

# 精智达 (688627) : 精彩智荟, 达领未来

股票投资评级: 买入|维持

吴文吉

中邮证券研究所 电子团队

中邮证券

2025年1月7日

## 新型显示器件检测设备

## 检测设备与系统解决方案提供商

## 半导体存储器件测试设备



Cell  
光学检测设备



Module  
光学检测设备



Gamma  
调节设备



Mura  
补偿设备



探针卡



DRAM  
CP 测试机



Micro LED/OLED  
模组AOI检测设备



Micro LED  
Wafer  
Test 设备



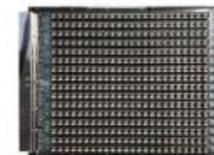
Cell  
老化设备



Module  
老化设备



DRAM  
老化修复设备



DRAM 老化修复  
治具板



Sensor  
测试机



线性测试机



Cell  
信号发生器



Module  
信号发生器



DRAM FT 测试机



DRAM 通用测试  
验证系统(UDS)

- **新型显示器件检测技术及量产经验突出，积极向前道Array工艺检测扩展。** 在新型显示器件检测领域，公司以核心技术为基础，推出了覆盖新型显示器件晶圆、Cell及Module制程的光学特性、显示缺陷、电学特性等功能检测及校准修复的各类设备，形成有较强竞争力且覆盖主要工艺节点的相对完备的产品线，是国内较早进入AMOLED以及微显示器件检测设备领域并且布局较为完善的企业。凭借优秀的研发能力和可靠的产品品质，公司的光学检测及校正修复设备等多类设备在国内取得了稳定的市场份额，在AMOLED中后道的Cell和模组产线检测设备领域占据了一定的市场优势地位，同时，积极向前道Array工艺检测设备领域扩展。在中后道工艺方面，国产设备已取得显著成绩，并占据了一定的优势地位。与此同时，国内设备生产厂商逐步布局前道工序设备，以进一步打破国外设备在前道工艺的垄断。当前，国内新型显示器件生产厂商持续大规模投资并加速升级面板生产线，显著推动我国新型显示器件检测设备行业的高速发展及国产化替代进程。根据CINNO Research报告，2024年AMOLED行业设备市场规模将达到866亿元；据Omdia的预测，2026年中国OLED面板产能有望占全球49.04%，进一步带动配套设备国产化。
- **半导体存储器件测试业务加速推进，积极布局HBM相关测试设备。** 在半导体存储器件检测领域，公司在ALPG处理器及编译器、高精度TG时序生成器、高速信号互联技术等方面有所积累，并在此基础上开展了针对半导体存储器后道测试工艺的全覆盖产品研发，包括晶圆测试机及探针卡、老化修复设备及老化修复治具板、FT测试机及治具（DSA板）等。其中老化修复设备及治具板、探针卡、DRAM通用检测验证系统等已经获得客户订单且市场占有率持续提升；第一版晶圆测试机已经完成样机验证，升级版晶圆测试机的工程样机验证工作完成，量产样机各关键模块开始厂内验证；FT测试机工程样机已经搬入客户现场进入验证阶段。据SEMI预测，随着DRAM市场回暖及新兴产业发展驱动下，全球半导体设备销售额在2024年有望增长4%至1,053亿美元，其中测试设备约占半导体设备价值量的6.3%，技术难度大但价值量相对较大的存储测试机占比约21%。当前，存储测试机主要被爱德万、泰瑞达等国外厂商占据主要市场份额。鉴于国际贸易环境日益复杂多变，国内存储器件厂商迫切需要能够迅速响应服务需求、高性价比，并具备自主可控及产业链安全保障的国产设备。同时，叠加国产DDR5的量产等国内存储厂商的发展，国内半导体存储器测试设备行业有望实现快速发展和崛起。

- **盈利预测：**我们预计公司2024-2026年营业收入9.14/12.69/16.47亿元，归母净利润1.63/2.26/3.10亿元，对应2024/2025/2026年的PE分别为41/30/22倍。
- **风险提示：**宏观经济、行业弱复苏与需求不足风险，市场竞争加剧风险，客户集中度较高的风险，毛利率下降风险，研发进展不及预期风险，应收账款和合同资产占比较高的风险。

## 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	649	914	1,269	1,647
增长率(%)	28.53	40.96	38.78	29.81
EBITDA(百万元)	117	172	245	333
归属母公司净利润(百万元)	116	163	226	310
增长率(%)	75.10	40.75	38.87	36.91
EPS(元/股)	1.23	1.73	2.41	3.29
市盈率 (P/E)	58.21	41.36	29.78	21.75
市净率 (P/B)	3.92	3.77	3.46	3.12
EV/EBITDA	65.66	35.10	24.59	17.84



# 目录

- 一 | **财务：新型显示+半导体存储双轮驱动，营收CAGR<sub>19-23</sub>>42%**
- 二 | **新型显示检测：新型显示器件检测技术及量产经验突出，积极向前道Array工艺检测扩展**
- 三 | **半导体存储：半导体存储器件测试业务加速推进，积极布局HBM相关测试设备**
- 四 | **盈利预测**



—

财务：新型显示+半导体存储双轮驱动，营收  
 $CAGR_{19-23} > 42\%$

图表1：公司股权结构（2024年三季报）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：公司发展历程



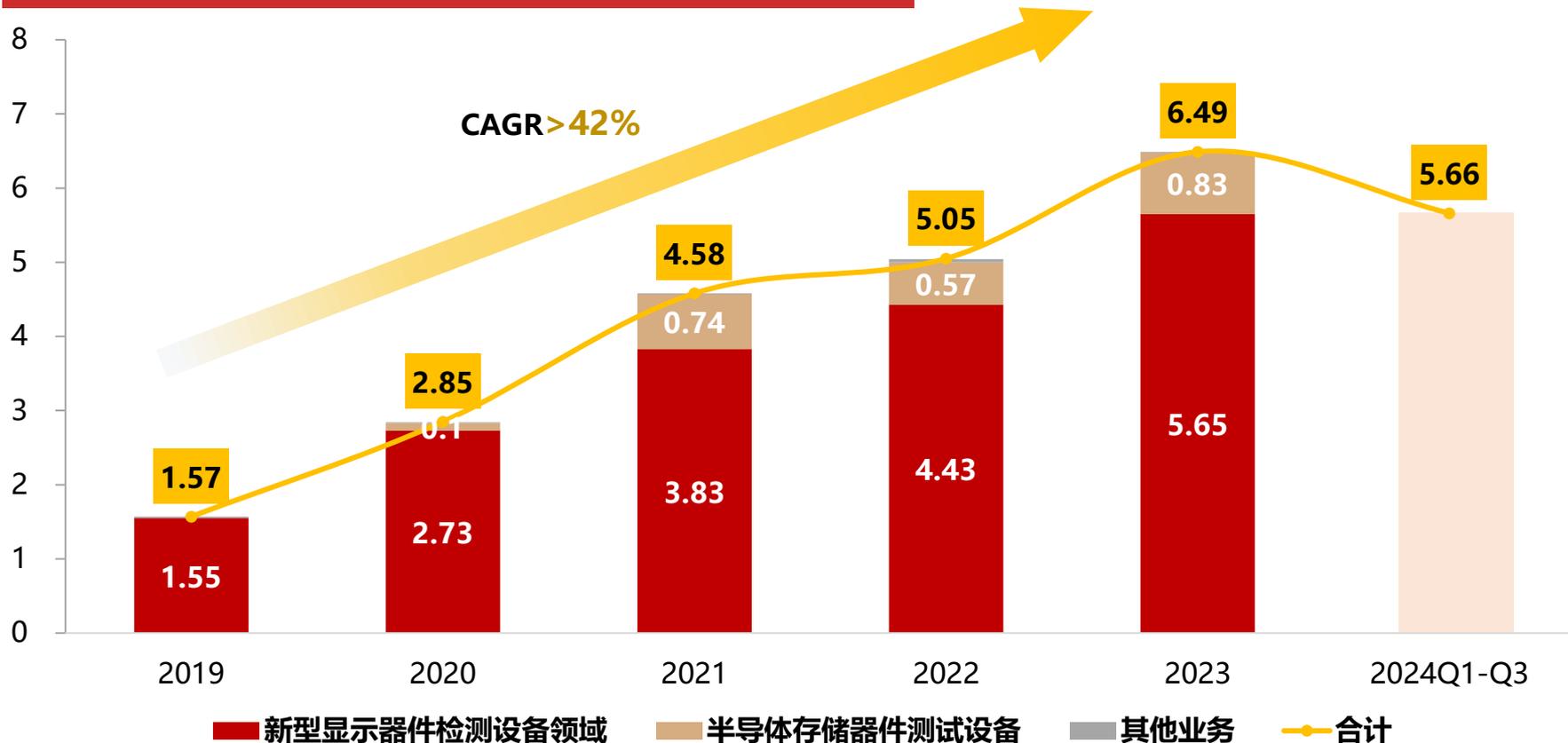
资料来源：公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 新型显示+半导体存储双轮驱动，营收CAGR<sub>19-23</sub>>42%

- **营收**：作为检测设备与系统解决方案提供商，公司主要从事新型显示器件检测设备的研发、生产和销售业务，并逐步向半导体存储器件测试设备领域延伸发展。公司从2019年到2023年的营收CAGR超过42%，其中半导体存储器件测试设备从2020年开始放量。2024年前三季度公司实现营收5.66亿元，同比+52.48%，主要系销售规模扩大，其中半导体业务营收同比+106.63%，增长趋势显著。

图表3：2019-2023年、2024年前三季度公司各业务营收（亿元）



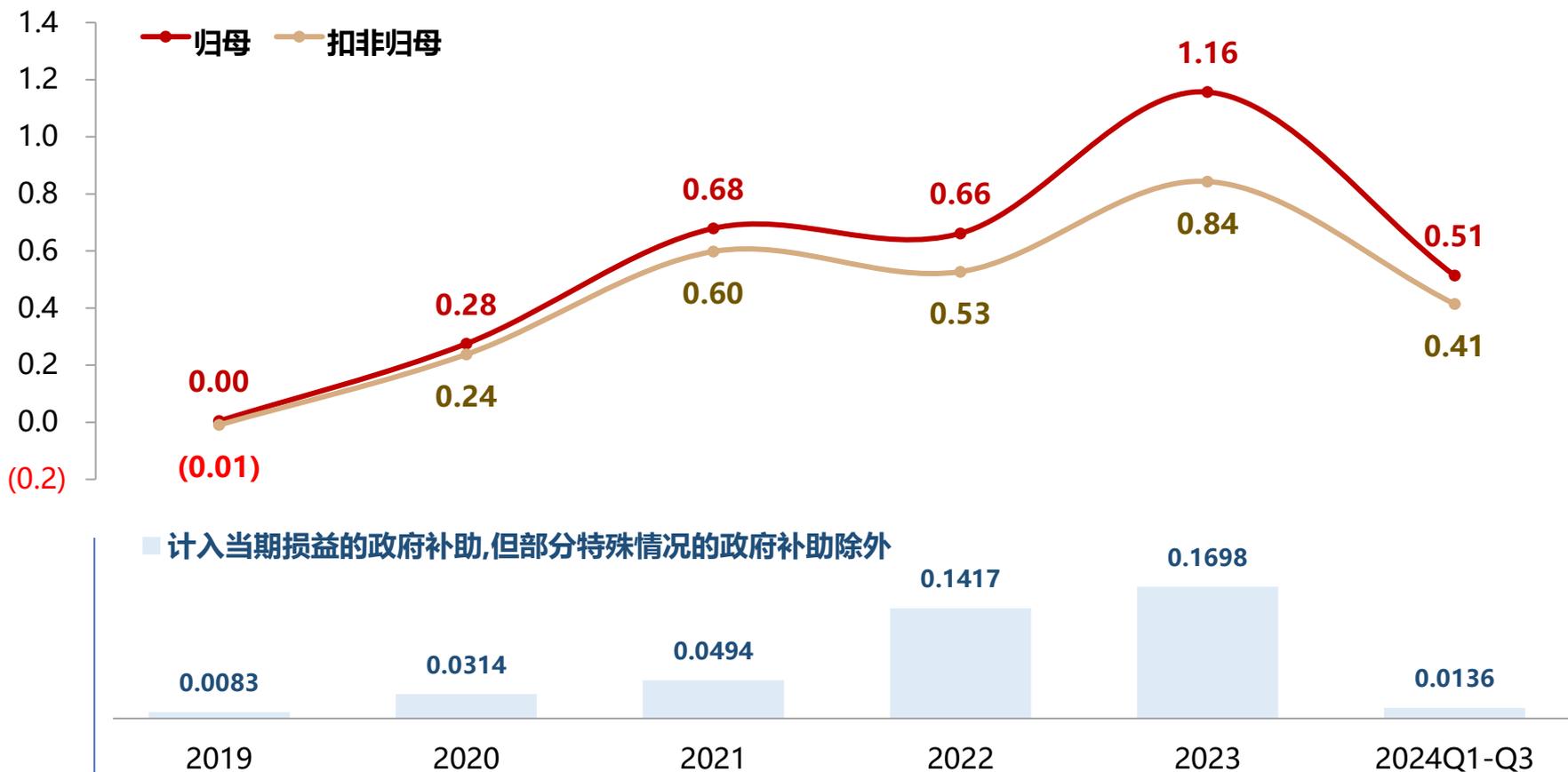
资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 盈利能力持续提升

■ **利润**：公司2023年归母净利润同比+75.10%，扣非归母净利润同比+60.24%，主要系销售规模扩大且盈利水平提升。2024年前三季度公司归母净利润同比下降主要系：1) 本期收到政府补贴减少；2) 上年同期公司转让参股公司部分股权形成大额投资收益。

图表4：2019-2023年、2024年前三季度公司归母/扣非后归母净利润、政府补助（亿元）



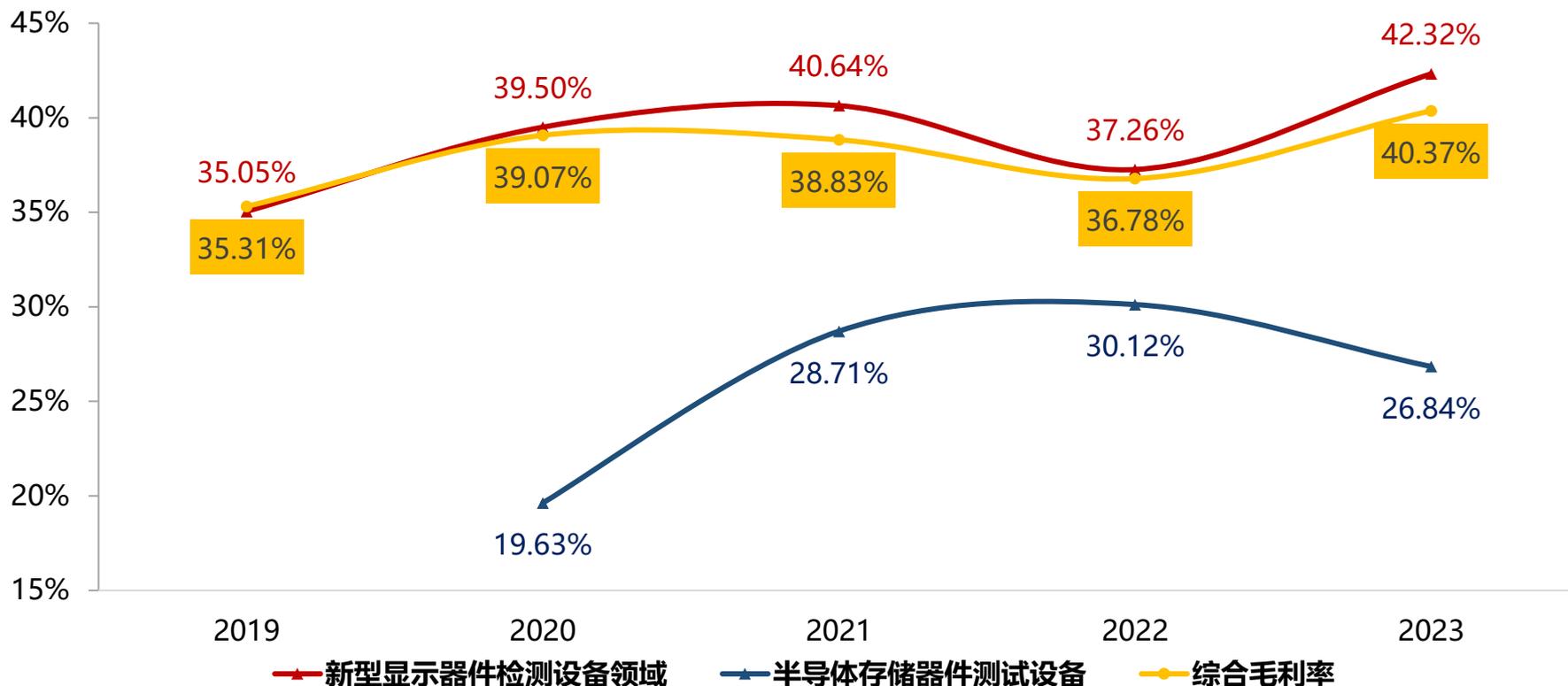
资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

# 综合毛利率稳健提升

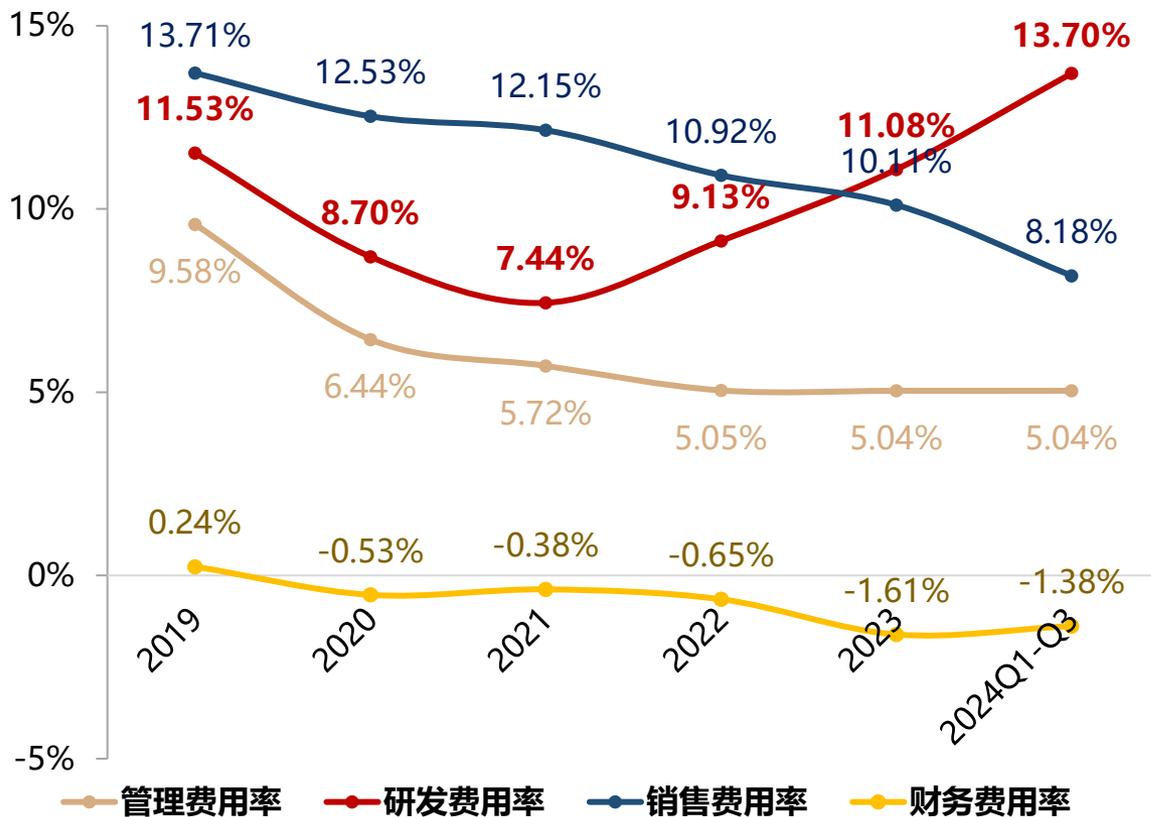
■ **毛利率**：公司积累了较为丰富的生产经验并能够有效进行成本管理，根据客户的个性化需求，在产品的工位数、上/下料自动化、产线形式（Inline或Offline）、功能模块等方面进行针对性的设计，各产品的定价和毛利率存在一定程度的差异。一般而言，工位数越多、上/下料自动化程度越高、采用Inline的产线形式、功能模块越丰富则产品单价和成本越高，进而对产品毛利率产生综合影响。

图表5：2019-2023年公司主营业务毛利率

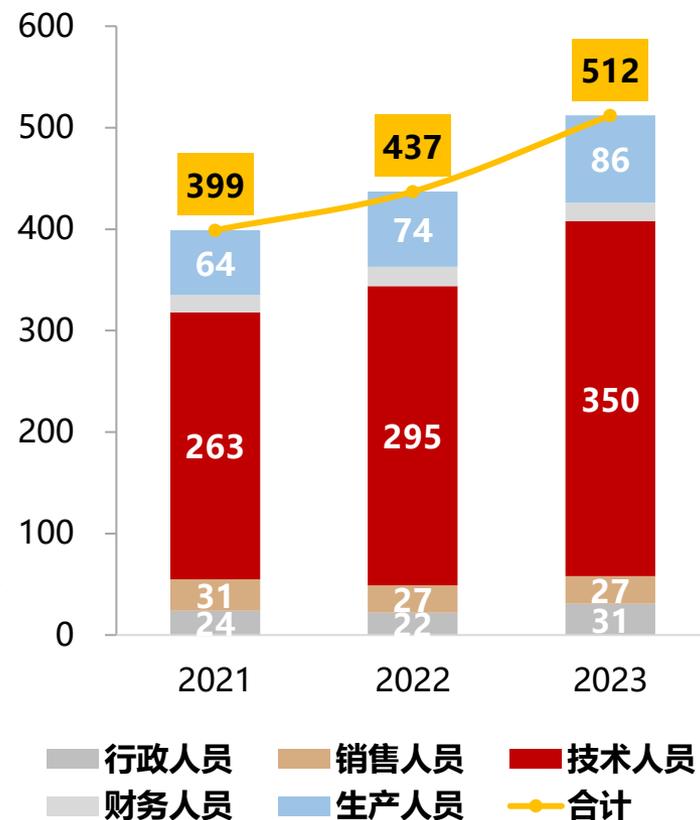


■ **规模效应逐渐显现，持续加大研发投入。**销售费用变动主要系公司规模扩大，职工薪酬、差旅费、售后服务费等费用增加。股份支付、职工薪酬、中介机构服务费是管理费用的主要组成部分，规模效应逐渐显现。研发费用变动主要系主要系公司着眼长期发展，持续扩充研发团队、加大对新技术和新产品的研发力度，导致研发费用增加。财务费用总体金额较小，对公司经营成果不构成重大影响。

图表6：2019-2023年、2024年前三季度公司相关费用率



图表7：2021-2023年公司员工专业结构（人）



资料来源：iFind，公司公告，公司招股说明书，中邮证券研究所  
请参阅附注免责声明

# 具备优质稳定的客户资源

- 公司主要客户群体为新型显示器件制造厂商及半导体存储器件制造厂商等。

图表8：公司新型显示器件检测设备前五大客户及其销售情况

2022年			2021年			2020年		
客户名称	金额(万元)	营收占比	客户名称	金额(万元)	营收占比	客户名称	金额(万元)	营收占比
广州国显	22,201.58	44.00%	广州国显	18,969.92	41.39%	合肥维信诺	15,840.14	55.64%
合肥维信诺	9,108.84	18.05%	TCL 科技	12,240.58	26.71%	维信诺股份	8,750.60	30.74%
天马显示科技	7,333.80	14.53%	合肥维信诺	6,821.29	14.88%	TCL 科技	2,188.86	7.69%
京东方	1,619.60	3.21%	维信诺股份	293.05	0.64%	京东方	569.14	2.00%
TCL 科技	1,606.77	3.18%	凌云光	54.65	0.12%	上海龙旗科技股份有限公司	38.05%	0.13%
<b>合计</b>	<b>41,870.58</b>	<b>82.98%</b>	<b>合计</b>	<b>38,379.49</b>	<b>83.74%</b>	<b>合计</b>	<b>27,386.79</b>	<b>96.20%</b>

图表9：公司半导体存储器件检测设备前五大客户及其销售情况

2022年			2021年			2020年		
客户名称	金额(万元)	营收占比	客户名称	金额(万元)	营收占比	客户名称	金额(万元)	营收占比
沛顿科技	3,602.50	7.14%	沛顿科技	6,968.52	15.20%	睿力集成 (长鑫存储)	981.00	3.45%
通富微电	1,056.55	2.09%	睿力集成 (长鑫存储)	266.91	0.58%			
睿力集成 (长鑫存储)	724.66	1.44%	晋华集成	108.42	0.24%			
晋华集成	313.00	0.62%	太极实业	82.03	0.18%			
华天科技	13.91	0.03%						
<b>合计</b>	<b>5,710.61</b>	<b>11.32%</b>	<b>合计</b>	<b>7,425.88</b>	<b>16.20%</b>	<b>合计</b>	<b>981.00</b>	<b>3.45%</b>

注：受同一实际控制人控制的企业合并计算。

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

- 公司主要供应商包括原材料供应商、劳务外包供应商、外协加工供应商等，原材料供应商占较大部分比例。
- 公司从外资供应商或其境内外代理商采购的色彩分析仪、驱动器、信号发生器占比较高，主要系公司客户基于对该等核心原材料的性能、稳定度要求，在技术规格书中约定使用的上述类别零部件的品牌范围基本为外资品牌，公司除向外资供应商或其境内外代理商采购的信号发生器外，具备信号发生器自行研发及生产能力，部分产品使用自产信号发生器，自产信号发生器不在同类原材料外购计算范围内。

图表10：公司原材料情况

项目	主要构成
<b>新型显示器件检测设备原材料</b>	
电气件	电机、驱动器、工控机、控制器、板卡、传感器、读码器、接触器等
光学件	色彩分析仪、相机、光源、镜头、反射镜等
机械件	线性传动、同步传动、气动、机械手、弹簧、轴承、超声除尘器等
机加件	钣金件、焊接件、上架架、下机架等
电子件	芯片、PCB、FPC、连接器、接插件、保险管等
信号发生器	Cell信号发生器、Module信号发生器
检测配件	治具、温湿度试验箱、触控测试盒、软件、其他辅助设备
其他	包装件、紧固件、其他耗材等
<b>半导体存储器件测试设备原材料</b>	
测试设备/配件	老化修复设备、老化板、测试机、探针卡等

图表11：公司前五大原材料供应商及采购情况

2022年			2021年			2020年		
供应商名称	金额 (万元)	占采购总额比例	供应商名称	金额 (万元)	占采购总额比例	供应商名称	金额 (万元)	占采购总额比例
苏州优备精密智能装备股份有限公司	5,798.00	15.33%	UniTest	4,632.63	16.85%	柯尼卡美能达(中国)投资有限公司	3,756.76	11.76%
ELP CORPORATION	3,455.38	9.14%	ELP CORPORATION	3,702.38	13.46%	ELP CORPORATION	2,512.69	7.87%
柯尼卡美能达(中国)投资有限公司	2,765.72	7.31%	FAST CORPORATION	1,121.22	4.08%	FAST CORPORATION	2,269.05	7.10%
SoulbrainSLD Co.Ltd.	2,705.66	7.16%	Back-Chan Co., Ltd.	1,081.47	3.93%	维信诺股份	1,955.06	6.12%
UniTest	2,315.38	6.12%	江苏拓米洛高端装备股份有限公司	904.87	3.29%	深圳市海蓝智能科技有限公司	1,520.39	4.76%
<b>合计</b>	<b>17,040.14</b>	<b>45.06%</b>	<b>合计</b>	<b>11,442.57</b>	<b>41.61%</b>	<b>合计</b>	<b>12,013.95</b>	<b>37.61%</b>

注：受同一实际控制人控制的企业合并计算。江苏拓米洛高端装备股份有限公司曾用名江苏拓米洛环境试验设备有限公司（2014年12月至2022年12月）。

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

- 本次募集资金的运用有利于公司对现有产品进行技术升级、丰富新型显示器件和半导体存储器件检测/测试解决方案、增强公司的核心竞争力和提高市场份额。

**图表12：公司募投项目情况**

序号	募集资金投资项目	项目投资总额(万元)	拟用募集资金投入金额(万元)
<b>1</b>	<b>新一代显示器件检测设备研发项目</b>	<b>19,804.75</b>	<b>19,800.00</b>
	<b>具体项目</b>	<b>与公司现有主要业务、核心技术的关系</b>	
1.1	AMOLED显示器件检测技术研究及系列检测设备升级研发	1、公司目前主要产品的技术维护和升级； 2、根据客户提出的功能要求，开发设计新的检测技术和设备型号； 3、根据客户生产工艺的改善，提升目前产品线设备的效率和效能； 4、关键部件的国产化替代，成本改善和服务改善。	
1.2	大尺寸超高分辨率显示器件相关生产检测技术和设备研发	1、公司目前主要产品的技术维护和升级； 2、为公司未来新增产品线做储备； 3、解决新型显示器件检测行业相关技术难题； 4、对目前的光学、算法等核心技术能力进行拓展。	
1.3	微型化显示器件相关生产检测技术和设备研发	1、通过现有中小尺寸AMOLED显示屏检测产品与技术的积累，将公司AOI检测产品线向微尺寸、高PPI新型显示产品进行拓展研究； 2、通过多重曝光、多重对焦、微3D重建及多画面组合，提升AOI检测算法及系统的整体抗干扰能力（异物、落尘、残胶等）； 3、通过各种防振抗干扰手段，降低检测设备对微小尺寸检测时，环境微振对系统的影响。 4、针对部分生产设备如巨量转移、绑定技术和设备进行先导研究，寻找扩充公司产品线的机会。	
<b>2</b>	<b>新一代半导体存储器件测试设备研发项目</b>	<b>16,205.67</b>	<b>16,200.00</b>
	<b>具体项目</b>	<b>与公司现有主要业务、核心技术的关系</b>	
2.1	动态存储技术测试系统研发	公司结合现有测试设备技术平台与测试信号发生器板卡相关设计研发技术经验，以市场为导向，投入研发实施新一代动态存储技术DDR4/DDR5测试系统研发项目。	
2.2	MEMS探针卡研发试制	公司依托线有显示半导体测试压接治具技术平台，精密测试治具设计研发与生产制造经验实绩，结合客户端需求与产品支持，进一步投入研发MEMS探针卡研发生产项目，实现高精高品质微机电一体式探针卡自主化生产研发。	
<b>3</b>	<b>补充流动资金</b>	<b>24,000.00</b>	<b>24,000.00</b>
	<b>合计</b>	<b>60,010.42</b>	<b>60,000.00</b>



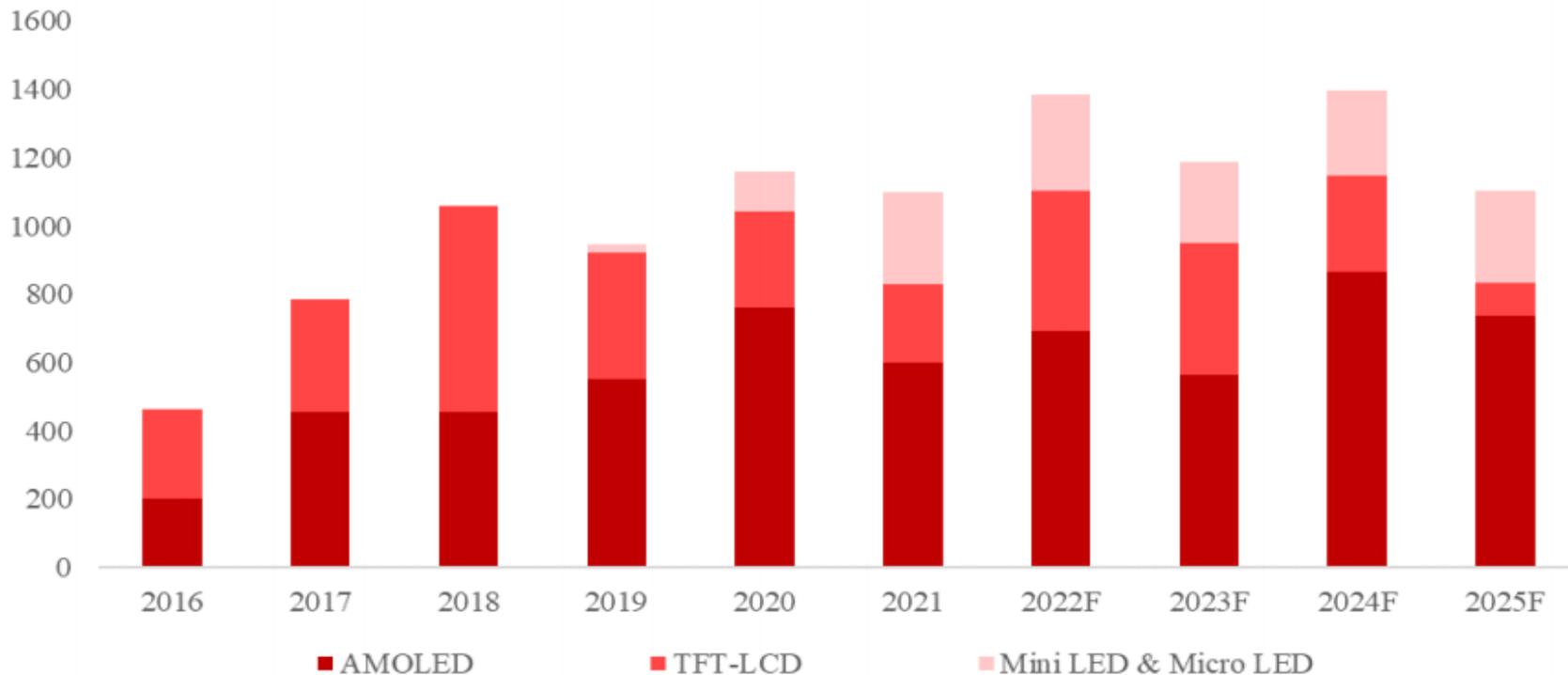
二

**新型显示检测：新型显示器件检测技术及量产经验突出，积极向前道Array工艺检测扩展**

## 设备投资占新型显示器件产线总投资的60%-80%

- 根据北京市电子科技情报研究所报告，在新型显示器件产线的投资中，通常表现出“产能扩产、设备先行”的特征，对设备的投资占产线总投资的60%-80%。
- 根据CINNO Research报告，2021年中国大陆新型显示器件产线设备投资约1,100亿元，其中AMOLED、Mini LED/Micro LED、TFT-LCD各自约600、271、228亿元，占比分别为55%、24%、21%。TFT-LCD预计各厂商将在2022年有启动新的建厂和扩产计划，投资规模小幅增加；AMOLED随着高世代技术成熟，预计设备投资规模将在2024年到达新高约866亿元；Mini LED/Micro LED凭借高对比度、高亮度、高动态范围、寿命长等性能，逐渐成为行业追捧的前沿科技，预估到2025年设备投资将达270亿元。

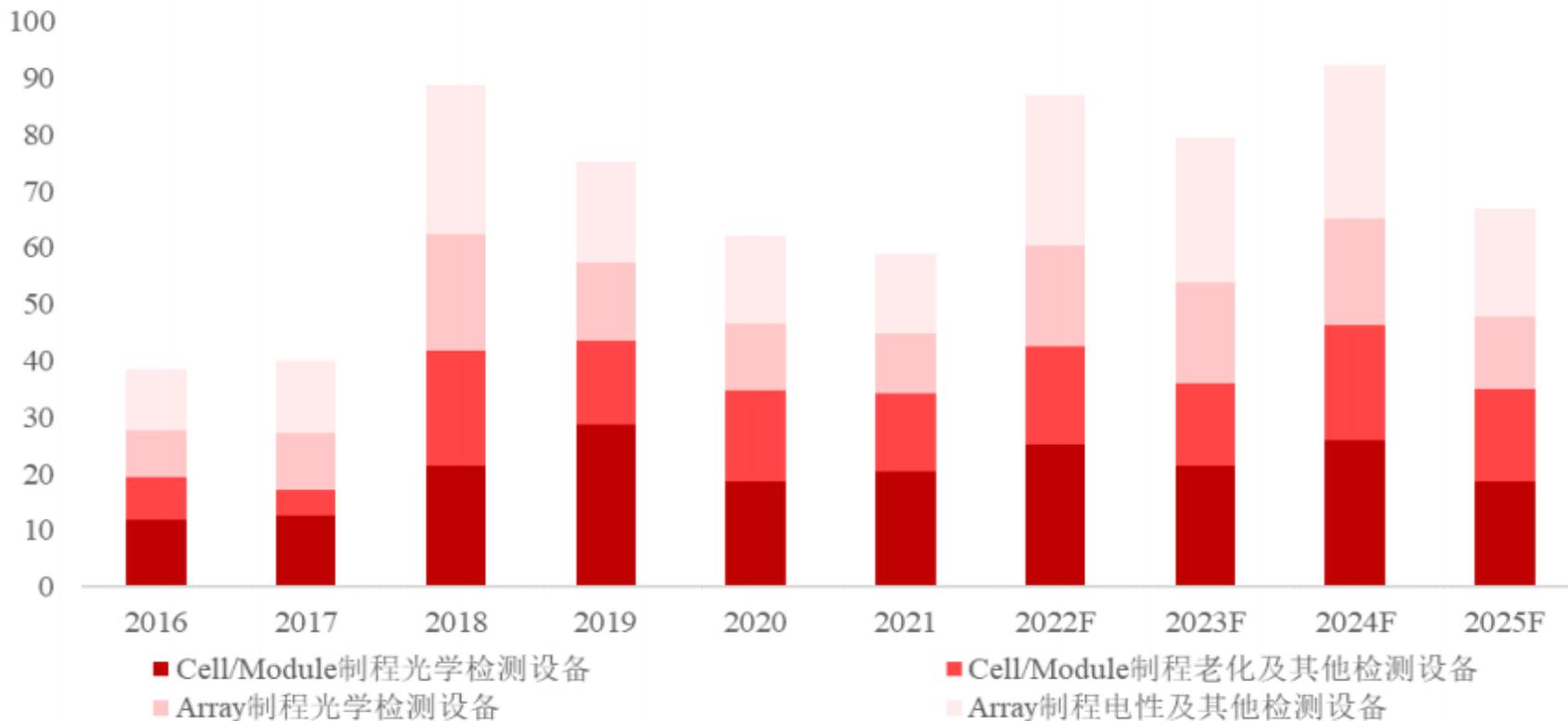
图表13：中国大陆新型显示器件产线设备市场规模（亿元）



# 新建厂和扩产带动检测设备市场在24年或达到92亿元

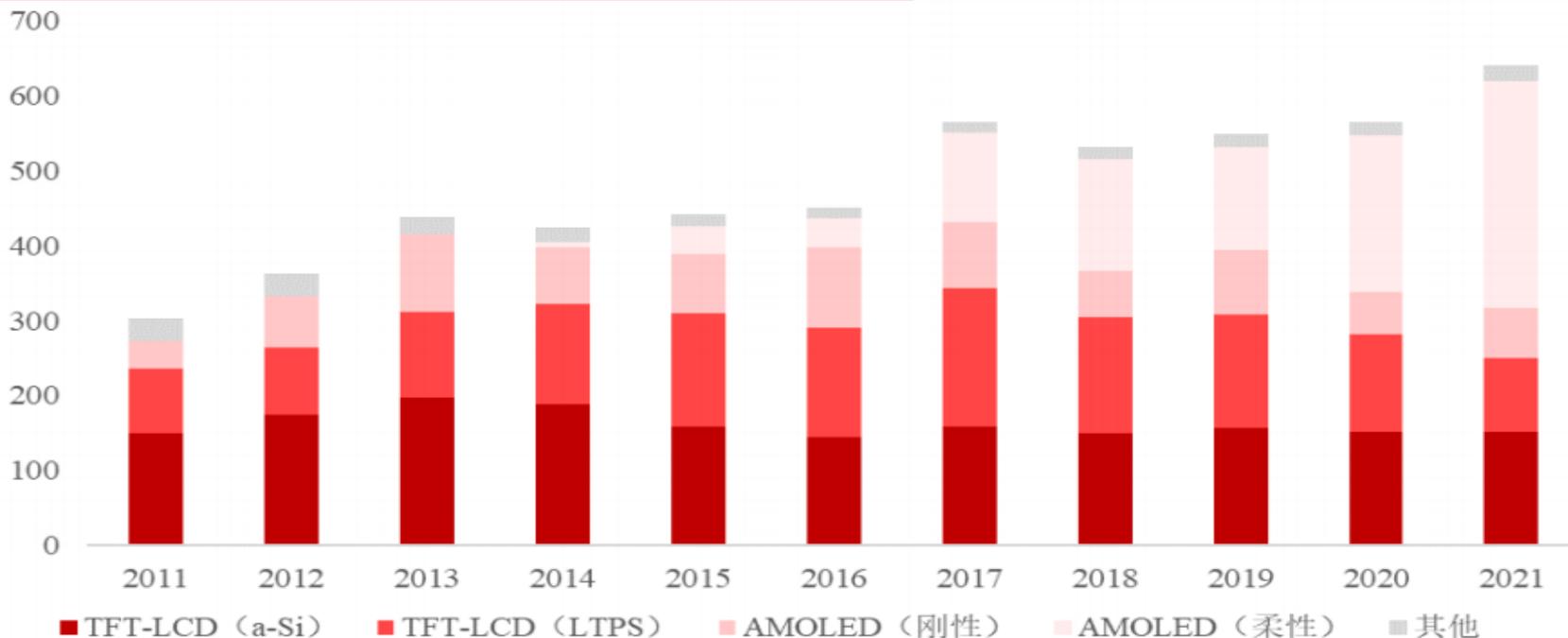
- 检测贯穿AMOLED、TFT-LCD等新型显示器件生产过程的Array（阵列）-Cell（成盒）-Module（模组）三大制程中，检测设备主要包括Array制程光学检测设备、Array制程电性及其他检测设备，Cell/Module制程光学检测设备、Cell/Module老化、触控及其他检测设备等。根据CINNO Research报告，2021年中国大陆新型显示器件检测设备市场规模约为59亿元，其中Cell/Module制程检测设备约为34亿元。新的建厂和扩产将带动检测设备市场在2024年达到92亿元，其中Cell/Module制程检测设备市场规模在2024年将达到46亿元。

图表14：中国大陆新型显示器件检测设备市场规模（亿元）



- 终端消费电子需求增长带来新型显示器件产业新增产线建设以及产线升级投资是行业发展的重要驱动因素。根据Omdia报告，2021年，中小尺寸显示器件市场营收为629.8亿美元，其中中小尺寸AMOLED营收达到368.7亿美元，占比50%以上，超过了TFT-LCD的总额252.2亿美元。这是中小尺寸显示器件市场营收首次超过600亿美元，也是中小尺寸显示器件市场中AMOLED营收首次超过TFT-LCD，AMOLED已成为该市场的主导技术，正在加速实现对TFT LCD的替代。
- 随着消费电子产业持续增长，新型显示器件尤其是AMOLED行业高速发展，相关产能、良品率等要求愈发趋于严格，生产过程中需要进行大量的检测工作以保证高产能的同时产品具有高良率，检测设备在AMOLED生产过程中发挥的作用愈发重要。在国内AMOLED市场规模逐渐增大，各厂商纷纷布局产线建设与升级的背景下，新型显示器件检测设备产业保持稳定增长。

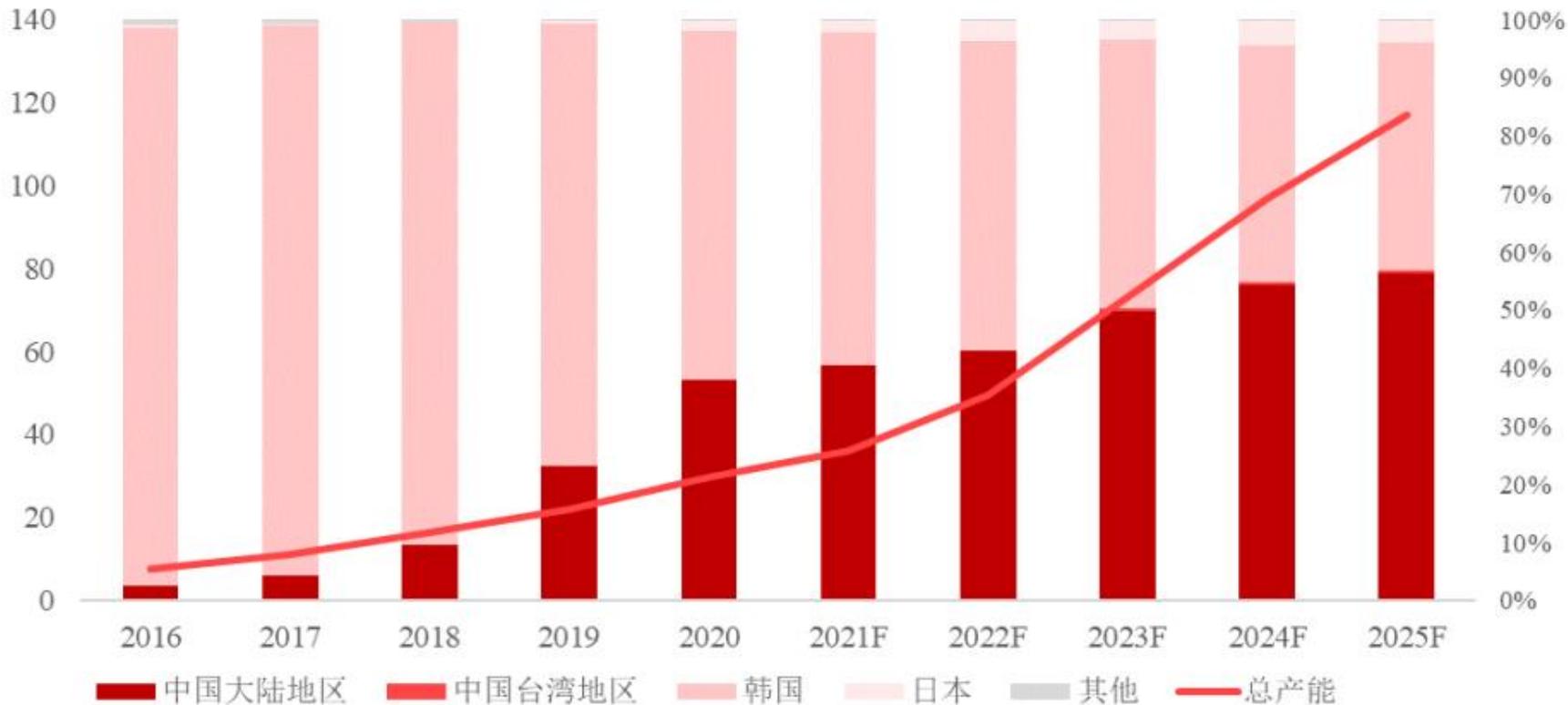
图表15：全球中小尺寸新型显示器件市场产品结构（亿美元）



# 中国大陆AMOLED产能占比提升，检测设备加速国产替代

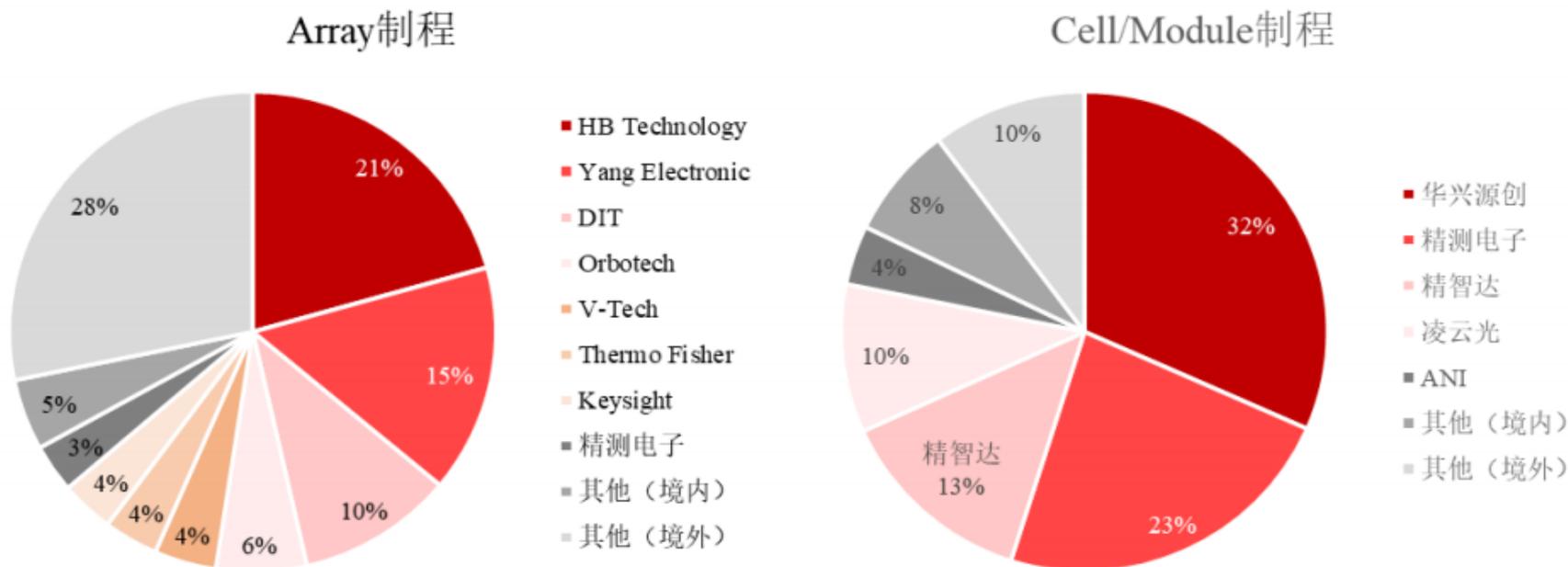
- 目前，全球新型显示器件主要生产企业主要集中在中国大陆地区、韩国、中国台湾地区及日本。凭借庞大的产业基础、系统的供应链体系、持续优化的性能和不断下降的成本，中国大陆地区业已成为TFT-LCD最主要的产地。AMOLED产能也正在快速向国内转移，京东方、维信诺股份、TCL科技、深天马等厂商占据国内AMOLED绝大部分产能并持续投入建设新产线。根据CINNO Research报告，全球AMOLED产能预计将从2020年的2,980万平方米增长至2025年的11,710万平方米，年平均复合增长率达31.5%，2021年韩国厂商仍然占据全球AMOLED面板一半以上的产能，随着国内厂商的AMOLED产能不断扩张，2025年中国大陆AMOLED产能占比预计将会达到56.2%。

图表16：全球 AMOLED 产能（百万平方米）及区域占比



- 我国新型显示器件检测设备市场主要企业包括显示器件产业起步较早且发展成熟的韩国企业、日本企业、中国台湾地区企业以及迅速发展的中国大陆地区企业。新型显示器件Array制程的检测系统市场仍然由韩国 HB Technology、韩国 Yang Electronic、韩国 DIT、以色列 Orbotech、日本 V Technology 等境外供应商占据主要份额。在Cell制程和Module制程，韩国 YWDSP、韩国 ANI 等境外企业曾是新型显示器件厂商主要设备供应商，近年来以公司、精测电子、华兴源创、凌云光等为代表的中国大陆新型显示器件检测系统生产企业凭借技术自主可控取得快速发展，在国内市场逐步取得优势地位。
- 根据CINNO Research报告，2021年中国大陆AMOLED行业Array制程检测设备厂商销售额前三位分别为 HB Technology、Yang Electronic 和 DIT，国产化率约为8%；2021年中国大陆AMOLED行业 Cell/Module制程检测设备厂商的销售额前三位分别为华兴源创、精测电子和精智达，国产化率已达86%。

图表17：2021年中国大陆AMOLED检测设备厂商市场份额



# 新型显示器件检测设备行业主要企业

图表18：除公司外新型显示器件检测设备行业主要企业

公司名称	注册地点	成立日期	主营业务	主要产品
精测电子	湖北武汉	2006年	显示、半导体、新能源检测系统的研发、生产与销售	在显示领域的主营产品包括信号检测系统、OLED调测系统、AOI光学检测系统和平板显示自动化设备等，在半导体领域的主营产品包括存储芯片测试设备、驱动芯片测试设备以及膜厚量测类设备等，在新能源领域的主营产品包括锂电池和燃料电池检测设备
华兴源创	江苏苏州	2005年	工业自动化测试设备与整线系统解决方案业务	主要产品包括平板显示检测设备、集成电路测试设备、可穿戴电子产品智能装备、新能源汽车测试设备、检测治具等，其中平板显示检测设备包括光学检测设备、老化检测设备、触控检测设备、信号检测设备、自动化检测设备等，集成电路测试设备包括测试机、分选机、晶圆缺陷检测设备等
凌云光	北京	2002年	机器视觉及光通信业务	机器视觉产品主要为可配置视觉系统、智能视觉装备、核心视觉器件等，其中新型显示智能视觉装备主要包括点灯检测设备、外观检测设备、DEMURA设备等；光通信产品主要为光纤器件与仪器代理产品、自主的光接入网产品等
深科达	广东深圳	2004年	平板显示模组设备、半导体设备及摄像头模组设备的研发、生产和销售	主要产品分为平板显示模组设备（贴合、检测、辅助）、半导体设备（分选机、固晶机）、摄像模组类设备及直线电机、直线模组等关键零部件
HB Technology	韩国	1997年	显示检测设备及材料的研发、生产与销售	显示检测设备主要包括AMOLED及TFT-LCD的Array制程与Cell制程检测设备，材料主要包括扩散板、导光板等
DIT	韩国	2005年	自动光学检测设备及激光设备的研发、生产与销售	自动光学检测设备主要包括显示器件检测设备、二次电池检测设备、汽车表面检测设备、半导体量测检测设备，激光设备主要包括切割设备、修复设备、退火设备等。
V Technology	日本	1997年	显示器件设备与半导体设备的研发、生产与销售	显示器件设备主要包括生产设备、检测设备、光罩设备等，半导体设备主要包括晶圆检测设备、曝光设备、探针卡等。
YWDSP	韩国	2004年	显示检测设备与半导体设备的研发、生产与销售	显示检测设备主要包括AMOLED及TFT-LCD的Cell制程与Module制程检测设备，半导体设备主要包括晶圆激光切割机等
ANI	韩国	2000年	显示设备、半导体设备、光学仪器的研发、生产和销售	显示设备主要包括AOI检测机、涂胶机、清洗机等，半导体设备主要包括晶圆外缘检查机、缺陷检查机等，光学仪器主要包括比色计等 <sup>22</sup>

# 公司新型显示器件检测积极向前道Array工艺检测扩展

- 公司的新型显示器件检测设备主要用于 AMOLED、TFT-LCD 等新型显示器件的 Cell 与 Module 制程的光学特性、显示缺陷、电学特性等各种功能检测 及校准修复，用于产品缺陷检测、产品等级判定与分类，对部分产品缺陷进行校准、修复及复判，从而提升产品良率、降低生产损耗，并为相关工序的工艺提升提供数据支撑。

图表19：公司主要产品应用于新型显示器件制造的具体环节

	工艺流程	检测设备	检测内容
Array 阵列制程	清洗→成膜→光阻涂布→曝光 →显影→刻蚀→剥离 → 阵列检测	光学检测设备 电性检测设备 修补设备	主要对阵列基板进行各种光学、电学性能检测
Cell 成盒制程	OLED 清洗→对位→蒸镀 →封装→切割 → 屏体检测	光学检测设备 老化设备	主要对屏体进行各种光学、电学性能检测
	LCD 清洗→配向→胶框封装 →灌晶→贴合→切割 → 屏体检测		
Module 模组制程	偏贴→IC+FPC邦定 → 模组检测	光学检测设备 Gamma调节设备 Mura补偿设备 老化设备 触控检测设备	主要对模组或成品进行各种光学、电学性能检测及校正修复
	贴合 → 校正修复 成品检测		

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

- 公司的新型显示器件检测解决方案主要包括光学检测及校正修复系统、老化系统、信号发生器及检测系统配件等，具体情况如下：

图表20：公司新型显示器件检测解决方案

产品类型	主要产品名称	产品简介	产品图示
光学检测 及校正修 复系统	Cell 光学检测设备	主要用于新型显示器件 Cell 制程的自动对位压接、白平衡调节、点灯/外观缺陷 AOI 检测、自动分类分级下料等工序	
	Module 光学检测设备	主要用于新型显示器件 Module 制程的 Gamma 调节、AOI 检查、外观检查等工序	
	Gamma 调节设备	主要用于新型显示器件 Module 制程的 Gamma 调节	
	Mura 补偿设备	主要用于新型显示器件 Module 制程的 Mura 补偿	
	Micro LED/OLED 模组 AOI 检测设备	主要用于封装后 Micro LED/OLED 模组产品的 Mura 补偿，对产品进行点灯和外观缺陷 AOI 检测	
	Micro LED Wafer Test 设备	用于 Micro LED/Micro OLED wafer 产品点亮后的画面缺陷检查以及光学参数测量	

- 公司自成立以来，持续深耕于新型显示器件检测设备领域。设立初期，公司主要进行新型显示器件触控检测设备的研发、生产与销售，主要产品应用于显示器件触控模组的Sensor检测与线性检测；2015年以来，公司紧随新型显示器件行业的发展方向，将业务逐渐扩展到新型显示器件的光学检测及校正修复、老化、信号发生等领域，形成了新型显示器件的Cell制程与Module制程的光学检测及校正修复系统、老化系统、触控检测系统、信号发生器及检测系统配件等拥有自主知识产权的丰富产品线，为新型显示器件行业客户提供检测整体解决方案，与下游主要厂商建立了稳定的合作关系，积累了丰富的量产经验，实现了Cell光学检测设备、Cell老化设备等多种关键检测设备的国产化替代。

图表20：公司新型显示器件检测解决方案（接上表）

产品类型	主要产品名称	产品简介	产品图示
老化系统	Cell老化设备	主要用于新型显示器件 Cell 制备后的点亮老化	
	Module老化设备	主要用于新型显示器件 Module 开发设计过程中的例行试验，以及量产过程中的检验	
信号发生器	Cell信号发生器	主要用于新型显示器件 Cell 制程的检测信号及电源供给，可用于点灯检测及老化等工序	
	Module信号发生器	主要用于新型显示器件 Module 制程，可用于点灯检测、Gamma 调节、Mura 补偿及老化等工序	
检测系统配件		检测系统配件主要包括检测治具、检测耗材及其他辅助设备等。	

# 在研项目：拓宽新型显示产品布局

图表21：公司新型显示器件检测相关在研项目（24H1报告期）

序号	项目名称	预计总投资规模(万元)	本期投入金额(万元)	累计投入金额(万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
1	显示屏阵列基板视觉检测平台	2,000.00	478.52	498.80	测试阶段	解决高精度对位和吸附、防振动平台技术，批量采图、批量检测、缺陷信息快速处理等技术难题	国内领先	Array AOI设备主要是对Array段制程的大片基板提供全自动光学缺陷检测
2	通用视觉检测平台	1,000.00	537.15	661.84	测试阶段	单工位能够实现综合性的检查/补偿一体化功能（包括点灯检查，颜色测量，色亮度补偿，外观检查等）	国内先进	应用于各种显示产品尤其是Mini LED、Micro LED、Micro OLED等新一代显示器件的显示缺陷检测
3	通用深度学习检测平台	1,000.00	458.13	612.14	验证阶段	实现数据标注、数据集训练及训练结果文件自动分发、结果推理等模块功能，单张96×96大小推理图CPU推理耗时2ms，漏检率≤0.5%，过检率≤1%	国内领先	应用于各种显示产品的显示缺陷和外观缺陷检测，非显示产品的外观缺陷检测等场合
4	XR技术应用及检测开发平台	1,500.00	113.27	113.27	方案设计	实现针对微显示器件的点灯检测功能	国内领先	用于针对虚拟显示、增强显示和混合显示等运用的微型现实器件的显示效果检测
5	色亮度测量技术开发	2,500.00	230.74	349.24	样机调试	用于测量显示面板、微显示发光体整体的亮度、色度及发光均匀分布等；同时可以结合上位机，实现自动化的色亮度、均一性测量，以及AOI相关检测（在超低亮度都情况下也可适用）。通过自主开发软硬件实现高质量成像，提高自动化设备检测效率	国内领先	可应用于显示面板、微显示后端的测试需求



**半导体存储：半导体存储器件测试业务加速推进，积极布局HBM相关测试设备**

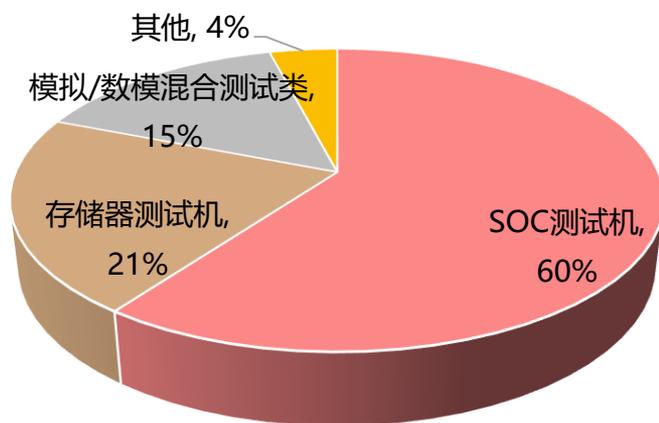
# 预计25年中国半导体测试机市场规模将达到130亿元

- 测试机为后道测试设备中最大的细分领域。从结构来看，测试设备中，测试机在CP、FT两个环节皆有应用，而分选机和探针台分别仅在设计验证和成品测试环节及晶圆检测环节与测试机配合使用，且测试机研发难度大、单机价值量更高，因此测试机价值量占比最大，占比接近70%，而分选机、探针台占比分别为17%、15%。
- 在政策支持、全球晶圆厂扩产潮、芯片技术升级、半导体终端产品应用面的扩展的背景下，我国半导体测试机行业市场规模不断扩大。根据数据显示，2022年，我国半导体测试机行业市场规模达113.6亿元，其中SOC测试机市场规模为71.5亿元，存储测试机市场规模为18.3亿元，模拟测试机市场规模为16.2亿元；预计2025年半导体测试机市场规模将达到129.9亿元。

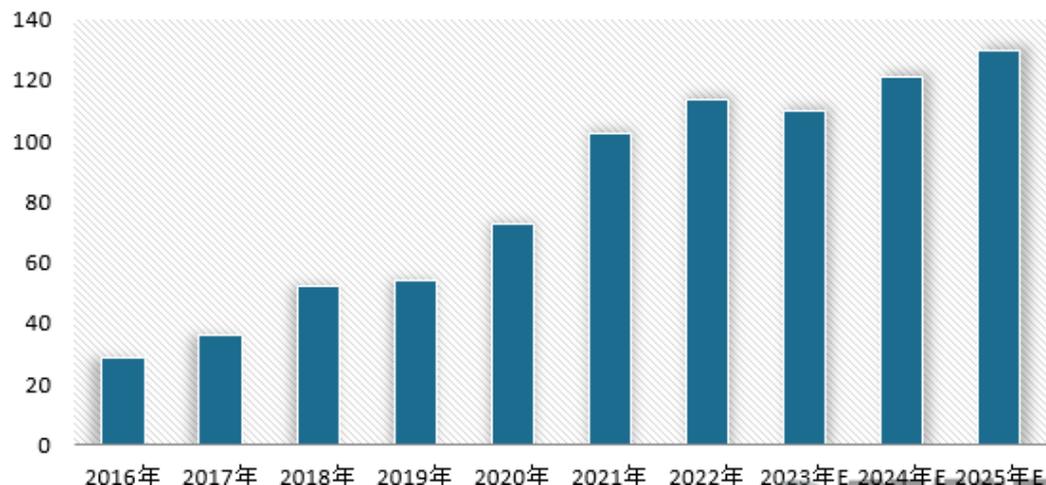
图表22：中国半导体测试机行业国产企业自给率情况

细分领域	代表厂商	自给率
模拟/数模混合测试机	华峰测控、长川科技、宏测半导体	85%
分立器件测试机	联动科技、上海友能电子、宏邦电子	90%
SOC测试机	御渡半导体、冠中集创、悦芯科技、胜克等	10%
存储器测试机	精鸿电子、精智达	8%
RF测试机	凌测电子	4%
电学参数测试机	广立微	5%

图表23：中国半导体测试机行业细分市场结构



图表24：2016-2025年中国半导体测试机行业市场规模（亿元）



# 存储器测试机占测试机市场空间约21%，国产化率极低

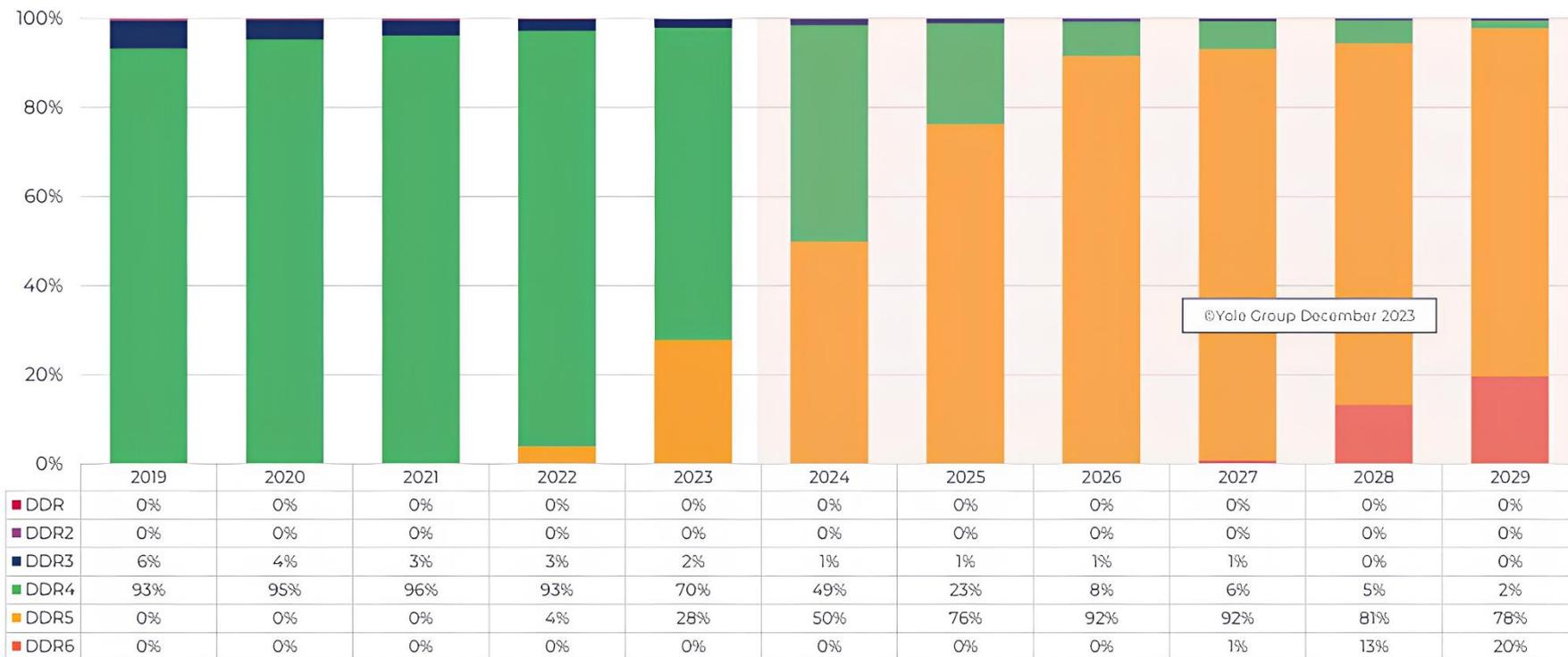
- 按照测试机所测试的芯片种类不同，测试机可以分为模拟/数模混合类测试机、SoC测试机及存储器测试机等。模拟类测试机主要针对以模拟信号电路为主、数字信号为辅的半导体而设计的自动测试系统；SoC测试机主要针对SoC芯片即系统级芯片设计的测试系统；存储器测试机主要针对存储器进行测试，一般通过写入一些数据之后在进行读回、校验进行测试。

图表25：不同种类测试机区别对比

测试机分类		测试对象		单芯片引脚数	主要参数	技术特点和难点	技术难度	价格区间	国产化率
模拟测试机	分立器件测试机	分立器件、大功率器件	MOS管、二极管、三极管、IGBT元件等	10个引脚以内	速度5-10MHz，向量深度8-16MV，调试工具1-3种，协议1-2种，并测几十到几百引脚	除IGBT等大电压、大电流的测试机相对有一定难度外普通分立器件测试对测试软件、算法和工具几乎没有什么特别要求	除IGBT有一定难度外，其他难度不高	5-15万美金	较高
	模拟测试机	模拟电路	放大器、电源芯片等	几个至几十个引脚		相对测试要求不高，对测试软件、算法和工具要求不高	难度不高		
	数模混合测试机	模拟电路/逻辑电路	低端AD/DA芯片等			对电压和电流的量测较多，几乎不需要太多的数字通道，只需要最基本的少量数字通道和矢量，对速度、向量深度、算法软件和工具要求不高	难度不高		
SOC测试机	微处理器/逻辑芯片/通信芯片等纯数字或数模混合/数字射频混合芯片	CPU、GPU、ASIC、DSP、MCU、CIS、显示驱动芯片、高端AD/DA芯片、射频芯片等	几十至上千个引脚	速度100MHz-1.6GHz、向量深度256-512MV、调试工具5-10种、协议100余种、并测几百到几千引脚	SOC芯片总体测试要求非常高，对测试板卡速度、精度、向量深度、种类、测试方法和算法、调试工具、软件等要求非常高，且要求高并测，因此其硬件系统和软件系统的复杂度和技术要求极高，需要持续研发以适应不断迭代的高端芯片及新的技术标准和协议	难度非常高	20-150万美金	较低	
存储器测试机	存储器	DRAM、NAND Flash等存储芯	几百个引脚	速度200MHz-6GHz、向量深度256-512MV、调试工具2-3种、协议2-3余种、并测几百上万个引脚	DRAM/NAND测试对测试机要求非常高，系统、软件、算法、调试工具系统庞大复杂、对新的DRAM标准持续支持研发投入大，技术难度大，同测数量要求可达1024DUT，系统非常昂贵	难度非常高	100-300万美金	极低	
射频 (RF) 测试机	PA/FEM/射频开关	射频芯片	一般不超过10个引脚	速度50MHz、向量深度8-16MV、调试工具近10种、协议近20种、并测几十到上百个引脚	射频板卡VSTTX/RX需支持最新协议标准，频率要求高、带宽宽、量测精度要求高，核心射频板卡研发难度非常大，但软件和系统方面相对于SOC测试机没有那么复杂	难度较高	30-40万美金	较低	

- 每一代新DDR的目标都是优化容量和内存带宽，这在HPC应用程序中多核工作负载的性能扩展中起着至关重要的作用。功耗和延迟也是值得考虑的关键因素。DDR5的出货量正在增长。Yole预计，2024年DDR5将占DDR DRAM总出货量的50%。
- 在全球存储市场日益激烈的竞争中，中国DRAM大厂长鑫存储近日传出好消息：该公司已成功量产DDR5内存芯片，且产品良率达到约80%。这标志着长鑫存储正在加速追赶全球头部DRAM厂商的脚步，如三星、SK海力士和美光等。同时国产DDR5的量产未来也将带动相关检测设备的发展。

图表26: DDR DRAM bit 出货量 (来源: Yole)



资料来源:《Next-Generation DRAM 2024 Focus on HBM and 3D DRAM》(Yole), EET, 中邮证券研究所

- 从2022年底开始，生成式人工智能应用（例如ChatGPT）的兴起，推动了数据中心市场对高速内存技术（即DDR5 DRAM和高带宽内存（HBM））的需求。
- 通过3D堆叠等技术，半导体存储器件向着高速、低功耗、大容量的方向持续发展。在技术创新和产品创新的双重驱动下，半导体测试设备不断更新升级。

图表27: HBM产品发展图 (来源: Yole)

HBM Generation	HBM	HBM2	HBM2E	HBM3	HBM3E / HBM3P <sup>(1)</sup>	HBM4 / HBMNext <sup>(2)</sup> (expected)
Players with market products		Flarebolt Aquabolt Aquabolt-XL (PIM)	Flashbolt  	Icebolt 	Shinebolt  	  
Year of first product release	2014	2018	2020	2022-2023	2024	2026
Typical number of dies per stack (main packaging approach)	4Hi (TSV & Microbumps)	4-8Hi (TSV & Microbumps)	4-8Hi (TSV & Microbumps)	8-12Hi (TSV & Microbumps)	8-12Hi <sup>(3)</sup> (TSV & Microbumps)	12-16Hi (Cu-Cu hybrid bonding for 16Hi)
Max capacity per stack	1GB	4-8GB	8-16GB	16-24GB	24-36GB	36-64GB
Die density (Typical process)	2Gb (2x)	8-16Gb (2y, 2z)	16Gb (1y, 1z) <sup>(4)</sup>	16Gb (1z)	24Gb (1a, 1b/1β) <sup>(5)</sup>	24-32Gb (1b/1β, 1c/1γ)
Max data rate	1Gbps	2-2.4Gbps	3.2-3.6Gbps	5.6-6.4Gbps	8.0-9.8Gbps	≥ 9Gbps
Effective Bus Width	1,024	1,024	1,024	1,024	1,024	2,048
Max bandwidth per stack	128GB/s	205-307GB/s	460GB/s	819GB/s	1.2TB/s	≥ 2TB/s

Major update!

Notes: (1) HBM3P is Samsung's name for HBM3E; (2) HBMNext is Micron's name for HBM4, while its HBM3E is sometimes referred to as HBM3 Gen 2. (3) HBM3 technically supports 16Hi stacks, but so far, no manufacturer is using it. (4) Different from Samsung and SK hynix, Micron started manufacturing HBM2E with 1z DRAM. (5) Micron and SK hynix are expected to implement HBM3E with 1β/1b hynix) process, while Samsung is likely to start from the 1a process.

图表28：除公司外半导体测试设备行业主要企业

公司名称	注册地点	成立日期	主营业务	主要产品
长川科技	浙江杭州	2008年	主要从事集成电路专用测试设备的研发、生产和销售	主要产品分为测试机、分选机、自动化设备及AOI光学检测设备：测试机包括大功率测试机、模拟测试机、数字测试机等；分选机包括重力式分选机、平移式分选机、测编一体机；自动化设备包括指纹模组、摄像头模组等领域的自动化生产设备；AOI光学检测设备包括晶圆光学外观检测设备、电路封装光学外观检测设备等
华峰测控	北京	1993年	主要从事半导体自动化测试系统的研发、生产和销售	主要产品为半导体自动化测试系统及测试系统配件，主要用于模拟、数模混合、分立器件和功率模块等集成电路的测试
泰瑞达	美国	1960年	专注于自动化测试设备及工业自动化解方案	主要产品分为工业自动化、半导体测试、无线测试、存储测试、量产板测试、运动控制软件等
爱德万	日本	1946年	半导体自动化测试设备供应商	主要产品覆盖从晶圆级测试到系统级测试，包括SoC测试系统、存储器件测试系统、测试机械手、接口方案、电子测量仪器等
科休	美国	1947年	半导体后道测试设备和服务	主要产品包括半导体分选机、裸板PCB测试系统及接口产品、备件和套件等辅助设备

# 半导体存储测试加速推进，积极布局HBM相关测试设备

- 公司的半导体存储器件测试设备主要用于在 DRAM 等半导体存储器件的晶圆制造环节对晶圆裸片进行电参数性能和功能测试，或在封装测试环节对芯片颗粒进行电参数性能和功能测试，以保证出厂的芯片性能和功能指标达到设计规范要求。

图表29：公司主要产品应用于半导体制造的具体环节

	工艺流程	检测设备	检测内容
芯片设计	逻辑设计、电路设计、图形设计 → 设计验证		
晶圆制造	质量控制 (膜厚/关键尺寸/套刻对准/缺陷检测)	质量控制设备	量测设备 缺陷检测设备
	氧化扩散→光刻→刻蚀→去胶 →离子注入→沉积→抛光、金属化 → 晶圆测试 (CP)	晶圆测试设备	测试机 探针台 探针卡
封装测试	背面减薄→晶圆切割→贴片→ 键合→模塑→切筋成型 → 成品测试 (FT)	成品测试设备	测试机 老化修复设备 分选机

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

- 公司在不断做大做强新型显示器件检测设备业务的同时，将检测设备的应用领域向半导体行业进行延伸。2020年以来，公司设立精智达集成电路培养半导体测试设备研发及生产团队，与韩国半导体存储器件测试设备企业UniTest成立合资公司精智达半导体，并参股投资冠中集创等，为半导体存储器件行业客户提供测试设备及解决方案，具体业务模式主要包括：（1）根据下游客户需求主导方案定型与机型选择，在向Unitest或其他供应商采购相关产品的基础上，向下游客户提供设备组装及安装调试、测试治具配套、测试程式开发、产品测试验证等技术支持及售后服务，交付本地化测试系统解决方案；（2）与UniTest合作开展DRAM晶圆老化测试设备产品的研发及DRAM老化修复设备产品的本地化生产；（3）独立开展探针卡、DRAM FT测试机等产品的研发。
- 公司的半导体存储器件测试解决方案主要用于在DRAM等半导体存储器件的晶圆制造环节对晶圆上的裸片进行电参数性能和功能测试以及修复，或在封装测试环节对芯片颗粒进行电参数性能和功能测试、老化以及修复，以保证出厂的芯片性能和功能指标达到设计规范要求。公司的半导体存储器件测试解决方案主要包括存储器晶圆测试系统、存储器老化修复系统、存储器封装测试系统及其他测试配件等，具体情况如下：

图表30：公司半导体存储器件测试解决方案

产品类型	主要产品名称	产品简介	产品图示
存储器 晶圆测试系统	探针卡	主要用于晶圆测试时实现测试机与被测裸片的电气联接，通过传输信号对芯片参数进行测试	
	DRAM CP 测试机	对 DRAM 晶圆制作完成后，封装前进行功能指标测试、电学参数测试及修复	

图表30：公司半导体存储器件测试解决方案（接上表）

产品类型	主要产品名称	产品简介	产品图示
存储器 老化修复系统	DRAM 老化修复设备	对封装后的芯片颗粒进行高低温与大电流环境下的老化测试，在测试中对颗粒内部缺陷进行修复	
	DRAM 老化修复治具板	主要用于连接封装后 DRAM 芯片和老化测试 ATE 设备，是 DRAM ATE 中重要的部件	
存储器 封装测试系统	DRAM FT 测试机	对封装后的芯片颗粒进行实际应用条件下的功能指标测试	
	DRAM 通用测 试验证系统 (UDS)	面向DRAM设计及制造企业研发的紧凑型可移动测试系统	
测试系统配件		测试系统配件主要包括老化板及其他耗材等。	

# 在研项目：持续推进DRAM高速测试机

图表31：公司半导体存储器件测试相关在研项目（24H1报告期）

序号	项目名称	预计总投资规模(万元)	本期投入金额(万元)	累计投入金额(万元)	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
1	基于DRAM高速测试机高速互联技术（高速单端信号切换及板间互连）的研究	2,000.00	685.44	860.94	测试验证	为了实现DRAM高速信号的测试，ATE系统中不同单板间存在高达9Gbps的单端高速信号需要进行传输和板级互联，本项目目的是确保测试信号到达被测DUT处的信号质量能满足ATE测试要求	国际先进	可应用于DRAM ATE在FT阶段的测试需求
2	基于DRAM高速测试机专项技术（ALPG&TG&RA）的研究	1,500.00	334.81	549.40	测试验证	本项目研究的目的是搭建DRAM测试架构，通过ALPG灵活生成DUT所需的测试波形，并采样DUT输出比对判决供后级模块记录，并通过一系列算法以及软件平台，来提供修复被识别到的缺陷，以提高DRAM芯片的良率和可靠性	国际先进	可应用于DRAM ATE从CP到FT等不同阶段的测试需求
3	基于DRAM高速测试机智能、高效、易扩展的自动化测试平台构建	1,500.00	466.30	805.05	测试验证	开发基于DRAM高速测试机的自动化测试平台，把人为驱动测试行为转化为机器执行的一种过程，减少人力成本的投入，提升测试效率和测试质量。	国内领先	可应用于DRAM ATE从CP到FT等不同阶段的测试需求
4	基于DRAM高速测试机恒温控制、精准运动机构、可靠性、安全性技术研究	1,200.00	490.95	633.06	样机测试	本项目是为解决DRAM ATE设备在不同测试阶段，与第三方设备对接过程中的解决精准对位、海量连接器的同时插拔问题，以及过程中信号的完整性问题	国内领先	可应用于DRAM ATE从CP到FT等不同阶段的测试需求。
5	探针卡关键部件基础技术研究	1,000.00	220.75	387.35	测试验证	聚焦针卡PCB多层板（100层以上）的设计及制造技术能力，解决多层板平整度问题。保证高速信号一分多路情况下信号完整性参数达标。	国内领先	可应用于DRAM探针卡/SoC探针卡
6	高速图形向量生成技术	600.00	31.85	58.79	测试验证	高速图形向量生成技术是为DRAM测试机ATE设备中实现可编程输出数字信号的核心技术，基于该技术，最终用户可以通过编程方式输出各种信号，包括生成器输出预期的地址address、数据data、控制controller等信号流。经过其他部件输出为期望的波形并输出到DRAM芯片，从而完成DRAM的上电、读写等各种操作	国际先进	可应用于DRAM ATE从晶圆到老化等不同阶段的测试需求

四

盈利预测

- **新型显示器件检测设备领域：**当前，国内新型显示器件生产厂商持续大规模投资并加速升级面板生产线，显著推动我国新型显示器件检测设备行业的高速发展及国产化替代进程。考虑到公司在AMOLED中后道的Cell和模组产线检测设备领域占据了一定的市场优势地位，以及在前道Array工艺检测设备领域的扩展，公司该业务有望快速增长。我们预计该业务2024/2025/2026年整体营业收入分别为7.06/8.70/10.41亿元，同比增长25.01%/23.20%/19.69%，毛利率为42.45%/43.84%/44.72%。
- **半导体存储器件测试设备：**鉴于国际贸易环境日益复杂多变，国内存储器件厂商迫切需要能够迅速响应服务需求、高性价比，并具备自主可控及产业链安全保障的国产设备。同时，叠加国产DDR5的量产等国内存储厂商的发展，国内半导体存储器测试设备行业有望实现快速发展和崛起。考虑到公司老化修复设备及治具板、探针卡、DRAM通用检测验证系统等已经获得客户订单且市场占有率持续提升，以及CP、FT测试机的快速进展，公司有望在存储扩产中获得更多订单份额。我们预计该业务2024/2025/2026年整体营业收入分别为2.07/3.98/6.05亿元，同比增长150%/92%/52%，毛利率为28%/29.50%/30.50%。

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>新型显示器件检测设备领域</b>								
营收	155	273	383	443	565	706	870	1041
YoY		76.57%	39.99%	15.86%	27.33%	25.01%	23.20%	19.69%
毛利	54	108	156	165	239	300	381	465
毛利率	35.05%	39.50%	40.64%	37.26%	42.32%	42.45%	43.84%	44.72%
<b>半导体存储器件测试设备</b>								
营收		10	74	57	83	207	398	605
YoY			656.97%	-23.27%	45.52%	150.00%	92.00%	52.00%
毛利		2	21	17	22	58	117	185
毛利率		19.63%	28.71%	30.12%	26.84%	28.00%	29.50%	30.50%
<b>其他业务</b>								
营收	2	1	1	4	1	1	1	1
YoY		-38.23%	-9.51%	217.70%	-75.61%	5%	5%	5%
毛利	1	1	1	3	1	1	1	1
毛利率	52.43%	88.94%	84.92%	76.40%	62.67%	63%	63%	63%
<b>合计</b>								
营收	157	285	458	505	649	914	1269	1647
YoY		81.10%	61.00%	10.10%	28.53%	40.96%	38.78%	29.81%
毛利	56	111	178	186	262	358	499	651
毛利率	35.31%	39.07%	38.83%	36.78%	40.37%	39.20%	39.36%	39.51%

资料来源: iFind, 公司公告, 公司招股说明书, 中邮证券研究所

2025/1/7

证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			TTM	2024E	2025E	2026E	TTM	2024E	2025E	2026E
精测电子	300567.SZ	158	2.45	2.25	3.44	4.67	64.52	70.21	45.90	33.81
华兴源创	688001.SH	114	-0.02	2.95	4.41	5.76	-	38.51	25.76	19.72
凌云光	688400.SH	95	1.38	1.75	2.50	3.38	68.66	54.19	37.93	28.10
<b>均值</b>								<b>54.30</b>	<b>36.53</b>	<b>27.21</b>
<b>精智达</b>	<b>688627.SH</b>	<b>67</b>	<b>1.12</b>	<b>1.63</b>	<b>2.26</b>	<b>3.10</b>	<b>60.01</b>	<b>41.36</b>	<b>29.78</b>	<b>21.75</b>

注：精智达的归母净利润预测值采用中邮证券研究所预测值；其他公司的归母净利润预测值均采用iFind一致预期值。

- 宏观经济、行业弱复苏与需求不足风险,
- 市场竞争加剧风险,
- 客户集中度较高的风险,
- 毛利率下降风险,
- 研发进展不及预期风险,
- 应收账款和合同资产占比较高的风险。

# 公司财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	648.56	914.19	1,268.74	1,646.95	营业收入	28.53%	40.96%	38.78%	29.81%
营业成本	386.74	555.82	769.38	996.27	营业利润	83.44%	32.88%	43.50%	37.31%
税金及附加	3.28	4.66	6.47	8.40	归属于母公司净利润	75.10%	40.75%	38.87%	36.91%
销售费用	65.59	67.65	85.01	98.82	<b>获利能力</b>				
管理费用	32.67	38.40	48.21	59.29	毛利率	40.37%	39.20%	39.36%	39.51%
研发费用	71.85	100.56	140.83	181.16	净利率	17.84%	17.81%	17.82%	18.80%
财务费用	-10.47	-17.88	-17.48	-17.40	ROE	6.73%	9.11%	11.62%	14.32%
资产减值损失	-13.65	-5.00	-5.00	-5.00	ROIC	5.12%	7.88%	10.41%	13.17%
营业利润	126.72	168.39	241.64	331.79	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	3.05	1.10	2.00	2.00	资产负债率	13.80%	22.14%	24.00%	27.99%
营业外支出	0.24	0.30	0.30	0.30	流动比率	6.66	4.38	4.05	3.48
利润总额	129.54	169.19	243.34	333.49	<b>营运能力</b>				
所得税	17.57	10.15	23.66	32.56	应收账款周转率	3.48	3.64	3.72	3.64
净利润	111.98	159.04	219.67	300.94	存货周转率	1.56	1.77	1.72	1.70
归母净利润	115.68	162.83	226.13	309.60	总资产周转率	0.44	0.43	0.52	0.60
每股收益(元)	1.23	1.73	2.41	3.29	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.23	1.73	2.41	3.29
货币资金	740.63	730.26	728.54	817.11	每股净资产	18.29	19.01	20.69	22.99
交易性金融资产	300.57	300.57	300.57	300.57	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	219.47	283.48	398.32	505.87	PE	58.21	41.36	29.78	21.75
预付款项	4.83	6.53	9.32	11.89	PB	3.92	3.77	3.46	3.12
存货	237.58	391.85	500.98	671.49	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	1,760.80	2,146.81	2,405.47	2,835.41	净利润	111.98	159.04	219.67	300.94
固定资产	23.23	29.21	33.76	36.89	折旧和摊销	13.92	20.31	19.24	16.79
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	营运资本变动	-144.39	-69.36	-172.27	-135.56
无形资产	3.06	3.89	3.67	3.55	其他	4.94	15.03	11.22	10.49
非流动资产合计	235.69	146.42	143.19	142.39	<b>经营活动现金流净额</b>				
资产总计	1,996.49	2,293.23	2,548.66	2,977.80	资本开支	-16.96	-35.16	-14.28	-14.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-424.35	-14.11	2.54	3.29
应付票据及应付账款	202.35	350.78	444.05	601.87	<b>投资活动现金流净额</b>				
其他流动负债	62.12	139.35	149.19	212.17	股权投资	1,016.63	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	264.47	490.12	593.24	814.04	债务融资	0.00	9.77	1.00	1.00
其他	11.03	17.51	18.51	19.51	其他	-35.29	-95.66	-68.84	-94.11
非流动负债合计	11.03	17.51	18.51	19.51	<b>筹资活动现金流净额</b>				
负债合计	275.50	507.64	611.75	833.55	现金及现金等价物净增加额	526.57	-10.37	-1.72	88.57
股本	94.01	94.01	94.01	94.01					
资本公积金	1,375.20	1,375.20	1,375.20	1,375.20					
未分配利润	225.01	313.95	437.80	607.37					
少数股东权益	1.76	-2.03	-8.48	-17.15					
其他	25.01	4.46	38.38	84.82					
所有者权益合计	1,720.99	1,785.59	1,936.91	2,144.25					
负债和所有者权益总计	1,996.49	2,293.23	2,548.66	2,977.80					

# 感谢您的信任与支持!

THANK YOU

**吴文吉 (首席分析师)**

**SAC编号: S1340523050004**

**邮箱: wuwenji@cnpsec.com**

**翟一梦 (研究助理)**

**SAC编号: S1340123040020**

**邮箱: zhaiyimeng@cnpsec.com**

## 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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 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，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券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。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

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。

## 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

## 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

