

新益昌(688383)

报告日期: 2026年05月04日

结构优化调整完成, 新兴领域多点开花

——新益昌深度报告

投资要点

- **新益昌以固晶技术平台为核心, 业务正由传统 LED 固晶设备向半导体与新型显示高端装备持续外延。**

公司主营智能制造装备, 核心竞争力并不局限于单一机型, 而是围绕高精度运动控制、视觉识别、工艺算法、核心零部件自研及工艺适配能力形成了较强的平台化积累。当下主营业务已经由 LED 固晶设备, 逐步延伸至半导体固晶&封装前道、Mini/Micro LED 高级固晶、检测、新型显示相关装备以及电容器、锂电自动化生产设备, 业务边界持续拓宽。对高端专用设备企业而言, 平台化能力的价值不仅在于短期某一产品放量, 而在于能否在下游技术路线升级时持续承接新工艺、新场景和新客户需求, 公司当前已经具备这种由单点设备向多场景高附加值装备扩张的基础。

- **Mini LED 直显逐渐进入商业甜蜜点, 一体机在大型会议室、影音室进入高速渗透期, 我们预测 2030 年渗透率可能提升至 20%, 在此类需求逐渐放量的假设条件下, 未来几年里, 固晶机设备行业, 全球每年的采购需求可望达到 70 亿元。**

LED 小间距直显行业当前的核心变化, 不再只是显示终端从户外走向室内, 而是由专业显示向会议显示、商业展示、舞台租赁、虚拟拍摄、沉浸式空间和高端一体机等更多场景持续扩展, 我们推测: 单全球大型各种商用与家用的会议室、影音室、会客室的需求在 2030 年将可能达到 1160 万台, 对应每年的固晶设备采购需求可能达到 70 亿元左右需求(数据容量推演参考后面正文)。除了传统 LED 直显玩家之外, 当下面板头部企业均已入场, 行业进入资本支出的上行周期, 产业趋势明确。公司在 Mini LED 高阶固晶设备上已经在行业内颇具优势, 而且在下游客户采购端的占比较高, 这使其更容易在直显高端化演进中持续受益。

相较 Mini LED, Micro LED 的产业化节奏虽然慢一些, 但技术主线已逐步清晰: 核心瓶颈集中在巨量转移、检测修补、背板适配以及高精度贴装等关键环节。当前行业并未形成单一路径收敛, 而是沿 PCB 基与玻璃基两条路线并行推进, 其中 PCB 基更偏现阶段商用大屏落地, 玻璃基则更偏中长期更小间距、更高 PPI 和更高集成度显示升级。

巨量转移本身虽然是前端核心难题, 但最终仍要落到高精度贴装、对位、键合、检测与修复能力上, 因此固晶设备在 Micro LED 量产中的重要性在于进一步强化当下技术积累的布局延伸和持续改进。公司不仅受益于当前直显规格的持续迭代, 也有望在下一代显示工艺的关键工艺节点继续保持领先。

- **半导体后道封装设备景气已由底部调整逐步转入修复, 公司正经历中低端替代到高端出口的关键时期: 近几年内接连斩获国际主流厂商英飞凌等国际封装、器件大厂的订单, 标志着产品高端化进程已逐步加速, 正式进入百亿半导体领域, 按行业属性可对标行业龙头荷兰先进封装设备企业 BESI。**

公司半导体业务立足封测后道中的固晶核心工序, 围绕功率器件、分立器件及部分 IC、MEMS 封装场景持续外延。与前道设备相比, 这一赛道的需求传导更贴近“器件数量增长—封测稼动率提升—设备扩线与老线改造—工艺升级”的链条, 其景气修复更具结构性特征。新能源汽车、新型储能、新型电力系统、电源管理及工业控制等需求持续扩张, 正在为功率器件和分立器件封装设备提供稳定成长依托, 后道设备行业也受益于光模块、HVDC 等新兴下游需求开始重归成长。对公司而言, 半导体板块的重要性不仅在于收入增量, 更在于其对应产品通常具备更高技术门槛、更长验证周期和更优盈利质量, 高端装备占比提升有望推动整体经营质量和盈利水平同步上移。

投资评级: 买入(首次)

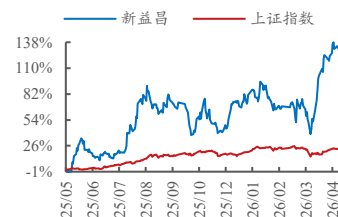
分析师: 王凌涛
执业证书号: S1230523120008
wanglingtao@stocke.com.cn

分析师: 沈钱
执业证书号: S1230524020001
shenqian01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 101.20
总市值(百万元)	10,286.63
总股本(百万股)	101.65

股票走势图



相关报告

对公司而言，未来竞争的关键在于能否在主流封装最核心的工艺段上形成更深产品链、更强客户绑定和更长验证壁垒。从这个意义上看，公司半导体设备业务不仅是对主业的横向补充，更是固晶平台向更高附加值场景自然延展的结果。

□ 电容器与锂电设备亦是公司重要的业务基本盘。

除 LED 固晶与半导体封装设备外，公司在电容器制程设备领域具备多年耕耘基础，客户覆盖艾华、江海、丰宾、风华等主流厂商，电容器设备业务对应的是相对成熟但仍具韧性的下游市场，其意义更多在于提供相对稳定的业务底盘和现金流支撑。此外，公司依托精密机械制造、运动控制和视觉识别等底层能力在锂电设备赛道亦有建树，虽然当前业务体量仍小，但在制片卷绕一体机等方向上已形成一定技术储备。整体看，公司已形成“LED 固晶主业与半导体封装打开成长全新增量空间，传统电容器与锂电设备构建平台化扩张多点开花”的多层次业务结构。

□ 盈利预测与估值

预计 2026-2028 年公司营业收入分别 11.20 亿元、15.44 亿元和 22.15 亿元，对应归母净利润分别为 1.92 亿元、3.27 亿元和 4.84 亿元，当下市值对应 PE 分别为 53.78 倍、31.64 倍和 21.33 倍。

考虑到 miniLED 商用场景打开后的中期市场可观空间和半导体领域市占率提升的空间，公司中长期的持续成长空间非常明确--受益于固晶机下游需求格局变更、Mini/Micro LED 直显持续迭代及半导体后道封装设备新兴增长落地等等。随着后续高附加值产品占比提升、盈利能力不断抬升，公司中长期投资价值开始显现，首次覆盖，给予买入评级。

□ 风险提示

下游需求波动风险；行业竞争加剧及盈利波动风险；新业务推进不及预期风险；产能释放及经营管理风险。

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	726.85	1119.98	1543.97	2214.95
(+/-) (%)	-22.17%	54.09%	37.86%	43.46%
归母净利润	-127.20	192.20	326.71	484.48
(+/-) (%)	/	/	69.99%	48.29%
每股收益(元)	-1.25	1.88	3.20	4.74
P/E	/	53.78	31.64	21.33

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 以固晶技术平台为核心，持续拓展半导体与新型显示应用边界	8
1.1 深耕固晶装备二十余年，围绕固晶技术平台持续拓展应用边界	8
1.2 控制权清晰稳定，创始股东深度绑定公司长期发展	9
1.3 创始团队长期主导经营，制造、市场与技术能力相互支撑	9
1.4 短期业绩承压，核心主业韧性仍在，研发投入保持强度	11
1.4.1 收入利润阶段性承压，经营现金流改善体现一定韧性	11
1.4.2 固晶机仍为主业核心，产品与区域结构呈现明显分化	12
1.4.3 研发投入维持高位，产销与资产结构体现设备企业长周期特征	13
2 LED 小间距直显迈入结构升级阶段，Mini/Micro LED 打开新一轮成长空间	14
2.1 LED 小间距直显由产品升级驱动，商业模式与需求属性同步演变	14
2.1.1 LED 小间距直显的场景定义变更：由远距信息发布走向高清近距直显	14
2.1.2 行业商业模式：以产品销售为基础，以方案交付与渠道网络实现价值延伸	15
2.1.3 行业产业属性：长期需求稳定，短期景气更受项目节奏与宏观环境影响	16
2.2 LED 小间距直显由专业显示起步，逐步走向多场景渗透与成熟竞争	17
2.2.1 专业显示起步：行业最初由技术替代逻辑驱动	17
2.2.2 应用边界扩张：行业由专业显示走向商显、租赁、创意显示和一体机	18
2.2.3 行业逐步成熟：需求韧性增强，竞争逻辑由渗透率红利转向格局博弈	19
2.2.4 疫情扰动与疫后修复：行业景气在波动中继续演进	20
2.2.5 2024 年后：总需求仍在扩容，但量增价减与内冷外热成为主要特征	21
2.3 Mini/Micro LED 逐渐进入商用甜蜜期	22
2.3.1 Mini LED 直显：由技术验证走向规模落地，主流规格带逐步形成	22
2.3.2 Micro LED：由概念验证走向分场景落地，应用成熟度持续提高	25
2.3.3 PCB 基与玻璃基：两条技术路径并行推进，分别对应不同阶段与场景	27
2.4 Micro LED 巨量转移：固晶机制程升级是难以绕过的重要环节	28
2.4.1 巨量转移是 Micro LED 产业化的核心瓶颈，成本、良率与效率压力集中在关键制程环节	28
2.4.2 巨量转移最终仍要落到高精度贴装与修复能力，固晶设备的效率、精度与良率能力决定量产上限	29
2.5 新益昌受益于 Mini/Micro LED 升级趋势，固晶平台价值持续强化	30
2.5.1 公司在 Mini/Micro LED 产业链中的核心卡位，是高精度固晶设备	30
2.5.2 Mini LED 阶段的核心积累，集中体现在高精度、高速度和高良率的设备能力沉淀	31
2.5.3 近两年经营承压，但固晶机主业韧性仍强，三季度边际已有改善	33
2.5.4 从传统固晶封装设备平台向半导体和 Micro LED 持续延伸	34
3 半导体后道封装设备市场扩容，新益昌切入关键工艺环节	35
3.1 功率器件和分立器件需求扩容，电动化与能源管理推动封装设备市场增长	35
3.1.1 电动化与电力电子化进程加快，功率器件需求持续抬升	35
3.1.2 行业修复已由底部调整转入连续恢复阶段	37
3.1.3 器件数量增长与工艺升级共同决定赛道波动特征	39
3.2 固晶、焊线与测试包装为关键工艺，后道封装设备国产化持续推进	39
3.2.1 海外平台型龙头仍占据高端后道核心位置	39
3.2.2 国内厂商主要沿主流封装关键工艺段切入	40
3.2.3 竞争格局的变化，实质上是关键节点国产化持续推进	40
3.3 新益昌围绕功率器件封装布局，持续拓展半导体设备市场	40
3.3.1 公司行业定位在主流封装关键工艺平台，而非泛半导体设备覆盖	40
3.3.2 由固晶单点优势向后道关键工艺链延展，设备能力持续纵深布局	41

3.3.3 客户验证、历史积累与研发投入共同支撑公司行业位置	44
3.3.4 行业地位的实质，是沿主流封装关键工艺链形成更早、更深的卡位.....	45
4 电容器与锂电池制造装备，传统优势延伸与新业务拓展并行	46
4.1 电容器下游需求持续扩容，新能源与工业场景支撑行业增长.....	46
4.2 老化测试设备构筑传统优势，客户积累与技术能力夯实市场地位.....	47
4.3 锂电池产业链持续发展，技术迭代与产能调整重塑设备需求.....	49
4.4 切入锂电中段核心设备，大圆柱与一体机方向打开成长空间.....	52
5 盈利预测与投资建议	54
5.1 盈利预测.....	54
5.2 相对估值.....	55
5.3 投资建议.....	56
6 风险提示	57

图表目录

图 1: 新益昌发展历程	8
图 2: 股权穿透图	9
图 3: 新益昌董事长胡新荣	10
图 4: 新益昌总经理宋昌宁	10
图 5: 公司历年营业收入	11
图 6: 公司历年归母净利润	11
图 7: 公司历年销售费用	11
图 8: 公司历年管理费用	11
图 9: 公司历年研发费用	12
图 10: 公司历年财务费用	12
图 11: 新益昌历年毛利率 (2020-2025)	12
图 12: 新益昌历年研发费用及占比 (2020-2025)	13
图 13: 新益昌总资产及增长数据 (2020-2025)	14
图 14: 全球 LED 显示屏市场规模 (单位: 亿美元)	15
图 15: LED 产业链结构图	15
图 16: 深圳机场 LED 显示系统运维与工程交付	16
图 17: 全球 LED 显示市场区域份额 (2023) (单位: %)	16
图 18: 成都大运会主场馆 LED 显示屏	17
图 19: 会议中心 LED 应用	17
图 20: LED 小间距指挥调度中心应用场景	17
图 21: 深圳市政府会议大屏竣工交付验收	18
图 22: LED 会议一体机场景应用	18
图 23: LED 虚拟摄影棚 (XR/VP Studio) 应用	18
图 24: 大型 LED 沉浸式 xR 体验空间	19
图 25: 中麒光电全倒装 Mini COB 系列显示产品	19
图 26: COB 与 MIP 产能扩展进展 (2021-2025)	20
图 27: 疫情期间医疗控制室 LED 显示应用	21
图 28: 小间距 LED 终端市场均价走势 (2022Q1-2024Q1)	22
图 29: Mini LED 市场规模预测 (2022-2030) (单位: 十亿美元)	23
图 30: 中国大陆小间距 LED 显示屏像素间距销量与销额占比分布	23
图 31: COB 产能扩产曲线 (2023 年底-2025 年底)	24
图 32: COB 不同间距的分布情况 (Mini 芯片占比)	24
图 33: SID 2025 展会 BOE 车载显示方案	25
图 34: Garmin fenix 8 MicroLED 智能手表	26
图 35: Samsung CES 2025 Transparent MICRO LED 展示	26
图 36: AI+AR 智能眼镜 (Micro LED 方案)	26
图 37: MiP 与 COB/Glass Substrate 技术路径对比	27
图 38: PCB 封装技术优势 (电-热-可靠性协同)	27
图 39: TGV 玻璃通孔技术能力展示	28
图 40: TFT-LCD/OLED/Micro LED 结构对比	28
图 41: Micro LED 巨量转移与检测修复技术体系图	28
图 42: Micro LED 巨量转移主要技术流派对比 (微印章/磁/静电/滚印)	28

图 43: Micro LED 巨量转移五种技术路线对比 (静电/激光/橡胶印章/自组装/滚轮)	29
图 44: Smart & Selective Mass Repair (智能选择性巨量修补) 技术示意图	30
图 45: 激光诱导转移 (Laser-Induced Transfer) 功能材料转移机理示意图	30
图 46: Micro LED 显示应用芯片产值预估 (2024-2029 年, 单位: 百万美元)	30
图 47: 新益昌 HAD812 全自动半导体平面式高速固晶机	31
图 48: Mini LED 芯片尺寸与固晶精度要求演进	31
图 49: 新益昌中山智能装备研发生产基地	31
图 50: Mini LED 芯片微缩化趋势 (2023-2024)	32
图 51: 演唱会舞台 LED 大屏应用	33
图 52: 新益昌固晶机近年产销存数据 (单位: 台)	33
图 53: 新益昌高端智能装备制造基地封顶	34
图 54: 中国大陆首条 TFT 基 Micro-LED 量产线战略合作签约仪式 (新益昌×辰显)	35
图 55: 2026 年政府工作报告: 产业结构持续优化	36
图 56: 新型储能十年发展路线图	36
图 57: 超洁 MOS 选型表 (含 TO-247、TO-220、DFN、QFN 等封装类型)	37
图 58: 全球半导体设备市场分领域预测 (2023-2027F, 含 A&P 设备与测试设备)	38
图 59: WSTS 全球半导体销售额历史走势 (单位: 十亿美元)	38
图 60: AI 数据中心耗电量激增与功率半导体解决方案	39
图 61: 半导体前道与后道工艺流程对比	41
图 62: 深圳市各区半导体与集成电路产业政策地图	41
图 63: 新益昌 HAD810-DDCO 全自动平面固晶机产线	42
图 64: 固晶机 (Die Bonder) 精密贴装微观工作场景	42
图 65: 开玖自动化 K840 全自动 TO56 焊线机	43
图 66: 开玖自动化产品矩阵	43
图 67: 新益昌半导体后道关键工艺段设备组合	44
图 68: 新益昌半导体封装设备客户矩阵	44
图 69: 新益昌专利与软件著作权数量变化趋势 (2020-2025H1)	45
图 70: 铝电解电容器素子	46
图 71: 全球铝电解电容器市场规模	46
图 72: 超级电容器结构	47
图 73: 全球超级电容器市场规模 (单位: 十亿美元)	47
图 74: 电容器生产流程及老化测试机的应用	48
图 75: 新益昌牛角老化测试机	48
图 76: 新益昌超电老化测试机	48
图 77: 新益昌电容器设备主要客户	49
图 78: 全球锂电池产量 (单位: GWh)	50
图 79: 2024 中国各类型锂电池产量 (单位: GWh)	50
图 80: 2024 年中国汽车及新能源车产销量	51
图 81: 2024 年储能锂电池电芯出货量 TOP30 的企业	51
图 82: 锂电池制造流程及机器设备	51
图 83: 新益昌全自动圆柱锂电池制片卷绕一体机	52
图 84: 新益昌全自动圆柱锂电池卷绕机	52
图 85: 全球锂电绕卷机前五大厂商	53
图 86: 全球锂电绕卷机市场分布	53
图 87: 新益昌圆柱锂电池双焊头双贴胶立式正制片机	53

图 88: 新益昌全自动下料装盘机..... 53

表 1: LED 显示相关项目进展 (2026 年) 20

表 2: P1.0 以下项目 SMD 与 COB 技术对比 24

表 3: 新益昌 Mini LED 固晶机产品系列及性能对比..... 32

表 4: SEMI 全球半导体设备市场收入 (单位: 十亿美元) 37

表 5: 新益昌分业务板块经营预测 (2025A-2028E) 55

表 6: 可比公司盈利预测与估值对比 (26E-28E) 56

表附录: 三大报表预测值..... 58

1 以固晶技术平台为核心，持续拓展半导体与新型显示应用边界

新益昌主营智能制造装备，长期围绕固晶封装及产业链相关核心工艺环节进行技术积累和产品布局，业务已覆盖半导体、LED、新型显示、电容器、锂电池等多个下游领域。公司早期依托 LED 固晶设备建立起细分市场优势，近年来又凭借在高精度运动控制、视觉识别和工艺适配等方面的持续积累，逐步向半导体固晶设备和新型显示装备延伸，发展路径由单一产品突破演进为围绕固晶前道制程相关的封装技术平台的多场景拓展。深耕固晶装备二十余年，围绕固晶技术平台持续拓展应用边界

1.1 深耕固晶装备二十余年，围绕固晶技术平台持续拓展应用边界

新益昌主营业务聚焦智能制造装备的研发、生产与销售，产品主要覆盖半导体固晶机、LED 及新型显示固晶机、电容器老化测试分选机及锂电池设备等方面。公司所处并非标准化通用设备赛道，而是围绕封装、测试及生产自动化环节提供高精度专用装备，对运动控制、视觉识别、工艺适配和设备稳定性要求较高，业务属性更接近技术驱动型装备制造。2025 年公司实现营业收入 7.27 亿元，其中主营业务收入 7.25 亿元，占比 99.79%，收入仍高度集中于智能制造装备主业。

从发展路径看，公司早期以 LED 固晶机和电容器老化测试分选机等设备切入市场，逐步完成在固晶及相关自动化装备领域的技术沉淀和客户积累；随着下游封装工艺升级、新型显示技术演进以及半导体国产化推进，公司业务进一步向半导体固晶设备和新型显示设备延伸，形成了以固晶技术为核心、向更多高附加值应用场景扩张的发展路径。公司成长逻辑并非单纯依赖单一产品放量，而是依托精密运动控制、视觉算法、机械设计和工艺理解等底层能力，不断拓宽设备应用边界。

图1：新益昌发展历程



资料来源：新益昌招股说明书，wind，浙商证券研究所

从行业地位看，固晶机仍是公司最核心的竞争力来源。Yole 数据显示，2018 年公司在全球固晶设备市场的份额约为 6%，位列全球第三、国内第一。很显然是国内 LED 固晶机领域龙头企业、全球固晶设备市场重要厂商之一。

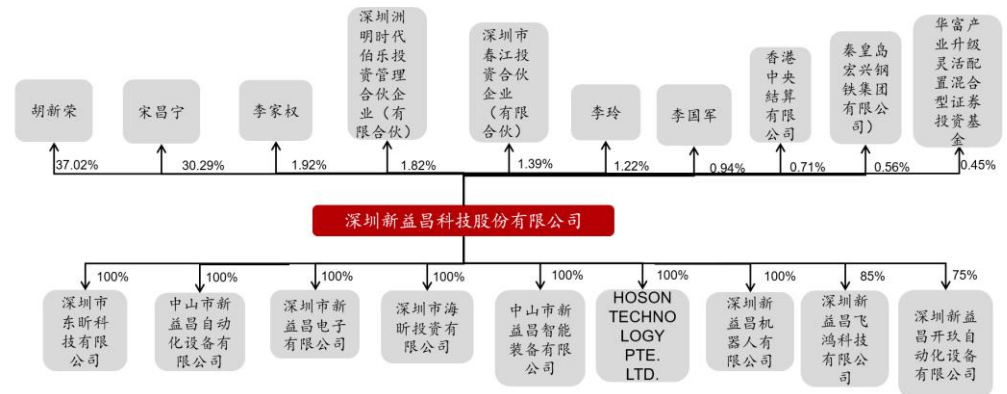
从当前业务框架看，公司已由“LED 固晶机单点领先”逐步演化为“固晶平台为核心、多赛道延展”的业务结构。2025 年公司固晶机收入 5.35 亿元，占主营业务收入比重超

过七成，仍是收入和盈利的核心来源；同时，半导体固晶设备已覆盖 MEMS、MOS、PDFN、SOP、IGBT 等封装应用，LED 及新型显示固晶设备则持续受益于 Mini/Micro LED 等技术升级带来的设备精度、速度与稳定性要求提升。整体来看，公司已形成“以 LED 固晶机奠定竞争优势、以半导体和新型显示打开增量空间”的业务格局。

1.2 控制权清晰稳定，创始股东深度绑定公司长期发展

从股权结构看，公司控制权集中且稳定。胡新荣持有公司 37.02% 股份，宋昌宁持有公司 30.29% 股份，二人合计持股约 67.31%，为公司控股股东和实际控制人；此外，公司还设有春江投资等员工持股平台。整体来看，公司形成了以创始人股东为核心、控制关系明确、持股集中度较高的股权结构。对研发周期和客户验证周期均较长的专用设备企业而言，这种股权安排有利于保持战略延续性，也有利于公司在技术投入和业务扩张上维持中长期视角。

图2：股权穿透图



资料来源：wind，浙商证券研究所，数据截止于 2026 年 4 月 9 日

从股权演变看，公司上市后始终保持较强的创始团队控制特征。即便上市后公众股东比例有所提升，也未改变创始股东对公司战略方向、经营节奏和资本投入的主导地位。对于固晶机、半导体设备这类需要持续研发、长周期验证和渐进式导入的产品而言，过于分散的控制结构往往不利于长期能力建设，而公司当前股权结构有利于其围绕核心赛道保持持续投入。

进一步看，公司股权结构的意义不只在表决权集中，更在于治理效率相对较高。公司主营高端专用设备，经营决策往往涉及技术路线判断、客户响应、产能安排和资本开支节奏的协同，创始股东高比例持股、实际控制关系明确，使公司在行业景气波动或新业务培育阶段更容易保持战略定力，也更有利于围绕半导体固晶、新型显示等方向推进中长期布局。

1.3 创始团队长期主导经营，制造、市场与技术能力相互支撑

公司管理层具有鲜明的创始人主导特征。胡新荣现任董事长，宋昌宁现任董事、总经理，两人同时也是公司控股股东和实际控制人。这意味着公司并非典型的职业经理人治理模式，而是由创始团队直接主导战略方向、经营节奏和业务推进。对于以研发、工艺与客户验证为核心能力的专用设备企业而言，这种架构更有利于维持经营连续性，也有利于在行业波动和产品切换过程中提升执行效率。

胡新荣的职业经历始终围绕设备制造和企业经营展开，曾任深圳市益昌电子有限公司执行董事、监事，深圳市新益昌自动化设备有限公司监事、总经理、执行董事、董事长，深圳市中智兴电子设备有限公司总经理等职务；目前仍在深圳市新益昌电子有限公司、中山市新益昌自动化设备有限公司、深圳新益昌开玖自动化设备有限公司等主体担任核心管理职务。其长期深度参与设备企业经营、制造组织和产业资源整合，在生产体系建设、经营管理和多业务协同方面积累深厚。对于需要在多品类设备之间实现技术平台复用和组织协同的企业而言，这种兼具制造经验与经营视角的背景，有助于公司在夯实主业基础的同时持续推进业务延展。

宋昌宁的履历则更多体现了公司在市场开拓和经营落地方面的持续积累。其曾任深圳市益昌电子有限公司总经理、执行董事，广州市瑞景电子有限公司执行董事、总经理，深圳市新益昌自动化设备有限公司营销中心经理、副总经理、董事，以及江西新益昌半导体科技有限公司执行董事、总经理，长期覆盖销售、运营及子公司管理多个环节。对固晶机这类需要经历样机验证、客户导入和批量交付的设备产品而言，管理层具备较强的市场开拓和项目落地经验，有助于支撑客户关系维护、新产品导入及业务持续拓展。

图3：新益昌董事长胡新荣



资料来源：搜狐，浙商证券研究所

图4：新益昌总经理宋昌宁



资料来源：观察者网，浙商证券研究所

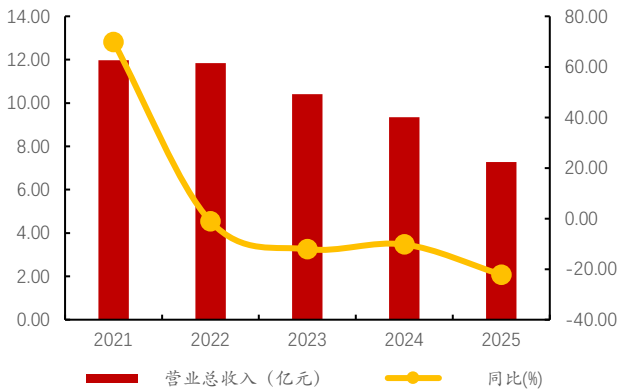
除创始团队外，公司核心高管和技术负责人也具备较强的产业相关性。袁满保长期负责LED业务开拓；王丽红具有成熟的财务管理背景；研发中心总监梁志宏曾在万濠精密仪器、迈瑞、阿尔法变频等企业从事研发和工程管理工作，具备精密仪器、电气工程与自动化控制背景。由此来看，公司高管团队并非单一销售导向，而是由创始经营层、市场骨干、财务管理者与技术负责人共同构成，制造、市场与研发能力之间形成了较好的互补关系，这对公司持续推进高精度固晶设备迭代、提升产品工艺适配能力具有直接支撑作用。

1.4 短期业绩承压，核心主业韧性仍在，研发投入保持强度

1.4.1 收入利润阶段性承压，经营现金流改善体现一定韧性

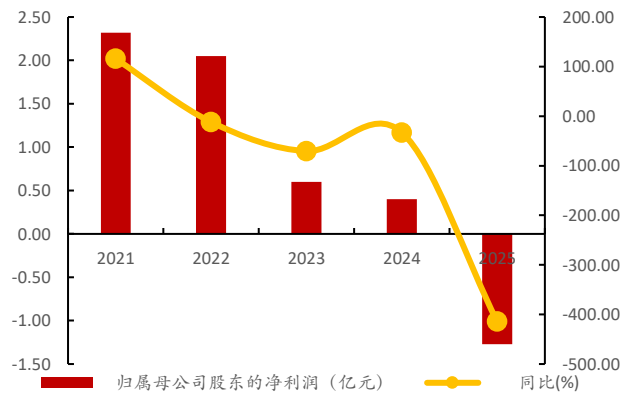
2025年，公司实现营业收入7.27亿元，实现归母净利润-1.27亿元，实现扣非归母净利润-1.31亿元，利润端仍处于阶段性承压状态。成本端来看，2025年公司营业成本为5.14亿元，同比下降19.33%，在需求波动背景下仍体现出一定成本调节能力。进入2026年一季度，公司归母净利润已达2133.24万元，同比增长82.39%；扣非归母净利润为1939.79万元，同比增长69.34%，盈利修复迹象已开始显现。

图5：公司历年营业收入



资料来源：wind，浙商证券研究所

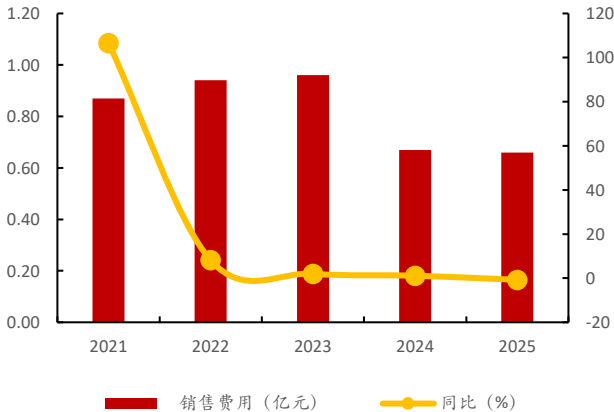
图6：公司历年归母净利润



资料来源：wind，浙商证券研究所

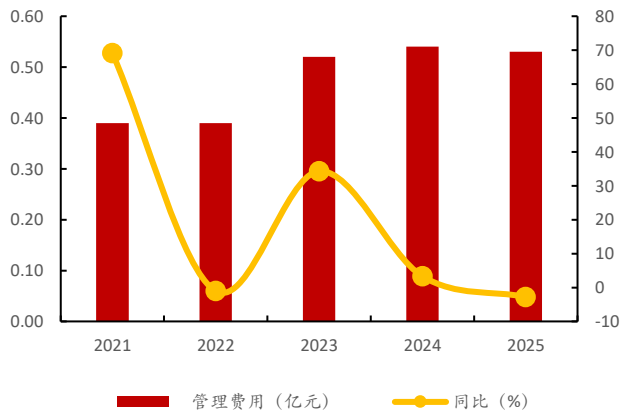
从费用端看，公司2025年销售费用为6633.90万元，管理费用为5267.25万元，研发费用为10667.64万元，财务费用为2215.12万元。销售、管理和研发费用并未随收入波动而同步明显收缩，说明公司在行业调整阶段仍维持了较强的经营和研发投入强度。尤其研发端持续投入，2025年研发投入占营业收入比例达到14.68%，较上年同期提升4.23个百分点，体现出公司并未因短期业绩波动削弱技术积累，反而在为后续产品升级和新一轮成长蓄力，更符合高端装备企业穿越周期、巩固竞争优势的经营逻辑。

图7：公司历年销售费用



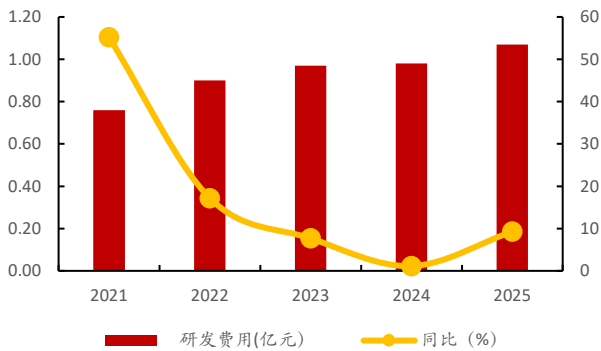
资料来源：wind，浙商证券研究所

图8：公司历年管理费用



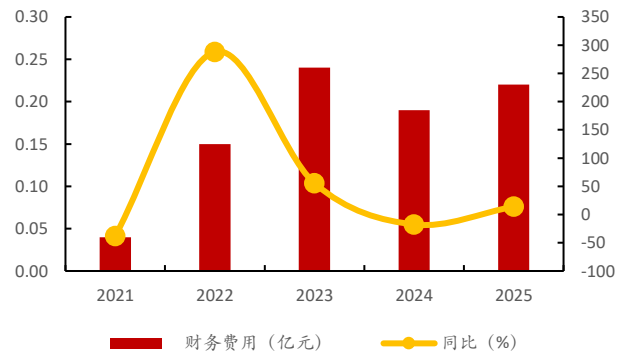
资料来源：wind，浙商证券研究所

图9: 公司历年研发费用



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图10: 公司历年财务费用



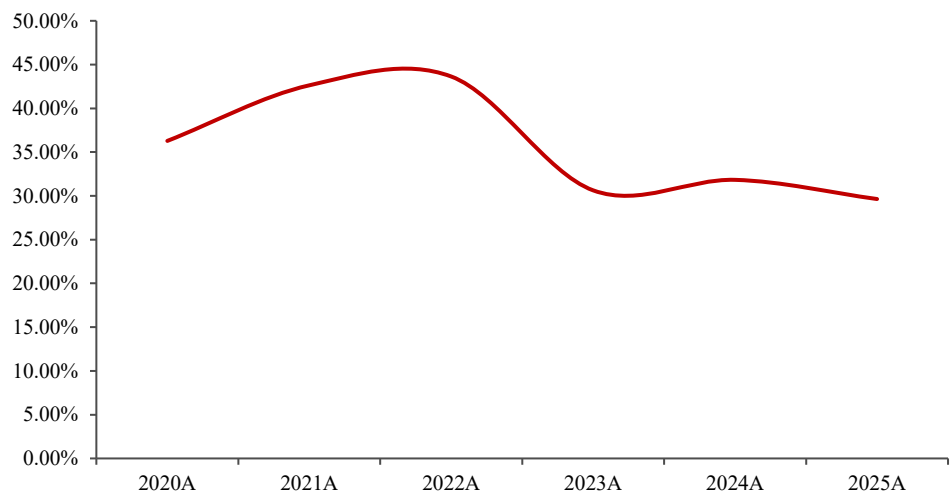
资料来源: wind, 浙商证券研究所

与利润表阶段性承压形成对比的是, 公司 2025 年经营活动产生的现金流量净额达到 3,793.31 万元, 仍保持净流入。考虑到专用设备企业普遍存在订单执行周期长、验收周期长、收入确认节奏相对滞后的特点, 经营现金流持续为正, 说明公司当期回款质量和经营性现金创造能力仍具备一定支撑。再结合 2026 年一季度利润端已经实现明显修复, 公司经营基本面已呈现出边际改善特征, 随着后续订单落地与收入确认节奏改善, 经营韧性和业绩弹性均值得期待。

1.4.2 固晶机仍为主业核心, 产品与区域结构呈现明显分化

从主营业务构成来看, 2025 年公司主营业务收入 7.25 亿元, 占营业收入比重 99.79%, 其中智能制造装备收入 6.94 亿元, 仍为收入绝对主体, 配件及维修费收入规模相对较小, 设备制造企业特征较为鲜明。分产品看, 固晶机实现收入 5.35 亿元, 同比下降 26.86%, 毛利率达到 29.64%, 在收入端基本保持稳定的同时, 盈利能力保持高位, 仍是公司最核心的收入与利润支撑; 电容器老化测试设备实现收入 1.06 亿元, 同比下降 27.13%, 毛利率为 22.43%; 锂电池设备收入规模较小且同比小幅增长; 其他设备及配件维修收入亦有增长, 但整体体量仍有限。

图11: 新益昌历年毛利率 (2020-2025)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

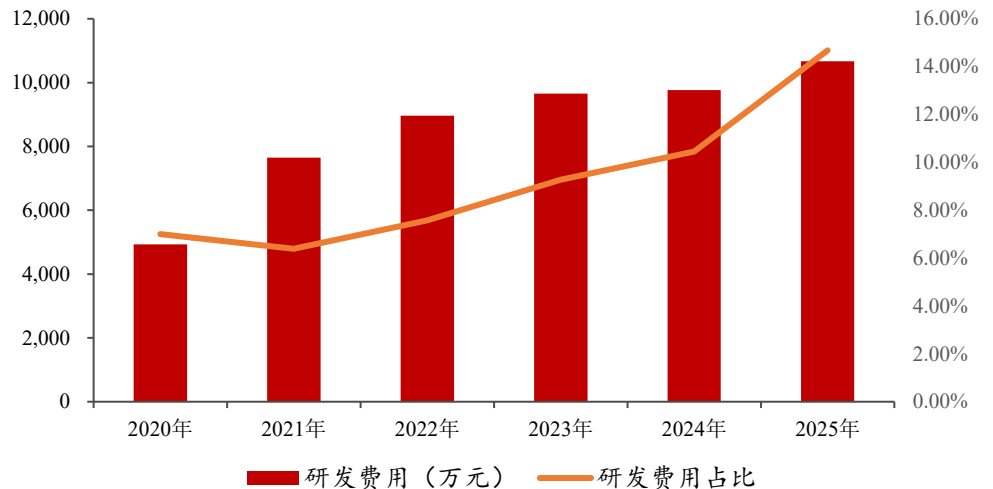
从地区结构来看，公司收入以内销为主。2025 年境内主营业务收入 7.04 亿元，同比下降 23.70%，毛利率为 28.26%；境外主营业务收入 2091.28 万元，同比增长 127.99%，虽然增长相对较高，但由于收入基数较小，对整体报表影响有限。公司收入与利润表现的核心变量仍在境内市场，国内客户资本开支节奏及其对固晶机、电容器设备等产品的采购变化，仍是决定经营表现的关键因素。公司 2025 年业绩波动，更多体现为国内需求变化背景下，不同产品线景气度分化对经营结果的传导。

从销售模式来看，公司仍以直销为主、代销为辅，直销实现主营业务收入约 7.24 亿元，占比处于绝对主导地位，代销收入规模相对较小。对于高端专用设备企业，直销模式更契合定制化沟通、方案对接、安装调试、客户验收及后续服务等业务特征，也有利于公司与核心客户保持更直接的合作关系。新益昌所处设备环节技术门槛较高、客户验证周期较长，直销模式既符合行业经营属性，也为客户黏性维护及后续新产品导入提供了支撑

1.4.3 研发投入维持高位，产销与资产结构体现设备企业长周期特征

尽管 2025 年利润端承压，公司在研发上的投入并未收缩。全年研发费用为 10667.64 万元，同比增长 9.28%，研发投入占营业收入比例达到 14.68%。在收入同比下滑超过 20% 的背景下，研发强度反而进一步提升，说明公司仍在持续围绕产品开发和升级进行投入，而不是在景气回落阶段通过压缩研发来维持短期利润。对新益昌这类以固晶技术为核心的平台型设备企业而言，持续研发投入直接关系到半导体固晶设备、新型显示设备以及其他自动化装备的后续拓展能力。

图12：新益昌历年研发费用及占比（2020-2025）

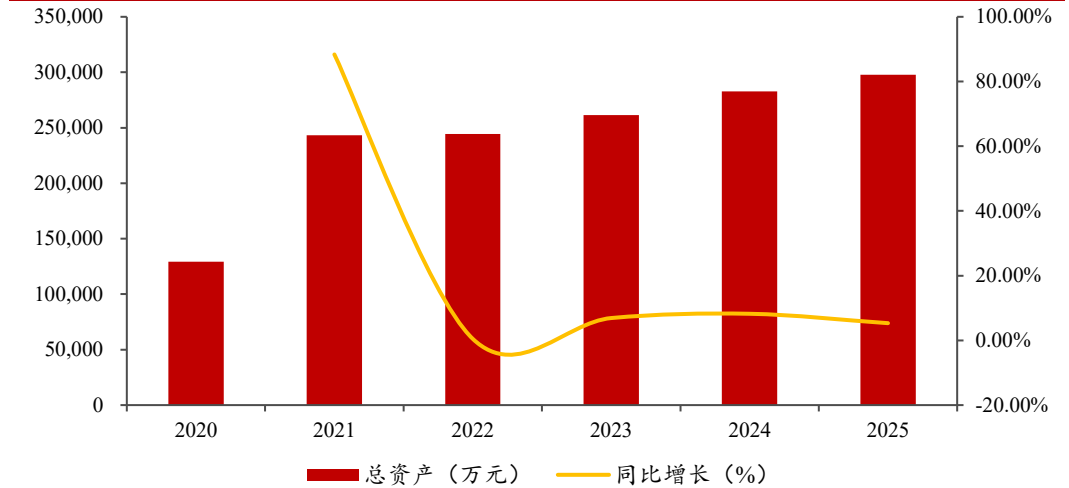


资料来源：wind，浙商证券研究所

从产销量看，公司主要产品表现出较为明显的分化特征。2025 年固晶机生产量和销售量有所下降、库存量小幅上升；电容器老化测试设备和锂电池设备则更直接受到下游需求偏弱影响，虽然生产量增长，但销售量有所回落。

从资产端看，截至 2025 年末公司总资产达 29.78 亿元，较 2024 年末增长 5.29%；归属于上市公司股东的净资产为 12.34 亿元，资产基础仍具一定规模。存货方面，2025 年 12 月末账面价值为 8.88 亿元，占流动资产比例仍处高位。由于公司主营智能制造设备，采用“以销定产”模式，从原材料采购、生产加工到出货、客户验收并确认收入需要较长周期，因此较高的存货和发出商品规模本身具有一定行业属性，反映的是设备企业订单执行与收入确认时间错配的经营特征。

图13: 新益昌总资产及增长数据 (2020-2025)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

2 LED 小间距直显迈入结构升级阶段, Mini/Micro LED 打开新一轮成长空间

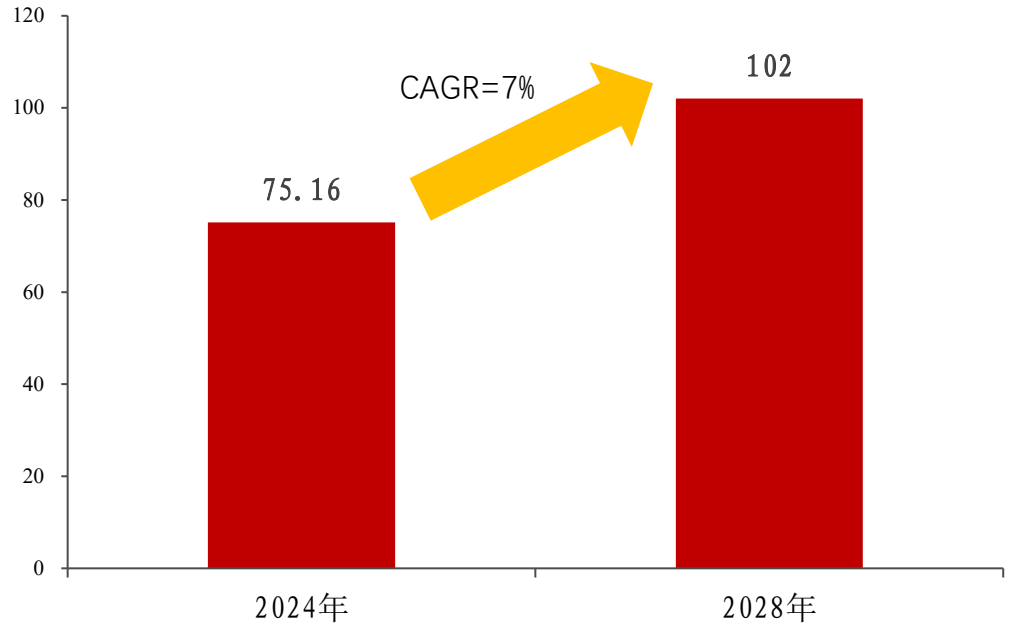
LED 小间距直显行业的发展并非线性扩张,而是在技术进步、需求迁移、竞争演变和成本下行的共同作用下不断重塑。过去十年,行业一方面完成了对传统 LCD 拼接显示方案的持续替代,另一方面也随着像素间距缩小、封装工艺升级和产品形态演进,逐步打开会议显示、商业显示、虚拟拍摄、体育赛事及沉浸式空间等更多应用场景,未来甚至有望向 2C 端产品实现渗透。当下 Mini/Micro LED 商业化进程持续推进,行业增长逻辑也由早期的渗透率红利,进一步转向技术升级与结构优化驱动。

2.1 LED 小间距直显由产品升级驱动,商业模式与需求属性同步演变

2.1.1 LED 小间距直显的场景定义变更: 由远距信息发布走向高清近距直显

LED 小间距直显是 LED 显示技术在像素间距持续缩小、显示精度不断提升背景下形成的重要细分方向。相较传统户外 LED 显示产品,其核心变化并不只是应用场景由户外转向室内,更重要的是观看距离显著缩短、显示效果明显提升,产品由单纯的信息发布载体逐步演进为适用于会议室、指挥中心、展览展示、商业综合体、舞台租赁、体育场馆及 XR 虚拟拍摄等场景的高清直显终端。2024 年全球 LED 显示市场规模约为 75.16 亿美元,同比增长 2.8%,并有望在 2028 年达到 102 亿美元,行业总需求仍处于扩容过程中,只是增长方式已由早期以渗透率提升为主,逐步转向以结构升级和场景扩展为主。

图14: 全球 LED 显示屏市场规模 (单位: 亿美元)

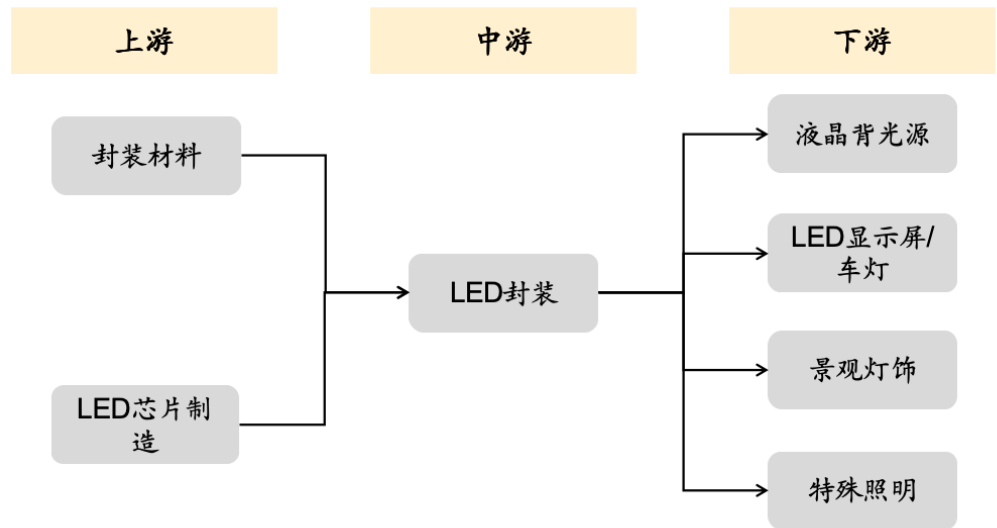


资料来源: 21 教育网, 浙商证券研究所

2.1.2 行业商业模式: 以产品销售为基础, 以方案交付与渠道网络实现价值延伸

LED 显示产业链通常包括上游芯片及器件、中游封装与模组、下游品牌厂商及终端应用网络。随着下游应用场景持续丰富, 小间距直显厂商的角色已不再局限于单一显示单元制造, 而是逐步延伸至显示产品、系统方案和交付服务等综合应用层。会议显示、控制室、体育显示、创意显示、虚拟拍摄和 LED 一体机等应用持续放大这一趋势, 行业属性也由单纯器件导向进一步转向场景导向和方案导向。

图15: LED 产业链结构图

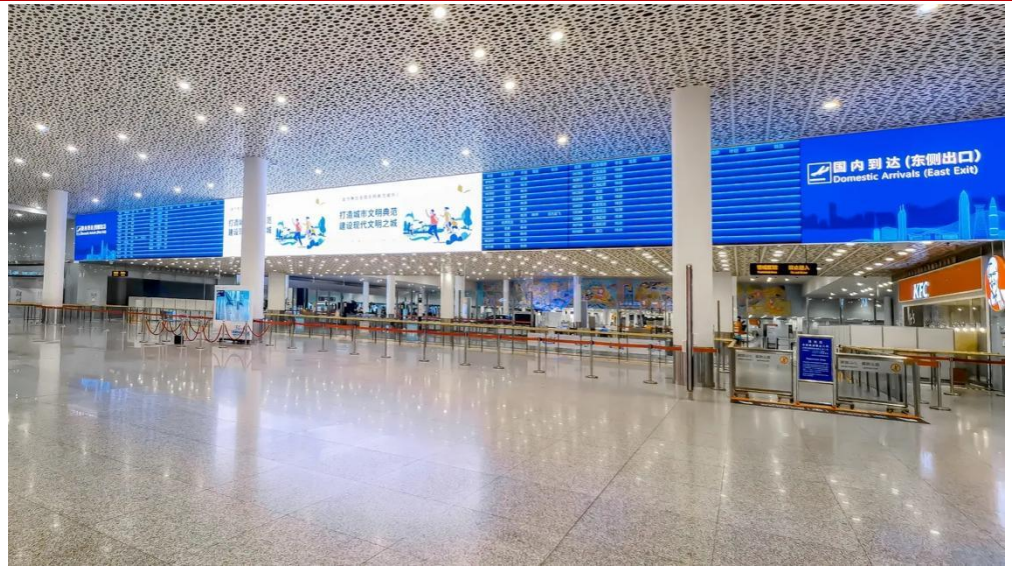


资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

LED 小间距直显行业并不完全遵循标准消费电子以单一硬件出货驱动收入的模式, 更接近“制造底座上的项目型解决方案业务”。行业收入通常由三部分构成: 一是模组、箱体、电源、控制系统等标准化硬件销售; 二是围绕会议、控制室、舞台、展陈、体育场馆、商业空间等场景形成的系统解决方案输出; 三是安装调试、运维培训、售后维护等工

程交付与服务。随着产品规格不断升级、应用场景不断细分，整屏方案、系统联动、本地化服务和售后运维的重要性持续上升，单纯卖屏的业务模式占比相对下降。

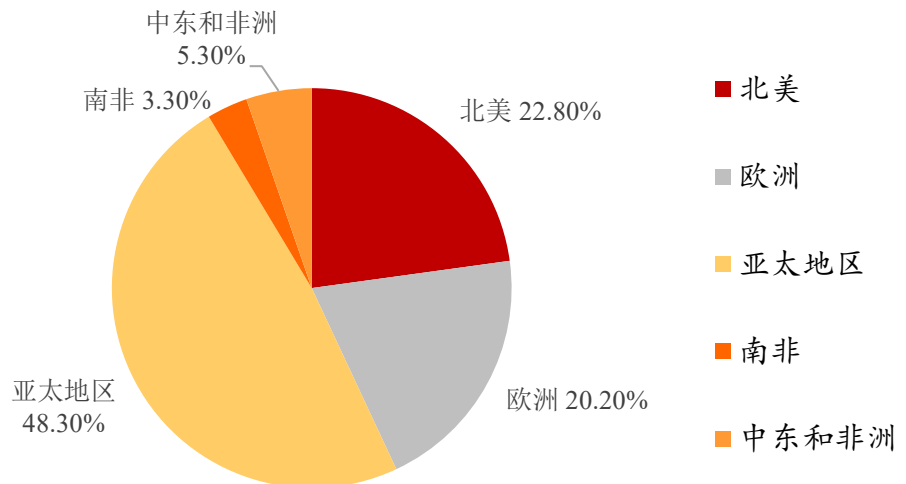
图16：深圳机场 LED 显示系统运维与工程交付



资料来源：INFiLED，浙商证券研究所

区域结构变化进一步强化了这一商业模式特征。2024 年国内工程市场与渠道市场同比下降，海外市场则保持增长，非洲、拉美和东南亚等区域成为重要增量来源。行业增长逻辑已不再单纯依赖国内项目放量，而是逐步演化为“国内项目市场+海外渠道市场+高附加值场景方案”并行的复合结构。渠道体系、本地化服务与交付能力，由此成为影响收入质量和盈利韧性的关键变量。

图17：全球 LED 显示市场区域份额（2023）（单位：%）



资料来源：unit，浙商证券研究所

2.1.3 行业产业属性：长期需求稳定，短期景气更受项目节奏与宏观环境影响

LED 小间距直显行业虽然属于新型显示产业，但其需求结构并不具备典型快消电子属性。政府机关、公共机构、学校展馆、会议中心、商业综合体、体育场馆、舞台活动和文旅项目等，普遍带有较强的预算驱动、项目驱动和验收驱动特征。这意味着行业中长期需

求基础较为稳固，但短中期景气度往往受到财政预算、商业投资、线下活动景气、项目审批和回款节奏的明显影响，需求恢复、收入增长和盈利修复三者并不总是同步发生。

图18: 成都大运会主场馆 LED 显示屏



资料来源: 投影时代, 浙商证券研究所

图19: 会议中心 LED 应用



资料来源: Vican, 浙商证券研究所

一方面，体育赛事、虚拟拍摄、LED 一体机和沉浸式显示等新场景不断贡献新增量；另一方面，在宏观环境承压时期，项目延期、价格下行和回款放缓也会较快传导至企业经营端。对行业参与者而言，产品能力固然重要，但渠道体系、项目交付、系统集成和售后服务同样决定了订单质量和收入结构，这也是 LED 小间距直显行业区别于标准消费电子的重要特征。

2.2 LED 小间距直显由专业显示起步，逐步走向多场景渗透与成熟竞争

2.2.1 专业显示起步：行业最初由技术替代逻辑驱动

过去十年，LED 小间距直显行业最初的成长动力主要来自对 DLP 拼接、LCD 拼接等传统显示方案的替代。早期产品凭借高亮度、高对比度、无拼缝、大尺寸拼接灵活和长期运行稳定等优势，率先在指挥调度、安防监控、能源交通、军警系统等专业显示场景落地。行业在这一阶段的主要矛盾并不是总需求不足，而是传统方案向新型方案切换的速度问题。随着显示效果、可靠性和系统集成能力持续提升，小间距 LED 逐渐完成了从补充方案向主流高端方案的切换。

图20: LED 小间距指挥调度中心应用场景



资料来源: 投影时代, 浙商证券研究所

这一阶段同时奠定了行业鲜明的 To B、To G 属性。专业显示项目通常单体金额较高、交付周期较长、验收流程严格，行业自起步阶段便形成了以项目为核心、以解决方案和交

付能力为抓手的经营特征。也正因为如此，LED小间距直显后来虽然不断拓展商业显示和消费边缘场景，但其底层经营逻辑始终不同于标准化消费电子，行业波动更多体现为项目节奏波动，而非终端消费意愿的单一变化。

图21：深圳市政府会议大屏竣工交付验收



资料来源：业绩榜，浙商证券研究所

2.2.2 应用边界扩张：行业由专业显示走向商显、租赁、创意显示和一体机

随着像素间距进一步缩小、封装工艺升级、产品可靠性改善以及单位面积成本持续下探，LED小间距直显的应用场景从专业显示逐步扩展至会议显示、商业展示、舞台租赁、体育显示、创意显示、沉浸式空间、虚拟拍摄和LED一体机等方向。体育赛事、虚拟拍摄和LED一体机已成为行业增长的重要驱动力，说明行业成长逻辑已由早期的专业替代，演变为多场景并行渗透。应用边界的外延，不只是市场范围变大，更意味着产品定义开始由“显示器件”转向“场景终端”。

图22：LED会议一体机场景应用



资料来源：unit，浙商证券研究所

图23：LED虚拟拍摄摄影棚（XR/VP Studio）应用



资料来源：leadingledtech，浙商证券研究所

这一轮扩张并非简单依靠价格下沉，而是建立在场景价值重估基础之上。会议室场景强调一体化显示与易部署，舞台与赛事场景强调高亮度、高刷新和视觉冲击力，虚拟拍摄看重色彩一致性、动态表现和拍摄适配，商业空间与沉浸式场景则更强调显示与内容、空

间和交互的协同。随着应用复杂度不断提升，单纯依赖参数对比已难以形成稳定竞争优势，系统方案能力、内容协同能力和交付能力的重要性则持续上升。

图24：大型 LED 沉浸式 xR 体验空间



资料来源：bibiled，浙商证券研究所

2.2.3 行业逐步成熟：需求韧性增强，竞争逻辑由渗透率红利转向格局博弈

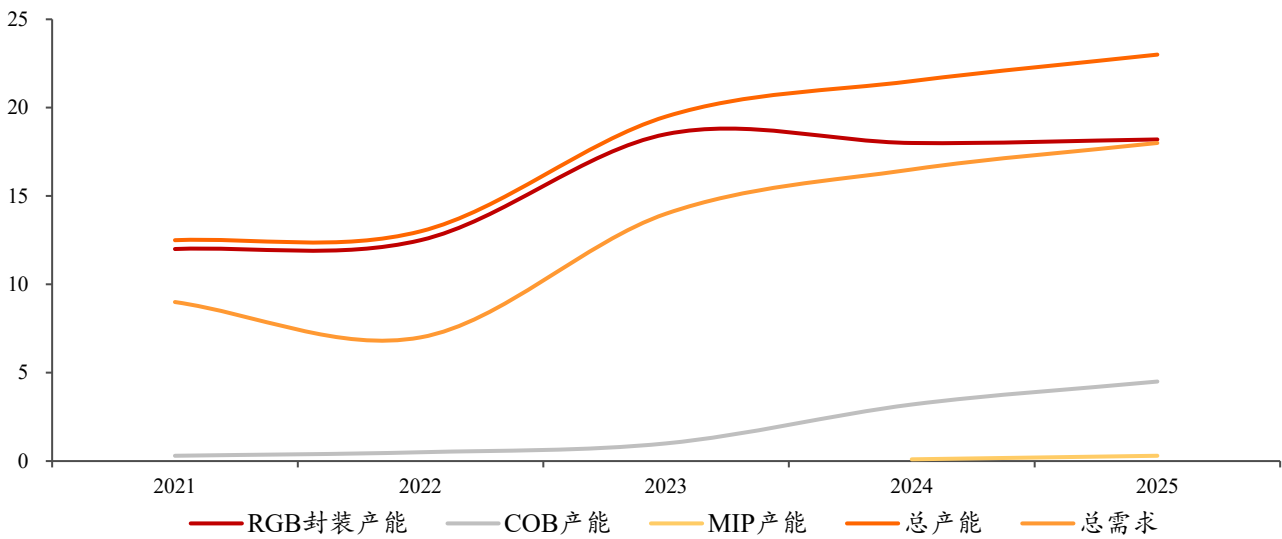
随着工艺成熟、产品标准化程度提升和产业链扩产推进，LED 小间距直显行业由渗透率红利驱动阶段逐步走向成熟竞争阶段。行业成熟并不意味着需求消失，而是意味着增长不再均匀分配，不同企业之间的分化越来越取决于产品能力、技术路线、海外布局和高附加值场景的占位能力。传统通用显示产品盈利承压，高端化产品占比提升成为越来越多企业的共同方向，Mini COB、微间距显示、交互式一体机和特殊场景方案的重要性持续增强。

图25：中麒光电全倒装 Mini COB 系列显示产品



资料来源：中国照明网，浙商证券研究所

图26: COB与MIP产能扩展进展(2021-2025)



资料来源: ect-China, 浙商证券研究所

从更宏观的行业层面看, LED小间距直显并非典型快消电子赛道。政府机关、公共机构、学校展馆、会议中心、商业综合体、体育场馆、舞台活动和文旅项目等需求, 普遍带有较强的预算驱动、项目驱动和验收驱动特征。这决定了行业中长期需求基础较为稳固, 但短中期景气往往会受到财政预算、商业投资、项目审批和回款节奏的明显影响。行业运行状态更接近“需求有韧性、节奏有波动、盈利看结构”, 企业经营表现并不总与终端需求变化同步。

表1: LED显示相关项目进展(2026年)

项目	进度	金额
惠科新型显示基地一期项目	大规模生产力	30亿
Micro LED智能光科技研发与制造基地项目	签约	30亿
惠科Mini-LED背光/直显模组及整机项目主厂房工程	全面封顶	90亿
元亨光电前海新型高清显示全球智造基地	奠基	5亿
八零联合新型显示及半导体装备智造基地项目	落地	/
龙岩武平利智诚高端LED显示屏项目	正式投产且旺销	5亿

资料来源: ect-China, 浙商证券研究所

2.2.4 疫情扰动与疫后修复: 行业景气在波动中继续演进

2020—2022年疫情期间, LED小间距直显行业确实经历了较为明显的阶段性扰动。线下活动、展会、商业客流、舞台演艺以及部分工程项目推进节奏受到影响, 租赁显示、商业显示和部分工程类需求承压较为明显。但从行业本质看, 疫情冲击更多作用于订单释放、项目交付、验收确认和库存周转节奏, 并未改变LED小间距直显中长期应用扩张的基本方向。下游应用分散、项目周期较长的行业特征, 使得疫情更多体现为节奏扰动, 而非长期需求逻辑逆转。

图27: 疫情期间医疗控制室 LED 显示应用



资料来源: 强力巨彩, 浙商证券研究所

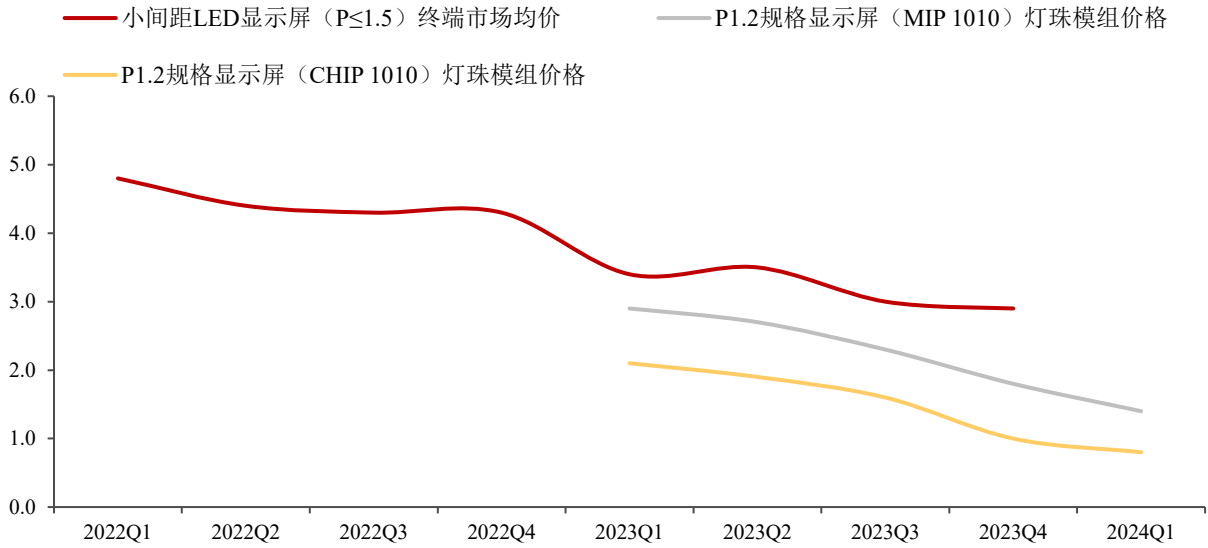
2023 年行业修复较为明显, 线下活动、展会、商业项目和文旅场景逐步恢复, 带动此前被压制的需求释放, 海外市场亦延续较强景气, 对行业整体需求形成了重要支撑。行业运行重心由需求恢复重新回到应用拓展、订单质量和产品结构优化, 市场活跃度较前期明显改善。不过, 这一轮增长更接近恢复性修复, 而非新一轮高景气周期的起点。随着疫后修复红利逐步释放, 行业很快重新回到此前已经存在的几项核心矛盾之中, 包括国内需求偏弱、价格竞争加剧、项目质量分化以及盈利承压等。换言之, 2023 年改善的主要是需求释放节奏, 而不是竞争格局本身。

2.2.5 2024 年后: 总需求仍在扩容, 但量增价减与内冷外热成为主要特征

进入 2024 年后, 行业再度承压, 但核心并不是需求消失, 而是总需求仍在、国内景气偏弱、价格下行更快, 导致盈利端压力明显加大。TrendForce 预计, 2024 年全球 LED 显示市场规模约为 75.16 亿美元, 同比增长 2.8%, 并有望在 2028 年达到 102 亿美元, 表明从全球需求角度看, 行业总盘子仍在扩容, 增长方式则由早期更多依赖渗透率提升, 逐步转向由结构升级和新场景扩展驱动。

但若从产业经营层面观察, 2024 年行业更突出的现实特征是“量增价减”。在出货面积仍有增长的背景下, 价格下降更快, 导致行业整体产值和盈利表现承压。行业总需求与盈利能力之间出现更明显背离, 反映出当前竞争已由早期需求扩张主导, 逐步转向价格体系、产品结构和订单质量共同决定的阶段。

图28: 小间距 LED 终端市场均价走势 (2022Q1-2024Q1)



资料来源: 业绩榜, 浙商证券研究所

从区域结构看, 2024 年行业呈现出较为典型的“内冷外热”格局。国内工程市场与渠道市场均承压, 其中渠道市场压力更大; 相比之下, 海外市场仍保持增长, 非洲、拉美和东南亚等区域成为重要新增量来源。海外需求韧性与国内项目型市场偏弱形成鲜明对照, 也进一步强化了行业增长由“国内项目放量”向“海外渠道市场+高附加值场景方案”并行驱动的结构变化。

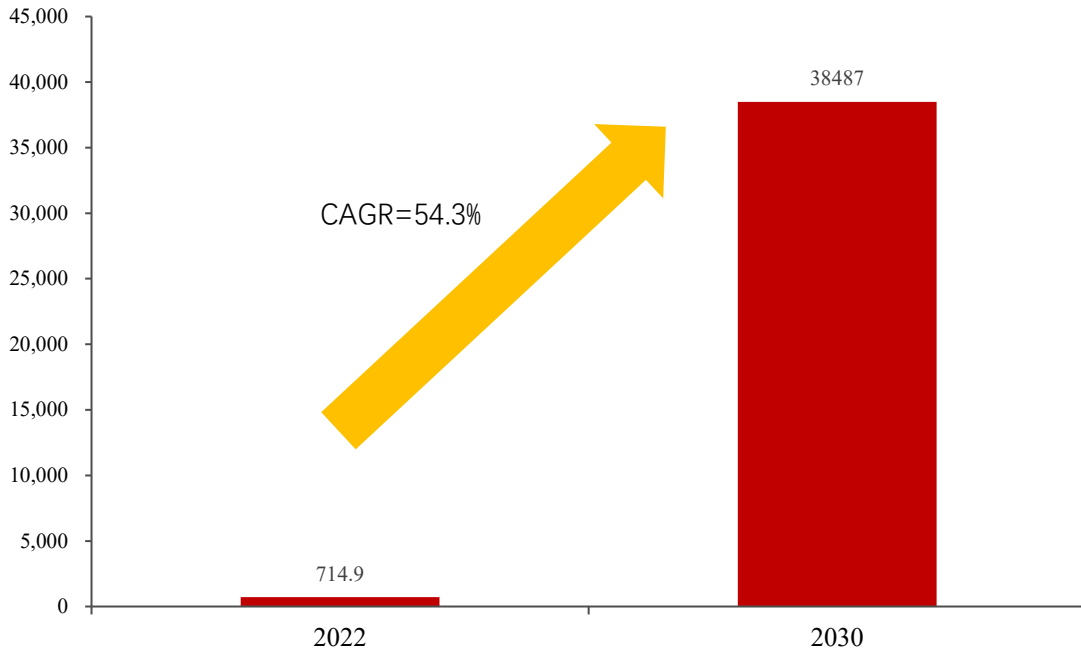
更深层次看, 国内 LED 小间距直显市场中仍有相当比例订单带有政府、公共机构、国企项目以及大型场馆、展馆、商业地产项目属性, 这类需求更依赖财政预算、项目审批和商业投资环境。在地方财政偏紧、商业投资趋于审慎、消费场景恢复不均衡的背景下, 订单更容易出现预算压缩、项目延期、招标竞争加剧和回款周期拉长等问题。因此, 当前行业面临的主要矛盾并不是需求是否存在, 而是需求释放质量、订单结构和价格体系能否改善。行业总需求依然具备韧性, 但竞争格局和行业景气度仍有待进一步修复。

2.3 Mini/Micro LED 逐渐进入商用甜蜜期

2.3.1 Mini LED 直显: 由技术验证走向规模落地, 主流规格带逐步形成

Mini LED 直显经过过去几年的持续迭代, 已经逐步走出早期以技术展示和方案验证为主的发展阶段, 进入以产品化、规模化和场景化落地为核心的商业推进阶段。产业变化并非来自单一环节的突破, 而是芯片、封装、驱动、制造与下游应用多环节同步成熟的结果: 一方面, 芯片尺寸缩小、封装工艺优化、设备能力提升与良率改善, 持续推动 Mini LED 显示方案的单位成本下移; 另一方面, 会议显示、控制室、高端商显、虚拟拍摄、沉浸式空间等场景对更高画质、更小间距、更强可靠性和更优显示一致性的需求不断提升, 使 Mini LED 直显由前沿技术逐步转化为主流高端方案。这个推进逻辑, 本质上仍是“技术工艺成熟—成本下降—应用场景打开—渗透率提升”的正反馈链条。

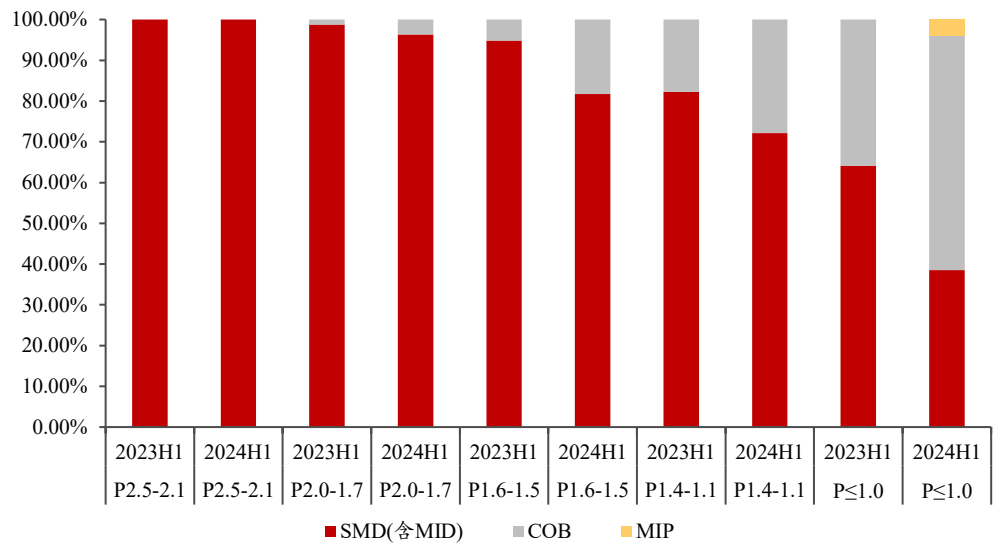
图29: Mini LED 市场规模预测 (2022-2030) (单位: 十亿美元)



资料来源: Grand View Research, 浙商证券研究所

2024 年 Mini LED Video Wall 市场规模预计达到 6.76 亿美元, 其中 P1.2 产品已成为主流, 占比超过 55%。随着技术成熟和产能扩张, Mini LED 产品正由当前主流规格向 \geq P1.5-P1.6 以及 \leq P0.625 两端延展。主流产品带的形成, 意味着 Mini LED 直显的渗透逻辑已不再局限于传统专业显示替代, 而是开始与更广泛的高端显示需求形成共振, 行业竞争重点也由早期概念验证, 逐步转向良率、成本、交付和应用落地能力的综合比拼。

图30: 中国大陆小间距 LED 显示屏像素间距销量与销额占比分布



资料来源: 洛图科技, 浙商证券研究所

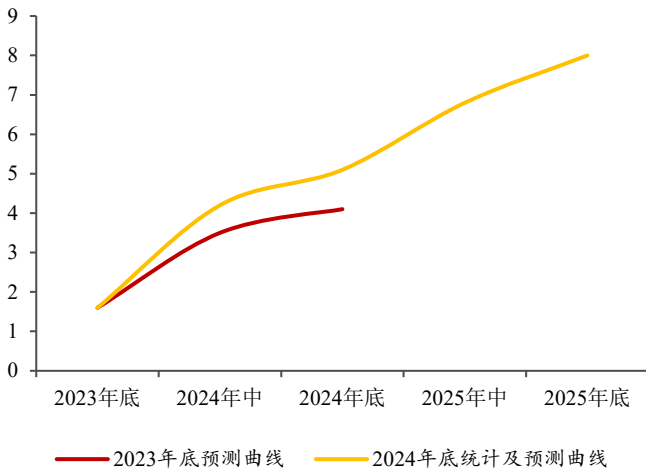
表2: P1.0 以下项目 SMD 与 COB 技术对比

P1.0 以下项目对比	SMD	COB
工艺难度	较高	较低
光学一致性	较低	较高
墨色一致性	较低	较高
良率	较低	较高
成本	较高	降幅开始显现

资料来源: 中金在线, 浙商证券研究所

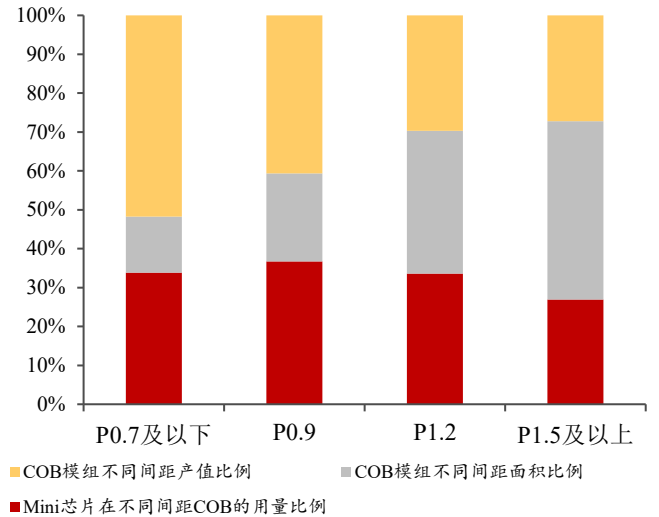
供给侧的变化也在强化这一趋势。按 P1.2 折算面积, COB 月产能在 2024 年底达到 5.1 万平方米, 2025 年规划月产能有望突破 8 万平方米, 高端显示路线上的产能投入仍在显著增加。与此同时, 2024 年行业整体“量增价减”的背景, 反而推动资源继续向高附加值的 Mini COB、微间距显示和一体机方案集中。Mini LED 直显已不再停留在少量高端项目导入阶段, 而是具备了进一步放量的供给基础, 产品结构升级也开始成为行业对冲传统通用产品价格压力的重要方式。

图31: COB 产能扩产曲线 (2023 年底-2025 年底)



资料来源: 芯语, 浙商证券研究所

图32: COB 不同间距的分布情况 (Mini 芯片占比)



资料来源: 芯语, 浙商证券研究所

需求扩散路径上, Mini LED 直显呈现出典型的高端场景先成熟、成熟后再向更广泛场景延展的特征。早期需求主要集中于专业显示和重点项目, 而当前应用已逐步扩展至会议显示、商业展示、品牌空间、XR 虚拟拍摄、影视制作及高端一体机等方向。随着产品在一致性、稳定性、防护性和维护便利性方面持续改善, Mini LED 直显不再只是传统显示方案的参数升级产品, 而是在越来越多强调沉浸感、视觉冲击力和系统集成度的场景中成为更优方案。

Mini LED 直显正由专业显示向会议室、高端家庭影院等大尺寸场景加速渗透。会议室方面, 以惠科股份高管何怀亮的公开交流口径为参考: 全球存量会议室约 1 亿个, 其中 20 人以上中大型会议室占比约 10%, 对应约 1000 万个潜在替代场景。该类场景对显示面积、亮度、对比度及一体化交付要求更高, 当前显示应用以投影、LCD 拼接为主, 均属于 Mini LED 一体机的替代对象。若 2030 年这一领域 Mini LED 渗透率能达到 20%, 则对应约 200 万台一体机需求。

家庭影院方面，全球别墅存量超 2 亿套，假设其中 20%具备独立影音室或高端会客厅，对应约 4000 万套潜在场景。大平层方面，60 平方米以上大客厅主要对应城市大平层、顶层复式及高端公寓等高端住宅形态；结合全球高净值家庭约 6000 万—7000 万户的分布情况，其中具备城市核心地段大面积平层住宅条件者约占 10%—15%，再剔除与别墅口径重叠的高净值家庭后，我们估算全球具备 60 平方米以上大客厅的高端大平层及公寓约 800 万套。综合别墅影音空间与大平层大客厅两类场景，全球高端家庭影院潜在场景约 4800 万个；若 2030 年渗透率达到 20%，对应约 960 万台需求。

合计来看，会议室与家庭影院两大场景远期有望拉动 1160 万台 Mini LED 一体机屏幕的需求。

需求向上游固晶设备传导，芯片用量可观。按 RGB 三色测算，2K/4K 单机分别对应约 622 万颗/2488 万颗 LED 芯片；考虑 136 英寸、163 英寸一体机主要面向会议室和高端家庭影音场景，未来 4K 占比有望持续提升，假设 2030 年 2K 与 4K 结构比为 3:7，则单机平均约 1928 万颗。按 1160 万台测算，对应累计 LED 芯片固晶需求约 223.6 亿颗。

设备端，按当下行业效率最高的新益昌的 Mini LED 高速固晶机（HAD8606 系列）来计算，其每小时固晶速度可按 270K/H 测算，若按全年连续运行、90%稼动率计，单台固晶机年有效固晶能力约 21.3 亿颗。若上述 1160 万台 Mini LED 一体机的需求在一年内直接释放，则对应约 10.5 万台设备需求量。考虑到固晶机属耐用资本品，不宜将上述总量视为单年采购需求；按五年相同采购量平均去计算（采购后的机器每年都正常满产工作），每年的平均采购量应该在 0.7 万台以上，对应行业需形成约每年超过 7000 台固晶机的采购需求。价格端参考公司此前公开交流口径，Mini LED 六联体固晶机单价约 100 万元/台，据此测算，Mini LED 一体机在应用端放需求放量的前提下，有望未来五年内，每年拓增约 70 亿元左右固晶机设备的采购空间。当然，Mini LED 的制程效率每年都会继续抬升，成本也会继续下降，因此即使把这个每年的拓增量打个折扣，市场增量空间依然值得期待。

2.3.2 Micro LED: 由概念验证走向分场景落地，应用成熟度持续提高

相比 Mini LED，Micro LED 的产业化节奏更慢，但商用路径已越来越清晰。当前产业关注点已由“能否做出来”转向“哪些场景率先形成稳定导入”。2025 年 SID 展会显示，Micro LED 在透明显示、车载显示和近眼显示等方向的成熟度持续提升；TrendForce 也指出，大尺寸显示、AR 和汽车仍是当前最重要的需求牵引方向。

图33：SID 2025 展会 BOE 车载显示方案



资料来源：腾讯新闻，浙商证券研究所

从应用端看，过去几年 Micro LED 率先突破的领域主要集中在可穿戴、AR/VR 近眼显示、车载显示以及高端大尺寸显示。可穿戴方面，Garmin 已正式推出 MicroLED 智能手表产品，强调高亮度、广视角和强光下可视性；车载方面，AUO 与 Sony Honda Mobility 在 CES 2025 展示了搭载于 AFEELA 的外部 Micro LED Media Bar 方案，同时 AUO 也发布了 13 英寸 Micro LED HUD；大尺寸显示方面，Samsung 在 CES 2025 继续展示 Transparent MICRO LED，表明 Micro LED 在高端大屏和新型形态显示中的商业化探索仍在推进。

图34: Garmin fenix 8 MicroLED 智能手表



资料来源: Garmin 官网, 浙商证券研究所

图35: Samsung CES 2025 Transparent MICRO LED 展示



资料来源: Samsung 官方新闻, 浙商证券研究所

这种成熟路径并不是全面同步推进，而是优先在对性能要求更高、对价格容忍度也更强的细分场景中逐步完成验证。智能手表看重高亮度、低功耗和小尺寸高 PPI，AR/VR 近眼显示强调亮度、响应速度和轻量化，车载显示则更关注高亮度、可靠性和复杂环境适配。高端场景先落地、成熟后再向更广泛市场外溢，已经成为当前 Micro LED 商业化演进的基本特征。

图36: AI+AR 智能眼镜 (Micro LED 方案)

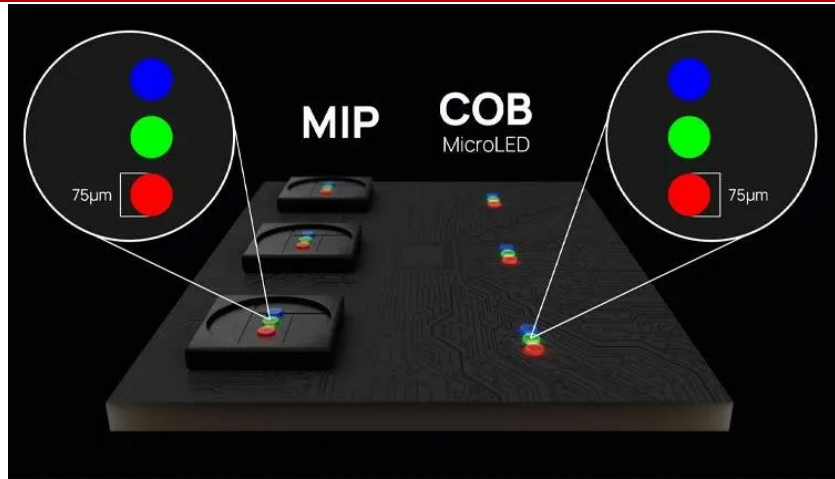


资料来源: 芯语, 浙商证券研究所

2.3.3 PCB基与玻璃基：两条技术路径并行推进，分别对应不同阶段与场景

Micro LED 当前值得重点关注的两条技术路径，是 PCB 基与玻璃基。二者差异并不只在基板材料层面，更对应着不同的制造体系、驱动方式、量产难度和适配场景，因此行业并未形成单一路径收敛，而是呈现并行推进格局。Micro LED 量产的关键挑战集中在巨量转移、互连、全彩实现、驱动背板与修复工艺等环节，不同技术路线本质上是在精度、成本、良率和量产复杂度之间寻求平衡。

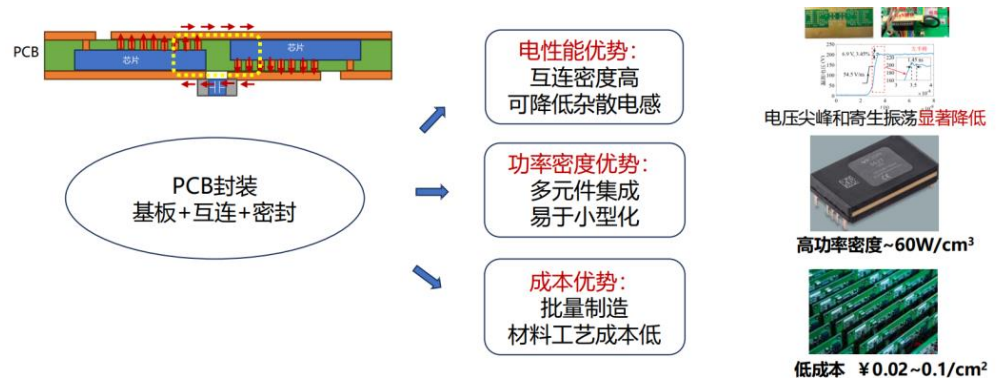
图37: MiP 与 COB/Glass Substrate 技术路径对比



资料来源: DOIT Vision, 浙商证券研究所

其中，PCB 基路线更接近现有 LED 直显产业链的自然延伸，优势在于产业配套成熟、工艺承接性强、现阶段商业化更容易落地，尤其适用于商用大屏、会议显示等大尺寸场景。当前市场仍以 PCB 基板方案为主，原因就在于其更容易承接既有供应链能力和商用显示客户资源，也更符合当前显示产品对成本、可维护性和量产稳定性的现实要求。

图38: PCB 封装技术优势（电-热-可靠性协同）



资料来源: 芯语, 浙商证券研究所

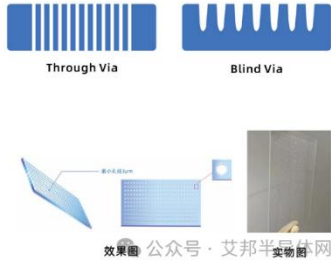
玻璃基路线通常与 TFT 背板等更高精度驱动体系结合，更适用于更小间距、更高 PPI 和更高集成度的显示方向，因此在可穿戴、车载、近眼显示以及更高端微间距显示中具备更大中长期潜力。2025—2026 年间，玻璃基 Micro LED 相关进展明显提速，行业讨论重点集中在 TGV、散热性能、可靠性和面板化制造能力上。当前 PCB 基更偏现阶段商用大屏落地，玻璃基更偏中长期高精度显示升级，两条路线并非简单替代关系，而是在不同技术成熟阶段和应用层级中分别承担不同角色。

图39: TGV 玻璃通孔技术能力展示

TGV玻璃通孔技术能力 | THROUGH GLASS VIA TECHNOLOGY

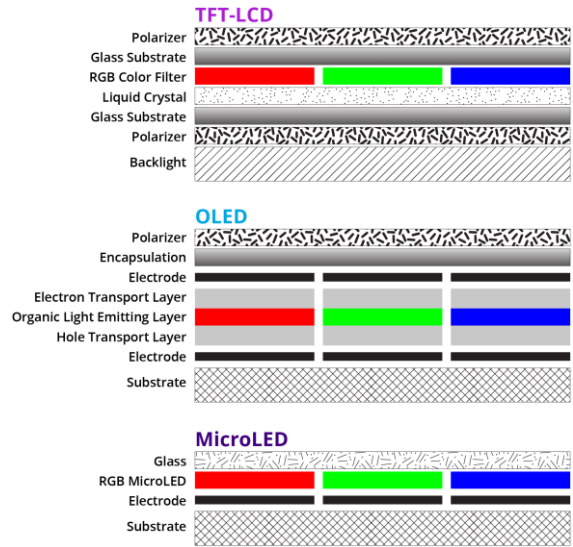
产品优势

- 超速率激光技术
- 可实现深宽比150:1的玻璃通孔
- 巨量通孔, 效率高达5000Via/s
- 最小孔径3um
- 优良的高频电学特性
- 低成本, 大尺寸超薄玻璃衬底易于获取
- 工艺流程简单
- 机械稳定性强, 翘曲较小
- 应用领域广泛



资料来源: 芯语, 浙商证券研究所

图40: TFT-LCD/OLED/Micro LED 结构对比



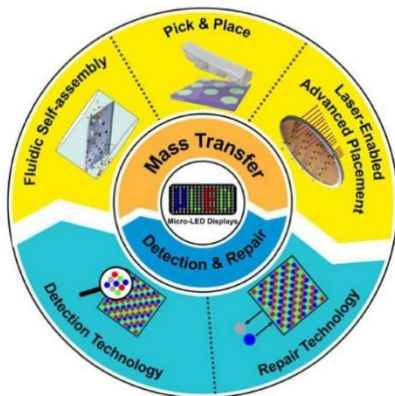
资料来源: SemiEngineering, 浙商证券研究所

2.4 Micro LED 巨量转移: 固晶制程升级是难以绕过的重要环节

2.4.1 巨量转移是 Micro LED 产业化的核心瓶颈, 成本、良率与效率压力集中落在关键制程环节

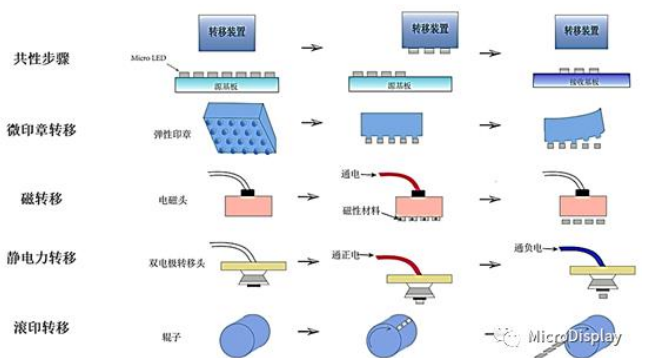
在 Micro LED 逐步由技术验证走向分场景商业化的过程中, 真正制约其放量节奏的, 并不只是芯片尺寸微缩或背板方案选择, 更关键的约束仍在于巨量转移环节。所谓巨量转移, 本质上是海量微米级 LED 芯片从原生晶圆或中间载板批量转移至目标驱动背板的过程。由于一块显示面板往往对应数量巨大的像素单元, 全彩显示还需处理 RGB 三色芯片, 产业化考验已不再是单次转移能否完成, 而是能否在量产条件下同时兼顾转移效率、对位精度、芯片完整性、后续键合一致性与修复成本。TrendForce 对 Micro LED 成本结构的拆分显示, 转移与修复环节合计占总成本约 39%, 高于背板与驱动部分的 19%, 已成为最核心的成本压力来源之一。

图41: Micro LED 巨量转移与检测修复技术体系图



资料来源: springer, 浙商证券研究所

图42: Micro LED 巨量转移主要技术流派对比 (微印章/磁/静电/滚印)



资料来源: 芯语, 浙商证券研究所

从当前产业实践看, 围绕巨量转移已形成弹性体印章转移、激光转移、滚轮转移、流体组装、阵列级键合等多种技术路径, 但行业至今并未形成单一路线收敛。其原因在于, 不同方案在转移节拍、位置精度、芯片损伤控制、后续制程兼容性及其返修难度之间仍需持

续权衡。近期综述研究同样指出，Micro LED mass transfer 的核心目标并非单一追求速度，而是在高效率组装与极高良率之间取得平衡。对 Micro LED 而言，真正决定商业化进度的，不是实验室条件下能否完成样品展示，而是转移工艺能否稳定进入量产体系。若转移效率不足，则难以支撑大尺寸面板和更高分辨率产品的经济性；若转移精度和良率不够，则坏点、漏转、偏位和后续返修成本都会快速放大，进一步拖累整线良率和终端成本。

图43: Micro LED 巨量转移五种技术路线对比 (静电/激光/橡胶印章/自组装/滚轮)

Comparison items	Electrostatic transfer	Laser transfer	Rubber stamp transfer	Self-assembly transfer	Roll transfer
Schematic					
Transfer type	Flat	Flat	Flat	Flat	Roll
Transfer area	2 inch	4 inch or more	3 inch	N/A	4 inch or more
Stamp stiffness	High	Zero	Low	N/A	Medium
Transfer accuracy	2 μm	2~5 μm	2~5 μm	2~30 μm	2~10 μm
Chip size	Micro-LED	Mini & Micro-LED	Micro-LED	Micro-LED	Mini & Micro-LED
Stamp cost	High	Low	Medium	N/A	Low
Stamp durability	Repetitive	Disposable	Repetitive	N/A	Disposable

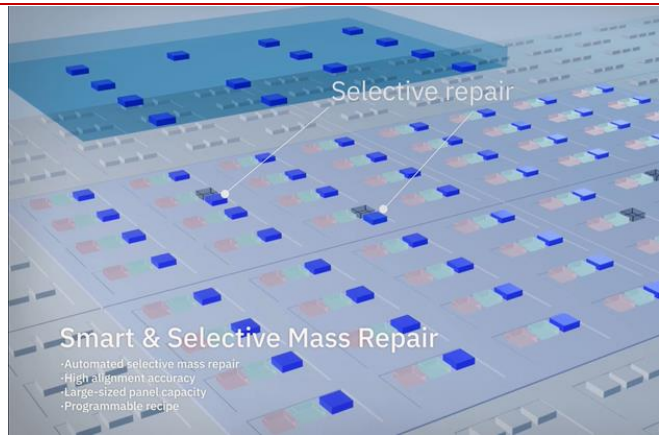
资料来源: springer, 浙商证券研究所

2.4.2 巨量转移最终仍要落到高精度贴装与修复能力，固晶设备的效率、精度与良率能力决定量产上限

从制程逻辑看，无论前端采用何种巨量转移路线，最终都难以绕开芯片与目标基板之间的高精度贴装、对位、键合、检测与修复过程，因此设备端尤其是固晶/贴装设备的重要性并不会因为巨量转移概念的出现而被削弱。SemiEngineering 对 Micro LED 制造良率问题的梳理指出，当前良率压力集中出现在 chip transfer、array-to-driver bonding 等新工艺环节，高成本也是其难以从原型走向量产的重要制约之一。

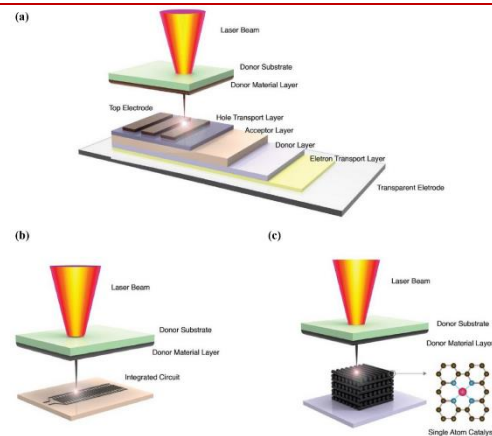
这也是为什么固晶机的制程升级始终是难以绕过的重要环节。Micro LED 芯片更小、数量更多、像素间距更密，对设备提出的要求已从传统 LED 固晶的贴装能力，升级为对节拍效率、微米级定位精度、贴装稳定性、检测能力与修补能力的综合要求。若设备节拍不足，即便前段转移方案成立，也难以支撑更大尺寸和更高分辨率产品的经济性；若对位精度不够，则会直接影响后续键合、电连接可靠性与显示一致性；若缺乏检测与修补能力，前段转移中产生的少量偏差也会在后续被持续放大，最终侵蚀整线良率和制造成本。TrendForce 2025 年关于 Touch Taiwan 的报道提到，东捷展示的第二代雷射诱导转移接合技术已将 Micro LED 雷射巨量转移与接合修补集成到单机流程中，对位精度达到 $\pm 1.5 \mu m$ ，优于行业平均 $\pm 2 \mu m$ ；其选择性巨量修补技术可将产品良率提升至 99.999%。这反映出产业竞争重点已不再局限于单一转移动作，而是逐步延伸至转移、接合与修补一体化的整线制程能力。

图44: Smart & Selective Mass Repair (智能选择性巨量修补) 技术示意图



资料来源: LED inside, 浙商证券研究所

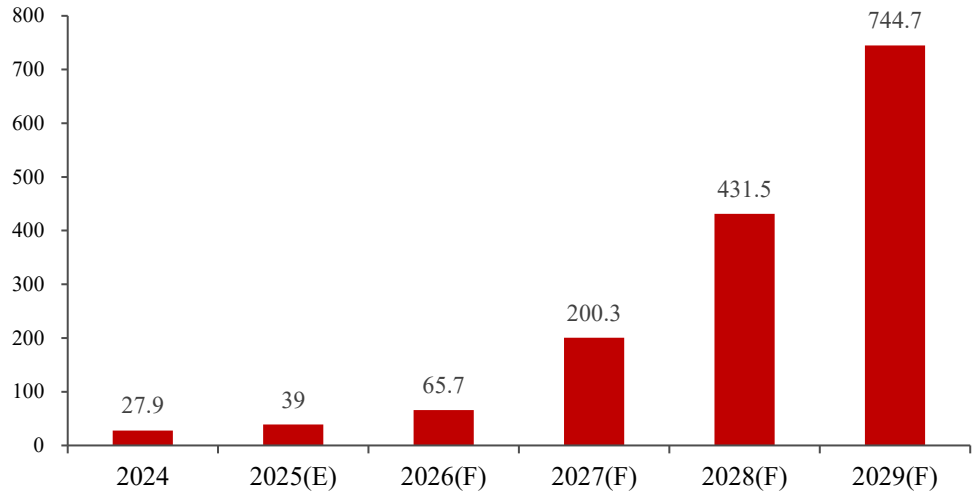
图45: 激光诱导转移 (Laser-Induced Transfer) 功能材料转移机理示意图



资料来源: springer, 浙商证券研究所

从产业一线公司的布局看，这一趋势也较为明确。PlayNitride 在 2024 年年报中将 mass transfer、mass inspection/repair 与 production equipment 并列为关键技术与能力建设方向；TrendForce 则预计，Micro LED 显示应用晶片产值到 2029 年将达到 7.4 亿美元，2024—2029 年复合增速为 93%。在下游需求逐步打开的背景下，谁能持续提升设备在微米级对位、节拍效率、良率控制、检测修复及整线协同方面的综合能力，谁就更有可能在 Micro LED 从验证走向放量的过程中占据更有利的位置。

图46: Micro LED 显示应用芯片产值预估 (2024-2029 年, 单位: 百万美元)



资料来源: 新浪财经, 浙商证券研究所

2.5 新益昌受益于 Mini/Micro LED 升级趋势，固晶平台价值持续强化

2.5.1 公司在 Mini/Micro LED 产业链中的核心卡位，是高精度固晶设备

新益昌在 Mini/Micro LED 产业链中的定位，聚焦于制造环节中技术门槛最高、对量产影响最直接的固晶设备。Mini/Micro LED 显示对芯片尺寸、贴装密度、定位精度、节拍速度和良率稳定性的要求显著高于传统 LED 显示，这决定了设备能力并不是简单的生产工具，而是直接影响产品能否量产、成本能否下降、良率能否稳定的关键要素。公司年报信息明确指出，其 LED 及新型显示固晶设备主要用于封装与模组工艺流程中的固晶环节，并

指出随着 Mini/Micro LED 产品持续升级，对芯片固晶精度、速度和稳定性的要求在逐步提高。

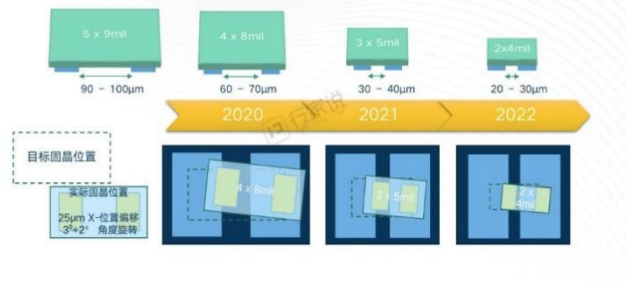
图47: 新益昌 HAD812 全自动半导体平面式高速固晶机



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图48: Mini LED 芯片尺寸与固晶精度要求演进

Mini LED 芯片尺寸越趋细微 固晶精度要求更高



资料来源: 行家说, 浙商证券研究所

公司在这一环节的积累，并非仅仅单一机型层面的优势，而是长期围绕运动控制、视觉识别、工艺算法和核心部件构建起来的平台型能力。依据 2024 年年报披露信息：公司已掌握直驱矢量控制、嵌入式浮点实时多路径运动控制、自动追踪纠偏控制、基于深度学习的机器视觉定位/分割/缺陷检测等核心技术；在半导体和新型显示封装领域，又形成了高速精准运动控制、单邦双臂同步运行、Mini/Micro LED 原片智能分选及混色算法等能力。与此同时，公司部分核心零部件如驱动器、高精度 DDR 电机、直线电机、音圈电机、运动控制卡及高性能一体式控制器等已实现自研自产。对 Mini/Micro LED 设备而言，这些底层能力直接决定了设备在高速条件下维持贴装精度、色彩一致性和批量生产稳定性的水平。

图49: 新益昌中山智能装备研发生产基地



资料来源: 南方日报, 浙商证券研究所

2.5.2 Mini LED 阶段的核心积累，集中体现在高精度、高速度和高良率的设备能力沉淀

Mini LED 直显本质上是 LED 显示由传统小间距继续向更小芯片、更高密度和更高画质方向升级的过程。对设备厂商而言，这意味着客户不再只要求设备“能做”，而是要求设备在更高节拍下保持更高精度和更高良率。公司 2025 年半年报披露，其六头平面式高速

固晶机 HAD8606 系列用于 Mini LED 固晶时，固晶精度可达 $\pm 15 \mu\text{m}$ ， $\theta \leq 2^\circ$ ，产能为 180K/H，良率达到 99.999%。这组指标反映的不是单一参数领先，而是设备在面向 Mini LED 量产时，对速度、精度和稳定性的综合平衡能力。

图50: Mini LED 芯片微缩化趋势 (2023-2024)



资料来源: 芯语, 浙商证券研究所

表3: 新益昌 Mini LED 固晶机产品系列及性能对比

产品名称	类型	说明
六头平面式高速固晶机 (HAD8606 系列)	Mini LED 固晶机	采用三组同步固晶单元，配置业内首创飞拍及二次修正技术，可实现单台设备同时完成 RGB 固晶，以及串联多台设备进行整线混 BIN 作业，固晶精度 $\pm 15\mu\text{m}$ ， $\theta \leq 2^\circ$ ，产能 (UPH) 180K/H，良率 99.999%。
双邦四臂 Mini LED 高速高精度固晶机 (HAD8630P 系列)	Mini LED 固晶机	采用业内领先的双邦四臂的直驱邦头结构，配合线性电机驱动 XY (Wafer 平台) 和 BC (PCB 进料平台)，及业内首创飞拍和二次修正技术，实现高速高精度 Mini LED 背光面板的固晶，产能 (UPH) 40K/H，固晶精度 $\pm 15\mu\text{m}$ ， $\theta \leq 2^\circ$ ，良率 99.999%。
平面式双头高速固晶机 (GT100 系列)	双头固晶机	全自动化双结构模式同步作业，自有双固晶、双点胶、双吸晶平台结构和自动上下料功能，产能 (UPH) 95K/H，精度 $\pm 25\mu\text{m}$ 。

资料来源: 投影时代网, 浙商证券研究所

从产业趋势看，Mini LED 直显近两年正持续向演艺舞台、监控调度、竞技赛事、展览展示、商业广告等大尺寸显示领域渗透，公司在 2025 年年报中也将 Mini/Micro LED 视作 LED 显示升级的重要方向。对新益昌而言，这意味着设备升级的逻辑并不依赖单一客户扩产，而是建立在整个产业对更高精度、更高效率和更高稳定性设备的持续需求之上。尤其在 Mini LED 直显继续向微间距化、高端化推进的背景下，固晶设备的价值量和技术壁垒都在同步抬升。

图51: 演唱会舞台 LED 大屏应用

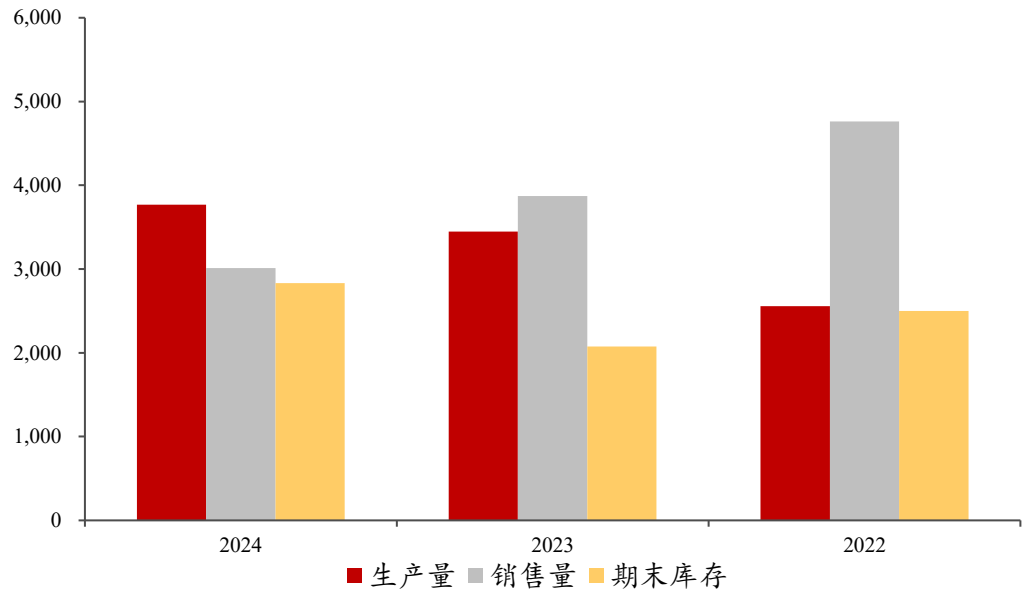


资料来源: BIBILED, 浙商证券研究所

2.5.3 近两年经营承压, 但固晶机主业韧性仍强, 三季度边际已有改善

从经营方面来看, 新益昌近两年确实承受了下游 LED 传统商业显示市场内卷下行的压力, 但其核心固晶设备的竞争力还在加强。2024 年公司固晶机生产量为 3,769 台, 同比增长 9.28%, 销售量为 3,012 台, 同比下降 22.19%, 期末库存 2,834 台, 同比增长 36.45%。这组数据体现出客户验收、交付和收入确认节奏偏慢, 而非终端需求衰退。对专用设备企业而言, 在下游扩产节奏谨慎、项目落地周期拉长的阶段, 这类收入确认与生产交付的错配体现的是行业景气度的影响。同期公司经营活动产生的现金流量净额为 1.39 亿元, 较上年明显改善, 也说明回款质量和经营性现金创造能力仍然在持续改善。

图52: 新益昌固晶机近年产销存数据 (单位: 台)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

进入 2025 年后, 传统 LED 商显行业景气仍处于调整阶段, 公司业绩端继续承压。2025 年公司实现营业收入 7.27 亿元, 同比下降 22.17%; 归母净利润为 -1.27 亿元, 同比下

降 414.39%；扣非归母净利润为 -1.31 亿元，同比下降 526.44%。从季度节奏看，公司前三季度实现营业收入 5.94 亿元，同比下降 22.85%；归母净利润 781.50 万元，同比下降 88.75%；扣非归母净利润 734.88 万元，同比下降 88.37%。其中，2025Q3 单季实现营业收入 1.92 亿元，同比下降 8.27%；归母净利润 519.93 万元，同比增长 63.65%；扣非归母净利润 489.00 万元，同比增长 264.08%，盈利端曾出现阶段性修复。但受下游需求偏弱、项目验收节奏放缓及相关减值影响，2025Q4 单季亏损较为集中，拖累全年业绩转亏。进入 2026 年一季度，公司实现营业收入 2.52 亿元，同比增长 11.13%；归母净利润 2133.24 万元，同比增长 82.39%；扣非归母净利润 1939.79 万元，同比增长 69.34%，收入和利润端均恢复正增长，显示前期压力释放后经营端已有修复迹象。

从结构上看，公司增长重心仍在继续向高端装备迁移。2025 年公司核心产品固晶机实现营业收入 5.35 亿元，电容器老化测试设备实现营业收入 1.06 亿元，锂电池设备实现营业收入 543.63 万元，固晶平台仍是公司收入基本盘。公司在 2025 年投资者关系活动中表示，截至 2025 年第三季度末，半导体业务收入占总营收比例已超过 10%，叠加 Mini LED 固晶机后，高端装备整体营收占比已突破 50%。结合公司在高精度固晶、视觉识别、运动控制和核心零部件自研上的长期积累，短期亏损更多体现为传统 LED 景气调整、项目验收节奏变化及减值因素对利润表的阶段性扰动，并不改变公司向 Mini/Micro LED、半导体封装等高端装备环节迁移的长期方向

图53：新益昌高端智能装备制造基地封顶



资料来源：新浪财经，浙商证券研究所

2.5.4 从传统固晶封装设备平台向半导体和 Micro LED 持续延伸

如果只把新益昌理解成传统的 LED 固晶机生产企业，已经不够准确。过去几年，公司一方面依靠 LED 及新型显示固晶设备维持主业优势，另一方面也在主动把固晶技术平台向半导体封装和更前沿的新型显示设备延伸。2024 年年报披露，公司在半导体、新型显示封装领域已形成较系统的技术积累，并持续围绕 Mini/Micro LED、半导体等方向进行新产品研发；2025 年半年报进一步披露，公司的半导体和新型显示固晶设备已经能够实现与云平台 MES 系统对接、大数据分析和远程控制，说明其设备能力正向更高附加值制造场景迁移。

更值得关注的是，公司已经不只是停留在 PCB 基 Mini LED 设备阶段，而是开始向玻璃基 Micro LED 相关设备延伸。2025 年 12 月的投资者关系活动记录显示，公司持续围绕半导体、LED 及新型显示领域加大研发投入、优化业务结构；而市场公开信息显示，公司已完成 TFT 玻璃基 Micro LED 设备交付并参与相关量产线项目推进。对设备企业而言，这类前沿项目的意义并不在于短期收入体量，而在于能否率先完成工艺导入和客户绑定，从而在下一代显示量产阶段占据更有利位置。

Mini LED 阶段，行业核心驱动力是成本下降和规模量产，设备端受益于高精度固晶需求提升；Micro LED 阶段，行业核心驱动力进一步演变为巨量转移、背板适配、面板化制造和更高集成度，设备端又将继续受益于更复杂工艺与制程变更带来的设备升级需求。对新益昌而言，设备生产本身就位于产业升级过程中最容易形成壁垒、也最容易承接价值量提升的环节。

图54：中国大陆首条 TFT 基 Micro-LED 量产线战略合作签约仪式（新益昌×辰显）



资料来源：芯语，浙商证券研究所

3 半导体后道封装设备市场扩容，新益昌切入关键环节

随着半导体产业的快速发展，后道封装设备市场成为新一轮技术革新和产业升级的重要方向。功率器件、分立器件等封装环节的需求不断增加，推动了行业内设备厂商的持续创新与市场布局。新益昌依托在高精度固晶技术上的积累，逐步切入这一领域，针对功率器件、分立器件以及其他半导体封装环节，展开全面布局，致力于通过技术创新和市场拓展，推动公司半导体设备业务的稳步增长。

3.1 功率器件和分立器件需求扩容，电动化与能源管理推动封装设备市场增长

3.1.1 电动化与电力电子化进程加快，功率器件需求持续抬升

新益昌半导体封装设备业务所对应的需求，主要集中于功率器件和分立器件。下游应用场景是新能源汽车、新型储能、新型电力系统、电源管理及工业控制等等。2026 年政府工作报告披露，2025 年我国新能源汽车年产量已超过 1,600 万辆，电动汽车充电设施突破

2,000 万个，集成电路产量同比增长 10.9%，新型储能装机规模超过 1.3 亿千瓦；工业和信息化部等八部门于 2025 年 1 月印发《新型储能制造业高质量发展行动方案》，国家发展改革委、国家能源局、国家数据局于 2024 年 7 月印发《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》，此后国家发展改革委、国家能源局又于 2025 年 9 月出台《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027 年）》，提出到 2027 年全国新型储能装机规模达到 1.8 亿千瓦以上。功率器件、分立器件以及相关封测环节，本质上正处于这一轮电力电子化和电动化扩张的直接受益链条中。

图55：2026 年政府工作报告：产业结构持续优化



资料来源：新浪财经，浙商证券研究所

图56：新型储能十年发展路线图



资料来源：经济网，浙商证券研究所

从公司产品边界看，新益昌半导体封装的细分设备板块与上述需求方向高度匹配。公司官网将半导体设备明确划分为“IC类”和“分立器件类”；2024年年报列示的核心产品中，HAD812i系列适用于MEMS、MOS、PDFN、SOP、IGBT等产品封装，HAD816系列适用于DFN、QFN、SOP等封装，HAD810RP-PLUS和HAD810-RJ适用于SOD、SOT等封装，K530粗铝丝压焊机则直接面向TO-220、TO-263、TO-252、TO-247、TO-3P等功率半导体器件引线键合。也就是说，公司半导体设备业务并非泛化意义上的“半导体装备布局”，而是围绕功率器件、分立器件及部分IC/MEMS封装的主流后道关键工序持续展开。

图57: 超洁 MOS 选型表 (含 TO-247、TO-220、DFN、QFN 等封装类型)

超洁 MOS 选型表					
	TO-247-2	TO-247-3	TO-247-4	TO-263-7	TO-220F
电压/ V_{DS}	650~1200V	650~1700V	650~3300V	650~1700V	650~1700V
电流/ I	30~100A	5~100A	20~200A	5~60A	1~30A
导通电阻/ $R_{DS(on)}$	-	12~750m Ω	8~160m Ω	38~750m Ω	60~10000m Ω
	TOLL	PDFN8*8	TDFN8*8	PDFN5*6	SOT227
电压/ V_{DS}	650~200V	650~1200V	650V	650V	1200V
电流/ I_D	20~100A	8~60A	25A	8A	100~200A
导通电阻/ $R_{DS(on)}$	12~45m Ω	35~320m Ω	90m Ω	320m Ω	8~16m Ω

资料来源: ewsemi, 浙商证券研究所

3.1.2 行业修复已由底部调整转入连续恢复阶段

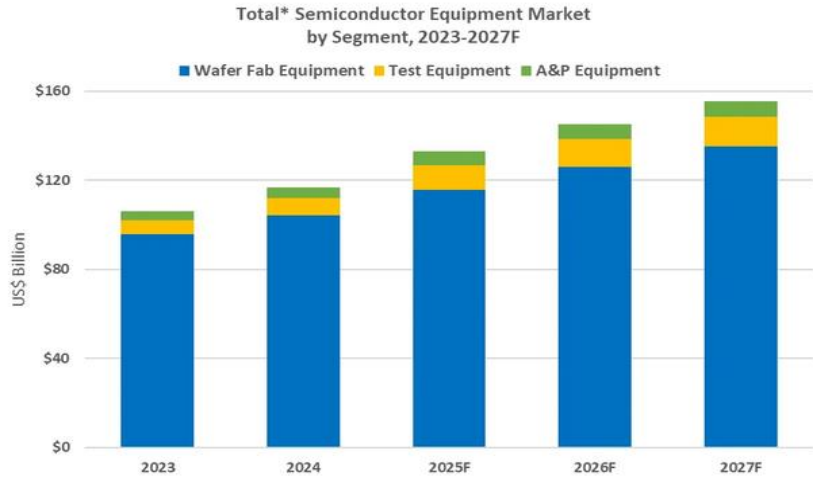
从行业运行节奏看, 后道设备景气自 2024 年以来已由底部调整转入修复阶段。SEMI 披露, 全球半导体设备销售额 2024 年达到 1,171 亿美元, 同比增长约 10%; 2025 年进一步增长至 1,351 亿美元, 同比增长 15%。其中, 后道设备表现更为突出, 测试设备 2025 年销售额同比增长 55%, Assembly and Packaging 设备销售额同比增长 21%。与此同时, WSTS 披露, 2025 年全球半导体销售额达到 7,956 亿美元, 同比增长 26.2%, 并预计 2026 年进一步接近 9,750 亿美元。公开披露中, 狭义“功率器件/分立器件封装设备”的单独市场规模口径仍相对稀缺, 但从 A&P 设备整体修复、全球半导体总需求扩张以及主流后道工艺景气回暖三条线索看, 公司所处赛道已明显走出前期低谷。

表4: SEMI 全球半导体设备市场收入 (单位: 十亿美元)

地区	2024 年	2023 年	同比 (YoY)
中国大陆	49.55	36.60	35.38%
韩国	20.47	19.94	2.66%
中国台湾	16.56	19.62	-15.60%
北美	13.69	12.05	13.61%
日本	7.83	7.93	-1.26%
欧洲	4.85	6.46	-24.92%
世界其他地区	4.19	3.65	14.79%
合计	117.14	106.25	10.25%

资料来源: semi, 浙商证券研究所

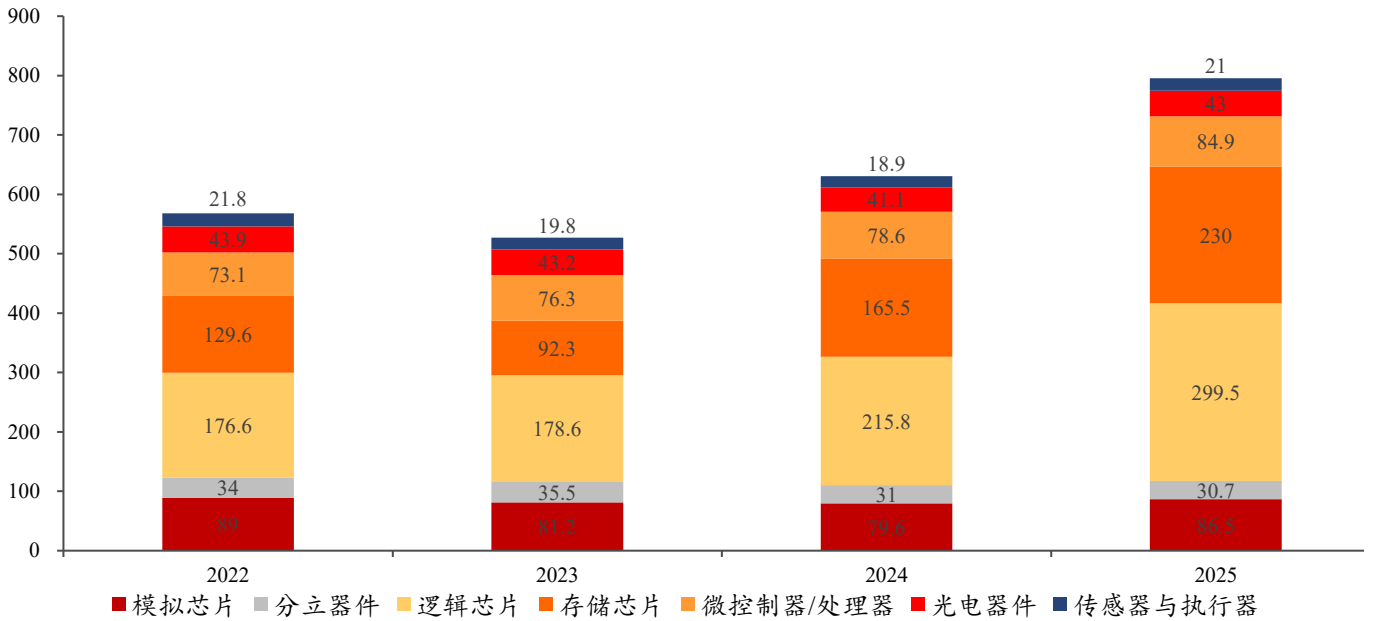
图58: 全球半导体设备市场分领域预测 (2023-2027F, 含 A&P 设备与测试设备)



Source: SEMI, 2025 Year-End Semiconductor Equipment Forecast - OEM Perspective
*Total equipment includes new wafer fab, test, assembly, and packaging, but does not include wafer manufacturing equipment.
Totals may not add due to rounding.

资料来源: 新浪财经, 浙商证券研究所

图59: WSTS 全球半导体销售额历史走势 (单位: 十亿美元)



资料来源: 腾讯网, 浙商证券研究所

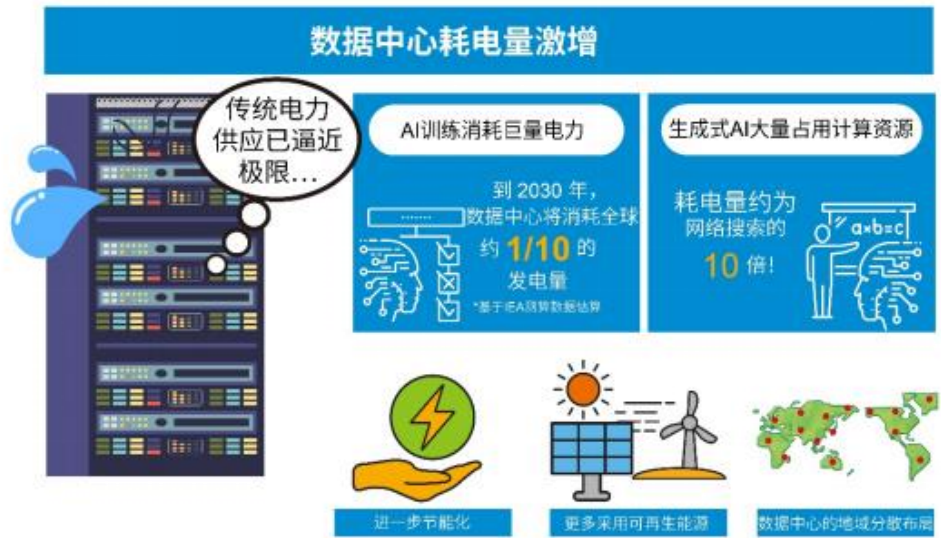
海外龙头的经营口径也印证了这一趋势并正在向主流封装扩散。ASMPT 2025 年继续经营业务实现收入 137.36 亿港元, 同比增长 10.0%, 订单 144.78 亿港元, 同比增长 21.7%; 公司同时披露, 中国区 mainstream 业务收入同比增长约 18%, 其中 SEMI 业务增长主要来自 OSAT 利用率改善所带动的 wire bonder 和 die bonder 需求提升。K&S 则在 2025 年年报中明确, 楔焊设备主要用于 power electronics、automotive 和 semiconductor applications。换言之, 当前后道设备修复并不只体现在 AI 相关先进封装, 功率管理、汽车

电子和通用半导体所对应的主流封装工艺同样在恢复，而新益昌所在的正是与这部分需求关联度更高的工艺段。

3.1.3 器件数量增长与工艺升级共同决定赛道波动特征

与前道设备更强的制程投资周期不同，功率器件和分立器件后道设备的需求传导，更贴近“器件数量增长—封测稼动率提升—设备扩线与老线改造—工艺升级”的链条。ASMPT 在 2025 年中报和三季度材料中均提到，mainstream 业务受中国市场动能和 AI 数据中心带来的 power management 需求支撑，wire bonder 和 die bonder 需求持续改善；K&S 也持续围绕汽车、工业、通用半导体和功率电子场景推进产品布局。由此看，封装赛道的回暖并非只是简单周期波动，而是传统行业复苏叠加 AI 数据中心大幅建设拉动，进而带动功率器件数量增长、封装工艺复杂度提升和国产化替代深化共同作用下的结构性修复。

图60： AI 数据中心耗电量激增与功率半导体解决方案



资料来源：芯语，浙商证券研究所

3.2 固晶、焊线与测试包装为关键工艺，后道封装设备国产化持续推进

3.2.1 海外平台型龙头仍占据高端后道核心位置

从工艺链条看，固晶、焊线与测试包装是主流封装中壁垒最高、客户验证周期最长、设备价值量也最集中的关键工序。新益昌 2024 年年报对半导体封装环节的描述较为明确：固晶对超高精度与三维定位能力要求严格，焊线对速度、精度、稳定性与线弧控制要求极高，测试包装则对定位控制、测试精度、系统稳定性和柔性化能力提出更高要求。也正因为如此，后道设备竞争并不只是单机价格竞争，而是围绕工艺能力、稳定性、良率控制和长期服务能力展开。

全球格局中，ASMPT 与 Kulicke & Soffa 仍是最具代表性的后道关键工序厂商。ASMPT 官方材料显示，其汽车解决方案覆盖 power module、power discrete packages、die/wire bond & mold 等多个环节，2025 年在 AI 驱动下继续实现订单和收入双增；K&S 2025 年年报则强调，wedge bonder 使用 ribbon 或 heavy wire，主要用于 power electronics、automotive 及 semiconductor applications。海外龙头的优势不只体现在单机性能，更体现在长期工艺 Know-how、客户验证体系、核心模组与软件控制协同上，这也是其在高端后道设备中维持领先地位的根本原因。

3.2.2 国内厂商主要沿主流封装关键工艺段切入

国内厂商的突破路径则更加清晰地集中在固晶、键合、分选、检测及测试包装等关键工艺段。凯格精机 2024 年实现营业收入 8.57 亿元，同比增长 15.75%，归母净利润 7,051.62 万元，同比增长 34.12%；其披露封装设备主要应用于 LED 及半导体封装固晶工序，GD200 系列半导体高精度固晶机已覆盖 QFN、DFN、SMA、SOD、卷式 SIM、车规级贴装、光通信贴装及 COB 大功率等场景。快克智能 2024 年实现营业收入 9.45 亿元，同比增长 19.28%，其中固晶键合封装设备收入 2,610.96 万元，同比增长 9.04%，高速高精固晶机 QTC1000 已形成批量订单。智立方则在 2025 年业绩说明会中披露，2024 年半导体业务取得显著突破，分选机、AOI 设备已批量交付，CIS 芯片分选设备获得头部客户量产订单，先进封装设备进入验证阶段。几家同行的披露共同说明，国产厂商当前的主攻方向并不是一步到位复制平台型巨头，而是沿主流封装关键节点逐步切深。

3.2.3 竞争格局的变化，实质上是关键节点国产化持续推进

把同行材料放在同一框架下看，行业变化的核心并不是“国产设备全面替代海外”，而是主流封装关键节点的国产化持续深化，并在此基础上逐步向关键工艺链延展。凯格精机以固晶工序为核心切入，快克智能由精密焊接和成套装备向固晶键合封装延伸，智立方则由分选、AOI 向半导体固晶和先进封装拓展，几家公司的路径虽然起点不同，但本质上都指向主流封装关键工艺段的持续突破。

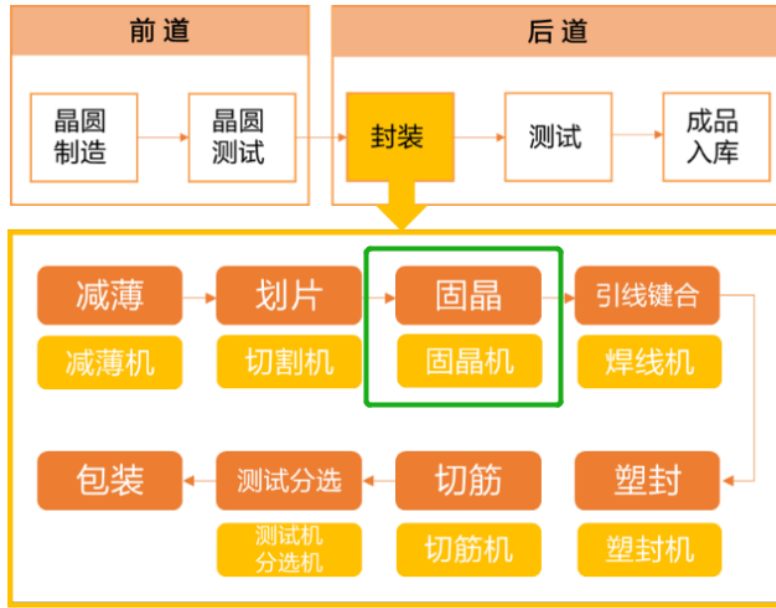
对行业而言，后续竞争格局的变化，并不在于谁能够一次性覆盖全部后道工序，而在于谁能在主流封装最核心的工艺段上形成更深的产品链、更强的客户绑定和更长的验证壁垒。也正因如此，观察国内设备厂商的竞争力，不宜只看单机设备是否完成导入，更应关注其是否已由关键节点突破，进一步走向关键工艺链的延展。

3.3 新益昌围绕功率器件封装布局，持续拓展半导体设备市场

3.3.1 公司行业定位在主流封装关键工艺平台，而非泛半导体设备覆盖

新益昌在半导体设备领域的行业定位，更准确的界定并不是“泛半导体设备企业”，而是立足封测后道中的固晶核心工序，围绕分立器件、功率器件及部分 IC、MEMS 封装场景持续外延。公司 2025 年年报明确写到，公司是国内半导体、新型显示封装和电容器老化测试智能制造装备领域的领先企业，在半导体封装设备领域已具有较强的市场竞争力及较高的品牌知名度。结合公司官网对“IC 类/分立器件类”产品的划分，可以看到，公司在半导体板块的布局并非横向铺设，而是沿主流后道关键工艺链持续做深。

图61: 半导体前道与后道工艺流程对比



资料来源: 博众半导体, 浙商证券研究所

这一定位与最近两年的政策导向也具有较强一致性。深圳市商务局 2025 年发布的半导体与集成电路产业集群相关官方表述中, 明确提出重点支持化合物半导体器件、高端功率器件设计, 支持氮化镓、碳化硅等化合物半导体制造和测试, 支持晶圆级封装、三维封装、芯粒等先进封装技术, 以及核心装备和关键半导体材料研发与产业化。对新益昌而言, 其产品正处在“高端功率器件—制造与测试—封装与装备”这条产业主线上, 因此公司行业定位不仅有产品和客户验证支撑, 也与地方产业发展方向高度契合。

图62: 深圳市各区半导体与集成电路产业政策地图



资料来源: 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

3.3.2 由固晶单点优势向后道关键工艺链延展, 设备能力持续纵深布局

从产品矩阵看, 新益昌的核心竞争力首先来自固晶平台。HAD812i 系列适用于 MEMS、MOS、PDFN、SOP、IGBT 等产品封装, 支持 12 英寸 wafer 自动导入导出, 具备

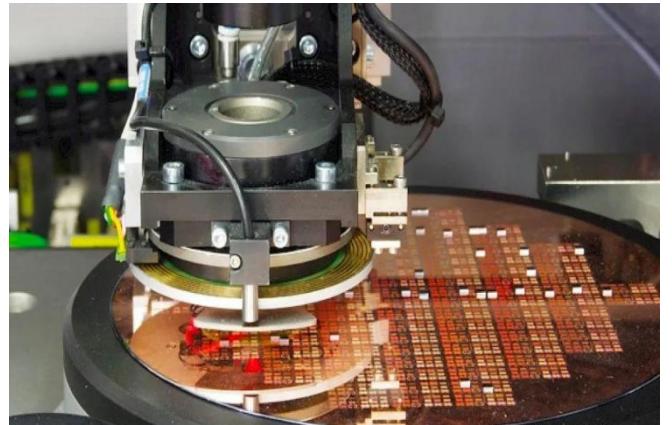
360° 旋转修正、UP LOOK 二次识别校正及 MES、SECS/GEM 对接能力，位置精度达到 $\pm 10 \mu\text{m}$ ；HAD8212 advanced 则进一步适用于 NAND、DRAM、GPU、CPU、CoWoS、HBM 等更高精度 Die Bond 场景，位置精度达到 $\pm 3 \mu\text{m}$ 。与此同时，HAD816 系列适用于 DFN、QFN、SOP 等封装，产能 40K/H、精度 $\pm 20 \mu\text{m}$ ；HAD810RP-PLUS 和 HAD810-RJ 分别适用于 SOD、SOT 等封装，产能为 18K/H 和 38K/H。公司既覆盖高精度固晶，又覆盖多种主流框架类封装芯片以及功率器件与分立器件量产封装，这种产品结构并不是简单增加型号，而是沿固晶平台形成了从全封装工艺产业链的纵向延展。

图63：新益昌 HAD810-DDCO 全自动平面固晶机产线



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图64：固晶机（Die Bonder）精密贴装微观工作场景



资料来源：未来半导体，浙商证券研究所

在焊线环节，公司则通过外延并购实现了更快切入。2021 年公司收购开致自动化设备有限公司 75% 股权并完成登记，业务边界由固晶环节进一步延伸至引线键合环节。开致自动化主要销售半导体封装相关设备，主营产品为全自动超声波引线键合设备，包括光通讯行业用金丝球焊线机、功率半导体行业用粗铝丝压焊机。开致的并入使公司在后道关键工序中的覆盖由固晶进一步延伸至焊线，产品矩阵完整度明显提升，并且下游应用拓延至光模块等关键细分领域。

图65: 开致自动化 K840 全自动 TO56 焊线机



资料来源: 供应商网, 浙商证券研究所

从细分产品看, K900 系列 TO56/TO46 可翻转焊线机是开致自动化较具代表性的产品之一, 主要应用于激光二极管相关封装, 在光通讯领域的 2.5G、10G、25G 光模块元器件以及激光显示领域应用较广。根据公司公开资料, 该系列为国内 TO56 焊线机主流机型, 在相关细分场景中具有较高市场覆盖率。TO56、TO46 本身就是光通讯器件与激光器件中较为典型的经典封装形式, 这类产品对焊线精度、稳定性和一致性要求较高, 一旦完成客户验证, 设备导入黏性通常较强, 很显然开致自动化所擅长的正是光通讯器件与激光器件封装中技术要求较高的关键工序。

图66: 开致自动化产品矩阵



资料来源: 开致公司官网, 浙商证券研究所

更能体现公司行业位置的, 是其在功率器件后道工艺中的外延深度。Clip 组焊线连线机 HAD812DDCO 适用于 TO、MOSFET、SMA、SMC、SOD、GBU 等产品封装, 可实现 lead frame 自动上料, 并完成点胶、固晶、clip 固跳线、回流焊接的全流程自动化操作;

K530 粗铝丝压焊机则直接面向 TO-220、TO-263、TO-252、TO-247、TO-3P 等功率半导体器件引线键合，定位精度可达 0.5 μm；KAW908 全自动平面焊线机进一步覆盖半导体、LED 等器件引线键合；XYC2220S/XYC2224S 转塔式半导体测试分选机可对 IC 芯片、电阻、电容、电感、二极管、三极管等贴片器件进行电性测试、视觉检测、激光打标与编带输出，产能可达 50K/H。公司在功率器件和分立器件后道环节中的角色，已经由单点固晶设备供应，逐步走向关键工艺段设备组合供应。

图67：新益昌半导体后道关键工艺段设备组合



资料来源：芯语，浙商证券研究所

3.3.3 客户验证、历史积累与研发投入共同支撑公司行业位置

对后道设备厂商而言，客户验证深度往往是判断其产业位置和竞争力的核心依据。新益昌 2024 年年报披露，公司半导体封装设备客户已覆盖华为、长电、华天科技、通富微电、固锝电子、银河世纪微、佛山蓝箭、无锡力特、扬杰科技、韶华科技等企业，业务涵盖汽车电子、通信、存储、MEMS、模拟、数模混合及分立器件等领域；公司同时指出，下游客户导入通常需要经历现场考察、技术研讨、需求回馈、技术改进、样机试用、批量生产和售后评价等完整流程，一旦通过认证，合作关系通常具有较强稳定性。

图68：新益昌半导体封装设备客户矩阵



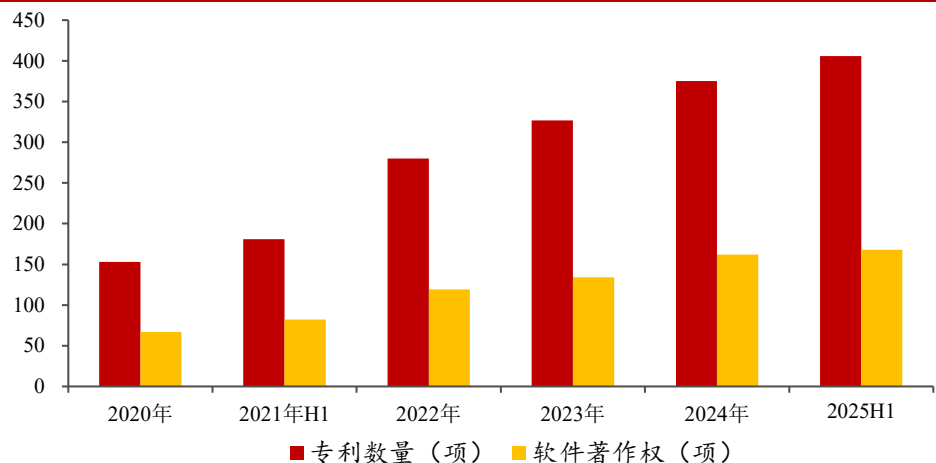
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

历史积累和研发强度则构成公司行业位置的另一层支撑。招股书援引 Yole 数据显示，2018 年全球固晶机市场规模约 9.79 亿美元，公司彼时在全球固晶设备市场占有率约 6%；到 2025 年，公司实现营业收入 7.27 亿元，其中固晶机收入 5.35 亿元，毛利率 29.64%，仍是最核心的收入与利润平台。2025 年公司研发投入为 1.07 亿元，同比增长 9.28%，占营业收入比例 14.68%，较上年提升 4.23 个百分点；截至 2025 年末，公司已获得 437 项专利和 172 项软件著作权。较早形成的固晶工艺积累、持续加大的研发投入以及向焊线、测试包装延展的产品体系，使公司在主流封装设备国产化持续推进的背景下，具备了更强的产业化基础和更稳固的竞争位置。

根据固晶封装设备全球龙头 BESI 年报引用的 TechInsights 数据，2025 年全球封装设备市场规模约 51 亿美元，其中固晶系统占比约 27%，对应全球固晶设备市场约 13.8 亿美元，按 1 美元约 6.83 元人民币折算行业市场规模约 94.25 亿元。据 TechInsights 预测，全球固晶系统市场会是封装设备市场从增速最快的细分领域，2025-2030 年复合增长率达 14.9%。据计算，2030 年全球固晶系统市场规模约 188.75 亿元。

BESI 产品结构中固晶、封装和电镀分别占 2025 年收入约 80%、17%和 3%；按 TechInsights 口径计算，BESI 2025 年在固晶系统市场份额约 55%。目前，BESI 市值已超 1200 亿元（RMB）。与其对比来看，新益昌已具备一定全球竞争基础。2025 年报数据显示，新益昌固晶机营业收入约 5.35 亿元，全球固晶机市场市占率约 5.4%，根据公开报道，公司持续深耕功率器件、IGBT 等半导体封装场景，已进入英飞凌等头部企业供应链，半导体设备业务客户验证和导入进展持续推进。随着下游功率器件、先进封装及国产替代需求释放，公司半导体固晶设备有望在高端客户体系中进一步拓展。随着新益昌在高端产品市场的进一步渗透和提升，其固晶机业务的市占率与利润率将迎来双向提升，我们预计到 2030 年左右公司相关营收将达到 40 亿以上，全球市占率将提升至 20~25%左右。

图69：新益昌专利与软件著作权数量变化趋势（2020-2025H1）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

3.3.4 行业地位的实质，是沿主流封装关键工艺链形成更早、更深的卡位

把新益昌与国内同行放在一起比较，其差异并不在于“也做固晶机”，而在于进入更早、产品链更长、客户验证更深。相较于友商，有的当前仍以固晶工序为主要切入点（尚未形成产业卡位），有的尚处于由分选、AOI 向半导体固晶和先进封装延展阶段；相比之下，新益昌已经形成从高精度 Die Bond、主流功率器件固晶到粗铝丝焊线、组焊线一体化、测试分选、老化、检测、编带的更完整布局。

放在主流封装关键工艺国产化持续推进的大背景下，公司在分立器件与功率器件后道封装环节的领先性，更多体现为沿关键工艺链形成的先发优势，而不是单一设备品类上的静态领先。也就是说，公司行业地位的实质，并不只是“已有某一类设备实现导入”，而是在主流封装最核心的工艺段上形成了更早进入、更深绑定和更完整产品矩阵的卡位。这种卡位一旦形成，后续行业修复和国产化深化所带来的弹性，往往也会更多体现在已具备产品链与客户链优势的厂商身上。

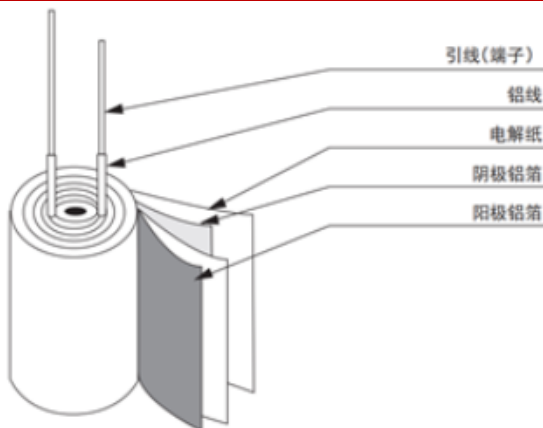
4 电容器与锂电池制造装备，传统优势延伸与新业务拓展并行

电容器和锂电池作为电子和新能源产业的重要基础部件，推动着相关制造装备行业的快速发展。新能源、储能和新能源汽车等行业的快速发展对电容器和锂电池制造装备的需求不断增加。新益昌凭借在精密机械制造、运动控制和视觉识别等领域的技术积累，切入锂电池制造装备市场，并逐步在行业中占据重要位置。

4.1 电容器下游需求持续扩容，新能源与工业场景支撑行业增长

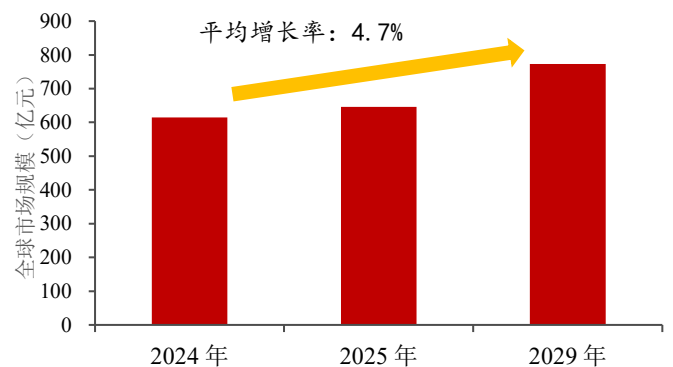
电容器是电子线路中实现滤波、旁路、耦合、储能等核心功能的基础电子元件，是电子信息产业不可或缺的底层元器件，广泛应用于消费电子、汽车电子、新能源发电、储能、工业控制、轨道交通等国民经济关键领域。按介质材料划分，电容器主要分为铝电解电容器、陶瓷电容器、钽电解电容器和薄膜电容器等，其中铝电解电容器凭借比容大、耐压高、“自愈”特性、性价比高等核心优势，成为新能源产业升级中需求增长最快的细分品类之一。根据中国电子元件行业协会（CECA）发布的行业数据，2024年全球铝电解电容器市场规模约为614.2亿元，同比增长0.1%。预计2025年全球铝电解电容器市场规模约为645.5亿元，同比增长5.1%，至2029年市场规模将达到773.4亿元，2024-2029年五年平均增长率约为4.7%。

图70：铝电解电容器素子



资料来源：富隆电子，浙商证券研究所

图71：全球铝电解电容器市场规模

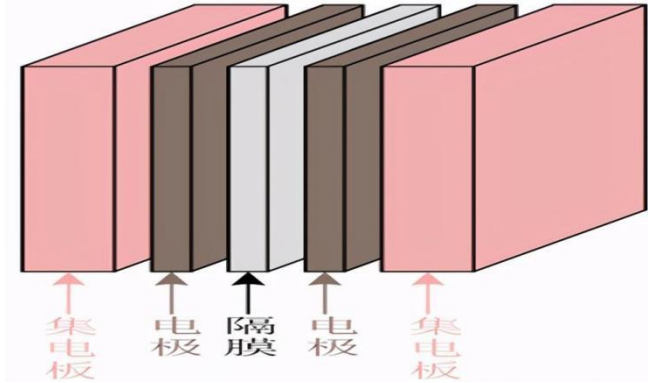


资料来源：中国电子元件行业协会，浙商证券研究所

超级电容器具有高能量密度、高功率密度、寿命长和、工作温度范围宽等优良特性。可以广泛应用于国防军工、轨道交通、城市公交、发电与智能电网、消费电子等重要领域，能够有效解决大负荷电路运行的难题，保证电力电子设备使用性能的正常发挥。目前国内超级电容器市场渗透率较低，发展潜力巨大。据华经情报网数据，从国内超级电容器消费结构来看，交通运输用超级电容器消费占比38.2%，工业用超级电容器消费占比

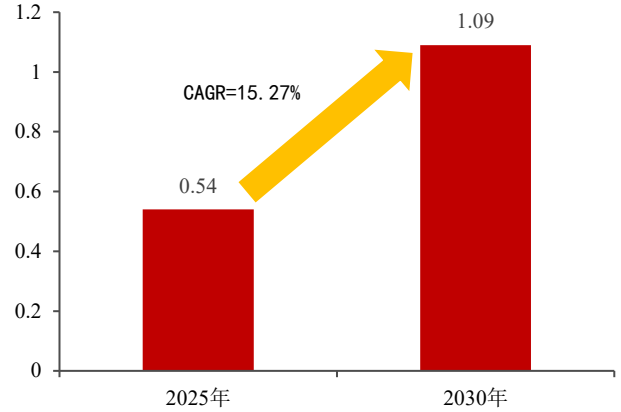
30.8%，新能源用超级电容器消费占比 21.8%，装备等其他应用领域消费占比 9.2%。据 Mordor Intelligence 数据，全球超级电容器市场在 2025 年达到 5.4 亿美元，预计到 2030 年将达到 10.9 亿美元，复合年增长率为 15.27%。

图72：超级电容器结构



资料来源：充电桩科技网，浙商证券研究所

图73：全球超级电容器市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：Mordor Intelligence，浙商证券研究所

行业增长的核心驱动因素主要来自三大维度：

1. 新能源领域需求爆发式增长：新能源汽车、光伏逆变器、储能系统是铝电解电容器最核心的增长引擎。新能源汽车的 OBC、DC-DC、电机控制器等核心部件对铝电解电容器的单车用量，较传统燃油车大幅提升；光伏逆变器、储能 PCS 变流器中，铝电解电容器是直流母线滤波、交流输出滤波的核心元件，随着全球光伏装机量与储能装机量的高速增长，对应需求持续扩容。

2. 国产替代与产能转移深化：全球铝电解电容器产能持续向中国大陆转移，国内龙头厂商艾华集团、江海股份等持续推进新能源领域产能扩张，带动上游制造装备的国产化需求大幅提升，本土设备厂商迎来发展机遇。

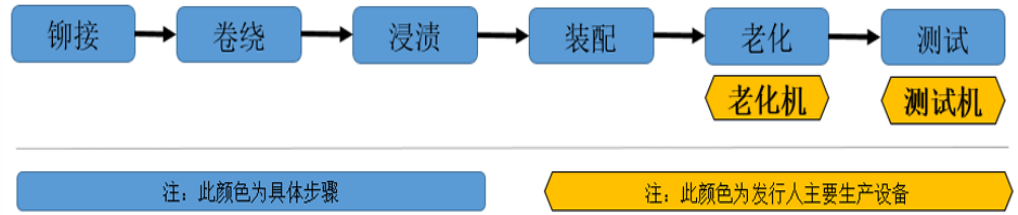
3. 传统领域提供稳定需求支撑：5G 通信基站、工业自动化、服务器、消费电子等传统领域，为铝电解电容器提供了稳定的基本盘需求，保障了行业发展的底层韧性。

随着下游电容器厂商的产能扩张、设备更新换代，将直接带动上游电容器制造装备的市场需求释放；同时，电容器产品向高可靠性、长寿命、小型化、耐高温方向升级，也对生产装备的精度、效率、智能化水平提出了更高要求，具备核心技术优势的设备厂商将获得更大的市场增量。

4.2 老化测试设备构筑传统优势，客户积累与技术能力夯实市场地位

新益昌是国内电容器制造装备领域的领先企业，核心产品为电容器老化测试机，此业务是公司传统优势业务，也是公司第二大核心营收板块。电容器生产工艺流程可以分为铆接、卷绕、浸渍、装配、老化及测试等环节；超级电容器在结构上与电容器非常相似，它们的主要区别在于电极材料。老化测试机主要应用于电容器生产的老化测试工序，其过程为：首先对产品导针整形并做极性检测，排除开路、弯脚、短路及反极的产品；其次将产品送入烤箱进行高温充电老化；最后进行容量、损失角、“ESR”和漏电流测试。根据公司 2025 年年度报告披露，2025 年公司电容器老化测试设备实现营业收入 1.06 亿元，占公司整体营收的 14.53%。

图74： 电容器生产流程及老化测试机的应用



资料来源：新益昌招股说明书，浙商证券研究所

在细分市场竞争格局中，公司在国内中高端铝电解电容器老化测试设备市场处于领先地位。公司的电容器老化测试机系国内主流品牌，性能稳定，国内市场占有率较高。公司已成为国内铝电解电容器老化测试设备的首选供应商之一。

图75： 新益昌牛角老化测试机

图76： 新益昌超电老化测试机



资料来源：新益昌 2024 年报，浙商证券研究所

资料来源：新益昌 2024 年报，浙商证券研究所

在客户资源方面，公司建立了极高的行业壁垒与品牌口碑，国内主流铝电解电容器龙头企业均为公司长期稳定合作客户，包括艾华集团、江海股份、丰宾电子、风华高科等行业头部厂商，覆盖了国内绝大多数规模化铝电解电容器生产企业。根据行业信息，艾华集团和江海股份业务规模较大，位居行业第一梯队。其电容器技术性能和产销量均位列全国同行前列，业内具有较高的知名度和美誉度；丰宾电子是港股上市公司凯普松国际的子公司，凯普松国际是亚洲地区具有领导地位的垂直整合铝质电解电容器制造商之一。

图77: 新益昌电容器设备主要客户



资料来源: 新益昌招股说明书, 浙商证券研究所

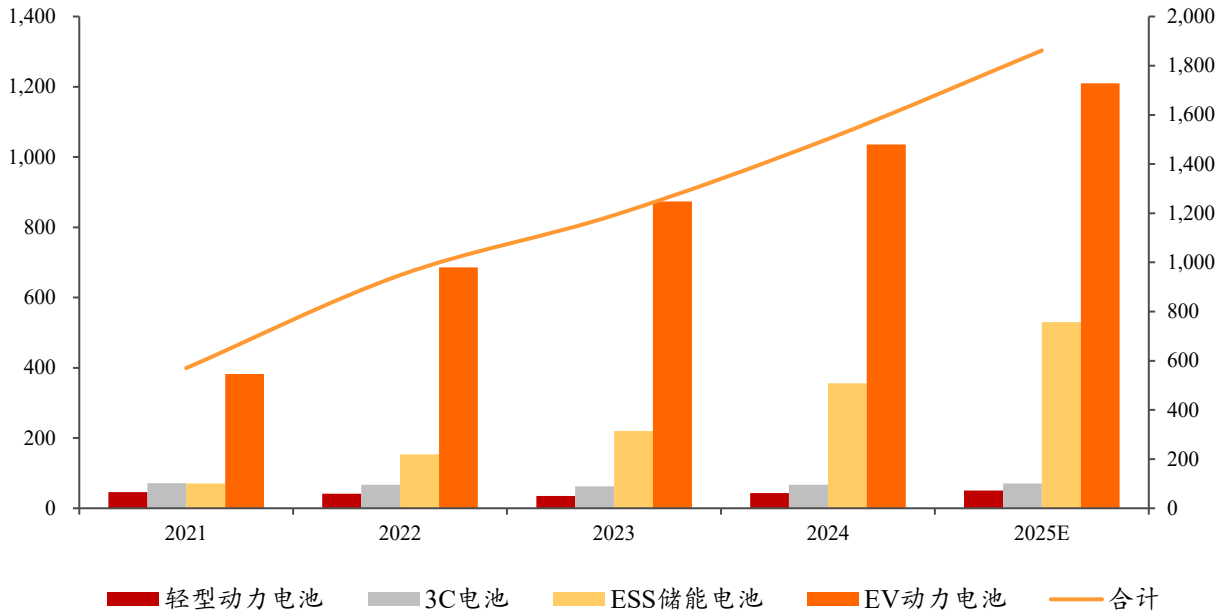
在技术研发层面, 公司已掌握新一代恒流恒功充电技术、静态测试系统、高速整型进料系统、多路静态老化监控技术、AI外观全检技术、单点多频段多参数同步筛选技术、UI精准微爆检测技术等核心技术, 研发生产的电容器设备已实现对生产产品实时数据监控, 并具有大数据分析及传送功能, 可有效对接 MES 系统, 进行电容器的智能快速老化与检测。

4.3 锂电池产业链持续发展, 技术迭代与产能调整重塑设备需求

锂电池是新能源产业的核心基础部件, 主要应用于新能源汽车、储能、消费电子、电动工具等领域, 其中新能源汽车与储能是行业增长的双核心引擎。在全球“双碳”目标的推动下, 锂电池行业进入高速发展期, 产业链上下游的持续扩产与技术迭代, 带动了锂电制造装备行业的快速发展。

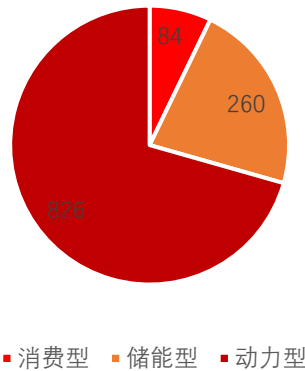
从行业整体规模来看, 根据起点研究院 (SPIR) 统计数据显示, 2024 全球锂电池出货量达 1501.9GWh, 同比增长 26.0%, 其中 EV 动力锂电池出货 1036GWh, 同比增长 18.6%; ESS 储能锂电池出货 356GWh, 同比增长 61.5%; 轻型动力锂电池出货 43GWh, 同比增长 21.5%; 3C 锂电池出货 66.9GWh, 同比增长 6.9%。据中国工信部统计, 2024 年中国锂电池总产量 1170GWh, 同比增长 24%。行业总产值超过 1.2 万亿元。电池环节, 1-12 月消费型、储能型和动力型锂电池产量分别为 84GWh、260GWh、826GWh。锂电池装机量 (含新能源汽车、新型储能) 超过 645GWh, 同比增长 48%。

图78: 全球锂电池产量 (单位: GWh)



资料来源: 起点研究院, 浙商证券研究所

图79: 2024 中国各类型锂电池产量 (单位: GWh)



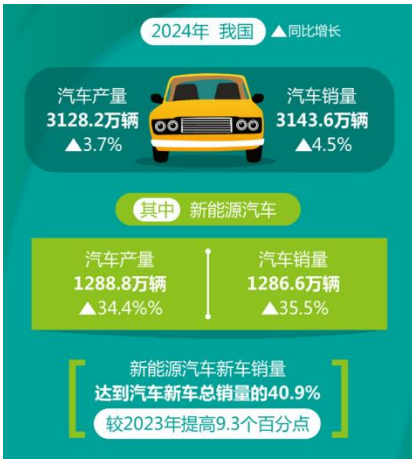
资料来源: 中国工信部, 浙商证券研究所

下游应用市场的持续扩容, 是锂电池行业发展的核心动力:

1. 新能源汽车领域: 起点研究院 (SPIR) 统计数据显示 2024 年全球新能源汽车销量 1810 万辆, 同比增长 25.2%, 预计 2025 年全球 EV 动力电池出货量将达 1210GWh, 同比增长 16.8%。; 据新华社报道, 2024 年国内新能源汽车产销量分别达 1288.8 万辆和 1286.6 万辆, 同比分别增长 34.4%和 35.5%。

2. 储能领域: 在各国清洁能源转型目标及 3060 碳中和碳达峰目标推动下, 风电光伏装机比例不断提升、电力系统灵活性要求提高、储能技术进步及电池系统成本下降, 2024 储能电池市场需求持续快速增长。起点研究院 (SPIR) 统计数据显示, 2024 全球储能电池出货量 356GWh, 同比增长 61.5%; 预计 2025 年全球储能电池出货量将达 530GWh, 同比增长 48.9%, 主要增长来自于中国、欧美、中东和东南亚等新兴市场。

图80: 2024年中国汽车及新能源车产销量



资料来源: 新华社, 浙商证券研究所

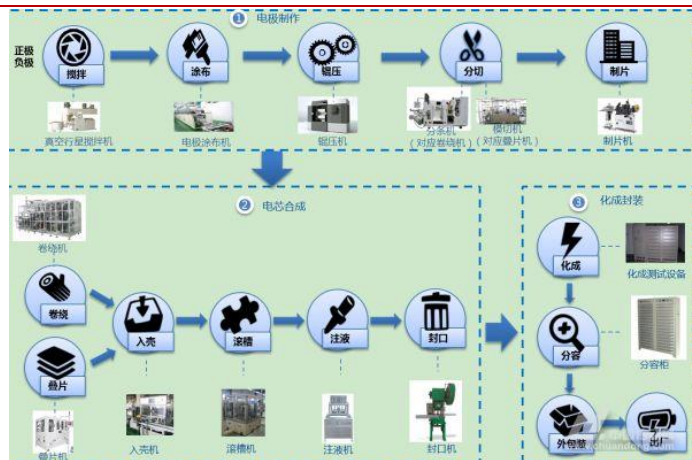
图81: 2024年储能锂电池电芯出货量TOP30的企业

NO.1	宁德时代	CATL 宁德时代	NO.16	天合储能	TrinaStorage 天合储能
NO.2	亿纬锂能	EVE 亿纬锂能	NO.17	海四达	HIGH-TAR 海四达
NO.3	海辰储能	HITHIUM	NO.18	昆宇电源	昆宇电源 COSPOWERS
NO.4	比亚迪	BYD	NO.19	欣旺达	SUNWODA 欣旺达
NO.5	远景动力	AESC	NO.20	力神电池	LISHEN 力神
NO.6	国轩高科	国轩高科	NO.21	天弋能源	天弋能源
NO.7	蜂巢能源	cornex 蜂巢	NO.22	德赛电池	DESAY 德赛
NO.8	辉瀚兰钧	辉瀚兰钧	NO.23	松下	Panasonic
NO.9	中创新航	中创新航	NO.24	派能科技	PYLONTECH 派能
NO.10	鹏辉能源	鹏辉能源	NO.25	新能安	Ampace 新能安
	赣锋锂电	赣锋锂电	NO.26	双登	双登
NO.12	LG新能源	LG 新能源	NO.27	多美多	多美多
NO.13	三星SDI	三星SDI	NO.28	海基新能源	HIGEE 海基
NO.14	中天储能	ZTT 中天科技	NO.29	珠海冠宇	COSMPX 冠宇
NO.15	睿能电源	睿能电源	NO.30	豪鹏科技	豪鹏科技

资料来源: 起点研究院, 浙商证券研究所

锂电池的制造工艺较为复杂, 从具体生产环节来看, 锂电池生产工艺包括电芯制造和模组 PACK 两大阶段, 其中电芯制造包括前段(极片制作)、中段(电芯组装)、后段(电芯激活检测)三个阶段。其中, 前端包括制浆、涂布、辊压、分切、制片及模切, 是锂离子电池制造的基础, 中段包括卷绕/叠片、电芯入壳、焊接、氦检、烘烤、注液及电芯封装, 后端包括化成成分容、电芯检测及包蓝膜等。锂电池制造工艺流程较长, 涉及的设备种类较多, 多数企业只能专注于其中一个或几个细分环节, 行业集中度较低。根据 GGII 数据, 2020年至2022年, 中国锂电池生产设备市场规模经历快速增长, 市场规模由2020年的287亿元增长至2022年的1,000亿元, 年均复合增长率86.66%。随着国内新能源汽车产业成熟度不断提高, 2023年以来下游锂电池需求增速逐渐下降, 国内锂电池企业新建产能扩张速度有所放缓, 下游锂电池行业周期性投资放缓对上游锂电设备企业带来一定冲击。2024年中国锂电池生产设备市场规模为660亿元, 相较2023年900亿元下降26.67%。中国锂电池生产设备市场规模在2025年后恢复增长态势, 预计在2029年将恢复至900亿元。长远来看, 下游新能源及锂电池行业持续增长空间广阔, 锂电设备行业发展前景较好。

图82: 锂电池制造流程及机器设备



资料来源: 电子工程专辑, 浙商证券研究所

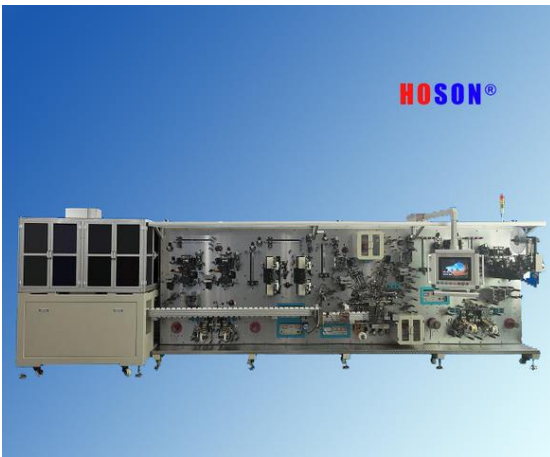
行业发展呈现三大核心趋势: 一是技术迭代加速, 大圆柱电池、叠片技术、固态电池等新技术快速产业化, 对生产设备的精度、效率、一致性提出了更高要求; 二是全球化布局提速, 国内电池厂商海外建厂带动本土设备厂商出海, 海外市场成为行业新的增长曲

线；三是行业集中度持续提升，锂电设备行业技术壁垒高、客户认证周期长，头部厂商凭借技术与客户优势持续抢占市场份额。

4.4 切入锂电中段核心设备，大圆柱与一体机方向打开成长空间

公司依托在电容器装备、LED 固晶机领域积累的精密机械制造、运动控制、视觉识别等核心技术，切入锂电池制造装备赛道，核心产品为锂电池制片卷绕一体机，属于锂电池中段电芯装配环节的核心设备。主要技术难点在于材料纠偏、张力控制和线速度控制等方面有严格的精度要求，对生产效率和软件与结构优化的更新需求频繁。根据公司 2025 年报告披露，2025 年公司锂电池设备实现营业收入 543.63 万元，占公司整体营收的 0.75%。

图83：新益昌全自动圆柱锂电池制片卷绕一体机



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图84：新益昌全自动圆柱锂电池卷绕机



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

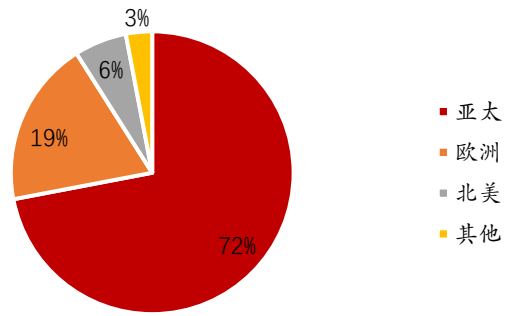
根据 QYResearch 数据，从行业竞争格局来看，2023 年全球锂电卷绕机市场规模约为 17.81 亿美元，预计 2030 年将达到 59.98 亿美元，2024-2030 年年复合增长率为 19.0%。全球锂电卷绕机（Lithium-ion Battery Winding Machine）核心厂商包括先导智能、赢合科技、格林晟科技、吉阳智能和华冠科技等。前五大厂商占有全球大约 59% 的份额。亚太地区是全球最大的锂电卷绕机市场，占有大约 72% 的市场份额，之后是欧洲和北美，分别占有大约 19% 和 6% 的份额。目前，公司紧跟市场趋势，已成功实现大圆柱卷绕机的批量交付，并推出新一代方型卷绕机，其核心性能（如张力控制精度、对齐度等）达到行业领先水平，满足客户对高效率、高一一致性生产的需求。

图85: 全球锂电绕卷机前五大厂商



资料来源: 搜狐, 浙商证券研究所

图86: 全球锂电绕卷机市场分布



资料来源: 搜狐, 浙商证券研究所

在技术层面, 公司已掌握凸轮式自动双摇臂切压隔膜技术、机械剪刀技术、对贴胶技术、极耳切刀技术、同步卷绕放卷技术及网络式多轴实时运动控制技术核心技术, 以上技术在圆柱形卷绕机和制片卷绕一体机中的运用, 有效提高了设备运行的稳定性和产品的合格率。公司自主研发的锂电池制片卷绕一体机, 整合了制片与卷绕两大核心工序, 能够有效提升电芯生产的效率与一致性, 降低客户产线占地面积与生产成本。

图87: 新益昌圆柱锂电池双焊头双贴胶立式正制片机



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图88: 新益昌全自动下料装盘机



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

同时, 公司持续加大锂电设备领域的研发投入, 针对大圆柱电池、快充电池等新兴技术方向进行产品研发与技术储备。未来随着产品技术的持续迭代、客户认证的逐步落地, 公司有望在数码与动力锂电池设备细分赛道实现市场份额的持续提升, 成为锂电中段设备领域的重要参与者。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

业绩预测：预计 2026—2028 年公司营业收入分别为 11.20 亿元、15.44 亿元和 22.15 亿元，同比增速分别为 54.09%、37.86%和 43.46%；综合毛利率分别为 35.36%、35.70%和 36.26%；归母净利润分别为 1.92 亿元、3.27 亿元和 4.84 亿元。

（1）固晶机业务，直显升级与半导体外延共振，仍是未来三年收入增长与利润释放的核心来源。

固晶机是公司最核心的业务板块，也是后续收入修复和利润弹性的主要承担者。LED 小间距直显行业的增长逻辑，正由早期渗透率提升逐步转向微间距化、高端化和多场景拓展驱动，Mini LED 直显继续向会议显示、商业显示、虚拟拍摄等高附加值场景渗透，设备端对精度、速度和良率的要求同步提升，固晶环节的设备价值量和技术壁垒随之抬升。与此同时，公司业务并未停留在传统 LED 固晶设备，而是持续向 Mini/Micro LED、玻璃基新型显示设备以及半导体后道封装固晶设备延伸，固晶平台的应用边界不断打开。受下游资本开支节奏和项目验收进度影响，2025 年固晶机业务仍有压力，但随着直显升级持续推进、半导体设备导入加快以及高附加值产品占比提升，2026 年起固晶机业务有望重回较快增长轨道，并继续充当公司最核心的利润载体。预计 2026—2028 年固晶机业务收入分别为 8.74 亿元、12.51 亿元和 18.38 亿元，同比增速分别为 63.37%、43.16%和 47.00%；毛利率分别为 36.00%、36.20%和 36.50%；收入占比分别为 78.00%、81.00%和 83.00%。

（2）电容器老化测试设备业务，新能源应用支撑需求底盘，更多承担稳定基本盘作用。

电容器老化测试设备对应的下游市场相对成熟，但需求并非缺乏支撑。新能源汽车、储能、光伏逆变器、工业控制等领域持续扩张，仍为铝电解电容器和超级电容器提供稳定需求底盘，只是设备需求释放节奏更受客户扩产强度和资本开支周期影响。公司在国内中高端铝电解电容器老化测试设备市场具备较强竞争力，客户基础和技术积累较为扎实，这决定了该业务具有较强韧性，但由于其成长属性弱于固晶机和半导体设备，后续更适合按温和修复而非高弹性放量来判断。随着下游需求逐步恢复、客户设备更新和老客户采购回暖，该业务收入和毛利率有望稳步改善，但整体增长斜率预计相对平缓。预计 2026—2028 年电容器老化测试设备收入分别为 1.23 亿元、1.39 亿元和 1.66 亿元，同比增速分别为 16.65%、12.79%和 19.55%；毛利率分别为 25.00%、26.00%和 26.00%；收入占比分别为 11.00%、9.00%和 7.50%。

（3）锂电设备业务，仍处低基数培育阶段，短期贡献有限但保留产业延展价值。

锂电设备仍处于培育期，短期内难以成为决定公司整体盈利走势的核心业务，但作为精密运动控制、视觉识别和自动化能力向新能源装备方向的延伸，仍具有一定战略意义。锂电行业中长期需求基础仍在，新能源汽车与储能扩张并未逆转，但设备端此前经历了较明显的资本开支波动，行业竞争也相对激烈。在这一背景下，公司锂电业务更适合按低基数修复和逐步导入的节奏展开，而不宜给予过高弹性假设。后续若制片卷绕一体机等产品验证顺利、客户拓展取得进展，该业务有望逐步贡献增量，但未来两年的核心意义仍在于产品线延展和技术储备，而非短期利润兑现。预计 2026—2028 年锂电设备业务收入分别为 896 万元、1390 万元和 2215 万元，同比增速分别为 64.82%、55.09%和 59.40%；毛利率分别为 17.00%、18.00%和 18.00%；收入占比分别为 0.80%、0.90%和 1.00%。

(4) 其他设备及配件维修等业务，后市场属性增强，对盈利结构形成补充。

其他设备、配件及维修费以及其他业务体量虽小，但在盈利结构中具有补充作用。随着公司在 LED、Mini/Micro LED、半导体封装、电容器等多场景的设备装机量逐步扩大，后续配件更换、设备维护、工艺优化和售后服务需求也将同步增长，后市场业务的稳定性和高毛利属性会逐步体现。其中，配件及维修费与设备保有量直接相关，具备相对稳定的利润补充功能；其他设备更多体现为非核心品类的补充收入；其他业务体量虽小，但由于成本占比较低，也有助于改善整体毛利结构。这部分业务难以决定公司中长期成长方向，但能够在主设备放量过程中提升综合毛利率、平滑盈利波动并增强利润结构稳定性。预计 2026—2028 年其他设备收入分别为 5602 万元、6487 万元和 7755 万元，同比增速分别为 17.24%、15.80%和 19.55%；毛利率分别为 28.00%、27.00%和 27.00%；配件及维修费收入分别为 5599 万元、7256 万元和 1.06 亿元，同比增速分别为 76.02%、29.59%和 46.51%；毛利率分别为 55.00%、55.00%和 56.00%；其他业务收入分别为 224 万元、309 万元和 443 万元，毛利率预计维持在 100.00%。

表5：新益昌分业务板块经营预测（2025A-2028E）

板块	指标	2025	2026E	2027E	2028E
固晶机	营业收入（百万元）	534.72	873.57	1250.61	1838.39
	毛利率（%）	29.64%	36.00%	36.20%	36.50%
	营业收入同比（%）	-26.86%	63.37%	43.16%	47.00%
	占比	73.57%	78.00%	81.00%	83.00%
电容器老化测试设备	营业收入（百万元）	105.61	123.2	138.95	166.12
	毛利率（%）	22.43%	25.00%	26.00%	26.00%
	营业收入同比（%）	-27.13%	16.65%	12.79%	19.55%
	占比	14.53%	11.00%	9.00%	7.50%
锂电池设备	营业收入（百万元）	5.44	8.96	13.9	22.15
	毛利率（%）	14.53%	17.00%	18.00%	18.00%
	营业收入同比（%）	1.15%	64.82%	55.09%	59.40%
	占比	0.75%	0.80%	0.90%	1.00%
其他设备	营业收入（百万元）	47.78	56.02	64.87	77.55
	毛利率（%）	25.22%	28.00%	27.00%	27.00%
	营业收入同比（%）	82.83%	17.24%	15.80%	19.55%
	占比	6.57%	5.00%	4.20%	3.50%
配件及维修费	营业收入（百万元）	31.81	55.99	72.56	106.31
	毛利率（%）	52.82%	55.00%	55.00%	56.00%
	营业收入同比（%）	27.24%	76.02%	29.59%	46.51%
	占比	4.38%	5.00%	4.70%	4.80%
其他业务	营业收入（百万元）	1.49	2.24	3.09	4.43
	毛利率（%）	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	营业收入同比（%）	7.62%	50.27%	37.86%	43.46%
	占比	0.21%	0.20%	0.20%	0.20%
合计	营业收入（百万元）	726.85	1119.98	1543.97	2214.95
	毛利率（%）	29.34%	35.36%	35.70%	36.26%
	营业收入同比（%）	-22.17%	54.09%	37.86%	43.46%
	占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：wind，浙商证券研究所

5.2 相对估值

公司主营高精度固晶设备，核心业务覆盖 LED 及新型显示、半导体后道封装、电容器等多个环节，收入结构已逐步由传统 LED 设备向 Mini/Micro LED、新型显示及半导体高端装备方向倾斜。考虑到公司当前业务更集中于固晶、封装及精密自动化设备领域，我们选取同样受益于半导体封装、精密装联及自动化升级趋势的凯格精机、快克智能及 ASMPT 作为可比公司。从业务属性看，凯格精机、快克智能在封装及精密设备领域与公司可比性较强，ASMPT 则可作为海外封装设备龙头参考。

根据可比公司 Wind 一致预期，2026—2028 年可比公司平均 PE 分别为 48.04 倍、34.25 倍和 26.55 倍。按照 2026—2028 年预测归母净利润测算，公司对应 PE 分别为 53.78 倍、31.64 倍和 21.33 倍。2026 年公司 PE 略高于可比公司平均水平，主要反映盈利修复初期利润基数仍处于恢复阶段；随着固晶机主业修复、Mini/Micro LED 直显升级及半导体封装设备导入带动利润逐步释放，2027—2028 年公司 PE 已低于可比公司同期平均水平，估值消化路径较为清晰。整体看，公司当前估值仍具备一定合理性，与其中长期成长逻辑相匹配。

表6: 可比公司盈利预测与估值对比 (26E-28E)

代码	简称	最新价 (元)	总市值(亿 元)	归母净利润(百万元)			归母净利润增速(%)			P/E(倍)		
				26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
301338.SZ	凯格精机	193.93	206.34	3.28	4.97	6.98	49.97	51.75	40.40	62.97	41.50	29.56
603203.SH	快克智能	46.88	118.92	32.76	3.77	4.44	109.65	20.47	17.76	38.04	31.58	26.81
0522.HK	ASMPT	163.10	681.49	38.22	22.97	29.26	47.43	45.30	27.38	43.11	29.67	23.29
均值										48.04	34.25	26.55
688383.SH	新益昌	101.20	102.87	192.20	326.71	484.48	-	69.99%	48.29%	53.78	31.64	21.33

资料来源: wind, 浙商证券研究所, 数据截止于 2026 年 4 月 30 日

5.3 投资建议

公司并非单一依赖传统 LED 与封装行业景气波动的设备企业，而是围绕固晶技术平台，持续向 Mini/Micro LED、新型显示及半导体后道封装等高附加值场景延伸。短期看，2025 年公司仍处于行业景气偏弱、客户资本开支偏谨慎及减值与费用压力集中体现的阶段，业绩处于底部承压区间；中期看，随着主业修复、高端产品占比提升及新场景导入推进，公司收入结构、盈利能力与成长质量均有望同步改善。基于此，公司中长期投资价值主要体现在以下几个方面：

(1) 受益于直显升级与新型显示演进，固晶主业具备较强成长确定性。

公司最核心的竞争力仍在固晶机平台，而固晶机的成长逻辑已不再局限于传统 LED 显示，而是逐步受益于 LED 小间距直显升级、Mini LED 放量、Micro LED 产业化推进以及相关设备精度、速度和良率要求提升。相较传统通用 LED 设备，Mini/Micro LED 对高精度贴装、运动控制、视觉识别和工艺适配能力要求更高，设备环节的价值量与技术壁垒同步抬升。公司长期深耕固晶设备，已在高精度、高速度和高良率设备能力上形成较深积累，未来有望持续受益于直显高端化和新型显示工艺升级带来的需求扩张，固晶机业务仍是未来三年最核心的收入与利润来源。

(2) 半导体后道封装业务持续外延，高附加值产品占比提升有望推动经营质量改善。

公司近年来并未停留在 LED 固晶主业，而是持续向半导体后道封装关键工艺环节延伸，业务边界已覆盖功率器件、分立器件及部分 IC/MEMS 封装场景。与传统设备业务相比，半导体相关产品通常具备更高的技术门槛、更长的客户验证周期和更优的盈利水平，高端装备占比提升将不仅带来收入增长，更有助于推动毛利率和利润率改善。随着半导体设备业务逐步放量，公司整体成长逻辑有望由“传统主业修复”进一步过渡至“主业修复与高端业务扩张并行”，经营质量和成长层级均有望上移。

(3) 盈利修复不只依赖收入增长，产品结构优化与费用率改善将共同释放利润弹性。

公司 2025 年利润端承压，既有收入端阶段性走弱的影响，也受到坏账准备、存货跌价准备及研发投入维持高位等因素压制。往后看，随着固晶机主业需求修复、半导体及新型显示高附加值产品占比提升，以及收入规模扩大后费用率逐步摊薄，公司利润修复弹性预计将强于收入修复弹性。也就是说，公司未来业绩改善并非单纯依赖行业景气回升，而是来自“收入恢复+结构优化+费用摊薄与减值扰动大幅下降”多因素共同驱动，这决定了公司在经营拐点出现后，利润端改善幅度有望更为明显。

(4) 平台化设备能力与客户验证积累持续强化，公司具备中长期成长延展空间。

高端专用设备的核心竞争力并不只在单一机型，而在于是否具备围绕底层能力持续拓展新场景的能力。公司围绕精密运动控制、视觉识别、核心部件自研和工艺适配形成的平台化能力，已从 LED 固晶逐步延伸至 Mini/Micro LED、半导体后道封装、电容器设备及锂电设备等多个方向。平台化能力的意义在于，一旦下游新场景进入放量阶段，公司更容易将技术积累转化为新产品导入与客户突破，从而形成持续外延。对投资端而言，公司不仅具备行业修复带来的周期弹性，也具备依托技术平台不断打开成长边界的中长期价值。

6 风险提示

1. 下游需求波动风险：

公司经营表现与下游资本开支、终端需求及行业景气度变化密切相关，若后续需求恢复节奏不及预期，可能对订单、收入及盈利表现产生影响。

2. 行业竞争加剧及盈利波动风险：

随着相关领域景气度变化及竞争持续演进，若后续市场竞争加剧，可能带来价格压力、盈利空间收窄或市场份额波动等风险，从而影响公司盈利能力。

3. 新业务推进不及预期风险：

若公司在 Mini/Micro LED、光模块、半导体设备及其他新业务方向上的产品导入、客户拓展及业务推进进度不及预期，可能对收入增长和盈利修复带来扰动。

4. 产能释放及经营管理风险：

若新增产能释放、产品交付、成本控制或经营管理等环节推进不及预期，可能对公司业务扩张、盈利改善及经营质量产生一定影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,935	2,284	3,060	4,186
现金	277	214	233	241
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	492	886	1,151	1,585
其它应收款	7	8	12	18
预付账款	5	6	8	12
存货	888	916	1,386	2,066
其他	266	255	271	264
非流动资产	1,043	1,103	1,194	1,277
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	393	460	499	543
无形资产	84	99	102	108
在建工程	267	285	319	341
其他	299	259	275	284
资产总计	2,978	3,388	4,254	5,463
流动负债	1,491	1,636	2,179	2,911
短期借款	655	867	1,130	1,528
应付款项	360	454	660	938
预收账款	0	0	0	0
其他	476	316	389	446
非流动负债	252	249	251	251
长期借款	204	204	204	204
其他	49	45	47	47
负债合计	1,743	1,885	2,430	3,162
少数股东权益	1	(2)	(7)	(15)
归属母公司股东权	1,234	1,505	1,832	2,316
负债和股东权益	2,978	3,388	4,254	5,463

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	727	1,120	1,544	2,215
营业成本	514	724	993	1,412
营业税金及附加	7	10	14	21
营业费用	66	67	73	91
管理费用	53	56	68	95
研发费用	107	112	116	133
财务费用	22	56	61	76
资产减值损失	142	(69)	(84)	(112)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	26	29	35	26
营业利润	(158)	194	339	525
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	(156)	195	341	527
所得税	(31)	6	19	50
净利润	(125)	189	322	477
少数股东损益	2	(3)	(5)	(7)
归属母公司净利润	(127)	192	327	484
EBITDA	(84)	287	441	647
EPS (最新摊薄)	(1.25)	1.88	3.20	4.74

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-22.17%	54.09%	37.86%	43.46%
营业利润	-211.37%	222.39%	75.03%	55.08%
归属母公司净利润	/	/	69.99%	48.29%
获利能力				
毛利率	29.34%	35.36%	35.70%	36.26%
净利率	-17.23%	16.90%	20.83%	21.54%
ROE	-9.69%	14.04%	19.64%	23.49%
ROIC	-4.05%	9.07%	11.49%	13.01%

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	38	(92)	(94)	(206)
净利润	(125)	189	322	477
折旧摊销	31	34	38	42
财务费用	22	56	61	76
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	220	(298)	49	(1)
其它	(110)	(73)	(563)	(801)
投资活动现金流	(137)	(136)	(116)	(112)
资本支出	(93)	(112)	(105)	(104)
长期投资	0	0	0	0
其他	(44)	(23)	(11)	(9)
筹资活动现金流	196	164	229	327
短期借款	106	211	264	398
长期借款	78	0	0	0
其他	12	(47)	(35)	(71)
现金净增加额	96	(63)	19	8

偿债能力

资产负债率	58.53%	55.65%	57.12%	57.88%
净负债比率	59.64%	62.87%	60.63%	59.35%
流动比率	1.30	1.40	1.40	1.44
速动比率	0.70	0.84	0.77	0.73

营运能力

总资产周转率	0.25	0.35	0.40	0.46
应收账款周转率	1.57	2.13	2.11	2.46
应付账款周转率	1.58	2.11	2.16	2.11

每股指标(元)

每股收益	-1.25	1.88	3.20	4.74
每股经营现金	0.37	-0.90	-0.92	-2.02
每股净资产	12.08	14.73	17.93	22.68

估值比率

P/E	/	53.78	31.64	21.33
P/B	8.37	6.87	5.64	4.46
EV/EBITDA	-104.36	39.49	26.25	18.51

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>