



博众精工 (688097.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

3C 设备翘楚，受益于消费电子新周期 和新能源业务放量

公司简介

公司是消费电子设备领域的领先企业，并开拓新能源汽车、半导体、具身机器人、仪器仪表等新业务。1H25，公司消费电子领域、新能源、半导体业务收入占比分别为 63%、30%、2%。

投资逻辑

消费电子进入创新周期，公司有望受益苹果创新周期。消费电子设备是公司核心业务，覆盖从后段整机组装与测试环节，并纵向延伸至前端零部件、模组段的组装、检测等环节。苹果有望在 26 年下半年发布折叠屏手机、26 年年底发布 AI 眼镜系列产品。苹果公司是公司重要客户，公司有望充分受益苹果创新产品。我们预计公司消费电子设备 25-26 年收入增速分别为 6%、24%。

新能源业务聚焦大客户，进入放量期。公司新能源业务主要有智能充换电站设备、锂电专机设备等。宁德时代进军换电市场，规划 25 年建设 1000 座换电站，中长期拟建设 1-3 万座，公司作为其换电设备核心供应商有望持续受益。公司锂电设备聚焦注液机和模组 Pack 线，已取得头部大客户海外项目订单。

收购上海沃典、强化汽车业务。25 年 6 月，公司以 4.2 亿元收购收购上海沃典 70% 股权，上海沃典主要有汽车智能输送系统与智能制造业务，客户包括宝马、奔驰、全球知名电动车客户等，并承诺 2025-27 年度经审计扣非后归母净利润累计不低于 1.85 亿元。此次收购将强化公司在汽车领域的技术能力和客户资源。

战略布局半导体、仪器仪表、具身机器人等业务，中长期有望多点开花。(1) 半导体：子公司博众半导体聚焦封装测试环节，布局贴片（共晶，固晶）、AOI 检测等设备，预计下半年开始放量。

(2) 仪器仪表：1H25，子公司博众仪器正式发布国产首台商用 200kV 热场发射透射电子显微镜，目前已获得小批量订单。(3) 具身机器人：公司已给国内头部机器人公司代工机器人，目前订单较为饱满；并给国际知名机器人公司独家提供一些用于机器人组装的工作台、工作桌、导轨及治具等生产辅助设备。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2025-27 年归母净利润为 5.42、7.21、8.81 亿元，对应 PE 分别为 30/23/19 倍。考虑到公司业务较多，给予公司 25 年 41xPE，对应目标价 49.75 元。考虑到公司消费电子设备市场地位稳固，新业务开始放量，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

市场开拓不及预期风险；下游集中的风险；对苹果较依赖风险。

机械组

分析师：秦亚男 (执业 S1130522030005)

qinyanan@gjzq.com.cn

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：36.73 元

目标价 (人民币)：49.75 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,840	4,954	6,005	7,820	9,650
营业收入增长率	0.59%	2.36%	21.21%	30.22%	23.40%
归母净利润(百万元)	390	398	542	721	881
归母净利润增长率	17.80%	2.05%	35.96%	33.16%	22.14%
摊薄每股收益(元)	0.874	0.892	1.213	1.615	1.972
每股经营性现金流净额	-0.13	0.71	0.24	-0.71	-0.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.34%	8.94%	11.30%	14.00%	15.75%
P/E	38.44	29.43	30.29	22.75	18.62
P/B	3.59	2.63	3.42	3.18	2.93

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、公司是消费电子设备领先企业，多行业布局打开成长空间	4
1.1、消费电子设备是公司核心业务，布局新能源、半导体、机器人等设备	4
1.2、新能源业务放量有望带动收入高增，盈利能力触底向上	5
1.3、股权结构集中，股权激励强化长期发展信心	6
2、消费电子进入创新周期，公司有望充分受益	7
2.1、苹果加入折叠屏市场，AI 眼镜有望带动新一轮消费电子创新潮	7
2.2、消费电子设备环节众多，国产厂商在中后段已实现突破	8
2.3、深度绑定大客户，横纵延伸夯实竞争力	10
3、新能源业务：聚焦核心客户，进入放量期	11
3.1、智能充换电站设备：聚焦核心客户，进入放量期	12
3.2、锂电专机设备：聚焦核心产品	13
4、战略布局：半导体、汽车、仪器仪表、具身机器人等多点开花	14
4.1、半导体：专注封测环节，聚焦固晶机（含共晶机）、AOI 等产品	14
4.2、汽车自动化：收购上海沃典，强化汽车领域布局	16
4.3、仪器仪表：聚焦电子透镜、已获得小批量订单	17
4.4、具身机器人：核心零部件+国产本体代工	18
5、盈利预测与投资建议	18
5.1、盈利预测	18
5.2、投资建议	19
6、风险提示	20

图表目录

图表 1： 公司主要客户	4
图表 2： 1H25，公司下游收入结构	4
图表 3： 公司业务发展历程	4
图表 4： 公司主营业务布局	5
图表 5： 公司营收及其增速	5
图表 6： 公司归母净利润及其增速	5
图表 7： 公司盈利能力	5
图表 8： 公司经营性净现金流情况	5
图表 9： 公司各项费用率	6
图表 10： 公司研发费用及研发费用率	6
图表 11： 相关可比公司收入增速情况	6
图表 12： 相关可比公司毛利率情况	6
图表 13： 公司股权结构	6
图表 14： 公司股权激励考核目标	7
图表 15： 中国折叠屏手机出货量及增长率	7
图表 16： 苹果折叠手机渲染图	7



图表 17: AI 眼镜功能.....	8
图表 18: 全球智能眼镜市场出货量	8
图表 19: 全球智能眼镜市场竞争格局	8
图表 20: 消费电子产业链图	9
图表 21: 消费电子加工工序产业链构成图	9
图表 22: 消费电子设备商竞争情况	10
图表 23: 公司消费电子领域营收占比	10
图表 24: 公司消费电子领域业务覆盖终端	10
图表 25: 公司苹果供应链体系收入占公司消费电子设备比重	10
图表 26: 公司消费电子领域业务覆盖产业链环节	11
图表 27: 苹果 Vision 系列	11
图表 28: 公司新能源业务收入及增速	11
图表 29: 中国新能源汽车销量及销量增速、渗透率	11
图表 30: 公司新能源换电站产品	12
图表 31: 全国新能源充电桩保有量	12
图表 32: 全国新能源换电站数量	12
图表 33: 宁德时代重卡换电站	13
图表 34: 宁德时代千克力换电站	13
图表 35: 宁德时代换电站建设规划	13
图表 36: 1H25, 公司存货中发出商品同比+51%	13
图表 37: 公司锂电专机设备	14
图表 38: 公司半导体业务核心产品	14
图表 39: 半导体封装测试工序及对应设备	15
图表 40: 半导体封测环节固晶机原理	15
图表 41: 各类型固晶机国产化情况	15
图表 42: AOI 设备工作原理.....	15
图表 43: 我国半导体 AOI 检测设备市场规模	16
图表 44: 2024 年中国封装测试用 AOI 设备竞争格局.....	16
图表 45: 公司汽车自动化业务情况	16
图表 46: 上海沃典收入及利润情况	17
图表 47: 上海沃典承诺归母净利润	17
图表 48: 透射电子显微镜	17
图表 49: 公司透射电子显微镜产品	18
图表 50: 公司核心零部件业务	18
图表 51: 公司具身智能机器人布局产品	18
图表 52: 盈利预测	19
图表 53: 可比公司估值比较	20



1、公司是消费电子设备领先企业，多行业布局打开成长空间

1.1、消费电子设备是公司核心业务，布局新能源、半导体、机器人等设备

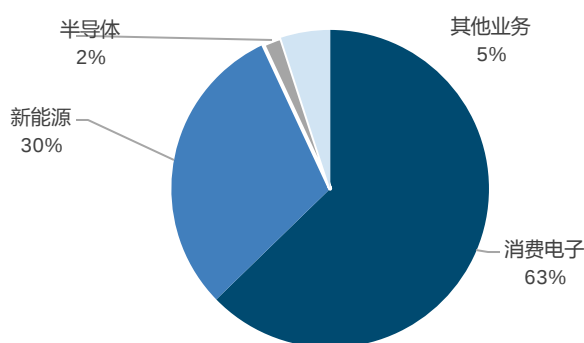
公司起始于 2001 年，主营业务为自动化设备、自动化柔性生产线以及工装夹（治）具等，下游聚焦在消费类电子、新能源汽车、半导体、仪器仪表等领域。公司致力于“成为装备制造业可持续发展的世界级企业”。

消费电子是公司核心业务，逐步开拓新能源、半导体、机器人、汽车等领域。公司 2010 年成为消费电子设备供应商，2017 年开始布局锂电专机设备，2018 年进入新能源智能充电电站领域，2020 年开始布局半导体高端装备板块，并逐步拓展仪器仪表、低空经济、具身智能机器人等。2025 年公司以 4.2 亿元收购上海沃典 70% 股权进军汽车系统集成领域。目前公司业务主要以 3C 消费类电子和新能源汽车为主。中长期来看，公司会形成消费电子、新能源、汽车自动化、半导体、高端仪器等多方位发展的局面。经过 20 多年发展，公司与多家全球知名的消费电子、新能源、汽车电子等产品制造商建立了稳定的战略合作关系。

图表1：公司主要客户



图表2：1H25，公司下游收入结构



来源：公司官网，国金证券研究所

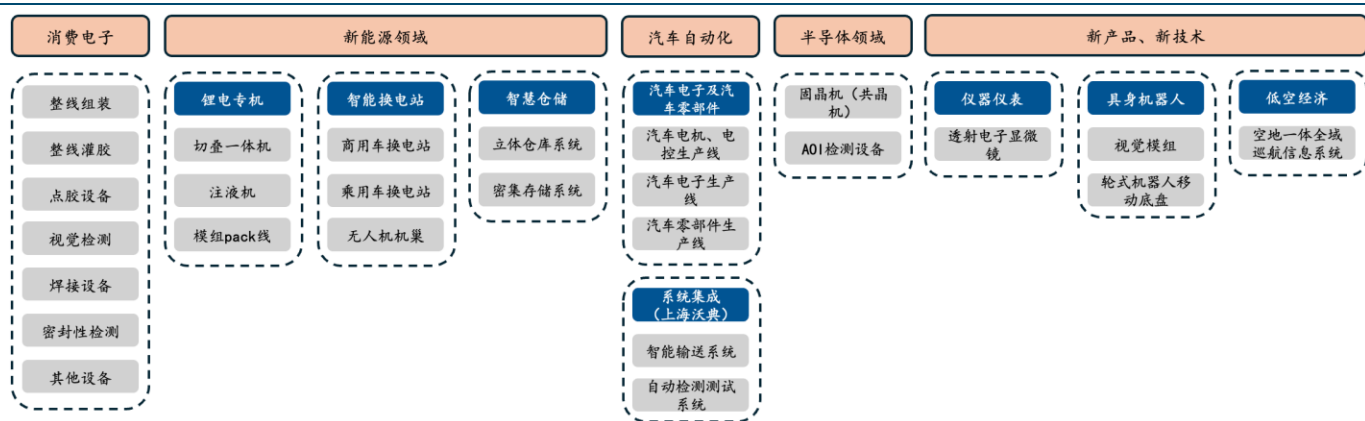
来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：公司业务发展历程



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

图表4：公司主营业务布局

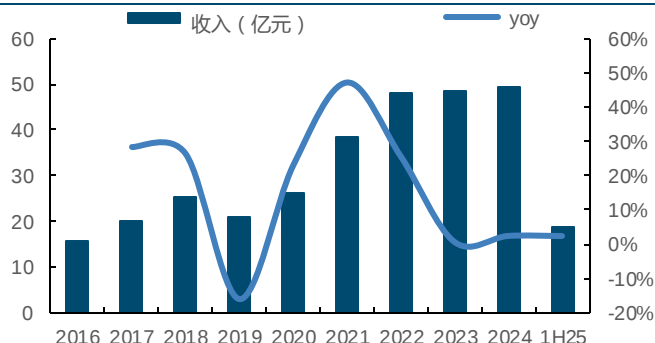


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2、新能源业务放量有望带动收入高增，盈利能力触底向上

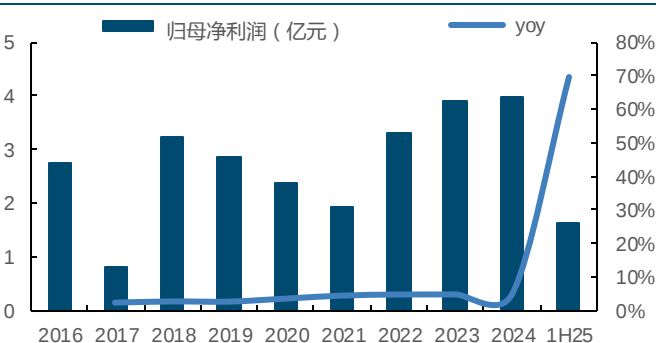
新能源业务放量有望带动收入高增。在 2021 年前，受益于消费电子设备需求高增长，公司收入实现快速增长；2021-24 年，消费电子设备需求低迷，新业务开拓还未放量，导致公司收入降速。2025 年公司实现智能充换电站订单规模快速增长，并持续服务大客户扩大换电站产能，有望带动公司收入高增长。

图表5: 公司营收及其增速



来源：iFinD，国金证券研究所

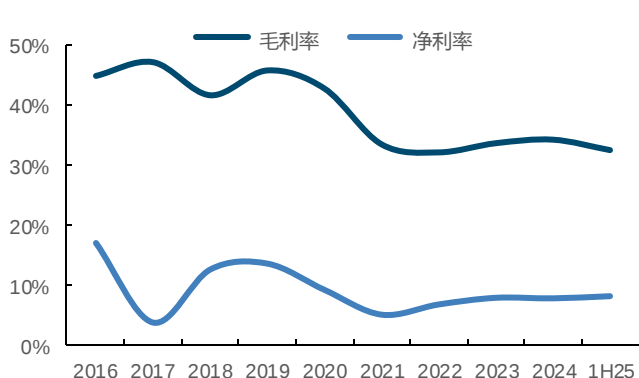
图表6: 公司归母净利润及其增速



来源：iFinD，国金证券研究所

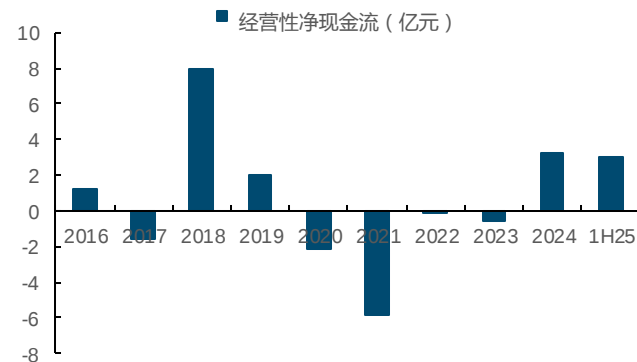
公司盈利能力有望触底回升，精细化运营实现了现金流大幅度改善。公司毛利率从 2019 年开始呈现下滑趋势，主要是公司切入新应用领域导致初期投成本较高所致，并导致公司净利率从 2018 年的 12.70% 下滑至 2024 年的 7.85%。今年开始，随着公司新能源业务逐渐放量，规模效益有望带动公司盈利能力触底回升。1H25，公司经营性现金流表现亮眼，这一改善主要得益于公司通过优化结算方式、加强资金管理和供应链效率提升，显著增强了核心业务的现金创造能力。

图表7: 公司盈利能力



来源：IFind，国金证券研究所

图表8: 公司经营净现金流情况

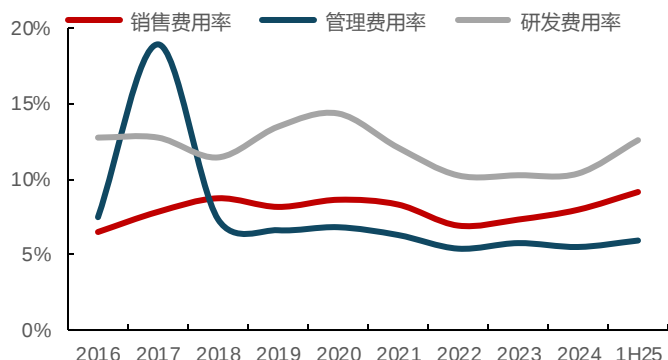


来源：IFinD，国金证券研究所



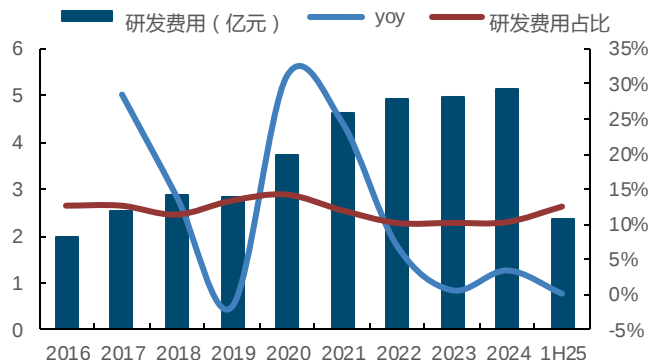
期间费用率稳中有降，强研发费用投入保障技术护城河。公司期间费用率总体平稳下降。其中，研发费用率从 2020 年的 9.8% 提升至 2024 年的 10.38%。

图表9：公司各项费用率



来源：IFind，国金证券研究所

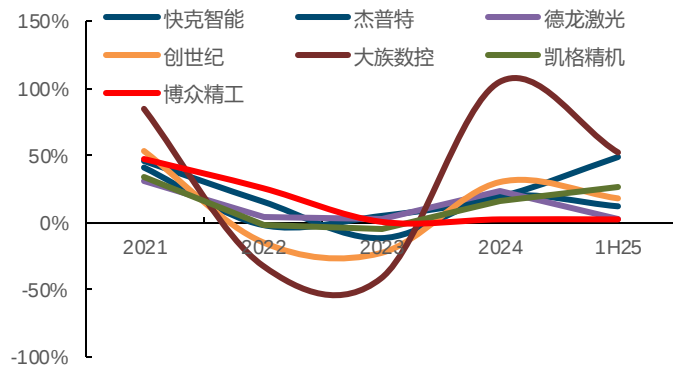
图表10：公司研发费用及研发费用率



来源：IFind，国金证券研究所

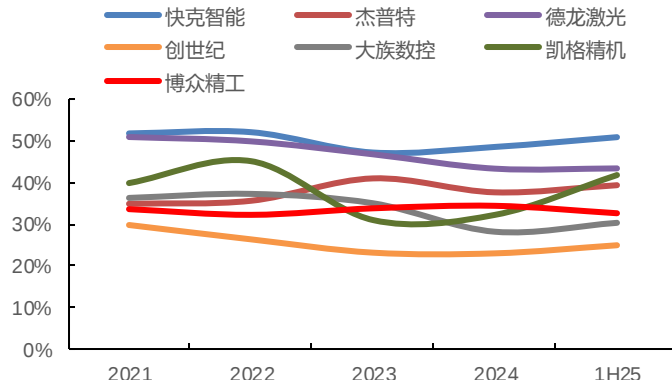
在相关可比公司中，各公司收入增速基本跟消费电子行业景气度相关，表现较为一致。从毛利率看，消费电子公司总体毛利率水平较高，公司的毛利率处于行业中等水平。

图表11：相关可比公司收入增速情况



来源：IFind，国金证券研究所

图表12：相关可比公司毛利率情况

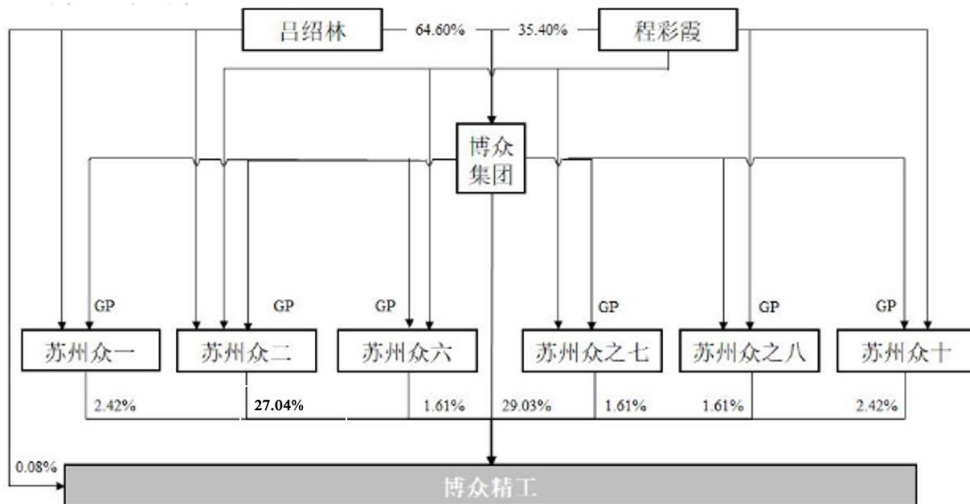


来源：IFind，国金证券研究所

1.3、股权结构集中，股权激励强化长期发展信心

公司股权集中度高、家族绝对控股。公司实际控制人为吕绍林、程彩霞夫妇。博众集团（持股 29.03%）是公司控股股东，与苏州众一、苏州众二、苏州众六、苏州众之七、苏州众之八、苏州众十为一致行动人，并通过有限合伙企业的 GP-LP 设计，以较小出资实现对公司的绝对控制。苏州众一、众二、众六、众之七、众之八、众十为员工持股平台。

图表13：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所



实施股权激励，强化长期发展信心。2024 年 5 月开展股权激励计划，股权激励计划分首次授予和预留授予。2024 年 7 月，公司激励对象包括董事、高级管理人员、核心技术人员以及外籍员工共 12 人、其他核心骨干人员 163 人，以 12.60 元/股授予 263 万股公司股票。其中首次授予限制性股票激励对象考核指标：2024 年度净利润率不低于 8.50%，2025 年度净利润率不低于 9.00%。

图表14：公司股权激励考核目标

归属期	对应考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2024	2024 年净利润率不低于 8.5%
第二个归属期	2025	2025 年净利润率不低于 9%

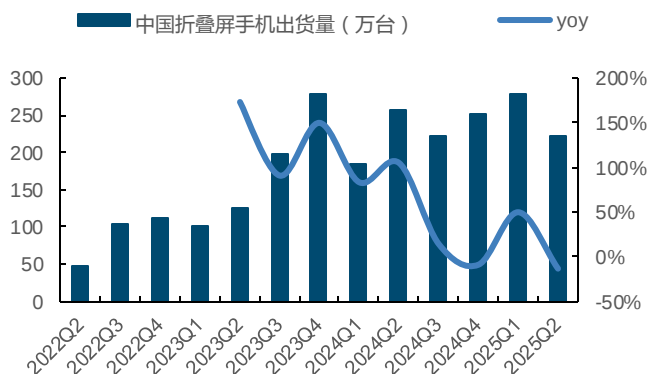
来源：公司公告，国金证券研究所

2、消费电子进入创新周期，公司有望充分受益

2.1、苹果加入折叠屏市场，AI 眼镜有望带动新一轮消费电子创新潮

苹果预计 2026 年发布折叠屏智能手机。据 Trend Force 最新市场预测显示，苹果有望在明年下半年正式进军折叠屏手机领域。按富士康生产计划，这款折叠屏 iPhone 将在 2025 年 9 月底开案量产，2026 年秋季发布。我们认为，苹果的入场有望凭借软件生态优势，提升折叠屏手机生产力属性以及打破不同系统生态之间的护城河，并激发智能手机的新一轮需求爆发。

图表15：中国折叠屏手机出货量及增长率



图表16：苹果折叠手机渲染图



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：IT 之家，国金证券研究所

XR 技术迭代+AI 大模型赋能，AI 眼镜新终端硬件有望成为下一个风口。AI 眼镜是一种集成人工智能技术的智能可穿戴设备，通常结合音频、摄像、显示等功能。通过语音、手势或眼动等多种输入方式，AI 眼镜能够实时处理和展示增强现实信息，提供智能辅助和交互体验。AI 眼镜是 AI 大模型时代最具潜力的硬件载体，AI 大模型与增强现实技术实现深度融合，带来 AI 眼镜更沉浸式的使用体验，或成为继智能手机之后，最有可能引爆新一轮计算平台革命的“入口级”产品，带动消费电子新一轮大的产业创新。



图表17: AI 眼镜功能

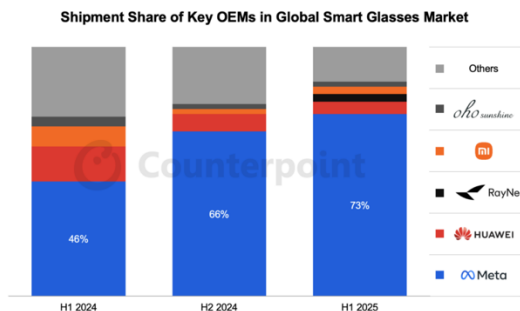
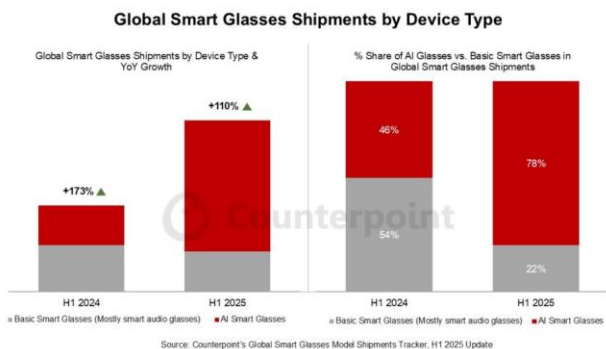


来源：国金证券研究所

AI 眼镜出货量大增，预计 2025 年下半年将有更多厂商进入 AI 眼镜市场。根据 Counterpoint《全球智能眼镜型号出货量追踪》报告，2025 年上半年国际智能眼镜市场的出货量同比增长了 110%，AI 智能眼镜占 2025 年上半年总出货量的 78%。Meta 在全球智能眼镜市场的份额在 2025 年上半年升至 73%，除了 Meta 之外，2025 年上半年实现出货的主要 AI 眼镜厂商还有小米、RayNeo、KopinSolos 和 Thunderobot，预计 2025 年下半年将有更多新型 AI 眼镜进入市场，其中包括 Meta、阿里巴巴和几家规模较小的公司即将发布的产品。根据 IDC 预测，预计至 2030 年全球 AI 眼镜市场规模或突破 3000 亿美元，行业未来空间十分宽广。

图表18: 全球智能眼镜市场出货量

图表19: 全球智能眼镜市场竞争格局



来源：全球智能眼镜型号出货量追踪报告，国金证券研究所

来源：全球智能眼镜型号出货量追踪报告，国金证券研究所

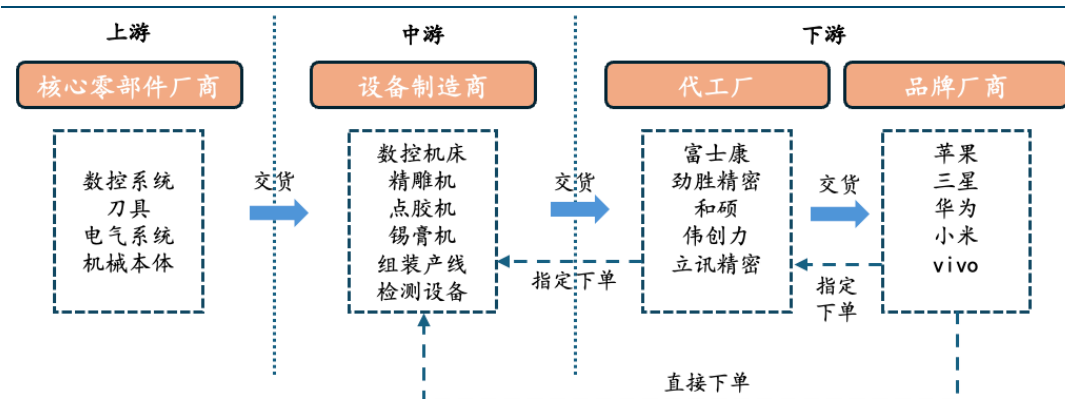
2.2、消费电子设备环节众多，国产厂商在中后段已实现突破

消费电子行业已形成较为成熟的产业链全球分工模式，其研发设计、加工生产、运输销售等各环节在全球范围内进行分工与协作，国际顶级品牌厂商通常将自身业务的核心集中于产品的设计、研发及品牌运作，而将原材料采购、零组件生产及整机组装等生产制造环节交由零组件供应商及代工厂具体实施。设备供应商服务于 EMS 厂商及消费电子级整机公司。

一般，相关生产设备的采购权由终端消费电子品牌厂商决定、如苹果公司，相关设备供应商均需要直接参与并通过消费电子品牌厂商的打样测试，才能获得订单。



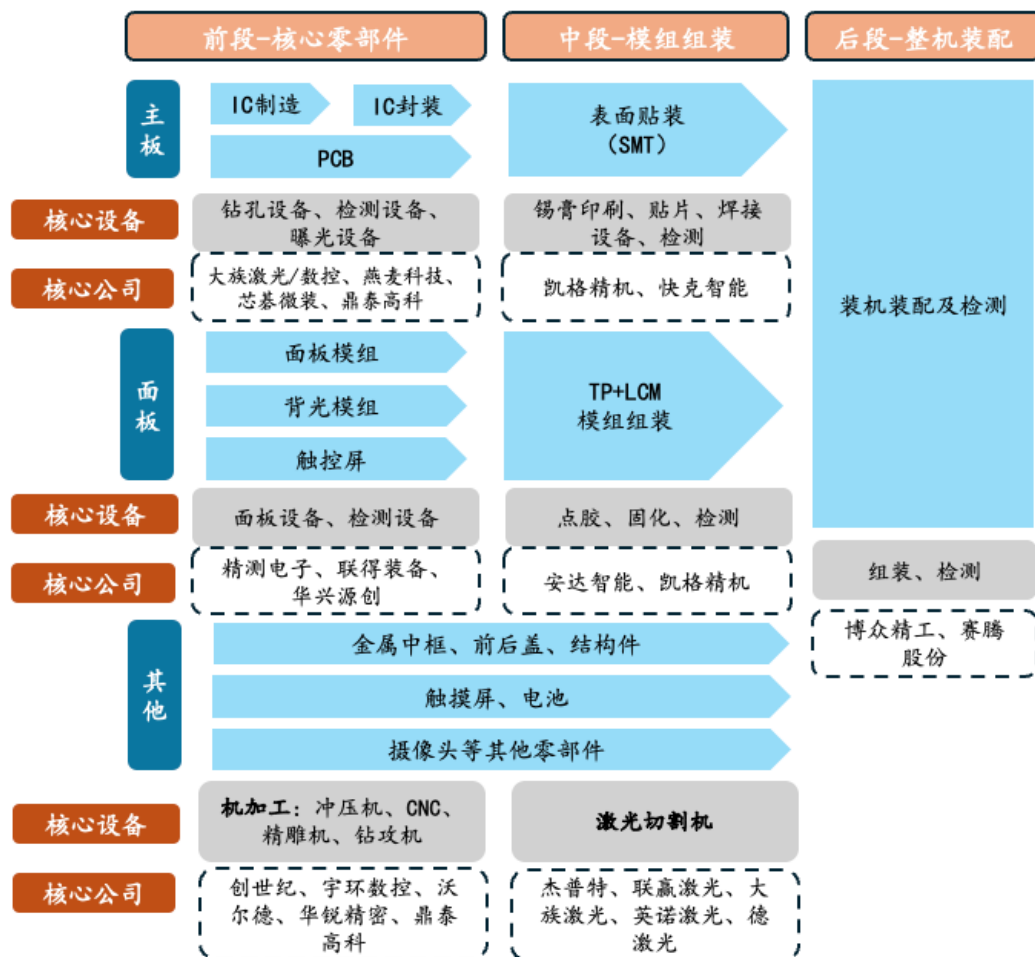
图表20：消费电子产业链图



来源：公司公告，国金证券研究所

3C 产品制程复杂，3C 设备对应环节众多。以智能手机为例，3C 产业链可分为前段核心零部件（机身、显示模组、摄像头模组、电池模组等）生产、中段模块封装（SMT、LCM）、后段整机的组装、测试和包装等三大环节。

图表21：消费电子加工工序产业链构成图



来源：国金证券研究所

国产消费电子设备厂商在 3C 制造过程的中后段已实现供应，充分受益于消费电子工艺创新。从 3C 设备产业链看，随着消费电子行业多年的发展，我国 3C 设备厂商凭借不断地技术追赶以及服务优势，已经打破外资垄断，在后段、中段已逐步国产化。通常，每一次消费电子产品的创新都会有相关的工艺细节变化，从而带动一轮相关设备的新需求。并且，近年来，消费电子产线的设备改造需求也逐渐释放。



图表22：消费电子设备商竞争情况

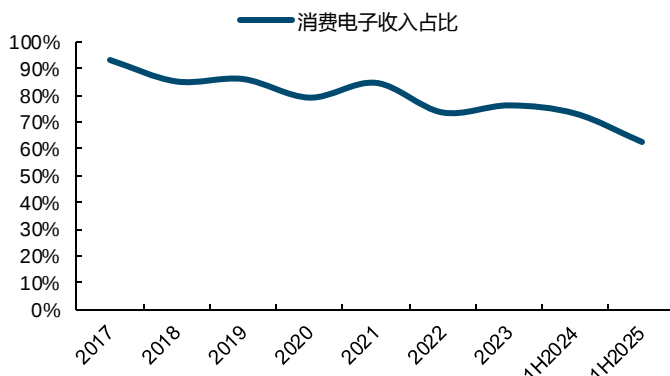
产业链分布	相关设备	竞争格局
前段核心零部件设备	IC 设备	全球设备商主要被美日荷兰垄断
	PCB 设备	高密度 FPC、高阶封装基板设备被外资企业垄断
	面板设备 (array、cell 制程)	被美日韩企业垄断，国内相关设备厂商技术较落后
	外观结构件设备	国产厂商供应充足，基本实现国产化
中段模组设备	SMT 设备	AOI 和自动贴片机需要进口，点胶、焊接设备已经国产化
	面板设备模组制程	国内厂商已实现突破，但份额较低
后段整机设备	整机组装、检测包装	国产厂商供应充足，基本实现国产化

来源：国金证券研究所整理

2.3、深度绑定大客户，纵横延伸夯实竞争力

公司消费电子业务横向拓展至各类 3C 终端设备。消费电子设备公司核心业务为 3C 设备，上半年占公司收入比重约 63%。从消费电子终端产品维度看，公司的设备目前不仅应用于智能手机产品，而且已经几乎覆盖包括手机、平板电脑、TWS 蓝牙耳机、智能手表、笔记本电脑、智能音箱、AR/MR/VR 产品等在内的全系列终端产品，公司正沿着消费电子产业链的横向维度全面延伸自身业务范围。

图表23：公司消费电子领域营收占比



图表24：公司消费电子领域业务覆盖终端

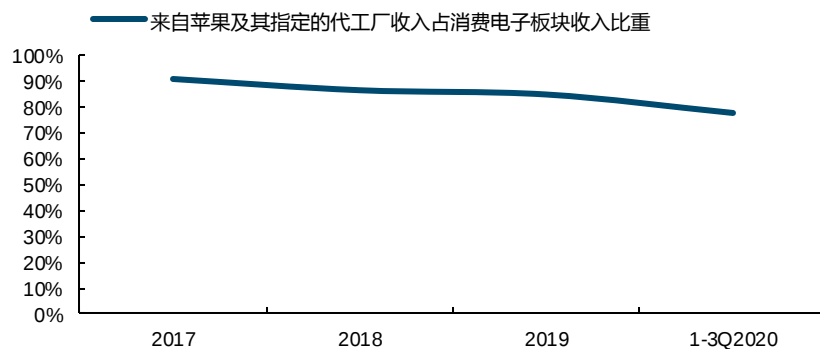


来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

苹果是公司消费电子设备重要的客户。苹果的智能机业务是公司重要收入来源，在全球智能手机市场中一直处于领先地位。公司与苹果公司的合作始于 2010 年，主要向苹果公司销售各类自动化设备产品。在服务苹果公司等客户的过程中，公司积累了优良的口碑，并取得了 vivo 等客户的手机柔性模块化产线订单。目前公司还在开拓三星、oppo、传音、荣耀、小米等客户，已成为国内智能装备行业的领军企业之一。

图表25：公司苹果供应链体系收入占公司消费电子设备比重



来源：公司公告，国金证券研究所

从消费电子产业链生产环节维度看，公司的设备目前不仅可以应用于终端的整机组装与测试环节，而且已经纵向延伸至前端零部件、模组段的组装、检测、量测、测试等环节，例如，摄像头模组、外壳（笔记本、手机、手表）、电池、屏幕 MiniLED、MR 光机模组等高精度模组的组装与检测，公司正从产业链的纵向维度不断提升自身的竞争优势。



图表26：公司消费电子领域业务覆盖产业链环节



来源：公司公告，国金证券研究所

苹果折叠屏及未来 AI 眼镜有望给公司带来新的增量空间，有望充分受益苹果创新周期。2026 年苹果有望推出折叠屏手机，有望带动公司消费电子设备业务收入大幅提升。苹果有望目标 2026 年年底发布的目标 AI 眼镜系列。公司在 MR 产品生产制造领域已深耕多年，目前能够提供多领域、全方位、多功能的自动化设备，生产效率和产品质量不断提升。公司接到多个 AR/MR/VR 产品客户的需求，并已经给新一代 AR/MR 的生产设备打样，有望受益于 MR 设备市场的爆发。

图表27：苹果 Vision 系列



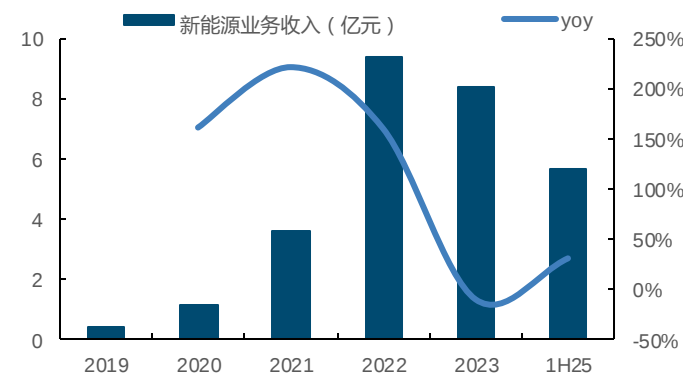
来源：苹果官网，国金证券研究所

3、新能源业务：聚焦核心客户，进入放量期

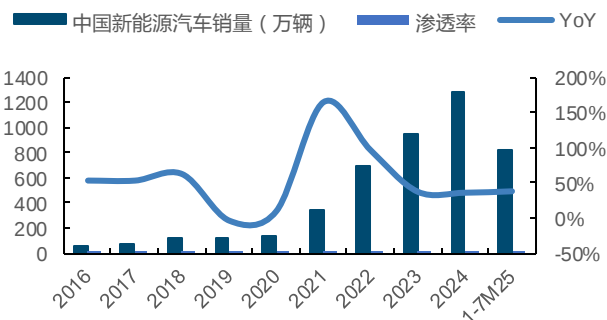
公司新能源业务包含三个主要类型：（1）锂电专机设备；（2）智能充换电站设备；（3）智慧仓储物流业务。1H2025，公司新能源业务实现营业收入 5.7 亿元、同比增长 30%，占公司总营业收入比例为 30%。

新能源仍是公司战略发展业务，未来聚焦核心产品、核心客户。电动车仍处于增长期，新能源长期趋势不变。根据中汽协数据，2025 年 1-7 月，我国新能源汽车产销量 919.7 万辆，同比增长 38%，新能源汽车渗透率达 45%。公司新能源业务发展多年，在这样的大环境背景下，公司持续跟踪主流工艺变化情况，进一步聚焦核心产品+核心客户。

图表28：公司新能源业务收入及增速



图表29：中国新能源汽车销量及销量增速、渗透率



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所



3.1、智能充换电站设备：聚焦核心客户，进入放量期

自 2018 年起，公司便前瞻性地布局充换电站赛道，在新能源智能充换电装备领域，主要为客户提供乘用车充换电站、商用车充换电站、无人机机巢等。公司合作厂商有宁德时代、上汽集团、中石油、中石化、deep way、北汽蓝谷、吉利汽车、广汽集团、东风汽车、厦门金龙等。

图表30：公司新能源换电站产品

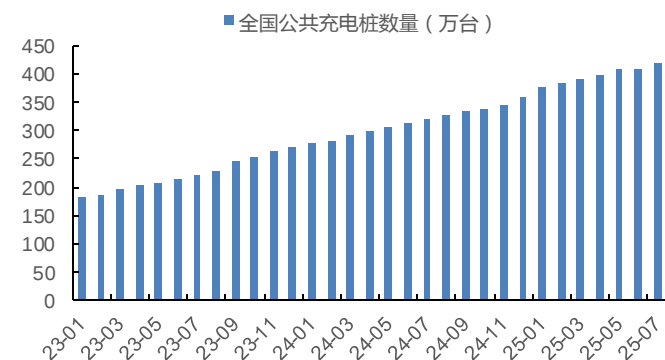


来源：公司公告，国金证券研究所

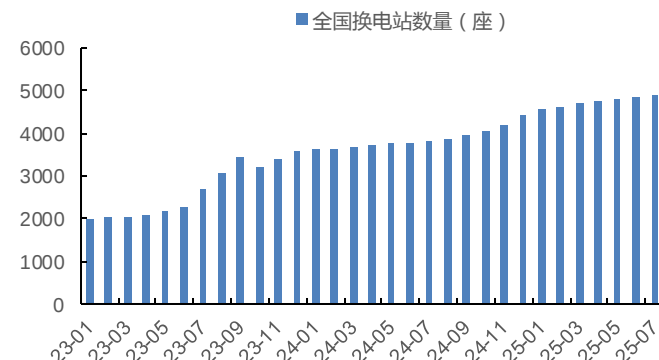
对标充电桩，换电站是新能源汽车能源补给的重要方式。

图表31：全国新能源充电桩保有量

图表32：全国新能源换电站数量



来源：iFinD，国金证券研究所



来源：iFinD，国金证券研究所

宁德时代将大力建设换电站。4 月，宁德时代与中国石化签署合作框架协议，双方将共同建设覆盖全国的换电生态网络，2025 年将建设不少于 500 座换电站，长期目标是扩展至 1 万座。5 月 18 日，由中国交通运输协会与宁德时代联合主办的“新一代重卡换电生态发布活动”举行，并宣布 2025 年将在京津冀、长三角、大湾区等 13 个核心区域建成 300 座换电站，贯通沧榆线、京沪线(G2)、沪广线、沪蓉线等 11 条干线。到 2030 年之前，将建设一张“八横十纵”的全国换电绿网，组成 16 大城市群换电网，这全长 15 万公里的高速及国省道干线，将覆盖 80%的干线运力。根据宁德时代公告数据，宁德时代与车企客户共同发布了 20 多款巧克力换电新车型，并与中石化、蔚来、滴滴、神州租车等上下游企业合作，加速换电生态建设。宁德时代将坚定投入资源建设换电干线组网。



图表33：宁德时代重卡换电站



来源：宁德时代，国金证券研究所

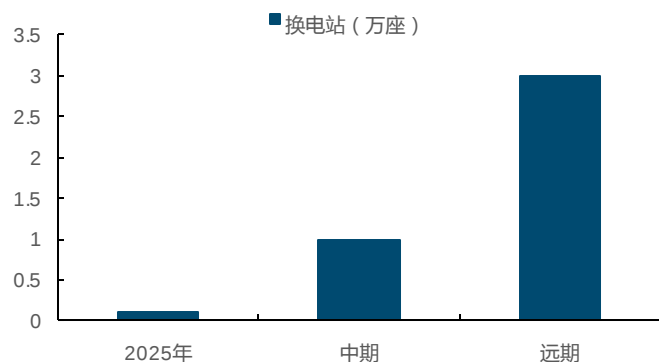
图表34：宁德时代千克力换电站



来源：宁德时代，国金证券研究所

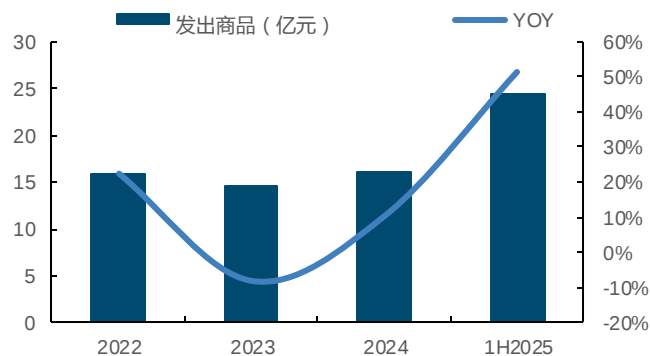
换电站投资带来新的设备需求，公司订单大幅增长。根据宁德时代官方公众号数据：宁德时代规划 2025 年完成 1000 座换电站的战略布局；中后期将携手生态伙伴，与全社会共建，完成从 1 万站到 3 万站的跨越。一般，新一代巧克力换电站的建设成本约 150 万元，重卡换电站投资成本约 300-400 万元。因此，换电整站集成商及换电站核心设备供应商有望充分受益。公司布局智能充换电站全产业链，构建起覆盖乘用车、商用车充换电站、电池箱、充电桩及无人机换电设备的多元产品矩阵，凭借领先的技术实力与卓越的服务能力，参与时代电驱“换电生态”和时代骐骥“新一代重卡换电生态”建设，1H25，公司实现智能充换电站订单规模快速增长，累计接单充换电站 500 多座，完成 300 多座换电站交付。

图表35：宁德时代换电站建设规划



来源：公司公告，国金证券研究所

图表36：1H25，公司存货中发出商品同比+51%



来源：iFind，国金证券研究所

3.2、锂电专机设备：聚焦核心产品

公司锂电设备类型聚焦核心产品线中注液机和模组 Pack 线。公司采取差异化竞争策略，紧跟客户的大项目建设需求。公司已开发基于底冷、大面水冷以及模组小型化(MSL)技术的专用设备。布局欧洲、东南亚、美洲市场。目前公司隧道腔注液机已通过 CE 体系认证，且已取得行业头部客户海外量产订单；同时为解决客户产品切换以及产能快速调配问题，公司在国内积极配合客户大批量交付方腔注液机，极大提升设备柔性产能与成本平衡。



图表37：公司锂电专机设备



来源：公司公告，国金证券研究所

4、战略布局：半导体、汽车、仪器仪表、具身机器人等多点开花

公司作为自动化设备平台型公司，中长期来看，公司会形成消费电子、新能源、汽车自动化、半导体、具身机器人、高端仪器等多方位发展的局面。

4.1、半导体：专注封测环节，聚焦固晶机（含共晶机）、AOI 等产品

半导体领域是公司重点布局的一个战略性新兴板块。苏州博众半导体是公司直属半导体子公司，创立于 2022 年，聚焦于开发满足先进封装工艺要求的固晶（包含共晶）和 AOI 检测设备，重点关注先进封装、光电子、AI 算力等领域。2025 年上半年，公司半导体业务收入 3584 万元、同比增长 314%。

- 高速高精度固晶机方面，当前公司研发的固晶机可用于芯片贴装、摄像头模组组装、VCM 组装等领域，目前在 3C 头部企业多家生产基地样机测试中，进展顺利，预计量产订单将会在今明两年落地。
- AOI 检测机方面：公司给全球头部封测厂做的 AOI 检测机样机已在公司厂内测试通过，预计下半年给客户送样。

图表38：公司半导体业务核心产品

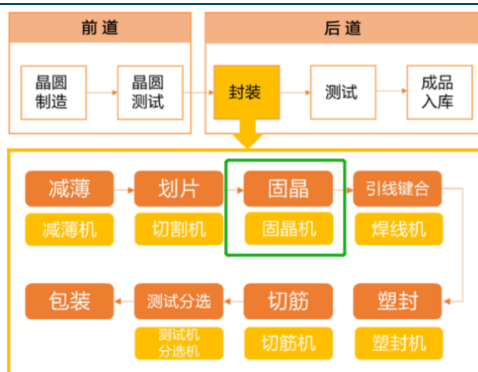
相关设备	产品介绍	产品示意图
高速高精度固晶机	星驰系列固晶机是面向多芯片封装的高速高精度设备，贴片精度可达 $\pm 7\mu m@3\sigma$ 。采用开放式架构和模块化设计，可提供极致效率的按需定制能力，最大可兼容 12 寸晶圆，满足固晶，SiP，UV 固化等封装工艺。	
AOI 检测机	星准系列 AOI 检测机是利用光学原理检测芯片缺陷的高速高精度全自动视觉检测设备，主要应用于芯片封装的研发与制造。针对 BGA, LGA, QFN, QFP 等多种封装芯片，提供全面的 6-side 检测和 2D/3D 量测。	

来源：公司官网，国金证券研究所

半导体器件制作工艺按大工序分为前道和后道工序，晶圆制造和测试被称为前道（Front End）工序，而芯片的封装、测试及成品入库则被称为后道（Back End）工序。半导体封装工序较多，核心环节包括减薄、划片、固晶、引线键合、塑封、切筋成型等六大工序。固晶机，又称为贴片机，主要应用于各种金丝超声波焊接设备的引线柜架压板、以及半导体封装测试阶段的芯片贴装环节，即将芯片从已经切割好的晶圆（Wafer）上抓取下来，并安置在基板对应的 Die flag 上，利用银胶（Epoxy）把芯片和基板粘接起来。

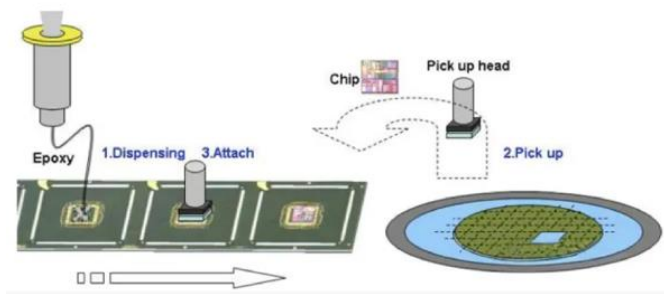


图表39：半导体封装测试工序及对应设备



来源：博众半导体官网，国金证券研究所

图表40：半导体封测环节固晶机原理



来源：湾芯展，国金证券研究所

IC 固晶机市场规模大、国产化可期。固晶机可细分为 IC 固晶机、分立器件固晶机、LED 类固晶机，广泛应用于光电器件、存储器件、逻辑器件、微处理器等领域。根据 SEMI 的数据，预计 2025 全球半导体封装设备市场规模在 54 亿美元、同比增长 7.7%。在封装设备中，固晶机是封装环节非常重要的设备，占整体市场规模比重约 30%，因此我们估计 2025 年全球半导体市场固晶设备规模约 16 亿美元。由于 IC 固晶机因更注重小尺寸精度要求，开发难度较大，因此 ASMPT、BESI 处于垄断地位，国产化率较低。

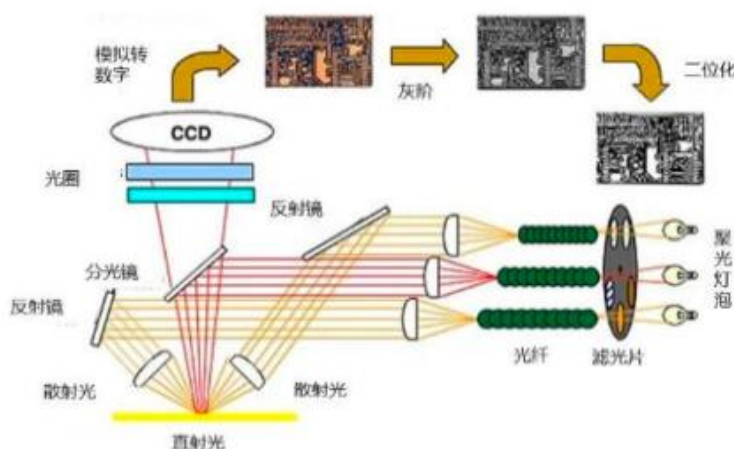
图表41：各类型固晶机国产化情况

固晶机细分领域	固晶机运用工艺段	固晶机类别	精度要求	国产化情况
IC 固晶机	原材料-晶圆制造-封测	直驱固晶机	较高	不超过 10%
分立器件	原材料-晶圆制造-封测	摆臂固晶机	较低	不超过 10%
LED 固晶机	外延片-芯片制造-封测	摆臂固晶机	很低	超过 90%

来源：大族封测（申报稿）、国金证券研究所整理

国产半导体 AOI 检测设备厂商正在加速崛起。AOI 全称 Automatic Optical Inspection，是一种利用光学原理对芯片进行自动检测的技术，广泛应用于 PCB、显示面板、半导体芯片等电子元器件领域。随着半导体制造工艺的复杂化，AOI 技术逐步渗透至半导体行业，覆盖晶圆制造、封装测试全流程，成为提升芯片良率的核心装备之一。根据 MIR DATA BANK 数据显示，2024 年中国半导体封装测试用 AOI 检测设备市场规模超 12 亿元，同比增速约为 10%。中国封装测试用 AOI 检测设备市场，Camtek 一家独大、占比超过 50%。国产 AOI 检测设备厂商正在加快在先进封装领域的布局，如中科飞测、景焱智能等国产厂商已经在该领域打开了一定的市场。

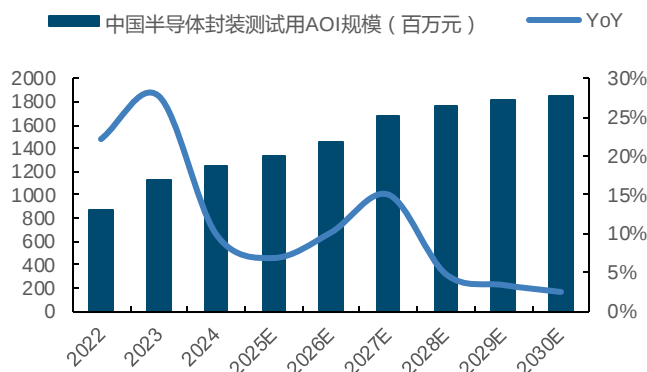
图表42：AOI 设备工作原理



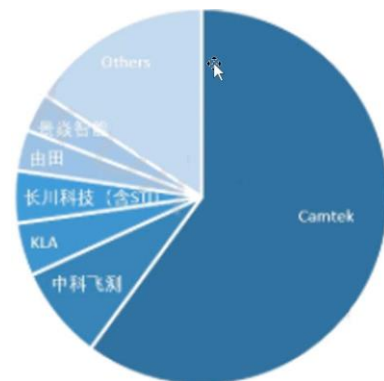
来源：视觉系统设计，国金证券研究所



图表43：我国半导体 AOI 检测设备市场规模



图表44：2024 年中国封装测试用 AOI 设备竞争格局



来源：MIR DATA BANK，国金证券研究所

来源：MIR DATA BANK，国金证券研究所

AI 大模型应用刺激了 400G/800G 以及 1.6T 数据通信光模块市场需求增长。高速光模块市场的增量和发展前景为公司开拓光通讯市场的开拓提供了成长空间。公司推出的全自动高精度共晶机已经在光通讯领域形成批量销售，并出口至海外。公司已推出的产品星威 EF8621、EH9721，目前已获得行业全球领军企业 400G/800G 批量订单，竞争优势明显。公司的共晶贴片机可以用于目前主流的 400G、800G、1.6T 光模块贴装场景。1H25，公司已获得国内头部光模块企业的订单，同时积极拓展其他光通信领域客户，已在多家新的客户进行样机测试，并成功取得其中 2 家的批量订单，其他家样机测试进展顺利。此外，公司也在开发可以满足硅光的微米级贴装精度要求的共晶机产品。

4.2、汽车自动化：收购上海沃典，强化汽车领域布局

公司汽车自动化有 2 块业务，一是汽车电子及汽车零部件制程设备（新能源电驱设备领域、汽车电子领域、汽车结构零部件领域），二是汽车及汽车零部件的生产智能输送系统。2025 年 6 月，公司以 4.2 亿元并购上海沃典 70% 股权承接，上海沃典主要有“汽车及汽车零部件智能输送系统”与“智能制造与信息化系统”两大核心业务。

图表45：公司汽车自动化业务情况

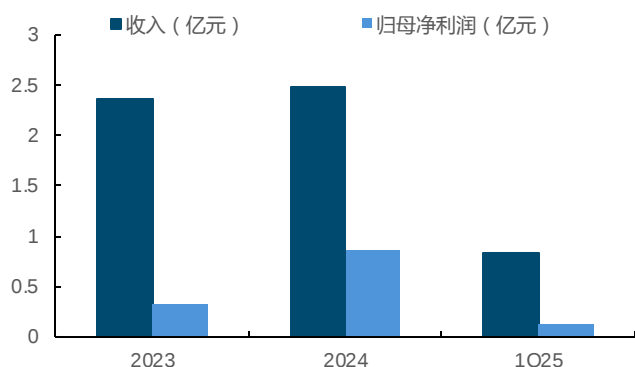


来源：公司公告，上海沃典官网，国金证券研究所

上海沃典是公司汽车业务的重要补充。上海沃典客户有宝马、奔驰、大众、沃尔沃、美国某知名电动车企、小米、吉利、路特斯、小鹏、理想、上汽、奇瑞等。上海沃典从 2023 年开始逐步拓展海外高毛利板块业务，而且将作为未来长期重要发展战略。截止 2024 年 12 月 31 日，上海沃典在手订单合计 5.40 亿元，其中，欧洲市场订单占据优势比例。2025 年上海沃典新增接单 2.35 亿元。上海沃典承诺 2025-27 年度经审计扣除非经常性损益后合并报表口径下归属于母净利润合计累计不低于 1.85 亿元。此次收购深耕汽车领域的上海沃典，对公司在拓展业务版图、强化技术协同及提升综合竞争力等方面具有重要战略意义。

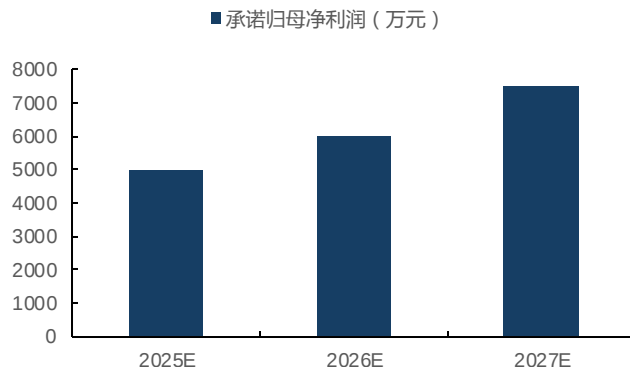


图表46：上海沃典收入及利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表47：上海沃典承诺归母净利润

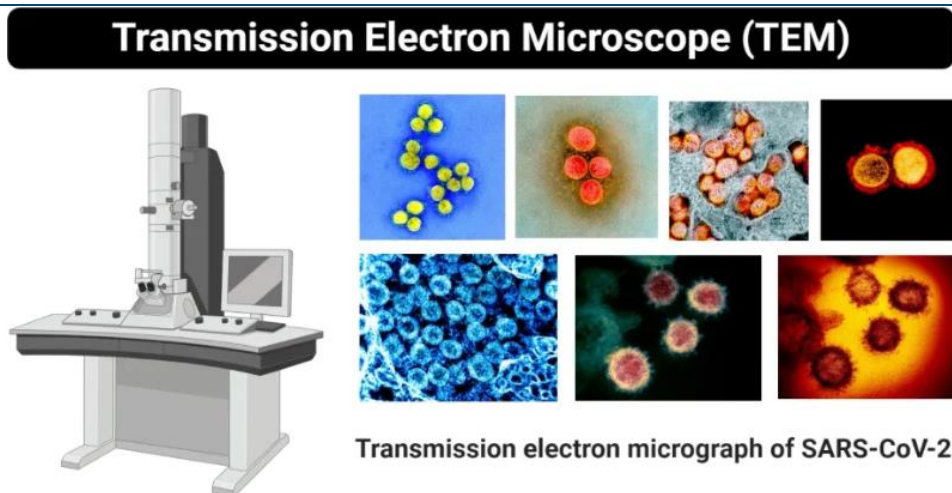


来源：公司公告，国金证券研究所

4.3、仪器仪表：聚焦电子透镜、已获得小批量订单

透射电子显微镜长期以来全部依赖进口，因此国产替代势在必行。透射电子显微镜被列为卡脖子的“35项关键技术”之一，是半导体、生命科学、材料科学等领域不可或缺的高端科学仪器，国内市场需求巨大，但长期以来全部依赖进口，因此国产替代势在必行。透射电镜具有极高的行业垄断性与技术门槛，根据前瞻网数据，目前全球透射电镜市场份额主要由美国和日本的企业占据。此前，我国中高端透射电镜全部依赖进口，国产化尚属空白。根据QYR的统计及预测，2024年全球透射电子显微镜(TEM)市场销售额达到了7.29亿美元，预计2031年将达到10.83亿美元，年复合增长率(CAGR)为5.9%(2025-2031)。公司自主研发的两款透射电子显微镜有望填补国内空白，加快透射电子显微镜国产化进度。

图表48：透射电子显微镜

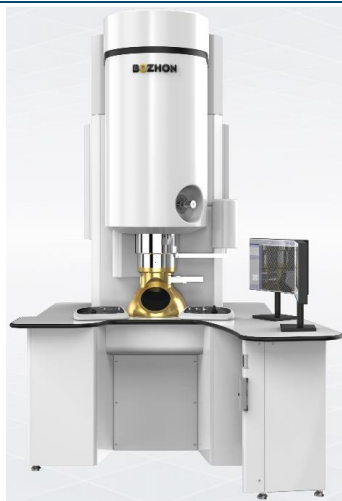


来源：腾讯网，国金证券研究所

公司的仪器仪表业务由子公司博众仪器承接。博众仪器自2020年成立以来，一直专注于透射电子显微镜产品的研制、生产和销售，已实现超高稳定度高压电源、热场发射电子枪、热场(肖特基)电子源、高稳定度恒流源等核心技术与关键零部件的自主可控，已攻克电子光学系统设计、超精密加工与装配、总装总调、纳米级精度测角台等一系列核心技术。2022年，博众仪器完成国内首台200kV透射电镜原型机开发；2024年，完成第二代产品的迭代。25年上半年，博众仪器正式发布国产首台商用200kV热场发射透射电子显微镜(TEM)——BZ-F200，目前已获得小批量订单；除开拓国内市场外，也在积极开拓国外市场。



图表49：公司透射电子显微镜产品



来源：公司子公司博众仪器官网，国金证券研究所

4. 4、具身机器人：核心零部件+国产本体代工

公司早在 2011 年成立的子公司-苏州博众智能机器人有限公司就对未来智能服务机器人领域进行了探索，并在机器人视觉系统、调度系统、智能移动底盘等模块形成了相应的技术沉淀。目前，公司在智能机器人有两个重点布局方向：

- 机器人代工方面，公司有给国内头部机器人公司代工机器人，目前订单较为饱满，且去年的代工订单已经交付；
- 人形机器人组装设备方面，公司给国际知名机器人公司独家提供一些用于机器人组装的工作台、工作桌、导轨及治具等生产辅助设备。

图表50：公司核心零部件业务

图表51：公司具身智能机器人布局产品

工业机器人系列产品及应用平台



直线电机A驱动系统产品



深度相机模组



工业机器视觉系统（镜头）（光源&光源控制器）



移动机器人系列产品



轮式机器人移动底盘



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

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

5、盈利预测与投资建议

5. 1、盈利预测

由前文所述，各个业务预测如下：

(1)消费电子业务：该业务收入具有季节性，一般，前一年四季度打样，第二年一季度客



户下单，公司二季度生产、并在三四季度逐步确认收货。今年公司已准备为明年设备做打样工作、预示着公司 26 年该业务有望加速，因此预计 25-27 年消费电子设备收入分别为 42、52、60 亿元。

(2) 从公司存货中发出商品看，公司新能源订单大幅增长，公司新能源业务从 25 年开始放量，因此：预计 25-27 年新能源业务收入分别为 11、16、25 亿元。

(3) 半导体业务：公司半导体业务今年开始突破订单，上半年收入 0.36 亿元，预计 25-27 年收入分别为 0.8、1.2、1.5 亿元。

(4) 汽车自动化：主要是 6 月份收购上海沃典从下半年并表所致，根据上海沃典在手订单及承诺业绩情况，预计 25-27 年收入分别为 1.75、4、4.5 亿元。

(5) 毛利率情况：公司为专用设备公司，毛利率总体稳定，26 年公司高毛利率的消费电子业务收入加速，以及公司新能源业务规模效益，预计 25-27 年公司毛利率分别为 32.95%、33.5%、33.14%。

(6) 费用率方面：公司严格管理费用率，我们预计 2025-27 年公司销售费率为 7.9%/7.5%/7.5%，研发费用率分别为 10%/10%/10%，管理费用率 5%/4.8%/4.5%。

综上，我们预计公司 2025-27 年收入 60、78、96.5 亿元，收入增速分别为+21%、+30%、+23%。

图表52：盈利预测

单位：亿元	2024A	1H2025	2025E	2026E	2027E
收入总收入	48.4	18.77	60.1	78.2	96.5
收入增长率	0.59%	2.34%	21.21%	30.22%	23.40%
综合毛利率	33.79%	32.64%	32.95%	33.50%	33.14%
一、消费电子设备					
收入	36.97	11.78	42	52	60
yoy	4.20%	-12.38%	6%	23.81%	15.38%
二、新能源设备					
收入	8.4	5.7	11	16	25
yoy	-10.49%	30.34%	69.23%	45.45%	56.25%
三、半导体设备					
收入		0.36	0.8	1.2	1.5
yoy		314.40%	700.00%	50.00%	25.00%
四、仪器仪表					
收入			0.5	1	1.5
yoy				100.00%	50.00%
五、汽车自动化（上海沃典）					
收入			1.75	4	4.5
yoy				128.57%	12.50%
六、其他业务					
收入	3.03	0.93	4	4	4
yoy	-6.85%		16.21%	0.00%	0.00%

来源：公司公告，国金证券研究所（公司未披露 2024 年各业务收入情况，25 年各业务收入增速为国金证券估计所得）

5.2、投资建议

预计公司 2025-27 年归母净利润为 5.42、7.21、8.81 亿元，对应 PE 分别为 30/23/19 倍。考虑到公司业务较多，给予公司 25 年 41xPE，对应目标价 49.75 元。考虑到公司消费电子设备市场地位稳固，新业务开始放量，首次覆盖，给予公司“买入”评级。


图表53：可比公司估值比较

序号	股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
1	688025.SH	杰普特	149.23	1.33	2.14	2.97	4.02	112	70	50	37
2	300545.SZ	联得装备	63.80	2.43	2.23	3.36	4.16	26	29	19	15
3	301200.SZ	大族数控	489.85	3.01	6.04	9.69	13.62	163	81	51	36
4	603203.SH	快克智能	83.51	2.12	2.59	3.14	3.77	39	32	27	22
5	301338.SZ	凯格精机	72.37	0.71	1.37	1.83	2.31	103	53	40	31
6	301377.SZ	鼎泰高科	358.46	2.27	3.68	5.69	7.67	158	97	63	47
7	300083.SZ	创世纪	171.81	2.37	4.49	5.93	7.09		38	29	24
8	688028.SH	沃尔德	67.91	0.99	1.21	1.45	1.75	68	56	47	39
平均值									57	41	31
	688097.SH	博众精工	164.05	3.98	5.42	7.21	8.81	41	30	23	19

来源：IFind，国金证券研究所（注：除博众精工外、其他均取同花顺一致预测，估值日期 2025 年 9 月 15 日）

6、风险提示

对苹果产业链依赖的风险。公司在苹果产业链的销售收入占比较高，存在对苹果产业链依赖较高的风险。

下游应用行业较为集中的风险。公司产品应用于消费电子行业的销售收入占比较高，如果消费电子行业景气度不及预期，压缩资本支出，该领域自动化设备需求的增速及渗透率也会随之下降，从而会导致公司业绩不及预期。

市场开拓不及预期风险。在消费电子领域做深、做强的基础上，公司也在积极开拓新能源、半导体等新领域。由于公司进入相关领域时间较短，业务覆盖规模及客户覆盖领域需进一步拓展，未来公司产品如不能实施有效的市场开拓，可能会导致公司业绩不及预期。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	4,812	4,840	4,954	6,005	7,820	9,650
增长率		0.6%	2.4%	21.2%	30.2%	23.4%
主营业务成本	-3,259	-3,204	-3,251	-4,027	-5,200	-6,452
%销售收入	67.7%	66.2%	65.6%	67.1%	66.5%	66.9%
毛利	1,552	1,636	1,703	1,979	2,620	3,198
%销售收入	32.3%	33.8%	34.4%	32.9%	33.5%	33.1%
营业税金及附加	-29	-43	-32	-30	-39	-48
%销售收入	0.6%	0.9%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-331	-353	-394	-474	-587	-724
%销售收入	6.9%	7.3%	7.9%	7.9%	7.5%	7.5%
管理费用	-258	-277	-271	-300	-375	-434
%销售收入	5.4%	5.7%	5.5%	5.0%	4.8%	4.5%
研发费用	-494	-497	-514	-601	-782	-965
%销售收入	10.3%	10.3%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	440	465	493	573	837	1,027
%销售收入	9.2%	9.6%	9.9%	9.5%	10.7%	10.6%
财务费用	1	-20	-31	-23	-41	-67
%销售收入	0.0%	0.4%	0.6%	0.4%	0.5%	0.7%
资产减值损失	-85	-119	-134	-119	-112	-98
公允价值变动收益	0	0	0	0	30	30
投资收益	-3	11	12	80	10	10
%税前利润	n.a	2.8%	2.8%	13.4%	1.2%	1.0%
营业利润	381	410	419	597	804	982
营业利润率	7.9%	8.5%	8.4%	9.9%	10.3%	10.2%
营业外收支	-1	-3	2	0	0	0
税前利润	380	407	420	597	804	982
利润率	7.9%	8.4%	8.5%	9.9%	10.3%	10.2%
所得税	-52	-23	-31	-48	-64	-79
所得税率	13.6%	5.6%	7.5%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	328	384	389	549	739	903
少数股东损益	-3	-6	-10	8	18	23
归属于母公司的净利润	331	390	398	542	721	881
净利率	6.9%	8.1%	8.0%	9.0%	9.2%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	328	384	389	549	739	903
少数股东损益	-3	-6	-10	8	18	23
非现金支出	178	222	244	195	196	189
非经营收益	23	12	16	-33	23	55
营运资金变动	-537	-675	-331	-603	-1,276	-1,313
经营活动现金净流	-7	-57	319	108	-317	-165
资本开支	-125	-94	-189	-125	-111	-116
投资	-49	-117	-51	-271	30	30
其他	1	7	5	17	10	10
投资活动现金净流	-173	-203	-235	-380	-71	-76
股权募资	991	61	58	66	0	0
债权募资	152	140	-181	628	1,132	1,112
其他	-60	-113	-236	-312	-423	-536
筹资活动现金净流	1,083	87	-359	382	708	576
现金净流量	940	-162	-265	110	320	335

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,423	1,324	982	1,081	1,393	1,723
应收款项	2,113	2,554	3,552	3,356	4,350	5,394
存货	2,711	2,435	2,697	4,216	5,390	6,618
其他流动资产	205	231	260	603	696	791
流动资产	6,451	6,544	7,491	9,257	11,828	14,526
%总资产	84.7%	83.7%	84.2%	85.5%	88.1%	90.0%
长期投资	61	173	158	257	257	257
固定资产	887	878	886	921	950	971
%总资产	11.6%	11.2%	10.0%	8.5%	7.1%	6.0%
无形资产	111	95	97	164	165	170
非流动资产	1,169	1,278	1,406	1,568	1,595	1,619
%总资产	15.3%	16.3%	15.8%	14.5%	11.9%	10.0%
资产总计	7,620	7,822	8,897	10,825	13,423	16,145
短期借款	1,021	1,226	1,200	1,718	2,849	3,961
应付款项	1,676	1,473	2,317	2,918	3,768	4,675
其他流动负债	619	480	582	926	1,171	1,417
流动负债	3,316	3,179	4,098	5,562	7,788	10,053
长期贷款	484	423	289	399	399	399
其他长期负债	41	36	69	78	71	66
负债	3,841	3,637	4,456	6,040	8,259	10,518
普通股股东权益	3,754	4,179	4,455	4,792	5,153	5,593
其中：股本	444	447	447	447	447	447
未分配利润	1,396	1,753	2,030	2,300	2,661	3,101
少数股东权益	25	6	-14	-7	11	34
负债股东权益合计	7,620	7,822	8,897	10,825	13,423	16,145

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.746	0.874	0.892	1.213	1.615	1.972
每股净资产	8.450	9.357	9.975	10.729	11.536	12.523
每股经营现金净流	-0.016	-0.127	0.714	0.242	-0.710	-0.369
每股股利	0.350	0.400	0.600	0.606	0.807	0.986
回报率						
净资产收益率	8.83%	9.34%	8.94%	11.30%	14.00%	15.75%
总资产收益率	4.35%	4.99%	4.48%	5.00%	5.37%	5.46%
投入资本收益率	7.20%	7.51%	7.68%	7.61%	9.12%	9.43%
增长率						
主营业务收入增长率	25.72%	0.59%	2.36%	21.21%	30.22%	23.40%
EBIT 增长率	82.03%	5.57%	5.92%	16.41%	45.93%	22.72%
净利润增长率	71.43%	17.80%	2.05%	35.96%	33.16%	22.14%
总资产增长率	35.10%	2.65%	13.74%	21.67%	24.00%	20.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	138.7	169.5	219.1	200.0	200.0	200.0
存货周转天数	275.9	293.1	288.1	390.0	390.0	390.0
应付账款周转天数	103.2	114.0	155.3	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	67.3	66.0	65.3	55.9	44.2	36.6
偿债能力						
净负债/股东权益	2.03%	7.77%	11.42%	16.73%	31.38%	42.70%
EBIT 利息保障倍数	-319.0	23.5	16.0	24.4	20.4	15.3
资产负债率	50.41%	46.50%	50.08%	55.79%	61.53%	65.15%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	4	4	16
增持	1	3	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.43	1.43	1.43	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究