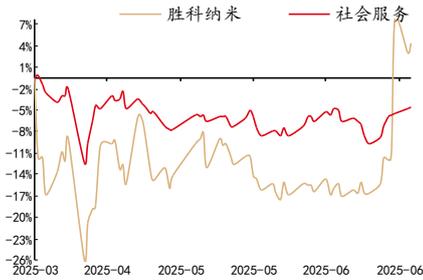




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	28.64
总股本/流通股本(亿股)	4.03 / 0.33
总市值/流通市值(亿元)	116 / 9
52周内最高/最低价	29.71 / 20.44
资产负债率(%)	59.4%
市盈率	130.18
第一大股东	李晓旻

研究所

分析师: 吴文吉  
SAC 登记编号: S1340523050004  
Email: wuwenji@cnpsec.com  
分析师: 翟一梦  
SAC 登记编号: S1340525040003  
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

胜科纳米(688757)

析微助研，智启芯程

● 投资要点

**芯片全科医院，失效分析与材料分析优势显著。**作为行业内知名的半导体第三方检测分析实验室，公司为半导体全产业链客户提供样品失效分析、材料分析、可靠性分析等分析实验，主要服务于客户的研发环节，被形象地喻为“芯片全科医院”。公司2024年实现营收4.15亿元，其中失效分析/材料分析/可靠性分析的营收分别为2.80/1.24/0.11亿元；2024年公司实现毛利率46.86%，失效分析/材料分析/可靠性分析的毛利率分别为49.33%/42.24%/35.41%；2024年公司的净利率为19.55%，2020-2024年营收年复合增长率约为36%。根据QY Research数据，2023年我国半导体第三方检测分析领域失效分析市场规模约27.40亿元，材料分析市场规模约14.07亿元，可靠性分析市场规模约28.12亿元。可靠性分析市场容量相对较大，失效分析、材料分析的难度和附加值较高。公司主要聚焦失效分析以及材料分析领域，竞争优势显著。

**分析能力可覆盖的先进制程节点处于行业前列。**在工艺节点不断微缩、产品性能要求持续提升以及半导体设备国产化发展以及重点行业设备更新改造的大背景下，公司提供的分析实验更多地聚焦先进工艺，其中对先进制程的覆盖能力可以达到3nm，与同行业可比公司相比处于相对靠前的位置。2021年/2022年/2023年/2024H1，公司来自于先进制程(28nm及以下制程)、高端特色工艺(高性能模拟芯片、高集成度射频芯片、大容量内存芯片、高密度光电器件、功率半导体器件等)、先进封装(混合键合、晶圆级封装、2.5D封装、3D封装、系统级封装等)、先进材料(第三代半导体材料、大硅片、光刻胶)等先进工艺领域的收入为0.97亿元/2.03亿元/3.02亿元/1.43亿元，占当期主营业务收入的比例分别为58.04%/70.71%/76.83%/77.29%。总体来看，公司来自于先进工艺的收入规模较高且占比逐年提升。

**拓展分析实验能力全国多点布局，国内外业务协同发展。**根据中国半导体协会数据，预计到2024年，我国半导体第三方实验室检测分析市场规模将超过100亿元，2027年行业市场空间有望达到180-200亿元，年复合增长率将超过10%。公司在苏州、新加坡实验室的基础上，新建南京、福建、深圳、青岛实验室。2021年南京子公司、福建子公司已正式投入运营，2024年深圳子公司、青岛子公司已正式投入运营，实现国内多点布局，服务能力辐射长三角、珠三角及全国市场。子公司的投产进一步提高了公司的产能水平，为公司未来的业绩提供了增量。另一方面，公司海外分支机构设立于东南亚半导体产业重地新加坡，可接触到行业更多前沿设计工艺、制造工艺，并与在新加坡设厂的全球芯片巨头、全球领先半导体设备供应商保持良好的合作关系。未来公司将推进国内外业务的协同发展，保障公司检测分

析技术的持续领先。

**半导体检测需求爆发叠加技术壁垒，长期成长逻辑稳固。**近年来，半导体行业在设计方法、制造工艺、材料等多方面实现技术创新，检测分析需求增速预计超行业整体水平。在 IC 设计理念的升级迭代的背景下，业内各类新兴制造工艺层出不穷，相关测试分析的需求也随之增加。如各晶圆代工厂为延伸摩尔定律，力推堆叠封装，相关设计理念、制备工艺均发生革命性变革，如 2.5D 封装、3D 封装等，透过逻辑晶片、记忆体晶片相互堆叠，满足高速传输功效，上述新封装工艺在试制或初步投产时将带来庞大的测试分析需求。公司将紧跟半导体产业前沿技术发展，攻克新技术带来的检测分析难点，保持检测分析能力与前沿技术的同步发展，同时公司具备全套高端分析仪器设备以及各类型检测理论与操作技术的能力进一步强化竞争力。

### ● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 5.43/7.06/9.19 亿元，实现归母净利润分别为 1.1/1.6/2.4 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 105 倍、72 倍、49 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

市场竞争加剧的风险，客户需求波动的风险，经营业绩及毛利率下滑的风险，有息负债和财务费用增加的风险，客户未来主要通过自建实验室进行检测分析的风险，半导体第三方检测分析行业发展不及预期的风险，分析仪器依赖进口的风险，实控人负债金额较大的风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	415	543	706	919
增长率(%)	5.40	30.65	30.12	30.23
EBITDA(百万元)	102.53	318.53	372.69	459.40
归属母公司净利润(百万元)	81.18	109.65	161.21	235.49
增长率(%)	-17.61	35.07	47.03	46.08
EPS(元/股)	0.20	0.27	0.40	0.58
市盈率(P/E)	142.28	105.34	71.65	49.05
市净率(P/B)	19.06	12.40	11.87	11.17
EV/EBITDA	5.65	36.85	31.07	24.78

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	415	543	706	919	营业收入	5.4%	30.7%	30.1%	30.2%
营业成本	221	284	368	476	营业利润	-19.3%	35.8%	47.0%	46.0%
税金及附加	0	2	2	3	归属于母公司净利润	-17.6%	35.1%	47.0%	46.1%
销售费用	13	17	22	28	<b>获利能力</b>				
管理费用	49	68	85	97	毛利率	46.9%	47.6%	47.8%	48.2%
研发费用	46	57	67	83	净利率	19.5%	20.2%	22.8%	25.6%
财务费用	14	17	9	6	ROE	13.4%	11.8%	16.6%	22.8%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	7.1%	7.4%	9.7%	13.4%
<b>营业利润</b>	<b>90</b>	<b>122</b>	<b>179</b>	<b>262</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	59.4%	51.0%	51.8%	51.7%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	0.84	2.46	2.51	2.74
<b>利润总额</b>	<b>90</b>	<b>122</b>	<b>179</b>	<b>262</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	9	12	18	26	应收账款周转率	4.62	4.90	5.00	4.97
<b>净利润</b>	<b>81</b>	<b>110</b>	<b>161</b>	<b>235</b>	存货周转率	10.14	10.54	10.55	10.60
<b>归母净利润</b>	<b>81</b>	<b>110</b>	<b>161</b>	<b>235</b>	总资产周转率	0.31	0.32	0.36	0.44
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.20</b>	<b>0.27</b>	<b>0.40</b>	<b>0.58</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.20	0.27	0.40	0.58
货币资金	113	575	735	931	每股净资产	1.50	2.31	2.41	2.57
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	105	122	167	211	PE	142.28	105.34	71.65	49.05
预付款项	1	2	2	3	PB	19.06	12.40	11.87	11.17
存货	23	31	39	51	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>270</b>	<b>770</b>	<b>985</b>	<b>1239</b>	净利润	81	110	161	235
固定资产	582	916	847	734	折旧和摊销	109	180	185	192
在建工程	524	107	82	64	营运资本变动	22	-27	22	2
无形资产	8	7	7	6	其他	9	13	15	14
<b>非流动资产合计</b>	<b>1222</b>	<b>1129</b>	<b>1035</b>	<b>903</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>221</b>	<b>275</b>	<b>383</b>	<b>444</b>
<b>资产总计</b>	<b>1492</b>	<b>1899</b>	<b>2020</b>	<b>2142</b>	资本开支	-393	-90	-90	-61
短期借款	50	40	40	40	其他	31	11	6	7
应付票据及应付账款	153	150	225	271	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-361</b>	<b>-79</b>	<b>-84</b>	<b>-53</b>
其他流动负债	117	123	127	142	股权融资	0	297	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>320</b>	<b>313</b>	<b>392</b>	<b>453</b>	债务融资	130	71	0	0
其他	566	655	655	655	其他	-47	-101	-140	-195
<b>非流动负债合计</b>	<b>566</b>	<b>655</b>	<b>655</b>	<b>655</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>83</b>	<b>267</b>	<b>-140</b>	<b>-195</b>
<b>负债合计</b>	<b>886</b>	<b>968</b>	<b>1047</b>	<b>1108</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-57</b>	<b>463</b>	<b>160</b>	<b>196</b>
股本	363	403	403	403					
资本公积金	39	295	295	295					
未分配利润	167	179	197	223					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	36	53	77	113					
<b>所有者权益合计</b>	<b>606</b>	<b>931</b>	<b>973</b>	<b>1035</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1492</b>	<b>1899</b>	<b>2020</b>	<b>2142</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048