

## 鼎泰高科 (301377.SZ)

## PCB 主业业绩拐点持续兑现，切入机器人赛道打开成长空间

鼎泰高科是全球 PCB 钻针龙头，凭借产品+成本+交付+客户优势，实现市占率稳步提升，2023 年全球市占率为 26.5%，龙头地位稳固。短期看，AI 算力及终端创新需求共振，公司主业业绩拐点持续兑现；长期看，公司凭借技术同源性，自制磨床切入丝杠生产领域，有望受益人形机器人发展浪潮，打开成长天花板。首次覆盖，给予“增持”评级！

## □ 传统主业：AI 算力+科技创新新需求共振，公司盈利能力逐季提升。

- 行业：结构性需求驱动 PCB 景气度回升，驱动 PCB 钻针量价齐升。AI 有望成为 PCB 需求主要增长动力，根据 Prismark，2029 年服务器用 PCB 的市场需求有望达到 189 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 11.6%。北美云厂持续加大 AI 资本开支，头部 PCB 厂积极扩产，带动 PCB 景气度持续提升，驱动钻针量价双升。AI 服务器的高速运算对 PCB 层数、孔径精度、孔壁质量要求更高，对高价值量的涂层钻针、微型钻针、长刃钻针需求提升。根据公司年报，2024 年公司 0.2mm 及以下的微钻销量占比 21.12%，涂层钻针的销量占比 30.91%，2024Q2-2025Q1 综合毛利率从 35.43%提升至 38.05%。
- 公司：产品+成本+产能+客户优势铸就深厚壁垒，市占率有望进一步提升。鼎泰高科是全球 PCB 钻针龙头，根据 Prismark 数据，2020-2023 年公司在全球钻针领域市占率从 19%提升至 26.5%，市占率稳居行业第一，龙头地位突出。公司深度合作 PCB 头部客户，未来有望凭借行业领先的技术能力、优异的成本控制和产能优势，实现市占率的持续提升。

## □ 潜在期权：具备设备自研基因，切入机器人赛道打开成长天花板。

- 行业：丝杠制造瓶颈在于高精度磨床，进口替代空间广阔。行星滚柱丝杠的精加工环节中，磨床为必备设备，其中内螺纹为目前最大加工瓶颈。从竞争格局看，目前我国高精度数控磨床仍依赖进口，国产化率较低，加工效率低、加工成本高成为丝杠生产环节的核心制约。近年来，国内以秦川机床、华辰装备为首的国产机床厂后起直追，我们认为，国产供应链具备较强的创新及降本能力，有望驱动丝杠生产的降本及量产，看好未来国内机床厂商市场份额提升。
- 公司：深耕装备技术，前瞻布局丝杠可视为未来增长期权。公司具备“设备自研”基因，2010 年成立鼎泰机器人子公司，近三年平均研发费用占比达到 14%，开发了丝锥磨床、五站铣刀机、智能钻针库等产品，部分设备可对标进口机床，填补国内技术空白。公司凭借技术同源性切入机器人领域，根据公司公开投资者调研纪要，目前已实现内外圆磨、数控螺纹磨床等新产品的研发突破，并已通过自研数控螺纹磨床完成行星滚柱丝杠样品的试制，我们看好丝杠新业务有望打开公司成长空间。

□ 首次覆盖“增持”投资评级。预计 2025-2027 年公司营收分别为 20.52、25.08、30.14 亿元，同比增速分别为 29.92%/22.21%/20.17%，净利润分别为 3.39、

## 增持（首次）

周期/金属及材料  
当前股价：40.12 元

## 基础数据

总股本（百万股）	410
已上市流通股（百万股）	71
总市值（十亿元）	16.4
流通市值（十亿元）	2.8
每股净资产（MRQ）	6.2
ROE（TTM）	10.1
资产负债率	29.3%
主要股东	广东太鼎控股有限公司
主要股东持股比例	76.23%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	39	83	122
相对表现	36	78	107

(%) — 鼎泰高科 — 沪深300

Jul/24 Nov/24 Mar/25 Jun/25

资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

郭倩倩	S1090525060003
guoqianqian@cmschina.com.cn	
刘伟浩	S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn	
陈之馨	S1090525070001
chenzhixin@cmschina.com.cn	

4.54、5.54 亿元，同比增速分别为 49.45%/33.91%/22.09%，对应 PE 为 53.1/39.6/32.5 倍。考虑到公司主业成长性较高，且机器人业务可作为未来成长期权，首次覆盖，给予“增持”投资评级。

□ 风险提示：全球贸易摩擦加剧、下游资本开支不及预期、技术迭代不及预期、行业竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1320	1580	2052	2508	3014
同比增长	8%	20%	30%	22%	20%
营业利润(百万元)	249	263	401	537	655
同比增长	1%	6%	52%	34%	22%
归母净利润(百万元)	219	227	339	454	554
同比增长	-2%	3%	49%	34%	22%
每股收益(元)	0.53	0.55	0.83	1.11	1.35
PE	64.4	62.3	53.1	39.6	32.5
PB	6.1	5.7	5.4	4.8	4.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、 公司介绍：全球 PCB 钻针龙头，PCB 应用占营收比例达 8 成.....	6
1、 制造业单项冠军，“工具+材料+装备”全产业链布局.....	6
2、 钻针主业稳健增长，多赛道布局开启多重增长曲线.....	7
3、 家族企业股权集中，股权激励彰显长期发展信心.....	10
二、 传统主业：AI 算力+科技创新需求共振，驱动 PCB 钻针量价齐升.....	13
1、 结构性需求驱动 PCB 景气度回升，公司盈利能力逐季提升.....	13
2、 产品+成本+产能+客户优势铸就深厚壁垒，公司市占率有望进一步提升....	18
三、 潜在期权：具备设备自研基因，切入机器人赛道打开成长天花板.....	22
1、 丝杠制造瓶颈在于高精度磨床，进口替代空间广阔.....	22
2、 深耕装备技术，前瞻布局丝杠可视为未来增长期权.....	25
四、 盈利预测与投资建议.....	27
1、 收入分项拆分.....	27
2、 投资建议.....	28
五、 风险提示.....	29

## 图表目录

图 1：公司在 PCB 上游加工领域实现“工具+材料+装备”全产业链布局.....	7
图 2：公司深耕刀具行业近 30 年，逐步扩展业务版图.....	7
图 3：2018-2024 年公司营收 CAGR 为 33.07%.....	8
图 4：2018-2024 年公司净利润 CAGR 为 37.72%.....	8
图 5：刀具产品为公司主要收入来源.....	8
图 6：海外营收占比逐步提升.....	8
图 7：公司盈利能力有所提升.....	9
图 8：大宗商品钨和钴市场价格波动情况.....	9
图 9：核心产品刀具业务毛利率保持平稳.....	9
图 10：2022H1 公司刀具业务毛利率拆分.....	9
图 11：公司期间费用率稳中有降.....	10
图 12：公司现金流情况良好.....	10
图 13：公司资产结构良好.....	10

图 14: 公司股权结构集中 (截至 2025Q1) .....	11
图 15: OpenAI GPT-5 将相对上一代实现重大升级 .....	14
图 16: 智能驾驶依赖车路协同、感知、决策和控制系统 .....	14
图 17: PCB 下游需求结构拆分 .....	14
图 18: 服务器/存储器将为 PCB 未来五年主要增长动力 .....	14
图 19: 海外云厂资本开支持续高增 (亿美元) .....	15
图 20: 预计 2024-2029 年全球 PCB 产值 CAGR 达到 5.2% .....	16
图 21: AI 服务器和常规服务器对 PCB 要求对比 .....	17
图 22: 高多层板、HDI 板、封装基板需求将持续增长 .....	17
图 23: 涂层钻针搭配 TAC 润滑涂层 .....	17
图 24: 预钻短刃刀型及加长刃刀型 .....	17
图 25: 公司毛利率逐季提升 .....	17
图 26: 公司钻针产量持续提升, 产销率保持高位 .....	17
图 27: 鼎泰高科刀具业务营收体量显著领先同行 .....	18
图 28: 2023 年全球钻针市场格局 (销售额口径) .....	18
图 29: 2023 年全球铣刀市场格局 (销售量口径) .....	18
图 30: 公司毛利率处于行业领先水平 .....	19
图 31: 公司净利率处于行业领先水平 .....	19
图 32: 公司研发费用率领先同行 .....	20
图 33: 2024 年公司技术人员占比 24% .....	20
图 34: 公司钻针对比头发丝 .....	21
图 35: 鼎泰机器人公司的机床设备布局 .....	21
图 36: 2024 年公司前五大客户占比为 22.36% .....	22
图 37: 公司客户资源优质 .....	22
图 38: 特斯拉 Optimus 中, 丝杠主要应用于线性关节与灵巧手 .....	22
图 39: 特斯拉 Optimus 中, 关节成本占比过半 .....	22
图 40: 行星滚珠丝杠加工工序拆分 .....	23
图 41: 行星滚珠丝杠加工工序对应设备 .....	24
图 42: 磨床行业格局梳理 .....	25
图 43: 公司数控丝锥螺纹磨床 .....	26
图 44: 公司高精度六轴数控刀具磨床 .....	26

图 45: 鼎泰高科历史 PE Band ..... 29

图 46: 鼎泰高科历史 PB Band ..... 29

表 1: 公司主营业务介绍 ..... 6

表 2: 公司高管团队产业背景深厚 ..... 12

表 3: 公司股权激励对象 ..... 12

表 4: 公司股权激励考核条件 ..... 13

表 5: 公司股权激励预计摊销费用 ..... 13

表 6: 部分下游 PCB 公司扩产规划梳理 ..... 15

表 7: PCB 刀具行业主要参与公司梳理 ..... 19

表 8: 滚柱丝杠加工方案对比 ..... 24

表 9: 内螺纹和外螺纹加工对比 ..... 25

表 10: 预计 2025-2027 年公司营收分别为 20.52、25.08、30.14 亿元 ..... 28

附: 财务预测表 ..... 30

# 一、公司介绍：全球 PCB 钻针龙头，PCB 应用占营收比例达 8 成

## 1、制造业单项冠军，“工具+材料+装备”全产业链布局

全球 PCB 钻针龙头，行业市占率第一。公司专注于为 PCB、数控精密机件等领域企业提供工具、材料、装备的一体化解决方案，产品广泛应用于 PCB、3C、模具、新能源汽车等行业，客户覆盖胜宏科技、深南电路、方正科技、景旺电子等国内外 PCB 知名厂商。根据 PrismaMark 数据，公司 PCB 钻针/铣刀销量位列全球第一，2023 年全球钻针市占率约为 26.5%。

PCB 上游全产业链布局，围绕“工具+材料+装备”持续深耕。公司主要业务包括刀具产品、研磨抛光材料、功能性膜材料和智能数控装备四大类，其中，刀具业务贡献公司主要收入，2024 年板块营收比例为 75.40%。




1) 刀具产品：包括钻针、铣刀、数控刀具及 PCB 特殊刀具，其中钻针和铣刀应用于 PCB 的钻孔和铣削加工；

2) 研磨抛光材料：用于 PCB 制程中去除钻孔毛刺和塞孔油墨，清洁外层线路；

3) 功能性膜材料：产品包括防窥膜、车载光控膜、车载防爆膜、磨砂/硬化膜、AR 膜等，主要应用于消费电子、汽车等行业；

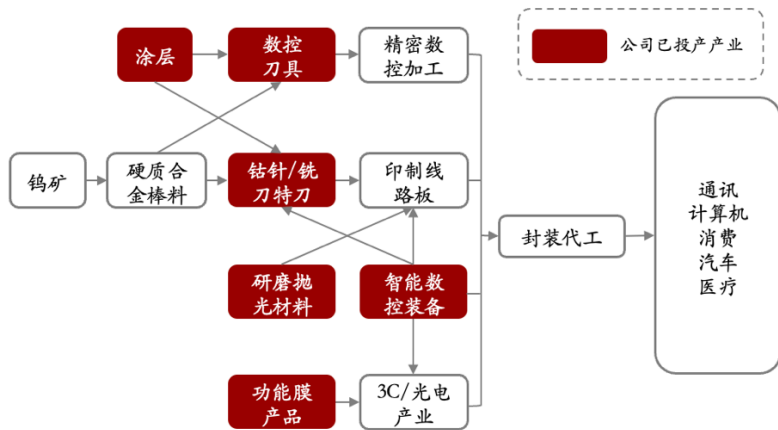
4) 智能数控装备：产品包括数控刀具磨床、数控丝锥磨床、数控段差磨床、全自动刀具钝化机、真空镀膜设备、钻针智能仓储系统等。

表 1：公司主营业务介绍

主营业务	分类	产品	功能	图示	2024 年营收、占比及毛利率
刀具产品		钻针、铣刀	主要应用于印制电路板行业的钻孔、铣削加工		营收：11.91 亿元 占比：75.40% 毛利率：35.00%
	数控刀具	成型刀、倒角刀、T 型刀、丝锥、标准通用刀具等	是机械制造中用于铣削、钻削等加工的主要精密工具，主要应用于电子、机械、汽车、医疗、航空航天等行业		
	PCB 特殊刀具	PCB 非标刀具，包括双刃锣刀、斜边刀、金手指、倒角刀、雕刻刀等型号	用于厚铜板及铝基板铣削、印刷电路板的内槽倒角加工或螺丝孔加工、盲槽加工、V 槽加工等		
研磨抛光材料		产品包括陶瓷磨刷、不织布磨刷、尼龙磨刷、砂带等，主要应用于 PCB 制程中钻孔毛刺和塞孔油墨的去除及外层线路清洁等		营收：1.50 亿元 占比：9.55% 毛利率：61.48%	
功能性膜材料		产品包括防窥膜、车载光控膜、车载防爆膜、磨砂/硬化膜、AR 膜等，主要应用于屏幕、汽车、家电、盖板玻璃、工控、Mini LED 等行业		营收：1.55 亿元 占比：9.82% 毛利率：16.62%	
智能数控设备		产品包括数控刀具磨床、数控丝锥磨床、数控段差磨床、全自动刀具钝化机、真空镀膜设备、钻针智能仓储系统等，主要应用于 PCB 和金属加工刀具等产品的生产制造和智能仓储管理。		营收：0.55 亿元 占比：3.47% 毛利率：33.21%	

资料来源：公司年报、招商证券

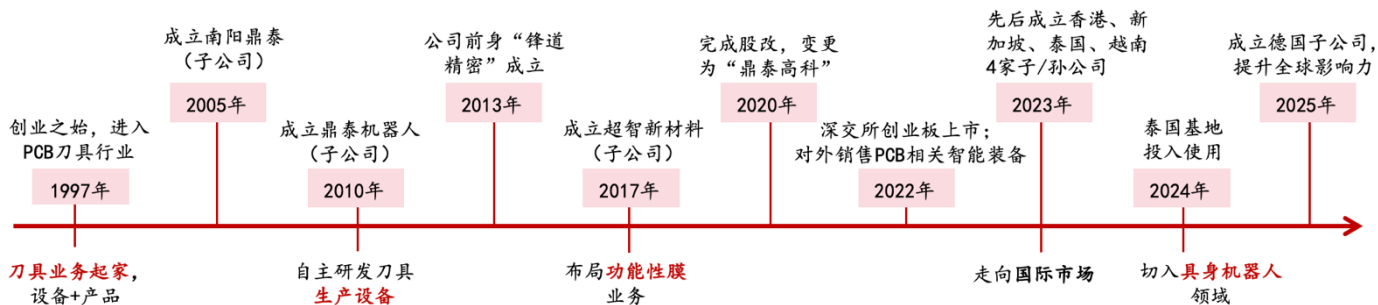
图 1：公司在 PCB 上游加工领域实现“工具+材料+装备”全产业链布局



资料来源：公司招股说明书、招商证券

深耕线路板行业，业务扩张+市场拓展，开启多轮成长曲线。公司始创于 1997 年，以精密刀具起家，逐步扩展产业链版图；2010 年鼎泰机器人成立，自主研发刀具生产设备，实现进口替代的同时大幅降本，为日后技术进步奠定基础；2013 年前身“锋道精密”成立；2017 年超智新材料成立，布局高性能膜、陶瓷纳米材料等业务；2022 年登陆深交所创业板；2023 年开启全球化布局，先后设立海外子/孙公司；2024 年设立德国子公司，同时泰国基地投入使用。经过近 30 年的发展，公司产业版图涵盖刀具、研磨抛光材料、功能性膜材料、智能装备四大板块，已成为全球 PCB 刀具的核心供应厂商。

图 2：公司深耕刀具行业近 30 年，逐步扩展业务版图



资料来源：公司官网、招商证券

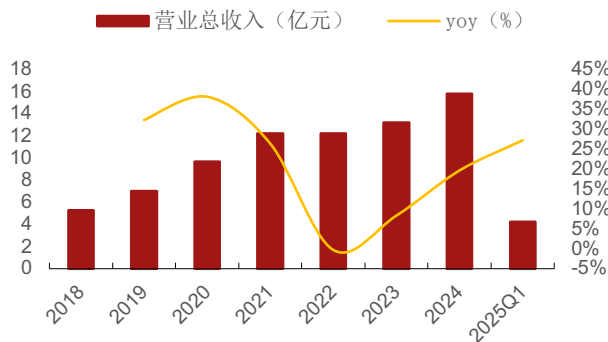
## 2、钻针主业稳健增长，多赛道布局开启多重增长曲线

公司营收触底回升。2018-2024 年，公司营收由 5.29 亿元增长至 15.80 亿元，CAGR 为 33.07%。公司营收波动主要受下游 PCB 行业景气度影响，2022 年营收下滑系受全球消费电子行业需求放缓，PCB 行业景气度持续下滑，对刀具、材料、设备等需求下降。2023 年后公司营收增速触底回升，2025Q1 公司实现收入 4.23 亿元，同比增长 27.21%，主要系：①终端 AI 算力、汽车电子、低轨卫星等结构性需求驱动 PCB 行业景气度回暖；②消费性防窥膜产品市场份额进一步提升；Mini LED 显示膜产品逐步上量；车载光控膜产品实现小批量交付；

③凭借技术、产能、客户等优势持续巩固市场地位，市占率稳步提升；④发力海外市场，海外营收同比快速增长。

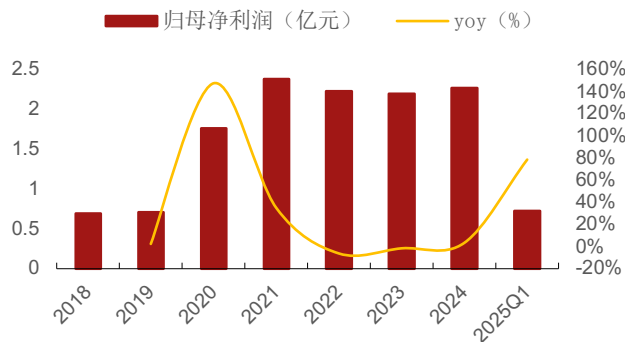
**利润增速高于收入增速。**2018-2024年，公司归母净利润由0.70亿元增长至2.27亿元，CAGR为37.72%。2023-2024年利润增速低于营收主要系低毛利的数控刀具、功能性膜和装备业务占比提升。2025Q1公司实现归母净利润0.73亿元，同比增长78.51%，同比大幅提升，主要系：①AI相关高价值量产品占比提升带动综合毛利率提升；②内部降本增效成效显著，期间费用率降低。

图 3：2018-2024 年公司营收 CAGR 为 33.07%



资料来源：公司年报、招商证券

图 4：2018-2024 年公司净利润 CAGR 为 37.72%

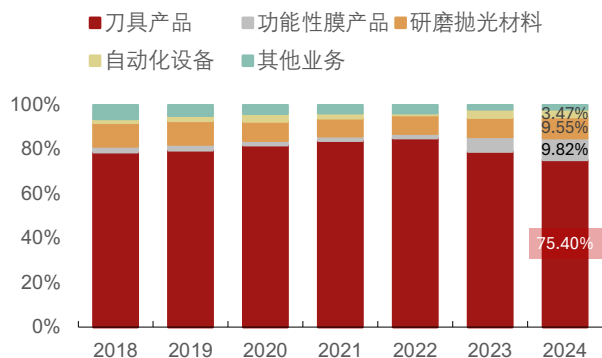


资料来源：公司年报、招商证券

**刀具产品贡献公司主要收入，近两年功能性膜产品开始放量。**按业务结构拆分，2024年公司刀具、功能性膜、研磨抛光材料、自动化设备业务收入分别实现11.91、1.55、1.51和0.55亿元，占比分别为75.40%、9.82%、9.55%和3.47%。公司刀具业务为收入主要来源，从历史数据看，刀具业务收入占比基本稳定在75%以上。功能性膜业务逐步放量，占比从2018年的2.40%提升至2024年的9.82%。

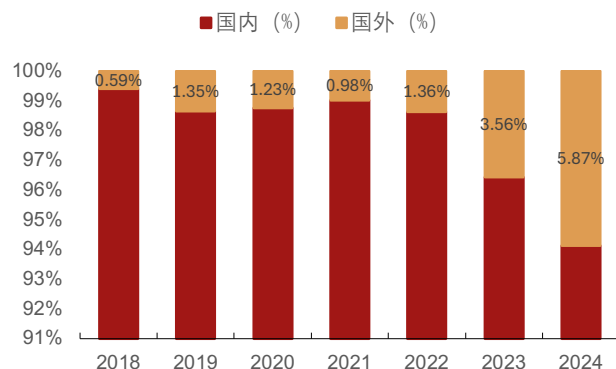
**发力海外市场，海外营收占比逐步提升。**按地区结构拆分，2024年公司国内、国外业务收入分别为14.87、0.93亿元，占比分别为94.13%、5.87%。公司在稳固国内现有市场的基础上，重点开拓日韩、东南亚、欧美地区等海外市场，不断提升海外市占率，海外营收占比从2018年的0.59%提升至2024年的5.87%，2024年海外业务同比增速达到96.95%。

图 5：刀具产品为公司主要收入来源



资料来源：公司年报、招商证券

图 6：海外营收占比逐步提升



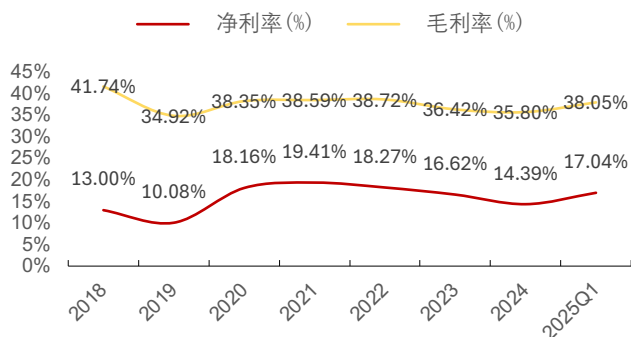
资料来源：公司年报、招商证券

**盈利能力稳中有升。**2018-2024年，公司毛利率由41.74%降低至35.80%，净

利率由 13.00% 增长至 14.39%，公司毛利率波动主要受原材料钨钢价格、市场竞争程度以及产品结构影响：

- 2019 年毛利率下降，主要系钻针业务引入四站机，折旧费用增加；
- 2020-2021 年毛利率持续提升系①原材料钨钢价格处于低位；②机器生产效率提升，人均产出改善；③数控刀具开工率提升；④高毛利的铣刀占比提升；
- 2023-2024 年毛利率下滑系①海外产能释放不及预期，同时有折旧影响；②原材料钨钢棒料价格上涨，同时刀具业务处于投入阶段，拉低整体盈利水平；③低毛利的功能性膜产品占比提升。
- 2025Q1 公司毛利率为 38.05%，同比+4.28pct；净利率为 17.04%，同比+4.78pct，系 AI 相关高价值量产品占比提升，显著拉升综合毛利率。

图 7：公司盈利能力有所提升



资料来源：公司年报、招商证券

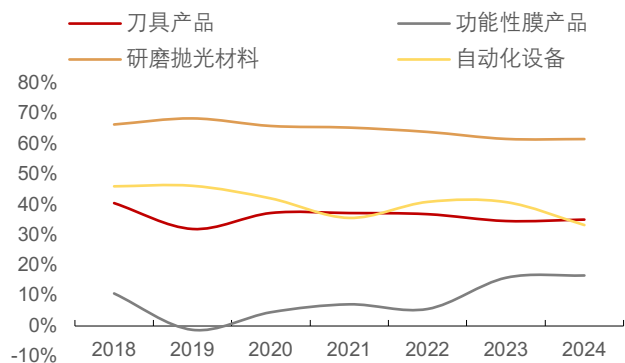
图 8：大宗商品钨和钴市场价格波动情况



资料来源：Wind、招商证券

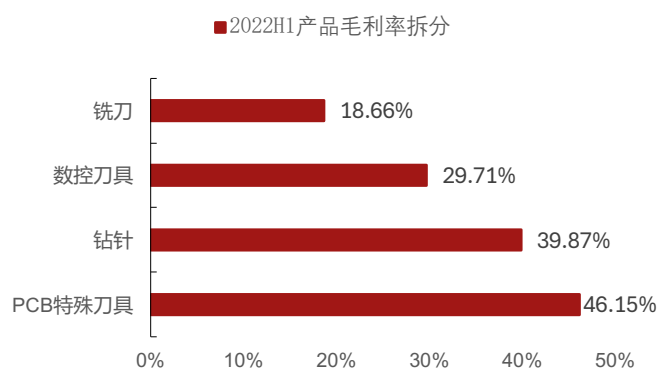
核心产品刀具业务毛利率平稳，研磨抛光材料毛利率较高。2024 年公司刀具、功能性膜、研磨抛光材料、自动化设备毛利率分别为 35.00%、16.62%、61.48%、33.21%。拆分刀具业务看，根据公司招股说明书，2022H1 PCB 特殊刀具、钻针、数控刀具、铣刀毛利率分别为 46.15%/39.87%/29.71%/18.66%。

图 9：核心产品刀具业务毛利率保持平稳



资料来源：公司年报、公司招股说明书、招商证券（2022 年仅披露刀具毛利率，故除刀具外的业务毛利率均用 2022H1 数据替代）

图 10：2022H1 公司刀具业务毛利率拆分

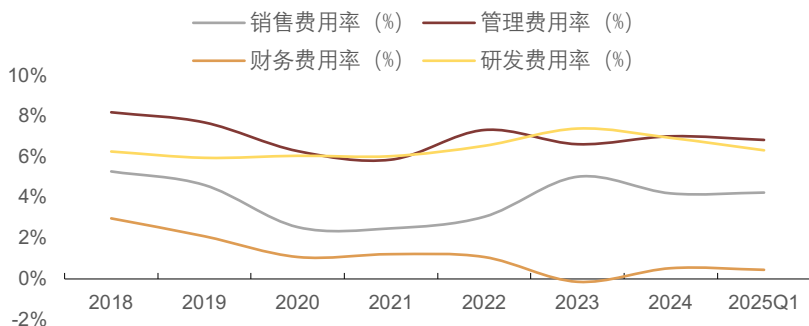


资料来源：公司招股说明书、招商证券

费用管控良好，费用率稳中有降。2018-2025Q1 年公司期间费用率从 22.74%

下降至 17.87%。2022 年公司管理费用率同比+1.46pct，主要系因为公司对部分机器设备进行升级改造，相关费用增加；2023 年销售费用率同比+1.97pct，主要系销售人员薪酬、差旅、招待、广宣展览、中介机构服务费增加导致。研发费用率保持在 6-7% 较高水平波动，体现公司注重研发投入，不断引进高端人才，推动产品更新迭代。

图 11：公司期间费用率稳中有降

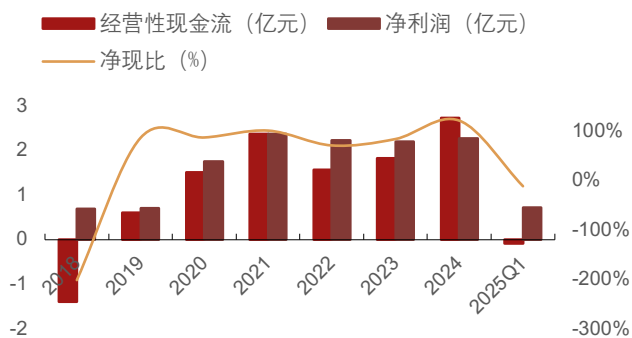


资料来源：公司年报、招商证券

公司现金流充足，盈利质量高。公司采用以市场需求为导向的生产模式，直销为主、经销为辅的销售模式，优质客户回款情况良好，因此净现比基本维持在 1 左右。2024 年现金流持续向好，主要系销售规模扩张推动经营活动现金流增长，同时加强应收账款催收、优化客户结构和账期结构。2025Q1 公司经营现金流量净额为负，属回款节奏集中在下半年带来的正常现象。

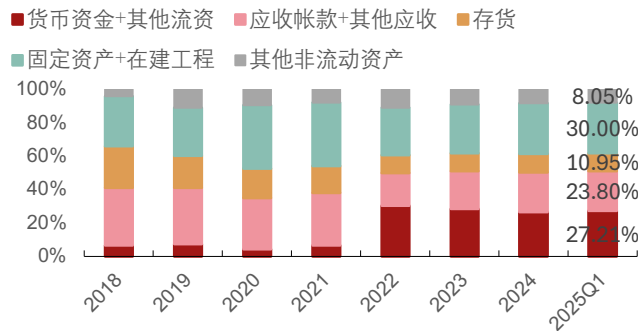
公司资产结构良好。截至 2025Q1 末，公司货币资金+其他流资、应收账款+其他应收、存货、固定资产+在建工程占比分别为 27.21%、23.80%、10.95% 和 30.00%。公司固定资产占比较高，主要系公司 PCB 刀具的核心生产设备均为自研自产，且由于公司业务规模持续扩大，为满足生产需要，持续加大投入，建设厂房，以及增加机器设备等。

图 12：公司现金流充足



资料来源：公司年报、招商证券

图 13：公司资产结构良好



资料来源：公司年报、招商证券

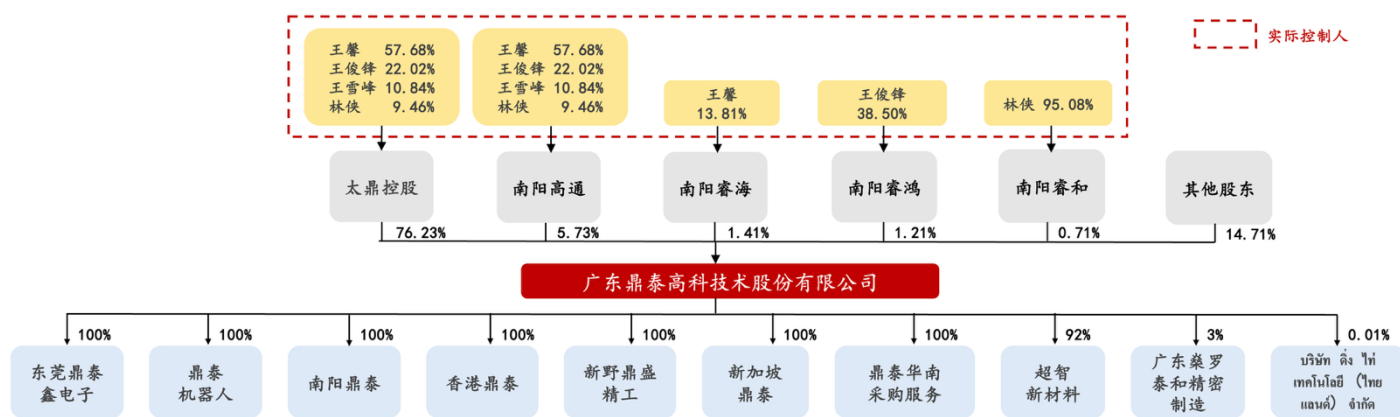
### 3、家族企业股权集中，股权激励彰显长期发展信心

公司为典型家族企业，股权结构集中。截至 2025Q1，王馨、王俊锋、王雪峰和

林侠通过太鼎控股间接持有公司 76.23%的股份，通过南阳高通间接持有公司 5.73%股份，王馨、王俊锋、林侠分别通过南阳睿海、南阳睿鸿、南阳睿和间接持有公司股份，合计控制鼎泰高科 85.29%的股份，为公司实际控制人。王馨、林侠系夫妻关系，王雪峰系王馨之兄，王俊锋系王馨之弟。

**子公司分工明确，各司其职。**截至 2025Q1，公司下辖 9 家子公司，南阳鼎泰负责研发生产销售钻针、槽刀、铣刀等产品；东莞鼎泰鑫负责刷磨轮的产销和研发；鼎泰机器人负责自动化设备、真空镀膜产品的研发和生产；超智新材料负责高性能膜材料、陶瓷纳米材料的生产、销售和研发；香港鼎泰、新加坡鼎泰负责投资业务；泰国鼎泰负责海外产能；越南鼎泰、东莞鼎泰华南采购服务负责贸易业务。各子公司分工明确，有助于公司完善产业结构。

图 14: 公司股权结构集中 (截至 2025Q1)



资料来源: 公司公告、招商证券

**实控人产业经验丰富，把舵公司发展。**公司董事长、副总经理为王馨、王俊锋、王雪峰三人于 1997 年共同创业，目前在 PCB 领域已经深耕近三十年，其中公司董事长王馨是中国电子电路行业协会第八届理事会副理事长，产业背景深厚。实控人共同把舵公司发展方向，是公司长期稳定发展的根基。

表 2: 公司高管团队产业背景深厚

姓名	职务	出生年份	个人履历
王馨	董事长、总经理	1973	北京大学工商管理硕士学位。1989/8-1992/12 历任开达实业玩具厂员工、百佳电子玩具厂车间主任；1996/8-1997/5 任江门杨氏多层线路板有限公司会计；1997/8 开始创业，2000/1-2002/10 任东莞市厚街鼎泰电子材料经销部负责人；2002/11-2017/12 任东莞鼎泰鑫副经理；2009/9-至今，任新野鼎邦执行董事；2017/10-至今，任南阳鼎泰执行董事；2017/11 至今，任超智新材料执行董事；2017/11-至今，任太鼎控股执行董事；2017/11-2020/8，任鼎泰有限执行董事、经理；2020/8-至今，任公司董事长、总经理，同时兼任的社会职务包括中国电子电路行业协会第八届理事会副理事长。
王俊锋	董事、副总经理	1978	复旦大学高级管理人员工商管理硕士学位。2002/11-2018/3 任东莞鼎泰鑫执行董事、经理；2008/9-2017/10，任新野鼎邦技术中心副总裁；2014/5-至今，任鼎泰机器人执行董事、经理；2018/7-2020/8，任鼎泰有限董事；2020/6-至今，任南阳鼎泰经理；2020/8-至今，任公司董事、副总经理；2021/6-至今，任超智新材料监事。
王雪峰	副总裁	1969	1990/6-1992/12 历任百佳电子玩具厂机修学徒、机修师傅；1997/8 开始创业，2000-1-2002/10 任东莞市厚街鼎泰电子材料经销部经理；2002/11-至今，任东莞市鼎泰鑫电子有限公司监事；2008/9-2017/12 任新野鼎邦实业有限公司副总裁；2010/7-2014/5，任广东鼎泰机器人科技有限公司执行董事、经理；2017/10-2018/1 任南阳鼎泰高科有限公司监事；2018/1-2020/6，任南阳鼎泰高科有限公司经理；2020/8-至今，任公司董事。
林侠	副总经理	1972	华南理工大学高分子材料科学与工程系橡胶工程与塑料工程专业本科学历，复旦大学工商管理硕士学位。1995/7-2017/12 历任广东生益科技股份有限公司工程师、销售部副经理、市场部经理；2018/1-至今，任南阳鼎泰监事；2018/1-2020/8 任鼎泰有限副总裁；2018/3-至今，任东莞鼎泰鑫执行董事、经理；2018/7-2020/8 任鼎泰有限董事；2020/4-2021/6 任超智新材料监事；2020/8-至今任公司董事、副总经理；2021/6-至今，任超智新材料经理。
张勇	监事会主席	1978	本科学历。2001/9-2005/9 任东莞市展鸿新材料有限公司业务主管；2005/9-2017/12 任东莞市展鸿新材料有限公司副总经理；2017/11-至今，任广东太鼎控股有限公司监事；2018/1-2020/7 任东莞市鼎泰鑫电子有限公司营销副总；2020/8-至今，任广东鼎泰高科技术股份有限公司监事会主席、营销副总监、历任东莞市鼎泰鑫电子有限公司经理助理、东莞市鼎泰鑫电子有限公司副总经理。

资料来源：公司年报、招商证券

股权激励深度绑定核心员工，彰显公司长期发展信心。2023 年公司发布股权激励草案，拟向激励对象授予限制性股票总计 646.82 万股，约占公告时公司总股本 41000 万股的 1.58%；激励总人数为 303 人，占公司员工总数比例为 10.10%。2024 年 1 月完成向 303 名激励对象首次授予限制性股票 517.46 万股，授予价格为 11.17 元/股；2024 年 9 月完成向 36 名激励对象预留授予限制性股票 129.36 万股，授予价格 10.97 元/股。公司激励机制到位，有利于绑定核心人才，调动员工积极性，为公司长期发展战略和经营目标的实现提供支撑。

表 3: 公司股权激励对象

	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予股票总数的比例 (%)	占授予时总股本的比例 (%)
首次授予	钟*刚	核心人员	12.00	1.86%	0.03%
	王*齐	管理人员	5.00	0.77%	0.01%
	陈*恺	核心人员	4.00	0.62%	0.01%
	其他核心技术、生产、销售、管理等骨干人员 (300 人)		496.46	76.75%	1.21%
预留授予	赖*良	管理人员	3.00	2.32%	0.01%
	其他核心技术、生产、销售、管理等骨干人员 (35 人)		126.36	97.68%	0.31%
合计 (303 人)			646.82	100.00%	1.58%

资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 公司股权激励考核条件

解除限售期	考核条件
第一个归属期	2024 年净利润不低于 3.15 亿元, yoy+44%; 或 2024 年营业收入不低于 17 亿元, yoy+29%;
第二个归属期	2025 年净利润不低于 4.05 亿元, yoy+29% (按照 2024 年激励目标计算); 或 2025 年营业收入不低于 21 亿元, yoy+24% (按照 2024 年激励目标计算);
第三个归属期	2026 年净利润不低于 4.95 亿元, yoy+22% (按照 2025 年激励目标计算); 或 2026 年营业收入不低于 24.5 亿元, yoy+17% (按照 2025 年激励目标计算);

**备注:**

上述“净利润”为经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润, 并剔除公司全部在有效期内的股权激励计划/员工持股计划所涉及股份支付费用数值作为计算依据。

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 公司股权激励预计摊销费用

预计摊销的总费用 (万元)	2024 年 (万元)	2025 年 (万元)	2026 年 (万元)	2027 年 (万元)
6242.26	3069.86	2067.71	885.39	219.30

资料来源: 公司公告、招商证券

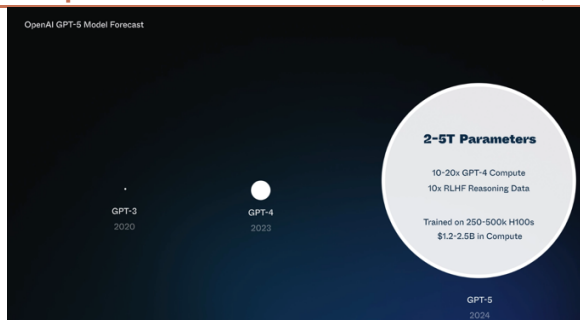
## 二、传统主业: AI 算力+科技创新需求共振, 驱动 PCB 钻针量价齐升

### 1、结构性需求驱动 PCB 景气度回升, 公司盈利能力逐季提升

PCB 为各类电子系统提供元器件的装配支撑和电气连接的功能, 享有“电子产品之母”之称。随着 AI 技术的加速演进和应用深化, AI 有望成为 PCB 需求主要增长动力。根据 Prismark, 2029 年服务器用 PCB 的市场需求有望达到 189 亿美元, 2024-2029 年 CAGR 为 11.6%, 增速在其他下游需求中排名第一。

- 全球大模型加速更新迭代, 推动算力需求增长; 6 月 11 日, 2025 火山引擎 Force 原动力大会发布了豆包大模型 1.6、PromptPilot 提示词优化平台和 MCP 服务等一系列成果; 7 月 10 日, 马斯克宣布推出 Grok4, 声称是全球最强 AI 模型, 在处理学术问题上的表现已达博士级别。OpenAI 有望在 2025 年夏季推出 GPT-5, 是一个多模态模型, 支持语音、图像、代码和视频等多种输入方式。当前人工智能百家争鸣, 各家厂商持续加大对大模型训练所需的 AI 算力投入, 有望进一步带动算力需求。
- AI 开启消费电子终端创新周期+汽车智能化趋势, 有望推动 PCB 需求持续提升: ①以苹果为首的消费电子科技公司加速智能终端的 AI 升级进程, 苹果折叠屏、AI 眼镜等新产品不断推出, 带来新工艺、新材料的创新, 有望推动换机需求, 带来 PCB 板的升级和价值量提升; ②以特斯拉为首的汽车公司逐步开启汽车智能化升级, 6 月 22 日, 特斯拉 robotaxi 在德州正式上线。汽车智能驾驶需要增加大量的超声波雷达、毫米波雷达、摄像头等传感器以及智驾域控等, 有望带来对 pcb 的用量提升, 同时智驾系统多采用 HDI 版, 其中激光雷达 HDI 价格可达数十美元, 带动 PCB 价值增加。

图 15: OpenAI GPT-5 将相对上一代实现重大升级



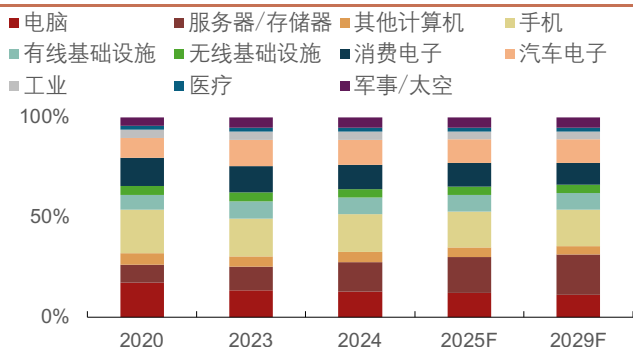
资料来源: Klu、招商证券

图 16: 智能驾驶依赖车路协同、感知、决策和控制系統



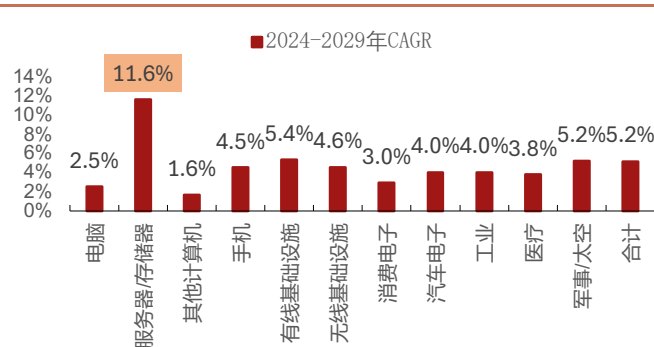
资料来源: 智驾社、招商证券

图 17: PCB 下游需求结构拆分



资料来源: Prismark、招商证券

图 18: 服务器/存储器将为 PCB 未来五年主要增长动力

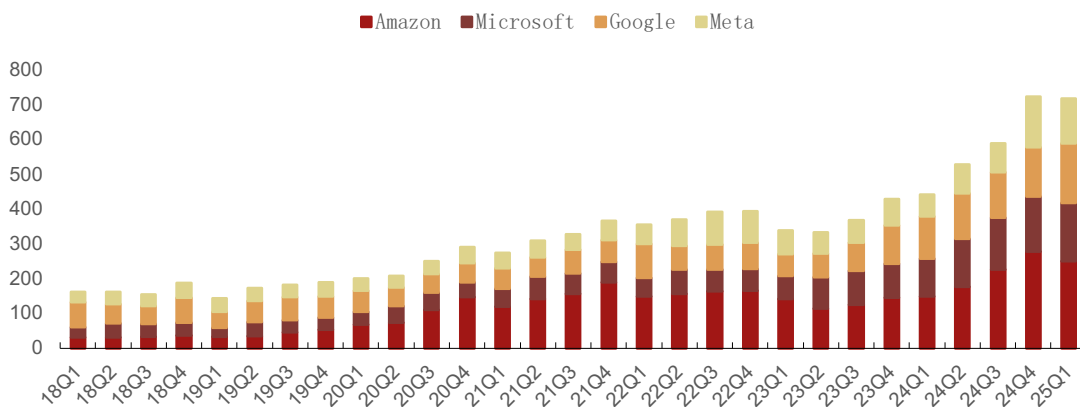


资料来源: Prismark、招商证券

AI 算力需求持续释放下，北美四大云厂持续增加 AI 和云服务资本支出。根据各公司年报和公开会议纪要，2025 年微软、谷歌、亚马逊、Meta 资本开支预期为 800/750/1000/640+亿美元，同比增长分别为 44%/43%/20%/72%。

- **微软:** 计划全球扩张建设 AI 数据中心，以满足 ChatGPT 以及其对话 AI 背后的模型。根据公司公开电话会议纪要，FY2025Q1 公司资本开支为 214 亿美元，公司计划在 2025 财年投入 800 亿美元用于建设能够处理 AI 工作负载的数据中心。
- **Meta:** 2025 年第一季度资本开支为 137 亿美元，同比增长 104%，为支持 AI 计划而增加的数据中心投资以及基础设施硬件预期成本的上升，Meta 将 2025 年的资本支出指引从之前的 600-650 亿美元上调至 640-720 亿美元。
- **亚马逊:** 2025 年第一季度资本开支为 243 亿美元，同比增长 74%，主要用于支持日益增长的与 aws 相关的技术基础设施需求，2025 年将资本支出指引为 1000 亿美元，持续加大 ai 投入力度。
- **谷歌:** 2025 年第一季度资本开支为 172 亿美元，同比增长 43%，资本开支主要用于服务器、数据中心等领域，维持 2025 年 750 亿美元的资本开支指引。

图 19: 海外云厂资本开支持续高增 (亿美元)



资料来源: Bloomberg、招商证券

胜宏、沪电等多家 PCB 厂对高端产品项目进行投资, PCB 景气度持续回升。

AI 服务器发展已成为推动高多层板和 HDI 板发展的重要驱动力, 有望进一步加大行业对高阶产能的需求。目前沪电、胜宏、生益、深南、方正、广合、世运、景旺、鹏鼎等国内厂商正积极在国内外积极扩充匹配 AI 算力的高多层及 HDI 产能, 同时进一步加大对越南、泰国等东南亚国家的产能投资, 完善全球化布局。

表 6: 部分下游 PCB 公司扩产规划梳理

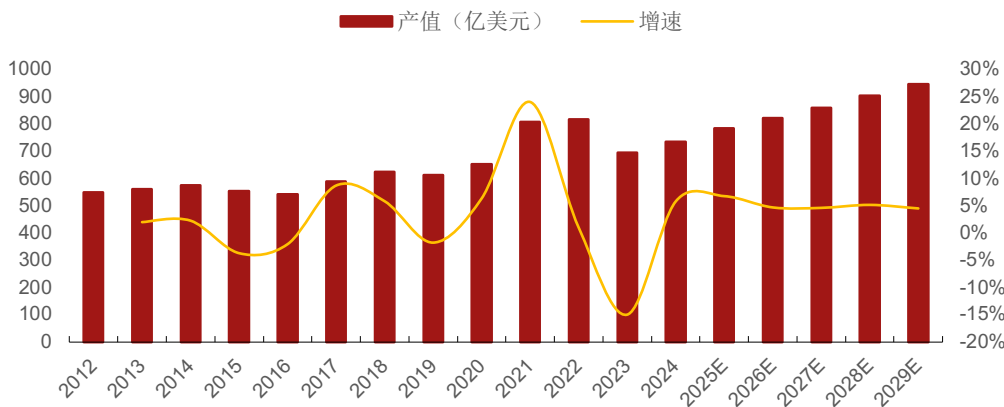
PCB 公司	产能规划及建设进度
胜宏科技	<ul style="list-style-type: none"> <li>惠州工厂: 在现有产能基础上新扩 50% HDI 和 30% 高多层</li> <li>泰国基地: 增资 2.5 亿美元, 结合 HDI 工艺的复合型高多层产能也将投产</li> <li>越南基地: 计划投资金额不超过 2.6 亿美元, 规划布局 HDI 产品</li> </ul>
沪电股份	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司在 2024Q4 规划投资约为 43 亿新建人工智能芯片配套高端印制电路板扩产项目预计将于近期启动建设, 计划年产约 29 万平米高端 PCB, 预估新增年收入约 48 亿元</li> </ul>
深南电路	<ul style="list-style-type: none"> <li>无锡基板二期工厂: 已实现单月盈亏平衡</li> <li>广州封装基板项目: 产品线能力快速提升, 产能爬坡稳步推进, 已承接包括 BT 类及部分 FC-BGA 产品的批量订单</li> </ul>
鹏鼎控股	<ul style="list-style-type: none"> <li>淮安三园区高阶 HDI 及 SLP 项目一期工程已于 2024 年顺利投产, 二期工程正在加速建设中;</li> <li>泰国园区建设项目第一期已建成, 正在进行客户认证及打样阶段, 预计下半年能小批量投产。</li> </ul>
东山精密	<ul style="list-style-type: none"> <li>原募集资金投资项目“Multek 5G 高速高频高密度印刷电路板技术改造项目”改为“盐城维信电子有限公司新能源柔性线路板及其装配项目”, 预计 2026 年 6 月项目达到可使用状态</li> </ul>
方正科技	<ul style="list-style-type: none"> <li>珠海方正 PCB 高端智能化产业基地二期高阶 HDI 项目顺利建成投产, 预计投资 6.896 亿元, 持续对工厂进行技术能力升级, 高端产品产能大幅提升;</li> <li>加快推进方正科技(泰国)智造基地项目的建设进度, 总投资 12.23 亿元。</li> <li>泰国生产基地: 投资额增加至 1.7 亿美元, 项目于 2024 年 11 月正式动工, 项目建设期 1.6 年, 产能爬坡期 2 年, 预计于 2026 年试生产</li> </ul>
生益电子	<ul style="list-style-type: none"> <li>智能算力中心高多层高密互连电路板建设项目: 计划投资金额约 14 亿元人民币, 2024 年 12 月公司在现有厂房上启动实施了该项目, 计划年产 25 万平方米的高多层高密互连印制电路板, 项目计划分两阶段实施, 第一阶段预计在 2025 年试生产, 计划年产 15 万平方米, 第二阶段预计在 2027 年试生产, 计划年产 10 万平方米</li> <li>东城工厂(四期)5G 应用领域高速高密印制电路板扩建升级项目: 在 2024 年、2025 年产能持续提升, 短期内能够满足公司在通讯网络、服务器、汽车电子等应用领域的营销布局</li> <li>吉安工厂(二期)多层印制电路板建设项目规划产能 100 万平方米/1 年</li> </ul>

资料来源: 公司公告、招商证券

全球 PCB 产业进入新的增长周期。自新冠疫情爆发至今, 全球 PCB 产业经历了一轮高峰-回落-反弹的周期。根据 PrismaMark 数据, 2021 年全球电子产品的普

遍繁荣带动 PCB 产值达到 809.2 亿美元，同比+24.1%；2022 年全球通胀上升，终端需求减弱，但在封装基板市场推动下，产值达到历史峰值 817.4 亿美元，同比+1.0%。2023 年欧美高通胀、美元加息压制消费者购买力，全球消费电子换机周期延长，PCB 市场规模有所缩减，随着市场库存调整、AI 应用的加速演进，PCB 将进入一个新的增长周期。2024 年全球 PCB 总产值为 735.65 亿美元，同比+5.8%，预计 2029 年全球 PCB 产值有望达到 946.61 亿美元，2024-2029 年复合增速达到 5.2%。

图 20: 预计 2024-2029 年全球 PCB 产值 CAGR 达到 5.2%



资料来源: Prismark、招商证券

**AI 服务器的高速运算对 PCB 层数、孔径精度、孔壁质量要求更高，对钻针的要求也相应提高。** AI 服务器由于 GPU 对于并行数据处理大幅上升，典型 PCB 的层数从 12 层提升至 18 层以上，且比传统 PCB 的板厚增加 4-5mm，对微钻的品质技术、端针率要求相应提升。主要体现在以下两个层面的变化：

**1) 需求量提升:** AI 服务器板层数变高，板厚增厚，需要分长度、分段钻的方式进行加工，单次加工量相当于常规 PCB 的数倍，导致钻针寿命缩短 30%以上，对钻针的需求和损耗增加；

**2) 价值量提升:** AI 服务器对孔位的质量要求提升，原先以白针为主，现在以涂层钻针、微型钻针为主，长径比增加，涂层及品质技术要求提高，产品价值量和利润率增加。

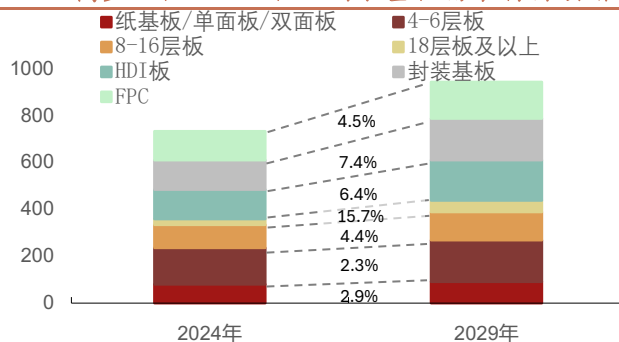
- **涂层钻针:** AI 服务器所需载板普遍采用 BT 树脂或 ABF 材料等特殊材料，其粘性系数高、韧性强的特性导致钻孔加工时排屑效率极低，微孔内的碎屑若未及时清除会因摩擦生热而碳化，形成孔壁缺陷。因此钻针需采用特殊涂层（如类金刚石碳膜）降低摩擦系数；
- **微型钻针:** 传统 PCB 导通孔直径通常在 150 微米以上，而 AI 硬件对电路密度和信号完整性的要求迫使微孔孔径向 50 微米甚至更小尺寸演进；
- **长刃钻针:** 高多层板的层数变高以及板厚变厚，微钻长度相应增加，需要大长径比的钻针。

图 21: AI 服务器和常规服务器对 PCB 要求对比

	常规服务器	高端服务器
层数	8-24层	28-46层
板厚	2-4mm	4-5mm
厚径比	15:1	20:1
材料	高速材料	
特殊工艺	深微盲孔工艺、N+N 机械盲孔工艺、分级金手指、高厚径比设计、1000 小时的CAF 测试要求、多种材料混压、多种背钻工艺	
电性能要求	阻抗公差 +/-8%、插损管控 0.05db/inch	

资料来源: 生益电子招股说明书、招商证券

图 22: 高多层板、HDI 板、封装基板需求将持续增长



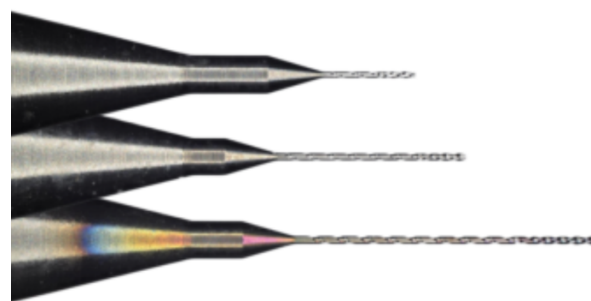
资料来源: Prismaark、招商证券

图 23: 涂层钻针搭配 TAC 润滑涂层



资料来源: 鼎泰高科官方微信公众号、招商证券

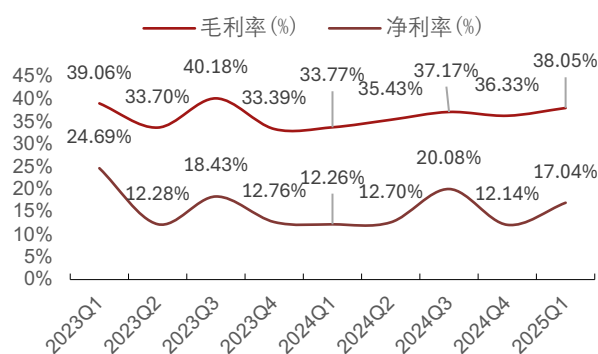
图 24: 预钻短刃刀型及加长刃刀型



资料来源: 鼎泰高科官方微信公众号、招商证券

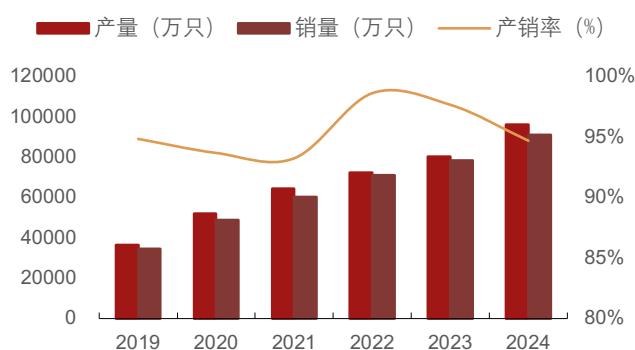
AI 需求推动公司高价值量钻针需求增加, 带动盈利能力持续提升。为契合市场变化, 公司成立 AI 专项研究小组, 设立微钻研发生产专线, 聚焦加工中存在的难点痛点进行科研攻关, 从刀具设计、涂层搭配, 再到加工参数选择不断优化, 有效破解钻孔过程的诸多痛点。作为 PCB 钻孔所需的耗材, 公司高性能钻针的需求量日渐增长, 根据公司年报, 2024 年公司 0.2mm 及以下的微钻销量占比 21.12%, 涂层钻针的销量占比 30.91%, 2024 年综合钻针产销率达到 94.70%。由于 AI 服务器所需钻针毛利率高于传统白针, 高毛利产品占比提升推升公司综合毛利率, 2024Q2-2025Q1 公司综合毛利率从 35.43%提升至 38.05%。未来随着高毛利的 AI 产品占比提升, 公司盈利能力有望进一步提升。

图 25: 公司毛利率逐季提升



资料来源: 公司年报、招商证券

图 26: 公司钻针产量持续提升, 产销率保持高位

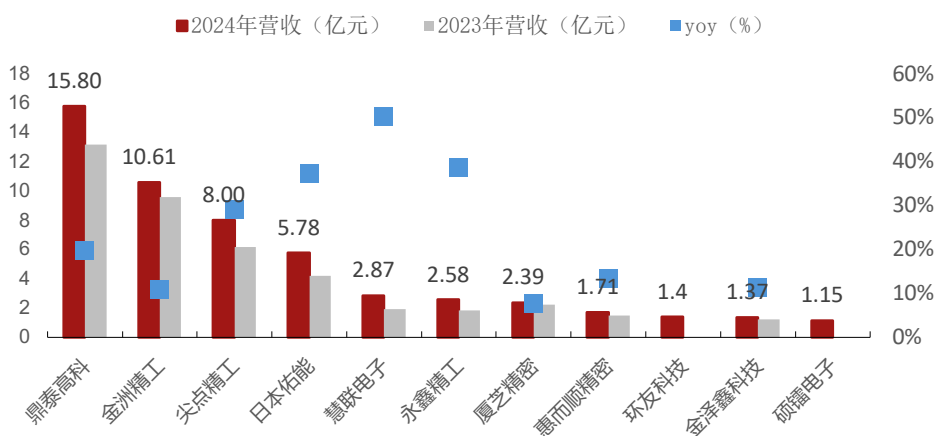


资料来源: 公司公告、招商证券

## 2、产品+成本+产能+客户优势铸就深厚壁垒，公司市占率有望进一步提升

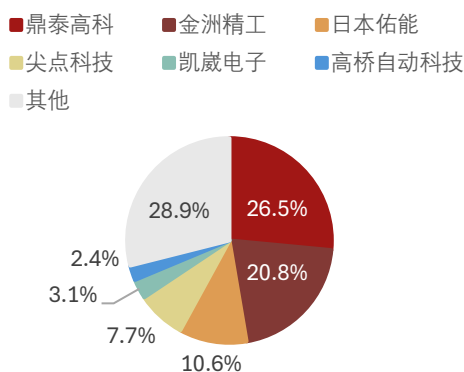
公司是全球 PCB 钻针市占率第一。鼎泰高科是全球 PCB 钻针龙头，2024 年刀具营收 15.80 亿元，规模远超同行。公司市占率稳居行业第一，根据 PrismaMark 数据，2020-2023 年公司在全球钻针领域市占率从 19%提升至 26.5%（销量口径），龙头地位突出。

图 27：鼎泰高科刀具业务营收体量显著领先同行



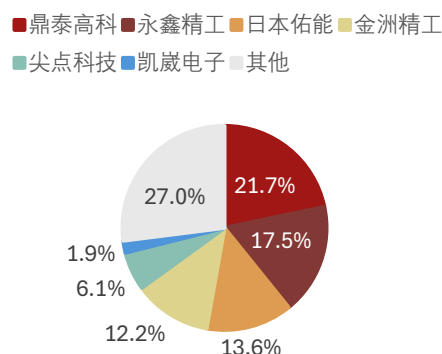
资料来源：CPCA、招商证券

图 28：2023 年全球钻针市场格局（销售口径）



资料来源：PrismaMark、招商证券

图 29：2023 年全球铣刀市场格局（销售量口径）



资料来源：PrismaMark、招商证券

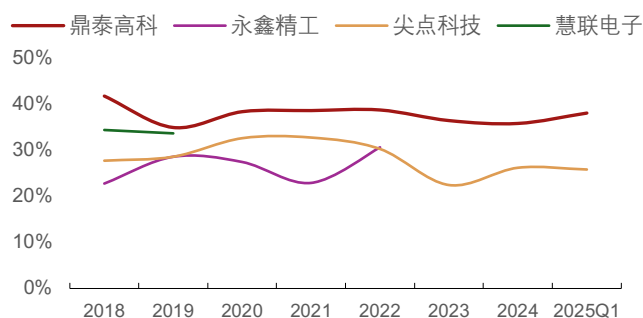
表 7: PCB 刀具行业主要参与公司梳理

公司	介绍	主要产品	应用领域	市场地位
鼎泰高科	专注于为 PCB、数控精密机件等领域企业提供工具、材料、装备的一体化解决方案，2022 年创业板上市。	PCB 钻针、铣刀、刷磨轮、精密数控刀具、自动化设备等	PCB、玻璃及金属精密机件、汽车、3C、光电产业等领域	全球 PCB 刀具生产的龙头企业，根据 2021 年 CPCA 排行，公司在刀具类专用材料企业中营收排名第 1 位；根据 PrismaMark，2023 年公司在全球 PCB 钻针销量市场占有率约为 27%，排名第 1 位。
金洲精工	上市公司中钨高新二级子公司，中钨高新于 1996 年在深圳证券交易所上市。金洲精工主要从事硬质合金钻头、铣刀、特殊精密刀具等 PCB 用刀具的制造与销售。	PCB 钻针、铣刀、线路板用刀具、涂层刀具、超硬刀具、非标定制刀具等	PCB、汽车、3C、金属饰品、医疗等领域	2022 年营业收入 11.02 亿元，净利润 2.3 亿元。根据 2021 年 CPCA 排行，金洲精工在刀具类专用材料企业中营收排名第 2 位；根据 PrismaMark，2024 年金洲精工在全球 PCB 钻针销量市场占有率约为 21%，排名第 2 位。
日本佑能	从事钻针、铣刀等切割工具的制造与销售，在国内的旗下公司包括东莞佑能工具有限公司、佑能工具（上海）有限公司等。	PCB 钻针、铣刀、测量仪器、直线导轨、轴承等	PCB、3C 等领域	根据 2021 年 CPCA 排行，日本佑能旗下公司“佑能工具（上海）有限公司”在刀具类专用材料企业中营收排名第 5 位；根据 PrismaMark，2023 年日本佑能在全全球 PCB 钻针销量市场占有率约为 11%，排名第 3 位。
尖点科技	从事 PCB 钻针、铣刀、金属切削刀具等研发与销售以及 PCB 钻孔加工业务，在国内设立的子公司为上海尖点精密工具有限公司，2008 年在台湾证券交易所上市。	PCB 钻针、铣刀、槽刀等，PCB 钻孔加工业务	PCB、3C 等领域	尖点科技 2024 年营业收入 35.41 亿新台币（7.93 亿 rmb），净利润 2.06 亿新台币（0.46 亿 rmb）。根据 PrismaMark，2023 年尖点科技在全球 PCB 钻针销量市场占有率约为 8%，排名第 4 位。
永鑫精工	专注于 PCB 专用刀具的生产制造，积累了多家 PCB 行业百强企业客户。	PCB 铣刀、槽刀等	PCB	根据 2021 年 CPCA 排行，在刀具类专用材料企业中排名第 7 位。
慧联电子	专注于 PCB 专用刀具的生产制造，积累了一定技术储备与行业经验，和电子行业知名企业形成了良好合作关系。	PCB 铣刀、槽刀等	PCB	具有一定的市场竞争力

资料来源：鼎泰高科招股说明书、PrismaMark、招商机械

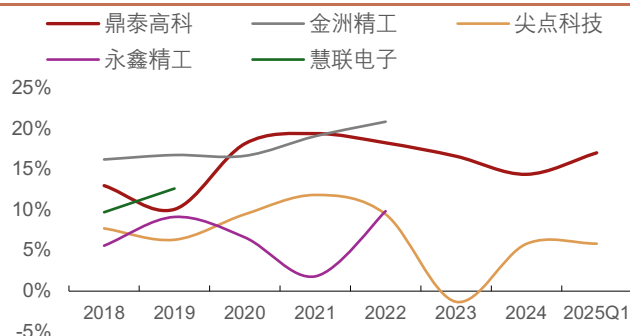
公司盈利能力处于行业相对领先水平。对比金洲精工、尖点科技、永鑫精工和慧联电子，鼎泰高科盈利能力处于相对领先水平，且毛利率和净利率长期保持稳定，毛利率稳定在 35% 以上，净利率在 10-20% 间波动，受行业景气度的影响较小。公司的领先优势可归纳为行业领先的技术能力、优异的成本控制能力和及时的扩产带来的交付优势，公司和下游头部 PCB 厂家深度合作，客户资源优质。

图 30: 公司毛利率处于行业领先水平



资料来源：Wind、招商证券（2022 年永鑫精工数据采用 2022H1 数据替代）

图 31: 公司净利率处于行业领先水平

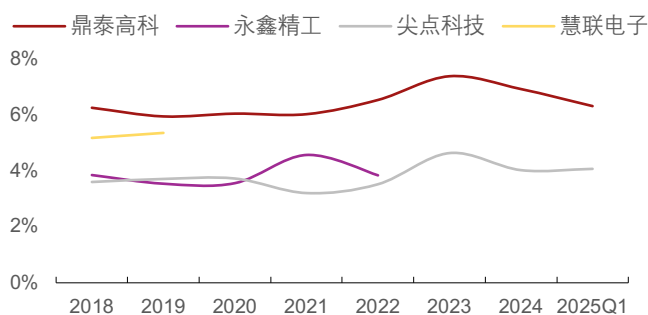


资料来源：Wind、招商证券（2022 年永鑫精工数据采用 2022H1 数据替代）

①**产品丰富**：掌握超硬材料精密加工、涂层工艺等核心技术，产品品类丰富，性能处于行业领先水平。

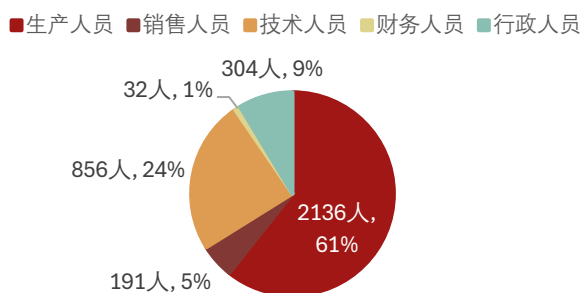
- **技术基础坚实**：公司深耕 PCB 刀具近三十年，经过多年的技术探索和产品迭代，自主研发了多项涉及工艺、制程方面的关键核心技术，为公司提高产品良率、优化生产流程和工艺参数、丰富产品结构等夯实了坚实的基础。根据公司年报，2018-2025Q1 公司研发费用率维持在 6% 以上，2024 年技术人员 856 人，占比 24%；截至 2024 年末，公司共拥有 498 项专利，其中发明专利 102 项，实用新型专利 378 项，外观专利 18 项。
- **产品种类丰富**：公司产品涵盖钻针、铣刀、磨刷、自动化设备等一系列生产 PCB 所需的耗材及设备，产品种类丰富，钻针产品直径规格覆盖 0.035mm 到 6.75mm，铣刀产品直径规格覆盖 0.35mm-3.175mm，产品型号齐全，尺寸覆盖范围广，可以满足下游客户多种需求。同时，公司自研 CVD 涂层、PVD 硬质涂层及 Ta-C 润滑涂层等各类涂层技术，提升刀具的使用性能，满足客户不同的刀具涂层需求，并通过自研涂层设备成功实现涂层加工的规模化量产，形成差异化竞争优势。

图 32：公司研发费用率领先同行



资料来源：Wind、招商证券（2022 年永鑫精工数据采用 2022H1 数据替代）

图 33：2024 年公司技术人员占比 24%



资料来源：Wind、招商证券

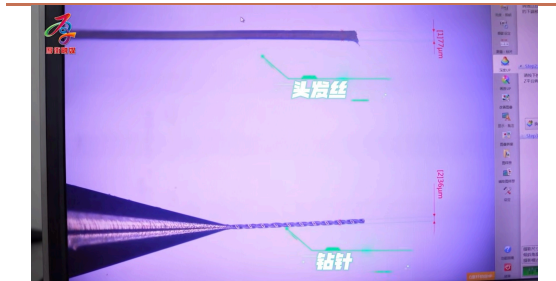
②**成本优势**：公司通过自研设备+规模化生产，实现降本增效，常年维持稳定较高毛利。

- **自研机床设备**：子公司鼎泰机器人专注于刀具生产、检测相关设备的研发，成功研制高精度多工位磨削机、粗精磨开槽一体机、全自动研磨机、刀面检测机等设备并投入生产，精度可管控在 0.001mm。根据公司年报，截至 2024 年末，鼎泰机器人共拥有 207 项专利，其中发明专利 49 项，实用新型专利 143 项，外观专利 15 项。

公司已形成“刀具+设备”的产业链布局，互为自身的供应商和客户，在生产刀具的过程中持续改进迭代设备参数，在研发设备的过程中也能够进一步提升刀具的产品性能，形成正向循环。同时，公司相对于其他同行而言，由于设备自制而非外采，在扩产期间，可节省设备外采成本，同时缩短扩产周期，提升经营效率。根据公司招股说明书，公司做出扩大产能决定后，子公司从组装生产设备到生产线正式投入使用仅需约 2 个月，而其他同类型生产厂商决策周期耗时较长，且生产设备需从国外进口，从下订单到设备运达，整个采购周期在 8 个月左右。

- **降本增效：**一方面，公司通过组织结构优化、落实费用管控主体责任等措施，严格控制费用支出，降低管理成本；另一方面，通过精细化管理，不断优化管理流程，改进生产工艺，持续深入推动数字化转型等措施，助力公司生产效率、产品良率及人效得以持续提升。

图 34：公司钻针对比头发丝



资料来源：厚街发布、招商证券

图 35：鼎泰机器人公司的机床设备布局



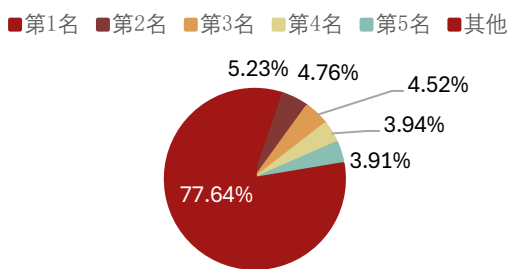
资料来源：公司官方微信公众号、招商证券

**③交付及时：**巩固国内市场，发力海外市场。公司国内的生产基地布局在河南南阳和广东东莞。公司在稳固国内现有市场的基础上，重点开拓日韩、东南亚、欧美地区等海外市场，不断提升海外市场占有率。根据公司公告，2023 年 4 月，公司以不超过 1 亿元投资设立泰国子公司并投资建设泰国生产基地，泰国子公司是公司重要的海外生产基地，目前已经正式投产。为持续推进全球化战略，2025 年 2 月公司成立了德国鼎泰全资子公司，未来将依托德国当地的技术和市场资源，助力公司进一步提升研发实力和拓展销售渠道，提升全球影响力。

**④客户积累：**PCB 钻孔工序的质量直接影响 PCB 产品的品质，因此 PCB 厂商对钻孔工序所需钻针产品的品质稳定性要求较高，一般选择实力雄厚、技术先进的供应商合作，建立合作关系前会采取严格的合格供应商认证制度，认证时间一般为 6-12 个月，因此 PCB 厂家与刀具厂家粘性较强。公司客户资源优势，主要客户包括健鼎科技、TTM 集团、深南电路、胜宏科技、崇达技术、景旺电子、方正科技、广合科技、生益电子、鹏鼎控股等知名企业，2024 年前五大客户占比为 22.36%。

**下游客户集中度提升，公司市占率有望持续提升。**下游 PCB 客户两极分化，头部厂商技术实力强，通过持续的研发投入，布局高端产能，下游行业呈头部集中度上升趋势，小厂则面临传统业务供给过剩和价格侵蚀导致持续萎缩，根据 PrismaMark 数据，全球前五大 PCB 厂商的市场份额从 2006 年的 10.80% 增长到 2024 年的 23.55%。鼎泰高科深度合作 PCB 头部客户，未来有望凭借优异的成本控制、较高的设备自制化率和持续提升的内部管理效率，实现市占率的持续提升。

图 36: 2024 年公司前五大客户占比为 22.36%



资料来源: Wind、招商证券

图 37: 公司客户资源优质



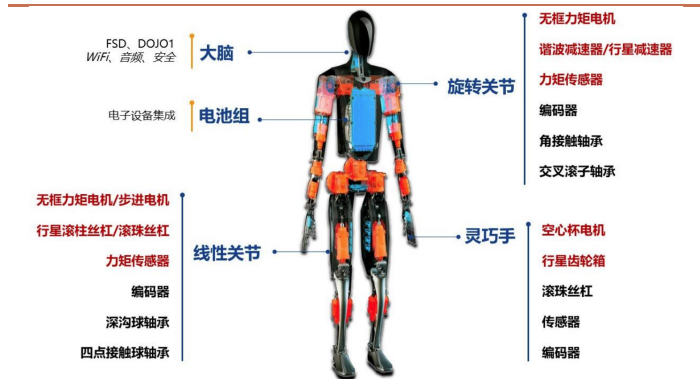
资料来源: 公司招股说明书、招商证券

### 三、潜在期权: 具备设备自研基因, 切入机器人赛道打开成长天花板

#### 1、丝杠制造瓶颈在于高精度磨床, 进口替代空间广阔

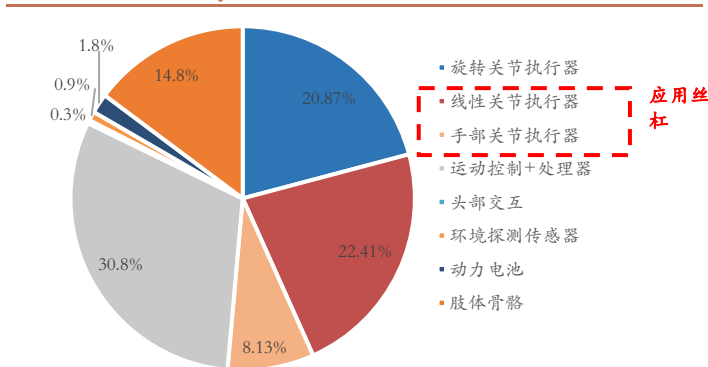
行星滚珠丝杠价值量占比高、技术壁垒高, 是人形机器人核心零部件。行星滚柱丝杠将电机的旋转运动转化为关节的直线运动, 具备高承载、高刚度、高精度、长寿命等优势, 主要应用于人形机器人线性关节和灵巧手部位。根据我们对特斯拉 Optimus 的成本拆分, 丝杠总成本占比 11.6%, 其中行星滚柱丝杠占比 9.47%, 仅次于电机的成本占比, 是目前人形机器人关键的降本环节。

图 38: 特斯拉 Optimus 中, 丝杠主要应用于线性关节与灵巧手



资料来源: Tesla、招商证券

图 39: 特斯拉 Optimus 中, 关节成本占比过半



资料来源: Tesla、招商证券

滚柱丝杠的技术壁垒主要体现在: ①材料端: 行星滚柱丝杠采用的钢材特性差异大, 特种合金调质钢成为高端市场材料端的技术壁垒; ②加工端: 行星滚柱丝杠体积小、制造精密程度高, 其中螺母的内螺纹加工为主要加工难点; ③服务端: 行星滚柱丝杠故障类型复杂, 对供应商配套的装配、检修服务要求较高。

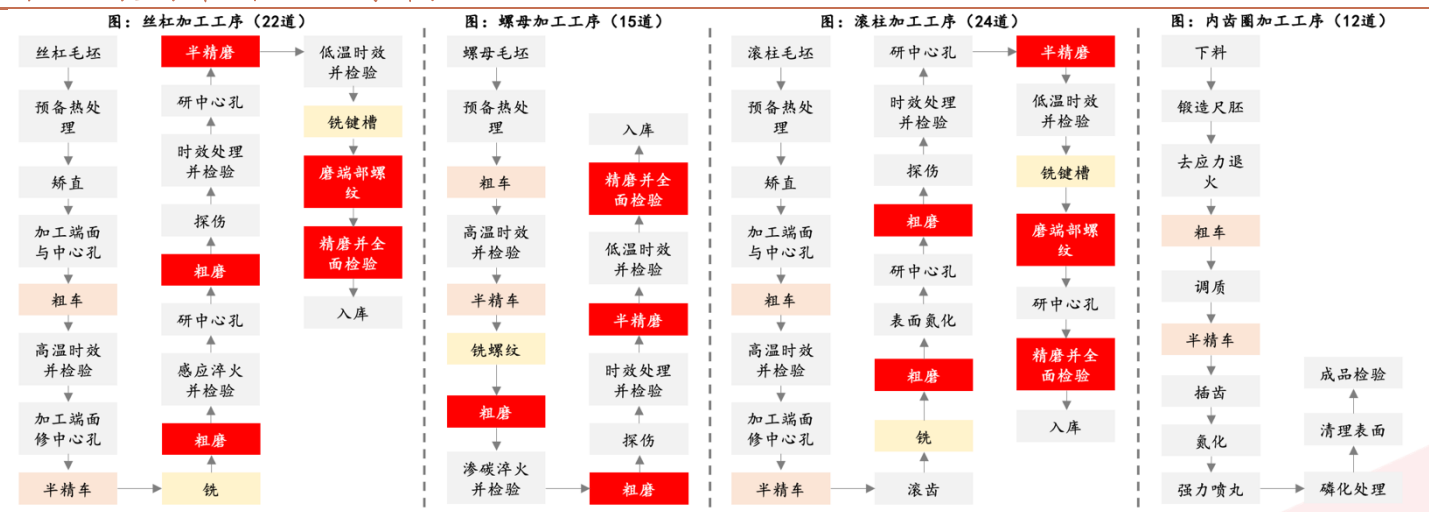
高精度丝杠加工核心在于磨床, 国产替代势在必行。行星滚柱丝杠中加工难度较大的零部件为丝杠、滚柱、螺母及内齿圈, 加工流程基本一致, 主要流程为前处理→粗加工→精加工→热处理→组装, 粗加工环节存在磨削/铣削/滚轧/以车代

敬请阅读末页的重要说明

磨等技术路线分歧，加工精度来看，磨削>铣削>滚轧，加工效率来看，滚轧>铣削>磨削；目前精加工环节中磨床为必备设备。

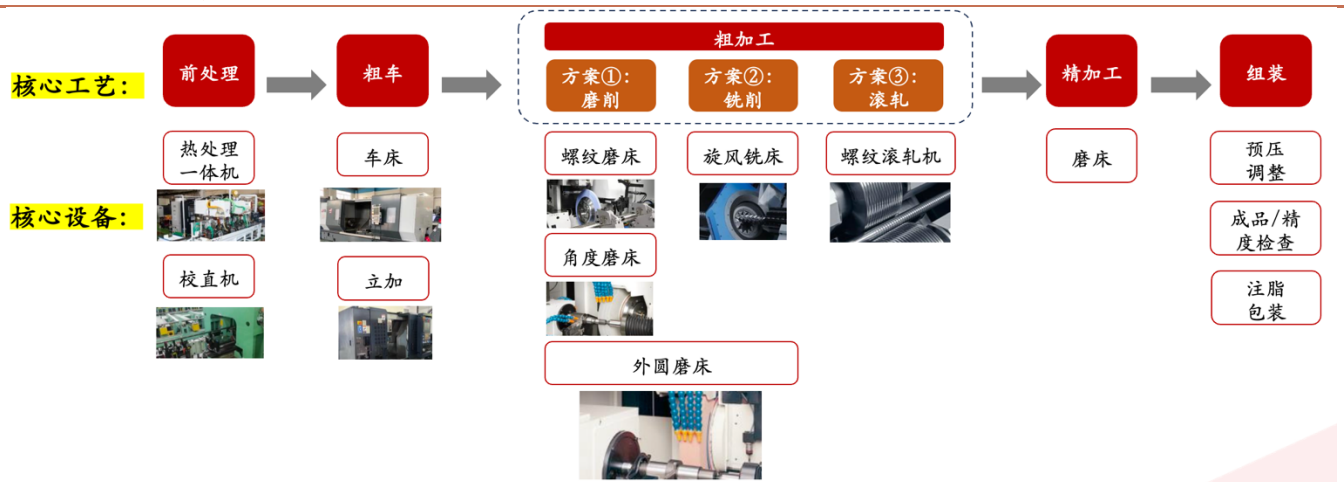
- **磨削工艺：**采用高精度螺纹磨床，核心在于磨削参数、热处理参数及变形控制。该方法加工的螺纹轮廓精度、螺距精度、中径尺寸及一致性精度最高，表面粗糙度值较低，产品精度保持性高，寿命长，可加工小螺距行星丝杠。缺点是加工工序多、效率较低，制造成本较高。
- **铣削工艺：**零件淬火后，采用旋风铣床，以工件外圆为基准，利用安装在高速旋转刀盘上的成型铣刀，实现螺纹滚道加工。该方法加工效率高，加工过程中刀盘与工件同向旋转，工件旋转速度低，丝杠加工精度较高。优点是加工工序短，生产效率高。缺点是前期设备投入较大，对刀具的精度、耐磨性和寿命要求高。
- **轧制工艺：**材料在软态情况下采用挤压方式加工，采用滚压机，使材料产生塑性变形，然后进行淬火处理，经抛光后表面光滑。该方法加工自动化程度高，生产成本低，效率高，加工长径比大，适合系列化大批量生产。缺点是加工的产品精度低，无法准确控制螺纹底部较小的圆弧半径，齿形精度取决于轧辊精度及寿命，设备成本高。
- **车削工艺（以车代磨）：**零件热处理后，采用高刚性、高精度数控车床进行硬切削。该方式加工效率高，对加工装备的要求不高。切屑可带走部分切削热，降低了螺纹表面烧伤或产生裂纹的风险。在设备精度保证下，利用高精度成型刀片，可实现较好的表面质量和螺纹轮廓稳定性。缺点是，人形机器人用丝杠硬度较高，切割工件所需的力很大，那么机床受到的反推力就更大，传统的车床无法承受反推力和振动，加工精度就会下降，刀具磨损增加。

图 40：行星滚珠丝杠加工工序拆分



资料来源：《精密行星滚柱丝杠副工艺制造与传动性能研究》，《精密滚珠丝杠机械加工工艺规程研究》、招商证券

图 41：行星滚珠丝杠加工工序对应设备



资料来源：《精密行星滚柱丝杠副工艺制造与传动性能研究》，《精密滚珠丝杠机械加工工艺规程研究》，招商证券

表 8：滚柱丝杠加工方案对比

工艺	对应设备	成本	精度	轴径 (mm)	交期	生产效率	应用
磨削	螺纹磨床	制造成本较高、设备投入高	C0-C2 (高精度)	200	30-45 天	低	高端机床、半导体、航空航天、竣工等
铣削	旋风铣床	设备投入高、刀具成本高	C3-C5 (中精度)	40	20 天	中	中低机床、民用设备等
滚轧	螺纹滚轧机	设备投入较高	C7-C10 (低精度)	200	5 天	高	汽车自动化、机械设备等
车削	车床	设备要求不高、刀具磨损较快	C3-C5 (中精度)	/	/	较高	汽车自动化、塑料等

资料来源：金属加工、招商证券

磨削工艺对应的核心设备为螺纹磨床，内螺纹加工为目前最大瓶颈。根据加工类别主要分为外螺纹与内螺纹两类，使用螺纹磨床磨削得到的丝杠拥有最高的精密等级，也是行星滚柱丝杠生产工艺的关键必备设备。行星滚柱丝杠的加工难点在于：

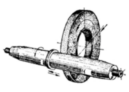

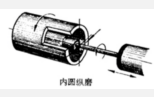
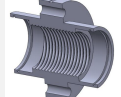
①精度要求和误差补偿：内螺纹为多头螺旋结构，且螺旋升角较大，加工时，刀具/砂轮需沿复杂的空间螺旋轨迹运动，轨迹的精确性要求直接影响传动稳定性；此外刀具/砂轮的磨损（如磨削时砂轮直径每减小 0.1mm，可能导致螺距误差增加 0.002mm）难以实时监测，需通过预设补偿算法修正，但复杂螺旋面的误差补偿模型建立难度极大，需结合大量实验数据校准；

②生产效率低下：在基础结构加工环节，行业普遍采用双线螺纹结构，线数增加导致滚道间距缩短至毫米级，磨削难度加大。根据中国机器人网，螺纹加工中砂轮单次进给量需控制在 0.01mm 以内，且每磨削 0.5mm 长度即需完成正反向换向操作，换向频次较单线螺纹增加 3 倍以上，这种复合结构导致单件加工节拍可达 4 小时。在螺母内螺纹加工领域，传统内圆磨削工艺采用 CBN 砂轮进行展成法加工，单件耗时 40-60 分钟。

③依赖进口设备，生产成本低：从竞争格局看，目前我国高精度数控磨床仍依赖进口。

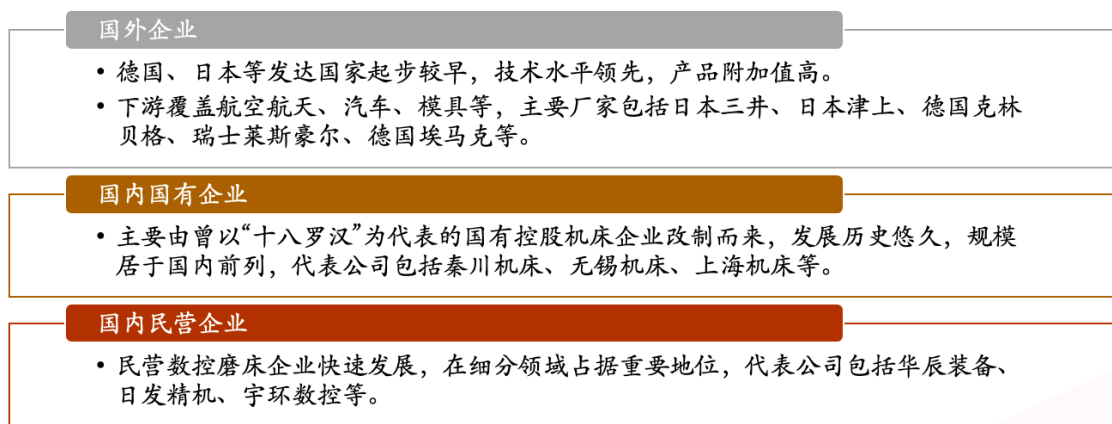
- **海外磨床企业发展成熟，技术研发水平处于全球领先地位。**19 世纪 60 年代，美国在车床的基础上制成了第一台磨床。发展至今，德国、日本位居磨床领域研发、设计、制造和应用方面技术最先进、经验最丰富的国家之列，在高端磨床产品市场上掌握着较高的话语权。国外主要厂家包括日本三井、日本精尚、德国克林贝格、瑞士莱斯豪尔等，进口设备精度高、可靠性好，可保障批量加工的稳定性。
- **国内企业起步较晚，规模较小，仍需时间和机会迭代设备工艺。**国内磨床厂商数量较多且同质化严重，整体市场集中度不高，产品仍以中低端为主，目前具备磨床工艺的供应商包括日发精机、华辰装备、秦川机床等，批量产能力较弱。我们认为，国产供应链具备较强的创新及降本能力，有望驱动人形机器人的降本及量产，看好国内厂商市场份额提升。

表 9: 内螺纹和外螺纹加工对比

类别	用途	加工原理	工艺图示	工件图示
外螺纹磨床	磨削加工工件外表面	利用工件两端的顶尖孔，把工件支承在磨床的头架及尾座之间，磨削时工件在主轴带动下作旋转运动砂轮作横向进给		
内螺纹磨床	磨削加工工件的内表面或内孔，准确去除工件内表面上的材料	工作时工件固定不动，砂轮除绕本身轴线高速旋转外还绕被加工孔的轴线回转，以实现圆周进给		

资料来源：中国传动网、欧洲机床网、招商证券

图 42: 磨床行业格局梳理



资料来源：普华有策、招商证券

## 2、深耕装备技术，前瞻布局丝杠可视为未来增长期权

**深耕装备技术，具备“设备自研”基因。**公司成立之初，因海外设备价格昂贵、交付周期长，成功自研 PCB 钻针设备，而后经历多年迭代，开发数控丝锥磨床设备，核心零部件（主轴、导轨、转台等）均为自主生产。根据广东省工商联采访鼎泰机器人总经理王俊锋，鼎泰机器人高度重视研发投入，2024 年企业研发费用占比达到 12%，近三年平均研发费用占比达到 14%，同时大力引进优秀人才，持续提升团队技术实力。公司现有 200 余名员工，其中高级研发人才近百人，占比约 35%，其中获国务院津贴专家人才 1 人，东莞一类领军人才 1 人，高级工程师 10 人，硕士及相关领域高技能人才 30 余人。

**高端机床实现进口替代，实力媲美外资。**鼎泰机器人凭借多年的研发沉淀，确

保了公司主要产品的技术领先性，研发的四站式 PCB 微钻加工机、五站铣刀机、智能钻针库等系列产品，填补了国内技术空白。根据东莞市数控刀具行业协会，鼎泰机器人研发的多站式 PCB 微钻加工机，加工精度达 0.001mm，可对标替代澳德进口微钻加工设备，被广东省顶尖专家鉴定为国内领先的进口设备替代品，荣获东莞市科技进步奖二等奖。

**凭借技术源性切入机器人领域，打开成长空间。**公司产品丝锥磨床属于螺纹磨的一种，目前公司凭借在刀具领域的磨床技术积淀，切入丝杠生产制造领域。根据公司公开投资者调研纪要，公司目前已实现内外圆磨、数控螺纹磨床等新产品的研发突破，并已通过自研数控螺纹磨床完成行星滚柱丝杠样品的试制。

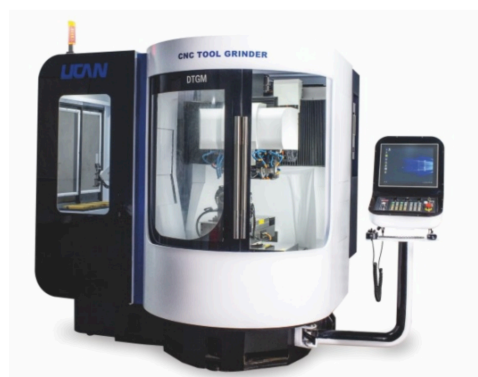
**引进德国精密磨削专家团队，加强设备研发能力。**根据公司公告，公司引进德国精密磨削专家团队，构建“基础研院+产品线实验室”双轨研发体系，未来提升公司在工具磨床领域的行业影响力夯实基础；2025 年 2 月公司设立德国子公司，有望进一步夯实磨床领域的研发基础。

图 43：公司数控丝锥螺纹磨床



资料来源：公司官网、招商证券

图 44：公司高精密六轴数控刀具磨床



资料来源：公司官网、招商证券

## 四、盈利预测与投资建议

### 1、收入分项拆分

公司各项业务收入及毛利率拆分如下：

**1、刀具产品：**包括钻针、铣刀以及数控刀具。其中，钻针和铣刀受益 AI 算力及终端创新需求，目前已实现满产满销，未来收入端有望持续高增，同时，AI 需求拉升高多层及 HDI 等高端 PCB 需求，加工难度显著提升，加工的涂层钻、微小钻、加长刃钻针的价值量高于传统白钻，预计随着高毛利的 AI 钻针产品占比提升，毛利率有望稳步提升；根据公司公开投资者调研纪要，数控刀具设备产能已增加至 60 万只/月，近期接单情况良好，设备有效稼动率大幅提升，随着客户结构和产品结构持续优化，近期有望实现盈亏平衡。预计 2025-2027 年刀具产品收入分别为 16.50、19.96、23.78 亿元，同比增速分别为 38.50%/20.99%/19.17%，毛利率分别为 39.64%/40.63%/39.86%。

**2、功能性膜产品：**产品主要包括消费性防窥膜和车载膜，车载膜处于部分客户验证和部分客户批量交付阶段。短期因供应链因素，功能性膜产品交付受阻，影响收入和利润，预计随着供应链逐步完善，有望恢复高增长。预计 2025-2027 年功能性膜产品收入分别为 0.95、1.24、1.48 亿元，同比增速分别为 -38.67%/30.00%/20.00%，毛利率分别为 6.08%/11.00%/13.00%。

**3、研磨抛光材料：**受益于 PCB 产品的结构性变化及公司市占率的逐步提升，研磨抛光材料仍具有可持续增长空间。同时公司正在进行新产品的研发布局，未来会进一步丰富研磨抛光材料的产品线，新产品将逐步延伸应用到铜箔、封测、金属加工、汽车零部件等领域，有望成为公司业绩的新增长驱动点。我们预计 2025-2027 年研磨抛光材料业务收入分别为 1.96、2.55、3.31 亿元，同比增速分别为 30.00%/30.00%/30.00%，毛利率分别为 61.00%/61.00%/61.00%。

**4、自动化设备：**主要围绕 PCB 设备、工具磨床、真空镀膜设备三大产品线发展，一方面，公司加快 PCB 工具磨床升级迭代，另一方面，向内/外圆磨、螺纹磨、立磨等通用磨床发展，同时拓展真空镀膜设备领域的外销市场，有望为自动化设备业务的后续增长提供支撑。我们预计 2025-2027 年自动化设备业务收入分别为 0.82、1.03、1.24 亿元，同比分别为 50.00%/25.00%/20.00%；随着产品向高端发展，且规模效应显现，毛利率有望持续提升，预计毛利率分别为 33.00%/35.00%/37.00%。

综上，我们预计 2025-2027 年鼎泰高科营收分别为 20.52、25.08、30.14 亿元，同比增速分别为 29.92%/22.21%/20.17%，综合毛利率分别为 39.92%/41.05%/40.79%；归母净利润分别为 3.39、4.54、5.54 亿元，同比增速分别为 49.45%/33.91%/22.09%，对应 PE 分别为 53.1/39.6/32.5 倍。

表 10: 预计 2025-2027 年公司营收分别为 20.52、25.08、30.14 亿元

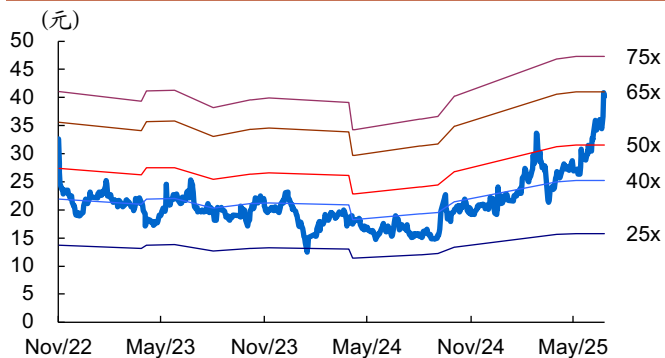
单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>刀具产品</b>					
收入	1042.33	1191.00	1649.53	1995.84	2378.44
yoy (%)	0.56%	14.26%	38.50%	20.99%	19.17%
毛利率(%)	34.53%	35.00%	39.64%	40.63%	39.86%
营收占比 (%)	78.95%	75.40%	80.38%	79.58%	78.91%
<b>功能性膜产品</b>					
收入	89.78	155.17	95.17	123.72	148.47
yoy (%)	229.83%	72.83%	-38.67%	30.00%	20.00%
毛利率(%)	15.87%	16.62%	6.08%	11.00%	13.00%
营收占比 (%)	6.80%	9.82%	4.64%	4.93%	4.93%
<b>研磨抛光材料</b>					
收入	115.38	150.81	196.05	254.87	331.33
yoy (%)	16.59%	30.71%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率(%)	61.54%	61.48%	61.00%	61.00%	61.00%
营收占比 (%)	8.74%	9.55%	9.55%	10.16%	10.99%
<b>自动化设备</b>					
收入	47.51	54.89	82.34	102.92	123.50
yoy (%)	278.57%	15.53%	50.00%	25.00%	20.00%
毛利率(%)	40.75%	33.21%	33.00%	35.00%	37.00%
营收占比 (%)	3.60%	3.47%	4.01%	4.10%	4.10%
<b>其他业务: 加工费、材料收入和废料收入</b>					
收入	25.10	27.00	28.35	29.77	31.26
yoy (%)	-6.13%	7.57%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	65.02%	45.07%	45.00%	45.00%	45.00%
营收占比 (%)	1.90%	1.71%	1.38%	1.19%	1.04%
<b>其他主营业务: 砂带、板材、五金产品</b>					
收入	0.12	0.76	0.80	0.90	1.00
yoy (%)	-99.28%	533.33%	5.26%	12.50%	11.11%
毛利率(%)	25.00%	-47.37%	20.00%	20.00%	20.00%
营收占比 (%)	0.01%	0.05%	0.04%	0.04%	0.03%
<b>总营收</b>					
收入	1320.22	1579.63	2052.24	2508.01	3014.00
yoy (%)	8.34%	19.65%	29.92%	22.21%	20.17%
毛利率(%)	36.42%	35.80%	39.92%	41.05%	40.79%
<b>归母净利润</b>					
归母净利润	219.31	226.87	339.05	454.02	554.32
yoy (%)	-1.59%	3.45%	49.45%	33.91%	22.09%
归母净利率 (%)	16.61%	14.36%	16.52%	18.10%	18.39%

资料来源: Wind, 招商证券

## 2、投资建议

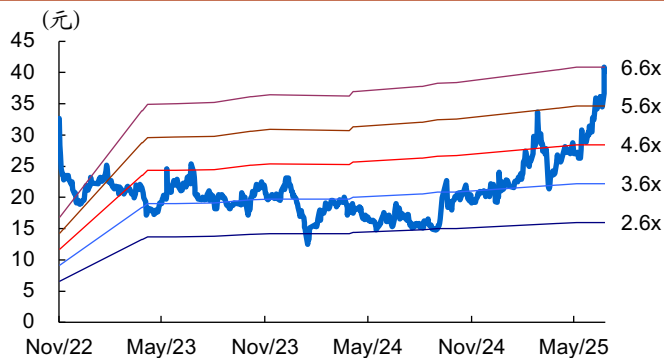
**投资建议:** 鼎泰高科是全球 PCB 钻针龙头, 凭借产品+成本+交付+客户优势, 实现市占率稳步提升, 根据 PrismaMark 最新数据, 2023 年公司全球 pcb 钻针市占率为 26.5%, 龙头地位稳固。短期看, AI 算力及终端创新需求共振, 公司主业业绩拐点持续兑现, 长期看, 公司凭借技术同源性, 自制磨床切入丝杠生产领域, 有望受益人形机器人发展浪潮, 打开成长天花板。考虑到公司主业成长性较高, 且机器人业务可作为未来成长期权, 首次覆盖, 给予“增持”投资评级。

图 45: 鼎泰高科历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 46: 鼎泰高科历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

## 五、风险提示

- 1、全球贸易摩擦加剧:** 近年来, 国际贸易纠纷日益增多, 在国际环境仍存在大量不确定的背景下, 若出口市场所在国家的政治、经济、社会形势、贸易政策发生不利变化, 可能对 PCB 下游消费电子等行业的出口贸易产生不利影响, 从而间接影响公司经营业绩。
- 2、下游资本开支不及预期:** 公司下游 PCB 行业具有周期性波动的特征, 近年来受到 AI 算力、5G 商用、手机迭代、汽车智能化等因素驱动景气度有所抬升, 但若发生大模型迭代不及预期、数据中心建设进度放缓、下游资本开支投入不及预期等不利变化, 可能影响公司经营业绩。
- 3、技术迭代不及预期:** AI 相关终端应用迭代对 PCB 板的加工要求持续加大, 未来钻针要求也将随着行业需求变化而持续推陈出新。如果公司未来无法在 PCB 钻孔工艺领域持续保持技术创新能力, 或因技术升级迭代无法保持持续的技术先进性, 公司将面临核心技术竞争力降低的风险。
- 4、行业竞争加剧:** 目前 PCB 专用切削工具行业在法律法规及政策方面并无针对性准入门槛规定, 未来市场竞争可能会愈加激烈。若未来公司无法在生产工艺改进、人才引进方面持续投入, 提升自身产品竞争力, 满足下游厂商产品需求, 将对公司产品市场地位造成不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1966	2161	2576	3117	3747
现金	203	232	164	195	234
交易性投资	542	605	726	871	1045
应收票据	179	191	248	303	364
应收款项	541	650	844	1031	1240
其它应收款	3	3	4	5	6
存货	340	389	473	567	685
其他	159	91	118	144	173
<b>非流动资产</b>	1213	1360	1428	1491	1549
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	870	959	1036	1104	1163
无形资产商誉	114	113	102	91	82
其他	229	288	290	295	304
<b>资产总计</b>	<b>3179</b>	<b>3521</b>	<b>4004</b>	<b>4607</b>	<b>5296</b>
<b>流动负债</b>	653	886	1206	1432	1673
短期借款	128	188	414	482	528
应付账款	379	520	632	758	914
预收账款	4	6	8	9	11
其他	142	172	153	183	220
<b>长期负债</b>	207	155	176	200	229
长期借款	81	23	23	23	23
其他	126	132	153	177	206
<b>负债合计</b>	<b>860</b>	<b>1041</b>	<b>1382</b>	<b>1632</b>	<b>1902</b>
股本	410	410	410	410	410
资本公积金	1065	1076	1076	1076	1076
留存收益	844	991	1133	1485	1903
少数股东权益	1	3	3	4	5
归属于母公司所有者权益	2319	2477	2619	2971	3389
<b>负债及权益合计</b>	<b>3179</b>	<b>3521</b>	<b>4004</b>	<b>4607</b>	<b>5296</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	182	273	249	388	475
净利润	219	227	339	455	555
折旧摊销	104	124	140	147	153
财务费用	8	7	9	9	7
投资收益	(9)	(7)	(15)	(17)	(19)
营运资金变动	(128)	(58)	(224)	(206)	(221)
其它	(11)	(21)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(758)	(221)	(314)	(338)	(367)
资本支出	(235)	(275)	(198)	(198)	(198)
其他投资	(524)	54	(116)	(140)	(169)
<b>筹资活动现金流</b>	(88)	(77)	(4)	(18)	(69)
借款变动	(80)	(32)	182	68	45
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	11	0	0	0
股利分配	(29)	(62)	(197)	(102)	(136)
其他	20	5	11	16	22
<b>现金净增加额</b>	<b>(664)</b>	<b>(25)</b>	<b>(68)</b>	<b>32</b>	<b>39</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	1320	1580	2052	2508	3014
营业成本	839	1014	1233	1478	1785
营业税金及附加	10	13	17	20	24
营业费用	66	66	90	108	127
管理费用	88	111	144	171	202
研发费用	98	110	144	171	199
财务费用	(2)	8	9	9	7
资产减值损失	(32)	(36)	(30)	(32)	(34)
公允价值变动收益	2	6	0	0	0
其他收益	48	29	15	17	19
投资收益	9	7	0	0	0
<b>营业利润</b>	249	263	401	537	655
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	6	2	2	2
<b>利润总额</b>	248	258	399	535	653
所得税	29	30	60	80	98
少数股东损益	0	0	1	1	1
<b>归属于母公司净利润</b>	219	227	339	454	554

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	8%	20%	30%	22%	20%
营业利润	1%	6%	52%	34%	22%
归母净利润	-2%	3%	49%	34%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.4%	35.8%	39.9%	41.1%	40.8%
净利率	16.6%	14.4%	16.5%	18.1%	18.4%
ROE	9.7%	9.5%	13.3%	16.2%	17.4%
ROIC	8.7%	9.0%	12.0%	14.2%	15.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.0%	29.6%	34.5%	35.4%	35.9%
净负债比率	8.2%	7.3%	10.9%	11.0%	10.4%
流动比率	3.0	2.4	2.1	2.2	2.2
速动比率	2.5	2.0	1.7	1.8	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	2.6	2.8	2.9	2.8	2.9
应收账款周转率	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	2.5	2.3	2.1	2.1	2.1
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.53	0.55	0.83	1.11	1.35
每股经营净现金	0.44	0.67	0.61	0.95	1.16
每股净资产	5.66	6.04	6.39	7.25	8.27
每股股利	0.15	0.48	0.25	0.33	0.41
<b>估值比率</b>					
PE	64.4	62.3	53.1	39.6	32.5
PB	6.1	5.7	5.4	4.8	4.2
EV/EBITDA	45.0	40.3	27.9	22.2	18.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。