

凯格精机（301338）

2025 年业绩预告点评：25 年利润同比高增，看好产品结构改善带来盈利能力提升 买入（维持）

2026 年 02 月 01 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 钱尧天

执业证书：S0600524120015

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 陶泽

执业证书：S0600125080004

taoz@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|--------|----------|----------|----------|
| 营业总收入（百万元） | 740.02 | 856.60 | 1,190.15 | 1,941.07 | 2,639.93 |
| 同比（%） | (5.04) | 15.75 | 38.94 | 63.09 | 36.00 |
| 归母净利润（百万元） | 52.58 | 70.52 | 192.01 | 398.44 | 601.00 |
| 同比（%） | (58.63) | 34.12 | 172.29 | 107.51 | 50.84 |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.49 | 0.66 | 1.80 | 3.74 | 5.65 |
| P/E（现价&最新摊薄） | 253.57 | 189.06 | 69.43 | 33.46 | 22.18 |

投资要点

■ 事件：公司发布 2025 年度业绩预告

2026 年 1 月 30 日公司发布 2025 年业绩预告。公司预计 2025 年实现归母净利润 1.65-2.07 亿元，同比+134%~+194%，中值 1.86 亿元，同比+164%；预计实现扣非归母净利润 1.60-2.02 亿元，同比+152%~+218%，中值 1.81 亿元，同比+185%。公司全年业绩实现较快增长，主要受益于 AI 算力建设需求爆发，服务器代工厂 CAPEX 有较大幅度增长，对公司锡膏印刷设备需求快速提升。2025 年度公司毛利率相对较高的部分产品销售额增加，产品结构有所优化。

根据公司业绩预告，预计 2025 单 Q4 公司实现归母净利润 0.44-0.86 亿元，中值 0.65 亿元，同比+150%；预计 2025 单 Q4 实现扣非归母净利润 0.44-0.86 亿元，中值 0.65 亿元，同比+160%。

■ AI 算力建设加速，锡膏印刷设备高端化带动盈利能力提升

PCB 与 PCBA 环节存在天然的高度绑定关系，PCB 产能扩张的节奏往往会同步带动 PCBA 加工环节的产能跟进。工业富联、华勤技术这类布局服务器代工、PCBA 加工的企业正加速扩产：工业富联、华勤技术 2025 年 CAPEX 预计同比持续高增。这类厂商的积极扩产，将直接带动 SMT 产线的配套需求，而锡膏印刷设备作为 PCBA 生产核心工序的关键设备，其市场需求也将随之迎来增长。

用于 AI 算力服务器的锡膏印刷设备以 III 类设备为主，III 类设备相比 I、II 类设备单价提升较大，2024 年 III 类设备毛利率高达 65%，远高于 I 类设备的 32%。

■ 光模块海外扩产加速，柔性自动化设备 0-1 放量

面对东南亚劳动力技能不足及人员流动性高的问题，叠加 1.6T 产品对耦合精度和生产良率的严苛要求，组装产线自动化已成刚需。自动化组装市场目前处于从无到有的“0-1”爆发初期，增量空间巨大。公司的光模块自动组装线是业内首个实现 400G/800G/1.6T 光模块组装段全自动化方案。公司已成功向海外客户交付 800G 及 1.6T 光模块自动化组装产线，并同步推进与国内客户的项目对接，有望在 26 年为公司贡献利润增量。

■ **盈利预测与投资评级：**当前 AI 算力需求爆发，带动公司高端锡膏印刷设备销售高增，公司业绩进入加速兑现阶段。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.9/4.0/6.0 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 69/33/22x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济波动风险，新领域技术验证不及预期风险，算力服务器需求不及预期风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 125.30 |
| 一年最低/最高价 | 26.42/136.88 |
| 市净率(倍) | 8.51 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,411.49 |
| 总市值(百万元) | 13,331.92 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 14.72 |
| 资产负债率(%，LF) | 41.22 |
| 总股本(百万股) | 106.40 |
| 流通 A 股(百万股) | 59.15 |

相关研究

《凯格精机(301338)：锡膏印刷龙头受益于算力建设，光模块设备打造新增长极》

2026-01-27

凯格精机三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 1,800 | 2,466 | 3,488 | 4,622 | 营业总收入 | 857 | 1,190 | 1,941 | 2,640 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,081 | 1,790 | 2,566 | 3,555 | 营业成本(含金融类) | 581 | 670 | 1,030 | 1,350 |
| 经营性应收款项 | 241 | 213 | 271 | 290 | 税金及附加 | 6 | 8 | 14 | 18 |
| 存货 | 468 | 455 | 641 | 764 | 销售费用 | 110 | 150 | 241 | 317 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 47 | 58 | 91 | 119 |
| 其他流动资产 | 9 | 9 | 11 | 13 | 研发费用 | 78 | 107 | 184 | 264 |
| 非流动资产 | 515 | 636 | 704 | 723 | 财务费用 | (31) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 17 | 18 | 29 | 40 |
| 固定资产及使用权资产 | 61 | 59 | 58 | 57 | 投资净收益 | 7 | 10 | 16 | 21 |
| 在建工程 | 24 | 44 | 64 | 84 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 14 | 14 | 14 | 14 | 减值损失 | (18) | (28) | (19) | (19) |
| 商誉 | 6 | 6 | 6 | 6 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 4 | 4 | 4 | 4 | 营业利润 | 72 | 196 | 407 | 613 |
| 其他非流动资产 | 406 | 508 | 558 | 558 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2,315 | 3,102 | 4,192 | 5,345 | 利润总额 | 72 | 196 | 407 | 613 |
| 流动负债 | 811 | 1,448 | 2,247 | 2,964 | 减:所得税 | 0 | 1 | 2 | 3 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 1 | 1 | 1 | 1 | 净利润 | 72 | 195 | 405 | 610 |
| 经营性应付款项 | 621 | 1,116 | 1,717 | 2,251 | 减:少数股东损益 | 1 | 3 | 6 | 9 |
| 合同负债 | 100 | 238 | 388 | 528 | 归属母公司净利润 | 71 | 192 | 398 | 601 |
| 其他流动负债 | 89 | 93 | 141 | 184 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.66 | 1.80 | 3.74 | 5.65 |
| 非流动负债 | 17 | 19 | 19 | 19 | EBIT | 33 | 196 | 407 | 613 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 43 | 202 | 413 | 620 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 32.21 | 43.71 | 46.92 | 48.85 |
| 租赁负债 | 1 | 1 | 1 | 1 | 归母净利率(%) | 8.23 | 16.13 | 20.53 | 22.77 |
| 其他非流动负债 | 16 | 18 | 18 | 18 | 收入增长率(%) | 15.75 | 38.94 | 63.09 | 36.00 |
| 负债合计 | 829 | 1,467 | 2,266 | 2,983 | 归母净利润增长率(%) | 34.12 | 172.29 | 107.51 | 50.84 |
| 归属母公司股东权益 | 1,466 | 1,611 | 1,896 | 2,323 | | | | | |
| 少数股东权益 | 21 | 24 | 30 | 39 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 1,487 | 1,635 | 1,926 | 2,362 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 2,315 | 3,102 | 4,192 | 5,345 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 重要财务与估值指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | (81) | 878 | 956 | 1,175 | 每股净资产(元) | 13.78 | 15.14 | 17.82 | 21.83 |
| 投资活动现金流 | (46) | (115) | (59) | (4) | 最新发行在外股份(百万股) | 106 | 106 | 106 | 106 |
| 筹资活动现金流 | (25) | (56) | (120) | (181) | ROIC(%) | 2.27 | 12.47 | 22.69 | 28.43 |
| 现金净增加额 | (150) | 708 | 776 | 990 | ROE-摊薄(%) | 4.81 | 11.92 | 21.01 | 25.87 |
| 折旧和摊销 | 10 | 6 | 6 | 7 | 资产负债率(%) | 35.79 | 47.30 | 54.06 | 55.81 |
| 资本开支 | (23) | (25) | (25) | (25) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 189.06 | 69.43 | 33.46 | 22.18 |
| 营运资本变动 | (168) | 660 | 541 | 561 | P/B (现价) | 9.09 | 8.27 | 7.03 | 5.74 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>