

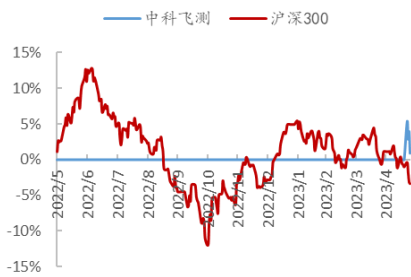
# 半导体量测检测龙头，核心环节国产替代可期

## 投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-05-26

收盘价（元） **68.97**  
近 12 个月最高/最低（元） **72/68.35**  
总股本（百万股） **320**  
流通股本（百万股） **60**  
流通股比例（%） **18.73**  
总市值（亿元） **221**  
流通市值（亿元） **41**

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

邮箱：huy@hazq.com

### 相关报告

## 主要观点：

### ● 量测检测设备产品广覆盖，半导体制造质量控制领域先行者。

中科飞测是国内领先的高端半导体质量控制设备公司，成立以来专注于检测和量测两大类集成电路专用设备的研发，公司产品线已涵盖了无图形晶圆缺陷检测、图形晶圆缺陷检测、三维形貌量测、薄膜膜厚量测和套刻精度量测设备等产品，可覆盖 27.2% 的量测检测设备市场，同时公司正在研发的纳米图形晶圆缺陷检测和晶圆金属薄膜量测设备等。目前公司已有+在研的量测检测设备共计可覆盖 50% 以上的市场，对应了 100 亿元以上的国内需求，相关研发将进一步提高公司产品线覆盖的广度。

### ● 量测检测设备市场广阔，国产化进程方兴未艾。

量测检测设备的市场空间仅次于光刻机，刻蚀机和薄膜沉积设备，同时也是除光刻机外国产化率最低的一环核心设备。2022 年全球超过 1000 亿美元的前道设备市场中，量测检测设备占据了 13%-14% 的份额。2022 年国产化率在 5% 以内，可替代空间巨大，公司是中国量测检测设备市场中占有份额最大的国内厂商，产品广泛出货于主流逻辑和存储 fab 厂（中芯国际、长江存储等）、先进封装（长电科技、通富微电等），功率 fab（中芯绍兴、士兰集科等）。

### ● 量测检测产品矩阵不断完善，研发投入支撑主流产线国产替代。

公司已有多台设备在 28nm 产线通过验收，另有对应 1Xnm 产线的 SPRUCE-900 型号设备正在研发中，对应 2Xnm 以下产线的 DRAGONBLOOD600 型号设备正在产线进行验证，并已取得两家客户的订单。在前道量测检测领域，公司业务规模高于其他国内厂商，技术研发均向 2Xnm 以下节点推进，处于国内领先地位。公司部分产品目前仍在在客户验证阶段，随着研发和产品开发的不断完善，我们预计公司将继续在大陆 fab 厂中的份额进一步提升，随国产化趋势逐步放量。

### ● 投资建议

我们预计公司 2023 年-2025 年收入分别为 7.74 亿元，11.51 亿元以及 16.18 亿元，分别对应 PS 为 29 倍，19 倍以及 14 倍，2023 年-2025 年归母净利润分别为 0.54 亿/1.00 亿/2.08 亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

下游扩产不及预期，国际供应链风险等。

### ● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5.09	7.74	11.51	16.18
收入同比 (%)	0.41	0.52	0.49	0.41
归属母公司净利润	0.12	0.54	1.00	2.08

净利润同比 (%)	-0.78	3.63	0.83	1.09
毛利率 (%)	0.49	0.49	0.51	0.52
ROE (%)	0.02	0.02	0.04	0.08
每股收益 (元)	0.05	0.17	0.31	0.65
P/E	0.00	405.53	221.57	106.11
P/B	0.00	9.51	9.11	8.39
EV/EBITDA	-0.47	-15.32	-6.32	-4.81

资料来源: wind 一致预期, 华安证券研究所

## 正文目录

1 半导体检测量测设备龙头，业务规模持续提升.....	5
1.1 量测检测技术水平国内领先，核心产品出货规模量价齐升.....	5
1.2 股东背景雄厚，核心技术团队稳定.....	5
1.3 检测设备量价齐升，研发投入持续高增.....	6
2 量测检测设备市场广阔，国产化进程方兴未艾.....	8
2.1 全球前道设备市场连续增长，中国大陆市场增幅显著.....	8
2.2 全球竞争格局“一超多强”，成熟制程需求及重要性提升.....	9
3 量测检测产品矩阵不断完善，研发支撑产线国产替代.....	10
4 估值分析.....	12
风险提示：.....	14
财务报表与盈利预测.....	15

## 图表目录

图表 1 公司产品发展历程.....	5
图表 2 公司股权结构图.....	6
图表 3 公司核心技术人员.....	6
图表 4 公司营收及增速.....	7
图表 5 公司归母净利润及增速.....	7
图表 6 公司主要业务营收占比 (%).....	7
图表 7 公司主要业务毛利率 (%).....	7
图表 8 公司毛利率及净利率.....	8
图表 9 公司费用率水平.....	8
图表 10 全球半导体设备市场规模.....	8
图表 11 2020 年全球半导体检测和量测设备市场格局情况.....	9
图表 12 量测检测设备各地域市场情况.....	9
图表 13 量测检测设备品类细分市场.....	10
图表 14 公司检测设备产品矩阵.....	11
图表 15 公司量测设备产品矩阵.....	11
图表 16 公司业务拆分情况.....	13
图表 17 公司估值对比.....	13

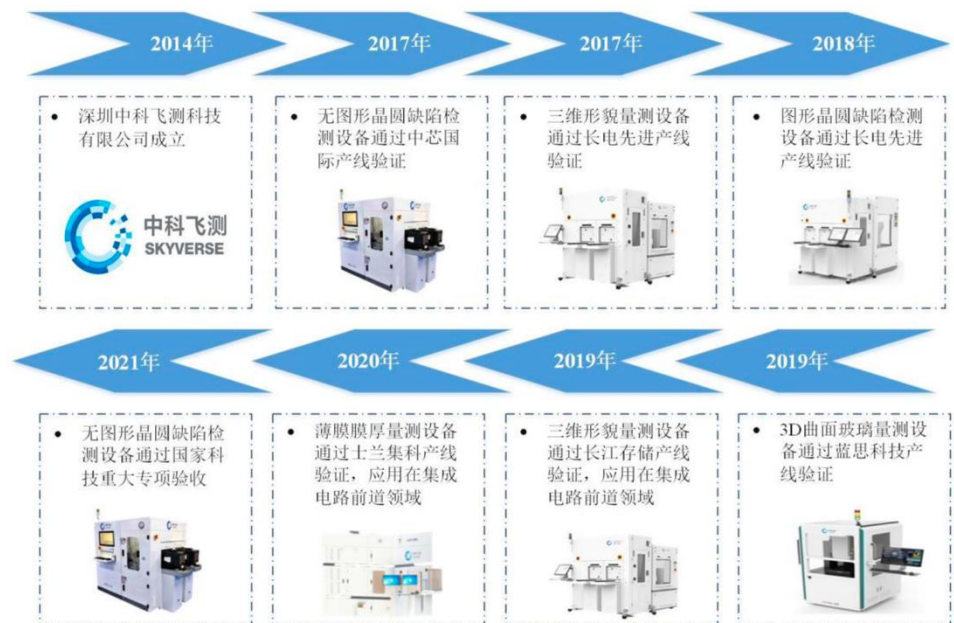
# 1 半导体检测量测设备龙头，业务规模持续提升

## 1.1 量测检测技术水平国内领先，核心产品出货规模量价齐升

中科飞测是一家国内领先的高端半导体质量控制设备公司，自成立以来始终专注于检测和量测两大类集成电路专用设备的研发、生产和销售，产品主要包括无图形晶圆缺陷检测设备系列、图形晶圆缺陷检测设备系列、三维形貌量测设备系列、薄膜膜厚度量测设备系列等产品，已应用于国内 28nm 及以上制程的集成电路制造产线。

在集成电路领域，公司自主研发、生产的检测和量测设备已在国内主要集成电路制造厂商获得验证并取得批量订单，在国内市场上打破了国外厂商的垄断。公司的质量控制设备主要包括检测设备和量测设备两大类，在技术领域方面，公司产品更是有着不输同行业竞品的性能。

图表 1 公司产品发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1.2 股东背景雄厚，核心技术团队稳定

**背靠中科院，股东赋能。**截至 2023 年 5 月 24 日，公司实际控制人 CHENLU (陈鲁) 通过苏州翌流明间接持有公司 8.15% 的股份；哈承姝直接持有公司 5.2% 股份，通过翌流明间接持有公司 3.66% 的股份。实控人夫妇合计持股为 17.01%。此外，公司大股东还包括深创投、中科院微电子所等国有资本；及国投基金、芯动能等知名一级战略投资机构。

图表 2 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

苏州翌流明为小纳光（持股 7.86%）执行事务合伙人，同时，哈承姝直接持有公司 6.93% 股份。两位实际控制人合计持有公司 30.54% 的股份。

图表 3 公司核心技术人员

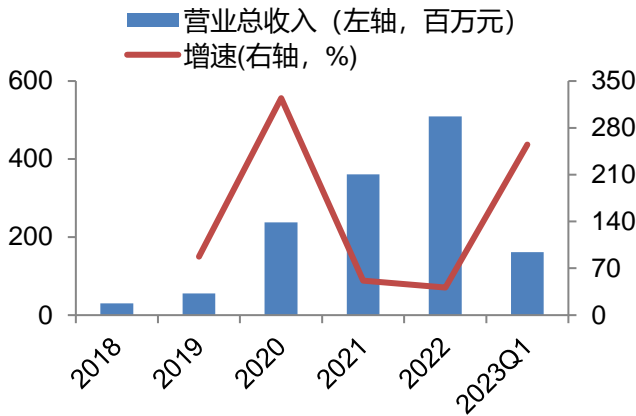
姓名	任职情况	个人背景
陈鲁	董事长	毕业于中国科学技术大学少年班，物理学专业学士学位；美国布朗大学物理学专业，博士研究生学位。2003 年 11 月至 2005 年 10 月，任 Rudolph Technologies（现创新科技）系统科学家；2005 年 11 月至 2010 年 2 月，任科磊半导体资深科学家；2010 年 3 月至 2016 年 8 月，任中科院微电子所研究员、博士生导师；2014 年 12 月至 2017 年 5 月，任公司董事兼总经理；2017 年 5 月至 2022 年 10 月，任公司董事长兼总经理；2022 年 10 月至今，任公司董事长
黄有为	首席科学家	毕业于北京理工大学光学工程专业，博士研究生学历。2010 年 9 月至 2012 年 7 月，任清华大学博士后；2012 年 9 月至 2016 年 2 月，任中科院微电子所助理研究员；2016 年 2 月至 2016 年 6 月，任北京中航智科技有限公司研发工程师；2016 年 6 月至今，任公司首席科学家
杨乐	首席科学家	毕业于中国科学院长春光学精密机械与物理研究所光学工程专业，博士研究生学历。2012 年 7 月毕业于中国科学院长春光学精密机械与物理研究所光学工程专业，博士研究生学历。2012 年 7 月至 2020 年 2 月，历任中科院微电子所助理研究员、高级工程师；2015 年 3 月至今，任公司首席科学家。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

### 1.3 检测设备量价齐升，研发投入持续高增

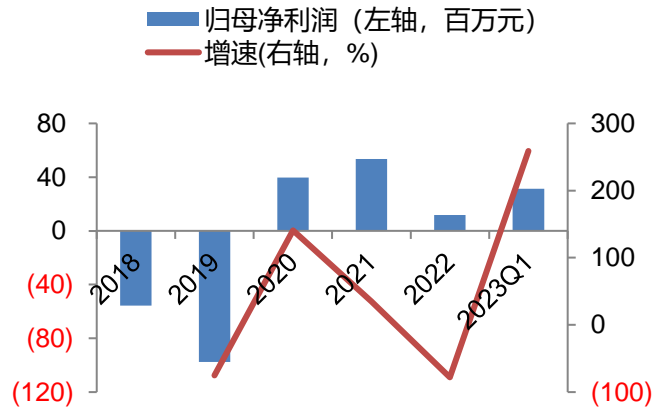
营收快速增长，盈利能力有望提升。从营收看，公司 2020-2022 年营收分别为 237.59/360.55/509.24 万元，3 年 CAGR 高达 46.4%，主要系检测设备单价高于量测设备且销量逐年递增，市场认可度提升产品线迎来放量。从盈利能力看，公司于 2020 年实现扭亏为盈，但研发持续高投入带来一定利润水平波动。未来，随着规模相应凸显，公司盈利能力有望持续增强。

图表 4 公司营收及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

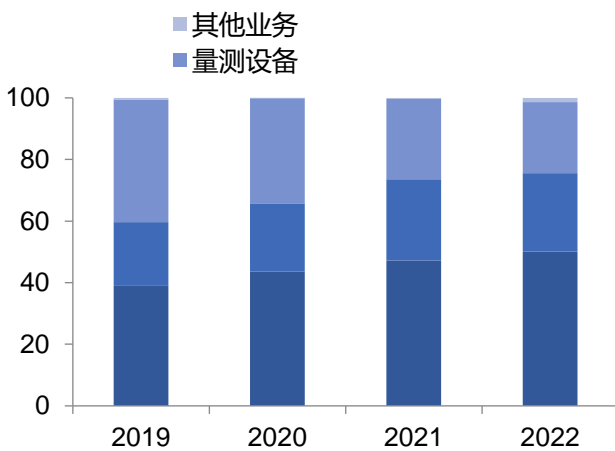
图表 5 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

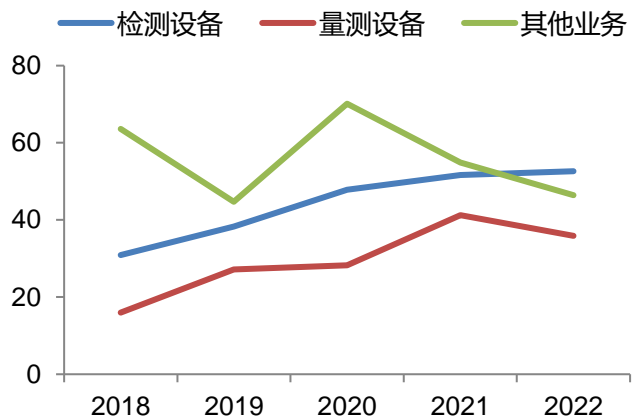
检测设备营收占比持续提升, 创收能力显著。2019-2022 年, 公司检测设备营收占比由 59.7% 增至 75.5%。从价格来看, 2022 年, 公司检测设备销售毛利率 (52.63%) 显著高于量测设备毛利率 (35.84%)。公司于 2017 年成功研发的无图形晶圆缺陷检测设备销售单价较高。从销量来看, 无图形晶圆缺陷检测设备由于检测精密度高及功能优化, 出货量快速增长; 图形晶圆缺陷检测设备受益于客户认可度提升及升级型号推出迎来放量。

图表 6 公司主要业务营收占比 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

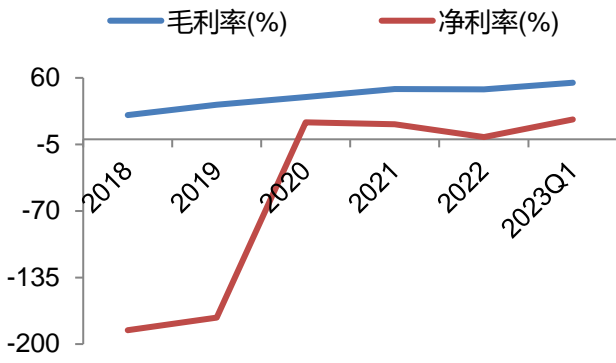
图表 7 公司主要业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

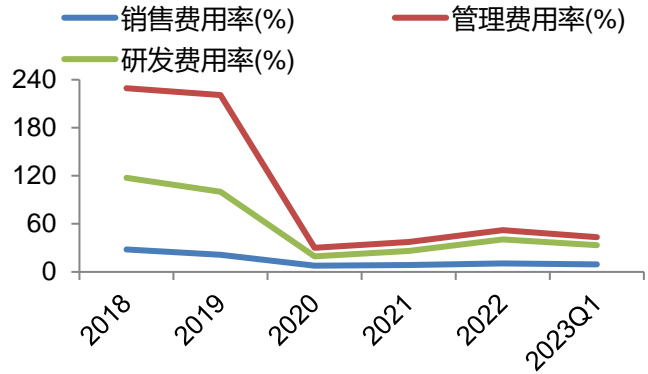
利润率稳步提升, 23Q1 研发费用率高位回落。2020 年, 公司实现扭亏为盈; 高单价检测设备贡献收入带动毛利率整体逐年增长。2018-2012Q1, 公司毛利率由 23.67% 增至 55.26%。公司净利率波动主要系研发投入较大。由于检测、量测设备技术壁垒高, 公司重视研发投入。2022 年, 公司研发人员扩增至 324 人, 纳米级晶圆缺陷检测设备研发投入大幅增加。23 年 Q1, 公司费用率整体控制良好略有回落。

图表 8 公司毛利率及净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司费用率水平



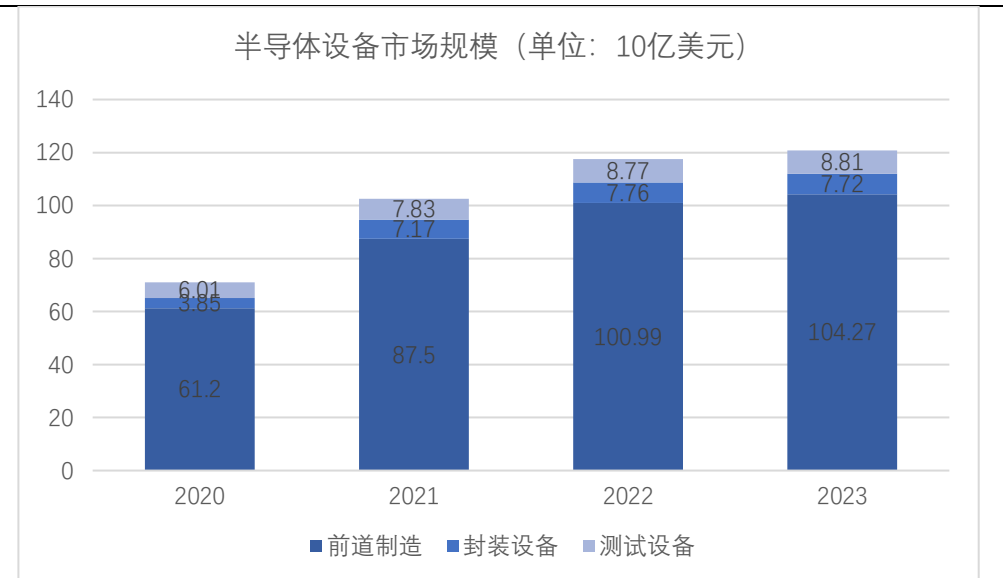
资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 量测检测设备市场广阔，国产化进程方兴未艾

### 2.1 全球前道设备市场连续增长，中国大陆市场增幅显著

根据 SEMI 的报告预测，半导体制造设备全球总销售额预计将在 2022 年再次突破记录达到 1175 亿美元，比 2021 的 1025 亿美元增长 14.7%，全球半导体设备作为一个具有显著的周期性特点的行业，实现罕见的连续四年的快速增长。而自 2022 年末以来随着上游晶圆厂扩产周期收缓，下游消费需求放缓，我们预计 2023 年全球设备市场将随着晶圆厂扩产的周期同步波动，增速有放缓趋势。

图表 10 全球半导体设备市场规模



资料来源: semi, 华安证券研究所

不同于全球的周期状况，国产设备商享有晶圆厂扩产+国产化提速的双重增速。从整体来看，中国大陆的半导体设备行业，同全球半导体设备行业一样，享受着本土晶圆厂扩产，地方规划重点扶持的政策福利。从国内市场而言，供应链结构合理化和地缘政治的需求，带来了国内设备市场国产替代的动能。事实上，由于国产化



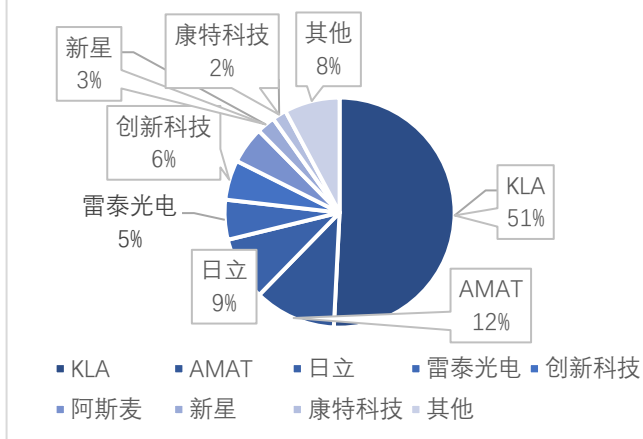
要求的不断强化，中国大陆设备市场已经与全球设备的周期产生了分化，中国市场的增速水平要更高。

## 2.2 全球竞争格局“一超多强”，成熟制程需求及重要性提升

**KLA“一超多强”单寡头格局，量测检测设备市场规模稳步提升。**2020年，在前道量测检测设备市场中，KLA的市场份额达到51%，市场份额是排在第二位的AMAT的四倍以上。近年来，EUV光刻机以及化合物半导体的需求带来了量测检测与过程控制设备市场的增长。EUV光刻机为量测检测市场包含其对应的掩膜版检测需求。而下游新能源车的强劲增长推动了化合物半导体市场的检测需求。

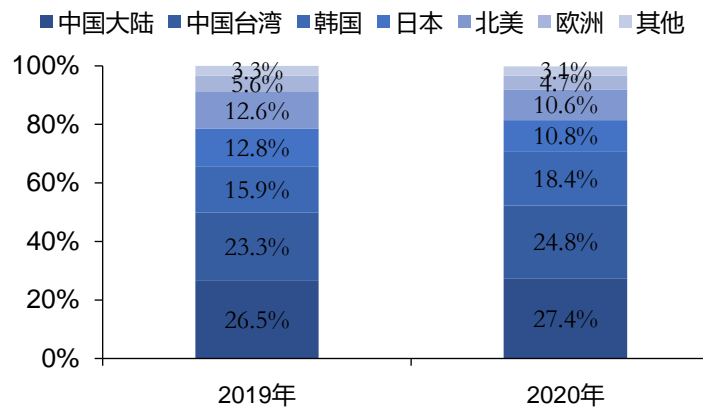
**成熟制程需求上升，中国市场重要性提升。**受到中国大陆成熟制程市场投资的持续推动，同时汽车，传感器，工业等下游领域的需求热度不减，28nm以上产线的设备需求好于预期，28nm产线成熟制程的设备重要性同步提升。

图表 11 2020 年全球半导体检测和量测设备市场格局



资料来源：公司招股说明书，VLSI，华安证券研究所

图表 12 量测检测设备各地域市场情况



资料来源：公司招股说明书，VLSI，华安证券研究所

根据 VLSI Research 的统计，2020 年半导体检测和量测设备市场各类设备中，检测设备占比为 62.6%，包括无图形晶圆缺陷检测设备、图形晶圆缺陷检测设备、掩膜检测设备；量测设备占比为 33.5%，包括三维形貌量测设备、薄膜膜厚量测设备（晶圆介质薄膜量测设备）、套刻精度量测设备、关键尺寸量测设备、掩膜量测设备等。

图表 13 量测检测设备品类细分市场

设备种类	设备类型	比例
检测设备 (62.6%)	纳米图形晶圆缺陷检测设备	24.70%
	掩膜版缺陷检测设备	11.30%
	图形晶圆缺陷检测设备	6.30%
	无图形晶圆缺陷检测设备	9.70%
	电子束缺陷检测设备	5.70%
	电子束缺陷复查设备	4.90%
量测设备 (33.5%)	电子束关键尺寸量测设备	8.10%
	套刻精度量测设备	7.30%
	关键尺寸量测设备	10.20%
	晶圆介质薄膜量测设备	3.00%
	X 光量测设备	2.20%
	掩膜版关键尺寸量测设备	1.30%
	三维形貌量测设备	0.90%
	晶圆金属薄膜量测设备	0.50%
其他	其他	3.90%
覆盖度		100%

资料来源：公司招股说明书，VLSI，华安证券研究所

从技术路径上来看，光学检测、电子束检测两者在制程工艺的检测中应用互补。光学的特点在于快速与完整，通过光的反射、衍射光谱进行测量，具备检测速度快、成本低、范围广的优点；但是传统光学的波长是奈米等级，无法做非常精细的检测，所以会再使用电子束做更精细的检测。因此，以当前的行业发展趋势，光学检测手段仍然占据主流，电子束和 X 光检测在特定领域的应用也不断完善。

### 3 量测检测产品矩阵不断完善，研发支撑产线国产替代

在集成电路领域，公司自主研发、生产的检测和量测设备已在国内主要集成电路制造厂商获得验证并取得批量订单，在国内市场上打破了国外厂商的垄断。公司的质量控制设备主要包括检测设备和量测设备两大类，在技术领域方面，公司产品更是有着不输同行业竞品的性能。

检测设备的主要功能系检测晶圆表面或电路结构中是否出现异质情况，如颗粒污染、表面划伤、开短路等对芯片工艺性能具有不良影响的特征性结构缺陷，公司的主要检测设备产品为无图形晶圆缺陷检测设备系列和图形晶圆缺陷检测设备系列。


图表 14 公司检测设备产品矩阵



产品类型	业务介绍	公司优势	产品图示
无图形晶圆缺陷检测设备系列	实现无图形晶圆表面的缺陷计数、识别缺陷的类型和空间分布，衡量的关键指标为最小灵敏度和吞吐量。	通过高精度的光学检测技术和信噪比的增强，使得最小灵敏度远小于设备所使用的光源波长所对应的光学成像分辨率，公司 SPRUCE-600 和 SPRUCE-800 设备可实现的最小灵敏度分别为 60nm 和 23nm。公司设备灵敏度和吞吐量可以满足不同客户需求，公司设备与国际竞品整体性能相当，已在中芯国际等知名晶圆制造厂商的产线上实现无差别应用。	
图形晶圆缺陷检测设备系列	主要应用于先进封装环节的晶圆出货检测，可实现对晶圆表面高精度高速的成像，并对成像图案进行高速运算，从而识别出超过工艺要求范围的、可能会影响晶圆性能的电路缺陷。衡量的关键指标为最小灵敏度和吞吐量。	公司该型号设备最小灵敏度可达到 0.5 $\mu$ m，在灵敏度为 3 $\mu$ m 时的吞吐量为 80wph。公司设备灵敏度和吞吐量可以满足不同客户需求。公司设备与国际竞品整体性能相当，已在长电先进、华天科技等知名先进封装厂商的产线上实现无差别应用。	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

量测设备的主要功能系对被观测的晶圆电路上的结构尺寸和材料特性做出量化描述，如薄膜厚度、关键尺寸、刻蚀深度、表面形貌等物理性参数的量测。在精密加工领域，量测设备主要功能是精密结构件的三维尺寸量测。

图表 15 公司量测设备产品矩阵

产品类型	业务介绍	公司优势	产品图示
三维形貌量测设备系列	主要应用于晶圆上的纳米级三维形貌测量、双/多层薄膜厚度测量、关键尺寸和偏移量测量，配合图形晶圆智能化特征识别和流程控制、晶圆传片和数据通讯等自动化平台。	公司该型号设备的重复性精度达到 0.1nm，能够支持 2Xnm 及以上制程工艺中的三维形貌测量。公司设备重复度精度可以满足不同客户需求。公司设备与国际竞品整体性能相当，已在长江存储等知名晶圆制造厂商的产线上实现无差别应用。	

产品类型	业务介绍	公司优势	产品图示
<b>薄膜膜厚度测量设备系列</b>	主要应用于晶圆上纳米级的单/多层膜的膜厚测量，采用椭圆偏振技术和光谱反射技术实现高精度薄膜膜厚、n-k值的快速测量。	在灵敏度/重复性精度方面，公司薄膜膜厚度测量设备系列重复性精度的显著提高，达到0.003nm。	
<b>3D 曲面玻璃量测设备系列</b>	主要应用于3D 曲面玻璃等构件的轮廓、弧高、厚度、尺寸测量，采用光谱共焦技术，实现高精度、高速度的非接触式测量。搭载可配置的全自动测量软件工具和完整的测试及结果分析界面	公司该类产品主要应用于3D 曲面玻璃等构件的轮廓、弧高、厚度、尺寸测量，采用光谱共焦技术，实现高精度、高速度的非接触式测量。搭载可配置的全自动测量软件工具和完整的测试及结果分析界面	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司持续推进研发工作，在无图形检测领域，公司形成了深紫外成像扫描技术，从而完成无图形晶圆缺陷检测设备 SPRUCE-800 的开发。此外，公司积累的深紫外成像扫描技术也已运用到 SPRUCE-800 设备中，在报告期内确认主营业务收入 2.68 亿元。在图形检测领域，公司形成了纳米图形晶圆缺陷检测设备的理论基础研究，纳米图形晶圆缺陷检测设备正在研发过程中，暂未形成主营业务收入，公司各项研发工作正同步推进。

## 4 估值分析

近年来公司销售收入增长迅速。公司主营产品主要由检测设备和量测设备构成。2021 年，公司无图形晶圆缺陷检测设备销售数量及平均单价均实现增长使得销售收入快速增长；2022 年无图形晶圆缺陷检测设备收入增长主要来源于销量增长，主要系自 2017 年 SPRUCE-600 型号无图形晶圆缺陷检测设备研发成功并经下游知名客户验证通过后，迅速获得市场广泛认可，销售客户数量增加。同时公司在持续推进纳米图形晶圆检测设备的研发，我们预计公司 2023 年-2025 年检测设备的增速仍将维持较高水平，量测设备收入规模也将维持稳步增长。

**图表 16 公司业务拆分情况**

主营构成(单位:亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>检测设备</b>				
收入	3.85	6.22	9.51	13.55
增速	45%	61%	53%	43%
毛利率	53%	53%	54%	55%
业务收入比例 (%)	76%	80%	83%	84%
<b>量测设备</b>				
收入	1.18	1.42	1.84	2.39
增速	26%	20%	30%	30%
毛利率	36%	36%	38%	40%
业务收入比例 (%)	23%	18%	16%	15%
<b>其他业务</b>				
收入	0.07	0.11	0.16	0.24
增速	182%	50%	50%	50%
业务收入比例 (%)	1%	1%	1%	1%
<b>总收入</b>	<b>5.10</b>	<b>7.74</b>	<b>11.51</b>	<b>16.18</b>

资料来源: wind, 华安证券研究所

公司所处半导体前道量测检测行业,与精测电子,以及中微公司持股的上海睿励处于细分同一赛道,公司业务体量在中国前道量测检测设备公司中规模最大,公司已有多台设备在 28nm 产线通过验收,另有对应 1Xnm 产线的 SPRUCE-900 型号设备正在研发中,对应 2Xnm 以下产线的 DRAGONBLOOD600 型号设备正在产线进行验证,并已取得两家客户的订单。综上所述,公司业务规模高于其他国内竞争对手,技术研发均向 2Xnm 以下节点推进,公司处于国内领先地位。同时我们也选取同处于前道半导体设备的中微公司,拓荆科技,芯源微,华海清科等作为可比公司,考虑到量测检测设备的重要性以及低国产化率高市场空间的特点来看,我们采用 PS 估值法,给予中科飞测 2023 年 29 倍 PS。我们预计公司 2023 年-2025 年收入分别为 7.74 亿元,11.51 亿元以及 16.18 亿元,分别对应 PS 为 29 倍,19 倍以及 14 倍,2023 年-2025 年归母净利润分别为 0.54 亿/1.00 亿/2.08 亿元。首次覆盖,给予“买入”评级。

**图表 17 公司估值对比**

公司	证券代码	总市值(亿元)	PS2023	PS2024	PS2025
芯源微	688037	247.87	12	9	7
拓荆科技	688072	496.94	17	12	9
中微公司	688012	986.95	16	12	10
精测电子	300567	262.76	8	6	5
华海清科	688120	410.67	15	11	9
中科飞测	688361	220.70	29	19	14

资料来源: wind 一致预期, 华安证券研究所

## 风险提示:

下游扩产不及预期, 国际供应链风险等。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	14.10	33.84	40.10	47.03	<b>营业收入</b>	5.09	7.74	11.51	16.18
现金	2.40	19.73	15.74	19.99	营业成本	2.61	3.94	5.67	7.77
应收账款	1.31	2.55	2.85	4.98	营业税金及附加	0.01	0.01	0.02	0.03
其他应收款	0.08	0.12	0.18	0.24	销售费用	0.54	0.85	1.04	1.46
预付账款	0.51	0.67	1.03	1.37	管理费用	0.60	0.85	1.27	1.78
存货	8.61	9.62	18.69	18.69	财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	1.19	1.15	1.61	1.77	资产减值损失	-0.14	-0.01	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	2.42	3.03	3.59	4.07	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.01	0.02	0.02	0.03
固定资产	1.09	1.36	1.56	1.68	<b>营业利润</b>	0.13	0.55	1.01	2.11
无形资产	0.35	0.51	0.69	0.89	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.98	1.16	1.34	1.50	营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	16.52	36.87	43.70	51.10	<b>利润总额</b>	0.12	0.55	1.01	2.11
<b>流动负债</b>	9.73	12.55	18.38	23.70	所得税	0.00	0.01	0.01	0.03
短期借款	1.65	2.47	3.21	3.98	<b>净利润</b>	0.12	0.54	1.00	2.08
应付账款	1.06	2.92	2.59	5.11	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	7.03	7.16	12.59	14.60	<b>归属母公司净利润</b>	0.12	0.54	1.00	2.08
<b>非流动负债</b>	1.10	1.10	1.10	1.10	EBITDA	0.44	0.95	1.55	2.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.05	0.17	0.31	0.65
其他非流动负债	1.10	1.10	1.10	1.10					
<b>负债合计</b>	10.83	13.65	19.48	24.81					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股本	2.40	3.20	3.20	3.20					
资本公积	2.22	18.41	18.41	18.41					
留存收益	1.07	1.61	2.61	4.69					
归属母公司股东权益	5.69	23.22	24.21	26.29					
<b>负债和股东权益</b>	16.52	36.87	43.70	51.10					

现金流量表					主要财务比率				
单位:亿元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	0.67	0.53	-3.63	4.59	<b>成长能力</b>				
净利润	0.12	0.54	1.00	2.08	营业收入	41.2%	52.0%	48.7%	40.6%
折旧摊销	0.33	0.41	0.56	0.68	营业利润	-75.7%	324.4%	83.0%	108.8%
财务费用	0.02	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利	-78.0%	363.4%	83.0%	108.8%
投资损失	-0.01	-0.02	-0.02	-0.03	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	0.04	-0.41	-5.16	1.86	毛利率 (%)	48.7%	49.1%	50.7%	52.0%
其他经营现金流	0.24	0.96	6.16	0.22	净利率 (%)	2.3%	7.0%	8.7%	12.9%
<b>投资活动现金流</b>	-0.76	-1.00	-1.10	-1.12	ROE (%)	2.1%	2.3%	4.1%	7.9%
资本支出	-1.17	-1.02	-1.13	-1.15	ROIC (%)	1.5%	2.0%	3.5%	6.6%
长期投资	0.40	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	0.01	0.02	0.02	0.03	资产负债率 (%)	65.6%	37.0%	44.6%	48.5%
<b>筹资活动现金流</b>	0.39	17.81	0.74	0.78	净负债比率 (%)	190.4%	58.8%	80.5%	94.3%
短期借款	0.65	0.82	0.74	0.78	流动比率	1.45	2.70	2.18	1.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.42	1.81	1.05	1.09
普通股增加	0.00	0.80	0.00	0.00	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0.03	16.18	0.00	0.00	总资产周转率	0.37	0.29	0.29	0.34
其他筹资现金流	-0.29	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	4.55	4.01	4.26	4.13
<b>现金净增加额</b>	0.29	17.33	-3.99	4.25	应付账款周转率	2.14	1.98	2.06	2.02
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.05	0.17	0.31	0.65
					每股经营现金流	0.21	0.16	-1.13	1.43
					每股净资产	2.37	7.26	7.57	8.22
					<b>估值比率</b>				
					P/E	0.00	405.53	221.57	106.11
					P/B	0.00	9.51	9.11	8.39
					EV/EBITDA	-0.47	-15.32	-6.32	-4.81

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。