

佰奥智能(300836)

报告日期: 2025 年 11 月 16 日

智能制造装备“小巨人”，火工品+AI 算力打开成长空间

——佰奥智能深度报告

投资要点

- **核心逻辑:** 卡位定制自动化设备, 火工品+AI 算力打开空间, 盈利能力有望改善
- **公司护城河:** 头部客户资源、火工品设备高门槛及先发优势
 - 1) **客户:** ①消费电子: 鸿腾精密、工业富联、富士康、立讯精密; ②汽车: 艾尔希、李尔、恩坦华; ③火工品: 北化集团、特能集团、西北工业、江南工业。
 - 2) **火工品先发优势:** 14 年公司即开始布局火工品设备, 目前已实现该类设备(产线)完全国产化, 并同步构建数字化工厂架构, 填补国内空白。
- **火工品: 赋能国内火工品产线智能化, 有望受益全球弹药产业链景气上行**
 - 1) **底层驱动:** 部委、央企牵引设备升级。①部委: 21 年工信部提出到 25 年现有危险岗位操作人员机器人替代比例不低于 40%; ②央企: 22 年兵器工业集团与 47 家涉火涉危单位签订“人机隔离、机器换人、黑灯工厂”专项责任书。
 - 2) **周期向上:** 2025 年海外、国内均出现弹药产业链扩张信号。①海外: 欧盟: 拟调动近 8000 亿欧元重新武装欧洲; ii.美国: “大而美”法案规划约 1500 亿美元预算投入弹药生产等大型项目; ②国内: 国科军工(弹药总装)、新余国科(火工品)、国泰集团(含能材料)等均有披露大合同签订、拟新建产线。
- **AI 服务器: 卡位 GPU 短距高速互联需求, 拟出海布局线缆、背板连接器设备**
 - 1) **布局:** 拟在越南设立孙公司布局 AI 高速线缆及背板连接器, 配套跨国龙头。
 - 2) **有望受益产业龙头技术路线:** ①英伟达 GB200/300 服务器平台采用铜缆背板直连方案进行单机柜 GPU 互联。②虽然英伟达 Rubin Ultra 服务器平台或采用正交 PCB 背板, 这可能减少高速线缆用量, 但连接器单体价值量、规模或上升。
 - 3) **下游:** i.市场规模: 高速线缆、电信/数通用连接器市场规模分别在百亿、千亿元人民币级别, 其中 LightCounting 预计 28 年全球高速线缆市场规模约达 28 亿美元(23 年为 12 亿美元); ii.格局: 外资主导, 但立讯精密等国产厂商崛起。
 - 4) **行情启动线索:** ①海外: 25 年安费诺通信解决方案单季度营收同比均增超 90%; ②国内: 华丰科技、立讯精密等亦积极发力高速线缆、背板连接器。
- **盈利改善: 看好公司持续获取、落地大合同带动盈利上修**
 - 1) **当前:** 24 年签订的 8.19 亿元订单持续兑现, 25Q1-3 营收、利润大幅向上。
 - 2) **弹性:** 截至 25Q3, 公司存货(发出商品为主)仍在高位, 看好未来确收。
 - 3) **大合同新增:** 25 年新进入航天场景, 获近亿元订单; 火工品专利持续增加。
- **盈利预测与估值:** 我们预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 1.2、1.7、2.2 亿元, 同比增长 347%、38%、31%, 三年 CAGR 约为 100%, PE 分别为 38、28、21 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 含能材料订单落地缓慢; AI 业务出海布局不及预期

投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁
 执业证书号: S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

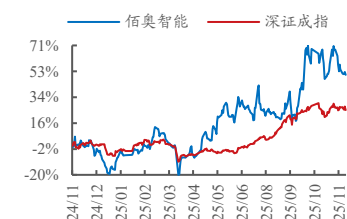
分析师: 周艺轩
 执业证书号: S1230524060001
 zhouyixuan@stocke.com.cn

研究助理: 陈俊韬
 chenjuntao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 50.50
总市值(百万元)	4,680.62
总股本(百万股)	92.69

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	466	1,055	1,368	1,774
(+/-) (%)	-18.1%	126.4%	29.7%	29.7%
归母净利润	27	122	169	221
(+/-) (%)	-	346.8%	38.0%	30.6%
每股收益(元)	0.30	1.32	1.82	2.38
P/E	170.8	38.2	27.7	21.2
ROE	5.2%	20.5%	23.2%	25.4%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

正文目录

1 三大主线，齐头并进：消费电子、新能源车、含能材料/火工品	4
1.1 发展历程：从单机设备厂商成长为大型产线解决方案供应商	4
1.2 增长动能：与鸿海、立讯、北化等头部客户深度协同，提供定制化方案	5
1.3 财务分析：存货高位、业绩高增，看好公司持续获取、落地大合同	7
1.4 公司治理：实控人具备富士康等智能制造企业丰富经历	10
2 下游扩张，设备先行：加码“火工品+AI 算力”等高成长赛道	12
2.1 火工品：赋能国内火工品产线智能化，有望受益弹药产业链景气上行	12
2.2 AI 服务器：卡位短距高速互联需求，拟出海布局线缆、背板连接器设备	14
3 盈利预测与投资建议	17
3.1 核心假设与盈利预测	17
3.2 估值分析	18
4 风险提示	18

图表目录

图 1: 发展历程: 公司逐步确立电子、汽车、火工品等三大核心业务主线, 并强化防爆机器人、新能源电池、AI 算力等新兴板块布局	4
图 2: 公司智能组装设备聚焦消费电子、新能源汽车、火工品生产等三大场景	5
图 3: 公司特种机器人产品矩阵 (以防爆场景为主)	6
图 4: 2024 年公司智能组装设备营收达 4.5 亿元	6
图 5: 当前公司智能组装设备营收占比居绝对主导地位	6
图 6: 2025 年前三季度公司营收同比增长 41.5%	7
图 7: 2025 年前三季度公司归母净利润同比增长 178.6%	7
图 8: 截至 2025 年三季度末, 公司存货水平仍在高位	8
图 9: 2025 年三季度末公司合同负债有所回落, 或提示订单交付	8
图 10: 2023 年以来公司零组件、智能组装设备毛利率先后改善	10
图 11: 公司与定制自动化设备同业的营收对比 (单位: 亿元)	10
图 12: 公司与定制自动化设备同业的毛利率对比	10
图 13: 公司股权架构 (截至企查查 2025 年 11 月 16 日数据)	11
图 14: 2023 年以来中国国防支出预算同比增速稳定在 7.2%	13
图 15: 基于英伟达芯片的 AI 服务器的技术演进路线	14
图 16: 预计 2028 年全球高速线缆市场规模约达 28 亿美元	15
图 17: 2024 年全球电信或数通用连接器市场规模同比+9.8%	15
图 18: 2025 年以来, 安费诺通信解决方案单季度营收同比均增超 90%	16
表 1: 公司分板块核心客户梳理 (部分)	7
表 2: 公司火工品方面专利梳理 (部分, 截至 2025 年 11 月 5 日企查查数据)	8
表 3: 近期公司主要中标项目 (按公司公告披露)	8
表 4: 2020 年以来公司主要中标项目梳理 (截至 2025 年 11 月 5 日企查查数据)	9
表 5: 公司多位管理层具备智能制造企业工作经历	11
表 6: 2025 年欧盟、美国、英国、德国均有弹药产能 (采购) 扩张的相关信号	12
表 7: 2024 年以来国科军工、新余国科、国泰集团等国内企业亦有弹药产业链相关的积极信号	13
表 8: 2023 年全球不同用途 (场景) 连接器前十大供应商	15
表 9: 国内上市公司来看, 华丰科技、立讯精密等亦积极发力高速线缆、背板连接器	16
表 10: 公司分业务盈利预测	17
表 11: 可比公司估值表 (更新日期: 2025 年 11 月 14 日)	18
表附录: 三大报表预测值	19

1 三大主线，齐头并进：消费电子、新能源车、含能材料/火工品

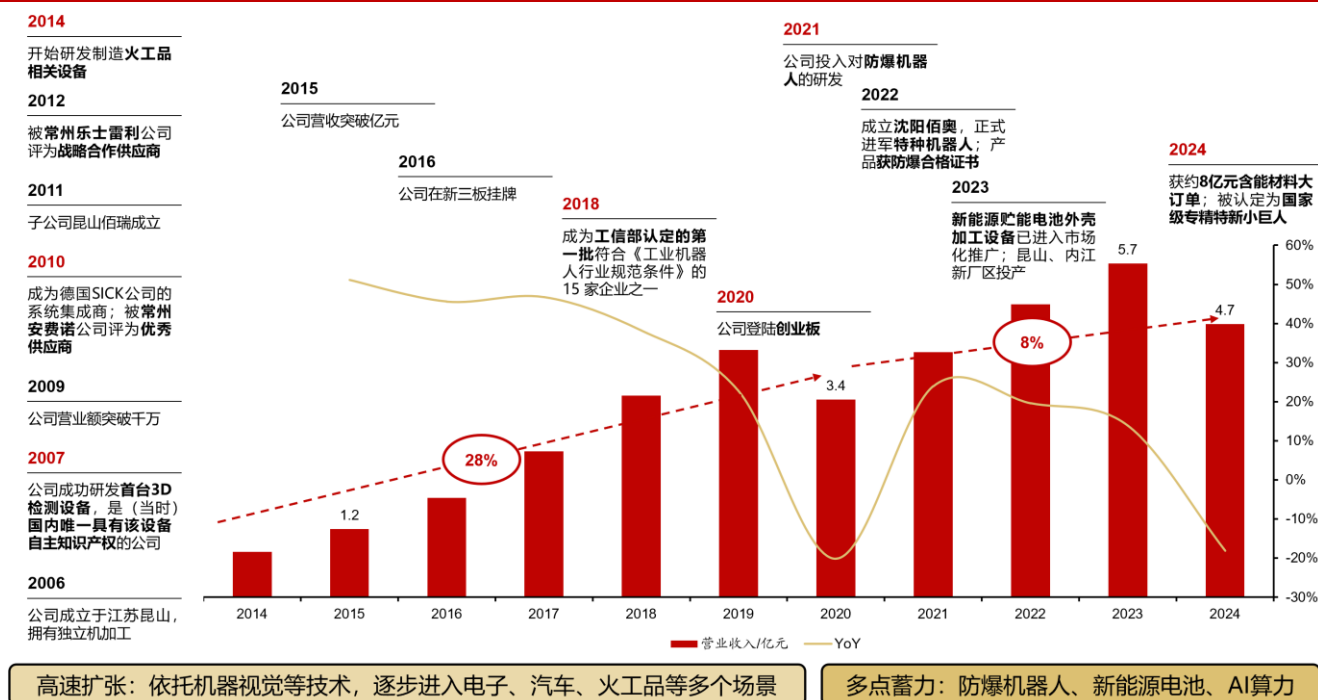
1.1 发展历程：从单机设备厂商成长为大型产线解决方案供应商

梳理公司成长路径，可以拆分为以下两大阶段：

1) 高速扩张：依托机器视觉等技术，逐步进入电子、汽车、火工品等多个场景（2006~2020）。公司成立于 2006 年，初期主要依托机器视觉、机械设计、控制等技术，向包括机械、包装、医疗、汽车、仓储物流、电子、电器、机械加工等在内的各行业企业提供定制的自动化组装及检测设备。2007 年公司成功研发了首台 3D 检测设备，其是（当时）国内唯一具有该类设备自主知识产权的公司。同时公司也逐步进入头部企业供应链，2010 年公司成为德国 SICK 公司（工业传感全球领先）的系统集成商，并被常州安费诺公司（安费诺为全球领先的连接器制造商）评为优秀供应商，2014 年公司开始研发制造火工品相关设备。2016 年公司在新三板挂牌，2018 年成为工信部认定的第一批符合《工业机器人行业规范条件》的 15 家企业之一，并于 2020 年成功登陆创业板。此阶段，公司通过进入不同场景积累了大量项目经验，从提供单机设备到具备了承接大型组装生产线能力，推动营收高速增长，2014~2020 年公司营收 CAGR 达 27.9%。

2) 多点蓄力：大力延拓防爆机器人、新能源电池、AI 算力等方向（2021~）。创业板上市后，公司逐渐形成了消费电子、新能源汽车、含能材料及火工品等三大主线，并向新兴板块拓展。2021 年公司投入对防爆机器人研发，2022 年相关产品获防爆合格证书。2023 年公司新能源储能电池外壳加工设备已进入市场化推广阶段。2024 年公司获约 8 亿元含能材料订单，助推营收弹性向上。同年公司获评国家专精特新小巨人企业。2025 年 9 月公司计划成立越南孙公司，布局 AI 高速线缆、背板连接器。此阶段，公司营收波动上行，2020~2024 年公司营收 CAGR 为 8.4%。

图1：发展历程：公司逐步确立电子、汽车、火工品等三大核心业务主线，并强化防爆机器人、新能源电池、AI 算力等新兴板块布局



资料来源：公司官网，苏州工信，公司公告，Wind，浙商证券研究所

1.2 增长动能：与鸿海、立讯、北化等头部客户深度协同，提供定制化方案

公司产品以定制化智能组装设备为主，并聚焦消费电子、新能源汽车、含能材料及火工品生产等三大场景，具体而言：

1) 消费电子：功能上可实现自动送料、焊接、点胶、组装、检测、包装等功能，**主要提供产线包括手机马达智能组装生产线、手机摄像头智能组装生产线、电脑机箱智能组装生产线、手机扬声器自动组装生产线、手机电源智能组装生产线等。**

2) 新能源汽车：功能上可实现自动上料、定位、压合、组装、在线位置调整、反转、检测等，**主要提供产线包括汽车全景天窗智能组装生产线、汽车继电器保险丝自动组装生产线、汽车熔断器智能组装生产线、汽车传感器智能组装生产线、汽车充电枪/充电桩/充电宝智能组装生产线、汽车发动机 ECU/ACU 自动化组装生产线等。**

3) 火工品：功能上可实现立体仓储、AGV 上料、自动组装、点胶、固化、装填含能材料、包装等，以及对含能材料的干燥、破块等，**主要提供产线包括电子雷管智能组装生产线、点火具智能组装生产线、安全气囊发生器智能组装生产线、防爆机器人、含能材料干燥包装生产线、弹类智能制造生产线等。**

图2：公司智能组装设备聚焦消费电子、新能源汽车、火工品生产等三大场景



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

产品端边际变化看，防爆机器人、新能源储能电池外壳加工设备是近年主要发展方向。其中：1) 防爆机器人：主要为配合公司含能材料及火工品产线的开发。该类机器人经过防爆资格认证，可在高危环境中工作。2014 年公司开始研发制造火工品相关设备，2019 年公司强化火工品产线布局，2022 年公司研发的防爆关节机器人和本安型防爆示教编程器经过验证，获得了防爆合格证书，解决了之前机器人产品无法在 F1 区、21 区等危险区域带电示教操作关键安全问题，是公司承接的含能材料干燥包装生产线的关键设备之一。截至 2025 年 7 月，公司研发的“防爆重载搬运机器人”已完成验证，正在申请防爆合格证书。2) 新能源储能电池外壳加工设备：根据公司 2025 年中报，该类产品已进入试产阶段。

图3：公司特种机器人产品矩阵（以防爆场景为主）

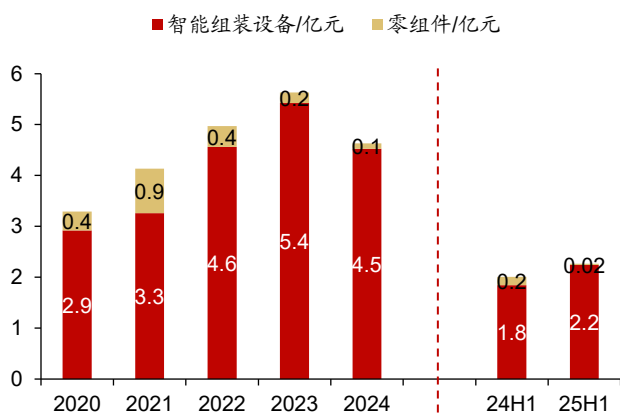


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

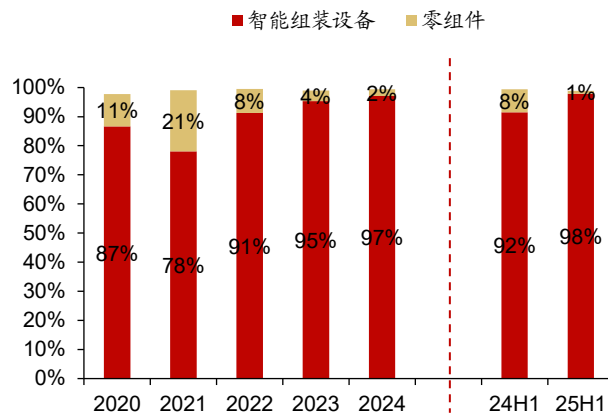
营收拆分来看，公司智能组装设备营收占比逐渐提升，居主导地位。具体而言，2024年公司智能组装设备、零部件分别实现营收4.5、0.1亿元，占比97.2%、2.3%。

图4：2024年公司智能组装设备营收达4.5亿元

图5：当前公司智能组装设备营收占比居绝对主导地位



资料来源：公司公告，浙商证券研究所



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

结合以上对公司产品线的梳理，我们归纳公司核心增长动能如下：

1) 卡位定制（非标）自动化设备，则头部客户资源是公司主要壁垒。火工品（军品/民爆）方面，公司已（曾）进入北化集团、特能集团、西北工业、江南工业等企业供应链；消费电子方面，公司已（曾）进入鸿腾精密、工业富联、富士康、立讯精密、中达（台达子公司）等企业供应链；汽车方面，公司已（曾）进入艾尔希汽车、李尔汽车、恩坦华汽车等全球知名汽车零部件生产厂商。尤其在消费电子领域，公司能针对客户（鸿腾精密、工业富联、富士康等）在特定领域（如机壳、线束等）的生产需求，提供“高精尖”的定制化技术方案。

2) 火工品设备具备较高门槛，公司具备先发优势，相关产品填补国内空白。如前所述，2014年公司即开始布局火工品设备，目前已实现该类设备（产线）从工艺技术到核心装备完全国产化，并同步构建数字化工厂架构，填补了国内空白。

3) 垂类产品布局，细分领域或具备一定领先优势。我们在第一节曾提及，2018 年公司成为工信部认定的第一批符合《工业机器人行业规范条件》的 15 家企业之一。同时根据公司投资者交流公告，依江苏省机械行业协会证明，公司电气系统功能性组件的智能制造装备在国内市场的占有率约为 20%。

表 1: 公司分板块核心客户梳理（部分）

板块	核心客户（部分）
火工品（军工/民爆）	北化集团、特能集团、西北工业、江南工业
消费电子	鸿腾精密、工业富联、富士康、立讯精密、中达
汽车	艾尔希汽车、李尔汽车、恩坦华汽车

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 财务分析：存货高位、业绩高增，看好公司持续获取、落地大合同

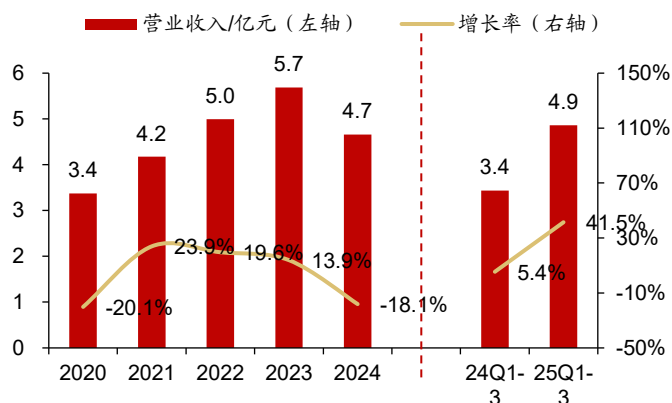
2024 年公司明确业绩拐点，2025 年该趋势强化，我们认为有以下几点核心逻辑：

1) 回顾来看，虽然公司营收从 2021 年的 4.2 亿元增长至 2024 年的 4.7 亿元，但公司归母净利润却连续三年亏损，回溯以上年份亏损原因（参考各年业绩预告）：2021 年主要系公司口罩机产能过剩，计提相关资产折旧及减值准备约 3500 万元；2022 年主要系公共卫生事件导致公司项目延期，进而计提了相应存货跌价准备，同时转回以前年度已确认递延所得税资产；2023 年则主要因为部分订单终止执行，前期成本无法回收，同时公司在防爆产品、新能源等领域战略性订单投入亦较大，但订单持续处于导入阶段。

2) 进入 2024 年，2021~2023 年所产生的利空因素已出尽，并率先反映在利润端。2024 年公司基本不存在终止执行订单，同时强化对应收款项的催收力度，利好信用减值损失减少，并且公司多年在防爆产品、新能源等相关领域的战略性投入已有收获，其中含能材料中标约 8 亿元合同（累计），新能源储能电池外壳等生产工艺设备已进入试产阶段。**多维发力下，2024 年公司成功扭亏为盈，实现归母净利润约 0.3 亿元。**

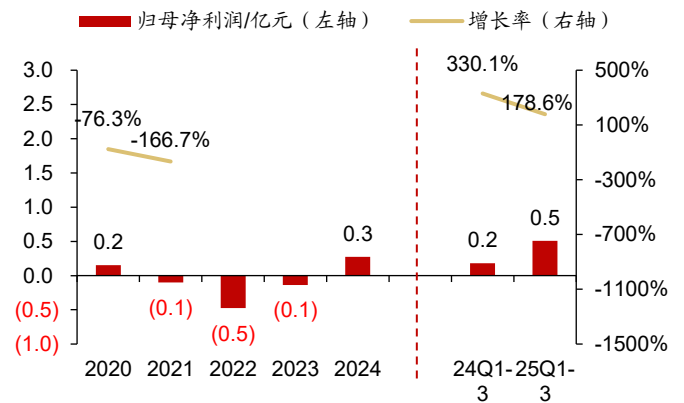
3) 2024 年中标 8.19 亿元重大合同（累计）持续确收，2025 年营收、业绩共振向上。2024 年四季度末公司存货、合同负债环比大幅提升，但考虑验收、交付等因素，未能及时转化为收入，2024 年公司营收有所下滑。2025 年中以后，公司订单落地提速。2025 年前三季度，公司分别实现营收、归母净利润 4.9、0.5 亿元，同比增长 41.5%、178.6%。

图6：2025 年前三季度公司营收同比增长 41.5%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

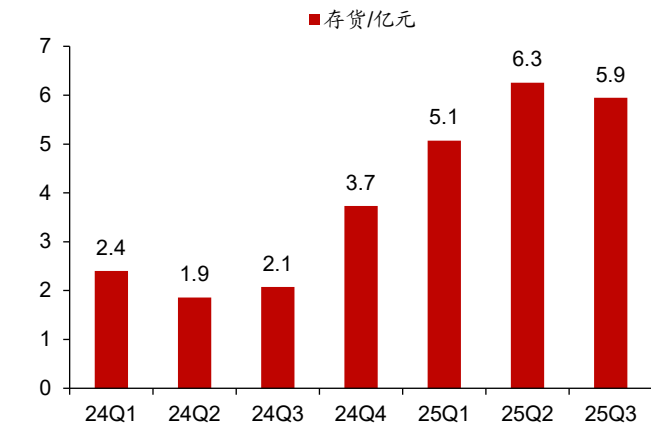
图7：2025 年前三季度公司归母净利润同比增长 178.6%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

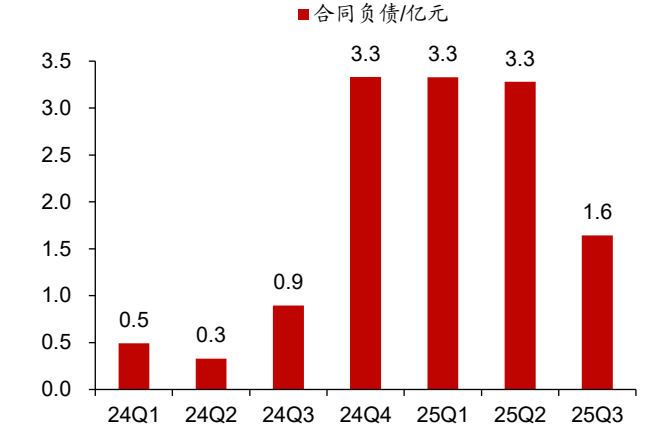
4) 截至 2025 年三季度末, 公司存货水平仍在高位, 四季度业绩提升仍有较大弹性。2025 年三季度末公司存货水平为 5.9 亿元, 2024 年同期则仅为 2.1 亿元, 而 2025 年二季度末高达 6.3 亿元。根据公司 2025 年中报, 公司存货高增主要系 2024 年约 8 亿元含能材料订单交付, 2025 年二季度末的 6.3 亿存货中, 发出商品占 63%。

图8: 截至 2025 年三季度末, 公司存货水平仍在高位



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图9: 2025 年三季度末公司合同负债有所回落, 或提示订单交付



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5) 2025 年以来, 公司不断新增火工品方面专利, 并获航天领域订单, 看好公司长期持续获取大合同的能力。根据企查查, 公司 2025 年新增至少 3 项火工品相关专利 (发明授权为主), 分别是含能材料包装线、用于 F0 区的自动扎袋装置、含能材料灌装称重设备; 同时 2025 年 10 月公司披露中标某大型国有公司小型产品 XX 总装系统、某大型国有公司中型产品 XX 总装系统等两大项目, 中标金额合计接近 1 亿元。

表 2: 公司火工品方面专利梳理 (部分, 截至 2025 年 11 月 5 日企查查数据)

序号	公开日期	发明名称	专利类型	法律状态	公开号
1	2025-11	含能材料包装线	发明授权	授权	CN116969004B
2	2025-08	用于 F0 区的自动扎袋装置	发明授权	授权	CN116788605B
3	2025-06	含能材料灌装称重设备	发明授权	授权	CN119872987B
4	2024-08	上药称重分药设备	实用新型	授权	CN221458054U
5	2024-04	多发火工品同时下线机构	发明授权	授权	CN110406968B
6	2024-02	用于 F1 区的桶箍锁紧装置	实用新型	授权	CN220536016U
7	2024-02	用于 F1 区的桶箍上料装置	实用新型	授权	CN220536912U
8	2024-01	应用于含能材料包装线的提袋装置	实用新型	授权	CN220374839U
9	2024-01	用于 F0 区的夹持运动机构	实用新型	授权	CN220363555U
10	2023-10	用于 F0 区的直线及旋转运动机构、接料机构及抱紧机构	发明公布	实质审查	CN116923809A
11	2023-04	防爆输送装置	实用新型	授权	CN218909046U

资料来源: 企查查, 浙商证券研究所

表 3: 近期公司主要中标项目 (按公司公告披露)

序号	时间	中标金额/亿元	项目
1	2025-10	0.97	某大型国有公司小型产品 XX 总装系统、某大型国有公司中型产品 XX 总装系统
2	2024-09	5.15	609-1 项目、17 生产线项目、24R 项目
3	2024-07	3.04	609-3 项目、23R 项目、23X 项目

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表 4: 2020 年以来公司主要中标项目梳理 (截至 2025 年 11 月 5 日企查查数据)

序号	时间	招采单位	中标金额/万元	项目名称
1	2025-10	西安航天化学动力有限公司	4958.92	中型产品高效自动总装系统
2	2025-10	西安航天化学动力有限公司	4763.25	小型产品高效自动总装系统
3	2025-05	西安北方华山机电有限公司	977	粒状颗粒灌装前准备单元
4	2025-05	中国五洲工程设计集团有限公司	1840	中国五洲工程设计集团有限公司晋东公司 (西烟) 烟火高新技术产业基地建设项目工程总承包 1 号生产线设备采购项目
5	2025-05	新乡航空工业 (集团) 有限公司	1976.85	热交换器装调单元
6	2025-02	陕西庆华汽车安全系统有限公司	3320	陕西庆华汽车安全系统有限公司经开厂区 2025 年 2000 万发/年安全气囊用点火具生产能力建设项目-点火具自动装配设备
7	2024-09	甘肃银光化学工业集团有限公司	1.5896 亿元	24R 项目干燥包装系统等设备
8	2024-09	甘肃银光化学工业集团有限公司	2.0725 亿元	609-1 项目干燥包装系统中标结果
9	2024-09	甘肃银光化学工业集团有限公司	1.5896 亿元	24R 项目干燥包装系统等设备
10	2024-09	甘肃银光化学工业集团有限公司	2.0725 亿元	609-1 项目干燥包装系统
11	2024-09	甘肃银光化学工业集团有限公司	1.4845 亿元	17 生产线项目干燥系统、自动包装系统等设备
12	2024-07	甘肃银光化学工业集团有限公司	4204	23X 项目干燥包装系统、辅助系统
13	2024-07	甘肃银光化学工业集团有限公司	1.0678 亿元	23R 项目上料系统、干燥系统、包装系统、辅助系统
14	2024-07	甘肃银光化学工业集团有限公司	1.5548 亿元	609-3 项目干燥系统、包装系统
15	2024-05	陕西庆华汽车安全系统有限公司	3494	陕西庆华汽车安全系统有限公司经开分厂安全气囊点火具自动化制造能力建设-电点火具自动装配设备
16	2024-05	陕西庆华汽车安全系统有限公司	624	点火药自动化生产线
17	2023-12	西安北方庆华机电有限公司	600	混合药生产线 106-1 工房点火药传递工序
18	2023-12	西安北方庆华机电有限公司	643.59	XX 生产线 XX 装药、压药、退出工序“人机黑”建设项目
19	2023-08	陕西庆华汽车安全系统有限公司	334	MGG 自动外观检测设备
20	2023-07	西安北方华山机电有限公司	2230	小产品装配生产线“黑灯工厂”产线升级建设项目
21	2023-05	中航光电科技股份有限公司	340.1074	国标控制盒自动化装配三代线
22	2022-11	西安北方庆华机电有限公司	225	传火管装配机无人化分药补药系统
23	2022-11	陕西庆华汽车安全系统有限公司	775	MGG 自动装配机
24	2022-06	陕西庆华汽车安全系统有限公司	280	经开分厂点火药东线自动化改造
25	2022-03	宁波中车时代传感技术有限公司	379	L 系列电流传感器生产线、开环霍尔 ASIC 产品生产线和一体注塑多联体产线
26	2021-07	江南工业集团有限公司	795	热防护涂装生产线
27	2021-06	陕西庆华汽车安全系统有限公司	275	顶升器装配设备项目
28	2021-03	西安庆华民用爆破器材股份有限公司	2450	电子雷管装配生产线设备设计、制造采购安装项目
29	2020-08	-	2750	小产品总装生产线
30	2020-04	西安庆华民用爆破器材股份有限公司	348	增雨防雹生产线采购安装项目

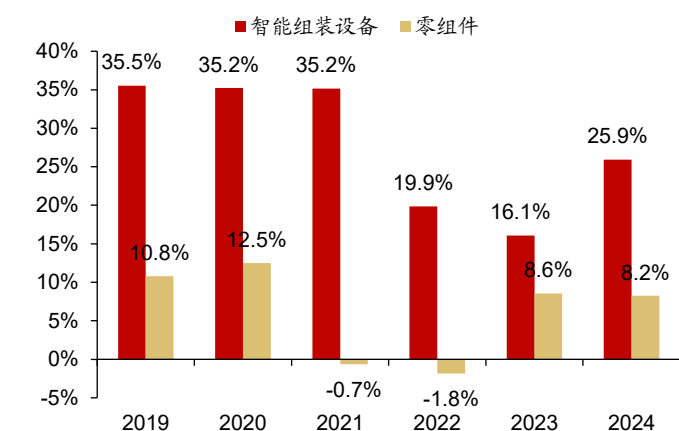
资料来源: 企查查, 浙商证券研究所

6) 综合影响下, 公司毛利率持续改善。拆分来看: 公司零部件、智能组装设备毛利率先后改善。2023 年公司零部件毛利率回正, 从 2022 年-1.8%提升至 2023 年的 8.6%, 2024 年同比小幅下滑 0.3pct 至 8.2%; 2024 年公司智能组装设备毛利率同比大幅上修 9.8pct 至 25.9%。整体而言: **2024 年以来公司全口径毛利率总体上行。**2024 全年、2025 年前三季度公司毛利率同比分别提升 10.8pct、1.0pct 至 25.8%、24.9%。

7) 同业对比来看: 2024 年公司毛利率高于收入体量基本相当的克来机电、天永智能, 但低于先导智能、博众精工等头部同业。收入方面, 2024 年公司、先导智能、博众精工、克来机电、天永智能分别实现营收 4.7、118.6、49.5、5.9、4.7 亿元; 盈利方面, 2024 年公司、先导智能、博众精工、克来机电、天永智能毛利率分别为 25.8%、35.0%、34.4%、21.4%、12.4%。定制自动化设备厂商一般有其专注的细分领域, 从而产生收入体量、盈

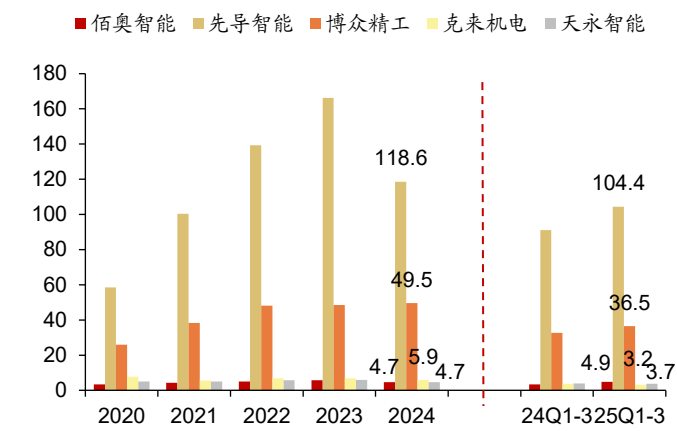
利能力方面的较大分异。展望未来，我们看好公司在火工品、AI 算力等高成长板块的布局、起量，有望逐步缩小与头部同业在盈利能力方面的差距。

图10：2023 年以来公司零组件、智能组设备毛利率先后改善



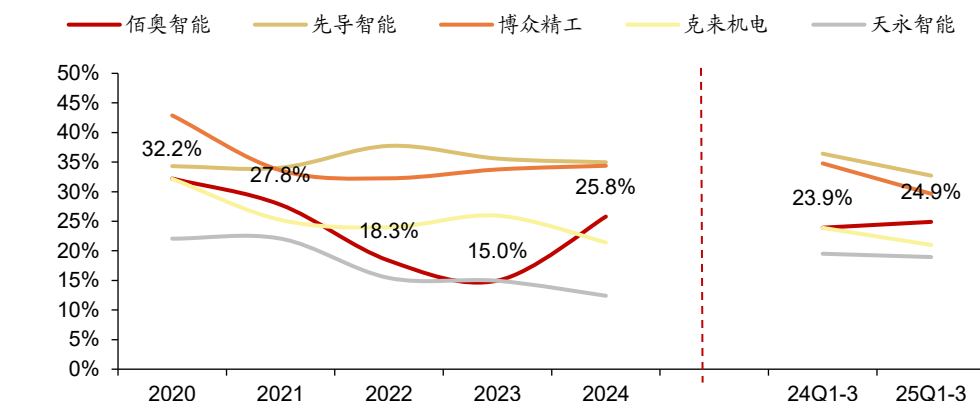
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图11：公司与定制自动化设备同业的营收对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12：公司与定制自动化设备同业的毛利率对比



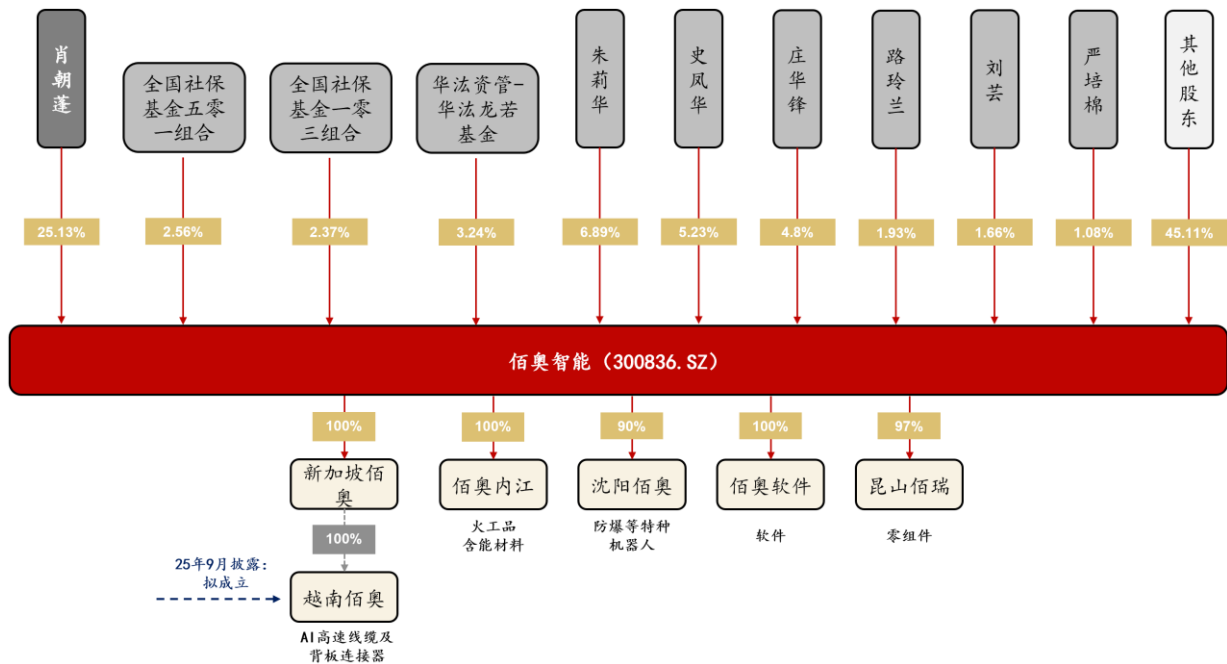
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.4 公司治理：实控人具备富士康等智能制造企业丰富经历

实控人股权比例较高，社保基金亦有持股。根据企查查，公司实控人、董事长、总经理为肖朝蓬，股权比例达 25.13%，其余主要自然人股东包括朱莉华（董事，持股 6.89%）、史风华（董事，持股 5.23%）、庄华锋（董事，持股 4.8%）、路玲兰（持股 1.93%）、刘芸（持股 1.66%）、严培棉（持股 1.08%）等；主要法人股东包括全国社保基金五零一、一零三组合（分别持股 2.56%、2.37%）、华法资管旗下的华法龙若基金（持股 3.24%）。

子（孙）公司分工明晰，具体而言：1）越南佰奥（拟成立）：全资孙公司，主要负责 AI 高速线缆及背板连接器方面业务；2）佰奥内江：全资子公司，主要负责火工品及含能材料；3）沈阳佰奥：公司持股 90%，主要负责防爆等特种机器人；4）佰奥软件：全资子公司，考虑主要负责软件业务；5）昆山佰瑞：公司持股 97%，考虑主要负责零组件业务。

图13: 公司股权结构 (截至企查查 2025 年 11 月 16 日数据)



资料来源: 企查查, 公司公告, 内江高新, 沈阳市沈北新区市场监督管理局, 浙商证券研究所

实控人具备富士康工作经历, 其余多位管理层亦具备智能制造企业工作经历, 有助公司管理、获客, 具体而言: **1) 肖朝蓬:** 实控人、董事长、总经理, 曾任富士康 (昆山) 电脑接插件公司制造部课长; **2) 尹杰:** 副总经理, 曾任康硕电子 (苏州)、和锲电子 (苏州)、翊腾电子 (昆山) 工程师; **3) 朱莉华:** 副总经理、财务总监、董秘, 曾任富准精密 (深圳) 成本经管部主管; **4) 张曙光:** 市场营销、人力资源部经理, 曾任富士康 (昆山) 电脑接插件公司品保部副课长; **5) 柳润峰:** 产品中心总监、监事, 曾任深圳富士康自动化科长、深圳安费诺公明厂装配自动化部经理、东莞泰康电子厂自动化装配部经理。

表 5: 公司多位管理层具备智能制造企业工作经历

主要职位	姓名	持股比例	智能制造相关履历 (曾任)
董事长、总经理	肖朝蓬	25.13%	富士康 (昆山) 电脑接插件公司制造部课长、天凤电子 (昆山) 公司总经理
副总经理	尹杰		康硕电子 (苏州)、和锲电子 (苏州)、翊腾电子科技 (昆山) 工程师
副总经理、财务总监、董秘	朱莉华	6.89%	富准精密工业 (深圳) 成本经管部主管、沛鑫半导体工业 (昆山) 经管部课长、富曜精密组件 (昆山) 财会部专理
监事会主席、市场营销/人力资源部经理	张曙光		富士康 (昆山) 电脑接插件公司品保部副课长
监事、产品中心总监	柳润峰		深圳富士康自动化科长、深圳安费诺公明厂装配自动化部经理、东莞泰康电子厂自动化装配部经理

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2 下游扩张，设备先行：加码“火工品+AI 算力”等高成长赛道

2.1 火工品：赋能国内火工品产线智能化，有望受益弹药产业链景气上行

公司火工品相关设备（产线）主要有两条受益逻辑：

1) 底层驱动：国家部委、核心央企牵引国内火工品生产企业进行设备升级改造。① 2021 年工信部印发《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，提出到 2025 年现有危险岗位操作人员机器人替代比例不低于 40%，关键工序数控化率达到 65%。② 2022 年中国兵器工业集团有限公司召开安全生产工作推进会议，集团公司与 47 家涉火涉危单位签订“人机隔离、机器换人、黑灯工厂”专项责任书。

2) 周期向上：我们观察到 2025 年全球弹药产业链景气提升趋势，同样利好上游设备、产线提供商。海外方面：① 欧盟：2025 年 3 月提出“8000 亿欧元重新武装欧洲”，同时拟向成员国提供 1500 亿欧元贷款用于国防投资，此前 2023 年亦发布《支持弹药生产法案》(ASAP)，计划提升欧盟生产弹药和导弹及其零部件的能力；② 美国：2025 年美国“大而美”法案规划约 1500 亿美元预算投入弹药生产、导弹防御系统等大型项目，2023~2024 年美国亦有出台针对弹药生产厂现代化改造的投入计划；③ 英国：2025 年计划斥资 15 亿英镑建造至少 6 座弹药和含能材料工厂；④ 德国：2025 年已起草约 3770 亿欧元的防务计划。其中德国政府计划为其以色列航空工业公司 (IAI) “苍鹭 TP” (Heron TP) 无人机机群采购新型弹药，预算约 1 亿欧元。

表 6：2025 年欧盟、美国、英国、德国均有弹药产能（采购）扩张的相关信号

国家/地区	海外弹药产能（或采购）扩张线索
欧盟	【2025 年：拟调动近 8000 亿欧元重新武装欧洲】 欧盟委员会主席冯德莱恩于 2025 年 3 月宣布，欧盟将实施“重新武装欧洲”计划，调动近 8000 亿欧元打造“一个安全而有韧性的欧洲”，同时向成员国提供 1500 亿欧元贷款用于国防投资。 【2023 年：《支持弹药生产法案》(ASAP)】 欧盟委员会于 2023 年 5 月正式通过《支持弹药生产法案》(ASAP)。该法案通过引入包括融资在内的针对性措施，提高欧盟生产弹药和导弹及其零部件的能力。
美国	【2025 年：美国“大而美”法案规划约 1500 亿美元预算投入弹药生产等大型项目】 未来五年内，五角大楼将投入约 1500 亿美元预算，用于舰艇建造、弹药生产和导弹防御系统等大型项目。 【2024 年：美陆军将斥资 45 亿美元对 5 个弹药生产厂进行现代化改造】 美陆军计划投资 45 亿美元对其“建制内工业基础”的 5 个弹药生产厂进行现代化改造，以大幅提升产能、满足联合部队需求。此次改造设施包括宾夕法尼亚州斯克兰顿陆军弹药生产厂、田纳西州霍尔斯顿陆军弹药生产厂、爱荷华州陆军弹药生产厂、密苏里州莱克城陆军弹药厂、德克萨斯州梅斯基特弹药生产厂。 【2023 年：美陆军拟投入 180 亿美元对 23 个弹药库、生产厂进行现代化改造】 美陆军宣布投资 180 亿美元，在未来 15 年内分三阶段对 23 个弹药库、弹药生产厂等进行现代化改造。
英国	【2025：计划斥资 15 亿英镑建造至少 6 座弹药和含能材料工厂】 英国计划采购多达 7000 件本土制造远程武器，并投入 15 亿英镑用于建设至少六座弹药与含能材料工厂。
德国	【2025：已起草约 3770 亿欧元的防务计划】 德国已起草一份金额达 3770 亿欧元长年防务蓝图，覆盖陆、空、海、天、网各领域。其中德国政府计划为其以色列航空工业公司 (IAI) “苍鹭 TP” (Heron TP) 无人机机群采购新型弹药，预算约 1 亿欧元。

资料来源：新华国际头条，上海全球治理与区域国别研究院，财联社，国防科技要闻，英国政府官网，长征瞭望，浙商证券研究所

国内方面：部分企业亦释放出有关弹药产业链的积极信号。①**国科军工（弹药总装环节）**：2025 年 10 月公司全资子公司经纬公司收到价值 4.66 亿元的某型军贸产品发动机装药年度订货合同，同年 1 月公司全资子公司先锋公司与九江国科亦收到价值 7.39 亿元的两型主用弹药等弹药产品的年度订货合同；②**新余国科（火工品环节）**：2024 年 6 月公司拟新建特种火箭装药装配、增雨防雹火箭弹装药装配等产线；③**国泰集团（军工新材料、含能材料环节）**：根据公司 2025 年中报，公司全资子公司新余国泰与 20 余家客户签订小型固体火箭推进器销售合同（价值约 1423 万元），同时公司持续推进年产 3000~4300 吨（多品种柔性）含能新材料生产线项目。

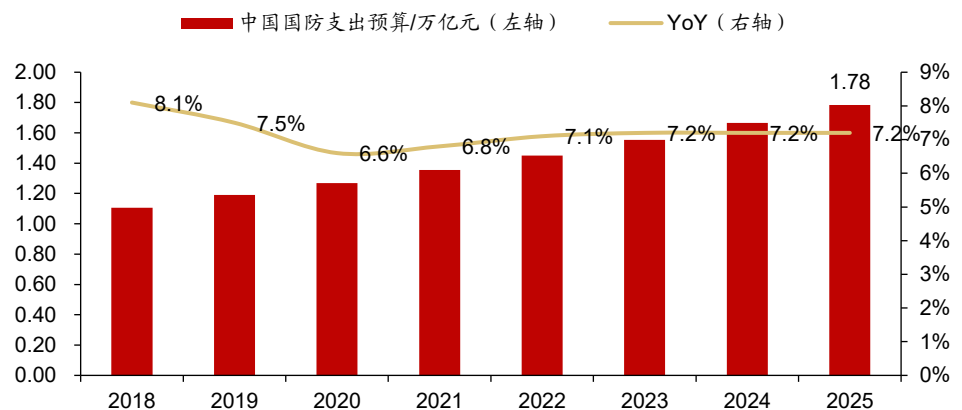
宏观层面来看，2023~2025 年中国国防支出预算同比增速稳定在 7.2%。

表 7：2024 年以来国科军工、新余国科、国泰集团等国内企业亦有弹药产业链相关的积极信号

环节	公司名称	国内弹药产业链相关动向
弹药总装	国科军工	【2025 年 10 月】 公司全资子公司经纬公司于 2025 年 10 月 29 日收到与某军工单位签署的某型军贸产品发动机装药年度订货合同，合同金额为合计人民币 4.66 亿元。
		【2025 年 1 月】 公司全资子公司先锋公司与九江国科收到与某单位签署的两型主用弹药等弹药产品 2025 年年度订货合同，合同金额为合计人民币 7.39 亿元（含税）。
火工品	新余国科	【2024 年 6 月】 公司拟在（当时）现有火工区西侧新购土地 172.3 亩，新增特种器材装药装配等生产线，满足公司产品订货逐步增长的需求，包括：新建特种火箭装药装配、增雨防雹火箭弹装药装配等。
军工新材料（含能材料）	国泰集团	【2025 年 8 月】 据公司中报，2025 上半年公司全资子公司新余国泰与 20 余家客户签订小型固体火箭推进器销售合同，合同总金额为 1,422.51 万元； 年产 3000~4300 吨（多品种柔性）含能新材料生产线项目：截至 2025 年 6 月底，项目土石方及边坡工程进度达 99%，001 线生产区主体工房、总库区库房基本封顶。

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

图 14：2023 年以来中国国防支出预算同比增速稳定在 7.2%



资料来源：财政部，全国人大，新华社，中国政府官网，浙商证券研究所

2.2 AI 服务器：卡位短距高速互联需求，拟出海布局线缆、背板连接器设备

2025 年 9 月，公司披露：拟由全资子公司新加坡佰奥出资 300 万美元设立全资孙公司越南佰奥，以满足越南区域 AI 高速线缆及背板连接器等产业配套需求，加强对产业跨国龙头企业客户的国际化供应能力。我们归纳此举的核心受益逻辑如下：

1) AI 高速线缆（铜缆）、背板连接器主要用于 AI 服务器，卡位 GPU 间短距高速互联需求。伴随人工智能深入发展，算力需求催生了 GPU 智算集群概念，其中在纵向扩展（Scale-up）思路下，厂商可以通过强化芯片与互联效率实现算力突破，将多块 GPU 集成到单个逻辑单元（如机柜）内，形成超带宽域（HBD）。以英伟达 GB200 NVL72 系列机柜为例，其将 72 块 Blackwell GPU 与 36 块 Grace CPU 压缩至单个液冷机柜，则计算与交换单元间距可控制在短距范围内，双方可借助 NVLink 5.0 总线协议实现全节点互联。

2) 参考基于英伟达 GB200/GB300 芯片设计的服务器架构，高速线缆（铜缆）/背板连接器的市场需求短期有望保持高景气，具体而言：基于英伟达 GB200/GB300 芯片设计的服务器架构分别于 2024、2025 年发布，均采用铜缆背板直连方案进行单机柜的 GPU 互联，这极大提升了对高速线缆（铜缆）、背板连接器的需求。根据 Semi Analysis，英伟达 GB200 NVL72 系列单机柜或采用了 5184 根铜缆，用以连接机柜内部的计算、交换托盘。

3) 基于英伟达 Rubin Ultra 芯片设计的服务器或采用 PCB 正交背板，这可能会减少高速线缆（铜缆）用量，但连接器单体价值量可能会上升，从而支撑公司布局的长期需求。根据立讯精密投资者交流公告：对于 GTC 大会发布的无线缆方案，虽然计算节点内部无线缆，但连接器的单体价值量大幅提升，且需求规模增长了一倍以上。

图15：基于英伟达芯片的 AI 服务器的技术演进路线

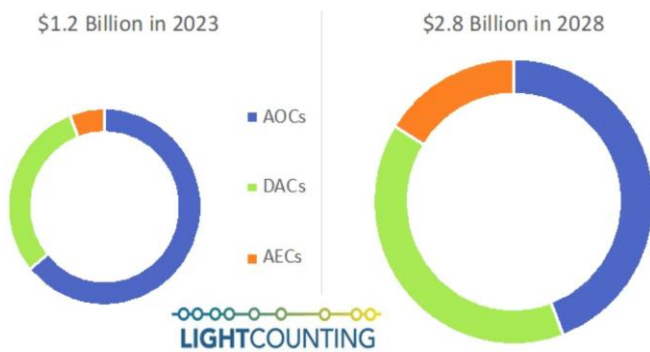
Nvidia Roadmap							
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
Chip and Package Level							
	Hopper		Blackwell			Rubin	
Accelerator	H100 (SXM)	H200	B200/ GB200	GB300 (Ultra)	B300 (single die, B300A)	VR200	VR300 (Ultra)
GPU TDP (W)	700	700	700/1200	1,400	600	1,800	3,600
Foundry Node	4N		4NP			N3P (3NP)	
Logic Die Configuration	1 x Reticle Sized GPU		2 x Reticle Sized GPU			2 x Reticle Sized GPU, 2x I/O chiplet	4 x Reticle Sized GPU, 2x I/O chiplet
FP4 PFLOPs - Dense (per Package)	4*		10	15	4.6	33.3	66.7
HBM	80GB HBM3	141GB HBM3E	192GB HBM3E	288GB HBM3E	144GB HBM3E	288GB HBM4	1024GB HBM4E
HBM Stacks	5	6	8	4	8	8	16
HBM Bandwidth	3.35TB/s	4.8TB/s	8TB/s	4TB/s	4TB/s	13TB/s	32TB/s
Packaging	CoWoS-S		CoWoS-L			CoWoS-L	
SerDes speed (Gb/s uni-di)	112G		224G			224G	224G
Nvidia CPU	Grace				Vera		
System Form Factor							
Maximum system density	NVL8		NVL72 144 compute chiplets 72 GPUs		NVL16	NVL144 144 compute chiplets 72 GPUs	NVL576 576 compute chiplets 144 GPUs
Form Factor Supported	HGX		HGX, Oberon			HGX, Oberon, Kyber	
# of GPU Packages	8		72	72	16	72	144
# of GPU dies	8		144	144	16	144	576
Scale up links	UBB (PCB)		Copper Backplane		UBB (PCB)	Copper Backplane	PCB Backplane
Aggregate FP4 PFLOPs (Dense)	32*		720	1,080	74	2,398	9,605
Aggregate HBM capacity	14TB	14TB	14TB	21TB	64TB	21TB	147TB
Aggregate HBM bandwidth	27TB/s	38TB/s	576TB/s	576TB/s	64TB/s	936TB/s	4,608TB/s

资料来源：Semi Analysis，浙商证券研究所

高速线缆、电信/数通用连接器市场规模分别在百亿、千亿人民币级别。根据 LightCounting，2023 年全球高速线缆市场规模约为 12 亿美元，2028 年有望增至 28 亿美元，该测算包括了 AOC（有源光缆）、DAC（无源直连铜缆）、AEC（有源铜缆）等三种高速线缆。而根据 Bishop & Associates，2024 年全球电信或数据通信用连接器市场规模约为 208.61 亿美元，同比增长 9.8%，结束了自 2022 年以来的增速连续下滑。

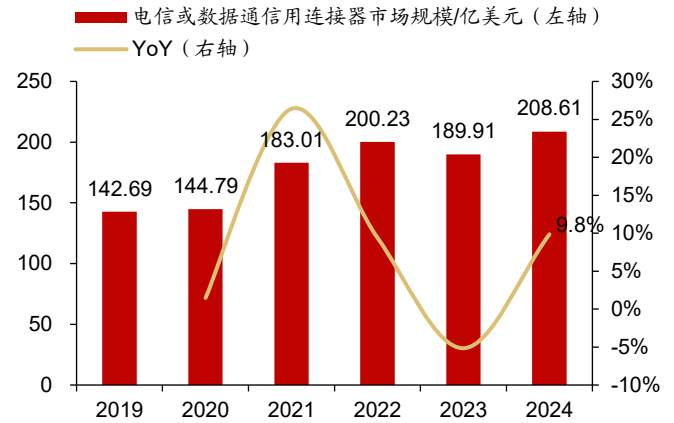
市场格局来看，全球电信/数通用连接器以外资为主导，但国产厂商加速崛起，利好国内设备（产线）公司。根据 Bishop & Associates，2023 年全球前二的电信/数通用连接器供应商分别为安费诺、莫仕，国产厂商立讯精密、中航光电分列第三、第九。而在计算机及外设、商业/零售/教育、仪器等领域，鸿腾精密均在前十之列。

图16： 预计 2028 年全球高速线缆市场规模约达 28 亿美元



资料来源：LightCounting，光通信 Pro，浙商证券研究所
注：图中高速线缆市场规模按 AOC（有源光缆）、DAC（无源直连铜缆）、AEC（有源铜缆）等三种产品合计市场规模计算

图17： 2024 年全球电信或数通用连接器市场规模同比+9.8%



资料来源：Bishop & Associates，浙商证券研究所

表 8：2023 年全球不同用途（场景）连接器前十大供应商

排名	计算机及外设	商业、零售及教育	仪器	医疗	工业	汽车	电信/数通	消费电子
1	鸿腾精密	莫仕	立讯精密	泰科电子	安费诺	泰科电子	安费诺	泰科电子
2	莫仕	日本压着端子	罗森伯格	莫仕	泰科电子	安波福	莫仕	莫仕
3	立讯精密	鸿腾精密	泰科电子	安费诺	HARTING	矢崎	立讯精密	日本压着端子
4	嘉泽端子	立讯精密	莫仕	贸联	莫仕	罗森伯格	日本航空电子	贸联
5	安费诺	AVX/京瓷	雷莫	申泰	菲尼克斯电气	日本航空电子	-	广瀨电机
6	深圳得润	嘉泽端子	申泰	立讯精密	百通	日本压着端子	泰科电子	立讯精密
7	泰科电子	住友电气	Hoisden	雷莫	广瀨电机	住友电气	罗森伯格	安费诺
8	申泰	贝尔连接	安费诺	ODU	魏德米勒	安费诺	康普	-
9	贸联	意力速	鸿腾精密	安波福	日本压着端子	韩国电气	中航光电	康普
10	康宁	深圳得润	安波福	菲尼克斯电气	申泰	意力速	广瀨电机	日本航空电子

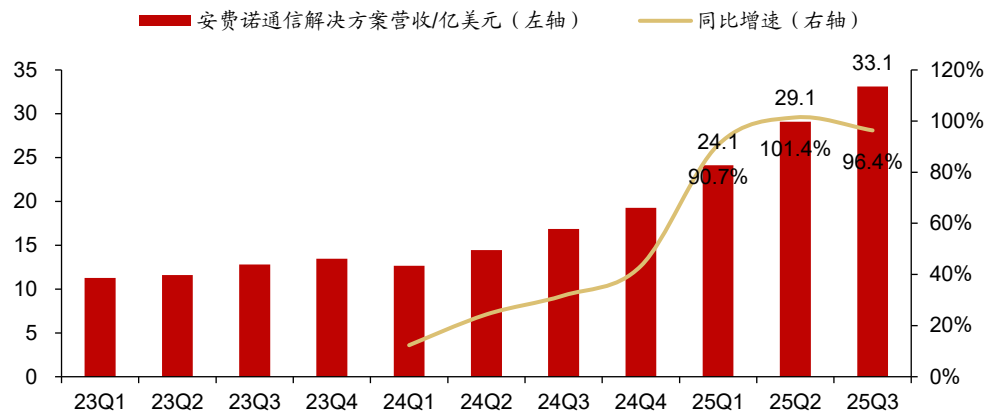
资料来源：Bishop & Associates，中国电子元件行业协会电接插元件分会，浙商证券研究所

通过观察头部企业进展，我们可以看出高速线缆、背板连接器行情启动信号：

1) 海外：2025 年以来，安费诺通信解决方案单季度营收同比均增超 90%，其中 2025 年三季度安费诺该板块营收达 33.1 亿美元，2024 年同期仅为 16.9 亿美元。

2) 国内：华丰科技、立讯精密等亦积极发力高速线缆、背板连接器。①华丰科技：公司高速线模组以 56G、112G 速率为主，224G 高速背板连接器已完成客户验证；截至 2024 年 8 月，公司已投建 6 条高速线模组产线；②立讯精密：截至 2025 年 8 月，公司 224G 高速线缆产品已实现量产，448G 产品也已与多家主流客户展开预研工作。

图 18：2025 年以来，安费诺通信解决方案单季度营收同比均增超 90%



资料来源：安费诺公告，浙商证券研究所

表 9：国内上市公司来看，华丰科技、立讯精密等亦积极发力高速线缆、背板连接器

公司名称	主营业务	近期在高速线缆、连接器方面布局
华丰科技	光、电连接器及线缆组件	【产品】公司高速线模组以 56G、112G 速率为主，224G 高速背板连接器已完成客户验证测试； 【产能】截至 2024 年 8 月，公司已投建 6 条高速线模组产线，包括 4 条高速模组自动生产线和 2 条通用模组自动生产线。
立讯精密	消费电子、汽车、通信等领域零组件、模组及系统集成	【产品】包括 Cable Cartridge 高速背板互连系统、Koolio 共封装铜互连架构、1.6T OSFP DAC 和 AOC 等； 【产能】截至 2025 年 8 月，公司 224G 高速线缆产品已实现量产，448G 产品也已与多家主流客户展开预研工作

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 核心假设与盈利预测

我们将主要分智能组装设备、零部件、其他等三大板块对公司 2025~2027 年业绩展开预测。其中：

1) 智能组装设备板块

营收：综合考虑公司在手订单稳步兑现，并有望持续受益火工品产业链的景气向上，假设 2025~2027 年公司智能组装设备营收分别为 10.4、13.5、17.6 亿元，同比增长 130.0%、30.0%、30.0%；

毛利率：综合考虑公司订单放量后的规模效应，以及行业竞争激烈，假设 2025~2027 年公司智能组装设备毛利率分别为 27.9%、28.9%、28.9%，同比+2.0pct、+1.0pct、持平。

2) 零部件板块

营收：综合考虑公司业务重心在智能组装设备板块，假设 2025~2027 年公司零部件营收分别为 1116、1172、1230 万元，同比均小幅增长 5%；

毛利率：综合考虑行业竞争激烈等因素，假设 2025~2027 年公司零部件毛利率均为 8.2%，同比均持平。

综上所述，我们预计 2025~2027 年公司营收分别为 10.5、13.7、17.7 亿元，同比增长 126.4%、29.7%、29.7%，毛利率分别为 27.8%、28.8%、28.9%。

表 10：公司分业务盈利预测

单位：百万元	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
公司整体						
营业收入	500	569	466	1,055	1,368	1,774
同比增速	19.6%	13.9%	-18.1%	126.4%	29.7%	29.7%
毛利率	18.3%	15.0%	25.8%	27.8%	28.8%	28.9%
营业成本	408	484	346	761	973	1,262
其中：智能组装设备						
营业收入	456	543	453	1,041	1,353	1,759
同比增速	39.9%	19.0%	-16.6%	130.0%	30.0%	30.0%
毛利率	19.9%	16.1%	25.9%	27.9%	28.9%	28.9%
营业成本	365	455	335	750	962	1,250
其中：零部件						
营业收入	41	20	11	11	12	12
同比增速	-53.1%	-50.5%	-47.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	-1.8%	8.6%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
营业成本	42	19	10	10	11	11
其中：其他						
营业收入	2	6	3	3	3	3
同比增速	-39.0%	150.1%	-55.3%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	75.4%	-66.0%	72.3%	72.3%	72.3%	72.3%
营业成本	1	10	1	1	1	1

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

3.2 估值分析

我们预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 1.2、1.7、2.2 亿元，同比增长 346.8%、38.0%、30.6%，三年 CAGR 约为 100%，PE 分别为 38、28、21 倍，与先导智能、博众精工、赛腾股份等定制自动化设备同业均值基本相当，考虑公司持续布局火工品、AI 算力等高成长性板块，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值表（更新日期：2025 年 11 月 14 日）

证券代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE				加权 ROE
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	2024
定制自动化设备行业											
300450.SZ	先导智能	857	2.9	16.1	21.9	26.9	299.7	53.3	39.2	31.8	2.4%
688097.SH	博众精工	142	4.0	5.3	7.0	8.6	35.8	27.0	20.3	16.6	9.2%
603283.SH	赛腾股份	132	5.5	5.1	6.4	8.1	23.8	26.1	20.6	16.4	21.7%
全行业平均			4.1	8.8	11.8	14.5	119.8	35.4	26.7	21.6	11.1%
300836.SZ	佰奥智能	47	0.3	1.2	1.7	2.2	170.8	38.2	27.7	21.2	5.2%

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

备注：除公司外，其余标的盈利预测均来自 Wind 一致预期

4 风险提示

含能材料订单落地缓慢：2024 年公司获取的约 8 亿元含能材料订单若无法及时确认收入，则不仅会对公司营收增长造成较大冲击，亦可能导致较大的减值损失；

AI 业务出海布局不及预期：2025 年公司披露拟在越南设立孙公司以深化 AI 高速线缆及背板连接器相关配套的市场布局，若该业务进展缓慢，则会对公司成长性造成较大冲击。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,055	1,077	1,272	1,528
现金	221	153	198	293
交易性金融资产	85	10	10	10
应收账款	324	399	503	641
其它应收款	3	7	9	11
预付账款	13	17	29	33
存货	373	457	487	505
其他	36	34	36	35
非流动资产	217	199	177	160
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	192	173	154	135
无形资产	13	9	7	5
在建工程	0	0	0	0
其他	13	17	17	21
资产总计	1,272	1,276	1,449	1,688
流动负债	726	598	645	725
短期借款	23	95	64	43
应付款项	269	304	390	500
预收账款	0	0	0	0
其他	433	199	191	182
非流动负债	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0
其他	14	14	14	14
负债合计	739	612	659	739
少数股东权益	0	3	7	9
归属母公司股东权益	532	662	784	940
负债和股东权益	1,272	1,276	1,449	1,688

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	325	(214)	113	166
净利润	27	125	172	223
折旧摊销	17	15	14	14
财务费用	2	(2)	(1)	(5)
投资损失	(1)	(2)	(2)	(3)
营运资金变动	420	(275)	(59)	(64)
其它	(139)	(75)	(12)	1
投资活动现金流	(83)	85	9	10
资本支出	9	9	9	9
长期投资	0	0	0	0
其他	(92)	76	1	1
筹资活动现金流	(53)	61	(77)	(81)
短期借款	(35)	72	(31)	(21)
长期借款	(9)	0	0	0
其他	(9)	(11)	(46)	(60)
现金净增加额	189	(68)	45	94

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	466	1,055	1,368	1,774
营业成本	346	761	973	1,262
营业税金及附加	9	7	9	12
营业费用	14	25	31	41
管理费用	38	62	79	103
研发费用	37	64	82	106
财务费用	2	(2)	(1)	(5)
资产减值损失	(3)	14	18	23
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	3
其他经营收益	13	14	14	14
营业利润	31	139	192	248
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	30	139	191	248
所得税	3	14	19	24
净利润	27	125	172	223
少数股东损益	(0)	3	3	2
归属母公司净利润	27	122	169	221
EBITDA	39	151	204	255
EPS（最新摊薄）	0.30	1.32	1.82	2.38

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-18.11%	126.42%	29.66%	29.73%
营业利润	-	345.20%	37.77%	29.20%
归属母公司净利润	-	346.84%	38.02%	30.61%
获利能力				
毛利率	25.79%	27.84%	28.84%	28.86%
净利率	5.83%	11.87%	12.61%	12.58%
ROE	5.17%	20.45%	23.22%	25.38%
ROIC	3.51%	16.15%	20.13%	22.15%
偿债能力				
资产负债率	58.12%	47.91%	45.43%	43.76%
净负债比率	5.87%	15.61%	9.78%	5.85%
流动比率	1.45	1.80	1.97	2.11
速动比率	0.94	1.04	1.22	1.41
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.83	1.00	1.13
应收账款周转率	1.39	3.00	3.05	3.05
应付账款周转率	1.90	3.70	4.49	4.52
每股指标(元)				
每股收益	0.30	1.32	1.82	2.38
每股经营现金	3.51	-2.31	1.21	1.79
每股净资产	8.31	7.14	8.46	10.14
估值比率				
P/E	170.76	38.22	27.69	21.20
P/B	6.07	7.07	5.97	4.98
EV/EBITDA	62.44	30.58	22.31	17.36

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>