



上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 从 PCB 大贝塔看芯碁微装的投资价值

——芯碁微装首次覆盖报告

### 买入 (首次)

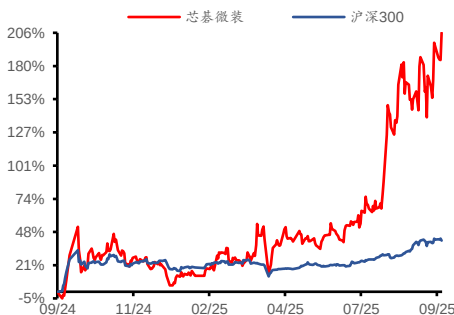
行业: 机械设备  
日期: 2025年09月21日

分析师: 颜枫  
E-mail: yanfeng@shzq.com  
SAC 编号: S0870525030001  
分析师: 刘阳东  
Tel: 021-53686144  
E-mail: liuyangdong@shzq.com  
SAC 编号: S0870523070002  
分析师: 梁瑞  
Tel: 021-53686409  
E-mail: liangrui@shzq.com  
SAC 编号: S0870523110001  
分析师: 李心语  
SAC 编号: S0870525040001

#### 基本数据

|                   |              |
|-------------------|--------------|
| 最新收盘价 (元)         | 156.00       |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 48.48-156.00 |
| 总股本 (百万股)         | 131.74       |
| 无限售 A 股/总股本       | 100.00%      |
| 流通市值 (亿元)         | 205.52       |

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

#### ■ 投资摘要

**芯碁微装: 国产直写光刻设备龙头, PCB 贡献主要收入**

公司作为国产微纳直写光刻装备领军企业, 专注于高精度直接成像设备与直写光刻系统的研发制造, 公司设备下游应用领域主要是PCB 及泛半导体产业。公司2024年营收为9.54亿元, 同比+15%, 2020-2024年CAGR为32%。2024年归母净利润为1.61亿元, 同比-10%, 2020-2024年CAGR为23%。分产品看, PCB贡献公司主要营收, 2024年营收占比达到82%; 分区域, 中国大陆地区销售占比80%。

**PCB 下游受 AI 驱动需求旺盛, 带动 PCB 设备需求提升及结构优化**

公司主要产品PCB直接成像设备, 主要应用于PCB制造过程中的线路层及阻焊层曝光环节, 是PCB制造中的关键设备之一。伴随AI技术与汽车智能化的持续加速, 2024年全球PCB行业市场需求稳步增长, 细分领域中服务器PCB需求高增, 预计带动上游设备需求的增长。同时, AI服务器硬件升级推动高端PCB需求激增, 在层数、材料、加工精度等方面有更高的要求, PCB总体价值量提升, 从而促进对中高端PCB设备需求提升。公司2024 年持续推进PCB 设备向高阶产品渗透, 聚焦HDI 板、类载板、IC 载板等高端市场, 持续深化与国际头部厂商鹏鼎控股、沪电股份、胜宏科技、景旺电子、生益电子、定颖电子、沪电股份、深南电路、红板公司等客户的合作, 同时顺利切入京东方供应链体系。

**直写光刻在泛半导体领域应用持续拓展, 公司实现多维突破**

近年来直写光刻技术应用领域开始不断向 IC 封装、 FPD 制造等领域扩展。公司在泛半导体包括IC载板、先进封装、掩膜版制版、功率半导体、新型显示等多领域实现突破。先进封装, 公司WLP 晶圆级封装设备在再布线、智能纠偏等核心环节持续优化, 通过数字掩模技术与高良品率工艺, 全面满足高算力芯片的制程需求。此外, 公司持续引领IC 载板国产替代进程; 满足90nm 节点量产需求的制版设备在客户端进展顺利; 超薄引线框架产品凭借高精度与灵活性优势, 已成功导入立德半导体、龙腾电子等核心客户供应链。

#### ■ 投资建议

公司专注于微纳直接成像设备及直写光刻设备领域, 围绕自身技术优势, 结合行业发展趋势, 持续进行产品研发创新, 已成为国产高端装备供应商, 带动业绩增长。我们预计2025-2027年公司实现归母净利润3.14亿元 (yoy+95.6%)、5.03亿元 (yoy+60.0%)、6.37亿元 (yoy+26.7%), 对应EPS分别为2.39元、3.82元、4.84元, 当前股价对应PE估值65倍、41倍、32倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

#### ■ 风险提示

技术更新风险、关键技术人才流失风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险、行业周期波动风险、宏观环境风险等。

## ■ 数据预测与估值

| 单位：百万元  | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 954    | 1473  | 2025  | 2442  |
| 年增长率    | 15.1%  | 54.4% | 37.5% | 20.6% |
| 归母净利润   | 161    | 314   | 503   | 637   |
| 年增长率    | -10.4% | 95.6% | 60.0% | 26.7% |
| 每股收益（元） | 1.22   | 2.39  | 3.82  | 4.84  |
| 市盈率（X）  | 127.89 | 65.40 | 40.88 | 32.26 |
| 市净率（X）  | 9.96   | 8.99  | 7.80  | 6.67  |

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 09 月 18 日收盘价）

目 录

1 直写光刻龙头，PCB+泛半导体双轮驱动 .....4

1.1 国产微纳直写光刻装备领军企业 .....4

1.2 收入稳健增长，PCB 业务持续放量 .....6

2 PCB：下游需求持续增长，产品结构升级 .....7

2.1 AI 驱动下游需求强劲增长，预计 PCB 价值量提升 .....8

2.2 LDI 设备需求稳步增长，国产替代加速 .....9

2.3 公司产品高端化升级，持续深化头部客户合作 .....10

3 泛半导体：多维突破，快速成长 .....11

4 AI 带动 PCB 技术升级，有望加速 PCB 设备厂商业绩增长 .....12

4.1 AI 算力爆发带动半导体与 PCB 行业复苏，国产替代加速共振 .....13

4.2 高多层板结构带动 PCB 技术升级，有望加速 PCB 设备厂商业绩增长 .....13

5 盈利预测与投资建议 .....15

6 风险提示 .....17

图

图 1：公司主要产品演变情况 .....4

图 2：公司营业总收入及增速（亿元、%） .....6

图 3：公司归母净利润及增速（亿元、%） .....6

图 4：公司主要产品营收占比 .....7

图 5：公司销售区域占比 .....7

图 6：公司毛利率、净利率 .....7

图 7：公司毛利率分产品 .....7

图 8：公司费用率 .....7

图 9：PCB 主要生产工序及所需设备 .....8

图 10：全球 PCB 行业产值（十亿美元、%） .....9

图 11：全球服务器/存储 PCB 产值（十亿美元、%） .....9

图 12：中国激光直接成像（LDI）设备产量、需求量及市场规模 .....10

表

表 1：公司主要产品及应用领域 .....4

表 2：PCB 产品曝光精度（最小线宽）要求演进 .....9

表 3：掩膜光刻与直写光刻精度比较 .....11

表 4：AI PCB 设备重点公司财务情况 .....13

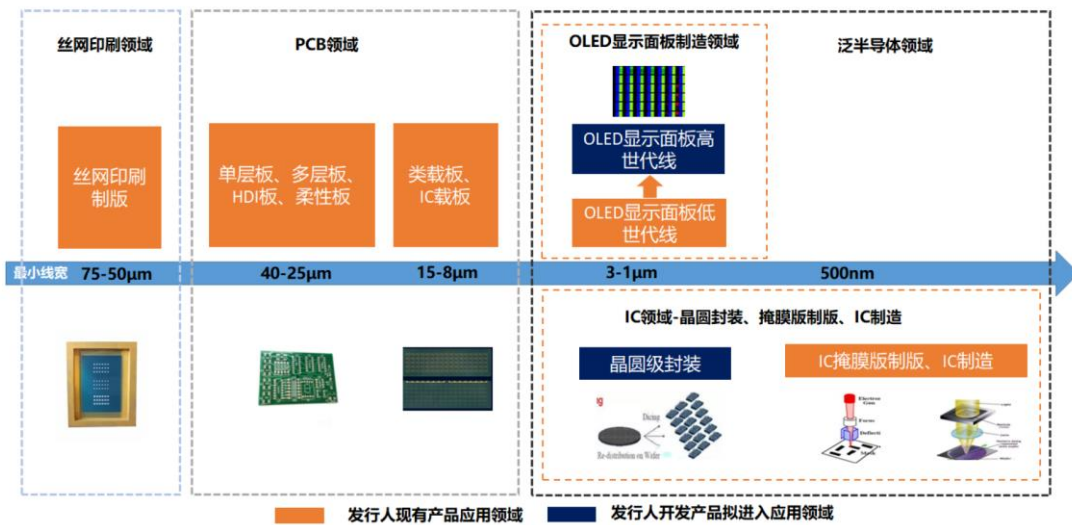
表 5：可比公司估值分析（截至 2025 年 9 月 18 日） .....16

## 1 直写光刻龙头，PCB+泛半导体双轮驱动

### 1.1 国产微纳直写光刻装备领军企业

公司作为国产微纳直写光刻装备领军企业，专注于高精度直接成像设备与直写光刻系统的研发制造。公司设备深度赋能 PCB 及泛半导体产业制造全流程，市场需求与下游产业景气度高度耦合，形成以 PCB 高端设备为基本盘、泛半导体新兴领域为增长极的双轮驱动业务布局。

图 1：公司主要产品演变情况



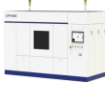
资料来源：公司招股书，上海证券研究所

**PCB 领域**，公司不断提升 PCB 曝光设备性能，设备功能从线路层曝光扩展至阻焊层曝光，全面覆盖 PCB 各细分产品市场。

**泛半导体领域**，公司不断推出用于 IC 掩模版制版、IC 载板、先进封装、新能源光伏、新型显示等细分领域的泛半导体直写光刻设备。

表 1：公司主要产品及应用领域

| 产品类型       | 产品系列    | 产品型号                                         | 产品图示 | 主要应用领域                                                                   |
|------------|---------|----------------------------------------------|------|--------------------------------------------------------------------------|
| PCB 直接成像设备 | MAS 系列  | MAS 12<br>MAS 15<br>MAS 25<br>MAS 35         |      | 领先的直接成像解决方案，适用于软板/软硬结合板、HDI 和多层板等线路曝光制程，高精度的资料解析能力，实现精细线路优异的线宽一致性和边缘粗糙度。 |
|            | FAST 系列 | FAST 25<br>FAST 35                           |      | 该系列是一款高产能、占地尺寸小的高性能直接成像 LDI 设备，为 PCB 黄光制程提供的解决方案。                        |
|            | NEX 系列  | NEX 50<br>NEX 60                             |      | 新一代的高性能防焊 DI 直接成像系统，采用大功率曝光光源设计，并结合高精度的成像和定位系统，为阻焊制程提供高产能解决方案。           |
|            | RTR 系列  | RTR 6<br>RTR 8<br>RTR 12<br>RTR 15<br>RTR 25 |      | 高性能、卷对卷直接成像系统，采用高精度的成像和定位系统结合卷对卷上下料系统，为 FPC 制程提供完美的解决方案。                 |

|            |                  |                                                              |                                                                                     |                                                                                                                                                                   |
|------------|------------------|--------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 泛半导体直写光刻设备 | DILINE 系列        | DILINE-MAS<br>DILINE-NEX<br>DILINE-FAST                      |    | 自动连线系列是高性能、全能型智能化直接成像系统，可适用于干膜、湿膜及油墨等感光材料，为所有领域的 PCB 客户提供全制程自动化图像转移解决方案。                                                                                          |
|            | MUD 系列<br>MCD 系列 | MUD 35<br>MCD 75T                                            |    | 该系列产品分别应用于 HDI 和 FPC 盲孔激光钻孔工艺，实时能量监控，最小可加工盲孔直径 35 μm，具有高精度、高品质、高效率的特点。                                                                                            |
|            | LDW 系列           | LDW 350<br>LDW 500                                           |    | 用于 IC 掩模版、IC 芯片、MEMS 芯片、生物芯片等直写光刻领域，最小线宽优于 350nm，能够满足 130nm-90nm 制程节点的掩模版制版需求。                                                                                    |
|            | WLP 系列           | WLP 2000                                                     |    | 用于 12inch/8inch 集成电路先进封装领域，包括 Flip Chip、Fan-In WLP、Fan-Out WLP 和 2.5D/3D 等先进封装形式。该系统采用多光学引擎并行扫描技术，具备自动套刻、背部对准、智能纠偏、WEE/WEP 功能，在 RDL、Bumping、TSV 及 SOW 等制程工艺中优势明显。 |
|            | PLP 系列           | PLP 3000<br>PLP 4000                                         |    | 主要应用于面板级先进封装领域，包括 FC CSP、FC BGA、Fan-In PLP、Fan-Out PLP 和 2.5D/3D 等先进封装形式。可支持覆铜板，复合材料，玻璃基板，该系统采用多光学引擎并行扫描技术，具备自动寻边对准、自动追焦、智能纠偏、涨缩补偿，在 RDL、Bumping、TSV 等制程工艺中优势明显。  |
|            | MLF 系列           | MLF 06<br>MLF 08<br>MLF 12<br>MLF 15<br>MLF 25               |   | 该系列产品结构紧凑，景深大、产能高，适用于 Si 基/SiC 功率器件、MEMS 芯片、陶瓷封装等领域，对干膜和光刻胶均有良好的工艺适应性，是一款高性价比、可灵活配置的量产直写光刻设备。                                                                     |
|            | MLC 系列           | MLC 600<br>MLC 900                                           |  | 自主研发生产的一款精巧型光刻设备，广泛应用 IC 芯片、掩模版、MEMS 芯片、生物芯片微纳光刻加工领域的研究与生产，最小线宽线距优于 600nm。                                                                                        |
|            | 引线框架及 PET 软膜卷材   | RTR 08<br>RTR 15DE<br>RTR 25DE                               |  | 该产品主要应用于引线框架、金属蚀刻、智能光幕等领域。该系列设备具有卷式双面同时曝光功能，同时还能保证高解析、高对位精度和高产能。                                                                                                  |
|            | FPD 解决方案         | LDW 700                                                      |  | 该产品应用于 OLED 显示面板制造过程中的光刻工艺环节，最小解析优于 700nm。                                                                                                                        |
|            | IC 载板解决方案        | MAS 4<br>MAS 6 MAS 6P<br>MAS 8<br>MAS 10<br>NEX 30<br>NEX 40 |  | 该产品应用于 IC 载板的线路和防焊的全制程曝光流程，最小解析优于 4 μm。                                                                                                                           |
|            | 光伏               | SDI                                                          |  | 该系列产品是业界领先的光伏直接成像解决方案，适用于光伏太阳能电池高精度图形化工艺领域，提供降本增效的解决方案。                                                                                                           |
|            | 对准               | WA 8                                                         |  | 晶圆对准机是一款操作便捷、灵活性高、能够实现模块化升级的高精度晶圆对准设备，适用于 4、6、8 英寸晶圆。该设备可用于先进封装、MEMS 生产和需要亚微米级精确对准的应用场景。                                                                          |
|            | 键合               | WB 8                                                         |  | 晶圆键合机能够实现所有类型的键合，如阳极键合、热压键合等。搭载公司核心技术，采用半自动化操作，全系统电气化驱动，无油污污染，极大提高键合稳定性和品质。支持最大晶圆尺寸为 8 英寸，可运用于先进封装、MEMS 等多种半导体应用领域。                                               |

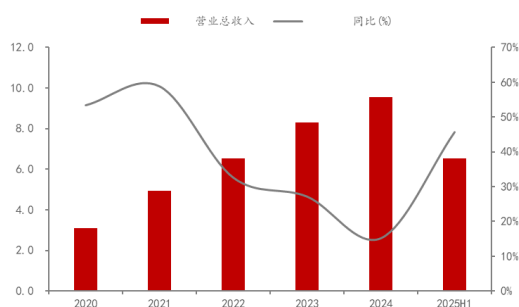
|       |        |                                                                                   |                                                                                                                                                             |
|-------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 椭偏仪   | SE-200 |  | 采用单旋转补偿器调制技术，可实现对单层/多层薄膜材料厚度和光学特性的表征分析，应用领域包括集成电路、光学镀膜、纳米科学研究等。配置创新设计的滤光片和小型光栅光谱仪，在 400nm~1000nm 波段范围内具有高信噪比的特点，具备完善的数据分析能力。对于 10nm~5000nm 各向同性光学薄膜的表征优势明显。 |
| 反射膜厚仪 | SR-200 |  | 具有丰富的材料库及完善的数据分析功能，可实现对 1~5 层透明或弱吸收薄膜材料厚度和光学特性(折射率、反射率等)的表征分析，精度在 1 埃左右，具有良好的测量速度和分析功能，对于 50nm~50 μm 的薄膜膜厚的表征优势明显。                                          |

资料来源：公司公告，上海证券研究所

## 1.2 收入稳健增长，PCB 业务持续放量

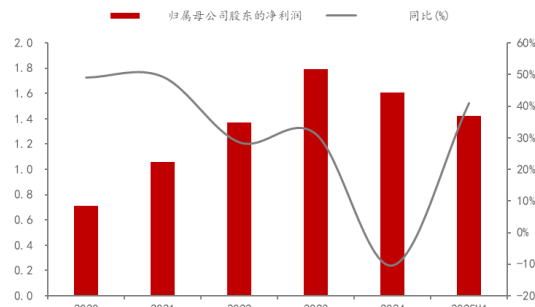
公司 2024 年营收为 9.54 亿元，同比+15%，2020-2024 年 CAGR 为 32%。2024 年归母净利润为 1.61 亿元，同比-10%，2020-2024 年 CAGR 为 23%。

图 2：公司营业总收入及增速（亿元、%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速（亿元、%）

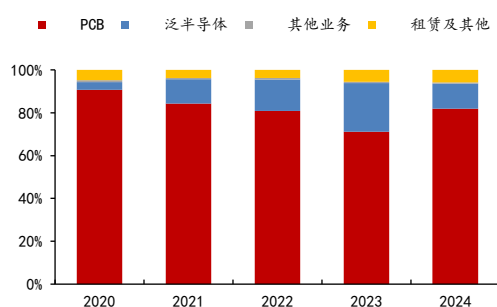


资料来源：Wind，上海证券研究所

分产品，PCB 贡献公司主要营收，2024 年营收占比达到 82%，24 年营收达到 7.82 亿元，同比增长 32.55%，主要受益于（1）AI 服务器、智能驾驶等领域的高阶 PCB 需求快速增长；（2）公司国际化布局加速，深化与鹏鼎控股、日本 VTEC、CMK 等国际客户的战略合作，推动设备在海外高端市场的验证及批量交付。泛半导体领域，2020-2024 年 CAGR 为 76.69%，营收占比快速提升。

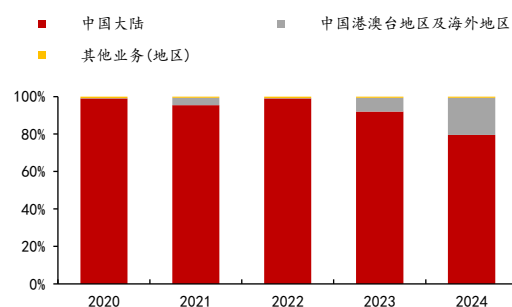
分区域，2024 年中国大陆地区销售占比 80%，港澳台及海外地区收入占比为 20%，主要由于公司泰国子公司完成设立，带动东南亚地区营收占比提升至近 20%，覆盖泰国、越南等 PCB 产业转移重点区域。

图 4：公司主要产品营收占比



资料来源：Wind，上海证券研究所

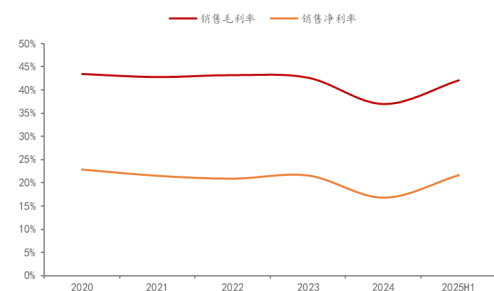
图 5：公司销售区域占比



资料来源：Wind，上海证券研究所

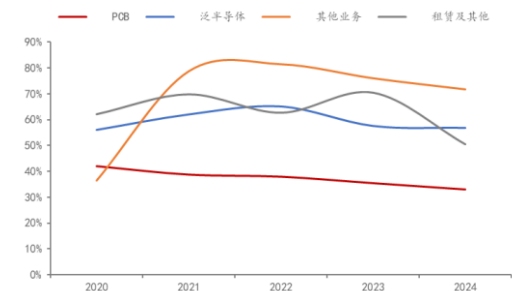
公司 2020-2023 年毛利率保持在 43%，2024 年为 37%，泛半导体业务毛利率高于 PCB，预计随着泛半导体营收占比的提升，总体毛利率有望提升。2024 年公司净利率为 16.85%。费用端，2024 年公司销售费用率、研发费用率、管理费用率和财务费用率分别为 5%、10%、5%、-2%，总体费用率持续优化。

图 6：公司毛利率、净利率



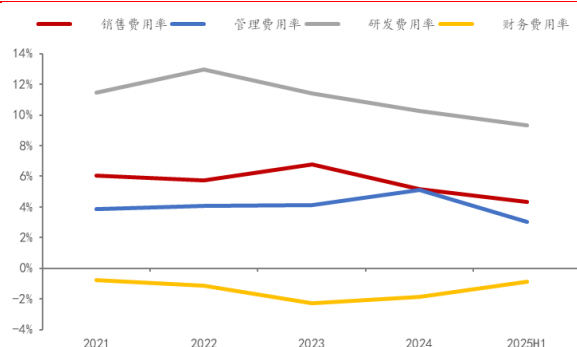
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：公司毛利率分产品



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：公司费用率



资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2 PCB：下游需求持续增长，产品结构升级

公司主要产品 PCB 直接成像设备，主要应用于 PCB 制造过程中的线路层及阻焊层曝光环节，是 PCB 制造中的关键设备之一。PCB 专用生产设备包括专门生产 PCB 的先进生产机械，其作业流

程涵盖从基板材料加工到成品电路板最终成型的全过程。PCB 专用生产设备利用精密加工及检测技术，满足各类 PCB 产品及应用场景的高精度、操作稳定性及生产效率需求。尽管不同 PCB 产品存在工序差异，但其主要生产工序均涵盖曝光、压合、钻孔、电镀、成型及检测等环节。每道工序均利用主要 PCB 专用生产设备，确保 PCB 产品的精确度、性能及可靠性，并需要对 PCB 生产线进行大量资本投入。

图 9：PCB 主要生产工序及所需设备



附註：

我們的業務覆蓋

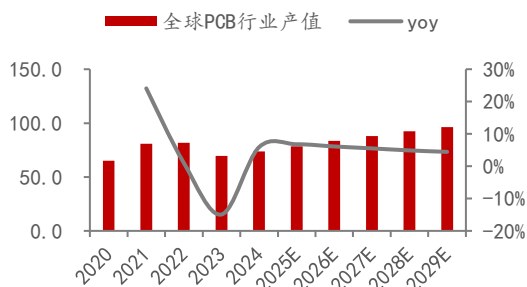
相關生產設備

資料來源：灼識諮詢，大族數控招股招股書，上海證券研究所

## 2.1 AI 驱动下游需求强劲增长，预计 PCB 价值量提升

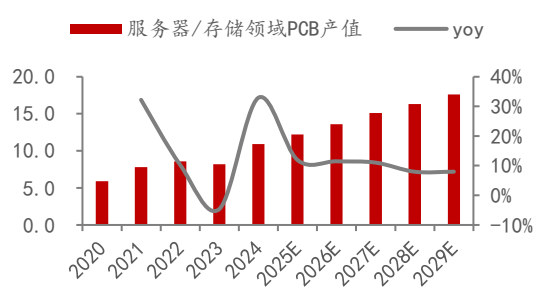
伴随 AI 技术与汽车智能化的持续加速，2024 年全球 PCB 行业市场需求稳步增长，服务器 PCB 需求高增。全球 PCB 行业产值（指 PCB 产品的总市场价值）由 2020 年的 652 亿美元增至 2024 年的 736 亿美元，2020 年至 2024 年的年复合增长率为 3.1%。于 2029 年，全球 PCB 行业产值预期达到 964 亿美元，2024 年至 2029 年的年复合增长率为 5.6%。从应用领域看，随着高性能服务器需求增长，服务器/存储产值在 2020-2024 年 CAGR 为 16.7%，是增长最快的应用领域，并且预计到 2029 年达到 176 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 10%。

图 10：全球 PCB 行业产值（十亿美元、%）



资料来源：灼识咨询，大族数控港股招股书，上海证券研究所

图 11：全球服务器/存储 PCB 产值（十亿美元、%）



资料来源：灼识咨询，大族数控港股招股书，上海证券研究所

**AI 服务器硬件升级推动高端 PCB 需求激增，对 PCB 设备的要求提升。**AI 服务器对 PCB 的需求有着特殊的要求，这些要求源于 AI 芯片的高性能计算特性以及 AI 服务器的特殊架构。**(1) AI 服务器对 PCB 的层数要求显著提高。**以英伟达 GB200 服务器为例，其 PCB 采用 6 阶 24 层 HDI 工艺，单台用量较传统服务器的大幅提升。**(2) PCIe 6.0 协议要求 PCB 支持高速传输速率，**需采用超低损耗材料，进一步提升价值量。中高端 PCB 产品对 PCB 专用曝光设备的精度、分辨率、对位精度等性能指标要求更高，促使企业增加对高性能 PCB 专用曝光设备的投入。

**PCB 产品曝光精度（最小线宽）在不断提升。**根据台湾电路板协会（TPCA）发布的台湾 PCB 产业技术发展蓝图，2021 年中高端 PCB 产品的曝光精度要求较 2019 年将具有明显的提升，其中多层板最小线宽从 40  $\mu\text{m}$  提升至 30  $\mu\text{m}$ ；HDI 板最小线宽从 40  $\mu\text{m}$  提升至 30  $\mu\text{m}$ ；柔性板最小线宽从 20  $\mu\text{m}$  提升至 15  $\mu\text{m}$ ；IC 载板最小线宽从 8  $\mu\text{m}$  提升至 5  $\mu\text{m}$ 。

表 2：PCB 产品曝光精度（最小线宽）要求演进

| 序号 | PCB 产品类型 | 2019 年           | 2021 年           | 2023 年           |
|----|----------|------------------|------------------|------------------|
| 1  | 多层板      | 40 $\mu\text{m}$ | 30 $\mu\text{m}$ | 30 $\mu\text{m}$ |
| 2  | HDI 板    | 40 $\mu\text{m}$ | 30 $\mu\text{m}$ | 30 $\mu\text{m}$ |
| 3  | 柔性板      | 20 $\mu\text{m}$ | 15 $\mu\text{m}$ | 15 $\mu\text{m}$ |
| 4  | IC 载板    | 8 $\mu\text{m}$  | 5 $\mu\text{m}$  | 5 $\mu\text{m}$  |

资料来源：台湾电路板协会（TPCA），上海证券研究所

## 2.2 LDI 设备需求稳步增长，国产替代加速

**LDI 设备需求稳步增长，行业进入高增长通道。**根据智研咨询，2024 年我国激光直接成像（LDI）设备预计产量达到 300 台，需求量达到 500 台，市场规模约 18 亿元。与传统曝光技术相比较，直接成像设备在光刻精度、对位精度、良品率、环保性、生产周期、生产成本、柔性化生产、自动化水平等方面具有优势。随着技术

水平不断提升，设备成本不断降低，直接成像设备在中高端 PCB 产品制造中已经得到了广泛的应用，成为了目前 PCB 制造曝光工艺中的主流发展技术。

图 12：中国激光直接成像（LDI）设备产量、需求量及市场规模



资料来源：智研咨询，上海证券研究所

国内芯碁微装等为代表的 PCB 直接成像设备厂商逐步实现国产替代。直接成像设备领域，由于设备由多个系统组成，设备生产工艺复杂，因此技术门槛高，目前行业主要参与者包括以色列 Orbotech、日本的 ORC、ADTEC、SCREEN 以及国内的芯碁微装、江苏影速、天津芯硕、中山新诺、大族激光等企业。由于我国 PCB 直接成像技术发展起步较晚，以 Orbotech、ORC 为代表的国外企业占据主要市场份额。近年来，我国企业不断加大研发投入，技术水平得到有效提升，以芯碁微装为代表的国内 PCB 直接成像设备厂商在最小线宽、对位精度、产能等核心性能指标方面，已经能够与国外厂商进行市场竞争，并且凭借产品性能及本土服务优势，开始逐步实现进口替代及设备出口。

### 2.3 公司产品高端化升级，持续深化头部客户合作

**公司产品高端化升级。**公司通过“技术创新+ 产能扩张”双轮驱动战略加强 PCB 设备的产品升级。2024 年持续推进 PCB 设备向高阶产品渗透，聚焦 HDI 板、类载板、IC 载板等高端市场，依托最小线宽 3-4 $\mu$ m 的 MAS 系列设备，巩固国内市占率领先地位。公司同步加大高端阻焊市场的 NEX 系列直写光刻设备的扩产。2024 年 5 月，公司发布钻孔系列新品 MCD 75T，可实时位置校准，实时孔型检测，实时能量监控，对位和补偿算法与 LDI 相通，提高了微孔与线路的位置精度。受益于 AI 服务器、智能驾驶等领域的高阶 PCB 需求，全年 PCB 设备销售量超 370 台，中高阶产品占比提升至 60%以上。

**持续深化大客户战略，加速国际化布局。**持续深化大客户战略，不断拓展优质客户资源。2024 年公司持续深化与国际头部厂

商鹏鼎控股、沪电股份、胜宏科技、景旺电子、生益电子、定颖电子、沪电股份、深南电路、红板公司等客户的合作，同时顺利切入京东方供应链体系。同时，公司泰国子公司完成设立，带动东南亚地区营收占比提升至近 20%，覆盖泰国、越南等 PCB 产业转移重点区域，深化与鹏鼎控股、日本 VTEC、CMK 等国际客户的战略合作，推动设备在海外高端市场的验证及批量交付。

### 3 泛半导体：多维突破，快速成长

**直写光刻应用领域不断拓展。**随着 IC 及元器件的高度集成化发展对光刻设备制造精度的要求不断提升，导致掩膜光刻所需的掩模版成本急剧上升，成为下游应用厂商的成本控制痛点。为解决掩模版成本昂贵的问题，上游设备厂商通过不断研发升级直写光刻技术来满足下游应用厂商的需求。因此，近年来直写光刻技术应用领域开始不断向 IC 封装、FPD 制造等领域扩展。公司在泛半导体包括 IC 载板、先进封装、掩模版制版、功率半导体、新型显示等多领域实现突破。

表 3：掩膜光刻与直写光刻精度比较

| 应用领域         | 直写光刻                               |                   | 掩膜光刻          | 光刻精度要求 |
|--------------|------------------------------------|-------------------|---------------|--------|
|              | 激光直写光刻                             | 带电粒子束直写光刻         |               |        |
| IC 前道制造      | 满足低端 IC 制造需求                       | -                 | 满足中高端 IC 制造需求 | 高      |
| IC、FPD 掩模版制版 | FPD 制造所需的掩模版制版及 IC 制造所需的中低端掩模版制版需求 | 满足 IC 制造高端掩模版制版需求 | -             | 中等     |
| IC 后道封装      | 满足先进封装需求                           | -                 | 满足先进封装需求      | 较低     |
| FPD 制造       | 满足低世代线需求                           | -                 | 满足中高世代线需求     | 较低     |

资料来源：公司招股书，上海证券研究所

#### （1）载板领域：国产替代加速，主力设备客户端进展顺利

公司持续引领 IC 载板国产替代进程，凭借 3-4 $\mu\text{m}$  高解析度制程技术，IC Substrate 产品技术指标已达国际一流水平。主力设备 MAS4（4 $\mu\text{m}$  解析度）在客户端进展顺利，为大规模量产奠定基础。同时，公司通过定增项目全力助力产能扩张，海外市场不断取得突破。

#### （2）先进封装：全链条布局，已获得大陆头部客户订单

在后摩尔时代背景下，公司深度聚焦先进封装领域，直写光刻技术在 AI 芯片内互联速度优化中展现关键价值。公司 WLP 晶圆级封装设备在再布线、智能纠偏等核心环节持续优化，通过数字掩模技术与高良品率工艺，全面满足高算力芯片的制程需求。同时，公司在 PLP 板级封装设备领域加速布局，相关产品已应用于

模组、光芯片及功率器件封装，技术适配性获得市场认可。2024 年公司进一步提升封装设备产能效率，针对大面积芯片曝光环节开发的新一代工艺，实现了产能效率与成品率的双重突破。公司封装设备已获大陆头部客户的连续重复订单，产品的稳定性和功能已经得到验证。

### **(3) 掩膜版制版：国产替代与技术升级并行**

在半导体芯片、平板显示等下游领域快速迭代驱动下，公司掩膜版制版业务保持较高景气度。满足 90nm 节点量产需求的制版设备在客户端进展顺利，公司正加速布局 90nm-65nm 节点掩膜版直写光刻设备研发，重点构建从设备研发到工艺验证的全链条技术壁垒，以应对先进制程节点对掩膜版精度的严苛要求，并强化国产光刻设备与掩膜版产业的协同创新，为国产替代提供核心装备支撑。

### **(4) 引线框架：技术革新驱动市场份额提升**

面对终端产品小型化、高集成化趋势，公司主导的蚀刻工艺替代传统冲压工艺进程加速，超薄引线框架产品凭借高精度与灵活性优势，已成功导入立德半导体、龙腾电子等核心客户供应链。

### **(5) 功率半导体：数字光刻引领第三代半导体制造**

公司半导体功率器件设备 MLF 系列直写光刻机采用先进的数字光刻技术，无需掩模版，可直接将版图信息转移到涂有感光材料的衬底上，适用于第三代半导体碳化硅工艺应用，功率半导体（IGBT）、陶瓷基板等应用领域。2024 年公司 MLF 系列设备首次出口至日本，标志着公司在全球化战略上迈出了坚实的一步，进一步巩固了其在直写光刻设备领域的领先地位。

### **(6) 新型显示：Mini/Micro-LED 技术领先，客户拓展成效显著**

针对 Mini/Micro-LED 等新型显示技术对精密光刻的严苛要求，公司以直写光刻技术为核心，为 Mini-LED 的 COB/COG 工艺提供的高产能、高精度解决方案，凭借精细开窗、小侧蚀及高反射率等优势，成为行业标杆，推出的 NEX-W（白油）机型已成功切入维信诺、辰显光电、沃格光电等头部客户供应链。2024 年公司积极切入头部客户京东方供应链，加强大客户战略布局，屏幕传感器 RTR、LCD 制程曝光打码量产设备已成功发货至京东方。

## **4 AI 带动 PCB 技术升级，有望加速 PCB 设备厂 商业绩增长**

## 4.1 AI 算力爆发带动半导体与 PCB 行业复苏，国产替代加速共振

随着 AI 算力爆发、数据中心扩容及汽车智能化浪潮推动市场需求激增，半导体与 PCB 行业复苏，国产替代增量为公司带来新机遇。受益于 PCB 市场中高端化趋势，公司不断提升 PCB 线路和阻焊层曝光领域的技术水平，在最小线宽、产能、对位精度等设备核心性能指标方面具有较高的技术水平，全面推动公司产品体系的高端化升级，产品稳定性、可靠性、性价比及本土服务优势凸显，同时加速东南亚及其他国际市场布局，叠加全球供应链调整机遇，使得产品市场渗透率稳步增长。

## 4.2 高多层板结构带动 PCB 技术升级，有望加速 PCB 设备厂商业绩增长

随着 5G 通信、AI 人工智能和汽车电子等领域的快速发展，市场对高多层板、HDI 板和高频高速 PCB 的需求激增，成为 PCB 厂商主要扩产方向，行业资本开支有望带动 PCB 厂商业绩持续增长。大族数控专注于 PCB 专用设备及 PCB 加工一站式综合解决方案的研发、生产和销售，主要通过向下游 PCB 制造商销售产品及提供服务实现收入及盈利。东威科技专注于电镀设备的研发与设计，不断加强 PCB 电镀领域研发投入，持续优化迭代能满足客户需求的各类 VCP 产品，PCB 方面积极推进 IC 载板、陶瓷基板、玻璃基板电镀设备打开市场。天准科技专注于机器视觉核心技术，并商业化应用于工业领域，为客户提供工业视觉装备产品与解决方案，研发用于 PCB 行业的 PCB 激光钻孔设备，实现对 PCB 行业硬板、软硬结合板的微孔盲孔高速钻孔，通过自动改变光路参数，实现不同孔径自动切换加工。日联科技在线 3D /CT 检测设备实现大批量出货，实现了高端检测领域的国产替代，已覆盖大量国内外头部 PCB、PCBA 厂商。

表 4：AI PCB 设备重点公司财务情况

|           | 芯基微装  |        | 大族数控   |        | 东威科技   |        | 天准科技  |        | 日联科技  |       |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|
|           | 2023  | 2024   | 2023   | 2024   | 2023   | 2024   | 2023  | 2024   | 2023  | 2024  |
| 营收和利润(亿元) |       |        |        |        |        |        |       |        |       |       |
| 营业收入      | 8.3   | 9.5    | 16.3   | 33.4   | 9.1    | 7.5    | 16.5  | 16.1   | 5.9   | 7.4   |
| 增速(%)     | 27.1% | 15.1%  | -41.3% | 104.6% | -10.1% | -17.5% | 3.7%  | -2.4%  | 21.2% | 25.9% |
| 归母净利润     | 1.8   | 1.6    | 1.4    | 3.0    | 1.5    | 0.7    | 2.2   | 1.2    | 1.1   | 1.4   |
| 增速(%)     | 31.3% | -10.4% | -68.8% | 122.2% | -29.0% | -54.3% | 41.5% | -42.1% | 59.3% | 25.4% |
| 盈利能力(%)   |       |        |        |        |        |        |       |        |       |       |
| ROE       | 11.6  | 7.8    | 2.6    | 6.1    | 11.3   | 4.0    | 11.9  | 6.5    | 6.2   | 4.4   |

|                |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 毛利率            | 42.6 | 37.0 | 35.0 | 28.1 | 41.7 | 33.5 | 41.7 | 41.2 | 40.6 | 43.7 |
| 净利率            | 21.6 | 16.8 | 8.3  | 9.0  | 16.7 | 9.2  | 13.1 | 7.7  | 19.4 | 19.4 |
| 运营效率           | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 |
| 总资产周转率         | 0.4  | 0.4  | 0.2  | 0.5  | 0.4  | 0.3  | 0.5  | 0.5  | 0.3  | 0.2  |
| 应收账款周转率        | 1.4  | 1.2  | 1.0  | 1.7  | 1.5  | 1.2  | 3.3  | 2.8  | 3.2  | 2.9  |
| 存货周转率          | 1.5  | 1.3  | 1.1  | 2.5  | 1.2  | 0.9  | 1.0  | 1.0  | 1.7  | 1.6  |
| 现金流情况(亿元)      | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 |
| 销售商品提供劳务收到的现金  | 5.1  | 7.0  | 19.7 | 24.8 | 6.6  | 7.6  | 16.3 | 14.5 | 4.5  | 6.5  |
| 经营活动净现金流入      | 5.4  | 7.4  | 20.8 | 25.7 | 6.9  | 8.1  | 17.0 | 15.2 | 5.2  | 7.2  |
| 购建固定无形长期资产支出现金 | 0.3  | 0.7  | 2.4  | 2.2  | 1.0  | 0.8  | 1.9  | 1.2  | 1.2  | 2.3  |
| 自由现金流          | -1.5 | -0.9 | 2.2  | -2.4 | -1.6 | 0.2  | 0.5  | -0.8 | -8.5 | 5.3  |
| 偿债能力           | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 |
| 资产负债率(%)       | 18.1 | 26.0 | 21.6 | 28.5 | 30.0 | 36.2 | 40.5 | 46.5 | 8.6  | 11.2 |

资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 5 盈利预测与投资建议

**PCB 方面，公司持续深化战略，“高端化+国际化+大客户”引领主业高端化升级。**技术方面，公司 2024 年聚焦 HDI 板、类载板、IC 载板等高端市场，持续推进 PCB 设备向高阶产品渗透，依托最小线宽 3-4 $\mu$ m 的 MAS 系列设备，巩固国内市占率领先地位。订单方面，公司受益于服务器、智能驾驶等领域的高阶 PCB 需求，全年 PCB 设备销售量超 370 台，中高阶产品占比提升至 60% 以上。我们预计 2025-2027 年公司 PCB 业务收入分别为 11.68 亿元、15.35 亿元、17.28 亿元。

**泛半导体业务方面，公司多领域协同突破，国产替代加速共振。**公司持续优化载板领域、先进封装、掩模版制版、引线框架、功率半导体、新型显示等技术，拥有牢固的研发护城河体系，持续强化技术壁垒。公司持续引领 IC 载板国产替代进程，凭借 3-4 $\mu$ m 高解析度制程技术，ICSubstrate 产品技术指标已达国际一流水平。主力设备 MAS4（4 $\mu$ m 解析度）在客户端进展顺利，为大规模量产奠定基础。同时，公司通过定增项目全力助力产能扩张，海外市场不断取得突破。我们预计 2025-2027 年公司泛半导体业务收入分别为 2.28 亿元、3.94 亿元、5.95 亿元。

公司专注于微纳直接成像设备及直写光刻设备领域，围绕自身技术优势，结合行业发展趋势，持续进行产品研发创新，已成为国产高端装备供应商，带动业绩增长。结合以上分业务盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 3.14 亿元（yoy+95.6%）、5.03 亿元（yoy+60.0%）、6.37 亿元（yoy+26.7%），对应 EPS 分别为 2.39 元、3.82 元、4.84 元，当前股价对应 PE 估值 65 倍、41 倍、32 倍。我们选取同属于 AI PCB 设备领域的 4 家上市公司（大族数控、东威科技、天准科技、日联科技）作为可比公司进行估值分析。可比公司 2025-2027 年 iFinD 一致预期 PE 平均值为 68 倍、46 倍、38 倍，我们预计芯基微装 2025 年-2027 年低于可比公司估值平均数，首次覆盖给予“买入”评级。

**附表 1 公司分业务增速与毛利预测（单位：亿元人民币）**

| <b>PCB</b>    | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入          | 7.82         | 11.68        | 15.35        | 17.28        |
| YOY           | 32.55%       | 49.34%       | 31.46%       | 12.53%       |
| 营业成本          | 5.24         | 7.80         | 10.20        | 11.43        |
| 毛利率           | 32.94%       | 33.24%       | 33.54%       | 33.84%       |
| 毛利            | 2.57         | 3.88         | 5.15         | 5.85         |
| <b>泛半导体业务</b> | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 营业收入          | 1.10         | 2.28         | 3.94         | 5.95         |
| YOY           | -41.65%      | 107.21%      | 72.68%       | 51.09%       |
| 营业成本          | 0.47         | 0.98         | 1.68         | 2.53         |
| 毛利率           | 56.87%       | 57.07%       | 57.27%       | 57.47%       |
| 毛利            | 0.62         | 1.30         | 2.25         | 3.42         |
| <b>其他业务</b>   | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 营业收入          | 0.06         | 0.07         | 0.09         | 0.10         |
| YOY           | 19.28%       | 20.00%       | 20.00%       | 20.00%       |
| 营业成本          | 0.02         | 0.02         | 0.02         | 0.03         |
| 毛利率           | 71.78%       | 71.78%       | 71.78%       | 71.78%       |
| 毛利            | 0.04         | 0.05         | 0.06         | 0.07         |
| <b>租赁与其他</b>  | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 营业收入          | 0.56         | 0.70         | 0.88         | 1.09         |
| YOY           | 23.04%       | 25.00%       | 25.00%       | 25.00%       |
| 营业成本          | 0.28         | 0.35         | 0.43         | 0.54         |
| 毛利率           | 50.48%       | 50.48%       | 50.48%       | 50.48%       |
| 毛利            | 0.28         | 0.35         | 0.44         | 0.55         |
| <b>总计</b>     | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 营业收入          | 9.54         | 14.73        | 20.25        | 24.42        |
| YOY           | 15.09%       | 54.40%       | 37.48%       | 20.60%       |
| 营业成本          | 6.01         | 9.14         | 12.34        | 14.53        |
| 毛利率           | 36.98%       | 37.94%       | 39.05%       | 40.50%       |
| 毛利            | 3.53         | 5.59         | 7.91         | 9.89         |

资料来源：Wind，上海证券研究所

**表 5：可比公司估值分析（截至 2025 年 9 月 18 日）**

| 证券简称 | 收盘价（元） | 总市值（亿元） | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |        |         | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 大族数控 | 111.40 | 474.02  | 1.42  | 2.28  | 3.20  | 78.48 | 48.90 | 34.81 |
| 东威科技 | 40.80  | 121.75  | 0.56  | 0.87  | 0.99  | 72.76 | 46.65 | 41.29 |
| 天准科技 | 60.07  | 116.62  | 0.91  | 1.15  | 1.26  | 66.44 | 52.40 | 47.75 |
| 日联科技 | 59.78  | 98.99   | 1.20  | 1.74  | 2.39  | 53.20 | 36.39 | 26.44 |
| 平均值  | 68.01  | 202.84  | 1.02  | 1.51  | 1.96  | 67.72 | 46.09 | 37.57 |
| 芯基微装 | 156.00 | 205.52  | 2.39  | 3.82  | 4.84  | 65.40 | 40.88 | 32.26 |

资料来源：Wind，iFinD，上海证券研究所

注：可比公司 EPS 采用 iFinD 一致预期，芯基微装为上海证券研究所预测

## 6 风险提示

### (1)、技术更新风险

公司属于技术密集型行业，升级换代速度快，较强的技术研发实力是行业内公司保持持续竞争力的关键要素之一。若公司未来不能准确把握相关产品技术和市场发展趋势，技术升级迭代进度和成果未达预期，或者新技术无法实现产业化，将影响公司产品的竞争力并错失市场发展机会，对公司的持续竞争能力和未来业务发展产生不利影响。

### (2)、关键技术人才流失风险

作为技术密集型行业，技术人才是行业竞争力的关键因素。若公司的关键技术人才大量流失，或者公司无法激励现有技术人才，亦或无法吸引优秀技术人才，公司可能发生技术团队配置不足的情形，从而无法继续研发和销售新产品，无法为客户提供优质的服务，可能对公司技术研发能力和经营业绩造成不利影响。

### (3)、市场竞争加剧风险

目前国内 PCB 直接成像设备及泛半导体直写光刻设备市场主要由欧美、日本等国家和地区的国际知名企业所占据，公司产品在其面向的市场均与国际巨头直接竞争。我国 PCB 及泛半导体设备厂商的逐步崛起，将会引起国际竞争对手的重视，从而加剧市场竞争。此外，PCB 及泛半导体设备市场需求的快速增长以及国内巨大的进口替代市场空间，还将吸引更多的潜在进入者。因此，公司面临着国际巨头企业和中国新进入者的双重竞争，如果公司无法有效应对与该等竞争对手之间的竞争，公司的业务收入、经营成果和财务状况均可能受到不利影响。

### (4)、汇率波动风险

公司签署的海外订单多以外币为结算货币，随着公司海外业务的拓展，人民币汇率的波动对公司经营成果存在一定影响。

### (5)、行业周期波动风险

公司所处行业受下游 PCB 及泛半导体终端消费市场需求波动的影响，其发展往往呈现一定的周期性，若上述终端行业的产品高端化升级趋势放缓或遭遇周期性全球宏观经济环境恶化，将直接影响上述终端行业产品的市场需求，从而对上游 PCB、泛半导体光刻设备的市场需求造成不利影响，存在一定的周期性波动风险。

### (6)、宏观环境风险

近年来，国际政治经济环境变化，国际贸易摩擦不断升级，在 PCB、泛半导体等高科技产业中影响较大，带来相关产业国产替代机遇的同时也存在一定的风险。同时，若国际贸易政策、关税、国际通胀水平或其他贸易壁垒加剧恶化，可能对公司全球市场的布局以及部分原材料的采购会产生一定影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

| 指标               | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金             | 671         | 418         | 398         | 564         |
| 应收票据及应收账款        | 907         | 1294        | 1503        | 1815        |
| 存货               | 578         | 879         | 1186        | 1396        |
| 其他流动资产           | 269         | 253         | 309         | 302         |
| 流动资产合计           | 2424        | 2843        | 3396        | 4077        |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资性房地产           | 38          | 38          | 38          | 38          |
| 固定资产             | 155         | 157         | 161         | 165         |
| 在建工程             | 88          | 104         | 128         | 157         |
| 无形资产             | 13          | 15          | 16          | 17          |
| 其他非流动资产          | 71          | 83          | 94          | 108         |
| 非流动资产合计          | 365         | 398         | 437         | 485         |
| <b>资产总计</b>      | <b>2789</b> | <b>3241</b> | <b>3834</b> | <b>4562</b> |
| 短期借款             | 3           | 8           | 13          | 18          |
| 应付票据及应付账款        | 522         | 667         | 872         | 1116        |
| 合同负债             | 41          | 56          | 68          | 93          |
| 其他流动负债           | 81          | 147         | 167         | 176         |
| 流动负债合计           | 648         | 878         | 1120        | 1404        |
| 长期借款             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应付债券             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他非流动负债          | 79          | 77          | 78          | 78          |
| 非流动负债合计          | 79          | 77          | 78          | 78          |
| <b>负债合计</b>      | <b>726</b>  | <b>956</b>  | <b>1198</b> | <b>1482</b> |
| 股本               | 132         | 132         | 132         | 132         |
| 资本公积             | 1397        | 1397        | 1397        | 1397        |
| 留存收益             | 562         | 784         | 1135        | 1580        |
| 归属母公司股东权益        | 2063        | 2285        | 2636        | 3081        |
| 少数股东权益           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2063</b> | <b>2285</b> | <b>2636</b> | <b>3081</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>2789</b> | <b>3241</b> | <b>3834</b> | <b>4562</b> |

现金流量表 (单位: 百万元)

| 指标              | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流量</b> | <b>-72</b>  | <b>-183</b> | <b>192</b>  | <b>362</b>  |
| 净利润             | 161         | 314         | 503         | 637         |
| 折旧摊销            | 17          | 21          | 22          | 24          |
| 营运资金变动          | -261        | -503        | -317        | -281        |
| 其他              | 12          | -15         | -15         | -18         |
| <b>投资活动现金流量</b> | <b>267</b>  | <b>18</b>   | <b>-65</b>  | <b>-8</b>   |
| 资本支出            | -65         | -38         | -49         | -56         |
| 投资变动            | 318         | 34          | -30         | 31          |
| 其他              | 14          | 22          | 14          | 16          |
| <b>筹资活动现金流量</b> | <b>-141</b> | <b>-91</b>  | <b>-147</b> | <b>-188</b> |
| 债权融资            | -13         | 5           | 5           | 5           |
| 股权融资            | 8           | 0           | 0           | 0           |
| 其他              | -136        | -96         | -152        | -193        |
| <b>现金净流量</b>    | <b>55</b>   | <b>-253</b> | <b>-20</b>  | <b>165</b>  |

利润表 (单位: 百万元)

| 指标                | 2024A      | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|-------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>954</b> | <b>1473</b> | <b>2025</b> | <b>2442</b> |
| 营业成本              | 601        | 914         | 1234        | 1453        |
| 营业税金及附加           | 5          | 10          | 10          | 12          |
| 销售费用              | 49         | 80          | 98          | 118         |
| 管理费用              | 49         | 66          | 80          | 96          |
| 研发费用              | 98         | 155         | 182         | 220         |
| 财务费用              | -18        | -13         | -7          | -6          |
| 资产减值损失            | -13        | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益              | 4          | 10          | 14          | 17          |
| 公允价值变动损益          | 1          | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>       | <b>170</b> | <b>332</b>  | <b>533</b>  | <b>676</b>  |
| 营业外收支净额           | 1          | 2           | 1           | 2           |
| <b>利润总额</b>       | <b>171</b> | <b>334</b>  | <b>535</b>  | <b>678</b>  |
| 所得税               | 10         | 20          | 32          | 41          |
| 净利润               | 161        | 314         | 503         | 637         |
| 少数股东损益            | 0          | 0           | 0           | 0           |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>161</b> | <b>314</b>  | <b>503</b>  | <b>637</b>  |

主要指标

| 指标              | 2024A  | 2025E  | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>盈利能力指标</b>   |        |        |       |       |
| 毛利率             | 37.0%  | 37.9%  | 39.0% | 40.5% |
| 净利率             | 16.8%  | 21.3%  | 24.8% | 26.1% |
| 净资产收益率          | 7.8%   | 13.8%  | 19.1% | 20.7% |
| 资产回报率           | 6.1%   | 10.4%  | 14.2% | 15.2% |
| 投资回报率           | 6.7%   | 13.1%  | 18.7% | 20.4% |
| <b>成长能力指标</b>   |        |        |       |       |
| 营业收入增长率         | 15.1%  | 54.4%  | 37.5% | 20.6% |
| EBIT 增长率        | -16.0% | 118.1% | 64.4% | 27.3% |
| 归母净利润增长率        | -10.4% | 95.6%  | 60.0% | 26.7% |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |       |       |
| 每股收益            | 1.22   | 2.39   | 3.82  | 4.84  |
| 每股净资产           | 15.66  | 17.35  | 20.01 | 23.38 |
| 每股经营现金流         | -0.54  | -1.39  | 1.46  | 2.75  |
| 每股股利            | 0.37   | 0.72   | 1.15  | 1.46  |
| <b>营运能力指标</b>   |        |        |       |       |
| 总资产周转率          | 0.36   | 0.49   | 0.57  | 0.58  |
| 应收账款周转率         | 1.22   | 1.41   | 1.54  | 1.57  |
| 存货周转率           | 1.36   | 1.26   | 1.20  | 1.13  |
| <b>偿债能力指标</b>   |        |        |       |       |
| 资产负债率           | 26.0%  | 29.5%  | 31.2% | 32.5% |
| 流动比率            | 3.74   | 3.24   | 3.03  | 2.90  |
| 速动比率            | 2.62   | 2.04   | 1.80  | 1.74  |
| <b>估值指标</b>     |        |        |       |       |
| P/E             | 127.89 | 65.40  | 40.88 | 32.26 |
| P/B             | 9.96   | 8.99   | 7.80  | 6.67  |
| EV/EBITDA       | 42.28  | 58.98  | 36.72 | 28.77 |

资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

|                                                                        |                                                                               |  |
|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|--|
| <b>股票投资评级：</b>                                                         | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。             |  |
| 买入                                                                     | 股价表现将强于基准指数 20%以上                                                             |  |
| 增持                                                                     | 股价表现将强于基准指数 5-20%                                                             |  |
| 中性                                                                     | 股价表现将介于基准指数±5%之间                                                              |  |
| 减持                                                                     | 股价表现将弱于基准指数 5%以上                                                              |  |
| 无评级                                                                    | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级                    |  |
| <b>行业投资评级：</b>                                                         | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 |  |
| 增持                                                                     | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数                                                          |  |
| 中性                                                                     | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平                                                         |  |
| 减持                                                                     | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数                                                          |  |
| 相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 |                                                                               |  |

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。