

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

买入 (首次)

2026年01月27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)	268.71	200.35	73.58	35.46	23.51

关键词: #第二曲线

投资要点

■ 深耕锡膏印刷 20 年，AI 算力建设带来业绩拐点

公司深耕电子装联设备领域近二十年，已构筑极深的行业护城河。2024 年公司在全球锡膏印刷设备市场的份额为 21.2%，显著领先于 ASMPT (18.9%) 和 ITW (16.4%)，而富士、松下等厂商份额仅在 3%-5% 区间。受益于 AI 算力需求爆发，公司收入利润迎来拐点，2025 年前三季度公司实现营收 7.75 亿元，同比增长 34%，归母净利润 1.21 亿元，同比增长 175%，拐点显现。利润率的提升是公司利润增速高于收入增速的原因，受益于 AI 下游需求旺盛，高精度 III 类设备成为主流销售机型，2025 年公司产品结构中高毛利率的 III 类设备占比快速提升带动了公司利润率水平快速提高。

■ AI 算力建设带动产品高端化，行业龙头充分受益

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 CAPEX 逐年上升，2025 年 CAPEX 增长同比维持在 30% 上下；华勤技术 2025 年 CAPEX 增长同比保持 30% 以上，2025Q3 同比达 156%。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。而 AI 算力主要需求的 III 类设备是公司的高端产品，有望带动公司利润水平高增。

公司坚持直销模式，深度绑定工业富联、广达、华为等行业巨头。当前英伟达算力服务器代工领域市场由工业富联、广达、伟创力等厂商为主导，头部厂商均在加速扩产建设算力服务器 PCBA 产能，凯格精机作为以上厂商的核心设备供应商，将在扩产浪潮中充分受益。

■ 光模块海外扩产加速，自动化设备打造新增长极

光模块行业正经历从 800G 向 1.6T 演进的技术变革，且产能正加速向东南亚转移。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。

■ 盈利预测与投资评级：当前 AI 算力需求爆发，带动下游锡膏印刷设备需求大幅提升，公司订单饱满，业绩进入加速兑现阶段。我们预计公司 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 74/35/24x，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

■ 风险提示：宏观经济风险，新领域技术验证不及预期风险，市场情绪波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	123.45
一年最低/最高价	26.42/131.60
市净率(倍)	8.39
流通 A 股市值(百万元)	7,302.07
总市值(百万元)	13,135.08

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

内容目录

1. 深耕锡膏印刷 20 年，AI 算力建设带来业绩拐点	4
1.1. 全球锡膏印刷设备龙头，深耕产业 20 年.....	4
1.2. 公司股权结构稳定，推出股权激励绑定技术骨干.....	4
1.3. 产品矩阵丰富，锡膏印刷设备为主力产品.....	5
1.4. 营收与利润拐点显现，利润率水平快速提升.....	6
2. AI 算力建设带动产品高端化，行业龙头充分受益	8
2.1. 电子装联环节锡膏印刷机为核心设备.....	8
2.2. AI 算力服务器需求激增，PCB&PCBA 行业步入新一轮扩产周期.....	10
2.3. 公司市占率第一，直销绑定客户充分受益.....	14
2.4. 依托平台型技术，向点胶、封装等领域设备拓展.....	16
3. 光模块海外扩产加速，自动化设备打造新增长极	18
3.1. 光模块过往为劳动密集型行业，海外扩产带来自动化需求.....	18
3.2. 光模块设备：核心环节包括贴片、耦合、检测.....	19
3.3. 自动化组装 0-1 需求爆发，平台技术助推公司开拓更多设备.....	20
4. 盈利预测与投资评级	20
5. 风险提示	23

图表目录

图 1:	凯格精机发展历程.....	4
图 2:	凯格精机股权结构 (截至 2025 年三季报)	5
图 3:	2025 年凯格精机股权激励计划.....	5
图 4:	凯格精机产品矩阵图.....	6
图 5:	2021-2025Q1-Q3 公司营业收入 (亿元)	7
图 6:	2021-2025Q1-Q3 公司归母净利润 (亿元)	7
图 7:	2021-2025H1 公司分业务收入结构 (%)	7
图 8:	2021-2025H1 公司分业务毛利率 (%)	7
图 9:	2021 至 2025Q1-Q3 公司毛利率和销售净利率 (%)	8
图 10:	2021 至 2025Q1-Q3 公司期间费用率 (%)	8
图 11:	SMT 工艺流程	9
图 12:	锡膏印刷工艺流程.....	9
图 13:	锡膏印刷需要网孔对齐位置.....	9
图 14:	2024-2029E 全球服务器支出额 (十亿美元)	10
图 15:	2019-2029 全球 PCB 市场规模 (亿美元)	10
图 16:	英伟达 Rubin CPX 引入了 PCB 中板替代铜缆	11
图 17:	PCB 在英伟达算力服务器中重要性持续提高	11
图 18:	Rubin Ultra NV576 结构引入正交背板替换铜缆背板.....	12
图 19:	主流厂商资本开支情况 (亿元)	13
图 20:	22Q1-25Q3 工业富联 CAPEX (亿元)	13
图 21:	23Q1-25Q3 华勤技术 CAPEX (亿元)	13
图 22:	公司锡膏印刷设备的分类.....	14
图 23:	2024 年全球表面贴装设备(SMT)市场份额与锡膏印刷机市占率 (%)	15
图 24:	公司下游客户以服务器代工厂为主.....	15
图 25:	公司已经形成平台化技术布局.....	16
图 26:	点胶机行业主要参与企业.....	17
图 27:	2018-2025H1 公司点胶设备收入 (亿元)	17
图 28:	公司在点胶阀领域取得突破与研发方向.....	17
图 29:	公司全自动高速固晶机.....	18
图 30:	光模块企业生产人员数量 (人)	19
图 31:	光模块企业人均创收 (万元)	19
图 32:	光模块制造流程图.....	19
图 33:	公司光模块自动组装线产品.....	20
表 1:	公司分业务收入预测 (亿元)	21
表 2:	可比公司估值表 (截至 2026 年 1 月 27 日)	22

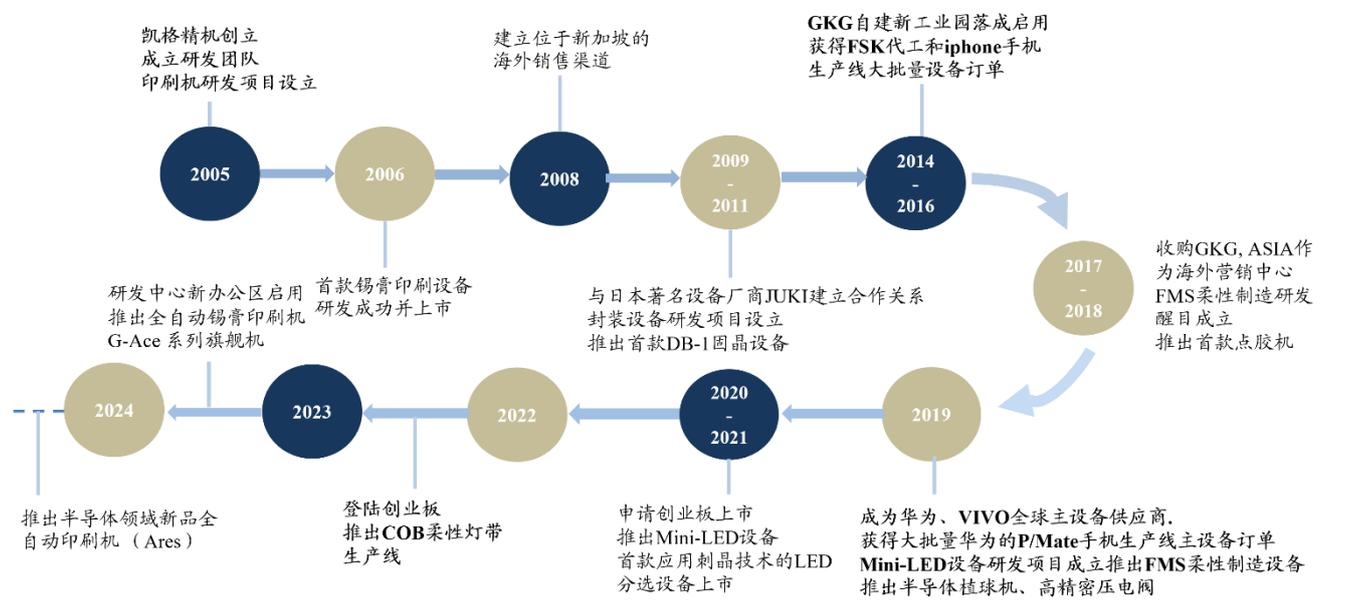
1. 深耕锡膏印刷 20 年，AI 算力建设带来业绩拐点

1.1. 全球锡膏印刷设备龙头，深耕产业 20 年

公司专注锡膏印刷设备领域已有 20 年。2005 年公司成立，以锡膏印刷设备起家，2006 年推出首款锡膏印刷设备，深耕锡膏印刷设备领域已有 20 年。2016 年公司成为富士康供应商，2019 年公司成为华为、苹果、VIVO 等客户的主要供应商。2022 年公司登陆创业板成功上市。

20 年发展历程中公司持续拓展新产品。公司以锡膏印刷设备为基本盘，于 2011 年推出首款 DB-1 固晶机，于 2018 年推出首款点胶机，于 2019 年推出半导体植球机与高精度压电阀，于 2024 年推出半导体领域全自动印刷机。

图1：凯格精机发展历程

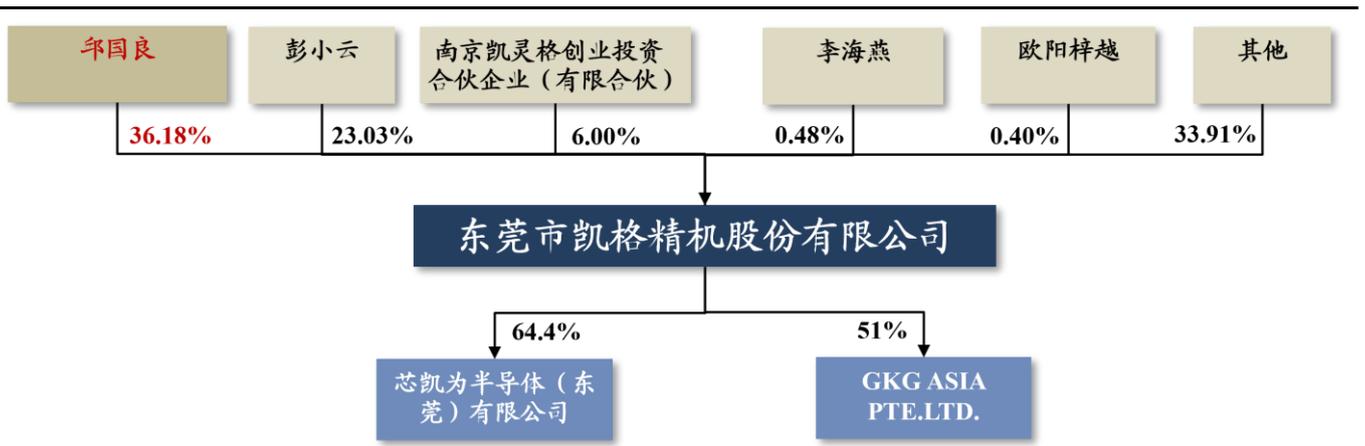


数据来源：凯格精机官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，推出股权激励绑定技术骨干

凯格精机股权结构稳定，创始人邱国良持有公司约 38% 股权。凯格精机实际控制人为邱国良与彭小云，二者系夫妻关系。截至 2025 年三季报，邱国良直接持有凯格精机 36.18% 股权，并通过南京凯灵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）间接持有公司约 1.8% 股权，共计持有凯格精机约 38% 股权，而彭小云直接持有凯格精机 23.03% 股权。截至 2025 年三季报，邱国良与彭小云夫妻共持有凯格精机约 61% 股权，拥有稳定控制权。

图2: 凯格精机股权结构 (截至 2025 年三季度)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司高度重视员工回报, 建立股权激励机制, 有效将股东利益、公司利益与核心团队个人利益结合, 为公司长远发展注入持续动力。公司于 2025 年实施了股权激励计划, 向副总经理、研发总监以及核心技术人员共 69 人授予第二类限制性股票。

本次股权激励计划重点对 2025-2026 年利润指标进行考核。本次股权激励计划分为两个归属期, 在第一归属期内触发值 (An) 为 2025 年净利润不低于 1 亿元, 目标值 (Am) 为 2025 年净利润不低于 1.15 亿元。在第二归属期内触发值 (An) 为 2025 年及 2026 年累计净利润不低于 2.2 亿元, 目标值 (Am) 为 2025 年及 2026 年累计净利润不低于 2.4725 亿元。

图3: 2025 年凯格精机股权激励计划

归属期	考核指标	
	目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个归属期	2025 年净利润不低于 11,500 万元	2025 年净利润不低于 10,000 万元
第二个归属期	2025 年及 2026 年累计净利润不低于 24,725 万元	2025 年及 2026 年累计净利润不低于 22,000 万元
考核指标	业绩完成比例	对应归属比例
净利润实际完成情况 (A)	$A \geq Am$	$X=100\%$
	$An \leq A < Am$	$X=80\%$
	$A < An$	$X=0$

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 产品矩阵丰富, 锡膏印刷设备为助力产品

锡膏印刷设备是公司的助力产品。2025 年上半年公司锡膏印刷设备收入占总收入的 64%, 是公司最核心的业务。公司在锡膏印刷设备领域市占率较高, 位居行业第一。根据 QY Research 数据, 2024 年凯格精机在全球锡膏印刷设备市场占有率约为 21%, 位

居行业第一。

点胶设备、封装设备与柔性自动化设备为公司的新增长曲线。点胶设备、封装设备与柔性自动化设备 2025 年上半年分别占公司营收的 13.3%/13.1%/5.4%，为公司的新增长曲线。其中点胶设备主要应用于 SMT 领域，封装设备应用于 LED 与半导体封装领域，柔性自动化设备应用于光模块领域。

图4：凯格精机产品矩阵图



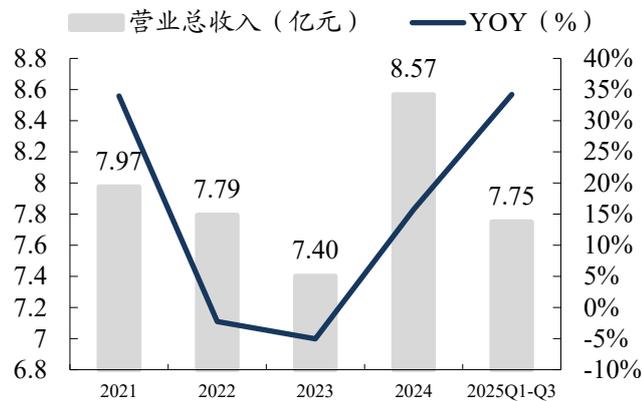
数据来源：Wind，凯格精机官网，东吴证券研究所

1.4. 营收与利润拐点显现，利润率水平快速提升

2021 年为上一轮盈利能力高点，2022-2023 年业绩短暂承压。2021 年为公司上一轮盈利能力高点，当年实现 7.97 亿元营收与 1.12 亿元归母净利润。2022-2023 年 PCBA 行业景气度整体承压，公司收入与利润端受影响，2023 年为盈利能力低点，全年仅有 7.40 亿收入与 0.53 亿归母净利润，主要系收入下降叠加毛利率下滑。

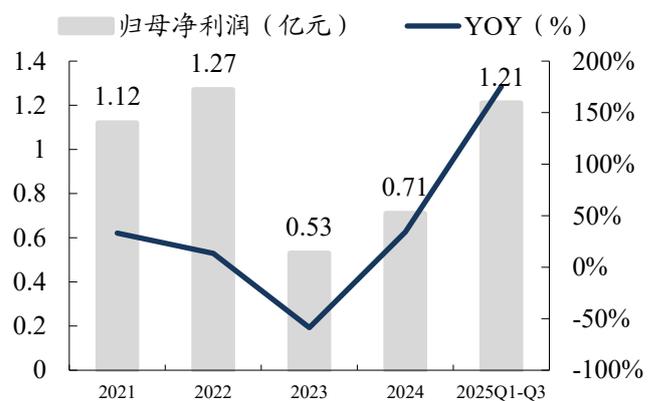
2025 年公司业绩实现高增，拐点显现。2025 年前三季度公司实现营收 7.75 亿元，同比增长 34%，归母净利润 1.21 亿元，同比增长 175%，拐点显现。利润率的提升是公司利润增速高于收入增速的原因，受益于 AI 下游需求旺盛，高精度 III 类设备成为主流销售机型，2025 年公司产品结构中高毛利率的 III 类设备占比快速提升带动了公司利润率水平快速提高。

图5: 2021-2025Q1-Q3 公司营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2021-2025Q1-Q3 公司归母净利润 (亿元)

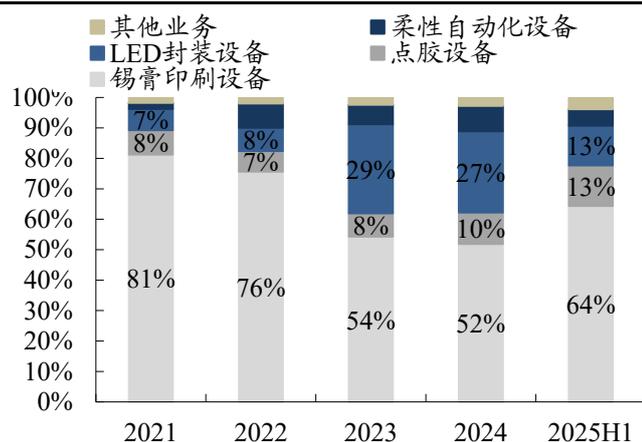


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司产品矩阵丰富, 锡膏印刷设备为公司最核心的业务。分业务看, 锡膏印刷设备为公司核心业务。2025H1 锡膏印刷设备贡献总收入的 64%, 是公司最核心的收入来源。另外公司还有点胶设备、封装设备与柔性自动化设备三条新曲线, 2025H1 分别贡献 13%、13%和 5%的收入。

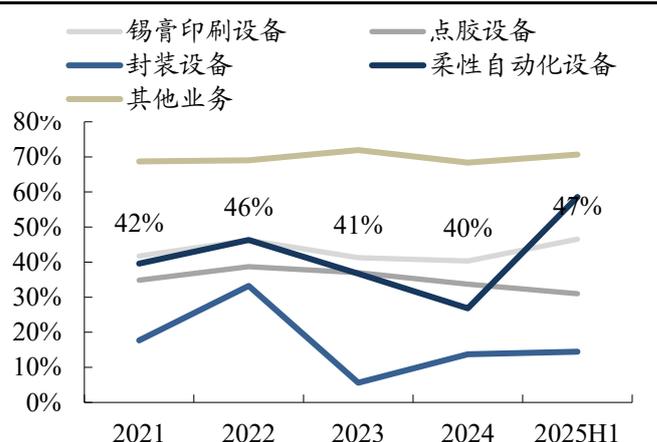
锡膏印刷设备中Ⅲ类设备占比提升是毛利率提升的关键。2025 年锡膏印刷设备的核心下游为 AI 算力服务器 PCB, 线宽线距与锡膏印刷精度要求较高, 因此Ⅲ类设备销售占比快速提升。相比于应用于家电、汽车等领域的 I 类和 II 类设备, 三类设备精度高产品附加值高, 毛利率水平也较高。在Ⅲ类设备占比提升的带动下, 锡膏印刷设备毛利率从 2024 年的 40%提升至 2025H1 的 47%

图7: 2021-2025H1 公司分业务收入结构 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2021-2025H1 公司分业务毛利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

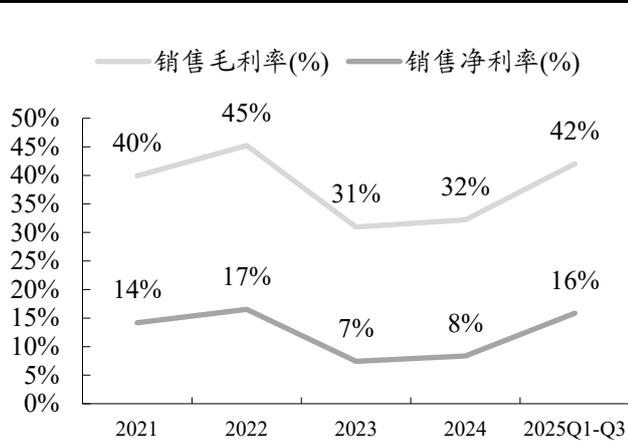
毛利率提升带动公司净利率显著提升。纵观公司过去财务表现, 毛利率与净利率水平同步变动。2023-2024 年受 PCB 整体行业景气度影响, 公司利润率在低位徘徊, 2025Q1-Q3 公司整体利润率水平呈现强劲复苏状态, 2025Q1-Q3 公司销售毛利率为 42%, 相比

公司深度研究

2024 年的 32%增长了 10pct，销售净利率为 16%，相比 2024 年的 8%增长了 8pct。

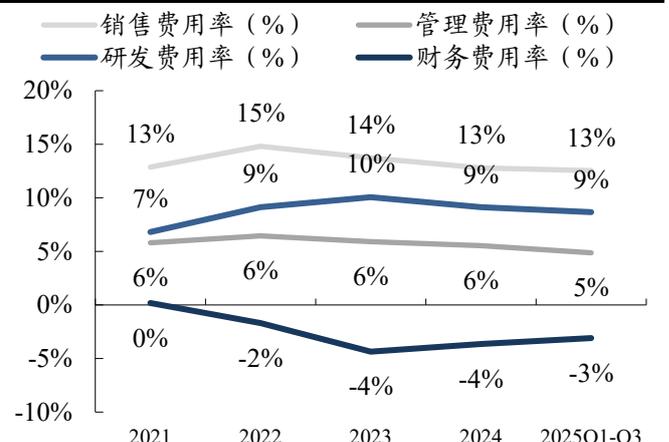
费用端运行平稳。2025 年前三季度公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 13%/5%/3%/9%，相比 2024 年费用率水平基本持平。公司费用端整体管控得当，稳中有降。

图9：2021 至 2025Q1-Q3 公司毛利率和销售净利率(%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2021 至 2025Q1-Q3 公司期间费用率(%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. AI 算力建设带动产品高端化，行业龙头充分受益

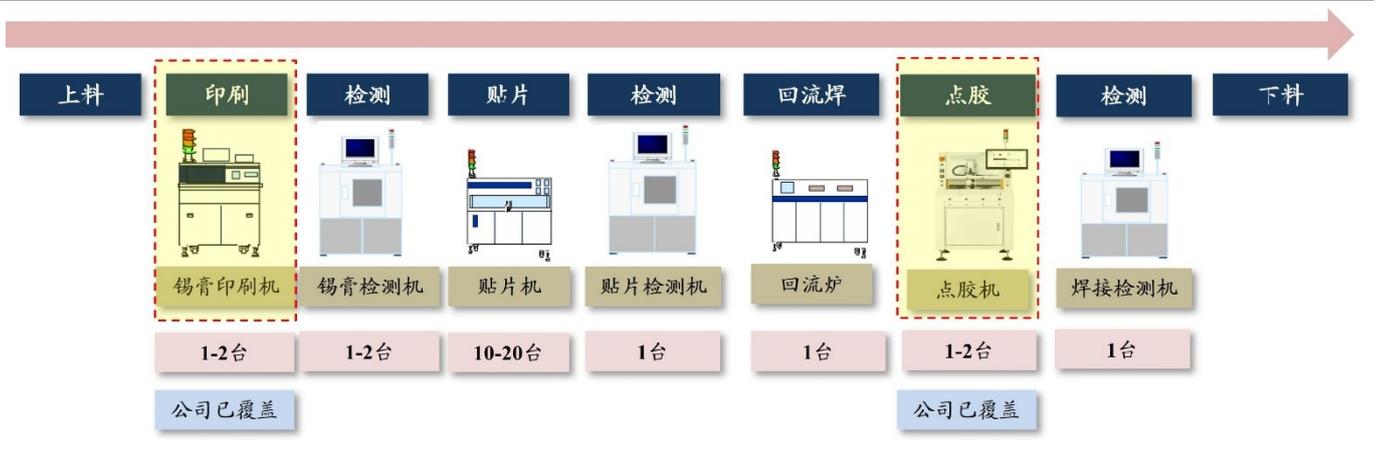
2.1. 电子装联环节锡膏印刷机为核心设备

电子装联为 PCB 裸板生产后的核心工序。电子装联环节是 PCB 裸板生产完成后，将电子元器件（电阻、电容、芯片等）、PCB 板、导线、连接器等零散零部件，按照预设的电气原理图和工艺规范，通过安装元器件并建立电气连接的制造过程。工艺路线主要分为表面贴装工艺（SMT）及通孔插装工艺（THT）。

当前 SMT 为行业主流装联工艺，主要工序为：上料（将料框内存储的电路板传送进印刷设备）、印刷（把锡膏通过丝网或钢网上的穿孔漏印到 PCB 板特制的焊盘上）、检测、贴片（通过贴片设备将元器件贴装在对应电路板的焊点上）、检测、回流焊（焊接线路板与元器件的电极/焊盘进行连接）、点胶（喷射胶水在对应焊接后的元器件表层或底部）、检测、下料（收取完成工序的电路板）。

公司深度研究

图11: SMT 工艺流程

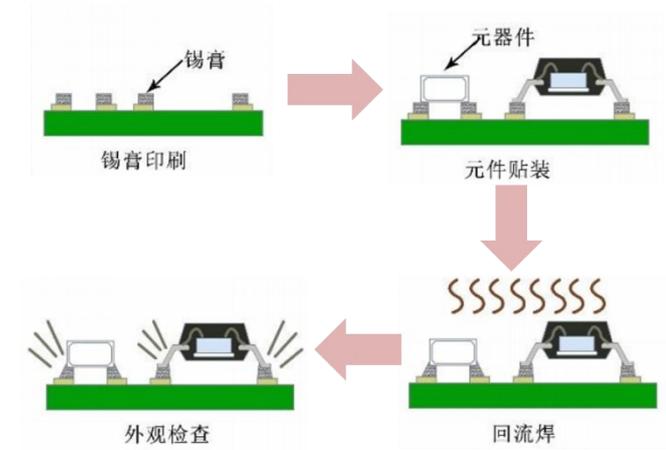


数据来源：凯格精机招股说明书，凯格精机官网，东吴证券研究所

锡膏印刷是 SMT 流程中的核心环节。锡膏印刷环节，先将模板与 PCB 板通过定位孔或定位板对准焊盘并压紧固连，防止印刷时相对移动(避免桥连、锡膏偏移缺陷)；再将解冻均匀的锡膏，以略长于印刷电路网孔的条状或片状放在模板一侧；最后用刮刀从锡膏外侧向里推动，使锡膏充分填满模板网孔并漏印到 PCB 焊盘上，印刷完毕后把模板抬起，使模板与 PCB 分离，锡膏便以掩抹图形的方式从网孔漏印到 PCB 板所需的焊盘上。

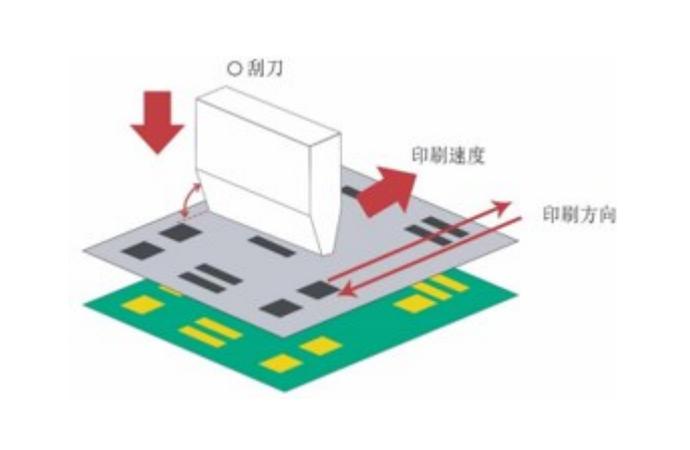
锡膏印刷设备为 SMT 工序的核心设备。锡膏印刷作为 SMT 首道核心工序，印刷质量直接影响后续贴片、回流焊等流程的稳定性。锡膏印刷设备通过精准纠偏、稳定定位，可有效规避偏移、桥连等高频缺陷。其印刷质量直接决定 PCBA(印刷电路板组件)的最终良率。工业报告显示，52%-71%的 SMT 密距缺陷与焊膏印刷过程有关，业界则认为 SMT 产品的缺陷的 60%-80%来自该工序，锡膏印刷设备是影响生产效率与成本的关键设备。

图12: 锡膏印刷工艺流程



数据来源：凯格精机招股说明书，东吴证券研究所

图13: 锡膏印刷需要网孔对齐位置



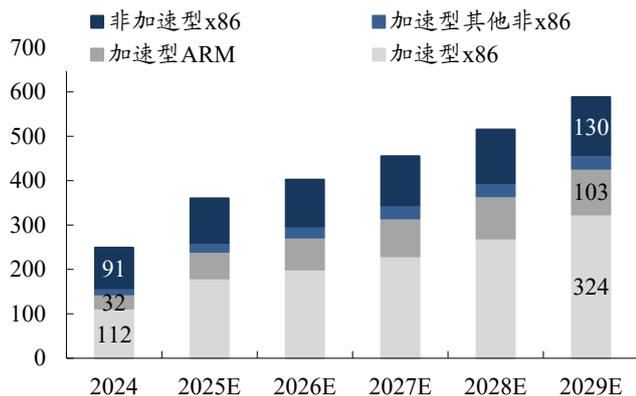
数据来源：凯格精机招股说明书，东吴证券研究所

2.2. AI 算力服务器需求激增，PCB&PCBA 行业步入新一轮扩产周期

在 AIGC 等高算力需求持续释放背景下，全球服务器市场自 2024 年起步入新一轮成长周期。IDC 预测，2024-2029 年全球服务器市场年均复合增长率 (CAGR) 将达 18.8%，其中加速型服务器 (含 GPU/AI 芯片加速的 x86、ARM 架构) 支出年均增速达 20% 以上，显著高于传统非加速型产品。以加速型 x86 为例，2024 年全球支出为 1120 亿美元，预计至 2029 年将增至 3240 亿美元，CAGR 高达 23.7%；加速型 ARM 增长更快，CAGR 达 26.3%。

PCB 是服务器的核心组成部分，行业自底部修复后有望重回稳健增长通道。受下游消费电子疲软及库存周期影响，全球 PCB 市场 2022 年-2023 年经历阶段性回调。随着 AI 服务器、高算力基础设施等新兴需求驱动，行业自 2024 年起逐步复苏，2024 年同比增长 5.8%，2025 年预计同比增长 6.8%，重回增长轨道。整体来看，全球 PCB 市场规模将由 2024 年的 735.7 亿美元稳步提升至 2029 年的 946.6 亿美元，2024-2029 年 CAGR 达 5.17%。其中，高端 PCB 产品 (如 HDI 板、高层多层板) 需求增长尤为显著，成为拉动行业成长的核心动能。

图 14: 2024-2029E 全球服务器支出额 (十亿美元)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图 15: 2019-2029 全球 PCB 市场规模 (亿美元)



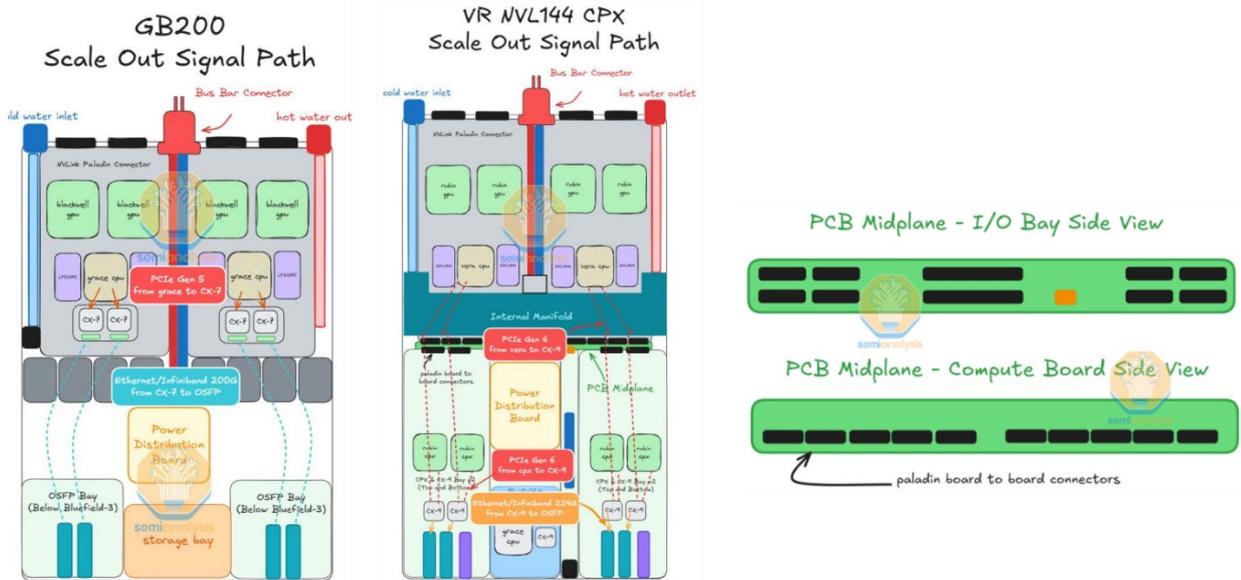
数据来源: Prismark, 东吴证券研究所

英伟达推出针对超长上下文处理的芯片 CPX。Rubin CPX 是首款专为海量上下文 AI 处理 (如百万 token 推理) 设计的 CUDA GPU。CPX 算力达 30PFLOPS (NVFP4 精度)，配备 128GB GDDR7 内存，能处理百万 tokens 量级的代码和生成式视频，被视为与 ASIC 芯片竞争的产品。

VR NVL144 CPX 服务器带来 PCB 新增量。①CPX 载板: 相比于 NV144 架构，该方案新增 144 个 CPX 芯片，需要有对应的 PCB 作为载体；②中板 (PCB Midplane) : 相比于 GB200 架构，该方案采用 PCB 来替换铜缆方案，可以通过升级 PCB 夹层材料 (如 M9) 以实现电信号传输的完整性。

公司深度研究

图16: 英伟达 Rubin CPX 引入了 PCB 中板替代铜缆



数据来源: Semianalysis, 东吴证券研究所

Rubin 架构采用 PCB 替换铜缆，以实现更高效的互联。在 Blackwell 架构中，英伟达采用了 Cable+PCB 的方案实现 Compute Tray 之间的互联。而升级到 Rubin 架构中，由于算力密度的持续提升，铜缆的连接方案已经没有办法满足高密度的互联（机柜空间有限，大量铜缆无法全部放入机柜中，布线过于复杂）。因此在 Rubin 架构中引入了 PCB 连接方案作为替代。

图17: PCB 在英伟达算力服务器中重要性持续提高

Nvidia Rack Scale Servers						
	Units	GB200 NVL72	GB300 NVL 72	VR200 NVL144	VR200 NVL144 CPX	Vera Rubin CPX Only
Compute and Memory						
Compute Trays	#	18x GB200 NVL72	18x GB300 NVL72	18x VR NVL144	18x VR CPX 18x VR NVL144	18x VR CPX
GPU	Type	B200	B300	R200	-	-
CPU	Type	Grace	Grace	Vera	Vera	Vera
CPX GPU	Type	-	-	-	Rubin CPX	Rubin CPX
FP4 Dense FLOPS	PFLOP	720.0	1,080.0	2,397.6	5,277.6	2,880.0
HBM Memory Capacity	TB	13.8	20.7	20.7	20.7	-
GDDR7 Memory Capacity	TB	-	-	-	4.6	4.6
HBM Memory Bandwidth	TB/s	576	576	1,476	1,476	-
GDDR7 Memory Bandwidth	TB/s	-	-	-	288	288
Rack-Level Content						
CPUs	#	36	36	36	36	36
GPU Packages	#	72	72	72	72	-
Rubin CPX GPUs	#	-	-	-	144	144
Total NICs	#	72	72	144	144	144
Total Compute and Networking Chi	#	180	180	252	396	324
Networking						
Scale-Up World Size	#	72	72	72	72	-
Number of NVSwitches	#	18	18	367	367	-
NVLink Scale-Up Bandwidth (uni-di)	Tbit/s	518	518	1,037	1,037	-
Scale-out NIC	Type	CX-7	CX-8	CX-9 800G	CX-9 800G	CX-9 800G
Scale-out NIC per Compute Tray	#	4	4	8	8	8
Scale-out Bandwidth (uni-di)	Tbit/s	28.8	57.6	115.2	115.2	115.2
Front-end NIC	Type	Bluefield-3	Bluefield-3	Bluefield-4	Bluefield-4	Bluefield-4
System Design						
Compute Tray Connectivity	Type	Cable + PCB	Cable + PCB	PCB	PCB	PCB
Cooling	Type	Liquid(85%) + Air(15%)	Liquid(85%) + Air(15%)	Liquid (100%)	Liquid (100%)	Liquid (100%)
Power Budget	kW	~140	~180	~225	~370	~190

数据来源: Semianalysis, 东吴证券研究所

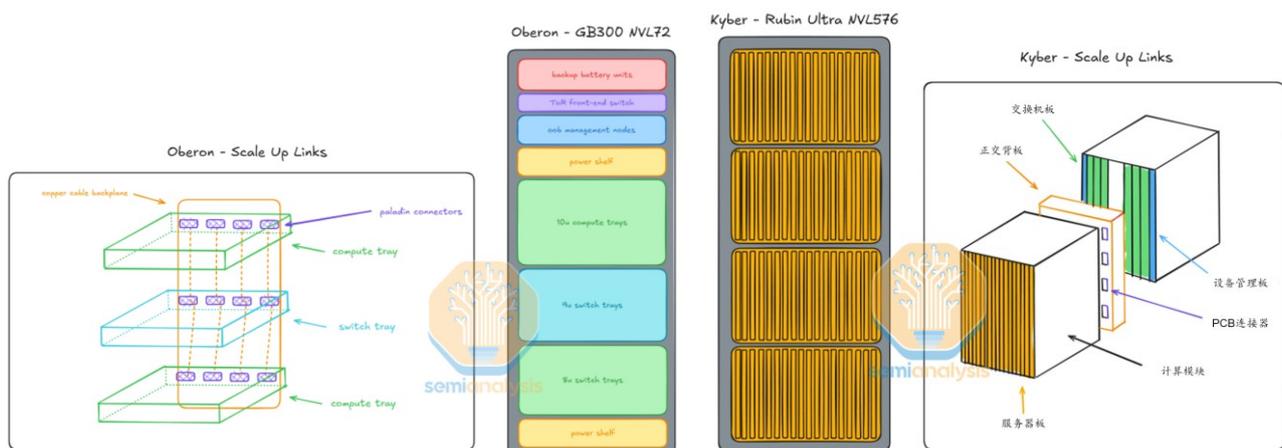
公司深度研究

Rubin 架构中，NV576 计划采用正交背板的方案。伴随托盘密度的持续提升，铜链接的布线复杂度逐步难以解决，正交背板的方案计划使用在 NV576 方案中。通过正交背板上实现铜布线，前后可以连接 Compute Tray 和 Switch Tray，大大优化服务器内部空间，解决铜缆数量太多布线过于复杂过于占空间的问题。

正交背板预计为 3*26 的 78 层高多层结构，为 PCB 纯增量环节。正交背板是三个高多层叠层的架构，不同于 HDI，高多层板的孔径一般大于 0.2mm，因此机械钻孔是主流加工方案。正交背板的加工难点体现在层数/厚度变高，因此在钻孔时下刀需要分次进行，加工效率会下降。

夹层材料的进阶，同样降低加工效率&提出新加工需求。CCL 夹层材料向 M9 方向升级，材料更加坚硬更难加工，钻针消耗速度加快(单针 1000 孔降低至单针 200-300 孔) &加工效率降低，对设备节拍以及耗材都提出更高要求。

图18: Rubin Ultra NV576 结构引入正交背板替换铜缆背板



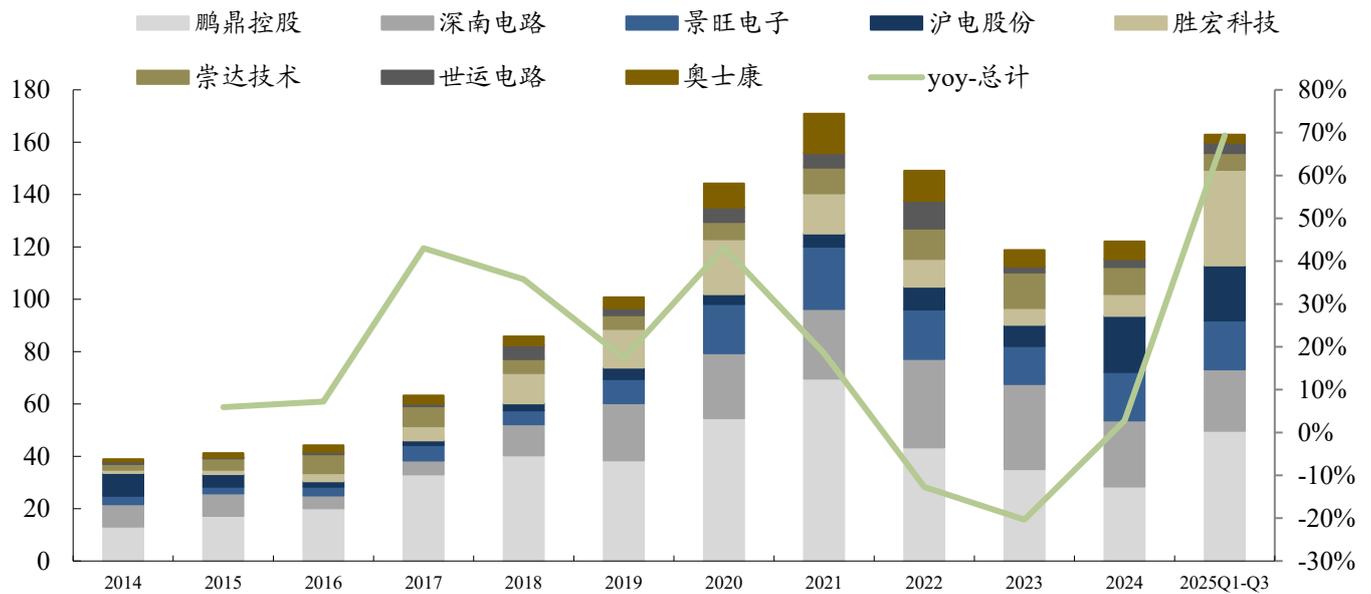
数据来源: Semianalysis, 东吴证券研究所

AI 算力驱动的变革性资本开支周期启动，下游厂商加速扩产。复盘历史，我们选取了 8 家主流 PCB 厂商，行业资本开支呈现上行快且持续时间长、下行缓且持续时间短的周期性特点，深刻反应 PCB 终端需求长期稳定上行的趋势。21 年资本开支达到阶段性高峰，8 家企业资本开支合计达 171 亿元，主要系终端的芯片需求向上传导，并于此后进入了三年的降温期。

本轮周期不同于以往 PCB 终端产品逐步渗透带来的设备需求增加，而是受益于 AI 算力爆发创造出的全新需求。25 年起，PCB 行业产能日益趋紧，主流厂商加速扩展，资本开支端反应明显，25Q1-Q3 主流 8 家企业资本开支达 162.90 亿元，同比+69%。预计未来随算力需求逐步释放，主流厂商或将加速扩产

公司深度研究

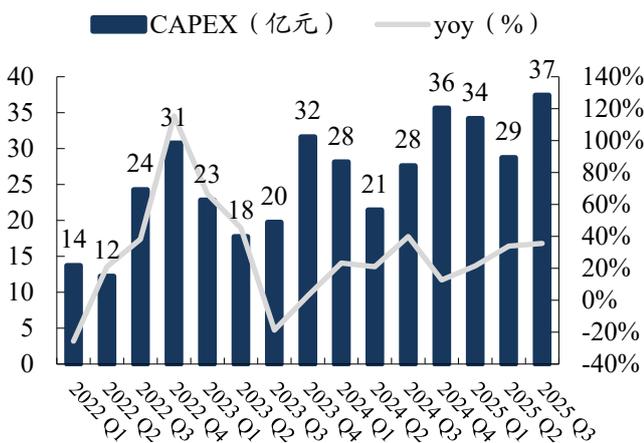
图19: 主流厂商资本开支情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

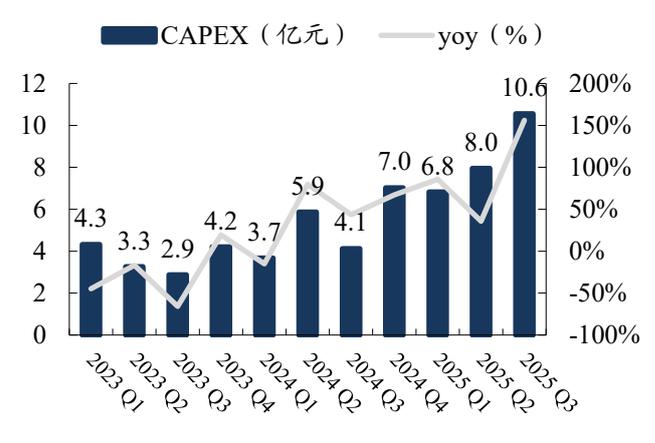
高算力需求持续释放, 服务器代工厂商加速扩产。PCB 与 PCBA 环节存在天然的高度绑定关系, PCB 产能扩张的节奏往往会同步带动 PCBA 加工环节的产能跟进。工业富联、华勤技术这类布局服务器代工、PCBA 加工的企业正加速扩产: 工业富联 CAPEX 逐年上升, 2025 年 CAPEX 增长同比维持在 30% 上下; 华勤技术 2025 年 CAPEX 增长同比保持 30% 以上, 2025Q3 同比达 156%。这类厂商的积极扩产, 将直接带动 SMT 产线的配套需求, 而锡膏印刷设备作为 PCBA 生产核心工序的关键设备, 其市场需求也将随之迎来增长

图20: 22Q1-25Q3 工业富联 CAPEX (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 23Q1-25Q3 华勤技术 CAPEX (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司深度研究

AI 算力需求的爆发，拉动对Ⅲ类产品需求。锡膏印刷设备主要依据印刷精度划分成三类，不同类别在下游应用、设备单价及利润率上差异显著：I类设备是常规通用精度，下游应用于家电、路由器等大众化场景，属于低单价、低毛利产品；II类设备是消费电子领域的高精度标准；下游聚焦手机、电脑等智能移动终端，属于中单价、中毛利产品；III类设备印刷精度覆盖英制 0201（0.6*0.3mm）和英制 01005（0.4*0.2mm），同时支持 850-1500mm 的大尺寸线路板印刷，下游应用于数据中心、5G 通信及 AI 服务器等领域，AI 服务器专用设备单价达 80 万元，毛利率超 65%。AI 算力需求的爆发，会拉动高单价、高毛利的 III 类设备需求，使公司的利润增速高于收入增速。

当前算力服务器 PCBA 产线主要应用Ⅲ类设备。AI 算力服务器 PCB 线宽线距与孔径逐步微小化，主要使用高精度的 III 类设备，单条 PCBA 产线需要使用 2 台 III 类锡膏印刷设备，对应单线价值量约 150 万元。

图22：公司锡膏印刷设备的分类

类别	印刷精度	可印刷最大产品的尺寸	终端应用领域	代表性产品	平均单价	毛利率	2021收入占比	2025收入占比
I类	英制 0201 (0.6*0.3mm)	400*340mm	家电、路由器等产品	G5 及其衍生系列型号	10万元	32%	29%	约20%
II类	公制 M03015 (0.3*0.15mm)	510*510mm/ 430*430mm/ 250*300mm	手机、电脑等智能移动终端	GT++、GTmini 及其衍生系列型号	23万元	48%	49%	约60%
III类	英制 0201 (0.6*0.3mm)； 英制 01005 (0.4*0.2mm)	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	P 型号、GLED-mini 型号及其衍生系列型号	平均单价50万元；AI服务器应用设备单价80万元	超65%	3%	约20%

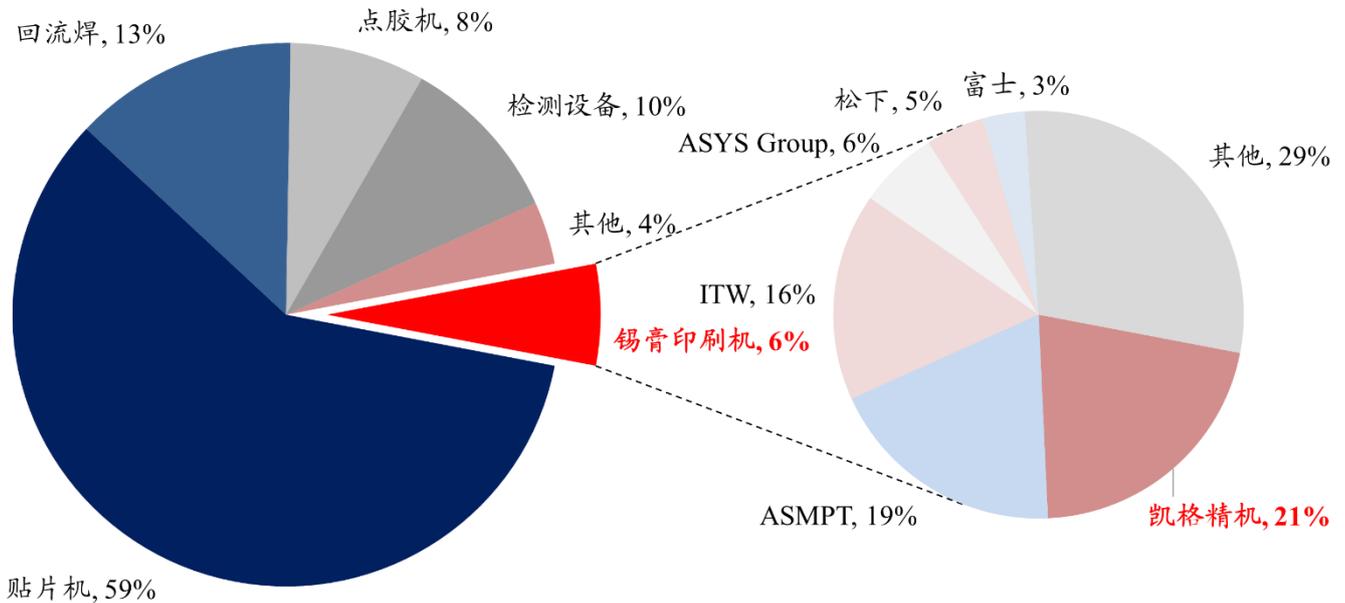
数据来源：凯格精机招股说明书，Wind，东吴证券研究所

2.3. 公司市占率第一，直销绑定客户充分受益

凯格精机在锡膏印刷设备领域已确立明确的龙头地位。根据 QY Research 数据，2024 年在 SMT 总市场中锡膏印刷机价值量份额约占 6%。在锡膏印刷机市场中，2024 年凯格精机以 21.2% 的全球销售额份额稳居行业第一，领先于 ASMPT（18.9%）、ITW（16.4%）等竞争对手；而富士、松下等厂商的份额仅在 3%-5% 区间，公司在锡膏印刷机行业领先优势显著。

公司深度研究

图23: 2024 年全球表面贴装设备(SMT)市场份额与锡膏印刷机市占率 (%)



数据来源: QY Research, 东吴证券研究所

直销模式, 承接头部服务器代工厂积极扩产需求。公司客户主要为聚焦 PCBA 工序的服务器代工厂商, 具体包括富士康、广达、华为、鹏鼎控股、比亚迪、华勤、伟创力 (Flex) 等知名厂商, 公司采用直销模式深度绑定上述核心客户。

当前英伟达算力服务器代工市场由工业富联、广达、伟创力等厂商为主导, 国产算力服务器代工市场以华勤技术、浪潮信息等厂商为主导。以上厂商均在加速扩产建设算力服务器 PCBA 产能, 凯格精机作为以上厂商的核心设备供应商, 将在扩产浪潮中充分受益。

图24: 公司下游客户以服务器代工厂为主

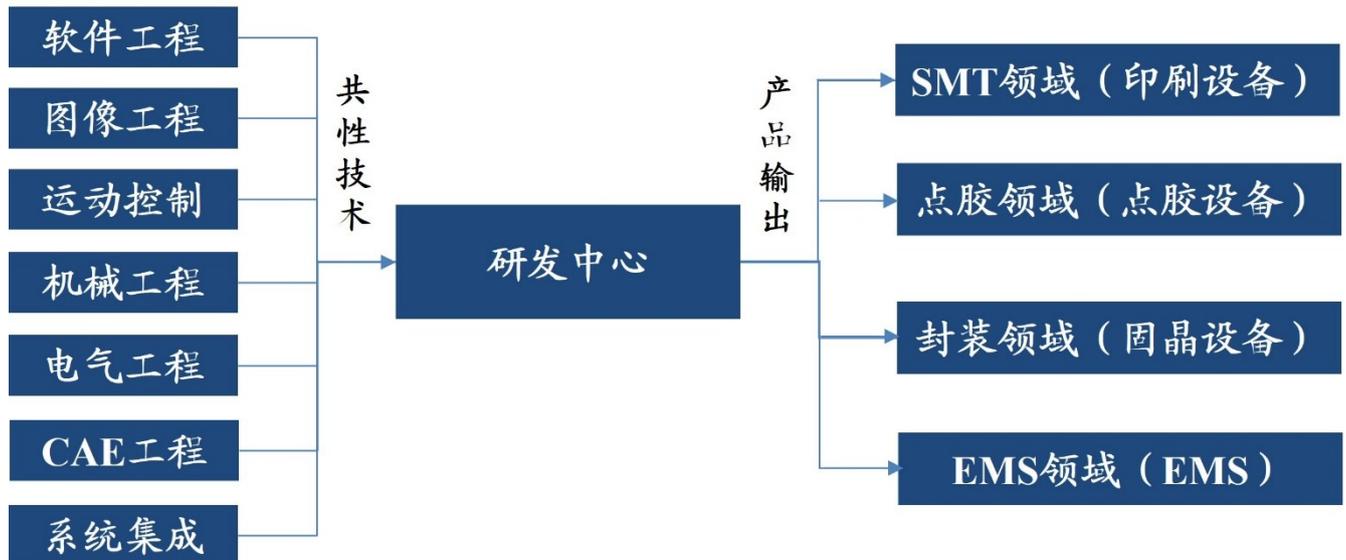


数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2.4. 依托平台型技术，向点胶、封装等领域设备拓展

平台型技术研发拓展业务边界。公司布局了软件工程、图像工程、运动控制、机械工程、电气工程、CAE 工程、系统集成共七大共性技术部门，作为底层技术支撑；通过研发中心将这些技术进行工艺流程标准化整合后，可将共性技术模块复用于不同设备领域，最终实现了 SMT（印刷设备）、点胶、封装（固晶设备）、EMS 四大设备领域的全面布局，提升技术研发的效率与资源复用性的同时，也拓展业务的布局覆盖范围。

图25：公司已经形成平台化技术布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

点胶机下游更加广阔，市场空间容量更大。点胶机拥有更强的通用性，可应用于消费电子、新能源汽车、光伏、半导体、PCBA 等制造环节，**2022 年全球点胶机市场空间 90.3 亿美元，到 28 年预计达 106.8 亿美元，市场空间更加广阔。**目前点胶机行业主要参与者包括海外的美国诺信、日本武藏，以及国内的安达智能、卓兆点胶、轴心自控、凯格精机。

公司点胶设备目前主要服务于 PCBA 领域，未来成长性强。公司点胶设备收入呈上升态势，25 年上半年收入 0.6 亿元，同比增长达 26%。目前公司已经实现精密点胶阀 & 控制器的自主研发突破，未来依托自主的技术有望带动点胶设备收入快速增长。

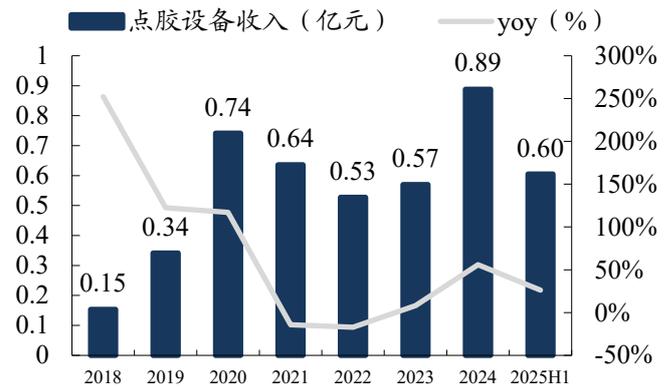
公司深度研究

图26：点胶机行业主要参与企业

企业	产品	应用
美国诺信	点胶机、涂覆机、固化机	消费电子、半导体、服饰、包装、汽车电子
日本武藏	点胶控制器、点胶针筒、点胶机械臂	消费电子、汽车、医疗生物、通信
安达智能	点胶机、涂覆机、等离子清洗机	消费电子、汽车电子、新能源和智能家居行业
卓兆点胶	精密螺杆阀、压电喷射阀、气动式喷雾阀	消费电子、半导体、新能源、医疗生物
轴心自控	点胶阀、点胶机、点胶系统	消费电子、半导体
凯格精机	点胶阀、点胶机	消费电子、半导体

数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

图27：2018-2025H1 公司点胶设备收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

点胶阀自主可控打破产品制约瓶颈，公司点胶设备有望进入快速成长通道。公司已攻克并掌握了先进的喷射阀关键技术，实现了点胶阀的自主可控，点胶阀除自用以外还实现了对外销售。点胶阀为点胶设备最核心的零部件，点胶阀自主可控有望推动公司点胶设备销售收入快速成长。

在点胶领域，公司已构建起从设备到阀体的完整高性能解决方案，旗下多款产品具备行业领先的技术实力：D5-DH 双工位全自动高速点胶机使产能较传统设备提升 100%，适应智能穿戴、3C 电子、PCBA 等多领域多机种混线生产；DH15 多功能双臂高速点胶机聚焦新能源电池、Mini LED 领域，拥有 $\pm 10 \mu\text{m}$ 的重复精度和 360° 弯针转点胶能力；GES500 喷锡阀能实现 $170 \mu\text{m}$ 最小点径、100 万点/小时的高速作业能力。

图28：公司在点胶阀领域取得突破与研发方向

主要研发项目名称	项目目的	拟达到目标	预计对公司的影响
热熔胶喷射系统及其控制器的开发	开发非接触式热熔喷射点胶阀，可实现对多种流体、胶粘剂的高速点胶	将热熔胶快速精准的喷印在微小电子元件需粘合部位	提升自研阀体市场竞争力
半导体点锡机的研发	通过对高精度接触式气动控制点胶阀的研究，开发一款高精度半导体点锡机	满足半导体制程中点锡位置精度要求高、最小点锡直径（小于100um）	提升市场覆盖率
压电式锡膏喷射阀	研发一款压电式锡膏喷射阀，在不施加外力作用下，在PCB板上进行三维元器件的喷射，可灵活应对各种复杂的点锡工艺需求	满足SMT、FPC&PCBA 组装行业、LED封装行业、能源行业、电声行业、生命科学、光学、MEMS、RFID以及其他需要高精度、高效率、非接触及有空间限制的精密喷锡场合	提升自研阀体市场竞争力，拓宽市场空间
已取得的专利			
热熔胶点胶阀及点胶设备、同步双阀点胶机构、压电喷射阀的自整定方法			
已成熟的产品			
D5-DH双工位全自动高速点胶机	以 $\pm 10\mu\text{m}@4\sigma$ (CPK ≥ 1.33) 的重复精度确保高品质点胶。产能较传统设备提升100%，可灵活适应智能穿戴、3C电子、PCBA等多领域多机种混线生产，实现柔性化与高效能兼具		
DH15多功能双臂高速点胶机	聚焦新能源电池、Mini LED领域，以 $\pm 10\mu\text{m}$ 的重复精度和 360° 弯针转点胶能力		
GES500喷锡阀	以 $170\mu\text{m}$ 最小点径、100万点/小时的高速作业能力刷新行业纪录		

数据来源：公司公告，凯格精机公众号，东吴证券研究所

当前全球固晶机行业正处于快速增长阶段，受益于 Mini/Micro LED、先进封装、5G、AI 等下游领域的强劲需求，以及精密化、智能化技术升级的驱动，2024 年全球市场规模约为 10.84 亿美元，中国市场规模约 10.44 亿元，市场空间广阔。

在行业扩容与国产替代的双重机遇下，公司有望凭借技术实力持续抢占市场份额。公司推出的 S20 全自动高速固晶机以设计创新实现降本增效突破，不仅一体兼容 COB/COG/MIP 多种固晶工艺，更具备高效率（单组 UPH 达 240-270K/H）、高精度（固晶精度 $\pm 15 \mu\text{m}$ 、角度修正精度 $\pm 1.5^\circ$ ）、低功耗与低成本的核心优势，能够充分适配 Mini/Micro LED、先进封装等领域的生产需求

图29：公司全自动高速固晶机



数据来源：凯格精机公众号，东吴证券研究所

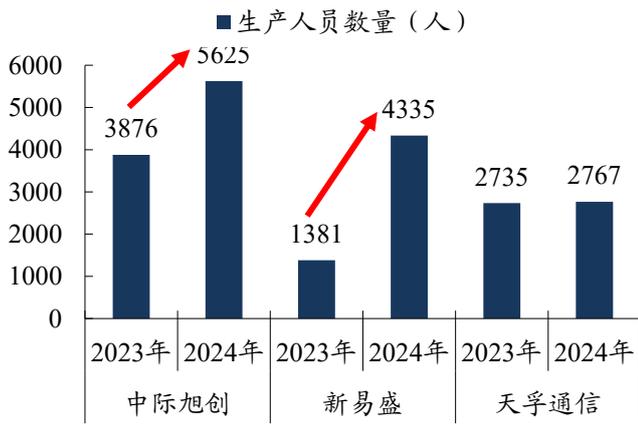
3. 光模块海外扩产加速，自动化设备打造新增长极

3.1. 光模块过往为劳动密集型行业，海外扩产带来自动化需求

光模块过往为劳动密集型产业。 过往光模块生产工序中的贴片、涂胶、外壳组装、检测等工序主要依靠人工完成。以中际旭创和新易盛为例，截至 2024 年底，二者员工总数分别为 8542 人和 5212 人，其中生产人员分别为 5625 人和 4335 人，分别占比 66% 和 83%。我们判断跟随①技术升级②需求快速放量③海外扩产三大发展趋势，光模块领域引入自动化设备为必然趋势。 1) **技术升级**：从 800G 光模块升级至 1.6T 光模块，整体线路密布与集成度大大提高，人工组装的耦合精度和检测准确率逐步难以满足要求，使用自动化设备组装和 AOI 设备检测为大势所趋； 2) **需求快速放量**：伴随算力需求持续上升，2026 年对光模块需求已上修至千万级别，通过人工扩产速度逐步难以满足如此高的产能需求，自动化设备稳定高效，未来将成为光模块行业扩产首选； 3) **海外产能建设**：为配套北美客户，现阶段光模块企业逐步开拓海外产能，正将产能转向东南亚地区。考虑到东南亚地区劳动力素质与稳定性问题，自动化设备需求更加迫切。

公司深度研究

图30: 光模块企业生产人员数量(人)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 光模块企业人均创收(万元)

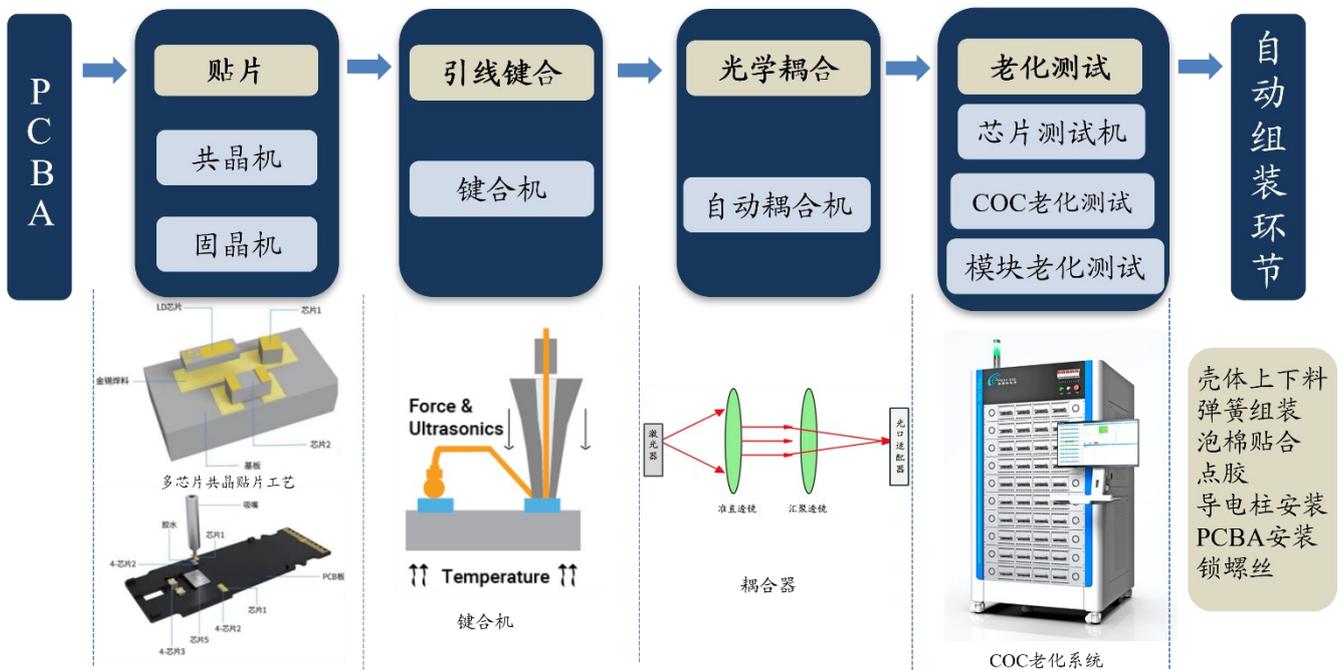


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 光模块设备: 核心环节包括贴片、耦合、检测

光模块制造涵盖贴片、耦合、检测、组装四大核心工序。随着行业产能加速向东南亚转移,为解决当地劳动力技能不足及人员流动性高等痛点,产线“机器换人”已成刚需。特别是自动化组装产线,正逐步替代传统人工流水线,实现从劳动密集型向智能制造转型,催生出明确的“从0到1”设备增量市场

图32: 光模块制造流程图



数据来源: 猎奇智能招股说明书, 凯格精机公众号, 东吴证券研究所

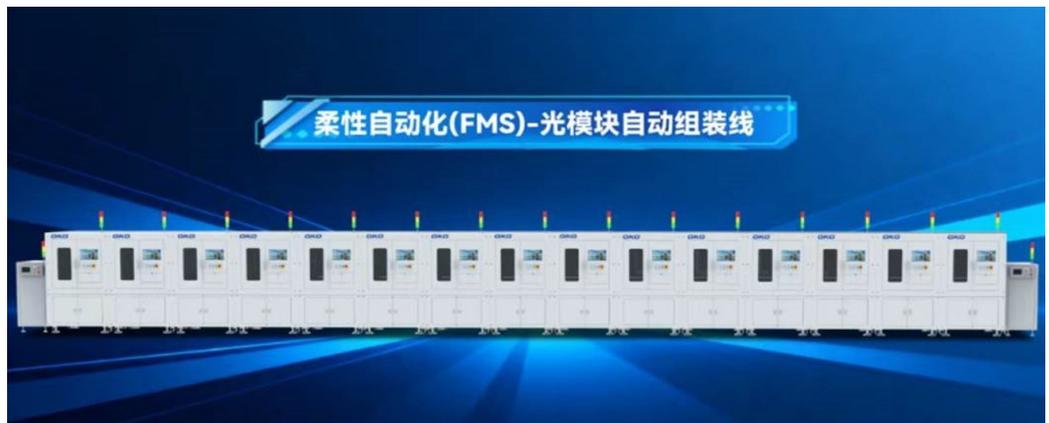
3.3. 自动化组装 0-1 需求爆发，平台技术助推公司开拓更多设备

随着光模块产业海外产能布局加速，海外建厂对自动化组装设备的需求显著提升。该领域仍处于从无到有的 0-1 阶段，需求释放弹性较大，为设备厂商带来较好的成长空间。

800G/1.6T 光模块整线交付落地，海内外订单放量可期：公司凭借整线交付能力，目前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，后续订单需求具备持续放量潜力。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。

贴片与先进封装技术延伸，布局光模块与 CPO 打开成长空间：依托公司在贴片设备及先进封装设备方面的技术积累，未来有望在光模块贴片环节及 CPO 封装环节进一步拓展相关设备产品，打开新的成长空间。

图33: 公司光模块自动组装线产品



数据来源：凯格精机公众号，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

1. 盈利预测

(1) 锡膏印刷设备：受益于 AI 算力爆发带动 III 类高端设备需求增长，叠加公司作为工业富联、广达等头部服务器厂商独供方的优势，该业务有望迎来量价齐升。我们预计 2025-2027 年收入分别为 7.54/11.76/15.05 亿元，同比增长 70%/56%/28%；随着高毛利的 AI 服务器专用设备占比提升，毛利率预计稳步增长至 51%/53%/56%。

(2) 点胶设备：依托公司通用技术平台优势，高速点胶机等产品持续渗透。我们预计 2025-2027 年收入分别为 1.34/1.80/2.52 亿元，同比增长 50%/35%/40%；毛利率预计保持在 34%左右的稳定水平。

(3) 封装设备：公司推出的 S20 全自动高速固晶机适配 Mini/Micro LED 及先进封

公司深度研究

装需求，随着半导体设备国产替代进程加速，业务有望逐步回暖。我们预计 2025-2027 年收入分别为 1.95/2.24/2.69 亿元；毛利率受益于高端新产品放量，预计由 18% 逐步修复至 20%。

(4) 柔性自动化设备: 光模块自动化组装业务处于“0-1”爆发期。受益于 800G/1.6T 光模块需求放量及海外扩产对自动化产线的迫切需求，该业务预计在 2026 年迎来爆发式增长。我们预计 2025-2027 年收入分别为 0.84/3.37/5.90 亿元，其中 2026 年同比增长高达 301%；随着高附加值的整线交付落地，毛利率预计维持在 50%。

(5) 其他业务: 主要包括配件及技术服务等，业务发展稳健。预计 2025-2027 年收入维持在 0.24 亿元水平，毛利率保持在 70%。

表1: 公司分业务收入预测 (亿元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
锡膏印刷设备	5.90	4.02	4.44	7.54	11.76	15.05
YOY (%)	-9%	-32%	10%	70%	56%	28%
毛利率 (%)	46.3%	41.3%	40.3%	50.5%	53.1%	55.7%
点胶设备	0.53	0.57	0.89	1.34	1.80	2.52
YOY (%)	-17%	8%	56%	50%	35%	40%
毛利率 (%)	38.7%	37.0%	33.7%	34.0%	34.0%	34.0%
封装设备	0.59	2.16	2.29	1.95	2.24	2.69
YOY (%)	5%	266%	6%	-15%	15%	20%
毛利率 (%)	33.2%	5.6%	13.8%	18.0%	18.0%	20.0%
柔性自动化设备	0.62	0.47	0.71	0.84	3.37	5.90
YOY (%)	288%	-24%	51%	18%	301%	75%
毛利率 (%)	46.3%	36.7%	26.8%	50.0%	50.0%	50.0%
其他业务	0.16	0.18	0.24	0.24	0.24	0.24
YOY (%)	14%	13%	33%	0%	0%	0%
毛利率 (%)	69.0%	71.9%	68.4%	70.0%	70.0%	70.0%
总收入	7.80	7.40	8.57	11.90	19.41	26.40
YOY (%)	-2%	-5%	16%	39%	63%	36%
毛利率 (%)	45.3%	31.0%	32.2%	43.7%	46.9%	48.8%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 投资建议

可比公司方面，我们选取与公司业务模式和成长逻辑相近的钻孔设备龙头大族数控（301200.SZ）、LDI设备公司芯碁微装（688630.SH）、业务包括半导体与LED封装的新益昌（688383.SH）、在光模块设备领域有所布局的奥特维（688516.SH）、天准科技（688003.SH）、快克智能（603203.SH）、罗博特科（300757.SZ）作为可比公司。截至2026年1月27日，2025-2027年可比公司平均PE为152/85/65x，公司当前估值低于行业平均水平。

公司作为全球锡膏印刷设备龙头，业务覆盖锡膏印刷、点胶、封装设备及柔性自动化设备，深度绑定下游服务器代工头部厂商。受益于AI服务器及光模块需求快速放量，公司在高端III类印刷设备及自动化组装领域优势有望逐步放大，未来有望持续扩大市场份额。我们预计公司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74/35/24x，考虑到公司锡膏印刷设备龙头地位，同步开拓光模块设备新兴市场，未来成长性较强，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表2: 可比公司估值表 (截至2026年1月27日)

2026/1/27		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
代码	公司				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
301200.SZ	大族数控	CNY	176.15	750	3.0	8.4	15.4	25.0	249	90	49	30
688630.SH	芯碁微装	CNY	189.98	250	1.6	2.9	5.5	8.0	156	85	45	31
688383.SH	新益昌	CNY	77.40	79	0.4	0.4	1.3	2.3	195	203	59	35
688516.SH	奥特维	CNY	100.00	315	12.7	6.8	6.1	6.4	25	46	52	49
688003.SH	天准科技	CNY	78.86	153	1.2	1.0	2.7	3.8	123	152	57	40
603203.SH	快克智能	CNY	39.02	99	2.1	2.6	3.2	3.9	47	38	31	26
300757.SZ	罗博特科	CNY	349.53	586	0.6	1.3	1.9	2.4	917	451	304	246
	平均								244	152	85	65
301338.SZ	凯格精机	CNY	132.78	141	0.7	1.9	4.0	6.0	200	74	35	24

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (除新益昌、快克智能盈利预测来自wind一致预期, 其余公司盈利预测均来自东吴证券研究所, 时间截至2026.1.27)

5. 风险提示

宏观经济波动风险。若全球经济复苏放缓或地缘政治、利率等因素加剧波动，可能抑制电子终端需求，进而影响 AI 算力投资。

新领域技术验证不及预期风险。若锡膏印刷设备、光模块自动化组装设备等产品技术迭代进展不及预期，或产品未能及时匹配客户在高精度、高效率方面的工艺迭代需求，可能影响新市场的拓展进度。

市场情绪波动风险。公司现阶段业务与 AI PCB、光模块需求关联较大，受市场情绪波动影响。若公司新业务拓展进度不及预期，可能存在市场情绪波动风险。

公司深度研究

凯格精机三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		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)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		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)	200.35	73.58	35.46	23.51
营运资本变动	(168)	660	541	561	P/B (现价)	9.64	8.77	7.45	6.08

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>