

华兴源创(688001)

报告日期: 2025年02月20日

## 面板检测设备领军, 半导体/新能源打开成长空间

### ——华兴源创深度报告

#### 投资要点

##### □ 面板检测领军, 半导体/新能源打开成长空间

华兴源创业务覆盖平板显示、半导体、新能源汽车电子及智能穿戴设备检测领域, 在平板显示中后段制程的检测设备领域份额领先。2023年公司实现营收18.6亿元, 归母净利润2.4亿元。公司积极布局半导体/新能源检测领域, 已成为特斯拉指定供应商。伴随后续OLED 8代线产能建设周期开启, 及半导体/新能源领域检测设备的产品导入, 公司有望实现业绩的持续增长。

##### □ 8代线建设周期开启, 打开平板显示检测设备空间

在平板检测设备领域, 公司以32%的市场份额在中国大陆AMOLED行业Cell/Module制程检测设备中占据领导地位。随着下游核心面板厂8代线的建设推进以及AR/VR市场的快速发展, 公司平板检测业务将迎来新的增长机遇。此外, 据IDC预计, 2024-2028全球AR/VR出货量CAGR为36%。公司通过全资子公司华兴欧立通, 拓展智能手表和无线耳机的组装与检测业务, 并与苹果建立紧密的合作关系, 公司该业务有望持续增长。

##### □ 半导体检测设备国产替代空间广阔, 研发进展顺利

据沙利文数据显示, 中国半导体测试设备市场预计2027年将增长至267.4亿元, 其中测试机价值量在测试设备中占比63%。公司自主研发的T7600测试机已达到国际大厂中端SoC测试机水平, 测试机主要客户为三星、韦尔股份等头部客户。伴随公司产品的持续研发及客户导入, 相关订单有望增长, 公司半导体业务国产替代进程有望加速。

##### □ 新能源汽车检测设备市场稳步发展, 检测设备持续受益

据Future Market Insights和思瀚数据的预测, 2022年全球汽车测试设备市场规模达到31亿美元, 其中中国市场规模约为68.83亿元。作为特斯拉的指定供应商, 公司已成功建立了多样化的新能源汽车检测解决方案, 具备丰富的产品研发能力。随着新能源汽车产销量的不断增长以及相关技术的迭代升级, 公司新能源车检测业务有望持续增长。

##### □ 盈利预测与估值

我们预计公司2024-2026年营收分别为20/23/27亿元, 同比增长7.6%/15.9%/15.6%, CAGR为13%; 预计2024-2026年归母净利润分别为-4.8/2.5/3.0亿元, 同比增速分别为-300.7%/152.3%/19.9%, CAGR为8%。2024-2026年PE分别为-56/47倍。考虑到公司面板检测的领先地位, 及半导体/新能源领域的成长潜力, 首次覆盖给予“增持”评级。

##### □ 风险提示

下游需求不及预期、8代线建设不及预期等。

#### 财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1861.04	2001.96	2319.55	2681.65
(+/-)	-19.78%	7.57%	15.86%	15.61%
归母净利润	239.67	-481.03	251.64	301.79
(+/-)	-27.60%	-300.71%	152.31%	19.93%
每股收益(元)	0.54	-1.08	0.57	0.68
P/E	58.87	/	56.07	46.75
ROE	6.09%	-13.79%	6.87%	7.77%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

#### 投资评级: 增持(首次)

分析师: 邱世梁  
执业证书号: S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

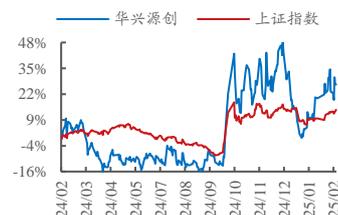
分析师: 周艺轩  
执业证书号: S1230524060001  
zhouyixuan@stocke.com.cn

研究助理: 顾淳晖  
guchunhui@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 32.63
总市值(百万元)	14,532.68
总股本(百万股)	445.38

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 正文目录

<b>1 面板检测领军，半导体/新能源打开成长空间</b>	<b>4</b>
1.1 面板检测设备领军，多元业务共同发展	4
1.2 财务分析：营收保持稳健，高研发投入支持长远发展	5
<b>2 面板检测设备领军，8代线建设周期带来新增量</b>	<b>7</b>
2.1 后端检测份额领先，8代线、新型显示打开增长空间	7
2.1.1 中国大陆显示面板出货面积全球领先，AMOLED 发展迅速	7
2.1.2 面板检测是面板制造的关键环节	8
2.1.3 平板显示产业发展带动检测设备投资	8
2.1.4 公司在 Cell/Module 检测设备中份额领先	9
2.2 AR/VR 设备市场发展，带来 Micro-OLED 领域检测设备增长新空间	10
2.2.1 全球 AR/VR 市场规模持续增长，中国市场尤为活跃	10
2.2.2 Micro-OLED 适合近眼显示，相应检测设备增长空间巨大	10
2.3 8代线建设周期开启，检测设备打开成长空间	11
2.4 智能穿戴设备出货量攀升，公司持续布局检测设备产品矩阵	11
<b>3 半导体检测设备国产替代空间广阔，研发进展顺利</b>	<b>14</b>
3.1 集成电路设计与生产核心环节，半导体测试设备市场潜力巨大	14
3.2 公司 SoC 与射频测试机实现量产，SIP 系统测试机进入大规模采购阶段	17
<b>4 新能源汽车检测设备市场稳步发展，检测设备持续受益</b>	<b>18</b>
4.1 新能源汽车市场增长强劲，带动检测设备市场发展	18
4.2 公司在新能源汽车检测设备领域产品竞争力强，与特斯拉合作稳定	18
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>20</b>
5.1 盈利预测	20
5.2 估值分析	21
<b>6 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司产品展示.....	5
图 3: 公司营业收入保持相对稳定.....	6
图 4: 公司盈利能力稳定.....	6
图 5: 公司三大产品业务营业收入 (亿元) .....	6
图 6: 公司三大产品业务毛利率 (%) .....	6
图 7: 公司费用率情况 (%) .....	7
图 8: 公司研发费用总体保持增长.....	7
图 9: 2016-2025 年中国大陆新型显示设备市场规模趋势 (十亿人民币) .....	8
图 10: LCD/OLED 工艺流程.....	8
图 11: 2016-2025 年中国大陆新型显示行业检测设备市场规模趋势.....	9
图 12: 2021 年中国大陆 AMOLED 行业 Array 检测设备厂商销售额占比排名 .....	9
图 13: 2021 年中国大陆 AMOLED 行业 Cell/Module 检测设备厂商销售额占比排名.....	9
图 14: 全球 AR/VR 头显设备出货量.....	10
图 15: Micro-OLED 器件结构.....	10
图 16: VR 显示技术演进.....	11
图 17: 屏显巨头陆续投资建设 8 代线.....	11
图 18: 2019-2024 全球可穿戴设备出货量及预测.....	12
图 19: 2017-2023 中国智能穿戴设备出货量.....	12
图 20: 半导体检测设备分类.....	14
图 21: 检测设备分类.....	15
图 22: 中国半导体检测设备行业市场规模及预测.....	15
图 23: 测试设备细分分类市场规模.....	16
图 24: 测试机分类 .....	16
图 25: 公司 T7600 测试机已达到国际大厂中端 SoC 测试机水平 .....	17
图 26: 公司的 T7600 系列 SoC 数字测试机.....	17
图 27: EP3000 128 Site 平移式分选机.....	17
图 28: 新能源汽车国内销量及增速.....	18
表 1: 公司可穿戴设备检测设备.....	12
表 2: 新能源汽车检测产品.....	19
表 3: 公司各业务收入 (亿元) 与毛利率 (%) 预测.....	21
表 4: 可比公司估值.....	21
表附录: 三大报表预测值.....	22

## 1 面板检测领军，半导体/新能源打开成长空间

**面板检测领军，半导体/新能源打开成长空间。**华兴源创业务覆盖平板显示、半导体、新能源汽车电子及智能穿戴设备检测领域，在平板显示中后段制程的检测设备领域份额领先。2023 年公司实现营收 18.6 亿元，归母净利润 2.4 亿元。公司积极布局半导体/新能源检测领域，已成为特斯拉指定供应商。伴随后续 OLED 8 代线产能建设周期开启，及半导体/新能源领域检测设备的产品导入，公司有望实现业绩的持续增长。

### 1.1 面板检测设备领军，多元业务共同发展

**深耕面板检测十九年，中后制程段领军。**华兴源创成立于 2005 年，始终专注于检测设备与整线检测系统解决方案的创新与研发。作为国内平板显示及集成电路检测设备领域的佼佼者，其产品广泛应用于 LCD、OLED 平板显示、集成电路、汽车电子等多个行业。依托全球化的专业检测技术，公司在技术研发、产品质量、技术服务等方面持续投入，为客户提供竞争力强、响应迅速的解决方案。在数字及模拟信号高速检测板卡、平板显示检测的机器视觉图像算法、高精度自动化与精密连接组件的设计制造等领域，公司展现出较强的竞争优势和自主创新能力，拥有众多自主研发的核心技术成果，引领行业技术发展。

**坚持创新，绑定头部客户。**华兴源创于 2019 年成功登陆中国资本市场，成为首批获得中国证监会注册的科创板上市企业之一。公司与苹果、三星、LG、夏普、京东方、JDI 等全球知名消费电子品牌建立了深厚的合作关系，服务于平板及模组厂商。通过在电子、光学、声学、射频、机器视觉及机械自动化等多个学科的交叉融合，公司为客户提供全面的自动化测试设备，涵盖芯片、SIP、模块、系统和整机各个工艺节点，展现了其在技术创新和市场竞争中的领先地位。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，公司招股说明书，浙商证券研究所

**消费电子/半导体/新能源多元业务发展。**公司产品涵盖四大事业方向：平板检测事业（FPD）、半导体检测事业（SEMI）、新能源汽车电子检测事业（EVE）以及穿戴检测事业（OLT）。其中，平板检测和半导体检测业务最为丰富。据 2023 年的营收数据，消费电子检测及自动化设备业务占据了公司总营收的主导地位，达到 13.12 亿元，占比 70.48%。与此同时，半导体检测和新能源汽车检测的营收占比分别为 13.39% 和 16.13%。与 2022 年

同期营收的 65%:24%:11%的比例相比，消费电子与汽车业务比重上升，而半导体业务比例则有所下降，表明公司在业务方向上进行了战略调整。

图 2: 公司产品展示

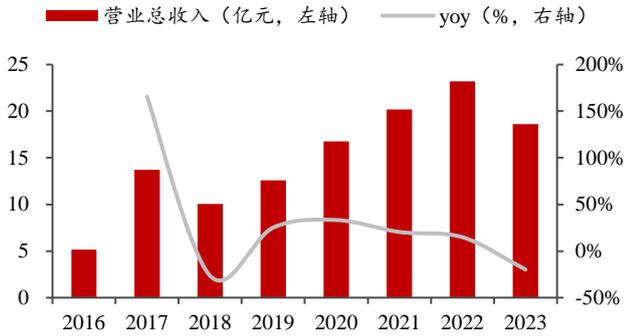


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

## 1.2 财务分析: 营收保持稳健, 高研发投入支持长远发展

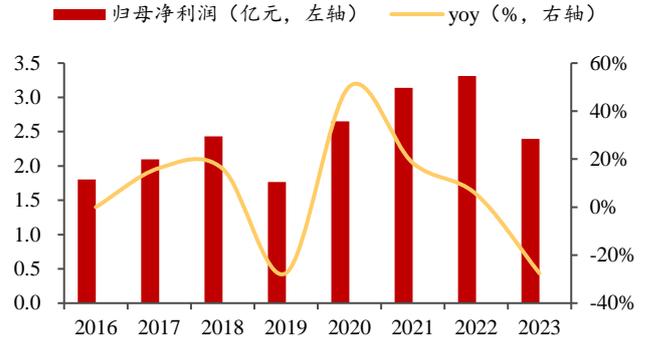
公司营业收入、盈利能力相对稳定。得益于消费电子行业的良好发展, 公司主营业务在 2019-2022 年期间保持稳定增长的态势。但由于全球经济下行、消费电子市场需求疲软等原因, 公司 2023 年营收、利润均发生下滑, 2023 年实现营收 18.61 亿元, 同比下降 19.78%; 实现归母净利润 2.40 亿元, 同比下降 27.60%。2019-2023 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 10.05%、8.07%。2020 年公司全资收购子公司华兴欧立通, 并合并报表, 致使 2020 年公司归母净利润、营收均涨幅较大。

图 3: 公司营业收入保持相对稳定



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

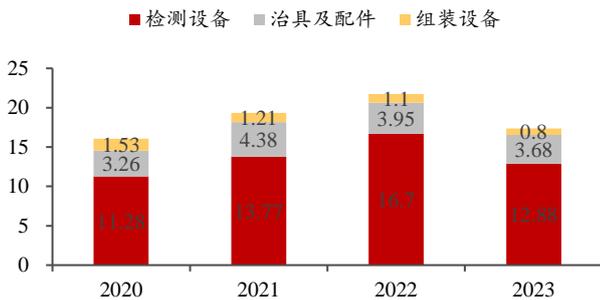
图 4: 公司盈利能力稳定



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

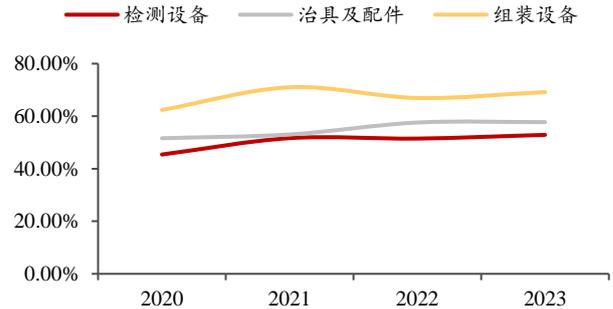
从产品角度来看, 公司业务主要包括检测设备、检测治具、组装设备。2023 年检测设备收入为 12.88 亿元, 约占总营业收入的 69.23%。检测设备主要包括显示检测设备、触控检测设备、光学检测设备、老化检测设备等。其中, 检测治具及配件收入 3.68 亿元, 占总营业收入的 19.77%。组装设备收入为 0.8 亿元, 占总营业收入的 4.3%。

图 5: 公司三大产品业务营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

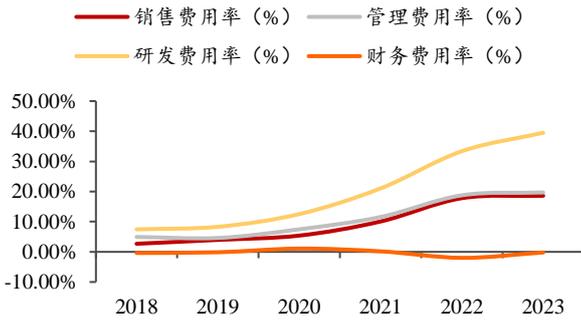
图 6: 公司三大产品业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

研发费用率持续增长, 三费控制稳定。自 2018 年以来, 该公司持续加大研发投入, 研发费用率呈现显著增长, 2018 年至 2023 年分别为 13.83%、15.34%、15.09%、17.48%、18.1% 和 21.33%。2023 年研发费用达 3.97 亿元, 2018-2023 年 CAGR 为 21.2%。为支持这一战略, 公司于 2021 年 11 月发行可转债, 募集资金 8 亿元, 主要用于研发可穿戴设备、微型显示以及 SiP 相关检测设备。公司秉持高研发投入策略, 采取需求响应与主动储备结合的研发模式, 致力于提升核心竞争力, 驱动公司长期发展。

图 7: 公司费用率情况 (%)



资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

图 8: 公司研发费用总体保持增长



资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

## 2 面板检测设备领军, 8 代线建设周期带来新增量

**面板检测设备领军, 8 代线建设周期带来新增量。**根据 CINNO Research 数据, 2021 年中国大陆新型显示行业设备市场规模达 1,100 亿元, AMOLED 行业设备市场规模将在 2024 年到达新的高峰, 预计将达到约 866 亿元。2021 年公司在大陆 AMOLED Cell/Module 检测设备销售额占比达 32%, 行业份额领先。据 IDC 预测, AR/VR 出货量将从 2024 年的 670 万台增长到 2028 年的 2290 万台, CAGR=36.3%; 同时, OLED 向中大尺寸升级, 面对中大尺寸需求, 京东方、维信诺等巨头陆续投资建设 8 代线, 巨大的资本开支和潜在出货, 将大幅提升相关检测设备的需求。随着下游核心面板厂 8 代线的建设推进以及 AR/VR 市场的快速发展, 公司平板检测业务将迎来新的增长机遇。

### 2.1 后端检测份额领先, 8 代线、新型显示打开增长空间

#### 2.1.1 中国大陆显示面板出货面积全球领先, AMOLED 发展迅速

**中国显示面板出货面积持续增长, AMOLED 市场规模迅速扩张。**历经多年发展, 中国显示产业规模持续增加, 2023 年中国大陆显示面板出货面积达到 1.76 亿平方米, 居世界首位。根据 CINNO Research 数据, 2021 年中国大陆新型显示行业设备市场规模达 1,100 亿元。其中, AMOLED、Mini LED/Micro LED 和 TFT-LCD 设备市场规模分别约为 600 亿元、271 亿元和 228 亿元。据 CINNO Research 预计, AMOLED 行业设备市场规模将在 2024 年到达新的高峰, 预计将达到约 866 亿元。

图 9: 2016-2025 年中国大陆新型显示设备市场规模趋势 (十亿人民币)

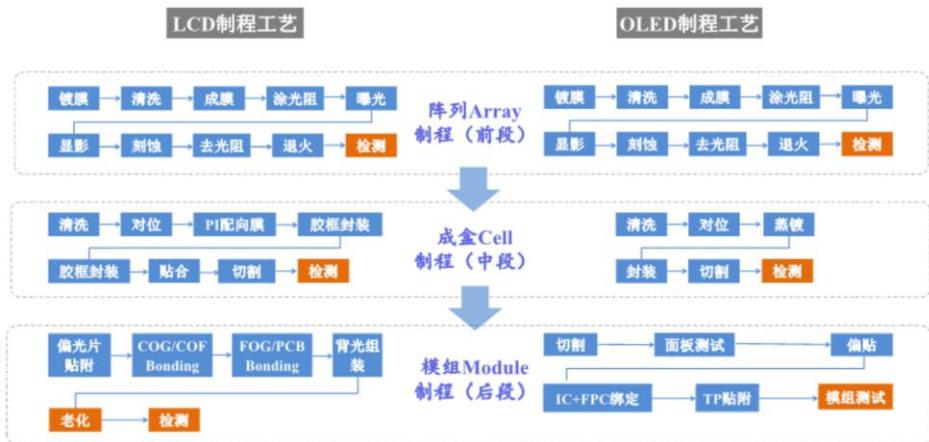


资料来源: CINNO Research, 浙商证券研究所

### 2.1.2 面板检测是面板制造的关键环节

面板检测环节关键, 保障显示生产制程的可靠性与稳定性。显示面板生产包含阵列 (Array)、成盒 (Cell)、模组 (Module) 三大制程, 检测环节则是各制程生产中的必备环节, 亦是保证良率的关键环节。检测设备主要在 LCD、OLED 等平板显示器件生产过程中进行显示、触控、光学、信号、电性能等各种功能检测, 从而保证各段生产制程的可靠性和稳定性。

图 10: LCD/OLED 工艺流程



资料来源: 华兴源创招股说明书, 浙商证券研究所

### 2.1.3 平板显示产业发展带动检测设备投资

平板显示产业扩张推动检测设备投资, 后端模组段成焦点。随着 OLED 产线投资的加速, 面板检测市场规模迎来增长, CINNO Research 统计数据表明, 中国大陆 2021 年检测设备市场规模约 59 亿元, 其中 Cell/Module 光学检测设备约 21 亿元, 占比 36%。CINNO Research 预测, 伴随着 2022 年起 TFT-LCD 及 AMOLED 多座工厂进入建设期, 新的建厂和扩产将带动中国大陆新型显示行业检测设备扩产, 市场规模在 2024 年将有望达 92 亿元, 其中 Cell/Module 制程光学检测设备市场规模在 2024 年也将达到 26 亿元。

图 11: 2016-2025 年中国大陆新型显示行业检测设备市场规模趋势

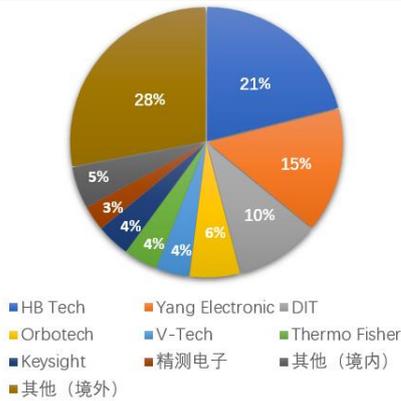


资料来源: CINNO Research, 浙商证券研究所

### 2.1.4 公司在 Cell/Module 检测设备中份额领先

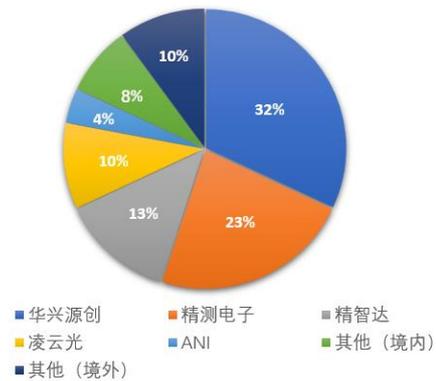
公司在 Cell/Module 检测设备中份额领先。面板的各制程检测设备技术原理差异大，对应检测设备也大不相同。模组段检测设备国产化程度高，但阵列和成盒段依然主要被外资所占据。根据 CINNO Research 统计数据显示，2021 年中国大陆 AMOLED 行业阵列制程检测设备厂商销售额前三位分别为 HB Tech、Yang Electronic 和 DIT，国产化率约为 8%。2021 年，公司凭借在 De-Mura 设备亮眼业绩和 API 设备领域的较大优势，以 32% 的销售额占比成为中国大陆 AMOLED 行业 Cell/Module 制程检测设备厂商的龙头，有望伴随新型显示检测设备市场发展而持续受益。

图 12: 2021 年中国大陆 AMOLED 行业 Array 检测设备厂商销售额占比排名



资料来源: CINNO Research, 浙商证券研究所

图 13: 2021 年中国大陆 AMOLED 行业 Cell/Module 检测设备厂商销售额占比排名



资料来源: CINNO Research, 浙商证券研究所

深度绑定头部客户，合作关系稳定。公司长期以来与市场最优质的客户合作，行业地位突出，并通过多年的积累，在技术研发、品牌声誉、产品品类、综合服务能力等方面形成了一定的优势，成为苹果、三星、索尼、LG、夏普（鸿海）、京东方、JDI、晶方科技、立讯精密、歌尔股份、富士康、韦尔股份等国内外知名企业优质的合作伙伴，与客户建立了密切稳固的合作关系和信任壁垒。

## 2.2 AR/VR 设备市场发展，带来 Micro-OLED 领域检测设备增长新空间

### 2.2.1 全球 AR/VR 市场规模持续增长，中国市场尤为活跃

全球 VR/AR 市场规模持续增长，24-28 年出货量 CAGR=36%。据 IDC 预测，随着新技术和更实惠的设备的出现，2025 年全球 AR/VR 出货量的出货量将飙升 41.4%，总体而言，行业将从 2024 年的 670 万台增长到 2028 年的 2290 万台，复合年增长率为 36.3%。另外，受益于 AR 和 VR 的融合，据 IDC 预计，MR 设备将在 2028 年占据 70% 以上的份额。

图 14: 全球 AR/VR 头显设备出货量

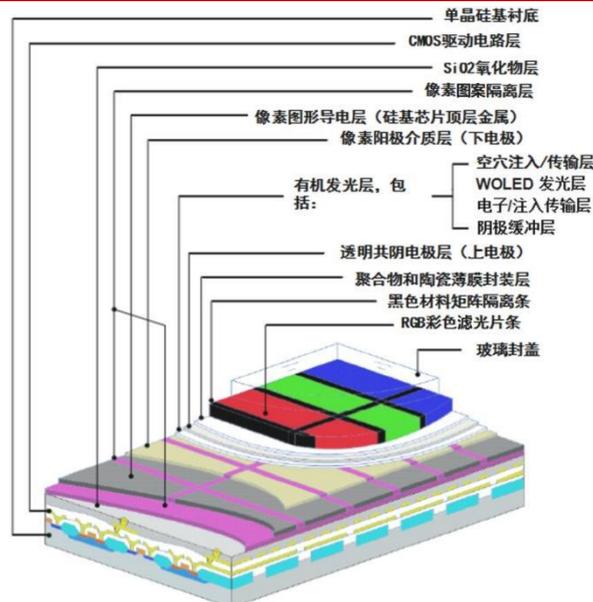


资料来源: IDC, 浙商证券研究所

### 2.2.2 Micro-OLED 适合近眼显示，相应检测设备增长空间巨大

**Micro OLED: 引领 AR/VR 设备的轻薄高效显示革命。** Micro OLED 适合近眼显示，尤其是 AR/VR 设备。Micro OLED 微型显示器尺寸小于 1 英寸，是 OLED 显示器的细分类别。Micro OLED 最大特色是将微显示直接搭载在晶圆之上，采用单晶硅晶圆为背板，能够让显示器更轻薄短小、耗电量更少、自主发光、高效率发光，特别适用于 AR、VR 等显示穿戴式设备。

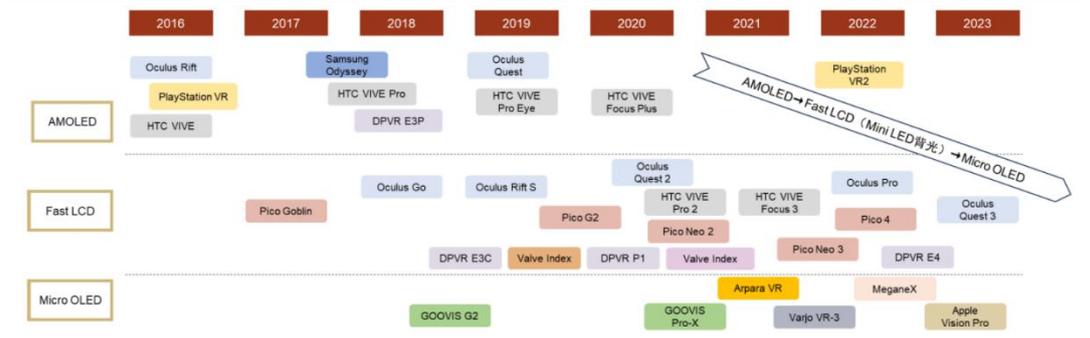
图 15: Micro-OLED 器件结构



资料来源: 行家说, 浙商证券研究所

**Micro OLED 有望在 VR/MR 中实现较高占比。**VR 初期，厂商们主要选用色彩对比度高、响应速度快的 AMOLED 为显示方案。伴随行业景气度提升和众多厂商的入局，VR 设备厂商追求提升产品使用效果。2023 年，随着苹果发布搭载硅基 OLED 的 MR 头显，以及消费 AR 头显市场将继续保持增长，硅基 OLED 出货将继续保持高速增长。据群智咨询预计，2023 年全球 XR 头显用硅基 OLED 面板出货有望超 150 万片，实现超 2 倍的增长。据 TrendForce 集邦咨询估计，2024 年在 AR 眼镜领域，Micro OLED 技术占比将达到 54%，在 VR/MR 领域，LCD 占比达 79%，而 Micro OLED 技术占比仅为 7%，预期 Micro OLED 技术将主导高阶 VR/MR 市场，占比于 2030 年提升至 23%。

图 16: VR 显示技术演进



资料来源: Omdia, 浙商证券研究所

### 2.3 8 代线建设周期开启，检测设备打开成长空间

8 代线建设周期开启，检测设备打开成长空间。OLED 向中大尺寸升级，在华为和苹果纷纷推出 OLED 屏 PAD。在笔电、车载、TV 等领域，OLED 中大尺寸显示有望逐步打开市场空间。面对中大尺寸需求，京东方、维信诺等巨头陆续投资建设 8 代线，巨大的资本开支和潜在出货，将大幅提升相关检测设备的需求。

图 17: 屏显巨头陆续投资建设 8 代线

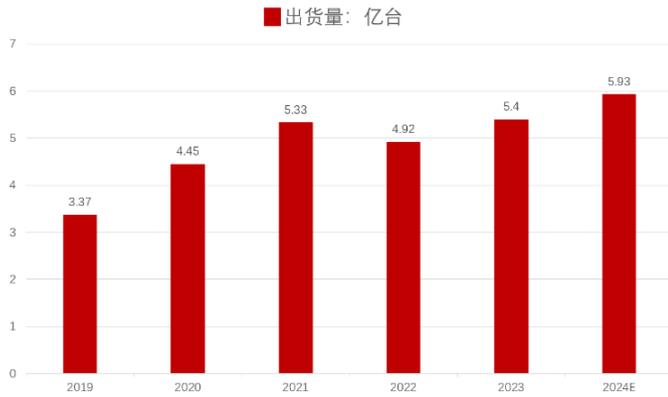
国家	公司	时间	投资总额	设计产能
韩国	三星	2023年4月	4.1万亿韩元	15k/月
中国	京东方	2023年12月	630亿元	32k/月
中国	维信诺	2024年5月	550亿元	32k/月

资料来源: 京东方公告、维信诺公告、OLEDindustry, 浙商证券研究所

### 2.4 智能穿戴设备出货量攀升，公司持续布局检测设备产品矩阵

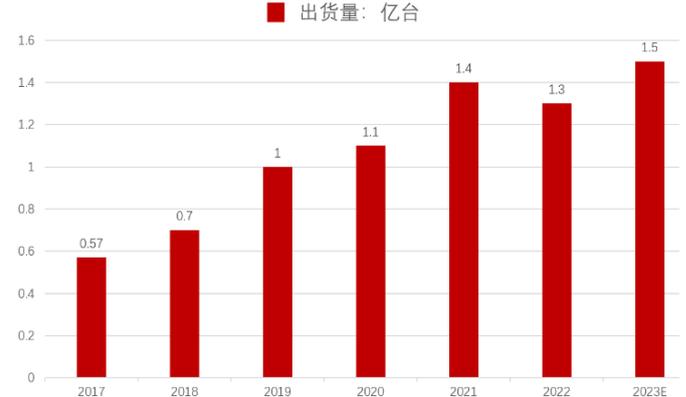
全球可穿戴设备市场规模持续上升，中国可穿戴设备市场增长势头强劲。根据中商产业研究院数据显示，2022 年全球可穿戴设备的出货量为 4.92 亿台，2023 年的出货量约为 5.4 亿台，预计 2024 年全球可穿戴设备的出货量将达到 5.93 亿台。中国市场方面，据 IDC 数据显示，2024 年第一季度中国可穿戴设备市场出货量为 3,367 万台，同比增长 36.2%，市场出货节奏明显加快，有望带动可穿戴设备检测设备市场快速增长。

图 18: 2019-2024 全球可穿戴设备出货量及预测



资料来源: 中商情报网公众号, 浙商证券研究所

图 19: 2017-2023 中国智能穿戴设备出货量



资料来源: 中商产业研究院, 浙商证券研究所

欧立通超额完成利润目标, 公司持续布局可穿戴设备组装与检测市场。2020 年 7 月, 公司完成了对欧立通的产业并购。欧立通产品可广泛应用于以可穿戴产品(如智能手表、无线耳机等)为代表的消费电子行业, 主要用于智能手表等消费电子终端的组装和测试环节。华兴欧立通 2019-2022 年度实现的扣除非经常性损益前后孰低的归属于母公司所有者净利润为 6.1 亿元, 大于累计承诺净利润 4.2 亿元, 业绩承诺超额完成。公司立足全资子公司华兴欧立通, 持续布局智能手表、无线耳机等消费电子的组装和检测业务, 保持与苹果、富士康、立讯集团、广达、歌尔集团等厂商的良好合作关系。

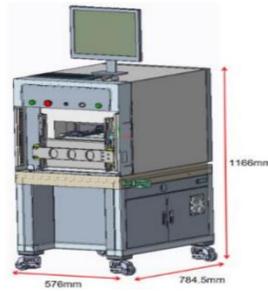
表1: 公司可穿戴设备检测设备

产品型号	产品示意图	产品介绍
InlineOQC 自动化		该设备整体长 28 米, 是针对智能手表屏幕功能的自动化检测设备, 实现自动上下料、OLED 屏幕功能检测一体的超大型 In-line 自动化设备, 具有检测功能全面、无人化和集成度高的特点。
无线耳机在线气密性测设备		测试系统在线式精确测量耳机指定位置的密封性, 采集数据并实时上传云端服务器。硬件部分主要包含: Macmini, PLC, 机械手, 工控机, 测漏仪。软件部分主要包含: 用户管理模块、硬件连接模块、参数设置模块、显示模块、数据库查询、报表功能等。
SMT 电路板功能检测治具		本产品为可穿戴产品主板检测设备, 项目设计核心点为搭载 BladePCBA 测试平台, 用来测试客户可穿戴产品的基板功能, 包括电压电流测量, 音频, Depth, USB, 背光测试等。包括 FCT/SWDL 测试设备, 用于可穿戴设备主板的的功能测试和固件烧录。
DFU 测试机		DFU 测试机台主要是对智能手表主板进行固件烧录和功能测试, 21 个产品同时实现固件烧录、电压电流测量、状态显示及 software 监控。
BI 测试机		对手表主板进行测试固件烧录, 然后进行满负荷运行, 并在运行过程中对

穿戴显示 TSP 系列 Tester



耳机硅胶套声学测试设备



手表主板的电压电流等参数进行监控测试。

穿戴显示触控检测设备, 测试产品触控功能和电性能参数通过测试 pad 压接产品表面, 运行专门的测试软件, 对不同画面下各种参数数据的监控和记录, 实现产品品质的管理, 并适时上传管理端, 实现数据适时共享, 设备支持人工及自动 Carrier 上料压接, 通过复杂的机构及测试软件实现数据的精密监控, 测试过程不需人工介入, 提高了测试数据的准确性, 数据的适时上传保证了产品生产情况的终身追溯。

上方用麦克风采集, 侧方用喇叭发声。麦克风下压形成密封。喇叭发送粉噪声, 检测声音通过产品后衰减了多少, 也就是检测产品的隔音性, 从而确定产品质量。该设备用于 TWS 耳机声学测试。设备配置有普通隔音箱、声学测试系统。隔音箱隔音量为 40dB(A), 声学测试系统由高精度校准麦克风、全频喇叭、声卡、功放、测试软件组成。测量项目包括 FR, THD, SEN, PHASE。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

### 3 半导体检测设备国产替代空间广阔，研发进展顺利

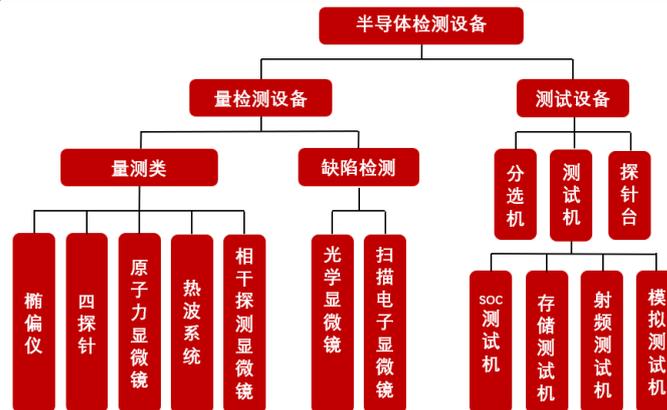
**半导体检测设备国产替代空间广阔，研发进展顺利。**据沙利文数据，中国半导体检测设备市场规模2022年达385.6亿人民币，预计在2023年至2027年CAGR=15.4%，2027年达到673.2亿人民币的规模。当前全球集成电路测试设备主要集中在SoC测试机、存储芯片测试机、射频测试机等高技术门槛测试设备领域，仍然由海外少数几家实力强大的巨头公司所垄断，国产替代空间广阔。公司不仅在SoC测试机和射频测试机领域实现了量产，其SIP系统测试机也迈入了大规模采购的新阶段。伴随公司新产品的持续研发及导入，公司半导体业务有望实现持续增长。

#### 3.1 集成电路设计与生产核心环节，半导体测试设备市场潜力巨大

**半导体检测设备：提升良率与效率的制程优化关键。**半导体检测设备是指使用电学测试、光学测试以及热学测试等测试技术，对制造过程中的半成品或成品芯片进行质量控制和性能测试的设备，贯穿于集成电路生产的全过程。随着晶体管密度成倍增加，芯片结构愈发复杂，芯片制造良率管理难度也呈指数级增长：成熟制程（以45nm为例）到先进制程（以5nm为例），对应的工艺步骤数从430道大幅提升至1250道；此外，GAAFET、MRAM等新一代的半导体工艺结构愈加复杂，在数千道制程中，每一道制程的检测都会显著影响芯片的成败。

**半导体检测环节：前道物理检测与后道电性检测的协同应用。**半导体检测分为前道量检测、后道检测。前道量检测主要应用于晶圆加工环节，对半导体晶圆上的结构尺寸和材料特性进行精确的量化描述，确保晶圆制造过程中的每一个工艺步骤都符合设计规格，保证最终产品的质量和性能。后道检测主要应用于晶圆加工后的芯片电性测试及功能性测试，侧重于发现晶圆表面上或电路结构中的缺陷和异常情况，通过扫描晶圆表面，识别和定位可能影响良率的缺陷。

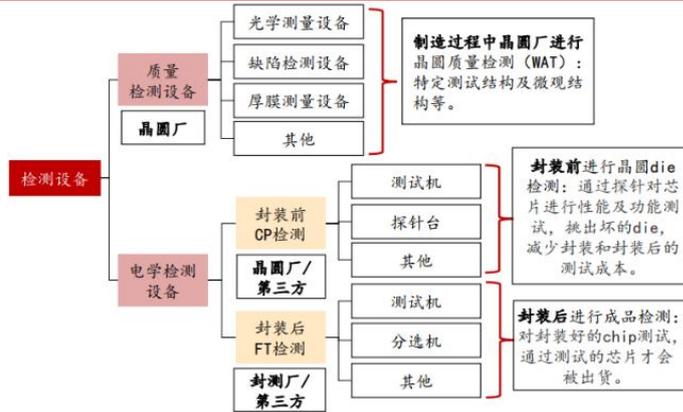
图 20：半导体检测设备分类



资料来源：沙利文，浙商证券研究所

**晶圆制造流程中的检测主要分为晶圆质量检测和电学检测。**晶圆质量检测（WAT）是指在晶圆制造阶段对特定测试结构进行测量，反映晶圆制造阶段的工艺波动、侦测产线的异常并对晶圆的微观结构进行检测等，包括量测类设备（光学测量、厚膜测量）和缺陷检测类设备等。电学检测偏重于芯片电学性能检测，主要分为封装前CP检测和封装后FT检测，主要包括测试机、探针台和分选机等。

图 21: 检测设备分类



资料来源: 尚普研究院, 浙商证券研究所

中国半导体检测设备市场稳步增长, 23-27 年 CAGR=15%。沙利文数据显示, 中国半导体检测设备市场规模以 31.1% 的年复合增长率, 由 2016 年的 76.1 亿人民币迅速增长至 2022 年的 385.6 亿人民币, 预计在 2023 年至 2027 年间, 该市场以 15.4% 的整体年复合增长率增长, 于 2027 年达到 673.2 亿人民币的规模。

图 22: 中国半导体检测设备行业市场规模及预测

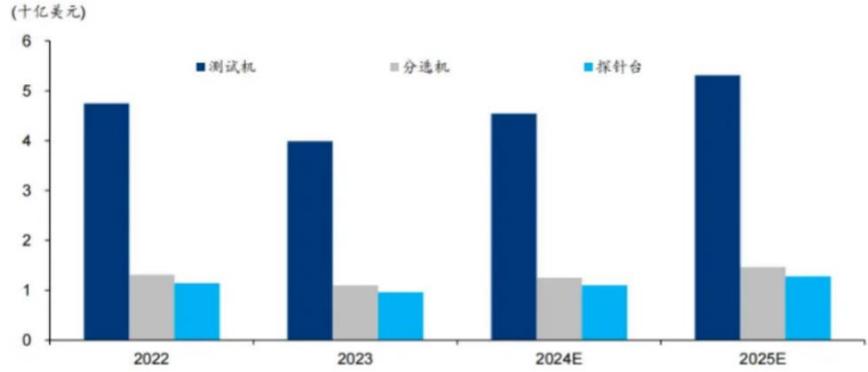
半导体检测设备行业市场规模 (按收入), 中国, 2016-2027E, 亿人民币



资料来源: 沙利文, 浙商证券研究所

**测试设备市场分析: 测试机占据最高价值份额。** 半导体测试设备主要用于检查芯片的电性能是否符合要求, 根据功能的不同可分为测试机、分选机和探针台。根据 SEMI 数据, 2023 年全球测试设备市场约为 63.2 亿美元, 约占半导体设备价值量的 6.3%。在测试设备中测试机、分选机和探针台的价值量约为 63%、17%和 15%。

图 23: 测试设备细分分类市场规模



资料来源: 深圳市侨商会公众号, SEMI, 浙商证券研究所

**SoC 测试机: 占据测试市场空间 60%。**测试机又可根据测试对象的不同, 分为 SoC 测试机、模拟测试机、存储器测试机、分立器件测试机和射频测试机。根据 SEMI 数据, 测试机市场空间占比中, SoC、存储器、数模混合类、其他测试机分别为 60%、21%、15%、4%, SoC 测试机价值量较高。

图 24: 测试机分类

测试机分类	应用场景	测试对象	主要参数	特征
SoC 测试机	微处理器、逻辑芯片、通信芯片、消费类芯片等	CPU、GPU、ASIC、DSP、MCU、AP、MODEM、显示驱动芯片等多种类型芯片	<ul style="list-style-type: none"> <li>测试频率在 100MHz 至 10GHz 之间</li> <li>向量深度范围在 32MV 至 512MV 之间</li> <li>可并测几百到几千个引脚</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>SoC 测试机的技术难度较高, 作为通用测试机需要测试各种应用和类型的芯片。</li> <li>SoC 测试机的被测产品集成度和复杂度, 被测产品种类和功能丰富, 测试功耗大, 且需持续研发以适应各种不同的、不断迭代的技术标准。此外对信号频率、测试精度、测试信号的灵活性及多样性的要求较高, 尤其是对数字通道测试频率要求较高。</li> <li>SoC 测试机通过集成数字板卡、射频板卡、模拟混合信号板卡等测试架构, 以覆盖多种芯片的测试需求。</li> <li>SoC 的客户涵盖面较广, 客户对测试机的功能需求也较复杂, 对测试机的稳定性也造成了挑战。</li> </ul>
存储器测试机	存储器	仅 DRAM、Flash 等存储芯片	<ul style="list-style-type: none"> <li>测试频率在 100MHz 至 6GHz 之间</li> <li>向量深度范围在 16MV 至 128MV 之间</li> <li>可并测几百到上万个引脚</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>存储器测试机的技术难度较高, 但仅针对单一类存储器芯片。</li> <li>存储器测试机为提高测试效率、降低测试成本, 对芯片测试数量、测试速度、自动算法等要求较高。尽管存储器逻辑电路较为简单, 但由于存储单元较多, 数据量巨大, 因此存储器测试机的并测引脚数多, 且对频率及信号同步性要求高。</li> <li>存储器测试机主要针对存储器进行测试, 其基本原理与模拟/SoC 测试机不同, 往往通过反复写入一些数据再校验读回的数据进行测试。</li> </ul>
模拟测试机	模拟电路、数模电路等	放大器、电源芯片等功率类芯片为主	<ul style="list-style-type: none"> <li>测试频率在 5MHz 至 10MHz 之间</li> <li>向量深度范围在 8MV 至 16MV 之间</li> <li>可并测几十到几百个引脚</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>模拟测试机的技术难度中等。</li> <li>模拟测试机技术难度主要体现在对测试精度的准确性, 以及电流和电压的测试范围有一定要求。</li> <li>模拟测试机通过改变输入模拟芯片的模拟/数字信号, 监测输出端的信号情况。</li> <li>可能被通用测试仪器取代。</li> </ul>
分立器件测试机	大功率器件、分立器件	MOS 管、二极管、三极管、IGBT 等元件	<ul style="list-style-type: none"> <li>测试频率在 5MHz 至 8MHz 之间</li> <li>向量深度在 8MV 至 12MV 之间</li> <li>可并测几十到上百个引脚</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>分立器件测试机的技术难度中等。</li> <li>大功率器件和第三代半导体在高压和大电流参数等方面对分立器件测试机有一定要求。</li> <li>分立器件测试机通过改变分立器件承受的电压电流, 测试其性能。</li> <li>可能被通用测试仪器取代。</li> </ul>
射频测试机	射频开关等射频器件	仅射频类应用芯片	<ul style="list-style-type: none"> <li>速度 50MHz 至 5GHz 之间</li> <li>向量深度在 8MV 至 16MV 之间</li> <li>可并测几十到上百个引脚</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>射频测试机技术难度较高, 但仅针对单一类射频芯片。</li> <li>射频测试机测试专用射频板卡需支持最新通信协议标准例如 5G 协议, 以及未来将会成熟的 6G 协议, 且对频率范围要求高。</li> <li>射频测试机通过在特定时段内发出特定频率及功率的信号, 并监测收回的信号进行分析, 达到测试射频芯片功能的目的。</li> <li>可能被通用测试仪器取代。</li> </ul>

资料来源: 沙利文, 浙商证券研究所

**测试设备国产化潜力巨大, 市场空间亟待开拓。**当前全球集成电路测试设备主要集中在 SOC 测试机、存储芯片测试机、射频测试机等高技术门槛测试设备领域, 仍然由海外少数几家实力强大的巨头公司所垄断。伴随全球半导体产业向中国转移及国内半导体产业崛起, 尽管目前国内集成电路测试设备企业体量仍较小, 但国内自主品牌测试设备需求空间广阔, 未来测试设备市占率提升空间巨大, 公司测试设备业务有望迎来新机遇。

### 3.2 公司 SoC 与射频测试机实现量产，SIP 系统测试机进入大规模采购阶段

公司 T7600 测试机达到国际大厂中端 SoC 测试机水平。公司自主研发的基于 ATE 架构的第二代 SOC 测试机 T7600 系列的技术参数已经达到行业内公认的中档 SOC 测试机的参数水平，多项指标可以对标同类型爱德万、泰瑞达畅销机型，并已在指纹、图像传感、MCU、TOF 等芯片测试上实现量产。其中，T7600 已经处于量产的 DP128 数字板卡达到了 128 通道，最高速率达到了 400MHZ，下一代产品 DP256 数字板卡目前已完成工程验证，可支持 IPTVSOC 芯片测试的高速音频+视频混合信号板卡 MIX32 已经研发成功。

图 25: 公司 T7600 测试机已达到国际大厂中端 SoC 测试机水平

	数字通道数	速率	大电流板卡	模拟板卡最高采样率	模拟办卡 THD	高速串行板卡	射频板卡	机型
高端	≥ 2048	≥800Mhz	≥ 320A	≥ 400Msps	<-120dB	有	有	UltraFlexPlus、V93000
中端	≥ 1024	≥400Mhz	无	≥ 200Msps	<-80dB	无	无	J750、T2000、3680、DiamondX
低端	≥512	≥100Mhz	无	≥ 100Msps	<-70dB	无	无	3380、S100、S200
T7600	2304	400Mhz	576A	250Msps	-115dB	无	有	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 26: 公司的 T7600 系列 SoC 数字测试机



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

公司的 PXIe 架构测试机及配套 SLT 分选机 EP3000 被先进封装厂大规模采购。SIP 技术已被运用于消费电子领域: 苹果公司率先在其 TWS 耳机芯片、Wifi 模组等核心生产环节引入 SIP 技术。随着可穿戴设备、5G 手机的发展, SIP 技术将在更多领域得到应用, 并带动下游厂商对配套测试设备的需求。传统 ATE 架构 SOC 测试机价格高昂, 因此兼顾测试效率和价格优势的 PXIE 架构小型测试机正逐步被 SIP 等系统级封装厂商认可。公司研发的基于 PXIe 架构测试机及配套四层平移式并测 128 工位 SLT 分选机 EP3000 的测试解决方案, 已被歌尔电子等先进封装厂商认可进入大规模采购阶段, 未来有望持续放量。

图 27: EP3000 128 Site 平移式分选机



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

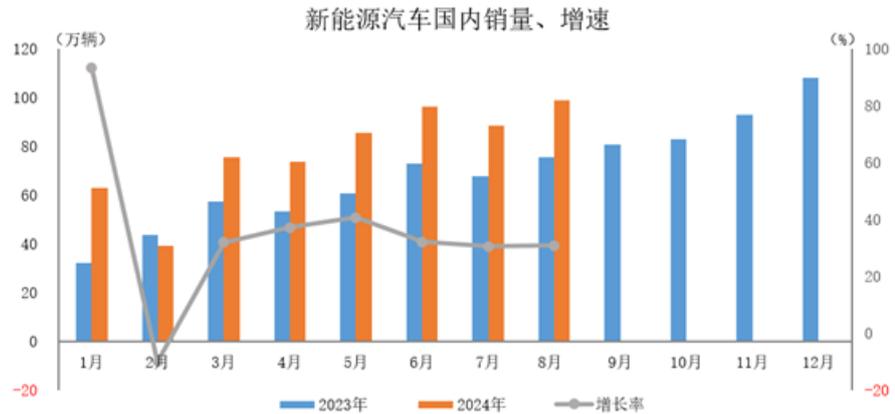
## 4 新能源汽车检测设备市场稳步发展，检测设备持续受益

新能源汽车检测设备市场稳步发展，检测设备持续受益。2022 年全球汽车测试设备市场规模为 31.00 亿美元，到 2032 年将达到 47.23 亿美元。其中，2022 年中国汽车测试设备市场容量约 68.83 亿元。公司不仅与特斯拉等领先企业建立了稳固的合作关系，还积极拓展与国内新兴汽车制造商的业务。同时，公司通过持续的技术研发和产品创新，在车载电脑测试、车身控制器测试、充电设备检测等多个关键领域构建了强大的竞争力。伴随新能源汽车销量的持续增长，公司该业务业绩有望持续增长。

### 4.1 新能源汽车市场增长强劲，带动检测设备市场发展

中国新能源车产销量全球领先，市场渗透率持续攀升。近年来，中国新能源汽车产业发展迅猛，已在全球范围内占据领先地位。2023 年我国新能源车产销连续 9 年全球第一，据中汽协数据显示，2024 年 1-8 月，新能源汽车产销分别完成 700.8 万辆和 703.7 万辆，同比分别增长 29%和 30.9%，市场占有率达到 37.5%。其中，8 月份新能源汽车产销分别完成 109.2 万辆和 110 万辆，市场渗透率攀升至 44.8%。

图 28: 新能源汽车国内销量及增速



资料来源: 中汽协, 浙商证券研究所

汽车检测设备市场需求持续增长，22 年中国汽车测试设备规模约 69 亿元。新能源汽车测试是新能源汽车生产的关键环节，相对于传统汽车而言，新增的检测项目包括动力电池系统检测、电机及控制器检测等，整体来看其检测设备单价要高于传统汽车。根据 Future market insights 及思瀚等机构预计，2022 年全球汽车测试设备市场规模为 31.00 亿美元，到 2032 年将达到 47.23 亿美元。其中，2022 年中国汽车测试设备市场容量约 68.83 亿元。新能源、自动驾驶领域业务的不断发展，以及相关领域技术的不断更新，将推动汽车检测设备的需求不断扩大。

### 4.2 公司在新能源汽车检测设备领域产品竞争力强，与特斯拉合作稳定

公司积极构建新能源汽车检测设备矩阵，行业认可度持续提升。公司是特斯拉指定供应商，合作关系稳定，订单持续增加，且公司积极与国内优质造车新势力展开合作并获得了客户认可。公司为新能源汽车的头部客户开发了车载电脑测试机、车身控制器测试平台和各类电子产品模块烧录和通讯测试相关设备等，同时在 ADAS 传感器领域积极布局，取得了客户的信任和好评。公司加大技术和产品研发，构建在新能源汽车测试领域的核心能

力和护城河，已经形成车载电脑测试、车身控制器测试、充电枪和充电桩测试、高压电池性能、电驱控制器、智能驾舱、ADAS 相关传感器等相关测试等成熟解决方案。

**表2: 新能源汽车检测产品**

产品型号	产品示意图	产品介绍
车载导航通信芯片测试系统		导航芯片测试系统集车载导航芯片 FCT 测试、烧录及产品编带包装为一体的测试线体，线体由测试工段、包装工段两部分组成，主要应用于车载定位芯片的生产测试环节。
激光雷达测试系统		激光雷达测试系统是为了更有效地检测激光雷达传感器的准确性，采用激光光束在透镜上成像，并通过 CCD 镜头抓取成像光斑，综合激光光源与成像面距离、X-Z 运动平台运动位置、光斑成像相对位置点，计算出激光雷达传感器的角度并标定误差。
新能源汽车三电测试平台系统		汽车三电测试平台是围绕着 MCU/VCU/BMS/IGBTDriver/ADAS/BLDC/BCM 等控制器开发的一套综合 FCT/EOL 测试系统，满足新能源汽车领域的大部分控制器的测试需求，对不同产品只需要开发不同的测试治具即可满足测试需求。
汽车 ADAS 相关 FCT/EOL 测试机		半自动化量产型测试设备，测试 ADAS 相关的控制和接收模块，具有模拟和数字信号输入输出测试、视频信号注入和图像输出测试、超声波雷达模拟测试和高速波形频率测试等功能，软件采用模块化和标准化开发方式，测试功能完全由用户定义，可以方便地定义测试序列、显示测试结果、数据统计状态、了解设备信息等。
无人驾驶车载电脑测试机		自动化测试设备，全面完成新能源汽车行车电脑的各项功能和性能测试，包含故障模拟、高速通讯测试、程序烧录、电气参数测试和功能性模拟等功能，并且兼容多型号产品测试，已经广泛运用于国内外的头部客户产线上。
BMS 测试系统		半自动化量产型测试设备，测试 BMS 的主板和从板模块，它主要由测试主机和测试治具两部分组成。测试治具可以根据客户测试产品的形态不同灵活更换，系统采用标准化模块设计，稳定可靠、灵活开放、易于扩展。一键自动化测试，内含 SN 刷写、MES 对接、数据统计功能，操作方便灵活，可以快速进行大批量生产测试。
高压继电器测试线体		自动化车载高压 Relay 测试设备，测试高压 Relay 的各项电性能参数，它主要由 FFTest、CycleTest、氦检测试等几个部分组成。可以灵活兼容客户不同形态的产品，系统采用自己研发的硬件测试平台，集成度高、性能先进，稳定可靠、易于扩展。软件平台包含条码管理、MES 管理、配方管理和生产数据统计等功能。

双目摄像头组装测试线体



车用双目摄像头和控制器混合组装测试线，实现产品的上料、组装、测试、标定和下料等功能。系统不仅集成了装配、紧固、点胶、固化等传统制程工艺，而且还集成了电性能测试、光学测试、图像标定等功能。

汽车 PCMU 域控制器组装测试线



新能源电机域控制器 PCMU 组装测试线，实现全自动上下料，组装测试等工艺。产线集成了机械手自动抓取原材料，自动上料，点胶，相机检测，螺丝锁附，气密测试，EOL 测试，激光打标，自动包装等工序。整线采用模块化设计，换型简单方便。软件包含 MES 管理，配方管理和生产数据统计追溯等功能。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

关键假设：

**(1) 平板显示业务：**根据 CINNO Research 数据，2021 年中国大陆新型显示行业设备市场规模达 1,100 亿元，AMOLED 行业设备市场规模将在 2024 年到达新的高峰，预计将达到约 866 亿元。除了大陆 AMOLED 设备行业规模的增长，下游核心面板厂 8 代线的建设推进以及 AR/VR 市场的快速发展，也将为公司平板检测业务带来新的增长机遇。我们预计公司该业务 24-26 年营收分别为 13.8、15.9、18.3 亿元，同比增速分别为 5.0%、15.3%、15.5%；受益于营收增长带来的规模效应，预计毛利率分别为 43%、55.0%、53.5%。

**(2) 半导体业务：**据沙利文数据显示，中国半导体测试设备市场预计 2027 年将增长至 267.4 亿元，其中测试机价值量在测试设备中占比 63%。公司自主研发的 T7600 测试机已达到国际大厂中端 SoC 测试机水平，测试机主要客户为三星、韦尔股份等头部客户。伴随公司产品的持续研发及客户导入，相关订单有望增长，公司半导体业务国产替代进程有望加速。我们预计公司该业务 24-26 年营收分别为 3.0、3.8、4.6 亿元，同比增速分别为 20.0%、26.4%、22.6%；伴随营收增长带来的规模效应，预计毛利率分别为 50.0%、55.0%、65.0%。

**(3) 新能源及其他业务：**据 Future Market Insights 和思瀚数据的预测，2022 年全球汽车测试设备市场规模达到 31 亿美元，其中中国市场规模约为 68.83 亿元。作为特斯拉的指定供应商，公司已成功建立了多样化的新能源汽车检测解决方案，具备丰富的产品研发能力。随着新能源汽车产销量的不断增长以及相关技术的迭代升级，公司新能源车检测业务有望持续增长。

**表3: 公司各业务收入 (亿元) 与毛利率 (%) 预测**

		2023A	2024E	2025E	2026E
消费电子业务	收入 (亿元)	13.12	13.77	15.88	18.34
	YOY (%)	-12.99%	5.00%	15.30%	15.50%
	毛利率 (%)	54.30%	43.00%	55.00%	53.50%
半导体业务	收入 (亿元)	2.49	2.99	3.78	4.64
	YOY (%)	-55.96%	20.00%	26.43%	22.63%
	毛利率 (%)	64.02%	50.00%	55.00%	65.00%
其他业务	收入 (亿元)	3.00	3.26	3.54	3.84
	YOY (%)	21.27%	9%	9%	9%
	毛利率 (%)	44.27%	40.00%	44.00%	45.00%
总收入	收入 (亿元)	18.61	20.02	23.20	26.82
	YOY (%)	-19.78%	7.57%	15.86%	15.61%
	毛利率 (%)	53.99%	43.56%	53.32%	54.27%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 5.2 估值分析

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 20/23/27 亿元, 同比增长 7.6%/15.9%/15.6%; 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 -4.8/2.5/3.0 亿元, 同比增速分别为 -300.7%/152.3%/19.9%。2024-2026 年 PE 分别为 -/56/47 倍。考虑到公司面板检测的领先地位, 及半导体/新能源领域的成长潜力, 首次覆盖给予“增持”评级。

**表4: 可比公司估值**

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300567	精测电子	178.2	2.2	3.4	4.6	0.8	1.3	1.7	79.6	51.7	38.3
688200	华峰测控	176.5	3.3	4.4	5.5	2.5	3.3	4.1	52.9	40.0	31.9
300604	长川科技	288.9	5.2	7.9	10.6	0.8	1.3	1.7	55.6	36.4	27.1
	行业平均	214.5	3.6	5.3	6.9	1.4	1.9	2.5	62.7	42.7	32.5
688001	华兴源创	141.1	-4.8	2.5	3.0	-1.1	0.6	0.7	/	56.1	46.8

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 注: 截至 2025 年 2 月 20 日, 可比公司数据采用 wind 一致预期

## 6 风险提示

**下游需求不及预期:** 若下游需求不及预期, 将影响公司相关订单表现, 从而影响公司业绩表现。

**8 代线建设不及预期:** 面板检测是公司当前主要营收和利润来源, 若 8 代线建设不及预期, 或将对公司平板显示业务的业绩带来不利影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2,997	3,144	3,239	3,527
现金	874	987	728	548
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,175	1,138	1,339	1,592
其它应收款	17	13	17	20
预付账款	19	19	20	23
存货	630	652	644	779
其他	282	336	491	563
<b>非流动资产</b>	2,570	2,226	2,309	2,382
金融资产类	130	171	209	241
长期投资	6	6	6	6
固定资产	1,484	1,484	1,484	1,484
无形资产	238	253	263	269
在建工程	8	58	108	158
其他	704	255	239	225
<b>资产总计</b>	5,567	5,370	5,548	5,909
<b>流动负债</b>	771	973	947	1,081
短期借款	0	0	0	0
应付款项	598	720	680	803
预收账款	0	0	0	0
其他	172	253	267	279
<b>非流动负债</b>	861	910	936	944
长期借款	0	0	0	0
其他	861	910	936	944
<b>负债合计</b>	1,632	1,883	1,883	2,026
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,935	3,488	3,665	3,883
<b>负债和股东权益</b>	5,567	5,370	5,548	5,909

### 现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	137	235	(25)	68
净利润	240	(481)	252	302
折旧摊销	118	20	20	17
财务费用	(4)	48	62	75
投资损失	(19)	0	0	0
营运资金变动	(221)	163	(379)	(334)
其它	24	485	20	7
<b>投资活动现金流</b>	(550)	(115)	(104)	(91)
资本支出	(500)	(64)	(62)	(57)
长期投资	(80)	(41)	(38)	(32)
其他	30	(10)	(4)	(1)
<b>筹资活动现金流</b>	(133)	(13)	(130)	(157)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(133)	(13)	(130)	(157)
<b>现金净增加额</b>	(539)	112	(258)	(180)

### 利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1,861	2,002	2,320	2,682
营业成本	856	1,130	1,083	1,226
营业税金及附加	16	15	18	21
营业费用	187	220	237	280
管理费用	198	240	254	300
研发费用	397	390	456	541
财务费用	(2)	33	45	59
资产减值损失	(21)	(494)	(19)	(7)
公允价值变动损益	1	0	0	0
投资净收益	19	0	0	0
其他经营收益	54	33	48	59
<b>营业利润</b>	245	(488)	256	306
营业外收支	(1)	1	(1)	0
<b>利润总额</b>	244	(487)	255	306
所得税	5	(6)	3	4
<b>净利润</b>	240	(481)	252	302
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	240	(481)	252	302
EBITDA	338	(434)	320	382
EPS (最新摊薄)	0.54	-1.08	0.57	0.68

### 主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-19.78%	7.57%	15.86%	15.61%
营业利润增长率	-26.94%	-299.03%	152.37%	19.87%
归属母公司净利润	-27.60%	-300.71%	152.31%	19.93%
<b>获利能力</b>				
毛利率	53.99%	43.56%	53.32%	54.27%
净利率	12.88%	-24.03%	10.85%	11.25%
ROE	6.09%	-13.79%	6.87%	7.77%
ROIC	4.54%	-10.28%	6.49%	7.51%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	29.31%	35.06%	33.94%	34.28%
净负债比率	-1.26%	-3.27%	4.66%	9.25%
流动比率	3.89	3.23	3.42	3.26
速动比率	2.69	2.20	2.20	2.00
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.33	0.37	0.42	0.47
应收账款周转率	1.62	1.80	1.94	1.91
应付账款周转率	1.56	1.87	1.71	1.81
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.54	-1.08	0.57	0.68
每股经营现金流	0.31	0.53	-0.06	0.15
每股净资产	8.84	7.83	8.23	8.72
<b>估值比率</b>				
P/E	58.87	—	56.07	46.75
P/B	3.59	4.05	3.85	3.63
EV/EBITDA	45.54	—	44.65	37.88

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>