87	794.72	834.45
	收入 YOY	-10%	-10%	5%	5%
	毛利润 (百万元)	178.20	166.51	178.81	191.92
	毛利率 (%)		22.00%	22.50%	23.00%
半导体	收入 (百万元)	10.28	41.10	71.93	122.28
	收入 YOY		300%	75%	70%
	毛利润 (百万元)	2.06	12.33	28.77	48.91
	毛利率 (%)		30.00%	40.00%	40.00%
其他	收入 (百万元)	291.41	305.98	382.47	478.09
	收入 YOY		5%	25%	25%
	毛利润 (百万元)	45.63	48.96	63.11	78.88
	毛利率 (%)		16.00%	16.50%	16.50%
合计	收入 (百万元)	4,839.85	5170.87	6454.77	7941.89
	收入 YOY	0.59%	6.84%	24.83%	23.04%
	毛利润 (百万元)	1,635.61	1773.23	2274.87	2824.94
	毛利率 (%)	33.79%	34.29%	35.24%	35.57%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **可比公司估值:** 我们选取主要下游业务为消费电子并同时积极布局新业务作为第二曲线的赛腾股份、天准科技、快克智能、科瑞技术作为可比公司。2024-2026 年, 可比公司平均 PE 为 20.10、16.43、13.33 倍, 公司 PE 分别为 17.84、13.37、11.40 倍, 低于可比公司平均估值。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 36: 可比公司估值

代码	简称	股价 (8月5日)	EPS (元)				PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603283.SH	赛腾股份	59.10	3.43	4.15	4.96	5.81	14.23	11.91	10.17
688003.SH	天准科技	31.10	1.12	1.07	1.40	1.76	29.17	22.25	17.67
603203.SH	快克智能	19.57	0.76	0.81	1.10	1.41	24.03	17.82	13.90
002957.SZ	科瑞技术	12.02	0.42	0.93	0.87	1.04	12.97	13.75	11.59
平均							20.10	16.43	13.33
688097.SH	博众精工	19.80	0.87	1.11	1.48	1.74	17.84	13.37	11.40

来源: wind, 中泰证券研究所

注: 赛腾股份、天准科技、快克智能、科瑞技术盈利预测取自 wind 一致预期; 博众精工盈利预测为中泰证券研究所预测。

五、风险提示

- **行业景气度不及预期的风险。**公司多数收入来自消费电子行业,目前消费电子行业因宏观经济等因素景气度一般,但随着苹果 AI 终端、MR 等的发展,行业景气度有望得到提振。同时行业大客户减人需求带来自动化设备需求,公司柔性线业务受益。但若消费电子行业景气度修复不及预期,可能导致公司业绩增长不及预期的风险。
- **新业务进展不及预期的风险。**公司基于自动化设备技术积累拓展新能源车锂电、换电设备,同时布局了半导体封测设备等成长空间大的赛道,打开长期成长空间。但若新业务进展不及预期,可能导致公司业绩增长不及预期的风险。
- **市场竞争加剧的风险。**若市场竞争加剧,可能导致公司市场份额或盈利能力下滑,从而导致业绩增长不及预期的风险。
- **市场空间测算偏差的风险。**报告中的行业规模测算是基于一定的假设条件,存在不及预期的风险。
- **报告引用数据更新不及时的风险等。**

图表 37: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,324	1,347	1,614	1,985	营业收入	4,840	5,171	6,455	7,942
应收票据	24	37	54	54	营业成本	3,204	3,398	4,180	5,117
应收账款	2,502	2,379	2,582	3,018	税金及附加	43	31	58	71
预付账款	52	75	84	99	销售费用	353	388	497	612
存货	2,435	2,453	2,928	3,430	管理费用	277	300	374	461
合同资产	161	105	166	210	研发费用	497	517	658	834
其他流动资产	207	154	230	286	财务费用	20	-16	-42	-31
流动资产合计	6,544	6,445	7,491	8,873	信用减值损失	-49	-10	-3	-2
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-70	-10	-10	-20
长期股权投资	101	101	101	101	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	875	864	893	921	投资收益	11	5	1	0
在建工程	3	3	3	3	其他收益	72	10	18	15
无形资产	85	79	73	68	营业利润	410	548	735	872
其他非流动资产	215	222	226	230	营业外收入	4	0	0	0
非流动资产合计	1,278	1,269	1,297	1,323	营业外支出	7	0	0	0
资产合计	7,822	7,713	8,788	10,196	利润总额	407	548	735	872
短期借款	668	20	81	194	所得税	23	55	74	96
应付票据	549	647	734	917	净利润	384	493	661	776
应付账款	896	1,030	1,285	1,518	少数股东损益	-6	-3	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	390	496	661	776
合同负债	214	344	370	446	NOPLAT	403	479	624	748
其他应付款	22	22	22	22	EPS (按最新股本摊薄)	0.87	1.11	1.48	1.74
一年内到期的非流动负债	558	288	319	388					
其他流动负债	271	284	326	375	主要财务比率				
流动负债合计	3,179	2,634	3,137	3,859	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	423	423	423	423	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	0.6%	6.8%	24.8%	23.0%
其他非流动负债	36	36	36	36	EBIT增长率	12.8%	24.7%	30.2%	21.3%
非流动负债合计	459	459	459	459	归母公司净利润增长率	17.8%	27.0%	33.4%	17.3%
负债合计	3,637	3,093	3,596	4,318	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,179	4,617	5,189	5,876	毛利率	33.8%	34.3%	35.2%	35.6%
少数股东权益	6	3	3	3	净利率	7.9%	9.5%	10.2%	9.8%
所有者权益合计	4,185	4,620	5,192	5,879	ROE	9.3%	10.7%	12.7%	13.2%
负债和股东权益	7,822	7,713	8,788	10,196	ROIC	7.7%	10.5%	12.0%	12.7%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	46.5%	40.1%	40.9%	42.3%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	40.3%	16.6%	16.5%	17.7%
经营活动现金流	-57	1,082	331	358	流动比率	2.1	2.4	2.4	2.3
现金收益	494	559	701	829	速动比率	1.3	1.5	1.5	1.4
存货影响	276	-18	-474	-502	营运能力				
经营性应收影响	-382	97	-219	-432	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
经营性应付影响	-209	232	342	416	应收账款周转天数	167	170	138	127
其他影响	-236	212	-19	48	应付账款周转天数	112	102	100	99
投资活动现金流	-203	-67	-109	-110	存货周转天数	289	259	232	224
资本支出	-73	-65	-105	-106	每股指标 (元)				
股权投资	-83	0	0	0	每股收益	0.87	1.11	1.48	1.74
其他长期资产变化	-47	-2	-4	-4	每股经营现金流	-0.13	2.42	0.74	0.80
融资活动现金流	87	-992	45	124	每股净资产	9.36	10.34	11.62	13.16
借款增加	144	-919	93	182	估值比率				
股利及利息支付	-48	-113	-127	-147	P/E	23	18	13	11
股东融资	61	0	0	0	P/B	2	2	2	2
其他影响	-70	40	79	89	EV/EBITDA	5	5	4	3

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。