

## 深耕电子装联设备，设备市场前景广阔

### ——凯格精机(301338)首次覆盖报告

#### 报告要点：

##### ● 深耕全球精密自动化装备，锡膏印刷设备实力强

凯格精机是一家专注于高端精密自动化装备的研发、生产、销售及工艺方案的提供商，是目前少数在电子装联精密自动化装备行业具有全球竞争力和影响力的中国企业之一。公司自主研发的精密锡膏印刷设备全球领先，产品远销海外50多个国家和地区，自主品牌“GKG”在全球70多个国家获得商标注册。

##### ● 公司营收增长稳健，盈利能力有所承压

2024H1公司实现营收3.59亿元，同比增长25.05%，归母净利0.27亿元，同比下降21.43%，主要系营收结构变化，综合毛利率下降及政府补助减少。2024H1公司毛利率32.29%，净利率8.03%，期间费用率为24.65%，同比-4.42pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为13.33%/5.61%/10.10%/-4.39%，同比-2.01pct/-1.4pct/-2.75pct/+1.74pct，整体保持稳定呈下降趋势，公司费用率把控良好。

##### ● 电子装联设备市场空间广阔，公司有望从中受益

根据Mordor Intelligence等机构统计，2024年全球SMT市场规模为61.4亿美元，预计到2029年有望达到88.7亿美元，2024-2029年CAGR为7.65%。公司依托锡膏印刷设备发展的坚实基础，进一步拓展业务版图，成功涉足点胶设备、封装设备及自动化设备市场。公司不断扩宽产品矩阵，增强公司竞争力的同时有望实现营收的稳健增长。

##### ● 投资建议与盈利预测

我们预计2024-2026年公司营收和归母净利分别为9.17/11.04/12.98亿元和0.63/0.82/0.96亿元，对应EPS为0.59/0.77/0.90元/股，按照最新股价测算，对应PE估值分别为51/39/33倍，首次覆盖给予“增持”评级。

##### ● 风险提示

外部环境变化的风险、市场竞争加剧风险、产品技术研发的风险、应收账款的风险、下游行业发展波动的风险。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	779.34	740.02	917.42	1104.12	1297.93
收入同比(%)	-2.26	-5.04	23.97	20.35	17.55
归母净利润(百万元)	127.10	52.58	62.69	81.63	95.92
归母净利润同比(%)	13.39	-58.63	19.23	30.22	17.50
ROE(%)	9.10	3.72	4.30	5.36	6.01
每股收益(元)	1.19	0.49	0.59	0.77	0.90
市盈率(P/E)	24.96	60.35	50.61	38.87	33.08

资料来源：Wind, 国元证券研究所

## 增持|首次评级

当前价：33.58元

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：47.16/19.8

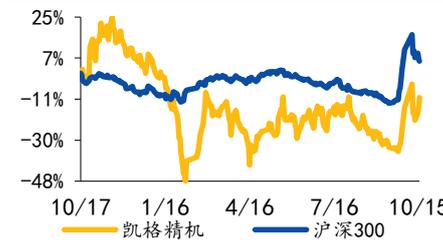
A股流通股(百万股)：34.30

A股总股本(百万股)：106.40

流通市值(百万元)：1151.79

总市值(百万元)：3572.91

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 龚斯闻

执业证书编号 S0020522110002

电话 021-51097188

邮箱 gongsiwen@gyzq.com.cn

分析师 楼珈利

执业证书编号 S0020524040002

电话 021-51097188

邮箱 loujiali@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 深耕电子装联设备十八年，产品种类丰富 .....	3
1.1 锡膏印刷设备领先，优质客户资源丰富 .....	3
1.2 营业收入呈稳定态势，归母净利润短期承压 .....	5
2. 盈利预测及投资建议 .....	7
2.1 盈利预测 .....	7
2.2 投资建议 .....	8
3. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	3
图 2：2019-2024H1 公司营业收入及同比增长率 .....	5
图 3：2019-2024H1 公司归母净利润及同比增长 .....	5
图 4：2024H1 公司营收结构 .....	6
图 5：2019-2024H1 公司毛利率与净利率 .....	6
图 6：2019-2024H1 期间费用率 .....	6
图 7：2019-2024H1 研发投入情况 .....	6
表 1：公司主要产品 .....	4
表 2：公司分业务收入及毛利率预测 .....	7
表 3：可比公司估值情况 .....	8

## 1. 深耕电子装联设备十八年，产品种类丰富

### 1.1 锡膏印刷设备领先，优质客户资源丰富

**锡膏印刷设备引领行业创新，客户资源丰富。**公司主要从事自动化精密装备的研发、生产、销售及技术支持服务，在电子装联领域深耕十八年，主营产品锡膏印刷设备属于 SMT（Surface Mount Technology, 表面贴装技术）及 COB（Chip on Board, 板上芯片封装）产线的关键核心设备，产品性能已达到或超越国际顶尖厂商水平。公司从创立至今获得了包括富士康、立讯精密、华为、鹏鼎控股、比亚迪、中国中车、吉利汽车、海康威视、京东方、木林森等各下游领域龙头客户的订单和认可，积累了庞大且优质的客户资源，巩固了行业的领先地位。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

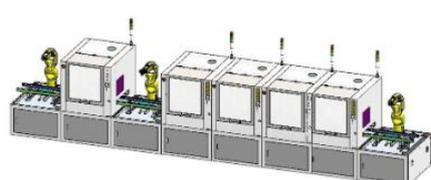
**AI 引领消费电子行业，电子装联设备前景广阔。**在大数据与大算力的双重驱动下，人工智能的发展迅速。IDC 预计到 2027 年，全球在人工智能领域的总投资规模将达到 4,236 亿美元，2022-2027 年间的复合年增长率为 26.9%，随着人工智能在手机、PC、智能穿戴等产品的应用融合，有利于推动终端产品需求的上升。IDC 预测，2024 年全球智能手机出货将增长约 3%；随着 AI PC 的推出，2024 年将成为 AI PC 快速发展的元年，2024-2028 年 PC 的年复合增长率为 2.4%。苹果、三星、小米等企业掀起可穿戴设备的浪潮，使得可穿戴设备全球出货量持续上升，据前瞻产业预估 2029 年全球可穿戴设备出货量将达到 6.8 亿台，为消费电子行业带来了稳定的增长，进而拉动电子装联设备行业的蓬勃发展。

**电子装联设备市场空间广阔，公司有望从中受益。**电子装联是指电子元器件、光电子元器件、基板、导线、连接器等零部件根据设定的电气工程模型，实现装配和电气信号连通的制造过程，广泛运用于消费电子、通信网络、汽车电子等领域，其中锡膏印刷设备、点胶设备及柔性自动化设备应用于电子装联环节。根据 Mordor Intelligence 等机构统计，2024 年全球 SMT 市场规模为 61.4 亿美元，预计到 2029 年有望达到 88.7 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 7.65%。依托公司锡膏印刷设备发展的坚实基础，公司进一步拓展业务版图，成功涉足点胶设备市场。

**公司主要产品为锡膏印刷设备、点胶设备、封装设备和柔性自动化设备。**其中，锡膏印刷设备、点胶设备及柔性自动化设备应用于电子工业制造领域的电子装联环节，下

游应用广泛，可应用于消费电子、汽车电子、网络通讯、航空航天、医疗器械、智能家居等行业的生产制造。封装设备主要应用于电子工业制造领域的封装环节及半导体封装环节，可应用于 LED 照明及显示器件、半导体芯片封装环节。

**表 1：公司主要产品**

产品类别	产品功能	图示
锡膏印刷设备	应用于 SMT 及 COB 工艺中的印刷工序，通过将锡膏印刷至 PCB/基板上，进而实现电子元器件/裸芯片与 PCB 裸板/基板的固定粘合及电气信号连接，属于 SMT 及 COB 工艺中的核心环节。设备稳定性、加工精度及工艺能力，对成品封装模组的可靠性、耐久性 etc 性能具有重要影响。	
封装设备	应用于 LED 及半导体封装环节的固晶工序，其中固晶设备是一种将裸芯片从晶圆转移至载具基板/引线框架上并实现芯片的固定或粘合的自动化设备。	
点胶设备	应用于电子装联环节的点胶工序，通过将胶水喷射在 PCB 板或者元器件上，实现电子元器件与 PCB 板的固定、粘合、包封及填充，具有防水、防尘、保护、防震等作用，为电子装联的基础生产工序之一，对产品的品质、寿命等具有重要影响。	
柔性自动化设备	主要应用于电子装联及组装环节中对应工序的柔性化制造，柔性自动化设备将电子装联工序分为通用部分和特定功能部分，其中通用部分为 FMS 平台，特定功能部分通常是运输模块、操作模块、功能模块、上料模块的组合。通过通用部分与特定功能部分的灵活组合，实现不同的功能，从而达到柔性制造的目的。	

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**Mini/Micro LED 市场布局加速，固晶机市场前景广阔。**公司的封装设备主要应用于 LED 及半导体封装环节的固晶工序，在 Mini/Micro LED 显示器件的封装过程中，固晶设备、印刷设备是实现 LED 芯片巨量转移、提升作业速度和产品良率的核心设备。据共研产业研究院预测，随着技术革新与市场需求增长，全球固晶机市场有望在 2024 年达到 15.07 亿美元。公司在传统 LED 固晶机出货量取得突破后持续推进产品优化及供应链降本增效，提升产品毛利率。此外，公司积极拓宽 Mini/Micro LED 固晶机领域的客户基础，通过加大市场拓展力度，有效提升了公司在这一新兴且高增长市场的占有率，巩固了其在封装设备领域的领先地位。

## 1.2 营业收入呈稳定态势，归母净利润短期承压

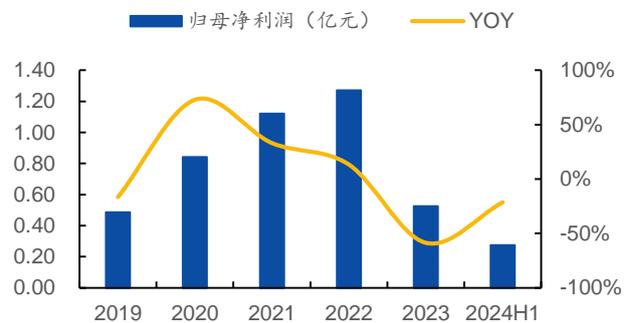
**公司营业收入和归母净利润分别在 2021，2022 年达到峰值。**营收端：公司 2023 年实现营收 7.4 亿元，同比下降 5.04%，2019-2023 期间 CAGR 为 9.49%，主要系全球经济疲软，公司锡膏印刷设备下游及终端行业的整体疲软并向上传导至设备端，并且下游电子制造企业的降本压力传导至设备企业。利润端：2023 年实现归母净利润 0.53 亿元，同比下降 58.63%，2019-2023 期间 CAGR 为 1.98%，主要系收入下降及营收结构变化导致综合毛利率的下降。2024H1 公司实现营收 3.59 亿元，同比增长 25.05%，归母净利 0.27 亿元，同比下降 21.43%，主要系营收结构变化，综合毛利率下降及政府补助减少。

图 2：2019-2024H1 公司营业收入及同比增长率



资料来源：公司公告，iFind，国元证券研究所

图 3：2019-2024H1 公司归母净利润及同比增长



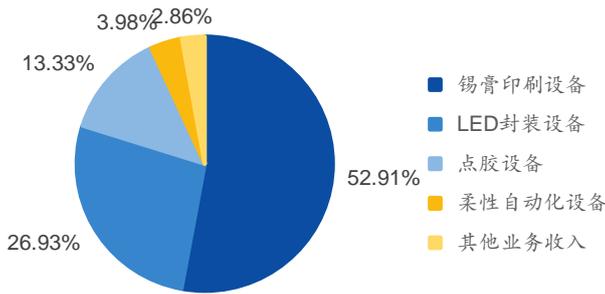
资料来源：公司公告，iFind，国元证券研究所

**锡膏印刷设备为公司主营业务，封装设备及点胶设备营收大幅增长。**锡膏印刷设备为公司主营业务，2024H1 营收 1.9 亿元，同比下降 6.38%，营收占比为 52.91%，主要系部分设备尚未验收，对当期收入有一定影响。封装设备 2024H1 营收 0.97 亿元，同比增长 297.96%，营收占比 26.93%，主要系 LED 封装设备逐步获得下游客户的认可，市场渗透率进一步提升。点胶设备实现营业收入 0.48 亿元，同比增长 72.04%，营收占比 13.33%，主要系技术的沉淀、产品的升级增强了点胶设备的核心竞争力，公司充分发挥在电子装联行业的品牌影响力及客户协同效应，市场占有率稳步提升。柔性自动化设备营业收入 0.14 亿元，同比下降 41.23%，营收占比 3.98%，主要原因系部分客户订单减少所致。

**公司盈利能力短期承压，未来有望修复，2024H1 有所好转。**2023 年公司毛利率为

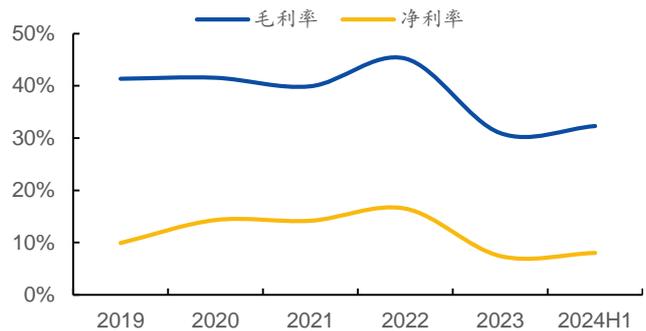
30.95%，净利率 7.43%，2024H1 公司毛利率 32.29%，净利率 8.03%，盈利能力呈好转态势。2024H1 公司综合毛利率同比小幅下降 3.97 个百分点，主要受到公司产品销售结构变化的影响。锡膏印刷设备毛利率为 38.97%，同比上升 1.34 个百分点，营收占比由上期的 70.67%下降至本期的 52.91%；封装设备毛利率为 13.69%，同比上升 3.63 个百分点，营收占比由上期的 8.46%上升至本期的 26.93%；点胶机毛利率为 33.68%，同比下降 3.73 个百分点，营收占比为 13.33%；柔性自动化业务毛利率为 35.51%，同比下降 2.85 个百分点，营收占比为 3.98%。

图 4：2024H1 公司营收结构



资料来源：公司公告，iFind，国元证券研究所

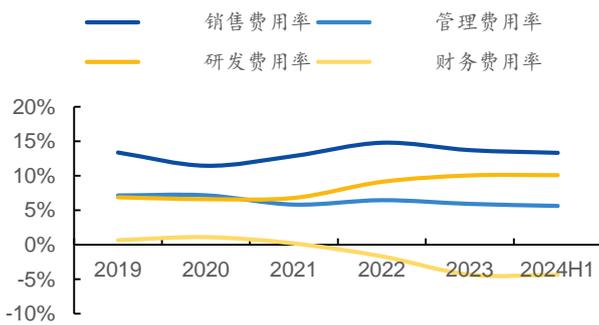
图 5：2019-2024H1 公司毛利率与净利率



资料来源：公司公告，iFind，国元证券研究所

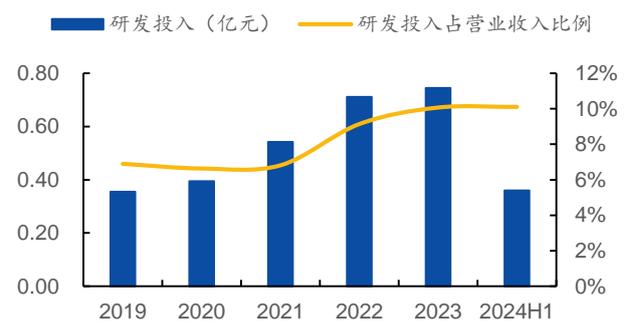
公司重视研发投入，期间费用率稳中有降。2024H1 公司期间费用率为 24.65%，同比-4.42pct，其中销售费用率为 13.33%，同比-2.01pct；管理费用率 5.61%，同比-1.4pct；研发费用率 10.10%，同比-2.75pct；财务费用率-4.39%，同比+1.74pct，整体保持稳定呈下降趋势，公司费用率把控良好。同时，公司研发费用率 2022-2024H1 处于 10%附近，重视研发投入。

图 6：2019-2024H1 期间费用率



资料来源：公司公告，iFind，国元证券研究所

图 7：2019-2024H1 研发投入情况



资料来源：公司公告，iFind，国元证券研究所

## 2. 盈利预测及投资建议

### 2.1 盈利预测

1) 锡膏印刷设备业务：我们预计公司该业务 2024-2026 年营收增速分别为 15%、13%、12%；毛利率分别为 41%、41.2%、41.50%。

2) LED 封装设备业务：我们预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 45%、33%、25%；毛利率分别为 20%、21%、22%。

3) 点胶设备业务：我们预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 25%、24%、23%；毛利率分别为 36.5%、37%、37.5%。

4) 柔性自动化设备业务：我们预计该业务 2024-2026 年营收增速均为 8%；毛利率分别为 37%、37.2%、37.5%。

5) 其他业务：我们预计 2024-2026 年公司其他业务收入均同比增长 10%；毛利率预计均为 70%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 9.17/11.04/12.98 亿元，营收增速分别为 23.97%、20.35%、17.55%。

**表 2：公司分业务收入及毛利率预测**

业务	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	7.79	7.40	9.17	11.04	12.98
YOY	-2.26%	-5.04%	23.97%	20.35%	17.55%
营业总成本 (亿元)	4.27	5.11	6.07	7.33	8.61
毛利率	45.23%	30.95%	18.75%	20.85%	17.42%
<b>锡膏印刷设备</b>					
营业收入 (亿元)	5.90	4.02	4.62	5.22	5.85
YOY	-9.02%	-31.88%	15.00%	13.00%	12.00%
营业成本 (亿元)	3.17	2.36	2.73	3.07	3.42
毛利率	46.29%	41.26%	41.00%	41.20%	41.50%
<b>LED 封装设备</b>					
营业收入 (亿元)	0.59	2.16	3.14	4.17	5.22
YOY	6.29%	263.95%	45.00%	33.00%	25.00%
营业成本 (亿元)	0.40	2.04	2.51	3.30	4.07
毛利率	33.23%	5.61%	20.00%	21.00%	22.00%
<b>点胶设备</b>					
营业收入 (亿元)	0.53	0.57	0.71	0.88	1.09
YOY	-17.12%	8.10%	25.00%	24.00%	23.00%
营业成本 (亿元)	0.32	0.36	0.45	0.56	0.68
毛利率	38.70%	36.99%	36.50%	37.00%	37.50%
<b>柔性自动化设备</b>					
营业收入 (亿元)	0.62	0.47	0.51	0.55	0.60

YOY	295.72%	-23.58%	8.00%	8.00%	8.00%
营业成本 (亿元)	0.33	0.30	0.32	0.35	0.37
毛利率	46.34%	36.72%	37.00%	37.20%	37.50%
<b>其他业务</b>					
营业收入 (亿元)	0.16	0.18	0.19	0.21	0.23
YOY	10.06%	13.40%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本 (亿元)	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07
毛利率	69.02%	71.94%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

## 2.2 投资建议

凯格精机专注于高端精密自动化装备,我们选取新益昌、快克智能、安达智能作为公司的可比公司,对应 2024-2026 年平均 PE 分别 29/20/14 倍。我们预计 2024-2026 年公司营收和归母净利分别为 9.17/11.04/12.98 亿元和 0.63/0.82/0.96 亿元,对应 EPS 为 0.59/0.77/0.90 元/股,按照最新股价测算,对应 PE 估值分别为 51/39/33 倍,高于可比公司平均值,鉴于凯格精机为领先的电子装联供应商,芯片封装业务带动新增长,首次覆盖给予“增持”评级。

表 3: 可比公司估值情况

公司简称	市值 (亿元)	EPS				PE			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
新益昌	56.31	0.59	1.60	2.35	3.35	177.48	34.49	23.56	16.49
快克智能	51.70	0.76	1.10	1.41	1.74	37.92	18.95	14.70	11.90
安达智能	27.80	0.36	1.04	1.59	2.31	109.30	33.09	21.55	14.82
<b>平均值</b>						<b>108.23</b>	<b>28.84</b>	<b>19.94</b>	<b>14.40</b>
凯格精机	34.79	0.49	0.59	0.77	0.90	60.35	50.61	38.87	33.08

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

注: 可比公司数据来自 iFinD 一致预期, 数据截至 2024 年 10 月 11 日

### 3. 风险提示

**外部环境变化的风险：**虽然自中美贸易摩擦以来，公司已经在上游供应链环节采取了核心供应商储备开发、关键部件国产替代等措施，以及在不同国家地区、不同行业市场方面做了相关的布局与安排，以规避或抵御外部环境对公司经营的影响，但仍可能存在一定的风险。

**市场竞争加剧风险：**受全球及国内经济增长普遍放缓的影响，特别是消费电子行业发展面临诸多挑战，市场需求明显不足，业内企业的经营压力普遍增大。这一方面会导致客户加强成本和费用方面的控制，可能会要求设备供应商进行降价。另一方面，设备行业因为订单需求不足，进而引发设备行业内的市场竞争加剧，设备销售价格也将面临一定的降价压力。

**产品技术研发的风险：**随着行业的技术进步与客户需求的不断提高，精密自动化设备越来越呈现高精度、高速度、高稳定性、智能化以及产品更新迭代快的特点。特别是半导体行业设备更具有技术要求高、工艺复杂等特点，公司持续加大半导体领域的设备研发投入，但研发技术门槛高，研发过程中不确定性因素多，存在一定的失败风险。

**应收账款的风险：**2023 年末，因公司产品销售结构发生变化，不同产品回款周期不同，账期长的应收账款占比增加，导致公司应收账款和长期应收款余额增加。如果未来受宏观经济形势和市场环境变化、客户自身经营情况变动等因素的影响，客户财务状况恶化，不能及时或无力支付货款时，公司将面临应收账款发生坏账损失的风险，对公司经营业绩及现金流造成不利影响。

**下游行业发展波动的风险：**由于公司的产品品种丰富，涉及到多行业领域、多国家地区。下游行业处在不同的发展阶段，不同国家地区的产业政策各有侧重，这就使得公司将面临下游行业发展阶段差异带来的市场波动风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1766.92	1871.31	2000.69	2199.46	2407.71
现金	1077.12	995.05	1100.21	1117.27	1164.26
应收账款	192.39	197.72	226.57	280.27	329.50
其他应收款	1.16	2.20	2.10	2.63	3.18
预付账款	3.85	9.57	8.12	10.58	12.74
存货	286.74	439.62	461.00	570.72	676.62
其他流动资产	205.66	227.15	202.69	217.98	221.41
<b>非流动资产</b>	96.31	272.72	179.49	189.89	192.79
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	60.22	58.77	52.89	47.02	41.14
无形资产	10.91	12.51	13.49	14.36	15.39
其他非流动资产	25.18	201.44	113.10	128.51	136.26
<b>资产总计</b>	1863.23	2144.03	2180.17	2389.35	2600.50
<b>流动负债</b>	444.53	703.26	692.62	833.60	969.14
短期借款	1.00	0.00	0.50	0.42	0.38
应付账款	129.41	353.26	298.29	386.27	467.08
其他流动负债	314.13	350.00	393.83	446.92	501.69
<b>非流动负债</b>	13.04	13.35	12.93	13.09	13.08
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	13.04	13.35	12.93	13.09	13.08
<b>负债合计</b>	457.58	716.61	705.55	846.69	982.22
少数股东权益	8.24	15.22	17.08	19.75	23.01
股本	76.00	106.40	106.40	106.40	106.40
资本公积	990.84	960.44	960.44	960.44	960.44
留存收益	330.07	344.65	390.32	455.55	527.92
归属母公司股东权益	1397.41	1412.20	1457.54	1522.90	1595.26
<b>负债和股东权益</b>	1863.23	2144.03	2180.17	2389.35	2600.50

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	34.48	17.67	50.28	8.59	34.69
净利润	128.80	54.98	64.55	84.30	99.18
折旧摊销	7.39	8.54	8.39	8.41	8.40
财务费用	-13.20	-32.28	-31.42	-33.24	-34.20
投资损失	-6.41	-5.69	-6.13	-6.03	-6.00
营运资金变动	-99.41	-47.74	15.34	-69.12	-46.41
其他经营现金流	17.30	39.85	-0.45	24.27	13.73
<b>投资活动现金流</b>	-90.94	-66.25	45.28	-9.51	1.42
资本支出	7.34	16.93	0.00	0.00	0.00
长期投资	90.00	55.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	6.41	5.69	45.28	-9.51	1.42
<b>筹资活动现金流</b>	826.30	-51.07	9.59	17.99	10.88
短期借款	0.00	-1.00	0.50	-0.08	-0.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	19.00	30.40	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	800.97	-30.40	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	6.33	-50.07	9.09	18.07	10.92
现金净增加额	771.43	-98.38	105.16	17.06	46.98

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	779.34	740.02	917.42	1104.12	1297.93
营业成本	426.81	511.00	606.79	733.29	861.04
营业税金及附加	5.57	5.11	6.40	7.70	9.04
营业费用	115.40	101.58	127.52	150.16	176.52
管理费用	50.27	43.71	55.05	61.83	72.68
研发费用	71.18	74.46	98.16	115.93	136.28
财务费用	-13.20	-32.28	-31.42	-33.24	-34.20
资产减值损失	-2.18	-4.35	-6.00	-3.00	-2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.41	5.69	6.13	6.03	6.00
<b>营业利润</b>	139.81	52.47	65.29	84.71	99.21
营业外收入	0.23	0.33	0.76	0.53	0.57
营业外支出	0.10	0.01	0.05	0.05	0.04
<b>利润总额</b>	139.93	52.78	66.01	85.19	99.74
所得税	11.13	-2.19	1.45	0.89	0.56
<b>净利润</b>	128.80	54.98	64.55	84.30	99.18
少数股东损益	1.71	2.40	1.86	2.67	3.26
<b>归属母公司净利润</b>	127.10	52.58	62.69	81.63	95.92
EBITDA	134.00	28.73	42.27	59.87	73.40
EPS (元)	1.67	0.49	0.59	0.77	0.90

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-2.26	-5.04	23.97	20.35	17.55
营业利润(%)	14.25	-62.47	24.45	29.73	17.12
归属母公司净利润(%)	13.39	-58.63	19.23	30.22	17.50
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	45.23	30.95	33.86	33.59	33.66
净利率(%)	16.31	7.10	6.83	7.39	7.39
ROE(%)	9.10	3.72	4.30	5.36	6.01
ROIC(%)	74.30	10.01	17.17	21.89	24.78
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	24.56	33.42	32.36	35.44	37.77
净负债比率(%)	0.28	0.02	0.10	0.07	0.06
流动比率	3.97	2.66	2.89	2.64	2.48
速动比率	3.33	2.04	2.22	1.95	1.79
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.55	0.37	0.42	0.48	0.52
应收账款周转率	4.29	3.18	3.69	3.74	3.64
应付账款周转率	3.30	2.12	1.86	2.14	2.02
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.19	0.49	0.59	0.77	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.17	0.47	0.08	0.33
每股净资产(最新摊薄)	13.13	13.27	13.70	14.31	14.99
<b>估值比率</b>					
P/E	24.96	60.35	50.61	38.87	33.08
P/B	2.27	2.25	2.18	2.08	1.99
EV/EBITDA	14.91	69.56	47.28	33.37	27.22

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 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 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
邮编：230000

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
邮编：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
邮编：100027