

2025 年 08 月 14 日

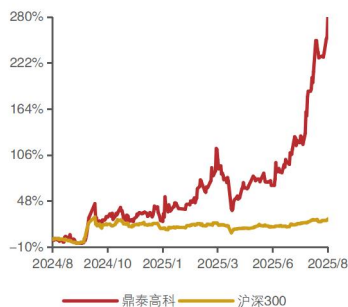
投资评级： 买入（首次）

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com
白宇
SAC: S1350525030002
baiyu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 13 日

收盘价（元）	59.66
一年内最高/最低（元）	60.52/14.91
总市值（百万元）	24,460.60
流通市值（百万元）	4,237.29
总股本（百万股）	410.00
资产负债率（%）	29.32
每股净资产（元/股）	6.23

资料来源：聚源数据

鼎泰高科(301377.SZ)

——全球 PCB 刀具龙头厂商，钻针业务强势发展

投资要点：

- **AI 服务器、高速交换机市场规模持续扩大，PCB 钻针需求量上涨。**IDC 数据显示，2024 年全球人工智能服务器市场规模预计为 1251 亿美元，2025 年将增至 1587 亿美元，2028 年有望达到 2227 亿美元。2025 年第一季度（1Q25），全球以太网交换机市场收入达到 117 亿美元，同比增长 32.3%。随着 AI 服务器、交换机的市场规模扩大，PCB 制造业对刀具及钻针的需求预计将持续增长。
- **电子布材料变化，为维持较低断针率，钻针需求量倍增。**电子级玻璃纤维布（电子布）由直径不足 9 微米的电子纱精密织造而成，凭借高强度、高耐热性、优异电绝缘性能成为覆铜板（CCL）的核心基材。随着 Low DK 三代布（Q 布）的逐渐铺开，基材硬度上升，为减少损失，维持断针率在较低水平，钻针孔限降低，所需钻针数目上升。
- **高多层设计使得换针频率加快，钻针需求量增加。**以服务器领域为例，随着服务器平台的升级，服务器 PCB 持续向更高层板发展，对技术和装备的升级提出要求。据《电子工程专辑》报道，对应于 PCIe3.0 的 Purely 服务器平台一般使用 8-12 层的 PCB 主板；PCIe4.0 的 Whitley 平台则要求 12-16 层的 PCB 层数；对于未来将要使用 PCIe5.0 的 Eagle Stream 平台而言，PCB 层数需要达到 16-18 层以上。高多层设计同样需要维持断针率在较低水平，故钻针孔限降低，所需钻针数目上升。
- **设备自研自供，提升扩大产能的灵活性。**公司通过自主研发生产及检测设备，实现核心设备的进口替代，构建了从技术到供应链的自主可控体系。据公司年报显示，面对进口设备成本高、交付周期长等瓶颈，公司以自研多工位刀具磨床、3DSPI/AOI 检测系统等关键设备为突破口，将设备成本降低至进口产品的 1/3，同时加工精度达到 0.01mm 级别，满足客户的高端需求。
- **依托自研涂层材料提升产品性能。**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，集中研发力量驱动涂层技术革新，快速推动微钻产品的升级迭代，以满足客户高精度、高密度的钻孔需求。
- **深化全球布局，激发出海潜力。**公司在稳固国内现有市场的基础上，重点开拓中国台湾、东南亚、欧美地区等境外市场，不断提升境外市场占有率。生产方面，依照产业转移规律，泰国子公司是公司重要的境外生产基地，目前已经正式投产。东南亚设厂计划降低人力成本的同时解决了部分原料获取问题。市场方面，公司于 2025 年 2 月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。2024 年，公司境外营业收入 9,266.55 万元，同比增长 96.95%。
- **车载光控膜、防爆膜、防窥膜等膜产品逐步发展。**车载光控膜、防爆膜、防窥膜等膜产品逐步发展。受益于车企的大屏化、多屏化配置趋势，车载光控膜需求呈现上升趋势。2024 年公司的车载光控膜已通过多家终端车企的认证，部分客户已开始小

批量交付，预计 2025 年下半年开始将逐步进入量产阶段；防爆膜主要应用于 MiniLED、车载、智能家居等领域，目前产品已逐步进入下游厂商的认证体系，并陆续开始批量供货。2024 年，公司的膜产品实现营业收入约 1.55 亿元，同比增长约 72.84%，占营业收入比重 9.82%。

➤ **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 4.28/7.63/11.19 亿元，同比增速分别为 88.59%/78.27%/46.65%，当前股价对应的 PE 分别为 57.17/32.07/21.87 倍。我们选取大族数控、天承科技、中钨高新为可比公司，鉴于公司具有高端钻针生产能力、扩产灵活性强，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；原材料价格波动；市场竞争加剧

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,320	1,580	2,035	3,105	3,987
同比增长率（%）	8.34%	19.65%	28.83%	52.61%	28.40%
归母净利润（百万元）	219	227	428	763	1,119
同比增长率（%）	-1.58%	3.45%	88.59%	78.27%	46.65%
每股收益（元/股）	0.53	0.55	1.04	1.86	2.73
ROE（%）	9.46%	9.16%	15.72%	24.13%	29.41%
市盈率（P/E）	111.54	107.82	57.17	32.07	21.87

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 4.28/7.63/11.19 亿元，同比增速分别为 88.59%/78.27%/46.65%，当前股价对应的 PE 分别为 57.17/32.07/21.87 倍。我们选取大族数控、天承科技、中钨高新为可比公司，鉴于公司具有高端钻针生产能力、扩产灵活性强，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

受市场需求急迫性及生产工艺迭代影响，钻刀、铣刀产品在 PCB 生产领域需求呈上升态势。公司在东莞、泰国等地建设新生产基地，快速扩产，满足市场需求。公司针对 AI 服务器、高速交换机等领域，进一步优化产品结构，提升高端针占比，提升毛利率。预计刀具类产品 2025–2027 年营收增速分别为 31.59%/56.28%/33.13%。

投资逻辑要点

（1）钻针需求量受算力 PCB 需求量带动而增加：AI 服务器、高速交换机等终端产品蓬勃发展，算力板需求高速增长，带动 PCB 钻针需求量上涨；（2）PCB 材料迭代，新材料特质促使钻针需求量快速增加：电子布更新至第三代石英纤维布，为保证良品率，钻针孔限大幅降低，钻针需求量相应上升；（3）层数增加影响钻针需求：高多层结构逐步扩大应用，为维持较低断针率，换针频率需加快，钻针需求量增加；（4）海外投资设厂，顺应产业发展趋势：公司在泰国设立海外生产基地，目前已经正式投产，利于降低成本及原料获取。

核心风险提示

下游需求不及预期；原材料价格波动；市场竞争加剧。

内容目录

1. 算力 PCB 板需求高速增长、材料快速迭代，促使钻针需求量快速上升	6
1.1. 高端算力 PCB 需求增长带动钻针需求量上升	6
1.2. 电子布材料迭代，孔限降低，钻针需求量增加	6
1.3. 高多层设计使得孔限降低，钻针需求量增加	7
1.4. 多因素叠加，PCB 刀具需求快速增长	8
2. 灵活扩产、聚焦高端，全力满足市场需求	8
2.1. 刀具制造设备自研自产，灵活扩大产能	9
2.2. 自主研发钻针涂层材料，聚焦高端产品	10
3. 顺应产业发展趋势，积极开拓境外市场，营收稳步上升	10
4. 功能性膜类业务蓬勃发展，拓展市场动能	11
5. 盈利预测与评级	12
6. 风险提示	12

图表目录

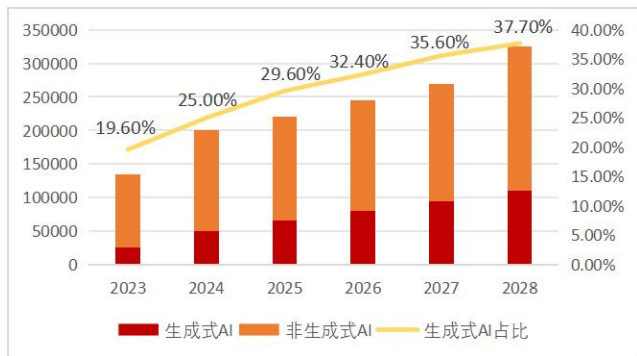
图表 1： 2023–2028 年全球生成式人工智能和非生成式人工智能服务器市场规模（百万美元）预测	6
图表 2： 近三季度全球以太网交换机市场收入（亿美元）	6
图表 3： 石英莫氏硬度	7
图表 4： 硼硅酸盐玻璃莫氏硬度	7
图表 5： 单层板钻孔示意图	7
图表 6： 12 层 PCB 板钻孔示意图	7
图表 7： 2021–2024 年鼎泰高科刀具产品收入（亿元）及同比增速	8
图表 8： 2024 年全球 PCB 刀具市场份额分布	8
图表 9： 公司发展历程	8
图表 10： 2018–2024 年公司营业收入（亿元）及同比变动	9
图表 11： 2018–2024 年公司归母净利润（亿元）及同比变动	9
图表 12： 2018–2024 年公司净利率/毛利率变化	9
图表 13： 2018–2024 年公司资产负债率变化	9
图表 14： 鼎泰高科自研研磨机	10
图表 15： 鼎泰高科自研磨床	10
图表 16： 2021–2024 年鼎泰高科境外营业收入（亿元）及同比增速	11
图表 17： 2021–2024 年鼎泰高科境外营业收入占营业收入比重	11
图表 18： 2021–2024 年鼎泰高科功能性膜材料营业收入（亿元）及同比增速	11
图表 19： 功能性膜材料产品示意图	11
图表 20： 可比公司估值表（2025 年 8 月 13 日数据）	12

1. 算力 PCB 板需求高速增长、材料快速迭代，促使钻针需求量快速上升

1.1. 高端算力 PCB 需求增长带动钻针需求量上升

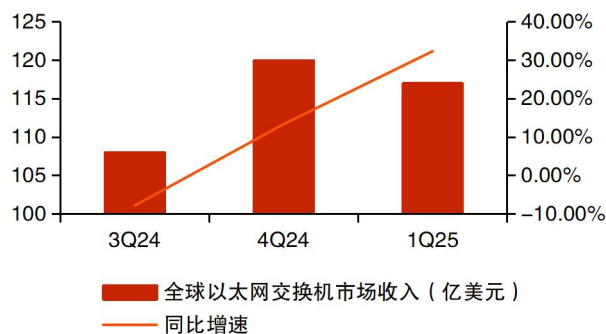
AI 服务器、高速交换机市场规模持续扩大。IDC 数据显示，2024 年全球人工智能服务器市场规模预计为 1251 亿美元，2025 年将增至 1587 亿美元，2028 年有望达到 2227 亿美元，其中生成式人工智能服务器占比预计将从 2025 年的 29.6% 提升至 2028 年的 37.7%。另一方面，IDC 最新发布的季度以太网交换机追踪报告和季度路由器追踪报告显示，2025 年第一季度（1Q25），全球以太网交换机市场收入达到 117 亿美元，同比增长 32.3%。这一增长主要受到市场数据中心部分的强劲推动，因为超大规模云服务商和云服务提供商正在为人工智能（AI）时代建设基础设施容量。

图表 1：2023-2028 年全球生成式人工智能和非生成式人工智能服务器市场规模（百万美元）预测



资料来源：《2025 年中国人工智能算力发展评估报告》IDC，浪潮信息，华源证券研究所

图表 2：近三季度全球以太网交换机市场收入（亿美元）



资料来源：IDC，华源证券研究所

PCB 钻针需求量应终端需求而上涨。PCB 产业链以上游关键材料（如覆铜板、铜箔）为基础，中游通过刚性板、柔性板、刀具等多元化制造工艺，支撑下游交换机、服务器等广泛应用场景。随着 AI 服务器、交换机的市场规模扩大，PCB 制造业对刀具及钻针的需求预计将持续增长。

1.2. 电子布材料迭代，孔限降低，钻针需求量增加

电子布材料变化，为维持较低断针率，钻针需求量倍增。电子级玻璃纤维布（电子布）由直径不足 9 微米的电子纱精密织造而成，凭借高强度、高耐热性、优异电绝缘性能成为覆铜板（CCL）的核心基材。第二代布主要成分是经过改良的 E-Glass 或特殊配方的玻璃纤维，其本质仍然是硼硅酸盐玻璃，莫氏硬度约为 6.5。第三代布代表性材料是石英纤维布（Quartz Cloth）。石英的主要化学成分是高纯度的二氧化硅，其晶体结构和物理特性与玻璃有显著不同，莫氏硬度高达 7。随着 Low DK 三代布（Q 布）的逐渐铺开，基材硬度上升，为减少损失，维持断针率在较低水平，钻针孔限降低，所需钻针数目上升。

图表 3：石英莫氏硬度

White opal: Opaque, porcelain-like white
Black opal: Flashes and speckles appear
Water opal: A transparent, colorless opal
Fire opal: Reddish or orange opal

Peridot [Olivine] (hardness: 7 Mohs)
 Magnesium iron silicate
 Specific gravity: 3.22-3.45

Olive to lime green

Quartz (hardness: 7 Mohs)
 Silicon dioxide or silica
 Specific gravity: 2.65

资料来源：USGS，华源证券研究所

图表 4：硼硅酸盐玻璃莫氏硬度

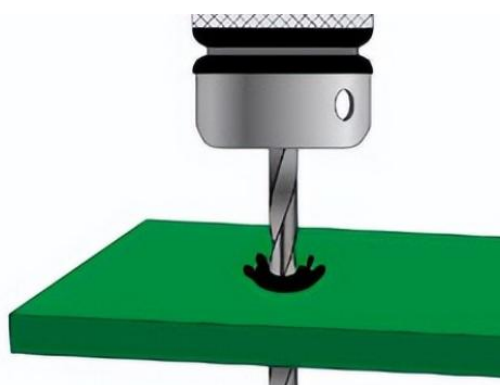
For the silane-treated muscovite mica filler (DYO Boya Fabrikalari Sanayii ve Ticaret A.Ş., İzmir, Turkey) used in this study, its physical properties were as follows: *ca.* 32 μm in particle size, 2.7 g/cm^3 in density, and 2.5 in Mohs hardness. As for the silane-treated milled E-glass fibers (Cam Elyaf A.Ş., Çayirova, Turkey), the physical properties were as follows: 32 μm in particle size, 1.2 μm in diameter, 0.8 mm in length, 2.54 g/cm^3 in density, and 6.5 in Mohs hardness.

资料来源：《Effects of Mica and Glass on Surface Hardness of Acrylic Tooth Material》Fatma Unalan 等，华源证券研究所

1.3. 高多层设计使得孔限降低，钻针需求量增加

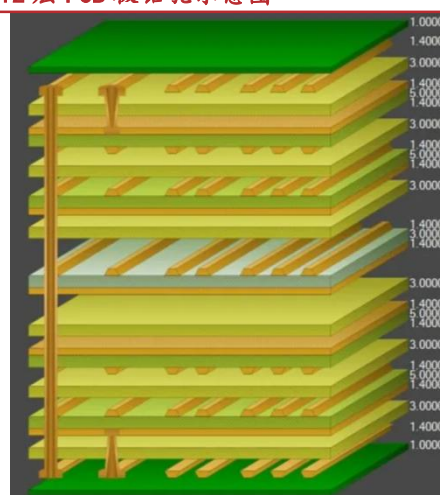
高多层设计使得换针频率加快，钻针需求量增加。以服务器领域为例，随着服务器平台的升级，服务器 PCB 持续向更高层板发展，对技术和装备的升级提出要求。据《电子工程专辑》报道，对应于 PCIe3.0 的 Purely 服务器平台一般使用 8–12 层的 PCB 主板；PCIe4.0 的 Whitley 平台则要求 12–16 层的 PCB 层数；对于未来将要使用 PCIe5.0 的 Eagle Stream 平台而言，PCB 层数需要达到 16–18 层以上。高多层设计同样需要维持断针率在较低水平，故钻针孔限降低，所需钻针数目上升。多层设计使得 PCB 板厚度大幅增长，钻孔受损可能性上升。高多层设计同样需要维持断针率在较低水平，故钻针孔限降低，所需钻针数目上升。

图表 5：单层板钻孔示意图



资料来源：百芯 EMA，华源证券研究所

图表 6：12 层 PCB 板钻孔示意图

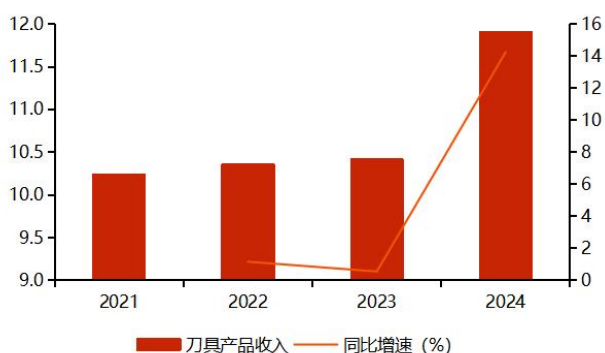


资料来源：viasion，华源证券研究所

1.4. 多因素叠加，PCB 刀具需求快速增长

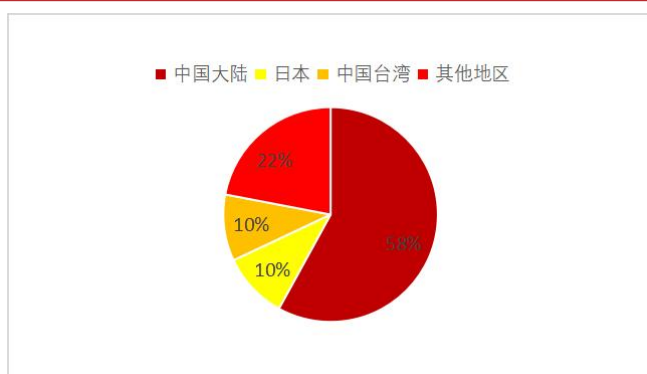
受多因素叠加影响,PCB 刀具需求快速增长。根据 QYResearch 最新调研报告显示,2024 年全球 PCB 刀具及钻针市场销售额达到了 9.43 亿美元,预计 2031 年将达到 12.69 亿美元,年复合增长率 (CAGR) 为 4.4%。地区层面来看,中国大陆是全球最大的 PCB 刀具及钻针市场,市场份额约为 58%,显示出强劲的市场需求。2024 年,公司整体实现营业收入 15.80 亿元,同比增长 19.65%;其中刀具产品实现营业收入 11.91 亿元,同比增长 14.26%,占营业收入比重 75.40%。

图表 7: 2021-2024 年鼎泰高科刀具产品收入 (亿元) 及同比增速



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 8: 2024 年全球 PCB 刀具市场份额分布



资料来源: QYResearch, 华源证券研究所

2. 灵活扩产、聚焦高端，全力满足市场需求

鼎泰高科是集研发、生产和销售为一体的高新技术企业,经营范围包括刀具产品 (PCB 钻针、铣刀、数控刀具)、研磨抛光材料、功能性膜材料、智能数控装备等,产品广泛应用于 PCB、3C、模具、新能源汽车等行业。

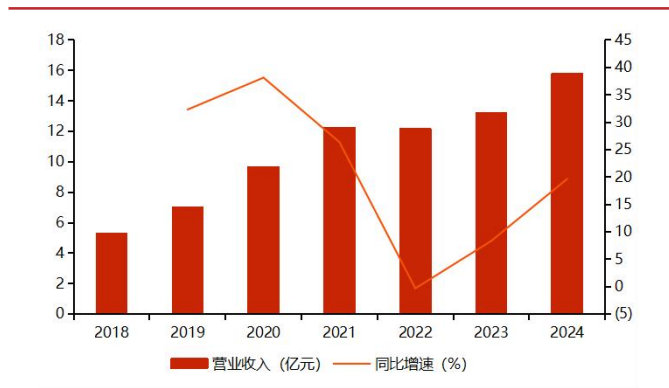
图表 9: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 华源证券研究所

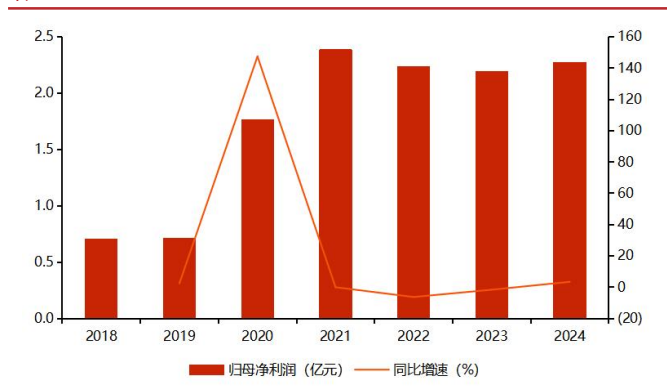
营收稳健增长，发展势头良好。当前，鼎泰高科聚焦于为 AI 服务器 PCB 等高增长领域提供精密刀具及配套服务，客户主要包括胜宏、方正和深南等，向着成为国际领先的精密工具综合解决方案提供商的目标迈进。2019 年-2024 年，公司营业收入由 7 亿元提升至 15.8 亿元，公司归母净利润由 0.71 亿元提升至 2.27 亿元。据公司公布的 2024 年公司业绩，2024 年营收规模突破十五亿，达 15.80 亿元，同比增长 19.65%，归母净利润达 2.27 亿元，同比增长 3.45%。

图表 10：2018-2024 年公司营业收入（亿元）及同比变动



资料来源：ifind，华源证券研究所

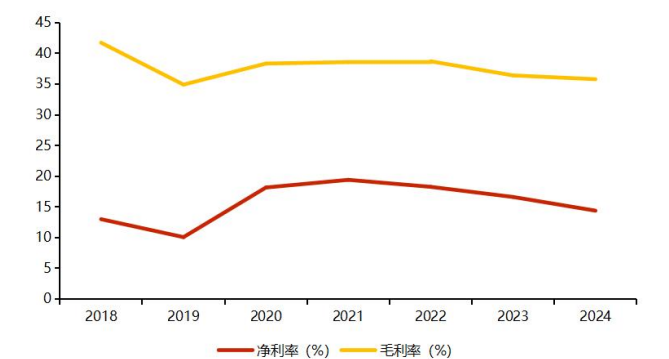
图表 11：2018-2024 年公司归母净利润（亿元）及同比变动



资料来源：ifind，华源证券研究所

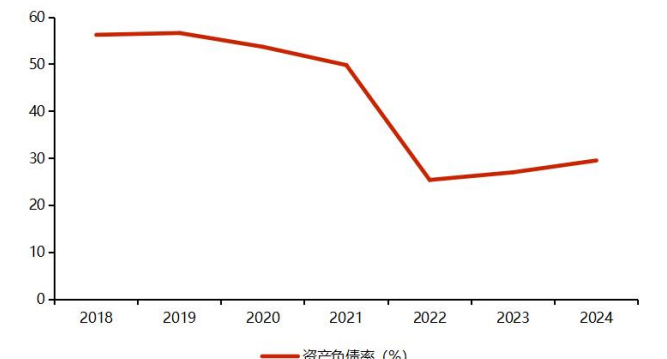
资产负债率降幅较大，盈利能力趋于稳定。2018-2024 年公司资产负债率由 56.3% 下降至 29.57%，逐年降低且趋于稳定。公司毛利率净利率总体呈稳定状态，略有降低。

图表 12：2018-2024 年公司净利率/毛利率变化



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 13：2018-2024 年公司资产负债率变化



资料来源：ifind，华源证券研究所

2.1. 刀具制造设备自研自产，灵活扩大产能

设备自研自供，提升扩大产能的灵活性。公司通过自主研发生产及检测设备，实现核心设备的进口替代，构建了从技术到供应链的自主可控体系。据公司年报显示，面对进口设备成本高、交付周期长等瓶颈，公司以自研多工位刀具磨床、3DSPI/AOI 检测系统等关键设备为突破口，将设备成本降低至进口产品的 1/3，同时加工精度达到 0.01mm 级别，满足客户

的高端需求。通过工艺创新与自动化生产整合，公司生产效率提升 15%–20%，良品率跃居行业前列，并实现多规格产品的柔性化快速切换，显著增强了市场响应速度和扩产灵活性。

图表 14：鼎泰高科自研研磨机

研磨机系列

主要应用

该设备用于硬质合金微型钻头刃面全自动研磨和检测。提升生产率，降低生产成本，保证所生产微钻品质一致性。

解决方案

采用机械手取放料，多工位同时工作，上下料不停机，生产效率。具备刀面清洁，环深校正，全自动上下料，输送带式收料，不良品回收等多项功能。八大图像全面检测，包括外径、圆角、缺口、重叠、大头、小头、长短边、垂直分开、大小面、内弧凸肚、外弧、心厚、刀形不良、研磨不足。检测精度高。



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 15：鼎泰高科自研磨床

高精度五轴刀具磨床

DTGM5210

主要应用

本设备适用于铣削刀具、钻削刀具、成型刀具的加工生产。广泛应用于IT行业、医疗行业、汽车行业、3C行业、航天行业等各种领域。本设备拥有NUM运动控制系统，X/Y/Z三轴全闭环直线电机驱动，高精度、高动态响应性。NUMroto操作系统，功能齐全，无限制。可选18Kw主轴，增大刀具磨削加工范围。



资料来源：公司官网，华源证券研究所

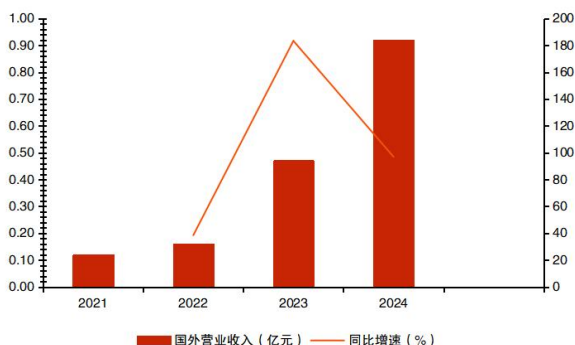
2.2. 自主研发钻针涂层材料，聚焦高端产品

依托自研涂层材料提升产品性能。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，集中研发力量驱动涂层技术革新，快速推动微钻产品的升级迭代，以满足客户高精度、高密度的钻孔需求。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%。同时受益于 PCB 行业的产品结构性变化，公司的研磨抛光材料在 2024 年实现营业收入 1.51 亿元，同比增长 30.70%。

3. 顺应产业发展趋势，积极开拓境外市场，营收稳步上升

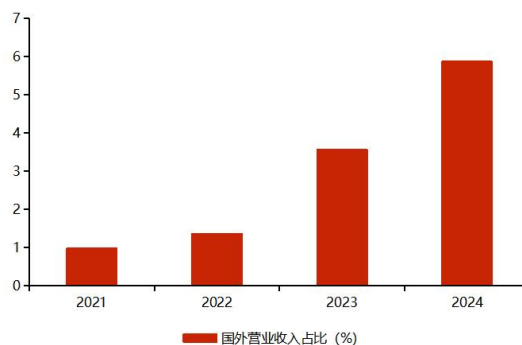
深化全球布局，激发出海潜力。公司在稳固中国大陆现有市场的基础上，重点开拓中国台湾、东南亚、欧美地区等境外市场，不断提升境外市场占有率。生产方面，依照产业转移规律，泰国子公司是公司重要的海外生产基地，目前已经正式投产。东南亚设厂计划降低人力成本的同时解决了部分原料获取问题。市场方面，公司于 2025 年 2 月成立了德国鼎泰全资子公司，未来将依托德国当地的技术和市场资源，助力公司进一步提升研发实力和拓展销售渠道，提升全球影响力。2024 年，公司境外营业收入 9,266.55 万元，同比增长 96.95%。

图表 16：2021-2024 年鼎泰高科境外营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 17：2021-2024 年鼎泰高科境外营业收入占营业收入比重

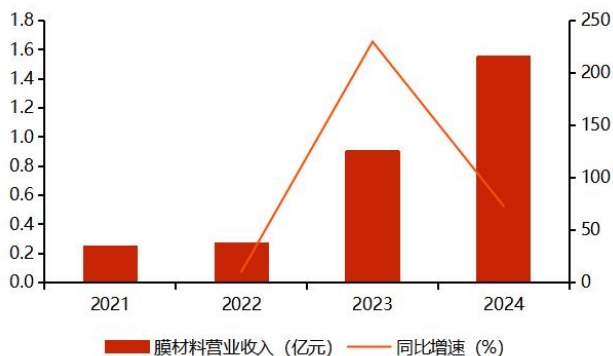


资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 功能性膜类业务蓬勃发展，拓展市场动能

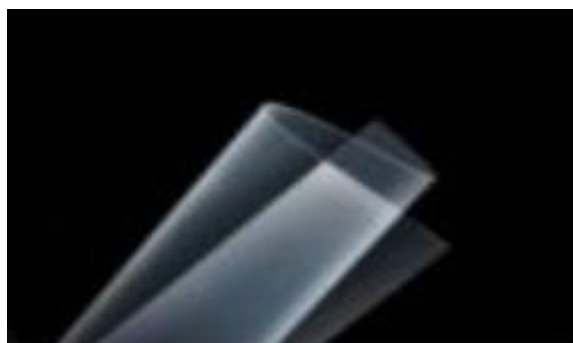
车载光控膜、防爆膜、防窥膜等膜产品逐步发展。受益于车企的大屏化、多屏化配置趋势，车载光控膜需求呈现上升趋势。2024 年公司的车载光控膜已通过多家终端车企的认证，部分客户已开始小批量交付，预计 2025 年下半年开始将逐步进入量产阶段；防爆膜主要应用于 MiniLED、车载、智能家居等领域，目前产品已逐步进入下游厂商的认证体系，并陆续开始批量供货。2024 年，公司的膜产品实现营业收入约 1.55 亿元，同比增长约 72.84%，占营业收入比重 9.82%。

图表 18：2021-2024 年鼎泰高科功能性膜材料营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 19：功能性膜材料产品示意图



资料来源：公司公告，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

受市场需求及生产工艺迭代影响, 钻刀、铣刀产品在 PCB 生产领域需求呈上升态势。公司在东莞、泰国等地建设新生产基地, 快速扩产, 满足市场需求。公司针对 AI 服务器、高速交换机等领域, 进一步优化产品结构, 提升高端针占比, 提升毛利率。预计刀具类产品 2025–2027 年营收增速分别为 31.59%/56.28%/33.13%。

预计 2025–2027 年, 研磨抛光材料营收增速分别为 14.50%/4.00%/5.50%; 智能数控设备营收增速分别为 18.00%/15.50%/13.50%; 功能性膜材料营收增速分别为 29.00%/85.00%/13.50%; 主营其他增速分别为 43.00%/50.00%/26.50%; 其他业务收入增速分别为 7.50%/3.50%/0.00%。

作为国内 PCB 刀具龙头厂商, 公司高端钻针市场需求旺盛、业务稳健增长, 我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 4.28/7.63/11.19 亿元, 同比增速分别为 88.59%/78.27%/46.65%。

我们选取大族数控、天承科技、中钨高新为可比公司, 鉴于公司具有高端钻针生产能力、扩产灵活性强, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 20: 可比公司估值表 (2025 年 8 月 13 日数据)

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		
		2025/8/13	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
000657	中钨高新	16.98	0.44	0.50	0.58	39	34	29	
301200	大族数控	103.00	1.23	1.75	2.35	84	59	44	
688603	天承科技	70.27	0.88	1.28	1.85	80	55	38	
	平均值					68	49	37	
301377	鼎泰高科	59.66	1.04	1.86	2.73	57.17	32.07	21.87	

资料来源: ifind, 华源证券研究所。注: 收盘价为元, EPS 单位为元/股, 可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期

6. 风险提示

下游需求不及预期: 若全球宏观经济下行, 智能手机、PC 等消费电子需求疲软, 可能影响 PCB 行业景气度, 从而传导至上游刀具需求;

原材料价格波动: 公司主要原材料为硬质合金棒料, 其价格受上游钨市场影响较大。若原材料成本大幅上涨, 可能侵蚀公司盈利能力;

市场竞争加剧: PCB 刀具作为热门领域, 公司面临国内外厂商的激烈竞争, 可能导致价格压力或市场份额波动。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	232	269	345	522
应收票据及账款	902	1,103	1,684	2,162
预付账款	9	12	18	23
其他应收款	3	5	7	10
存货	389	467	663	803
其他流动资产	625	677	715	746
流动资产总计	2,161	2,534	3,432	4,266
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	987	1,040	1,038	1,101
在建工程	112	133	200	233
无形资产	113	110	108	105
长期待摊费用	40	26	13	0
其他非流动资产	108	108	108	108
非流动资产合计	1,360	1,419	1,467	1,548
资产总计	3,521	3,952	4,899	5,814
短期借款	188	338	538	588
应付票据及账款	520	525	745	902
其他流动负债	178	208	296	359
流动负债合计	886	1,071	1,579	1,850
长期借款	44	45	45	46
其他非流动负债	111	111	111	111
非流动负债合计	155	156	155	157
负债合计	1,041	1,227	1,735	2,007
股本	410	410	410	410
资本公积	1,076	1,076	1,076	1,076
留存收益	991	1,237	1,675	2,317
归属母公司权益	2,477	2,723	3,161	3,803
少数股东权益	3	3	3	4
股东权益合计	2,479	2,726	3,164	3,807
负债和股东权益合计	3,521	3,952	4,899	5,814

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	227	398	733	1,089
折旧与摊销	131	141	152	169
财务费用	8	13	20	25
投资损失	-7	-5	-5	-5
营运资金变动	-105	-300	-514	-436
其他经营现金流	19	35	35	35
经营性现金净流量	273	281	420	876
投资性现金净流量	-221	-199	-199	-249
筹资性现金净流量	-77	-44	-145	-449
现金流量净额	-26	38	75	178

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,580	2,035	3,105	3,987
营业成本	1,014	1,160	1,646	1,994
税金及附加	13	15	24	30
销售费用	66	77	100	83
管理费用	111	142	217	279
研发费用	110	142	216	278
财务费用	8	13	20	25
资产减值损失	-17	-22	-33	-42
信用减值损失	-18	-17	-26	-33
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	7	5	5	5
公允价值变动损益	6	0	0	0
资产处置收益	0	-1	-1	-1
其他收益	29	32	32	32
营业利润	263	483	860	1,260
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	6	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	258	481	857	1,257
所得税	30	53	94	138
净利润	227	428	763	1,119
少数股东损益	0	0	0	1
归属母公司股东净利润	227	428	763	1,119
EPS(元)	0.55	1.04	1.86	2.73

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	19.65%	28.83%	52.61%	28.40%
营业利润增长率	5.63%	83.47%	77.90%	46.53%
归母净利润增长率	3.45%	88.59%	78.27%	46.65%
经营现金流增长率	49.87%	2.77%	49.56%	108.68%
盈利能力				
毛利率	35.80%	43.00%	47.00%	50.00%
净利率	14.39%	21.04%	24.58%	28.07%
ROE	9.16%	15.72%	24.13%	29.41%
ROA	6.44%	10.83%	15.57%	19.24%
估值倍数				
P/E	107.82	57.17	32.07	21.87
P/S	15.49	12.02	7.88	6.13
P/B	9.88	8.98	7.74	6.43
股息率	0.80%	0.74%	1.33%	1.95%
EV/EBITDA	21	38	24	17

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。