

凯格精机 (301338.SZ)

全球锡膏印刷设备龙头，新产品开拓第二增长曲线

公司专注高端精密自动化装备，拥有国内外客户群体多，锡膏印刷全球稳居行业龙头；国产精密点胶突破垄断，高密度封装技术破垄断，市场规模稳步提升。

- 专注高端精密自动化装备，核心锡膏印刷稳健经营。公司主营业务为锡膏印刷设备、点胶设备、柔性自动化设备及封装设备。公司 2023 年全年实现营业收入/归母净利润 7.40 亿元/0.53 亿元，分别同比-5.04%/-58.63%，2024Q1-Q3 分别实现营收/归母净利润 5.77 亿元/0.44 亿元，分别同比+31.57%/+5.39%。锡膏印刷设备和封装设备贡献公司主要营收，2023 年锡膏印刷设备/封装设备营收占比分别为 54.27%/29.32%，毛利占比分别为 72.36%/5.30%。
- 高精度智造领跑电子装联，国产替代驱动增长。公司研发投入逐年增加，研发投入强度常年保持在 6%-10%。全球点胶设备市场规模呈现稳步增长态势，公司精密点胶突破垄断，多领域需求引领高端智造，点胶机市占率逐年提升。公司柔性自动化设备为高度定制化设备，根据不同工艺对应进行不同的模块化搭配，公司所占市场份额与行业领先的公司相比仍有一定差距，但行业发展前景较好，且公司持续进行研发投入，具有较好的成长空间。
- 高密度封装技术破垄断，市场规模稳步提升。封装行业是半导体产业链的核心环节，通过物理保护、电气连接及热管理，将芯片转化为可应用于终端产品的功能模块；LED 封装行业是 LED 产业链中承上启下的核心环节。随着新兴产品渗透率越来越高，LED 应用市场规模将逐步扩张，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，主要产品有 GD200 系列半导体高精度固晶机、Climber 系列 SL200 等，主要应用领域有半导体领域晶圆 Wafer 印刷、植球工艺、固晶工序等。LED 封装设备上游成本构成中，原材料占据核心地位；LED 封装设备的下游应用呈现多元化且分散的分布特征。公司 LED 封装设备营收增长依旧强劲。
- 首次覆盖，给予公司“增持”评级。我们预计公司 24-26 年收入分别为 8.88/10.72/13.02 亿元，yoy 分别为 20%/21%/21%；预计公司归母净利润分别为 0.67/0.86/1.01 亿元。对应当前市值 PE 为 49.5/38.8/32.9 倍。
- 风险提示：终端产品需求增长不及预期、自动化精密装备厂商竞争加剧、新设备开发的市场风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	779	740	888	1072	1302
同比增长	-2%	-5%	20%	21%	21%
营业利润(百万元)	140	52	67	86	101
同比增长	14%	-62%	28%	28%	18%
归母净利润(百万元)	127	53	67	86	101
同比增长	13%	-59%	28%	28%	18%
每股收益(元)	1.19	0.49	0.63	0.81	0.95
PE	26.3	63.5	49.5	38.8	32.9
PB	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

TMT 及中小盘/中小市值

目标估值：NA

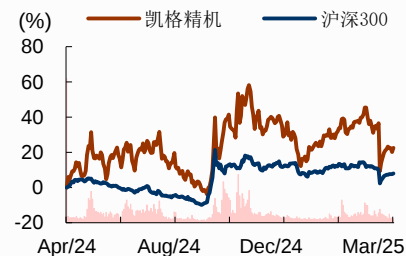
当前股价：31.38 元

基础数据

总股本（百万股）	106
已上市流通股（百万股）	34
总市值（十亿元）	3.3
流通市值（十亿元）	1.1
每股净资产（MRQ）	13.5
ROE（TTM）	3.8
资产负债率	35.8%
主要股东	邱国良
主要股东持股比例	36.18%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	-12	26
相对表现	-12	-8	19



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 董瑞斌 S1090516030002
dongruibin@cmschina.com.cn
郑晓刚 S1090517070008
zhengxiaogang@cmschina.com.cn
袁定云 S1090523070010
yuandingyun@cmschina.com.cn

正文目录

一、专注高端精密自动化装备，核心锡膏印刷稳健经营5

1、专注高端精密自动化装备，拥有国内外庞大客户群体5

2、核心锡膏印刷稳健经营，LED 封装高速增长6

二、高精度制造领跑电子装联，国产替代驱动增长 11

1、锡膏印刷竞争格局 “一超多强”，市场空间逐年攀升12

2、凯格精机领跑高精度智造，全球市占稳居行业龙头14

3、国产精密点胶突破垄断，多领域需求引领高端智造16

4、持续研发突破技术壁垒，性价比高驱动市占率提升18

5、柔性智造跨行业应用升级，技术突破加速撬动 8,500 亿市场19

6、高度定制+发展前景，公司把握柔性制造新机遇21

三、高密度封装技术突破垄断，市场规模稳步提升22

1、垂直整合+技术自研，双轮驱动封装设备高速发展22

2、技术积累奠定行业领先地位，未来市占率可能继续提升24

四、投资建议与盈利预测.....25

五、风险提示26

图表目录

图 1：公司发展历程图5

图 2：公司合作客户均为各领域头部企业6

图 3：公司股权结构图6

图 4：公司 2018-2024Q1-Q3 营业总收入同比增速7

图 5：公司 2018-2024Q1-Q3 归母净利润同比增速7

图 6：公司 2024 年第三季度营收7

图 7：公司 2024 年第三季度净利润7

图 8：锡膏印刷设备和封装设备贡献公司主要营收7

图 9：锡膏印刷设备贡献公司主要毛利7

图 10：2023 年公司四大主营业务营收占比8

图 11：2023 年公司四大主营业务毛利占比8

图 12：公司专用设备销量增长迅速8

图 13: 公司专用设备产量增长迅速.....	8
图 14: 公司专用设备维持高产销率.....	8
图 15: 公司专用设备单位售价、单位毛利有所下降.....	8
图 16: 公司利润率.....	9
图 17: 公司国内外收入占比较为稳定.....	10
图 18: 公司国外业务维持较高毛利率.....	10
图 19: 直销渠道收入占主要部分.....	10
图 20: 公司经销毛利率逐年上升.....	10
图 21: 公司各项费用率稳中有降.....	10
图 22: 公司 2024Q1-Q3 期间费用情况.....	10
图 23: 公司 2024Q1-Q3 经营性现金流净额.....	11
图 24: 2024Q1-Q3 收现比/付现比.....	11
图 25: SMT 电子装联生产线主要工序.....	11
图 26: 锡膏印刷设备产业链涉及范围广泛.....	13
图 27: 锡膏印刷设备成本结构拆分.....	14
图 28: 2023 年公司锡膏印刷设备营业收入.....	15
图 29: 公司锡膏印刷设备毛利率.....	15
图 30: 公司研发投入逐年增加.....	15
图 32: 点胶设备产业链图.....	17
图 33: 点胶设备成本结构拆分.....	17
图 34: 点胶设备市场空间预计至 2030 年将增至 11 亿美元.....	18
图 35: 2023 年公司点胶设备营业收入.....	18
图 36: 2023 年公司点胶设备毛利率.....	18
图 37: 柔性自动化设备主要产品示意图.....	19
图 38: 柔性自动化设备产业链图.....	20
图 39: 柔性自动化设备成本结构拆分.....	20
图 40: 柔性自动化设备市场空间预计将会持续增长.....	21
图 41: 2023 年公司柔性自动化设备收入.....	21
图 42: 公司柔性自动化设备毛利率波动显著.....	21
图 43: LED 封装行业工艺流程.....	22
图 44: LED 封装设备产业链图.....	23

图 45: 2022 年 LED 封装设备市场空间创历史新高.....24

图 46: 中国 LED 封装设备竞争格局24

图 47: 公司 2024H1LED 封装设备营业收入25

图 48: 公司 2024H1LED 封装设备毛利.....25

表 1: 公司核心业务锡膏印刷设备保持较高毛利率9

表 2: 锡膏印刷设备主要产品12

表 3: 点胶设备主要产品16

表 4: 封装设备主要产品22

表 5: 销售收入结构预测26

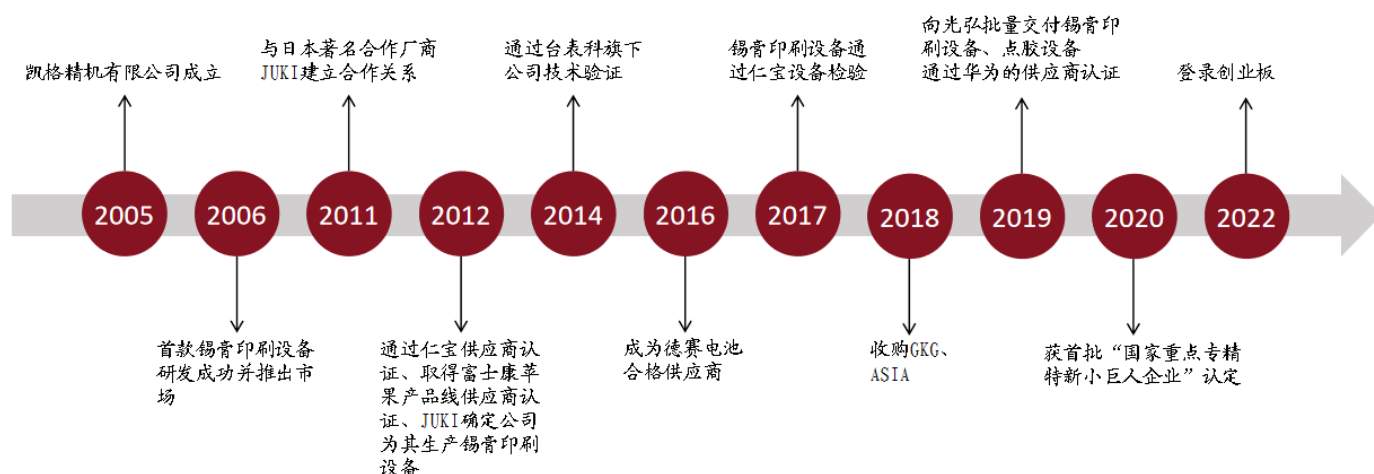
附: 财务预测表28

一、专注高端精密自动化装备，核心锡膏印刷稳健经营

1、专注高端精密自动化装备，拥有国内外庞大客户群体

东莞市凯格精机股份有限公司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，于 2022 年在深交所创业板上市。公司设立于 2005 年，从 2006 年推出首款锡膏印刷设备开始，逐步扩大业务规模、扩充产品品类，主要产品包括锡膏印刷设备、点胶设备、柔性自动化设备及封装设备等。公司不断研发、优化技术方案，积极响应工业智能化背景下客户的差异化需求，已成为电子装联领域的知名品牌，拥有庞大的客户群体。公司产品广泛应用于消费电子、网络通信、显示照明、汽车电子、新能源以及半导体领域，远销海外 50 多个国家和地区。公司拥有发明专利等各类知识产权 200 余项，是国家制造业“单项冠军”企业、首批国家“专精特新”重点小巨人企业。

图 1：公司发展历程图



资料来源：公司官网、招股书、招商证券

目前，公司已经与富士康、立讯精密、华为、鹏鼎控股、比亚迪、中国中车、海康威视、京东方、木林森等知名企业建立了长期、稳定的合作伙伴关系。公司凭借在发展过程中形成的先进的技术、优质的产品和全面及时的售后服务，产品远销至东南亚、欧洲和北美洲等地区，并在当地市场获得了良好的口碑。

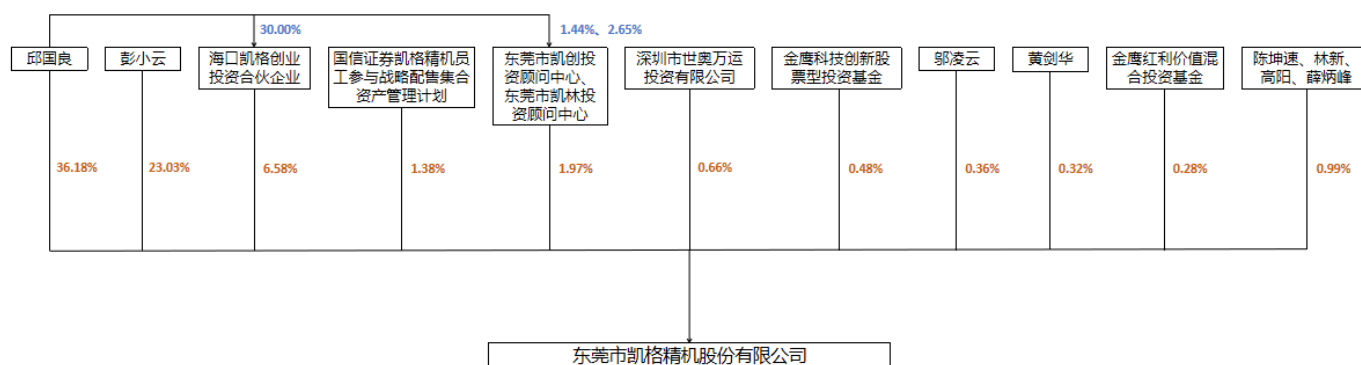
图 2：公司合作客户均为各领域头部企业



资料来源：招商证券

公司股权结构相对集中，实际控制人为邱国良、彭小云。公司实际控制人持有的股份占比较大，邱国良、彭小云持股比例分别为 38.19%、23.03%，控制了公司的主要决策权。

图 3：公司股权结构图

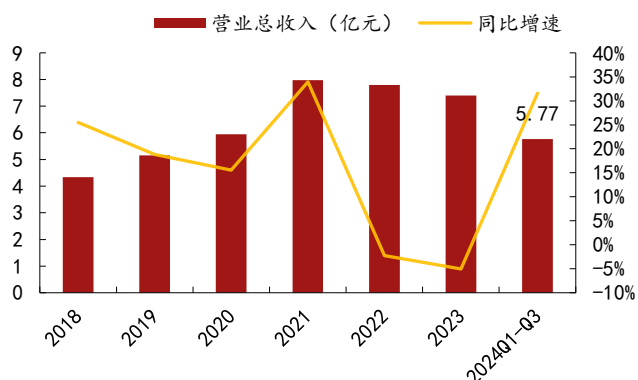


资料来源：iFinD，招商证券；注：截至 2024Q3

2、核心锡膏印刷稳健经营，LED 封装高速增长

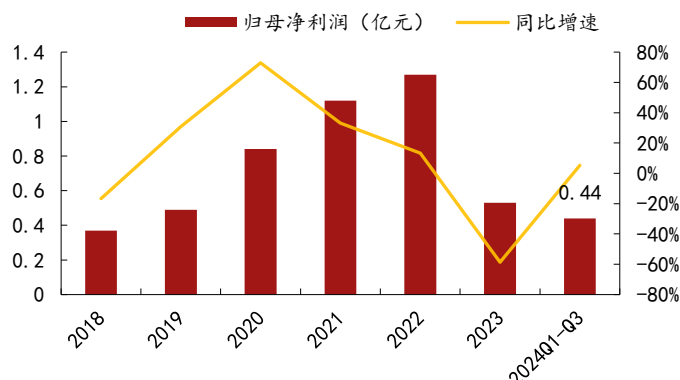
公司 2023 年全年实现营业收入/归母净利润 7.40 亿元/0.53 亿元，分别同比 -5.04%/-58.63%，2024Q1-Q3 分别实现营收/归母净利润 5.77 亿元/0.44 亿元，分别同比+31.57%/+5.39%。

图 4：公司 2018-2024Q1-Q3 营业总收入同比增速



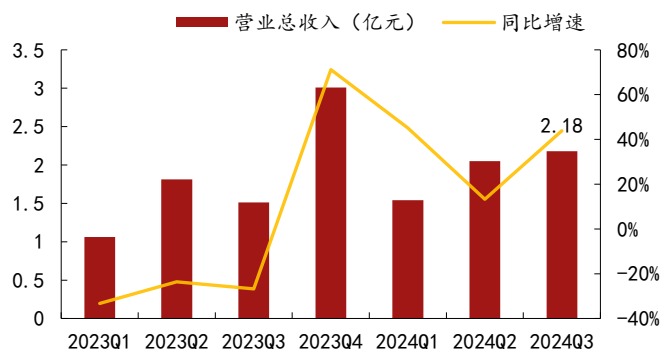
资料来源：iFinD、招商证券

图 5：公司 2018-2024Q1-Q3 归母净利润同比增速



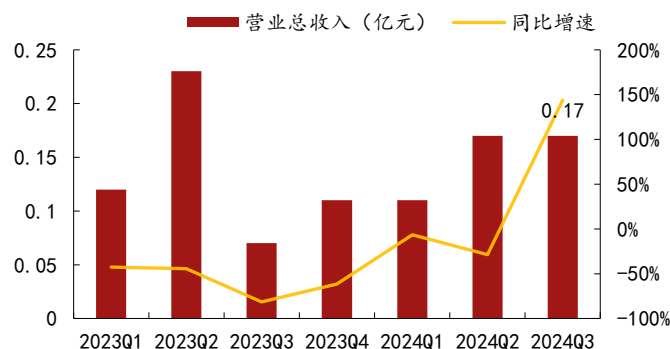
资料来源：iFinD、招商证券

图 6：公司 2024 年第三季度营收



资料来源：iFinD、招商证券

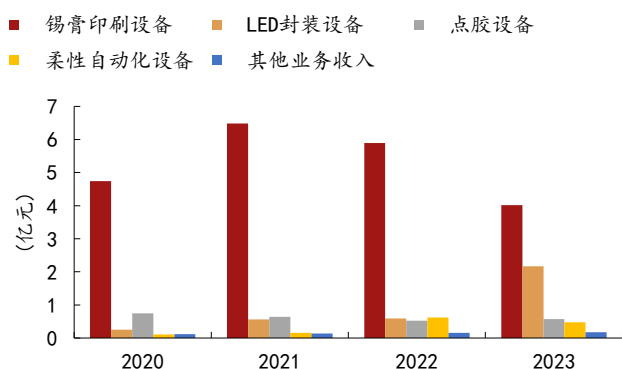
图 7：公司 2024 年第三季度净利润



资料来源：iFinD、招商证券

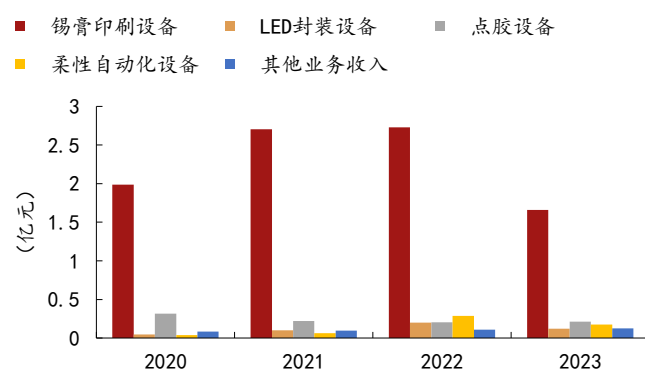
锡膏印刷设备和封装设备贡献公司主要营收。分业务来看，2023 年，锡膏印刷设备实现营收 4.02 亿元，封装设备实现营收 2.16 亿元，点胶设备实现营收 0.57 亿元，柔性自动化设备实现营收 0.47 亿元，合计贡献营收占比达到 97.62%；从毛利来看，2023 年锡膏印刷设备实现毛利 1.66 亿元，封装设备实现毛利 0.12 亿元，点胶设备实现毛利 0.21 亿元，柔性自动化设备实现毛利 0.17 亿元，合计贡献毛利占比达到 94.47%，整体主营业务较为突出。

图 8：锡膏印刷设备和封装设备贡献公司主要营收



资料来源：iFinD、招商证券

图 9：锡膏印刷设备贡献公司主要毛利



资料来源：iFinD、招商证券

图 10: 2023 年公司四大主营业务营收占比

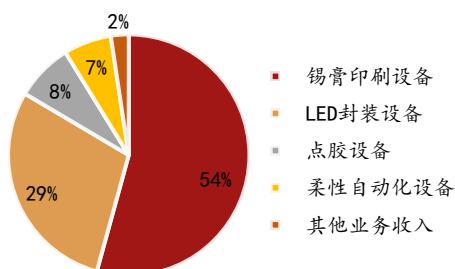
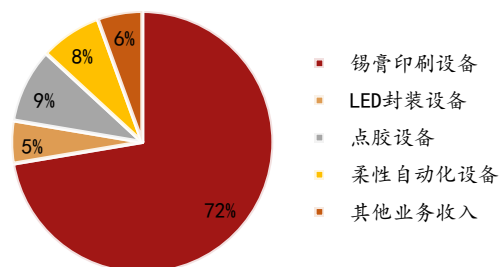


图 11: 2023 年公司四大主营业务毛利占比

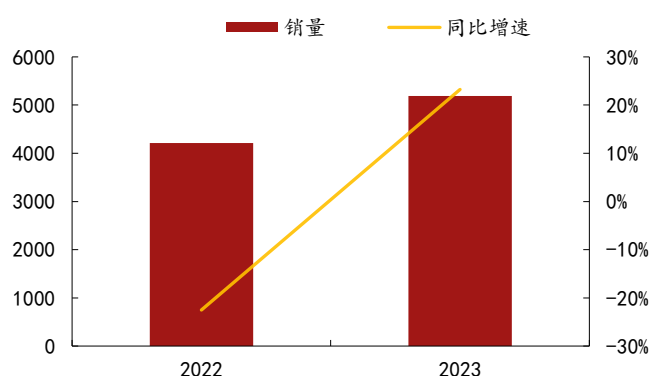


资料来源: iFinD、招商证券

资料来源: iFinD、招商证券

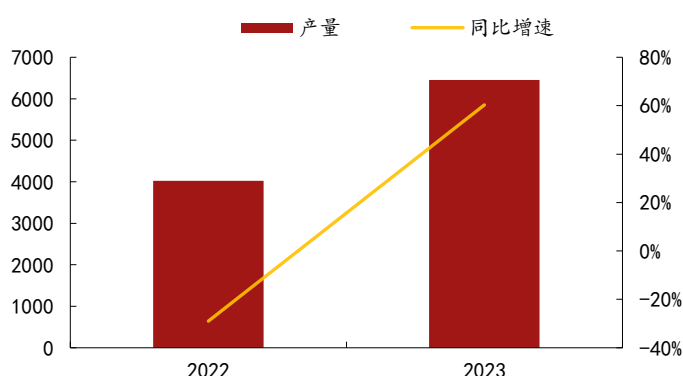
2023 年公司专用设备销量 5191 台, 同比增长 23.24%; 专用设备产量 6451 台, 同比增长 60.35%; 专用设备产销率为 80.47%; 单位售价为 14.26 万元, 单位毛利为 4.41 万元。

图 12: 公司专用设备销量增长迅速



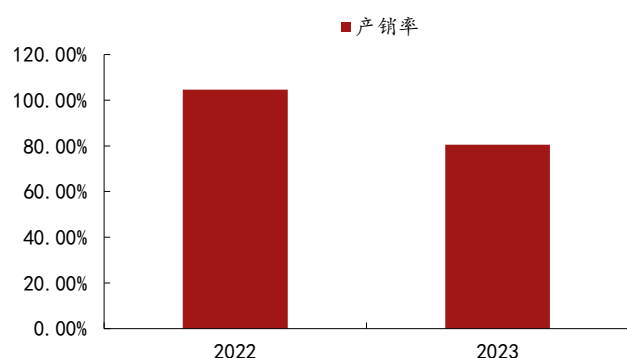
资料来源: iFinD、招商证券

图 13: 公司专用设备产量增长迅速



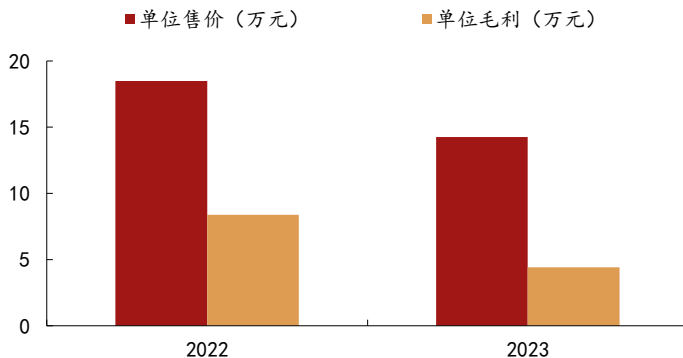
资料来源: iFinD、招商证券

图 14: 公司专用设备维持高产销率



资料来源: iFinD、招商证券

图 15: 公司专用设备单位售价、单位毛利有所下降



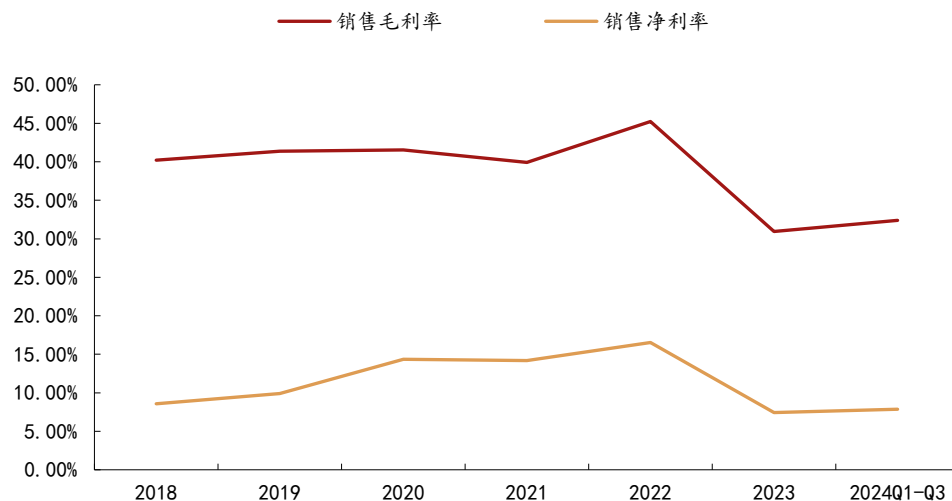
资料来源: iFinD、招商证券

公司销售毛利率和销售净利率在 2024 前三季度均有所回升, 2023 年毛利率/净

敬请阅读末页的重要说明

利率分别为 30.95%/7.43%，2024Q1-Q3 毛利率/净利率分别为 32.38%/7.88%。
其中锡膏印刷设备毛利率对综合毛利率影响最大。

图 16：公司利润率



资料来源：iFinD、招商证券

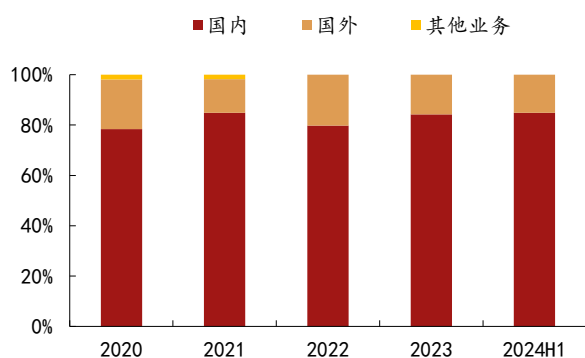
表 1：公司核心业务锡膏印刷设备保持较高毛利率

	2020	2021	2022	2023	2024H1
综合毛利率	41.55%	39.92%	45.23%	30.95%	32.29%
锡膏印刷设备	41.86%	41.71%	46.29%	41.26%	38.97%
封装设备	19.13%	17.71%	33.23%	5.61%	13.69%
点胶设备	42.62%	34.85%	38.70%	36.99%	33.68%
柔性自动化设备	38.19%	39.60%	46.34%	36.72%	35.51%
其他业务收入	73.91%	68.70%	69.02%	71.94%	72.91%

资料来源：iFinD、招商证券

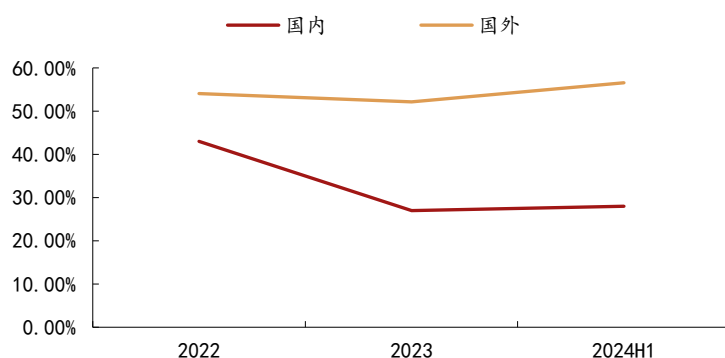
截至 2024 年上半年，公司在中国大陆和海外地区分别实现了 3.05 亿元和 0.54 亿元的收入，占比分别为 84.86%和 15.14%，毛利率分别为 27.96%和 56.56%。公司一直坚持自主研发和科技创新的经营方针，不断提高产品的技术先进性、工艺精密性和性能稳定性，其中，公司生产的锡膏印刷设备其对准精度、印刷精度等关键技术指标已接近国外先进技术水平，可以与国外知名品牌产品竞争。公司生产的点胶设备其定位精度、重复精度等主要性能指标已达到国内领先水平，国内外市场占有率逐年扩大。

图 17：公司国内外收入占比较为稳定



资料来源：iFinD、招商证券

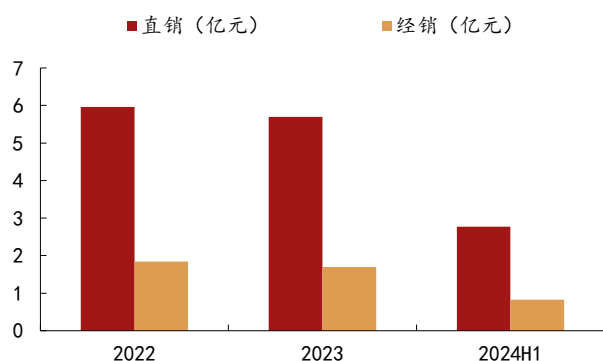
图 18：公司国外业务维持较高毛利率



资料来源：iFinD、招商证券

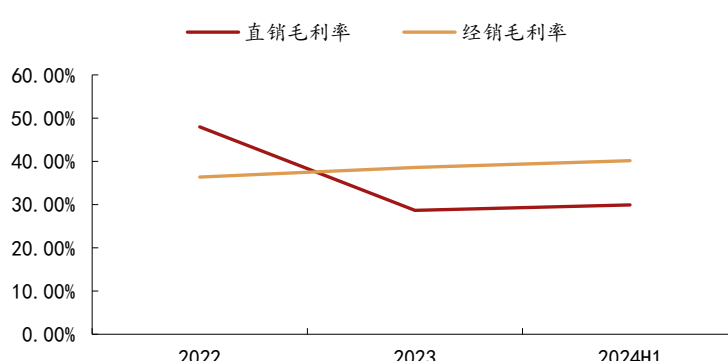
公司直销渠道收入所占比重更大。截至2024年上半年，公司通过直销和经销渠道分别实现了2.77亿元和0.83亿元的收入，比上年同期分别变动+45.33%和-14.75%；毛利率分别为29.94%和40.15%，比上年同期分别变动-5.94%和+3.15%。

图 19：直销渠道收入占主要部分



资料来源：iFinD、招商证券

图 20：公司经销毛利率逐年上升



资料来源：iFinD、招商证券

公司对于期间费用率管控能力较强，整体各项费用率均维持平稳，2023年公司期间费用率为25.33%，2024年Q1-Q3期间费用率为24.31%。

图 21：公司各项费用率稳中有降

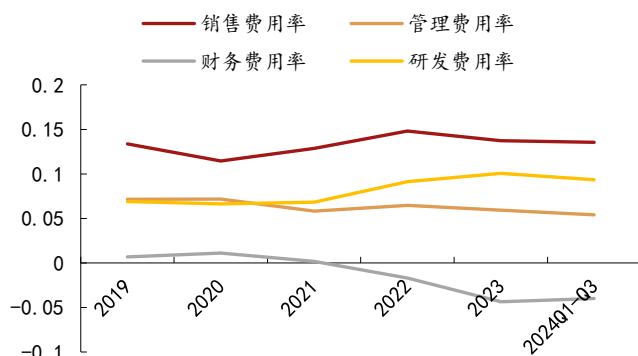
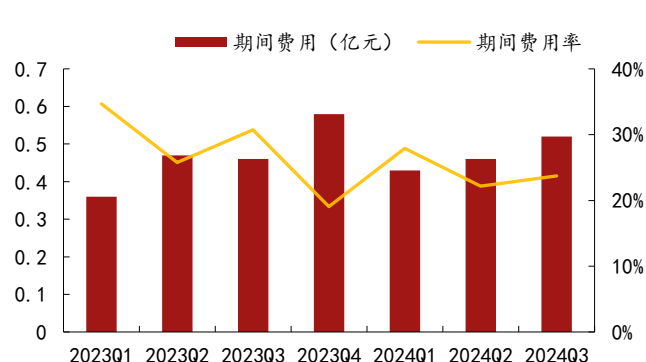


图 22：公司 2024Q1-Q3 期间费用情况



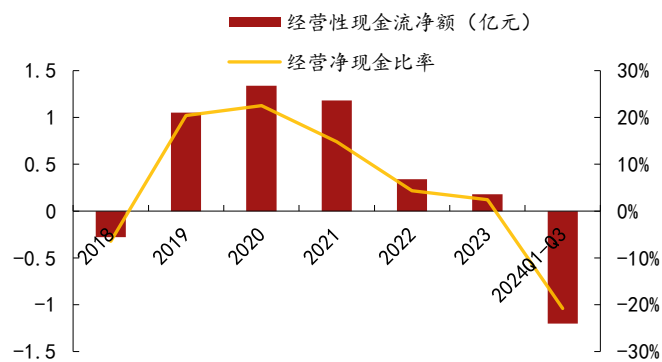
资料来源：iFinD、招商证券

资料来源：iFinD、招商证券

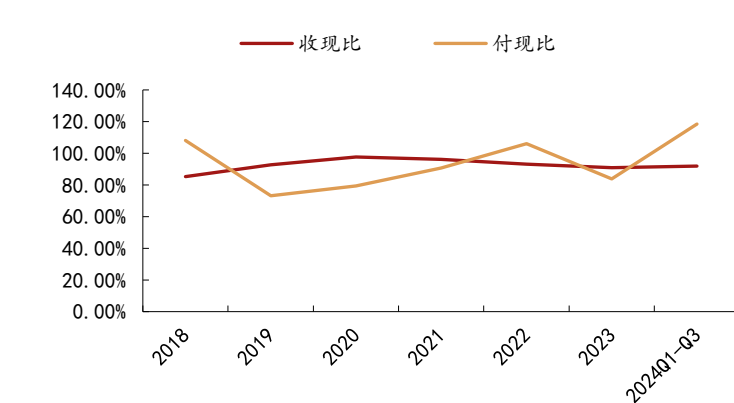
公司近年经营性现金流净额有所下降,与营业收入匹配度较高;收现比较为平稳,付现比有所波动。公司 2024Q1-Q3 经营性现金流净额为-1.20 亿元,经营性净现金比率为-20.80%;收现比和付现比分别为 91.85%和 118.46%。

图 23: 公司 2024Q1-Q3 经营性现金流净额

图 24: 2024Q1-Q3 收现比/付现比



资料来源：iFinD、招商证券



资料来源：iFinD、招商证券

二、高精度制造领跑电子装联，国产替代驱动增长

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，在此过程中采用的各种设备称为电子装联设备。电子装联设备的技术水平及运作性能直接影响产品的电气连通性、稳定性及使用的安全性。电子装联设备包括表面贴装技术（SMT）设备、通孔插装技术（THT）设备、组装设备及其他周边设备等。

SMT 电子装联生产线的主要工序如下图所示，电子产品 SMT 组装过程中大部分品质缺陷是由于锡膏印刷不良导致的，因此保证印刷质量“零缺陷”是制造的关键。点胶设备在电子装联环节起着防水、防尘、防震、保护、散热、固定等作用，属于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。

图 25: SMT 电子装联生产线主要工序



资料来源：公司年报、招商证券

下游应用领域呈现产品迭代加速、多样化的新特征，对电子装联自动化产线提出了柔性化、模块化的需求。这要求装联设备供应商在标准化设备交付能力基础上，需要构建涵盖定制化方案设计、功能模块选配及工艺参数调优的全流程服务能力

体系，形成满足差异化生产场景的非标系统集成优势，该能力正成为企业应对市场快速变化的核心竞争力。

电子装联行业作为电子装备制造的基础环节，是电子产品实现微型化集成、轻量化设计、多功能融合及高可靠运行的核心技术支持，其发展水平直接反映国家高端装备制造能力与产业链现代化程度。电子装联行业的发展主要受下游终端市场增长驱动，其未来增长趋势将深度受益于技术革新与产业升级的协同效应。

AI 算力需求与数据中心扩张驱动高密度装联技术迭代。AI 算力需求的爆发式增长直接拉动服务器、存储设备及 AI 加速卡等硬件的需求，推动 PCB 高多层板、高频高速板等高端产品的应用。IDC 预测，2024-2028 年全球 AI 基础设施投资复合增长率达 29.0%，这将持续刺激电子装联设备在精密贴装、微焊接等环节的技术突破。

新能源汽车智能化重构汽车电子产业链。汽车电子作为新一代信息技术与传统汽车产业跨界融合的关键载体，汽车电子智能化已成为全球汽车领域发展的重点和战略增长点。根据乘联会统计，2024 年中国乘用车累计零售 2288 万辆，同比增长 5%，其中新能源乘用车累计零售 1097.5 万辆，同比增长 42%。随着乘用车产销量的增长、出口增量的持续、新品高端化趋势，有利于汽车电子市场需求持续增长。

1、锡膏印刷竞争格局“一超多强”，市场空间逐年攀升

公司锡膏印刷设备主要应用于 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、耐久性等性能具有重要影响。

表 2：锡膏印刷设备主要产品

产品名称	图示	应用领域
Climber 系列		全能满足晶圆预植锡/Flux 印刷+植球整线工艺，广泛应用于 4-12 英寸晶圆印刷、植球工艺。
GLED-mini		GLED-mini 自带大度兼容属性，意在帮助客户在 610*510mm 范围以内直显与背光完美通用，同时不局限于锡膏、FLUX 等印刷。
G9+		适用于 3c、笔电、消费电子、通信、家电等领域，满足具有细间距、高精度、高速度等特性印刷需求。同时印刷工艺满足锡膏、FLUX、银浆，对硅胶、红胶、油墨、胶水类工艺也可全面兼容。

Pled-mini



满足 850*510mm 大尺寸印刷，适用锡膏、FLUX、油墨、钢网、丝网等不同材料及工艺印刷。

GT mini



适用于手机、TWS、VR/AR 等 5G 及智能穿戴以及半导体领域，兼容锡膏、FLUX、银浆、油墨、胶水等众多产品工艺。

H900

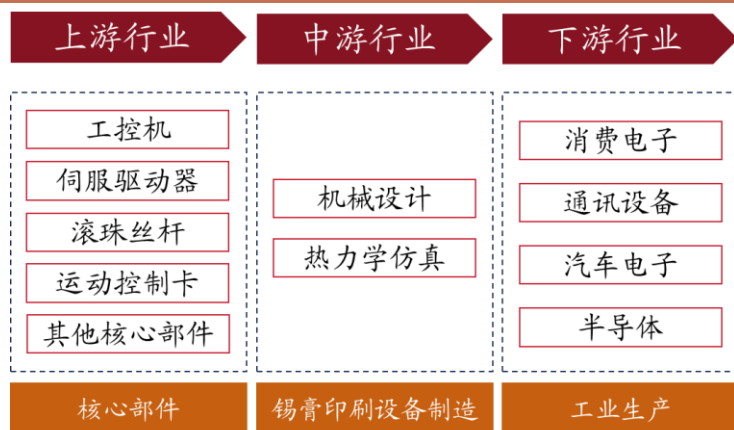


适用于户外广告显示、商超、酒店等 COB 片式柔性灯带封装领域，兼容锡膏等多工艺制程。

资料来源：公司官网、招商证券

锡膏印刷设备产业链涉及范围广泛。从产业全景图来看，我国锡膏印刷设备产业链涉及范围广泛，上游领域主要为工控机、伺服驱动器等核心部件供应商；中游包括各类锡膏印刷设备制造商；下游涵盖汽车电子、消费电子、半导体等各个板块。

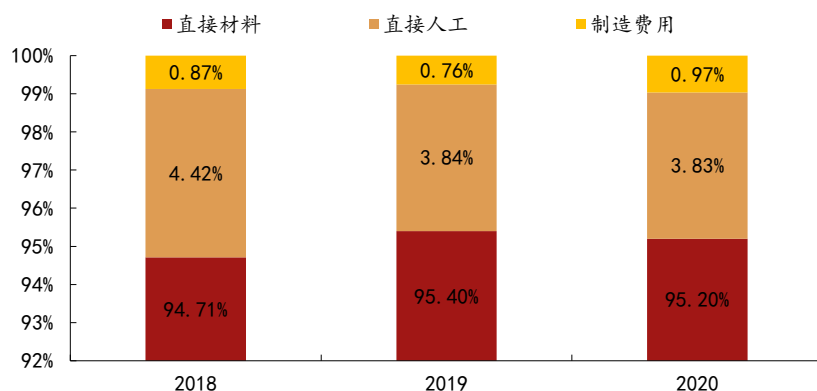
图 26：锡膏印刷设备产业链涉及范围广泛



资料来源：凯格精机招股说明书、招商证券

锡膏印刷设备的上游原材料行业大多属于完全竞争行业，供应厂商数量众多，各类零部件及组件在产成品成本中的占比相对较小，单一类别的价格波动对行业经营情况影响较小。且公司上游行业原材料供应商经营情况良好，主要原材料价格波动较小，对公司主要产品的销售提供了稳定的原材料供应渠道。

图 27：锡膏印刷设备成本结构拆分



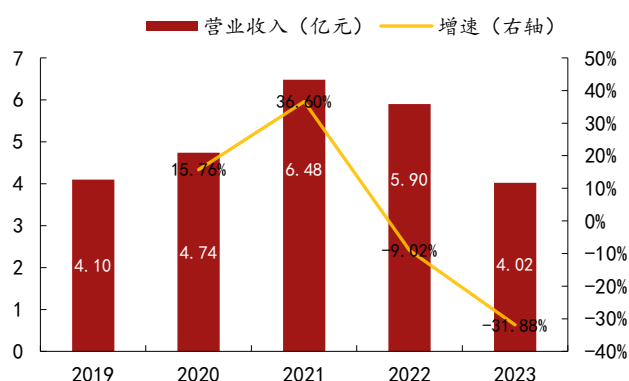
资料来源：凯格精机招股说明书、招商证券

锡膏印刷设备下游应用呈现“消费电子主导、多领域扩散”的格局。锡膏印刷设备的下游应用呈现广泛且分散的特点，覆盖消费电子、汽车电子、通信设备、工业控制、医疗设备、半导体封装、LED 照明、光伏等多个领域。其中，消费电子是核心应用场景。从市场增速看，下游整体保持中高速增长，未来增长潜力显著，主要驱动因素包括：消费电子产品小型化对印刷精度要求的提升；新能源汽车电子化率逐步提高，带动电池管理、自动驾驶相关 PCB 需求；此外半导体封装及智能化/绿色化升级也将带动锡膏印刷设备未来增长潜力。下游客户议价能力分化明显，头部厂商通过技术绑定和服务深化维持优势，而中小客户更依赖性价比。随着国产替代加速和技术迭代，公司将持续受益于市场扩容与结构性机会。

2、凯格精机领跑高精度智造，全球市占稳居行业龙头

公司锡膏印刷设备业务 2019-2023 年呈现周期性波动特征。公司锡膏印刷设备 2019-2021 年营收从 4.10 亿元快速攀升至 6.48 亿元，复合增长率达 25.7%，其中 2021 年同比增速达 36.6%，主要受益于消费电子微型化趋势及苹果供应链需求放量。然而 2022 年起公司锡膏印刷设备收入进入下行通道，连续两年负增长，2023 年营收下滑至 4.02 亿元，主要由于下游终端市场需求较为疲软。公司锡膏印刷设备收入下滑主要系下游及终端行业的整体疲软并向上传导至设备端，对于设备需求减少，公司营收回落。值得注意的是，其毛利率始终维持在 41%-46% 韧性区间，2022 年更逆势创出 46.29% 的毛利率高点，凸显公司对上游议价能力及精益生产优势。

图 28：2023 年公司锡膏印刷设备营业收入

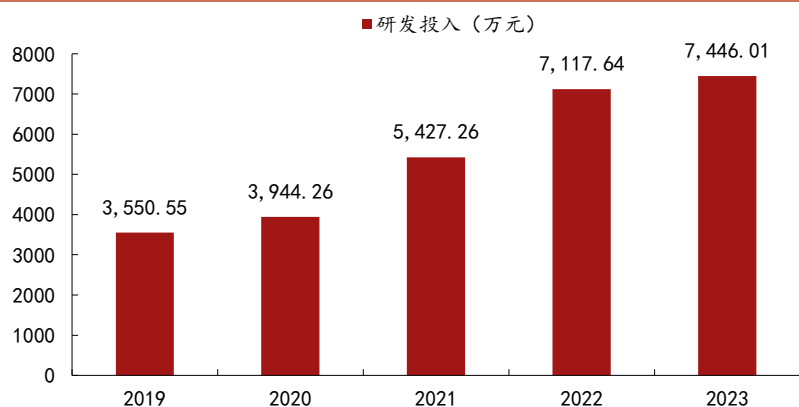


资料来源：iFinD、招商证券

长期以来，电子工业自动化精密装备高度依赖进口。因 SMT 生产线大部分不良是由于锡膏印刷环节缺陷导致，在很长一段时间内，美国品牌 MPM、英国品牌 DEK、德国品牌 EKRA、日本松下、日本 YAMAHA 等品牌设备曾是下游电子工业客户采购的首选对象。公司自 2006 年推出首款锡膏印刷设备起，不断优化设备性能及工艺方案，形成了具有自主知识产权的高精度定位、对位技术及系统、压力反馈及控制系统及相关软件算法等多项核心技术及其整合形成的系统，公司的锡膏印刷设备的性能已持平或部分超越国外顶尖厂商水平，并成功进入富士康、华为、鹏鼎控股等先进电子工业制造商的供应链体系，较大程度上实现了对国外进口设备的国产化替代的同时，有效提升了客户的生产效率、生产良率。公司不断突破核心技术瓶颈，显著优化产品的工艺精度和运行稳定性，推动国产高端装备品牌影响力的提升。目前，其设备的对位精度、印刷重复性等关键参数已比肩海外头部厂商产品，在多个高端应用场景实现进口替代，其自主研发的全自动锡膏印刷机在全球市场占有率超过 45%，主导中国本土市场。

公司研发投入逐年增加，研发投入强度常年保持在 6%-10%，其中，2023 年研发费用 7,446.01 万元，占营收 10.06%。截至 2024 年 6 月 30 日，公司已取得专利 190 项，包括 38 项发明专利、147 项实用新型专利和 5 项外观专利，此外还有 30 项软件著作权。凭借技术领先性，公司入选工信部专精特新“小巨人”企业、荣获国家制造业单项冠军企业。

图 30：公司研发投入逐年增加



资料来源：iFinD、招商证券

3、国产精密点胶突破垄断，多领域需求引领高端智造

公司点胶设备主要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、防震、保护等作用，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。

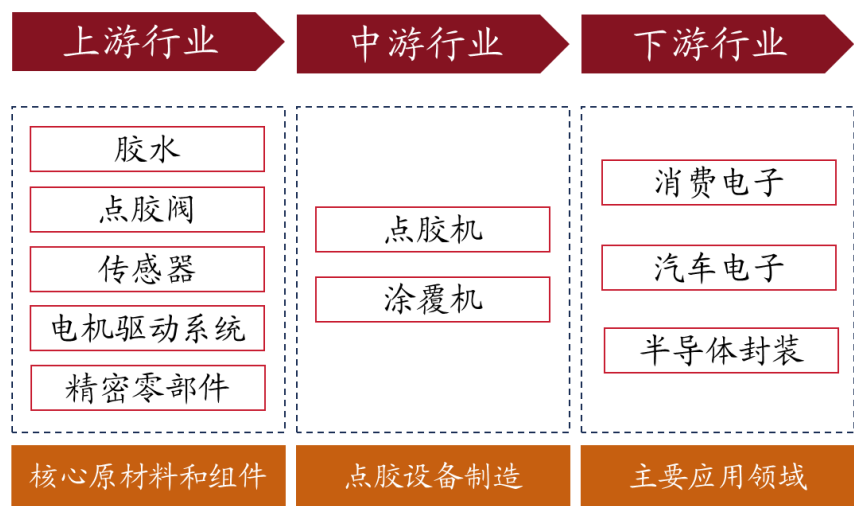
表 31：点胶设备主要产品

产品名称	图示	应用领域
D-semi 半导体点胶设备		适用于半导体点锡、底部填充、BGA 焊球强化、芯片级封装、腔体填充、晶元粘贴密封帽、芯片包封、导电胶等。
D/DH 系列点胶机		适用于消费电子、泛网络产品、汽车电子、新能源、Mini LED 等行业的红胶、UV 胶、UF 胶、硅胶、锡膏、银浆等点胶工艺应用。
Q200D		广泛用于 VR、TP 侧边封胶、曲面屏点胶、TWS、LCD 屏圆孔点胶等五轴点胶应用。
D-Tec 3D 胶路检测		专用于点胶后的 3D 胶路检测，检测胶水胶宽/胶高(厚度)/断胶/零件表面覆盖效果/漏胶/拉丝/散点/边缘平滑度/高度差/平行度，尤其可以用于透明胶水的识别

资料来源：公司官网、招商证券

点胶设备产业链呈现高度专业化分工。上游以胶水、点胶阀、传感器、电机驱动系统及精密零部件等核心原材料和组件供应为主，直接影响设备性能与精度；中游为点胶设备的研发制造，涵盖全自动点胶机、涂覆机等产品生产及智能化技术整合；下游应用集中于消费电子、汽车电子、半导体封装等领域，其需求升级驱动产业链技术创新。

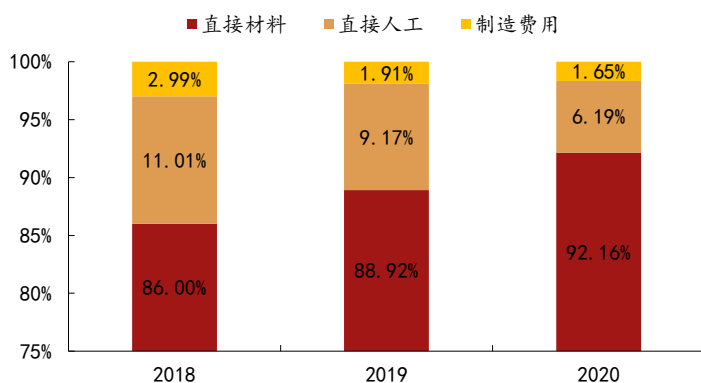
图 32：点胶设备产业链图



资料来源：凯格精机招股说明书、招商证券

点胶设备上游原材料涉及胶水、伺服电机、精密阀门、传感器等核心零部件。虽然基础金属加工件、通用型胶水等原材料所处的行业多为完全竞争市场，供应商数量众多且市场分散，单一品类原材料在产成品成本中占比通常较低，但像点胶阀、传感器这类核心零部件，由于技术壁垒较高，供应商集中度相对较高，其价格波动对设备成本的影响更为显著，需持续关注价格变动情况。因公司已实现点胶阀及传感器的自主研发与生产，可降低对外部供应商的依赖，增强成本控制能力，减少核心零部件价格波动对整体成本的冲击。

图 33：点胶设备成本结构拆分



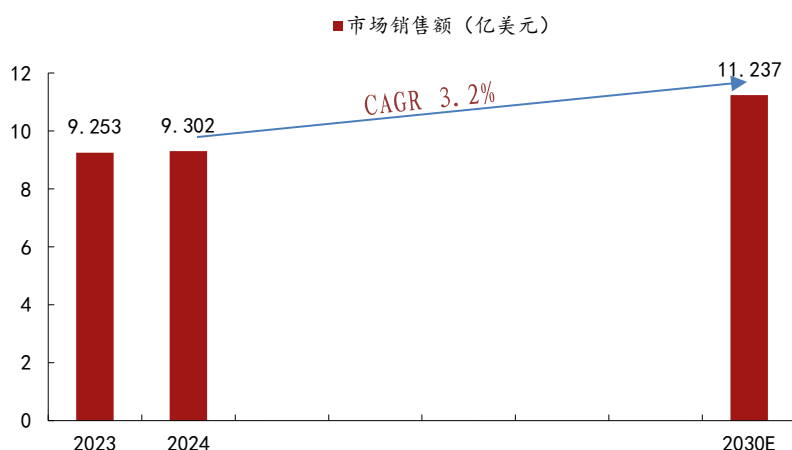
资料来源：凯格精机招股说明书、招商证券

点胶设备的下游应用场景呈现高度分散化特征。广泛渗透于消费电子、新能源汽车、半导体封装、光伏、医疗器械及建筑工程等数个细分领域。消费电子（如智能手机、可穿戴设备）仍是核心应用场景，根据 NIQ-GfK 统计，2024 年中国科技及耐用消费品市场呈现显著回暖趋势，预计全年营业额约 2.24 万亿元，达到 2019 年以来的次高峰，同比增长率提升至 5%。智能手机和可穿戴设备构成的个人消费电子领域成为核心驱动力，其营业额增速达 10%，在整体市场中占比超五成。新能源汽车、光伏等新兴领域成为主要增长引擎，半导体封装领域因芯片制造精度的提升，需求也逐渐增加，因而点胶设备仍具有较强的增长潜力。下游客户的议价能力呈现显著分化：消费电子头部厂商（如苹果、富士康）因采购规模大、认证周期长，可通过定制化需求绑定供应商并进行压价，而中小客户则因依

赖设备性价比及快速售后服务,议价空间有限。在高端市场,国际品牌(Nordson、Musashi)仍主导技术标准,但国产厂商通过核心部件自研将进口依赖度逐步降低,削弱下游大客户的绝对议价优势。

全球点胶设备市场规模呈现稳步增长态势。根据 QYResearch 统计及预测,2023 年全球全自动点胶机市场规模达到 9.3 亿美元,预计至 2030 年将增至 11 亿美元,2024-2030 年复合增长率为 3.2%。这一增长主要受下游新兴领域需求驱动,包括新能源汽车、消费电子、半导体封装等行业的精密制造需求升级。

图 34: 点胶设备市场空间预计至 2030 年将增至 11 亿美元

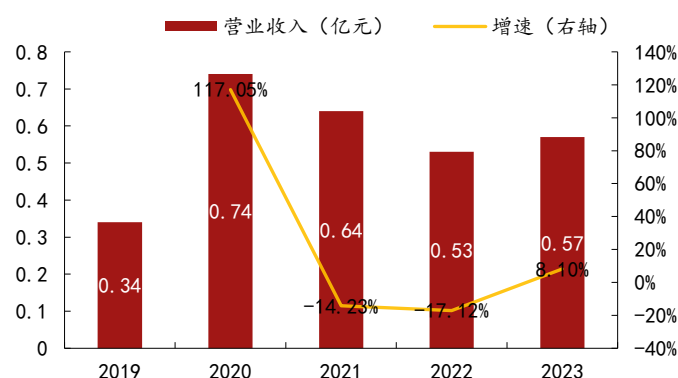


资料来源: QYResearch、招商证券

4、持续研发突破技术壁垒,性价比高驱动市占率提升

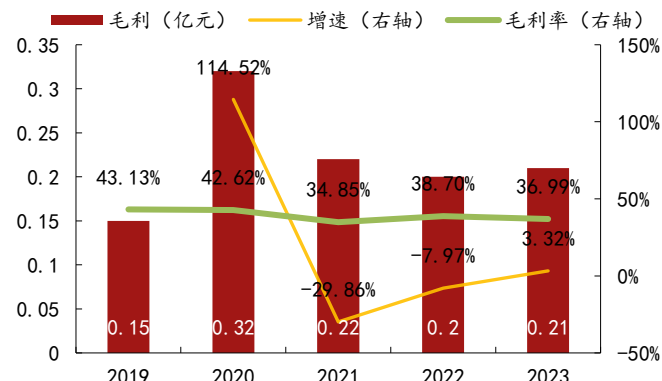
公司点胶设备整体增速较快,截至 24 年上半年,同比增长 72.04%。公司点胶设备 2019 至 2023 年收入从 0.34 亿元波动增长至 0.57 亿元,其中 2020 年爆发式增长 117%至 0.74 亿元,但随后两年受个别外销大客户采购周期性和国内点胶设备市场竞争激烈程度不断上升的影响连续下滑,2023 年恢复至 0.57 亿元。

图 35: 2023 年公司点胶设备营业收入



资料来源: iFinD、招商证券

图 36: 2023 年公司点胶设备毛利率



资料来源: iFinD、招商证券

公司在点胶机市场份额较小,但市占率逐年提升。点胶设备领域竞争高度激烈,国际巨头占据主导地位,其中 Nordson 以近 30% 的全球市场份额稳居行业龙头,其他主要参与者包括日本武藏、ValcoMelton、Dymax、Illinois Tool Works Inc.、Fisnar、Graco 等。据公司招股说明书,凯格精机点胶设备在关键性能指标上展

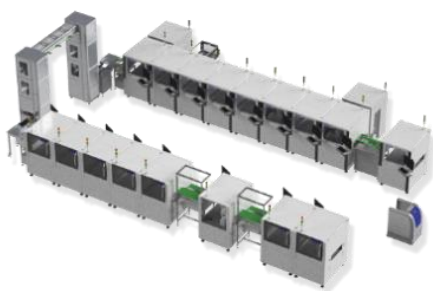
现出行业竞争力：其最小溢胶宽度控制能力突破至 0.1mm 以下，点胶喷射速度达 600 点/秒，重复精度保持在 $\pm 15.0 \mu\text{m}$ ，最小点胶量低至 1nL，支持从普通结构件到精密半导体器件的多场景应用覆盖。该设备通过精准的胶量控制和工艺适配，显著提升电子产品的抗震性、三防性能及运行稳定性。相较之下，美国 Nordson ASYMTEK 同类设备的最小溢胶宽度为 0.2mm，喷射频率为 500 点/秒，在重复精度（ $\pm 15.0 \mu\text{m}$ ）和最小点胶量（1nL）指标上与凯格精机持平。技术参数对比显示，凯格精机在溢胶控制精度与喷射效率两大核心指标上已实现反超，整体性能达到国际先进水平，且相较于国外品牌，公司点胶设备具有性价比高的优势。近年来公司在客户资源方面具备显著优势，且凭借持续研发突破点胶飞行喷射等核心技术壁垒，掌握多项自主知识产权，获评“第七批国家级制造业单项冠军”，行业认可度高，已积累富士康、德赛电池、仁宝集团等国内外头部客户。凭借技术优势与市场拓展，且有锡膏印刷设备业务的客户群体效应带动，该公司在点胶设备市场增速较快，市占率实现逐年递增，属于点胶设备市场的新兴力量。

5、柔性智造跨行业应用升级，技术突破加速撬动 8,500 亿市场

公司柔性自动化设备（FMS）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。

FMS 以标准设备平台为基础，通过匹配不同的执行模块，能让设备实现不同的自动化功能，为客户减少了因不同生产需求而购买不同功能设备的成本和繁琐的更改产线工作量，使设备的使用效率最大化，使电子制造厂商实现“设备共享模式”成为可能。

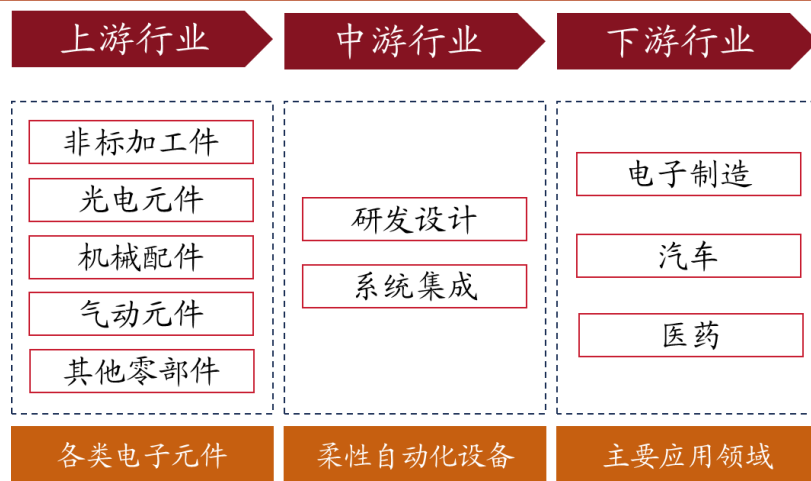
图 37：柔性自动化设备主要产品示意图



资料来源：公司官网、招商证券

柔性自动化设备上游行业为各类电子元件供应商，如非标加工件（钣金件等）、光电元件（伺服电机、工控机、传感器等）、机械配件（丝杆、导轨等）、气动元件（气缸等）等零部件及组件制造厂商，中游环节以柔性自动化生产装备的研发设计及系统集成为主，下游主要是电子装联相关的制造企业，如电子制造（如智能手机、电脑组装）、汽车（尤其是新能源汽车零部件生产）、食品加工、医药、包装等行业。

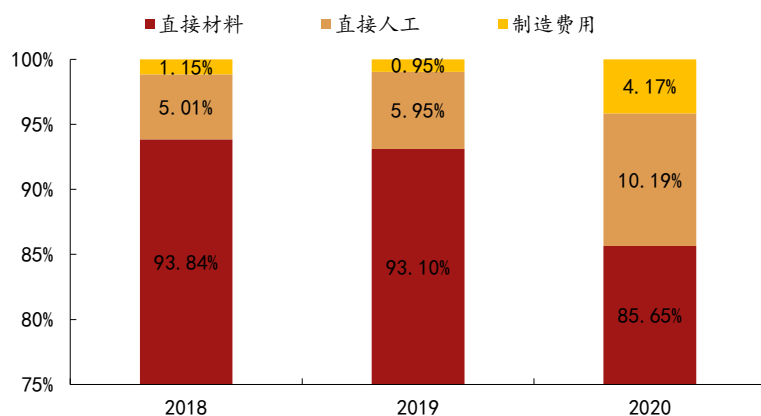
图 38: 柔性自动化设备产业链图



资料来源：凯格精机招股说明书、招商证券

柔性自动化设备上游的各类电子元件供应商等行业均属于完全竞争行业，供应厂商数量众多。且公司前五名供应商占总采购额的比例均在 20% 左右，采购集中度较低，不存在严重依赖少数供应商的情形。因此，公司对供应商具有良好的议价能力。

图 39: 柔性自动化设备成本结构拆分

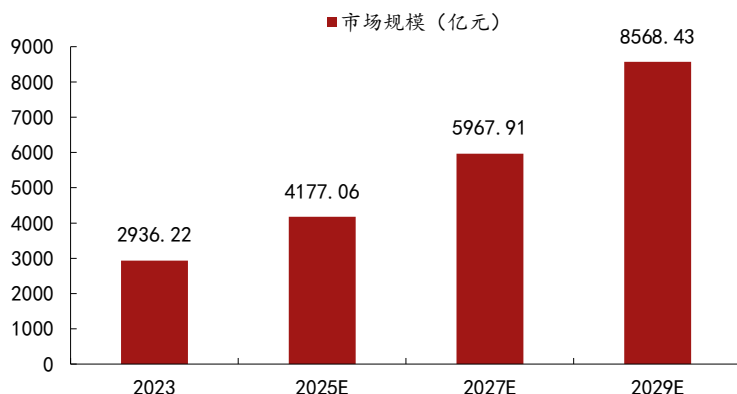


资料来源：凯格精机招股说明书、招商证券

柔性自动化设备的下游应用呈现广泛且分散的特点，覆盖消费电子、汽车制造、半导体封装、食品加工、生物医药等多个领域，其中电子与汽车行业是核心驱动力。在消费电子领域，设备主要用于智能手机、电脑等产品的精密组装与检测。汽车制造领域则聚焦新能源汽车电池组装、车身焊接等环节，柔性生产线支持多车型快速切换。半导体封装领域中，芯片贴装、引线键合等环节对柔性自动化设备的需求快速增长，有力推动了该领域的发展。食品医药行业内，无菌包装、高精度分拣等工序对柔性自动化设备的需求也在迅猛上升，这些新兴领域已成为柔性自动化设备市场新的增长亮点。

我国柔性自动化行业近年来保持强劲增长势头。统计数据显示其市场规模复合年增长率已突破 18%。具体来看，2022 年行业规模约达 2488.32 亿元，当年增速高达 20%。据行业预测，该领域市场容量将持续扩张，预计到 2029 年将突破 8500 亿元大关，达到约 8568.43 亿元。

图 40：柔性自动化设备市场空间预计将会持续增长

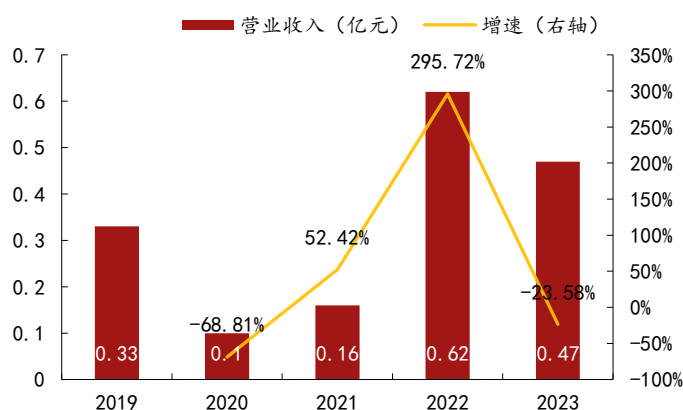


资料来源：智研瞻产业研究院、招商证券

6、高度定制+发展前景，公司把握柔性制造新机遇

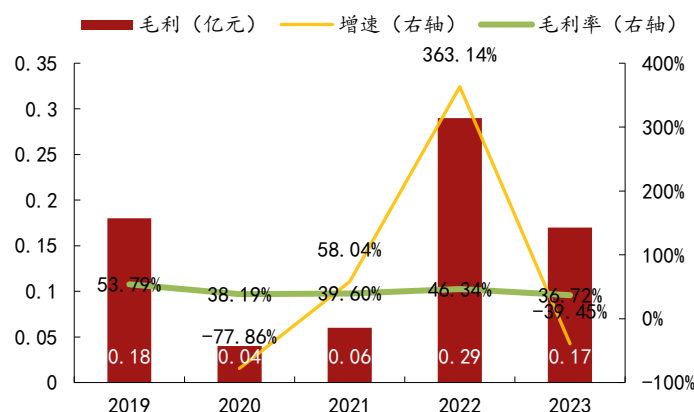
公司柔性自动化设备经营呈现明显波动特征。受“新冠”疫情影响，境外客户捷普的海外工厂复工受到一定影响，对公司的柔性自动化设备采购有所下降，相关收入从 2019 年的 0.33 亿元降低至 2020 年的 0.1 亿元，随后反弹至 2022 年峰值 0.62 亿元，但 2023 年回落至 0.47 亿元。

图 41：2023 年公司柔性自动化设备收入



资料来源：iFinD、招商证券

图 42：公司柔性自动化设备毛利率波动显著



资料来源：iFinD、招商证券

公司柔性自动化设备为高度定制化设备，根据不同工艺对应进行不同的模块化搭配，旨在为客户提供定制化、模块化及灵活组线的生产功能。公司柔性自动化设备业务的开展，主要依托在锡膏印刷设备领域多年来的深耕实践和技术优势积累的客户资源，开拓新的经营业绩增长点。公司于 2018 年开始销售柔性自动化设备，目前柔性自动化设备的客户数量较少，客户开拓主要依赖于锡膏印刷设备产品所创造的品牌效应，业务规模仍处于成长初期，加上高度定制化的产品特征，市场竞争强度相对较低。公司自主研发了大跨度高速自制直线电机龙门双驱技术，展现模块化设计、高精度控制与智能化工艺整合的核心优势。在当今市场环境下，下游电子厂商尤其是新能源汽车行业，对自动化的要求日益攀升。由于国际关系等因素，电子行业的客户积极在海外布局。然而，在海外开展业务面临着人工培训成本高、效率低的难题，而柔性自动化设备恰恰能够为客户有效节约这方面的成本。公司所占市场份额与行业领先的公司相比仍有一定差距，但行业发展前景较好，且公司持续进行研发投入，具有较好的成长空间。

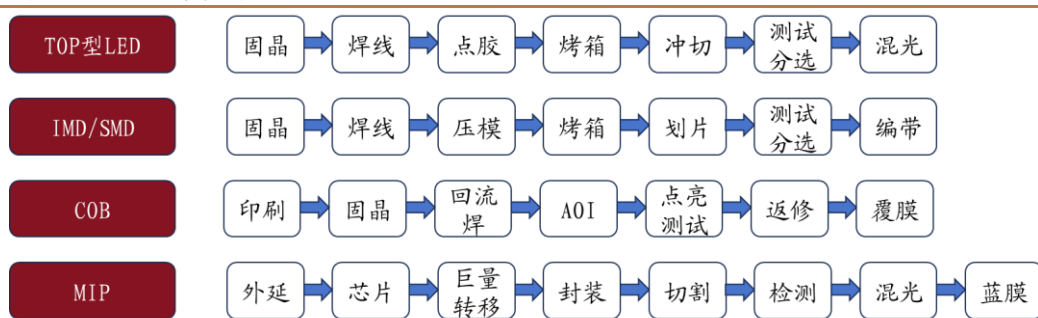
三、高密度封装技术突破垄断，市场规模稳步提升

1、垂直整合+技术自研，双轮驱动封装设备高速发展

封装行业是半导体产业链的核心环节，通过物理保护、电气连接及热管理，将芯片转化为可应用于终端产品的功能模块。其技术类型、应用领域及市场格局均呈现多元化特征，且随着 AI、高性能计算等新兴需求驱动，行业正加速向先进封装转型升级。封装的功能在于提供芯片足够的保护，防止芯片在空气中长期暴露或机械损伤而失效，以提高芯片的稳定性。

LED 封装行业是 LED 产业链中承上启下的核心环节，通过将 LED 芯片与电极、封装材料精密组合，形成具备稳定发光性能的器件，直接决定产品的光效、寿命和可靠性。应用于 LED 显示的主流封装形式有 SMD、IMD、COB、MIP，目前属于多种封装形式并存的产业格局。当前，行业呈现技术升级与市场分化并存的特点：传统封装技术（如 SMD 表贴）仍主导中低端通用照明市场，而 COB（板上芯片封装）和 MIP（芯片级封装）等先进技术凭借高密度、高可靠性优势，在 Mini LED 显示、车载照明等高端领域加速渗透。

图 43：LED 封装行业工艺流程



资料来源：公司年度报告、招商证券

随着新兴产品渗透率越来越高，LED 应用市场规模将逐步扩张。目前 LED 应用主要集中在照明领域，显示和背光领域占比较低，未来随着显示和背光技术的成熟，成本的进一步优化，LED 封装市场规模有望进一步提升。TrendForce 数据显示，2023 年度 LED 封装市场规模为 126 亿美元。受到技术推动，小间距、Mini LED 显示屏逐步渗透至显示新兴应用领域，如裸眼 3D、XR 虚拟拍摄、会议一体机、电影院等，新兴应用领域渗透率的提升，将给显示屏市场增加动力。。

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，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

表 4：封装设备主要产品

产品名称	图示	应用领域
------	----	------

GD200 系列半
导体高精度固
晶机



适用于半导体领域（QFN、DFN、SMA、SOD、卷式 SIM）、共晶工艺（车规级贴装、光通讯贴装、COB 大功率）等产品应用。

GDM 系列固晶
设备



适用于 Mini LED 直显、Mini LED 背光及 COB、COG（玻璃基）、MIP 多合一等产品应用。

GD80 系列固
晶设备



适用于 LED 照明、LED 显示屏等器件的芯片固晶工序。

GMC 180 A 型
Mini/Micro
LED 分选设备

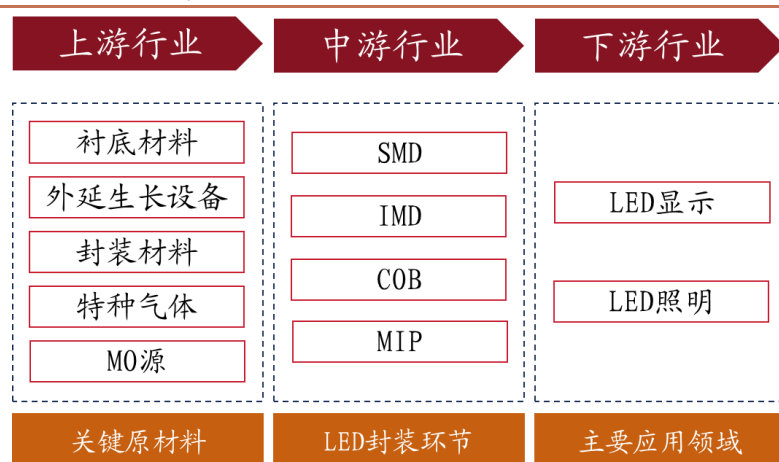


LED 芯片分选设备应用于 LED 芯片测试段工序，将对晶圆划片后的裸芯片按照不同光电特性进行分档，为后段封装巨量转移做准备。可满足最小至 2*4mil LED 芯片分选；适用于芯片制造测试分选段。

资料来源：公司官网、招商证券

LED 封装设备的产业链上游主要包括衬底材料（如蓝宝石、碳化硅、硅片等）、外延生长设备（如 MOCVD）、封装材料（如环氧树脂、有机硅、金属支架）以及特种气体、MO 源等关键原材料供应商。其中，MOCVD 设备是 LED 外延片生产的核心设备，技术壁垒较高，主要由海外企业主导。中游为 LED 封装环节，涉及固晶、焊线、混光等工艺流程，封装技术包括 SMD、COB、IMD、MIP 等。LED 封装设备的下游行业主要为 LED 显示和照明，显示照明领域主要包含户外 LED 屏幕显示、LED 背光源、LED 车灯及特种照明等。

图 44：LED 封装设备产业链图

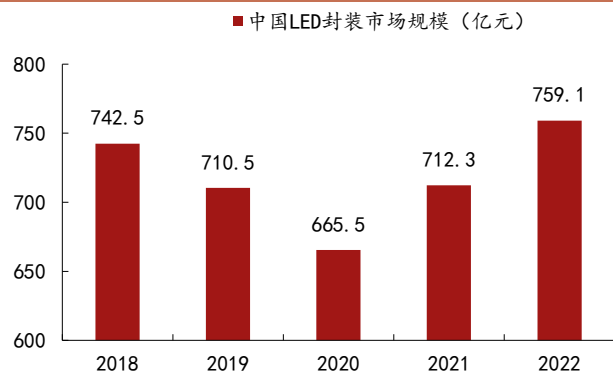


资料来源：凯格精机招股说明书、招商证券。

近年来，中国 LED 封装行业在政策扶持与市场需求的双重驱动下，已成长为全球产业链的核心环节。根据 GGII 数据，中国 LED 封装设备市场规模在呈现“V 型”波动特征。2018 年市场规模为 742.5 亿元，随后受出口受阻及行业产能过剩影响，2019 年、2020 年分别下滑至 710.5 亿元、665.5 亿元；2021 年起，受益

于 Mini LED 技术突破及“双碳”政策推动的绿色照明需求回升，市场逐步恢复至 712.3 亿元，2022 年进一步增至 759.1 亿元，创历史新高。数据表明，2022 年市场规模已超越疫情前水平，反映出行业在技术迭代（如 Mini LED 渗透率提升至 15%）与政策驱动下的韧性增长。

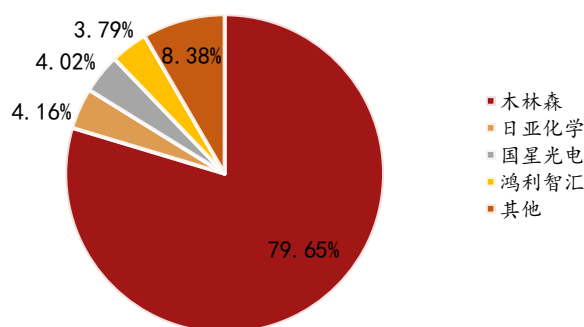
图 45：2022 年 LED 封装设备市场空间创历史新高



资料来源：GGII、招商证券

目前全球 LED 封装产业主要集中于中国大陆、中国台湾、日韩、欧美等国家或地区。相对于外延和芯片产业，中国大陆的 LED 封装业已颇具规模，技术水平接近国际先进水平，已成为世界重要的 LED 封装生产基地。中国 LED 封装市场竞争格局呈现高度集中态势，木林森作为本土龙头企业占据绝对主导地位，市占率达 79.65%，其规模体量远超其他参与者。木林森作为公司的大客户，双方在诸多业务领域保持着紧密且深入的合作。过去五年间，木林森通过垂直整合产业链（自研芯片、支架、PCB 板）和 Mini LED 技术布局，持续扩大领先优势，市场格局保持稳定，这一集中度水平远超全球市场（CR5 约 45%），反映出中国 LED 封装领域本土龙头企业的深度主导地位。鉴于木林森在行业中的影响力以及与本公司的重要合作关系，其市场动态和发展战略对本公司业务发展有着重要的参考意义。

图 46：中国 LED 封装设备竞争格局

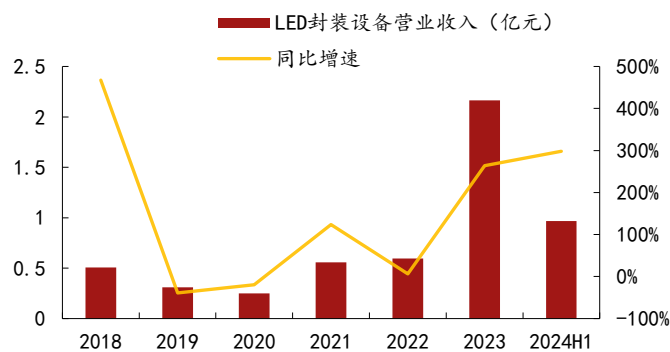


资料来源：中商产业研究院、招商证券

2、技术积累奠定行业领先地位，未来市占率可能继续提升

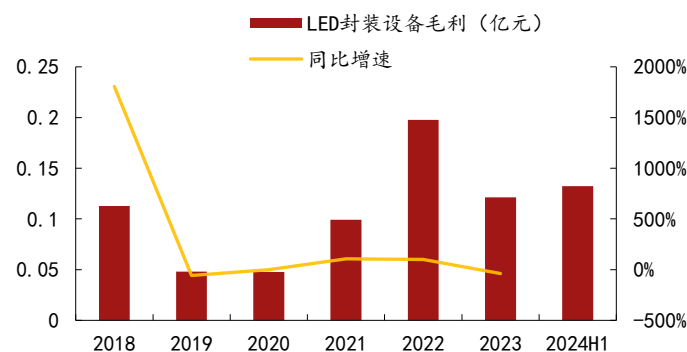
LED 封装设备营收增长依旧强劲。公司 2023 年和 2024 上半年 LED 封装设备营业收入分别为 2.16 亿元和 0.97 亿元，同比增长 263.95%和297.96%；

图 47：公司 2024H1LED 封装设备营业收入



资料来源：iFinD、招商证券

图 48：公司 2024H1LED 封装设备毛利



资料来源：iFinD、招商证券

凯格精机主要涉足 LED 器件生产后段工艺中的固晶，当前 LED 封装设备可高效稳定并且全面覆盖分立式封装、集成式封装工艺方案的 LED 器件封装生产。值得注意的是，其印刷技术优势亦在封装领域延展——在集成式封装工序上，基于高精度印刷工艺，将锡膏定形于基板电极上，再通过固晶工艺直接连接芯片电极和基板电极，实现联通。公司锡膏印刷设备核心产品之一 GLED-mini 可满足 Mini LED 最小 2*4 mil（约 50.8*101.6 微米）芯片尺寸的锡膏印刷需求。据悉，凯格精机在 Mini LED 方面投入不断，其 Mini LED 在线贴装技术研发项目已结项，一款应用于 Mini LED 行业的巨量转移设备研发项目正在进行中。

未来将进一步优化产品，降本增效，提高产品毛利率和市占率。在 LED 固晶设备出货量取得突破之后，公司将继续推进产品优化及供应链降本增效，扩大交付边际效应，提升产品毛利率；充分发挥公司固晶机在芯片小型化趋势上设备效率及稳定性的竞争优势，加大力度拓展 Mini/Micro LED 固晶设备客户，提升市场占有率。

四、投资建议与盈利预测

行业层面，中国工业自动化装备行业起步较晚，但发展势头强劲。近年来国家陆续推出了鼓励先进制造业的政策，为工业自动化装备行业的发展提供了有力的政策支持，中国工业自动化装备行业发展取得明显进步，国产替代进程加速。

公司层面，凯格精机以锡膏印刷设备为核心，涉及点胶设备、柔性自动化设备及封装设备等领域，在公司的主要产品锡膏印刷设备领域，GKG 已成长为国际知名品牌，与同行业的 MPM 品牌和 DEK 品牌在全球市场竞争，在国内市场已取得较高的市场份额和较强的竞争优势地位，主导中国本土市场。公司生产的自动化精密装备主要应用于下游电子工业制造领域中电子装联行业及封装行业。公司在产品上不断创新研发，充分迎合下游应用领域呈现产品迭代加速、多样化的新特征，对电子装联自动化产线柔性化、模块化的需求。凯格精机领跑高精度智造，高密度封装技术破垄断，市场规模稳步提升，全球市占稳居行业龙头。

锡膏印刷设备：锡膏印刷设备全球市场稳步增长，公司是全球锡膏印刷设备龙头，有望受益于行业整体的发展。我们预计公司 24-26 年相关业务收入为 4.6/5.5/6.6 亿元，yoy 分别为 14.54%/20%/20%。

LED 封装设备：LED 行业受到技术推动，小间距、Mini LED 显示屏逐步渗透至

显示新兴应用领域，如裸眼 3D、XR 虚拟拍摄、会议一体机、电影院等，公司有望受益于行业新的发展趋势，我们预计 24-26 年相关业务收入为 2.3/2.6/3 亿元，yoy 分别为 6.31%/15%/15%。

点胶设备：全球点胶设备市场规模呈现稳步增长，公司目前点胶设备市占率较低，但公司在溢胶控制精度与喷射效率两大核心指标上已实现反超，整体性能达到国际先进水平，且相较于国外品牌，公司点胶设备具有性价比高的优势，预计未来收入持续增长，我们预计 24-26 年相关业务收入为 1/1.15/1.3 亿元，yoy 分别为 75.47%/15%/15%。

柔性自动化设备：公司所占市场份额与行业领先的公司相比仍有一定差距，但行业发展前景较好，且公司持续进行研发投入，具有较好的成长空间。我们预计公司 24-26 年相关业务收入 0.8/1.2/1.8 亿元，yoy 分别为 30%/30%/30%。

表 5：销售收入结构预测

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	779.34	740.02	887.61	1071.75	1302.11
锡膏印刷设备	589.54	401.62	460.00	552.00	662.40
LED 封装设备	59.44	216.34	230.00	264.50	304.18
点胶设备	52.72	56.99	100.00	115.00	132.25
柔性自动化	62.10	47.46	80.00	120.00	180.00
其他	15.53	17.61	17.61	20.25	23.29
收入增长率	-2.26%	-5.05%	19.94%	20.75%	21.49%
锡膏印刷设备	-9.02%	-31.88%	14.54%	20.00%	20.00%
LED 封装设备	6.29%	263.96%	6.31%	15.00%	15.00%
点胶设备	-17.12%	8.10%	75.47%	15.00%	15.00%
柔性自动化	295.79%	-23.57%	68.56%	50.00%	50.00%
其他	10.06%	13.39%	0.00%	15.00%	15.00%
毛利率	45.23%	30.95%	33.43%	33.51%	33.55%
锡膏印刷设备	46.29%	41.26%	41.00%	41.00%	41.00%
LED 封装设备	33.23%	5.61%	15.00%	15.00%	15.00%
点胶设备	38.70%	36.99%	37.00%	37.00%	37.00%
柔性自动化	46.34%	36.72%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	69.02%	71.94%	71.94%	71.94%	71.94%

资料来源：公司数据、招商证券

我们预计公司 24-26 年收入分别为 8.88/10.72/13.02 亿元，yoy 分别为 20%/21%/21%；预计公司归母净利润分别为 0.67/0.86/1.01 亿元。对应当前市值 PE 为 49.5/38.8/32.9 倍。

五、风险提示

1、终端产品需求增长不及预期：若未来消费电子、5G 通信设备、显示照明及汽车电子等终端市场产品升级换代周期不及预期，导致下游厂商设备更新速度减慢，电子工业领域自动化精密设备的需求增长也将放缓，将对公司生产经营产生不利影响。

2、自动化精密装备厂商竞争加剧风险：一方面，高端设备进口替代趋势的不断发展和公司经营规模的逐步扩大可能吸引其他具备一定实力的国产设备商进入

自动化精密制造装备领域，使得国内市场竞争加剧；另一方面，我国自动化精密制造装备厂商的逐步崛起，可能引起国外行业巨头的重视，并加大对同领域市场的开拓力度，从而使公司面临更加激烈的市场竞争环境。

3、新设备开发的市场风险：虽然公司在锡膏印刷设备领域已经完成了较多的技术积累，也积累了丰富的设备行业经验，但是因为点胶设备、柔性自动化设备和LED设备具有其独特的技术特点、行业特性和市场风险，公司可能在新设备开发上遭遇市场风险，从而对公司的经营状况产生不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1767	1871	2027	2251	2523
现金	1077	995	1034	1093	1159
交易性投资	140	195	195	195	195
应收票据	37	11	13	15	19
应收款项	192	198	237	286	348
其它应收款	1	2	3	3	4
存货	287	440	508	613	744
其他	33	31	37	45	54
非流动资产	96	273	269	266	263
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	60	59	58	57	56
无形资产商誉	16	18	16	15	13
其他	20	196	195	195	194
资产总计	1863	2144	2296	2517	2786
流动负债	445	703	802	953	1142
短期借款	1	0	0	0	0
应付账款	315	572	661	797	968
预收账款	32	54	62	75	91
其他	96	78	79	81	83
长期负债	13	13	13	13	13
长期借款	0	0	0	0	0
其他	13	13	13	13	13
负债合计	458	717	815	966	1155
股本	76	106	106	106	106
资本公积金	991	960	960	960	960
留存收益	331	345	396	462	537
少数股东权益	8	15	18	22	27
归属于母公司所有者权益	1397	1412	1463	1529	1604
负债及权益合计	1863	2144	2296	2517	2786

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	34	18	2	25	37
净利润	129	55	71	90	106
折旧摊销	7	9	8	8	8
财务费用	(0)	0	(32)	(32)	(32)
投资收益	(6)	(6)	(26)	(26)	(26)
营运资金变动	(91)	(37)	(23)	(21)	(26)
其它	(4)	(3)	5	7	8
投资活动现金流	(91)	(66)	22	22	22
资本支出	(7)	(17)	(5)	(5)	(5)
其他投资	(84)	(49)	26	26	26
筹资活动现金流	826	(51)	15	12	6
借款变动	(8)	(46)	(0)	0	0
普通股增加	19	30	0	0	0
资本公积增加	801	(30)	0	0	0
股利分配	0	(38)	(17)	(20)	(26)
其他	15	33	32	32	32
现金净增加额	770	(100)	39	59	66

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	779	740	888	1072	1302
营业成本	427	511	591	713	865
营业税金及附加	6	5	6	7	9
营业费用	115	102	122	139	165
管理费用	50	44	52	60	72
研发费用	71	74	98	115	138
财务费用	(13)	(32)	(32)	(32)	(32)
资产减值损失	(8)	(10)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	18	21	21	21	21
投资收益	6	6	6	6	6
营业利润	140	52	67	86	101
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	140	53	68	86	102
所得税	11	(2)	(3)	(4)	(4)
少数股东损益	2	2	3	4	5
归属于母公司净利润	127	53	67	86	101

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-2%	-5%	20%	21%	21%
营业利润	14%	-62%	28%	28%	18%
归母净利润	13%	-59%	28%	28%	18%
获利能力					
毛利率	45.2%	30.9%	33.4%	33.5%	33.6%
净利率	16.3%	7.1%	7.6%	8.0%	7.8%
ROE	13.8%	3.7%	4.7%	5.8%	6.5%
ROIC	12.5%	1.5%	2.5%	3.7%	4.5%
偿债能力					
资产负债率	24.6%	33.4%	35.5%	38.4%	41.5%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.0	2.7	2.5	2.4	2.2
速动比率	3.3	2.0	1.9	1.7	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.5	1.4	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	4.2	3.4	3.9	3.9	3.9
应付账款周转率	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0
每股资料(元)					
EPS	1.19	0.49	0.63	0.81	0.95
每股经营净现金	0.32	0.17	0.02	0.24	0.35
每股净资产	13.13	13.27	13.75	14.37	15.08
每股股利	0.36	0.16	0.19	0.24	0.29
估值比率					
PE	26.3	63.5	49.5	38.8	32.9
PB	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	23.4	117.3	70.7	49.8	40.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。