

2025 年 12 月 24 日

凯格精机 (301338.SZ)

投资评级：增持（首次）

——AI 驱动主业高端化提速，新品类打开成长天花板

证券分析师

戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com

联系人

林高凡
lingaofan@huayuanstock.com
唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 12 月 24 日

收盘价 (元)	90.35
一年内最高/最低 (元)	92.50/26.42
总市值 (百万元)	9,613.24
流通市值 (百万元)	5,344.20
总股本 (百万股)	106.40
资产负债率 (%)	41.22
每股净资产 (元/股)	14.72

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **全球锡膏印刷设备龙头，开启 AI 新篇章。**公司主业经营锡膏印刷设备，是 2024 年全球锡膏设备销售额最大的企业，公司成功进入华为、VIVO、苹果等全球头部客户供应链，成为其主力设备供应商。同时，公司积极拓展点胶设备、封装设备和柔性自动化设备，有望进一步提高成长天花板。
- **AI 需求驱动锡膏印刷设备高端化需求提升，公司主业量价齐升。**锡膏印刷机是 SMT 产线必备的自动化精密装备，电子产线中 6 成以上品质缺陷由锡膏印刷环节导致，直接决定了产线良率。AI 大趋势下，电子元器件集成度逐渐提升，对锡膏印刷产品的性能也提出了更高的要求，原先占比较低的高端锡膏印刷产品开始成为下游客户的基础应用要求。公司作为全球锡膏印刷设备龙头，高端产品放量明显，我们预计 III 类设备收入占比将稳步提升。
- **公司新产品多点开花，成长天花板有望进一步抬高。**1) 点胶设备：公司点胶设备主要应用于电子装联环节和半导体制程环节的点胶工序，为原有业务下游工序，目前或处于放量前夕阶段。截至 2025H1，公司点胶设备业务收入占比为 13%，收入同比增长 26%；2) 封装设备：公司产品主要包括 LED 领域固晶机和半导体封装环节固晶机，其中 LED 固晶机市场竞争较为激烈，半导体封装用固晶机处于布局期，预计未来发展空间较大；3) 柔性自动化设备 (FMS)：主要应用于电子装联及组装环节中对应工序的柔性化制造，可帮助客户减少成本，同时实现设备效率最大化。当前公司已研发成功并批量交付 800G 光模块自动化组装线体，并于 2025 年上半年进一步推出 1.6T 光模块自动化组装产品线。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.77/2.21/3.09 亿元，同比增速分别为 151.20%/24.59%/39.83%，当前股价对应的 PE 分别为 54/44/31 倍。我们选取奥普特、卓兆点胶、杰普特为可比公司，对应 2025-2027 年平均 PE 分别为 61/47/37 倍。鉴于公司主业锡膏印刷设备受益于 AI 产业趋势实现产品高端化升级，开拓的点胶和封装设备带来新增长极，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：AI 发展不及预期，新业务开拓不及预期，市场竞争格局恶化**

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	740	857	1,141	1,407	1,747
同比增长率 (%)	-5.04%	15.75%	33.25%	23.30%	24.10%
归母净利润 (百万元)	53	71	177	221	309
同比增长率 (%)	-58.63%	34.12%	151.20%	24.59%	39.83%
每股收益 (元/股)	0.49	0.66	1.66	2.07	2.90
ROE (%)	3.72%	4.81%	11.15%	12.68%	15.79%
市盈率 (P/E)	182.84	136.33	54.27	43.56	31.15

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

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.77/2.21/3.09 亿元，同比增速分别为 151.20%/24.59%/39.83%，当前股价对应的 PE 分别为 54/44/31 倍。我们选取奥普特、卓兆点胶、杰普特为可比公司，对应 2025-2027 年平均 PE 分别为 61/47/37 倍。鉴于公司主业锡膏印刷设备受益于 AI 产业趋势实现产品高端化升级，开拓的点胶和封装设备带来新增长极，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

锡膏印刷设备业务：受益于 AI 产业趋势，SMT 环节使用更高端的锡膏印刷设备，目前处于量价齐升通道，我们预计 2025-2027 年锡膏印刷设备业务收入分别同比增长 46%/30%/30%，毛利率分别为 46%/49%/51%；

封装设备业务：公司积极拓展 LED 领域固晶机和半导体封装环节固晶机，其中 LED 固晶机市场竞争较为激烈，半导体封装用固晶机处于布局期，我们预计 2025-2027 年封装设备业务收入分别同比增长 5%/5%/5%，毛利率分别为 14%/14%/14%；

点胶设备业务：公司积极拓展原有主业的后道环节点胶设备，前期处于投入整合期，2024 年开始该业务板块收入快速增长，我们预计 2025-2027 年点胶设备业务收入分别同比增长 25%/20%/20%，毛利率分别为 31%/30%/30%；

柔性自动化设备业务：该业务板块主要变化来自公司 800G 光模块自动化组装线体被全球知名客户认可，2025 年上半年进一步推出 1.6T 光模块自动化组装产品线，我们预计 2025-2027 年柔性自动化设备业务收入分别同比增长 50%/25%/25%，毛利率分别为 59%/40%/40%。

投资逻辑要点

原有主业锡膏印刷设备受益于 AI 产业趋势对锡膏印刷设备的精度提出更高要求，公司高端 III 类锡膏印刷设备放量，该业务板块处于量价齐升通道；此外，公司新业务涵盖点胶设备、封装设备和柔性自动化设备，系公司原有产业链上下游延伸，客户、技术、人员有望产生明显协同效应，目前或处于业务放量前夕。

核心风险提示

AI 发展不及预期，新业务开拓不及预期，市场竞争格局恶化

内容目录

1. 全球锡膏印刷设备龙头，开启 AI 新篇章	5
2. AI 时代，锡膏印刷设备高端化需求提速	8
2.1. 锡膏印刷设备决定产线良率，AI 化对设备提出更高要求	8
2.2. 卡位全球锡膏印刷设备龙头，受益于高端化放量趋势	10
3. 新产品多点开花，成长天花板有望打开	11
3.1. 点胶设备涉及原有业务下游工序，目前或处于放量前夕阶段	11
3.2. 封装设备涉及 LED 和半导体封装，预计半导体领域前景更佳	13
3.3. FMS 应用成功延伸至光通讯行业，受益于 AI 有望明显放量	15
4. 盈利预测与评级	17
5. 风险提示	19

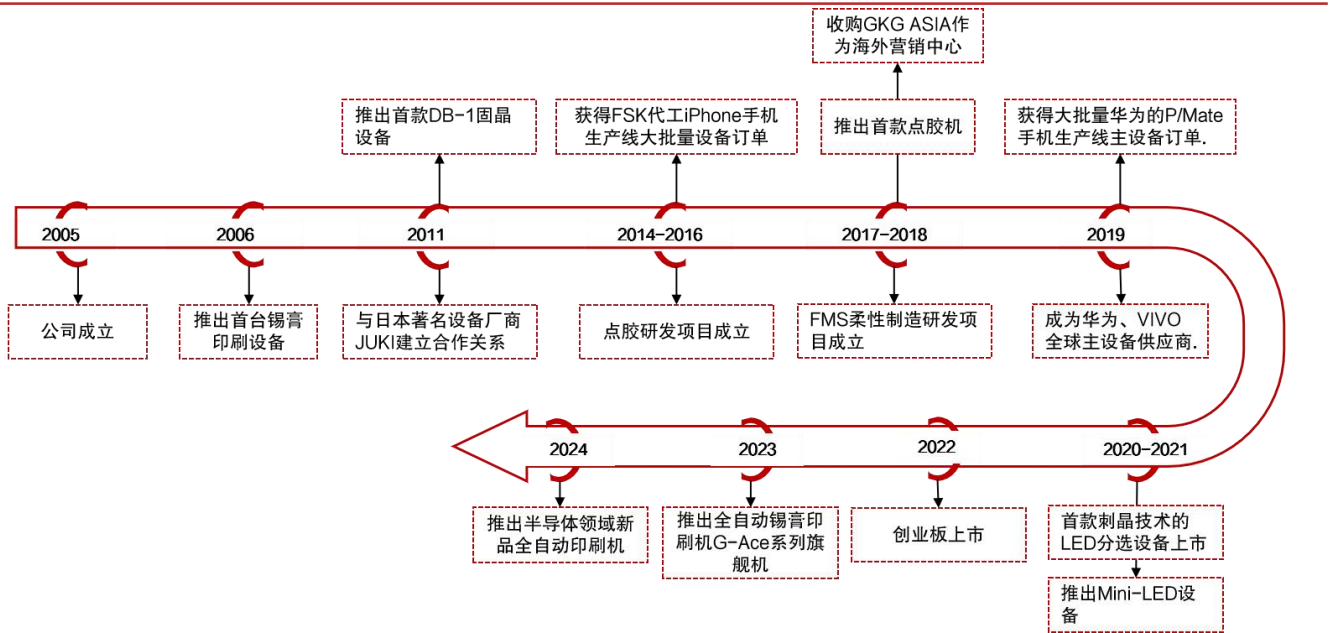
图表目录

图表 1: 凯格精机发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构图.....	6
图表 3: 公司主营产品.....	7
图表 4: 凯格精机营业收入构成.....	7
图表 5: 凯格精机营业收入及同比.....	8
图表 6: 凯格精机归母净利及同比.....	8
图表 7: 凯格精机销售毛利率及净利率.....	8
图表 8: 凯格精机各项费用率.....	8
图表 9: SMT 贴装示意图.....	9
图表 10: THT 通孔示意图.....	9
图表 11: SMT 工序及对应使用设备.....	9
图表 12: 八卡 AI 服务器架构.....	10
图表 13: 高速服务器中 HDI 板.....	10
图表 14: 2020-2024 年全球锡膏印刷设备销售额市场份额（前五名）.....	10
图表 15: 凯格精机锡膏印刷设备产品分类.....	11
图表 16: 点胶工序示意图.....	11
图表 17: 凯格精机点胶设备核心型号.....	12
图表 18: 过去 5 年公司点胶设备收入占比.....	13
图表 19: LED 封装工艺.....	13
图表 20: 半导体封装工艺.....	13
图表 21: 凯格精机封装设备核心型号.....	14
图表 22: LED 显示器件分类情况.....	14
图表 23: LED 主要封装工艺流程.....	15
图表 24: 半导体封装流程.....	15
图表 25: 凯格精机柔性自动化设备核心型号.....	16
图表 26: FMS 产线示意图.....	16
图表 27: 盈利预测关键假设.....	18
图表 28: 可比公司估值表.....	19

1. 全球锡膏印刷设备龙头，开启 AI 新篇章

全球锡膏印刷设备龙头，完善多元化布局。公司成立于2005年，以锡膏印刷设备起家，2006年推出首款锡膏印刷设备，逐步成功切入苹果、华为、VIVO等全球头部客户供应链，成为其主力设备供应商，伴随新客户开拓和原有客户份额提升，公司锡膏印刷设备销售额稳步提升，于2020年成为全球锡膏印刷设备销售额最大的公司，一跃成为行业龙头。在主业发展期间，公司同时进行战略延伸和多元化布局，先后进入点胶设备、LED封装设备、固晶设备和柔性自动化设备等领域。

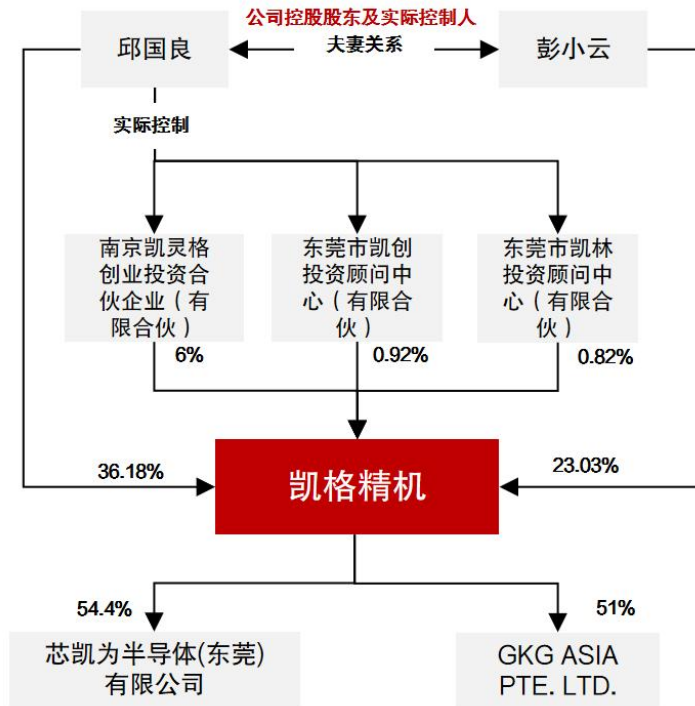
图表 1：凯格精机发展历程



资料来源：凯格精机官网，华源证券研究所

股权结构稳定，员工利益和公司长期发展绑定。公司控股股东及实际控制人为邱国良、彭小云夫妇，邱国良担任公司董事长及董事职务。二人通过其控制的南京凯利格创业投资合伙企业（有限合伙）、东莞市凯创投投资顾问中心（有限合伙）、东莞市凯林投资顾问中心（有限合伙），合计持有60%以上股权。公司2025年10月16日实施第一次股权激励计划，面向高级管理人员和核心技术人员合计69人，授予股份58.65万股，约占激励计划公布日公司股本总额的0.55%，员工利益和公司发展绑定。

图表 2：公司股权结构图



资料来源：Wind，华源证券研究所（注：股东持股比例截至 2025 年三季度报，控股或参股公司比例截至 2025 年中报）

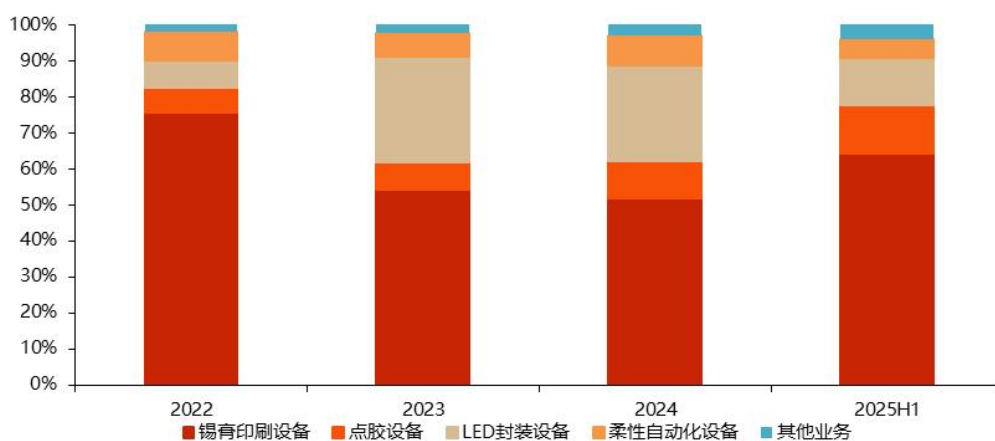
公司拳头产品为锡膏印刷设备，产品品类不断丰富。目前，公司产品涵盖锡膏印刷设备、点胶设备、柔性自动化设备和封装设备。其中，锡膏印刷设备、点胶设备及柔性自动化设备主要应用于电子工业制造领域的电子装联环节，下游应用广泛，可应用于消费电子、汽车电子、网络通讯、医疗器械、航空航天、智能家居等行业的生产制造。封装设备则主要应用于电子工业制造领域的封装环节及半导体封装环节，可应用于 LED 照明及显示器件、半导体芯片封装环节。目前，公司已与富士康、立讯精密、华为、鹏鼎控股、比亚迪、中国中车、海康威视、京东方、木林森等知名企业建立合作关系。面向第三代半导体，公司储备了 SiC 晶圆老化与 KGD 测试分选等关键设备，积极布局新的产品设备。

图表 3：公司主营产品

产品类型	应用领域	功能介绍	产品图例	下游客户
锡膏印刷设备	电子装联领域	适用于电子装联环节SMT工艺中的印刷工序，实现将锡膏或红胶印刷至PCB板上，再自动传送给贴片机进行贴片		富士康、立讯精密、华为、鹏鼎控股、比亚迪、中国中车、海康威视、京东方、木林森等
	半导体先进封装领域	将锡膏/银膏/环氧树脂均匀印刷至焊盘/晶圆表面，进而实现芯片与基板间的电气互联		
点胶设备	电子装联领域	通过将胶水喷射在PCB板或者元器件上，实现电子元器件与PCB板的固定、粘合、封装及填充，具有防水、防尘、散热、防震、保护等作用		
	半导体制程环节	用于晶体管、集成电路等器件的封装和保护。保证涂覆胶水的均匀性和一致性，避免器件受到损伤或腐蚀		
柔性自动化设备	电子装联领域	主要应用于电子装联及组装环节中对应工序的柔性化制造		
封装设备	LED及半导体封装环节	固晶设备是一种将裸芯片从晶圆转移至载具基板/引线框架上并实现芯片的固定或粘合的自动化设备，公司目前同时掌握Pick & Place和刺晶两种技术路线		

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：凯格精机营业收入构成

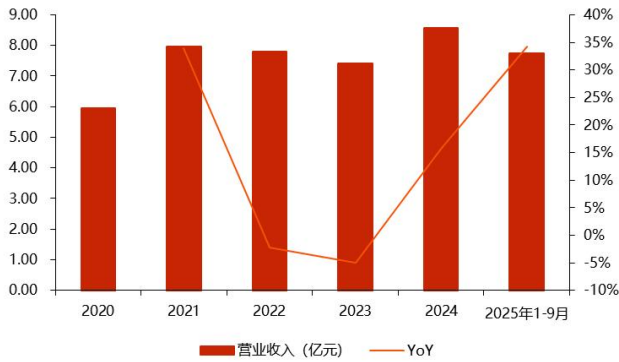


资料来源：公司公告，华源证券研究所

营收增长与利润改善并进，公司进入恢复上行周期。公司上市以来，2022-2024 年收入平均复合增速 5%，利润受终端需求影响有所波动。2023 年，公司收入利润均有所承压，收入下行主要原因是终端消费电子市场疲软导致下游企业在设备投资上趋于谨慎保守，减少或延缓了相关设备的投资，公司产品出货量有所下降；利润下行主要因为下游电子制造企业推行降本战略，降本压力传导至设备厂商，使得产品销售价格有所下降，导致公司的毛利率出现一定程度的下滑。2024 年，公司实现营业收入 8.57 亿元，同比增长 15.75%，归母净利润

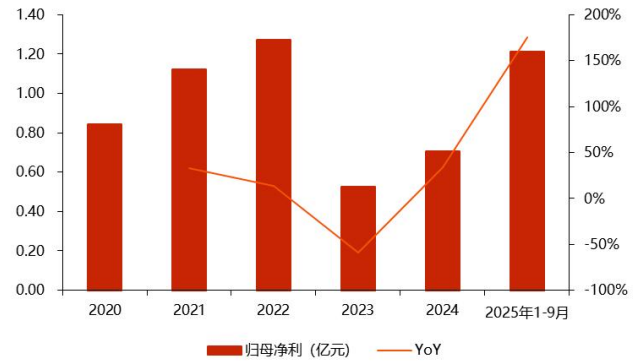
恢复至 0.71 亿元，同比增长 34%，扭转了 2023 年下滑趋势。2025 年，受益于 AI 产业趋势下锡膏印刷设备出货数量增加以及结构中高端锡膏印刷设备占比提升公司业绩开始提速，前三季度收入同比增长 34%至 7.75 亿元，归母净利润同比大幅增长 175%，目前公司盈利能力仍在上行通道，有望步入增长新周期。

图表 5：凯格精机营业收入及同比



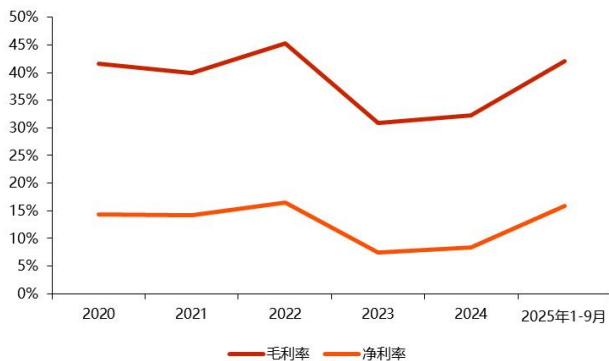
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：凯格精机归母净利润及同比



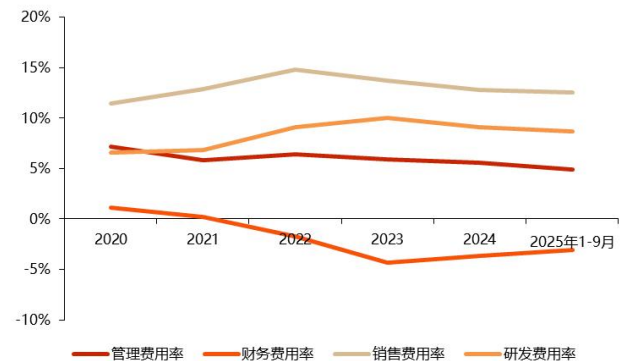
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：凯格精机销售毛利率及净利率



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：凯格精机各项费用率



资料来源：Wind，华源证券研究所

2. AI 时代，锡膏印刷设备高端化需求提速

2.1. 锡膏印刷设备决定产线良率，AI 化对设备提出更高要求

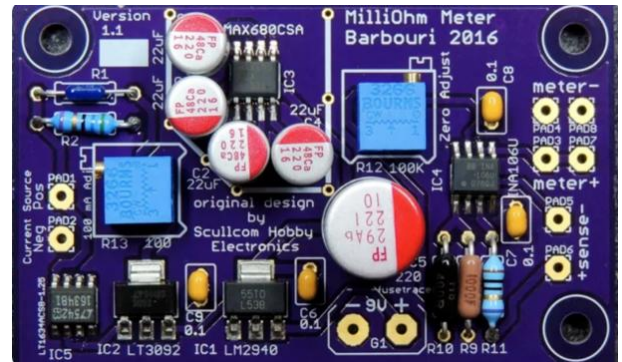
电子装联行业分为 SMT 和 THT，公司产品主要聚焦 SMT。电子装联是指将电子元器件、PCB 板、导线、连接器等零部件根据设定的电气工程模型，进行装配和电气连通的制造过程，依据工艺路线不同，可分为表面贴装技术（SMT）及通孔插装技术（THT）等，公司产品主要应用于 SMT。

图表 9：SMT 贴装示意图



资料来源：ICT 百科，华源证券研究所

图表 10：THT 通孔示意图



资料来源：ICT 百科，华源证券研究所

锡膏印刷机是 SMT 产线必备的自动化精密装备,电子产线中 6 成以上品质缺陷由锡膏印刷环节导致。锡膏印刷设备通过将锡膏印刷至 PCB 上,进而实现电子元器件与 PCB 裸板的固定粘合及电气信号连接,其中电子产线生产过程中六成以上的品质缺陷是由于锡膏印刷环节缺陷导致的。

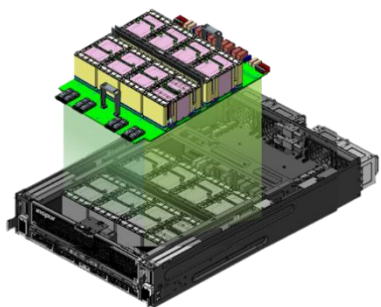
图表 11：SMT 工序及对应使用设备

主要工序	工序内容	使用设备
上料	将料框内存储的电路板传送进印刷设备	上料设备
印刷	①将 PCB 裸板上的焊点与钢网开孔对齐②通过刮刀推动锡膏滚动填充钢网孔壁③完成 PCB 焊点的锡膏填充④钢网与 PCB 裸板分离,锡膏被印刷定形于焊点上	锡膏印刷设备
检测	通过 SPI,检测对应电路板焊盘上锡膏的高度、体积、面积、偏移等	印刷检测设备
贴片	通过贴片设备将元器件贴装在对应电路板的焊点上	贴片设备
检测	通过 AOI 检测贴片设备,贴装的元件正负极、位置等	贴片检测设备
回流焊	通过回流焊,焊接线路板与元器件的电极/焊盘进行连接	回流焊炉
点胶	通过点胶设备,喷射胶水在对应焊接后的元器件表层或底部	点胶设备
检测	通过 AOI 检测电路板焊接及涂胶情况	成品检测设备
下料	通过下料设备,收取完成工序的电路板	下料设备

资料来源：公司公告，华源证券研究所

AI 产品的电子元器件集成度逐渐提升,高端锡膏印刷产品成为基础应用要求。随着电子产品和 LED 显示器件发展逐渐小型化、轻薄化,PCB 表面组装的电子元器件集成度越来越高,SMT 随之蓬勃发展。与之对应的,锡膏印刷设备具备高精度化、高智能化、高稳定性已成为基础应用要求,这导致原先占比较低的高端锡膏印刷产品需求不断提升。

图表 12: 八卡 AI 服务器架构



资料来源: Open Compute Project (Dirk Van Slyke), 华源证券研究所

图表 13: 高速服务器中 HDI 板

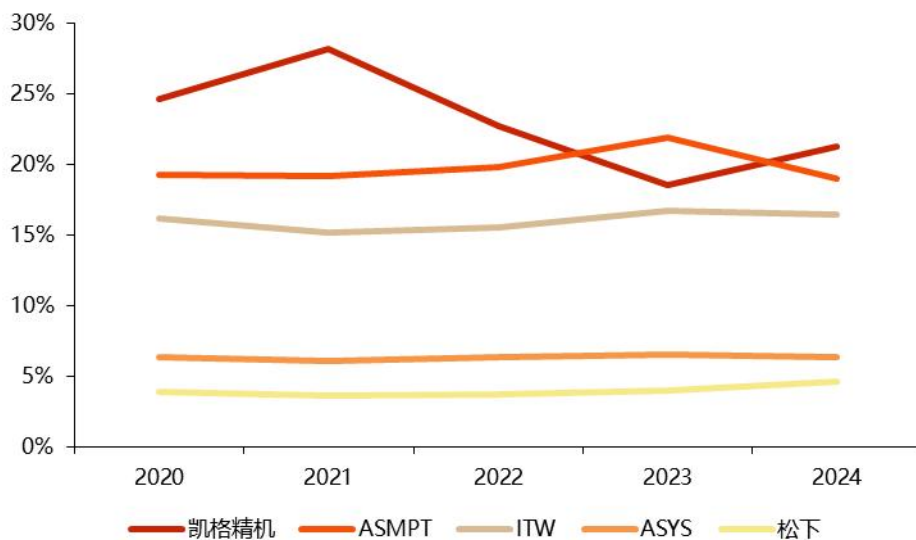


资料来源: Highleap Electronic 官网, 华源证券研究所

2.2. 卡位全球锡膏印刷设备龙头，受益于高端化放量趋势

公司锡膏印刷设备已然处于全球龙头地位。凯格精机锡膏印刷产品 (GKG) 与 ASMPT、ITW、ASYS、松下等品牌在全球范围内进行竞争，经过多年的发展，公司锡膏印刷设备销售额于 2020 年居于全球第一，成为名副其实的全球锡膏印刷设备龙头。

图表 14: 2020-2024 年全球锡膏印刷设备销售额市场份额 (前五名)



资料来源: QYResearch, 华源证券研究所

公司高端锡膏印刷设备放量明显，单价和毛利更高。公司锡膏印刷产品分为三类，其中 III 类产品精度最高，可用于 AI 服务器等高端终端场景。根据招股说明书，2021 年 I 类锡膏印刷设备单价 10.09 万/台，毛利率 31.73%，收入占比 35%；II 类单价 22.31 万/台，毛利率 47.5%，收入占比 60%；III 类单价 40.94 万/台，毛利率为 64.49%，收入占比 5%。近年来，随着 AI 终端放量，公司产品结构变化明显，我们预计 III 类设备收入占比正稳步提升。

图表 15：凯格精机锡膏印刷设备产品分类

类别	代表性产品	印刷精度	可印刷最大产品的尺寸	终端应用领域
I 类	G5 及其衍生系列	英制 0201 (0.6*0.3mm)，即 常规精度	400*340mm	家电、路由器 等产品
II 类	GT++、GTmini 及 其衍生系列	公制 M03015 (0.3*0.15mm)， 即高精度	510*510mm/430*430mm/250* 300mm	手机、电脑等 智能移动终 端
III 类	P 型号及其衍生系 列	英制 0201 (0.6*0.3mm)/英制 01005 (0.4*0.2mm)，即 较高精度	最大长度为 850mm-1,500mm	数据中心、5G 类等服务器、 基站等通信 类产品及 LED 行业产 品

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 新产品多点开花，成长天花板有望打开

3.1. 点胶设备涉及原有业务下游工序，目前或处于放量前夕阶段







公司拓展原有业务下游工序至点胶设备领域。公司点胶设备主要应用于电子装联环节和半导体制程环节的点胶工序。电子装联环节主要是通过将胶水喷射在 PCB 板或者元器件上，实现电子元器件与 PCB 板的固定、粘合、包封及填充，具有防水、防尘、散热、防震、保护等作用，为电子装联的基础生产工序之一，对产品的品质、寿命等具有重要影响。此外，公司半导体点胶设备主要应用于晶体管、集成电路等器件的封装和保护。半导体行业对品质和可靠性要求极高，要求点胶机能够保证涂覆胶水的均匀性和一致性，避免器件受到损伤或腐蚀。

图表 16：点胶工序示意图

主要工序	使用设备
上料	上料设备
印刷	锡膏印刷设备
检测	印刷检测设备
贴片	贴片设备
检测	贴片检测设备
回流焊	回流焊炉
点胶	点胶设备
检测	成品检测设备
下料	下料设备

资料来源：公司公告，华源证券研究所

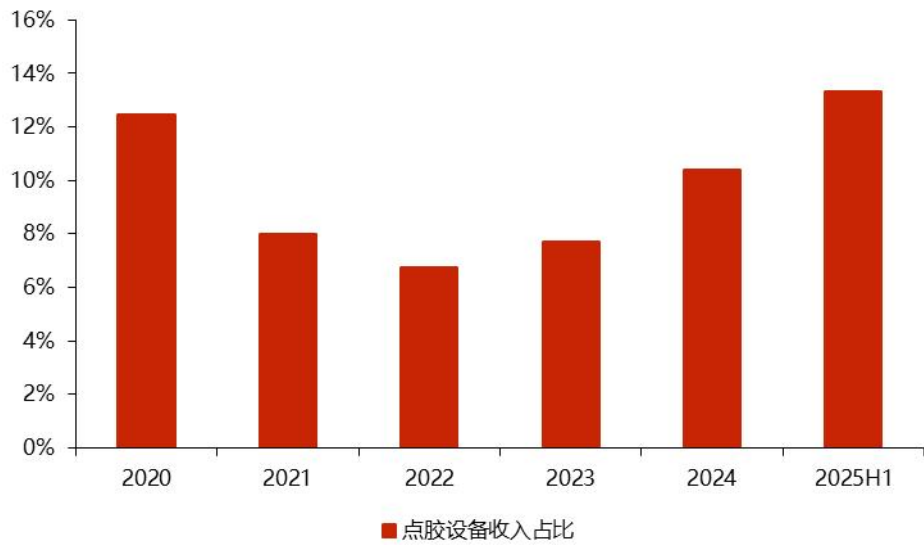
图表 17: 凯格精机点胶设备核心型号

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

资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司点胶设备业务或处于放量前夕阶段。2024 年公司点胶设备收入实现放量增长，同比增长 56%，主要系技术的沉淀、产品的升级增强了点胶设备的核心竞争力，公司充分发挥在电子装联行业的品牌影响力及客户协同效应，市场占有率得到稳步提升。截至 2025H1，公司点胶设备业务收入占比为 13%，收入同比增长 26%，目前该设备业务处于稳步增长态势。

图表 18：过去 5 年公司点胶设备收入占比

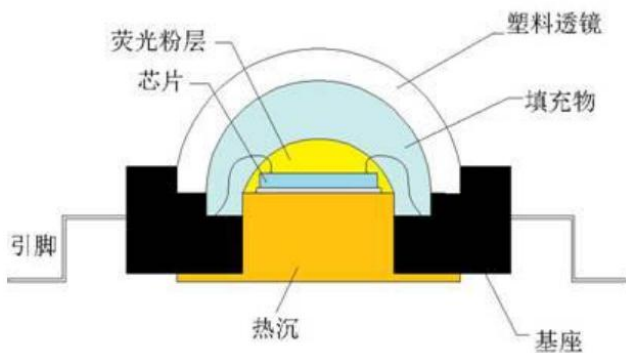


资料来源：Wind，华源证券研究所

3.2. 封装设备涉及 LED 和半导体封装，预计半导体领域前景更佳

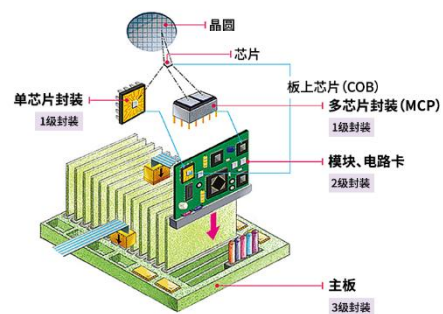
公司的封装设备主要应用于 LED 和半导体封装环节的固晶工序，固晶设备是一种将裸芯片从晶圆转移至载具基板/引线框架上并实现芯片的固定或粘合的自动化设备，公司同时掌握了 Pick & Place 和刺晶两种技术路线。公司当前封装设备覆盖从高精度半导体封装到新型显示封装领域。公司核心产品型号有：用于半导体封装及共晶工艺的高精度固晶机（GD200、GD612 系列）、面向 Mini LED 直显和背光等多场景的 GDM 系列，以及适配 Mini LED 商用显示领域的 GD-S20 系列。

图表 19：LED 封装工艺




资料来源：新能源网，华源证券研究所

图表 20：半导体封装工艺



资料来源：SK 海力士官网，华源证券研究所

图表 21：凯格精机封装设备核心型号

产品名称	产品图示	应用领域
GD200系列半导体高精度固晶机		适用于半导体领域（QFN、DFN、SMA、SOD、卷式SIM）、共晶工艺（车规级贴装、光通讯贴装、COB大功率）等产品应用。
GD612高精密固晶机		适用于半导体领域、QFN、DFN等多种晶粒/芯片类的产品固晶。
GDM系列固晶设备		适用于Mini LED直显、Mini LED背光及COB、COG（玻璃基）、MIP多合一等产品应用。
GD-S20系列固晶设备		Mini LED商用显示领域，满足COB/MIP/COG三种主流技术路线，固晶UPH：240K/H-270K/H，设备集成多层轨道、普通顶针、自动定位、低功耗焊头等技术，帮助客户实现降本增效。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

LED 固晶机国产化率高，竞争较为激烈。LED 显示器件可分为普通 LED、小间距 LED、Mini LED 和 Micro LED。近年来小间距 LED、Mini LED 显示器件凭借较好的显示性能和规模化制造逐步成熟的优势，渗透率逐步提高，以其为代表的新兴 LED 显示市场取得快速发展。目前，我国 LED 固晶机已基本实现国产化，国产固晶机的速度和精度已经达到甚至超过进口同种设备的水平，LED 固晶机的国产化达到 90%以上，竞争相对比较激烈。

图表 22：LED 显示器件分类情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

LED 固晶机持续迭代升级可提高良率并降低生产成本。随着芯片尺寸的不断缩小，面板上单位面积的 LED 芯片用量急剧增加，升级封装工艺段设备的性能和保证封装良率属于行业降本的重要环节之一。当前可通过缩小 LED 芯片尺寸、提升点测分选效率、芯片降价等方式降低成本，其中通过升级封装工艺设备可以提高点测分选效率以达到降本目的。行业中，特

别是 Mini/Micro LED 显示器件的封装过程中,固晶设备、印刷设备是实现 LED 芯片巨量转移、提升作业速度和产品良率的核心设备,也是显示器件量产的关键设备。

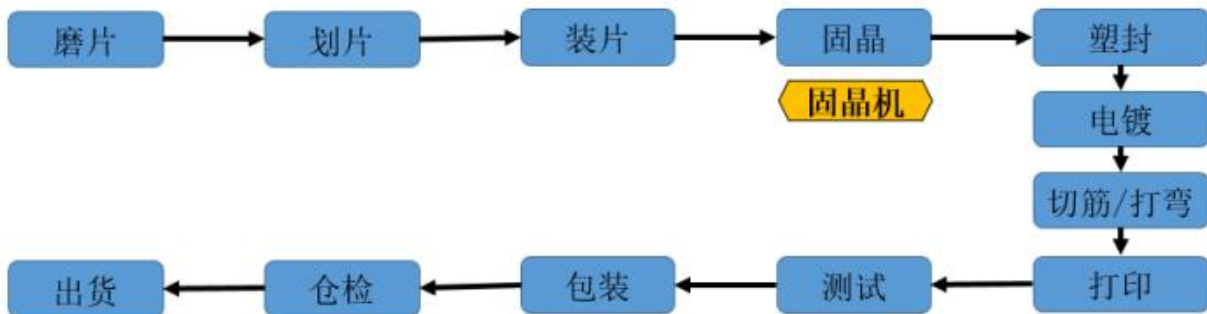
图表 23: LED 主要封装工艺流程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

固晶设备占半导体封装环节价值量较高且国产化率低,未来前景广阔。半导体设备可以分为晶圆制造设备、封装设备和测试设备,半导体封装属于半导体制程中的后道环节。封装设备约占整体半导体设备份额的 6%,主要包括减薄机、划片机、固晶机(装片工序)、焊线机(键合工序)、电镀设备等,其中价值量占比最高的为固晶机和焊线机,占比各为 28%。目前,半导体封装用固晶机国产化比例较低,不足 10%,未来国产化空间较大,公司正积极拓展半导体领域,并陆续在突破关键客户。

图表 24: 半导体封装流程



资料来源：新益昌公司公告，华源证券研究所

3.3. FMS 应用成功延伸至光通讯行业, 受益于 AI 有望明显放量

公司柔性自动化设备(FMS)主要应用于电子装联及组装环节中对应工序的柔性化制造。柔性自动化设备将电子装联工序分为通用部分和特定功能部分,其中通用部分为 FMS 平台,特定功能部分通常是运输模块、操作模块、功能模块、上料模块的组合。通过通用部分与特定功能部分的灵活组合,实现不同的功能,从而达到柔性制造的目的。

图表 25: 凯格精机柔性自动化设备核心型号



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

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

图表 26: FMS 产线示意图



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

FMS 成功开拓光通讯行业应用场景, 受益于 AI 有望明显放量。2024 年公司成功研发推出 800G 光模块自动化线体, 并获得全球知名客户认可, 2025 年进一步推出 1.6T 光模块自

动化线体。伴随 AI 快速发展，光模块的需求激增，自动化需求迫在眉睫，公司在光模块自动化线体的布局或将迎来较好增长机遇。

4. 盈利预测与评级

我们对公司主要预测如下：

锡膏印刷设备业务：受益于 AI 产业趋势，SMT 环节使用更高端的锡膏印刷设备，目前处于量价齐升通道，我们预计 2025-2027 年锡膏印刷设备业务收入分别同比增长 46%/30%/30%，毛利率分别为 46%/49%/51%；

封装设备业务：公司积极拓展 LED 领域固晶机和半导体封装环节固晶机，其中 LED 固晶机市场竞争较为激烈，半导体封装用固晶机处于布局期，我们预计 2025-2027 年封装设备业务收入分别同比增长 5%/5%/5%，毛利率分别为 14%/14%/14%；

点胶设备业务：公司积极拓展原有主业的后道环节点胶设备，前期处于投入整合期，2024 年开始该业务板块收入快速增长，我们预计 2025-2027 年点胶设备业务收入分别同比增长 25%/20%/20%，毛利率分别为 31%/30%/30%；

柔性自动化设备业务：该业务板块主要变化来自公司 800G 光模块自动化组装线体被全球知名客户认可，2025 年上半年进一步推出 1.6T 光模块自动化组装产品线，我们预计 2025-2027 年柔性自动化设备业务收入分别同比增长 50%/25%/25%，毛利率分别为 59%/40%/40%。

图表 27：盈利预测关键假设

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	740.02	856.6	1141	1407	1747
YoY	-5%	16%	33%	23%	24%
营业成本	511	580.71	685	835	992
毛利率	31%	32%	40%	41%	43%
(1)锡膏印刷设备					
收入占比	54%	52%	57%	60%	63%
收入	401.62	444.26	649	844	1097
YoY	-32%	11%	46%	30%	30%
成本	235.91	265.1	349	433	536
毛利率	41%	40%	46%	49%	51%
(2)点胶设备					
收入占比	8%	10%	10%	9%	9%
收入	56.99	88.83	111	133	160
YoY	8%	56%	25%	20%	20%
成本	35.91	58.88	77	93	112
毛利率	37%	34%	31%	30%	30%
(3)LED 封装设备					
收入占比	29%	27%	21%	18%	15%
收入	216.34	228.71	240	252	265
YoY	264%	6%	5%	5%	5%
成本	204.21	197.26	205	216	226
毛利率	6%	14%	14%	14%	14%
(4)柔性自动化设备					
收入占比	6%	8%	9%	9%	10%
收入	47.46	70.98	106	133	166
YoY	-24%	50%	50%	25%	25%
成本	30.03	51.94	44	80	100
毛利率	37%	27%	59%	40%	40%
(5)其他业务					
收入占比	2%	3%	3%	3%	3%
收入	17.61	23.83	35	45	59
YoY	13%	35%	46%	30%	30%
成本	4.94	7.54	10	13	17
毛利率	72%	68%	71%	71%	71%

资料来源：Wind，华源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.77/2.21/3.09 亿元，同比增速分别为 151.20%/24.59%/39.83%，当前股价对应的 PE 分别为 54/44/31 倍。我们选取奥普特、卓点胶、杰普特为可比公司，对应 2025-2027 年平均 PE 分别为 61/47/37 倍。鉴于公司主业锡膏印刷设备受益于 AI 产业趋势实现产品高端化升级，开拓的点胶和封装设备带来新增长极，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 28：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价			EPS			PE			PB
		2025-12-24	25E	26E	27E	25E	26E	27E			
688686.SH	奥普特	118.71	1.63	2.10	2.64	73.10	56.55	44.93	4.71		
688025.SH	杰普特	139.85	2.61	3.78	5.15	53.64	36.99	27.16	6.03		
920026.BJ	卓兆点胶	35.25	0.64	0.75	0.94	54.94	47.03	37.43	4.72		
	平均					60.56	46.86	36.51	5.15		
301338.SZ	凯格精机	90.35	1.66	2.07	2.90	54.27	43.56	31.15	6.05		

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为元，EPS 单位为元/股，可比公司预测值来自 ifind 一致预期，凯格精机盈利预测来自华源证券研究所。

5. 风险提示

AI 发展不及预期：若 AI 发展低于预期，将影响锡膏印刷设备高端产品使用量，可能影响整体出货量和设备均价。

新业务开拓不及预期：公司积极布局的点胶设备、封装设备和柔性自动化设备，涉及客户、技术、人员协同，若下游业务开拓不及预期，无法消化前期的开支，可能影响公司整体利润率水平。

市场竞争格局恶化：点胶设备和封装设备领域的参与者较多，若同行采用价格战等方式获得市场份额，或对公司新业务拓展不利。

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	856	1,045	1,175	1,356
应收票据及账款	237	342	422	524
预付账款	4	8	10	13
其他应收款	4	3	4	5
存货	468	534	651	773
其他流动资产	230	235	237	240
流动资产总计	1,800	2,168	2,499	2,910
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	61	63	70	75
在建工程	24	24	20	15
无形资产	14	19	29	44
长期待摊费用	4	6	8	8
其他非流动资产	412	228	235	235
非流动资产合计	515	340	361	377
资产总计	2,315	2,509	2,860	3,287
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	621	669	815	967
其他流动负债	191	210	257	311
流动负债合计	811	878	1,072	1,278
长期借款	1	1	1	1
其他非流动负债	16	16	16	16
非流动负债合计	17	17	17	16
负债合计	829	895	1,088	1,295
股本	106	106	106	106
资本公积	960	960	960	960
留存收益	399	522	674	888
归属母公司权益	1,466	1,588	1,741	1,955
少数股东权益	21	25	31	38
股东权益合计	1,487	1,613	1,772	1,993
负债和股东权益合计	2,315	2,509	2,860	3,287

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	72	156	201	291
折旧与摊销	10	12	15	19
财务费用	-31	-26	-30	-35
投资损失	-7	-6	-6	-6
营运资金变动	-168	-113	-8	-23
其他经营现金流	44	223	25	25
经营性现金净流量	-81	246	196	270
投资性现金净流量	-46	-29	-29	-29
筹资性现金净流量	-25	-29	-38	-61
现金流量净额	-150	189	130	181

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	857	1,141	1,407	1,747
营业成本	581	685	835	992
税金及附加	6	8	10	12
销售费用	110	146	180	223
管理费用	47	63	78	97
研发费用	78	108	133	165
财务费用	-31	-26	-30	-35
资产减值损失	-13	0	0	0
信用减值损失	-5	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	7	6	6	6
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	17	19	19	19
营业利润	72	182	227	317
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	72	182	227	317
所得税	0	1	1	1
净利润	72	181	226	316
少数股东损益	1	4	5	8
归属母公司股东净利润	71	177	221	309
EPS(元)	0.66	1.66	2.07	2.90

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	15.75%	33.25%	23.30%	24.10%
营业利润增长率	36.68%	153.73%	24.62%	39.87%
归母净利润增长率	34.12%	151.20%	24.59%	39.83%
经营现金流增长率	-559.65%	403.34%	-20.45%	37.97%
盈利能力				
毛利率	32.21%	39.95%	40.65%	43.22%
净利率	8.36%	15.90%	16.07%	18.11%
ROE	4.81%	11.15%	12.68%	15.79%
ROA	3.05%	7.06%	7.72%	9.39%
估值倍数				
P/E	136.33	54.27	43.56	31.15
P/S	11.22	8.42	6.83	5.50
P/B	6.56	6.05	5.52	4.92
股息率	0.22%	0.57%	0.71%	0.99%
EV/EBITDA	48	51	40	28

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）。