

国内半导体第三方检测分析稀缺标的

华泰研究

IPO 投价

2025年2月27日 | 中国内地

深耕半导体第三方检测分析，已成长为国内“芯片全科医院”龙头企业

胜科纳米专注于为半导体产业链提供第三方检测分析实验，在新加坡、苏州等境内外地区布局6个实验室。公司在半导体检测领域积累深厚，客户覆盖半导体产业链各环节的全球顶尖企业。我们看好：1) 先进工艺持续迭代带动第三方检测分析市场持续扩容；2) 在自身分析能力持续提升、产能和服务半径不断拓展推动下，公司市场份额有望保持增长。我们预计公司24/25/26年归母净利润有望达0.82/1.09/1.36亿元。采用相对、绝对估值法，我们认为公司上市后6-12个月远期公允价值区间30.62-33.01亿元。

看点#1：第三方检测分析多维度壁垒高筑，公司凭借竞争优势脱颖而出

半导体产业专业化分工催生“Labless”模式，根据 QY Research，全球半导体第三方实验室检测分析市场规模 2021 年已突破 30 亿美元，预计在 2028 年达到 75 亿美元，2022~2028 CAGR 达 14%。行业具有技术、人才、客户与认证等多维度壁垒。公司卡位失效分析与材料分析两大技术难度更高的市场，公司技术积累深厚，其中对先进制程的覆盖能力可以达到 3nm。同时，公司认证资质数量、人才储备、客户资源、产能布局等领先于同业。

看点#2：先进工艺产业链国产化迫在眉睫，公司有望深度受益

在先进工艺国产化发展带动下，设计/制造/设备等产业链各环节研发难度逐渐提升有望衍生更多及更复杂的检测分析需求。公司在各环节的先进工艺相关研发上提前布局，2023 年先进制程收入占比已达到 59%，先发优势明显。

上市后 6-12 个月远期公允价值区间或为 30.62-33.01 亿元

胜科纳米所属专业技术服务业最近 1 个月的静态市盈率为 35.31 倍。基于相对估值法计算公司上市后 6-12 个月远期公允价值区间 29.75-33.01 亿元。FCFF 估值法下胜科纳米估值区间为 30.62-34.03 亿元，综合相对和绝对估值法取交集，我们预计公司上市后 6-12 个月远期公允价值区间为 30.62-33.01 亿元，对应 2024E PE 估值区间为 37.57-40.50x，对应 2023 年归母净利润/扣非归母净利润 PE 估值区间在 31.07-33.50x/35.65-38.44x。

风险提示：估值水平偏高风险，估值高于行业市盈率风险，盈利预测假设条件不成立使盈利预测出现偏差的风险，估值上限对应募集资金超过预计募集资金的风险，市场竞争加剧风险，客户需求波动风险，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，核心技术泄密风险，关键技术人才流失风险，经营业绩及毛利率下滑的风险，人力成本上升风险，半导体产业政策变化风险，分析仪器依赖进口的风险，受国际贸易争端影响风险，税收优惠政策变化的风险，实控人不当控制风险，汇率波动风险，实控人负债金额较大的风险，有息负债和财务费用增加的风险，应收账款坏账风险，主要经营场所租赁风险，募集资金投资项目实施的相关风险，发行失败风险，实际控制人承担的回购条款附条件恢复的风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	287.21	393.98	415.38	524.86	640.31
+/-%	71.39	37.18	5.43	26.36	22.00
归属母公司净利润 (人民币百万)	65.59	98.54	81.51	108.61	135.63
+/-%	138.46	50.24	(17.28)	33.25	24.88
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.18	0.27	0.22	0.30	0.37
ROE (%)	14.42	18.89	14.42	11.56	13.13
PE (倍)	NA	NA	NA	NA	NA
PB (倍)	NA	NA	NA	NA	NA
EV EBITDA (倍)	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源：公司公告、华泰研究预测

研究员 谢春生
SAC No. S0570519080006 xiechunsheng@htsc.com
SFC No. BQZ938 +(86) 21 2897 2036

研究员 丁宁
SAC No. S0570522120003 dingning021681@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人 魏靖松
SAC No. S0570124070135 weijingsong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	363.0
本次拟发行量 (万股)	40.3
发行日期	
发行方式	IPO
保荐机构	华泰联合证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.44
净资产收益率 (%)	18.9
资产负债率 (%)	56.8

主要股东和持股比例

李晓昊 (%)	43.8
宁波梅山保税港区丰年君和股权投资合伙企业 (%)	6.9
江苏鹰翔技术咨询有限公司 (%)	6.7

华泰证券股份有限公司承诺本投资价值研究报告是由华泰证券研究所证券分析师独立撰写，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，在任何时候均不构成对读者的投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果均由投资者自行承担，本公司及作者均不承担任何法律责任。

正文目录

投资摘要	5
公司简介.....	5
盈利预测.....	6
行业分类.....	14
可比公司分析.....	14
1) 竞争优势.....	16
2) 竞争劣势.....	17
3) 主营业务与收入.....	17
4) 毛利率与净利率.....	18
5) 费用率.....	19
6) 资产周转能力对比.....	20
7) 净利润.....	21
8) 经营性现金流净额对比.....	21
估值分析.....	22
相对估值法.....	22
绝对估值法.....	25
胜科纳米：深耕第三方检测分析，芯片产业链的“全科医院”	27
第三方检测分析：专业化分工驱动行业增长，竞争格局相对分散	31
第三方检测分析行业：半导体专业化分工趋势推动 Labless 快速发展.....	31
市场空间：27 年我国半导体第三方实验室检测市场有望达到 180-200 亿元.....	33
竞争格局：第三方实验室检测分析市场较为分散，胜科纳米处于行业前列.....	36
产业政策：多项政策鼓励半导体第三方检测行业发展.....	37
投资逻辑	39
逻辑 1#：第三方实验室技术、人才、认证等多维壁垒，公司竞争优势显著.....	39
逻辑 2#：先进工艺产业链国产替代迫在眉睫，芯片全科医生重要性或将日益凸显.....	42
1) 设计：中国设计行业进入“架构创新+从中低端走向高端”发展新阶段，研发强度提升推动第三方检测市场快速增长.....	44
2) 晶圆制造：国内新产线建设保持高强度，先进制程发展推动材料分析市场空间广阔.....	45
3) 设备：卡脖子环节国产化率低，国产设备研发需求.....	47
4) 封测：生成式 AI 需求快速增长，摩尔定律放缓下先进封装大势所趋.....	49
逻辑 3#：获得行业各环节头部客户广泛认可，合作长期稳定.....	50
募投项目分析	51
风险提示	52

图表目录

图表 1：胜科纳米业务结构.....	6
--------------------	---

图表 2: 公司大客户未来需求情况	7
图表 3: 胜科纳米主要财务数据及财务比率预测	8
图表 4: 胜科纳米收入拆分 (单位: 百万元)	13
图表 5: 胜科纳米分案件数量、价格与毛利率预测	13
图表 6: 胜科纳米期间费用率假设	14
图表 7: 公司与可比公司对比情况	15
图表 8: 可比公司营收规模对比 (单位: 百万人民币)	17
图表 9: 可比公司毛利率对比	18
图表 10: 可比公司净利率对比	18
图表 11: 可比公司销售费用率对比	19
图表 12: 可比公司管理费用率对比	19
图表 13: 可比公司研发费用率对比	19
图表 14: 可比公司应收账款周转率对比 (单位: 次/年)	20
图表 15: 可比公司存货周转率对比 (单位: 次/年)	20
图表 16: 可比公司净利润对比 (单位: 百万人民币)	21
图表 17: 可比公司经营性现金流净额对比 (单位: 百万人民币)	21
图表 18: 可比公司静态与滚动市盈率水平	22
图表 19: 可比公司预测相对估值水平	23
图表 20: M74 专业技术服务业静态与滚动市盈率水平	24
图表 21: I65 软件和信息技术服务业静态与滚动市盈率水平	24
图表 22: 公司 FCFF 核心假设及估值结果 (百万元)	26
图表 23: 胜科纳米 FCFF 估值过程	26
图表 24: 基于 WACC 和永续增长率的敏感性分析 (百万元)	26
图表 25: 公司业务结构	27
图表 26: 胜科纳米股权结构 (截至 2024 年 6 月 30 日)	28
图表 27: 公司 2020~2024 前三季度收入	29
图表 28: 公司 2020~2024 前三季度归母净利润	29
图表 29: 公司 2020~1H24 分业务收入	29
图表 30: 公司 2020~1H24 分业务毛利率	29
图表 31: 公司 2020~1H24 三费率	30
图表 32: 公司 2020~1H24 毛利率与净利率	30
图表 33: 半导体检测分析行业产业链结构	31
图表 34: 各类半导体检测与半导体产业链对应情况	32
图表 35: 半导体前道量检测、后道检测与实验室检测	32
图表 36: Labless 与 Fabless 模式对比	33
图表 37: 全球半导体市场规模	34
图表 38: 全球半导体第三方实验室检测分析市场规模	34
图表 39: 中国集成电路行业销售额	34
图表 40: 中国集成电路行业产量	34
图表 41: 2022 年各地区半导体产业的研发投入占营业收入比例	35



图表 42: 中国集成电路设计行业产值及增速.....	35
图表 43: 我国半导体第三方检测分析市场规模.....	35
图表 44: 2023 年半导体第三方检测分析市场公司收入与制程 (万元)	37
图表 45: 行业主要法律法规与产业政策.....	38
图表 46: CNAS、CMA 认可的检查分析项目数量对比 (截至 2024 年 9 月 30 日)	39
图表 47: 公司特定分析方案类技术.....	40
图表 48: 公司与同业公司可检测集成电路先进制程范围.....	40
图表 49: 公司与可比公司学历水平比较.....	41
图表 50: 中国半导体第三方检测分析市场规模.....	41
图表 51: 公司与同业公司中国实验室布局对比.....	42
图表 52: 公司与同业公司全球实验室布局对比.....	42
图表 53: 各产业链环节服务情况.....	43
图表 54: 半导体产业链研发、资本开支、附加值构成.....	43
图表 55: 国内设计业市场规模及同比增速.....	44
图表 56: 国内设计企业数量及同比增速.....	44
图表 57: A 股芯片设计企业研发费用及同比增速.....	44
图表 58: A 股芯片设计企业研发费用率.....	44
图表 59: 2024 年中国芯片设计产品总体水平处于中低端.....	45
图表 60: 中国相对美国芯片产业研发投入占比仍较低.....	45
图表 61: 代工厂资本开支.....	45
图表 62: 中国大陆成熟制程份额预计持续提升 (2023A~2027E)	45
图表 63: 中国大陆在先进工艺市场份额较低 (2023A)	46
图表 64: 各工艺节点研发费用.....	46
图表 65: 先进工艺 Roadmap.....	46
图表 66: 中国大陆代工企业研发费用及研发费用率.....	47
图表 67: 全球半导体设备市场规模.....	47
图表 68: 中国半导体设备市场规模.....	47
图表 69: 中国国产半导体设备销售额及国产化率.....	48
图表 70: 中国国产半导体设备分环节国产化率 (2023A)	48
图表 71: 半导体设备公司研发投入及占收比 (含资本化研发投入)	48
图表 72: 先进封装市场规模.....	49
图表 73: AI 芯片的典型 2.5D 封装类型.....	49
图表 74: 国内封测企业资本开支.....	49
图表 75: 国内封测企业研发费用及研发费用率.....	49
图表 76: 收入按客户类型拆分.....	50
图表 77: 收入按前五大客户情况.....	50
图表 78: 拟募集资金投资项目.....	51

投资摘要

公司简介

胜科纳米于 2012 年在苏州成立，专注于为半导体产业链提供第三方检测分析实验，主要服务于半导体客户的研发环节，致力于打造“一站式检测分析及辅助研发平台”。半导体检测分析是半导体产业链中的关键环节，有助于提升产品良率、优化工艺性能与加速研发进程。公司专注于半导体领域的第三方检测分析业务，2023 年营收结构中半导体领域检测分析业务占比 99.91%，暂无其他领域的检测分析业务，公司为客户提供样品失效分析、材料分析和可靠性分析等实验，2023 年三项业务占营收比重分别为 56.47%、40.43%、3.10%；1H24 三项业务占比分别为 66.10%、30.99%、2.91%。公司规模在半导体第三方分析需求驱动、自身分析能力提升、以及产能及服务半径不断拓展的推动下持续增长，2023 年营收规模达到 3.94 亿元，归母净利润 9,854 万元。

公司在境内外布局实验室和市场服务团队，持续扩展检测分析服务网络。目前，公司已拥有新加坡、苏州、南京、福建、深圳、青岛六个实验室，并在马来西亚设立市场服务团队。公司在半导体检测领域有深厚积累，在检测分析技术、测试样品制备、测试治具改造等方面形成了 20 余项核心技术，紧跟先进工艺发展趋势，持续进行前沿分析技术的研发，曾参与“面向先进工艺节点集成电路核心器件的同步辐射表征技术及应用”等国家级重大科研项目；公司是国家级专精特新“小巨人”，目前已建立江苏省半导体芯片分析测试工程技术研究中心、江苏省服务型制造示范半导体分析测试平台，并荣获全国生产力促进（创新发展）一等奖。

胜科纳米经过多年发展，市场地位逐步提升，已成为我国最具影响力的第三方半导体检测分析实验室之一。根据招股书，2023 年公司境内主营业务销售规模为 3.38 亿元，在中国半导体第三方实验室份额约 4.23%；公司失效分析及材料分析领域国内收入 3.26 亿元，国内市占率约 7.86%。公司开展分析实验的对象包括各类型集成电路、分立器件、光器件、传感器、显示面板等多个领域，积累了大量优质客户资源。目前，公司已累计服务全球 2000 余家客户，客户类型覆盖半导体领域全产业链，包括芯片设计、晶圆代工、封装测试、IDM、原材料、设备厂商、模组及终端应用客户、科研机构及院校等，公司已与半导体各领域的龙头企业如客户 A、高通、博通、客户 H、应用材料、客户 L、华虹集团、华润微电子、通富微电、中科院微电子所等建立合作关系，公司亦是亚太地区首家获得赛灵思官网认可的第三方检测分析实验室。

图表1：胜科纳米业务结构



资料来源：招股说明书，华泰研究

盈利预测

公司目前形成失效分析、材料分析与可靠性分析三大业务条线，2020年~2023年在不断开拓新客户，分析案件数量与客户单价不断提高的带动下营收持续增长，实现营业收入1.2/1.7/2.9/3.9亿元，公司以失效分析与材料分析两大行业壁垒相对更高的业务为主要收入来源，在保持失效分析与材料分析领先优势的同时不断开拓可靠性分析市场，公司于2021年底获得主要客户的可靠性业务认证，带动2022年与2023年可靠性分析业务快速增长。

行业层面，未来半导体设计/制造/封测等环节在芯片工艺日益复杂化的趋势下，Labless模式可以协助半导体企业突破在半导体分析服务的高额硬件投入与检测分析人才壁垒，加速技术更新迭代，聚焦核心竞争力提升，我们看好未来第三方检测分析市场持续扩容。根据招股书援引 QY Research 数据，全球半导体第三方实验室检测分析市场规模2021年已突破30亿美元，预计在2028年达到75亿美元，CAGR达13.78%，增速将超过半导体行业整体市场增速。

公司层面，我们认为在第三方检测分析市场规模持续增长的情况下，同时公司凭借其在技术积累、人才储备、优质客户资源、认证资质和海内外多点布局等方面的领先优势，业务或将持续受到下游客户认可，营业收入有望实现持续增长，我们预计公司2024~2026年分别实现营收4.15/5.25/6.40亿元，分别同比增长5%/26%/22%，预计2024~2026年毛利率分别为46.7%/47.4%/48.1%。主要考虑以下四方面驱动因素：

1) 我们预计先进制程收入占比将持续提升，带动案件单价与毛利率增长。据招股说明书，公司是大陆地区首家拥有晶体管级纳米探针分析技术能力的商业化实验室，公司的晶体管级纳米探针分析 (NanoProbe)，最终可实现 3nm 先进制程逻辑芯片的精准失效定位，实现 fA 级别超微电流的检测，公司有望通过已引入的纳米探针设备持续开拓先进制程业务，提供更高附加值的案件分析服务，提升公司的先进制程收入占比，带动毛利率增长，据招股说明书，2024 年上半年公司进一步聚焦服务先进制程的研发，失效分析案件中包含晶体管级电性参数测量等高难度测试项目的案件占比提升，使得失效分析案件平均单价提高。同时，公司在扩建实验室时紧跟前沿技术发展购置新类型前沿设备。公司本次募投项目计划对目前尚未掌握的分析能力进行针对性布局，尤其是针对工艺节点更先进、集成度更高的复杂样品，公司拟使用募集资金采购球差校正场发射透射电子显微镜，实现超高分辨率的微区清晰观测，该设备的投入金额占募投资金设备购置总额的比例达到 9.90%，公司先进工艺收入占比从 2021 年的 58.04% 提升至 1H24 的 77.29%，我们预计在公司持续引进高价值设备的带动下，先进制程收入占比有望持续提升，案件单价与附加值也将有望同步增长。

2) 大客户收入贡献比例有望持续提升，带动单价与毛利率增长。据招股说明书，大客户案件单价及附加值往往更高，2022 年公司材料分析业务新增大客户的案件测试难度高、工作量大，使得公司对其报价高，2023 年单价提升同样主要因当年开拓了客户 H 等材料分析大客户，2024 年以来公司持续推进原有大客户增量业务以及开拓新的大客户，据招股说明书，公司 2024 年以来持续加强与客户 A、客户 H、客户 F、应用材料、华虹集团、客户 L、华润微电子等已有重点客户的合作，公司深度参与前述重点客户新项目的研发，预计前述重点客户未来将带来较多增量业务机会。另一方面，公司积极开拓其他客户并取得良好成效，2024 年以来已与客户 M、中兴通讯、屹唐半导体、通富微电、中科院微电子所、客户 N、比亚迪半导体、擎方科技、歌尔股份等客户进行深度接洽并建立合作关系，上述客户均为半导体设备、半导体制造与封测领域的龙头公司，我们预计伴随公司持续挖掘已有大客户的增量业务同时开拓新的大客户，案件单价与附加值有望持续提升，带动收入与毛利率水平增长。

图表2：公司大客户未来需求情况

公司名称	2024年8月31日在手订单金额(万元)	2023年8月31日在手订单金额(万元)	预计客户未来需求情况
客户 A	6,517.22	5,620.13	公司与客户 A 的合作持续深入，客户 A 作为国内领先的半导体企业，在半导体领域持续加码前瞻技术投入，研发费用持续增长，相关检测分析需求将进一步提升。
客户 H	643.69	704.17	2023 年初双方达成合作，合作初期业务量较小，随着双方合作持续深化，客户 H 业务需求量持续增长。2024 年上半年公司来自客户 H 的收入较上年同期大幅增长 125.67%，受客户内部下单审批时点影响，2024 年 8 月末在手订单金额较上年同期略有下滑，预计后续仍将向公司持续下达较大规模的订单，其检测分析需求预计将保持稳定增长。
应用材料	184.23	106.28	境外客户通常在业务执行前下达订单，下单周期较短，且单笔订单金额较小，因此在手订单金额较小，但报告期内公司与应用材料保持良好稳定的合作关系，其长期进行高强度研发投入，尤其在新加坡地区不断加强研发能力，检测分析需求量较大。
客户 C	51.25	106.49	公司与客户 C 旗下的多家企业长期保持良好合作，相关机构的分析需求较为旺盛。8 月 31 日时间点在手订单规模较上年同期有所下滑，主要与其旗下企业的下单周期有关。2024 年上半年，公司来自客户 C 的收入情况良好，较上年同期增长超 30%，合作关系及分析需求稳定。
客户 F	692.06	22.08	公司与客户 F 的合作持续深入，受客户自身工艺升级等研发项目进度影响，下半年预计产生较大规模的检测分析需求。

资料来源：2024 年 10 月 21 日第二轮问询回复，华泰研究

3) 新建实验室稼动率提升将带动 2025 年、2026 年营收与产线毛利率增长。公司 2023 年下半年开始建设深圳实验室、青岛实验室，随着公司新增购置的检测仪器陆续转固，主营业务成本中折旧及维保费用增加较为明显，2024 年青岛与深圳实验室主要处于产能爬坡期，故贡献收入增长仍不明显，同时毛利率也受到一定负向影响，而青岛实验室于 2024 年 8 月、9 月均已实现单月盈利，深圳实验室收入金额也快速提高，据招股说明书，公司预计 2025 年全年深圳、青岛实验室均可实现盈利，将为公司业绩贡献新的增量。2024 年因部分业务中的大客户高附加值项目阶段性完成，导致高附加值收入占比暂时下降拖累整体毛利率，同时新建实验室折旧压力影响，我们预计 2024 年毛利率同比有所下滑，但我们认为 2025 年与 2026 年整体毛利率将在工艺持续优化、行业景气度上行以及公司业务结构优化的带动下有所回升。

4) 公司收入加速增长规模效应释放也将对期间费用率有所摊薄。期间费用率方面，公司在业务体量持续增长规模效应释放的带动下，费用率在未来有望持续下降。

故综合考虑，我们认为公司 2024~2026 年有望实现归母净利润 0.82/1.09/1.36 亿元。1) 1H24 全球半导体行业整体处于周期底部走向弱复苏的阶段，受行业景气度影响，胜科纳米的可比公司 1H24 净利润也大部分同比下滑。利扬芯片、伟测科技、闽康、宜特、苏试试验、思科瑞、西测测试和广电计量 1H24 归母净利润同比 -139.8%/-84.7%/-0.3%/22.7%/-24.4%/-110.2%/-686.5%/32.5%，平均同比下降 123.8%。进入 2025 年，WSTS 预计全球半导体行业市场规模将同比增长 11.2%。我们预计在行业景气度逐步回暖的推动下，行业整体及胜科的盈利能力有望于 2025 年开始逐步提升。2) 受公司新建深圳、青岛实验室以及老实验室扩建因素短期影响，公司 2024 年设备、人员同比有所增加，带动折旧摊销、人工成本等增加，因此 2024 年毛利率短期同比有所下降，导致我们预计 2024 年净利润同比下降 17%。公司 2024 年 3 季度通过校招等方式陆续招聘部分新员工，使得国内深圳、青岛外的其他公司 2024 年 3 季度平均人员数量较上半年增加约 50 人，该等员工主要系作为后续人员力量进行培训和储备，因此增加人员成本费用约 250 万元。受此影响，2024 年 1-9 月深圳、青岛两家子公司亏损合计约 1100 万元。但目前深圳、青岛实验室业务拓展均取得明显进展。根据招股书，其中青岛实验室于 2024 年 8 月、9 月均已实现单月盈利，深圳实验室收入金额也快速提高。如剔除折旧及人工成本短期增加的相关影响，预计公司 2024 年 1-9 月扣非归母净利润将同比实现增长。

因此，我们认为随着公司加强对于新实验室辐射范围内的新客户/新项目持续开拓，新建实验室产能利用率有望逐步提高，推动营收实现快速增长。这些新产能投入的短期折旧及人员成本等影响有望随着公司营收的规模效应而边际逐步减弱，且在行业景气度上行、公司业务结构优化的趋势下，2025-2026 年盈利能力有望加强，我们预计净利润将同比增长 33%/25%。

图表3：胜科纳米主要财务数据及财务比率预测

人民币（百万元）	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
	A	A	A	A	(华泰)	(华泰)	(华泰)
营业总收入	120	168	287	394	415	525	640
同比		39%	71%	37%	5%	26%	22%
营业成本	(56)	(76)	(133)	(180)	(222)	(276)	(333)
毛利	65	91	155	214	194	249	308
同比		41%	70%	38%	-9%	28%	24%
OPEX	-51	-68	-104	-119	-118	-142	-168
销售费用	(9)	(10)	(15)	(16)	(12)	(15)	(17)
管理费用	(26)	(31)	(38)	(46)	(50)	(62)	(74)
研发费用	(13)	(23)	(36)	(43)	(48)	(60)	(74)
财务费用	(3)	(4)	(15)	(14)	(8)	(5)	(4)
资产减值损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	21	27	64	111	93	124	157
同比		29%	138%	75%	-16%	33%	26%
其他收入/支出	(0)	0	0	(1)	(0)	(0)	(0)
税前利润	21	27	64	110	93	124	157
同比		30%	137%	73%	-16%	33%	26%
所得税	(2)	1	2	(12)	(12)	(16)	(21)
少数股东损益	-	-	-	-	-	-	-
归属股东利润	19	28	66	99	82	109	136
同比		46%	138%	50%	-17%	33%	25%
比例分析							
毛利率	53.8%	54.4%	53.8%	54.3%	46.7%	47.4%	48.1%
营业利润率	17.2%	16.0%	22.1%	28.3%	22.5%	23.7%	24.6%
期间费用率	42.0%	40.5%	36.3%	30.3%	28.5%	27.1%	26.3%
归母净利率	15.7%	16.4%	22.8%	25.0%	19.6%	20.7%	21.2%

注：图中期间费用支出以负号表示

资料来源：招股说明书，华泰研究预测

分业务盈利预测

1. 失效分析

案件数方面：

公司 2021 年~1H24 失效分析案件数分别为 11524/18264/20817/10074 件，2021~2023 年失效分析市场持续增长，客户覆盖不断拓宽带动公司案件数量持续增长，1H24 失效分析案件数量年化来看较 2023 年有所下滑，但半导体行业存在一定季节性，往往在下半年产业链景气度较上半年更高，因此我们预计 2H24 失效分析案件数量环比有所提升，2024 年全年案件数有望实现同增 7.6%。

公司订单与产能上，公司是大陆地区第一个拥有晶体管级纳米探针分析技术能力的商业化实验室，公司的纳米探针测试系统（Nano Probe）是大陆地区首台投入商用的分析仪器，目前可实现 3nm 工艺制程的分析。2022 年以来，随着员工操作效率提高以及检测分析需求提升，使用率水平逐年提升，并保持较高水平。随着先进制程工艺的发展，下游客户在晶体管级电性检测分析上的需求高速增长，而市场上拥有该项分析测试能力的实验室相对较少，使得公司该类业务需求旺盛，设备持续饱和运转。根据公司 2024 年 10 月 21 日问询函回复，公司纳米探针测试系统 2023 年的设备利用率已达 137.40%，苏州实验室纳米探针测试系统形成的分析项目收入合计约为 800 万元，为公司贡献了主要业绩增长点，本次 IPO 募投“苏州检测分析能力提升建设项目”也重点计划对当前需求高且产能较为饱和的纳米探针测试系统设备进行采购，随着未来设备的产能扩张，公司预计整体失效业务订单量保持较好增长。

行业增长上，1) 从下游应用来看，失效分析下游应用领域多为半导体设计行业，而中国芯片设计行业在国产化以及产品高端化的趋势下市场规模持续快速增长，据 ICCAD 数据，中国芯片设计行业从 2014 年的 983 亿元，成长至 2024 年的 6460 亿元，期间 CAGR 达 20.7%，我们预计未来中国芯片设计行业在 AI 需求刺激以及持续国产化的带动下有望持续快速增长，同时先进制程演进或将增加设计环节的研发强度，进一步带动其上游的失效分析与可靠性分析市场需求增长；2) 失效分析市场行业预期增速上看，根据公司招股说明书援引 QY Research 数据，失效分析市场 2024~2028 年 CAGR 达到 15.3%，其中 2024、2025、2026 年分别为 14.6%、16.0%和 18.8%。参考行业增速，同时考虑市场规模在第三方检测分析业务附加值提升的带动下可能存在的价增，则行业增速去掉价格涨幅的影响，同时考虑公司产能扩张带来的订单量预期增长，我们预计 2025 年与 2026 年失效分析案件数量将实现同增 13%与 11%。

价格方面：

公司 2021 年~1H24 失效分析案件价格分别为 10372/9735/10677/12158 元，2021~2023 年同比增速分别为 17.8%/-6.1%/9.7%，2022 年失效分析业务平均单价下降主因为为进一步巩固优势抢占市场对聚焦离子束扫描电镜成像分析、扫描电镜成像分析等主要测试项目进行了降价。2023 年公司失效分析业务新增大客户 H，承接了更多价值量高、技术要求高的大案件，该类案件平均价格较高，因此 2023 年公司单位案件价格进一步提高。1H24 公司进一步聚焦服务先进制程的研发，失效分析案件中包含晶体管级电性参数测量等高难度测试项目的案件占比提升，使得失效分析案件平均单价提高。1H24 较 2023 年提升 13.9%。我们认为 2024 年全年价格将与 1H24 水平基本持平，全年价格同比提升 15.0%。公司具有设备先进、先进制程收入占比高以及客户资源优质的竞争优势，据招股说明书，公司是大陆地区首家拥有晶体管级纳米探针分析技术能力的商业化实验室，公司的晶体管级纳米探针分析（NanoProbe），最终可实现 3nm 先进制程逻辑芯片的精准失效定位，公司持续引入纳米探针及球差校正场发射透射电子显微镜等先进设备，我们认为将有望带动先进制程收入占比进一步提升，从而带动案件单价增长，故我们预计 2025 年与 2026 年公司先进制程相关业务占比或进一步提升带动案件价格水平上涨，保持 2023 和 2024 年的价格提升趋势，2025 和 2026 年案件价格有望分别提升 13.0%和 11.0%。

毛利率方面：

公司 2021 年~1H24 失效分析案件毛利率分别为 54.6%/50.9%/50.2%/47.5%，2022 年福建及南京子公司加大了对失效分析相关设备的投入，新增购置的设备在 2023 年计提的折旧成本提高，由于产能利用率提升具有一定的周期，因此 2023 年失效分析单位折旧成本有所提升，从而对整体毛利率产生负向影响。1H24 公司失效分析案件单位成本增加主要系新建深圳实验室、青岛实验室影响，实验室业务人员和设备投入相应增加，使得单位人工成本和单位折旧摊销及维保费增加，故整体毛利率承压。我们预计 2H24 新建深圳实验室以及青岛实验室的折旧压力有所下降，且预计在下半年景气度环比改善的带动下 2024 全年毛利率回升至 49.0%，公司本次募投项目计划对目前尚未掌握的分析能力进行针对性布局，尤其是针对工艺节点更先进、集成度更高的复杂样品，带动先进制程收入占比进一步提升，我们预计 2025/2026 年在公司先进制程相关业务占比提升且工艺持续优化的带动下，因公司失效分析单价有望保持提升趋势，则毛利率有望呈增长趋势，预计分别为 49.50%和 50.00%。

2. 材料分析

案件数方面：

公司 2021 年~1H24 材料分析案件数量分别为 3441/4584/5730/2697 件，公司 2021~2023 年期间持续开拓客户 A、客户 H 与客户 B 等大客户，且大客户案件数量较多，带动材料分析案件数持续增长，1H24 部分材料分析案件阶段性完成，导致上半年案件数量年化来看有所下降，我们预计下半年行业景气度将好于上半年，带动全年案件数量恢复增长，同时 2025 年与 2026 年材料分析市场持续扩容，公司凭借在材料分析领域国内领先的地位有望进一步突破客户份额，案件数量有望持续增长。2024 年公司新建的深圳、青岛实验室开始陆续投产，上半年出于产能爬坡期，而随产能利用率的不断提升，青岛实验室在 2024 年 8 月、9 月已实现单月盈利，深圳实验室收入金额也快速提高，我们预计 2025 年两新建实验室产能将进一步释放，带动材料分析业务案件数量加速增长。

行业增长方面，1) 从下游市场龙头公司增长上看，材料分析市场下游除芯片设计外，另一大下游为晶圆制造，据 wind 一致预期，截至 2025 年 2 月 25 日，中芯国际营收 2025/2026 预计增速为 15.7%/15.4%，华虹公司 2025/2026 预计营收增速为 18.9%/27.3%，晶合集成 2025/2026 年预计营收增速为 34.1%/19.8%，芯联集成 2025/2026 预计营收增速为 25.3%/26.5%，下游晶圆制造厂的收入快速增长将带动研发投入的同步上行，带动上游材料分析市场需求增长；2) 材料分析市场行业预期增速上看，根据招股书援引 QY Research 数据，2024/2025/2026 年中国材料分析市场规模将分别同比增长 14.3%/15.0%/17.9%。参考行业增速，同样考虑材料分析市场规模可能存在的价增，并且因为材料分析难度更大，壁垒相对更高，我们认为附加值增长带来的价格增速或将更高，则行业增速去掉价格涨幅的影响，同时考虑公司新建实验室加速爬产带来的收入贡献，故我们预计公司材料分析案件数量 2024/2025/2026 年将分别同比增长 5%/12%/10%。

价格方面：

公司 2021 年~1H24 材料分析案件价格分别为 13188/21447/27773/21291 元，2021~2023 年呈逐年提升趋势，主因公司报告期内材料分析业务收入中客户 A、客户 H、客户 B 等大客户的占比较高，而大客户的案件通常难度较高、单个案件规模大、交期要求更为紧迫，因此案件的单价较高，同时大客户的案件数量也较多，因此使得公司整体的材料分析案件单位价格较高。1H24 材料分析案件单价有所下降，一方面是因为客户某研发项目在 2024 年一季度末阶段性完成，由于该项目案件单价相对较高，项目完成后导致高单价案件金额及占比下降，整体拉低了公司材料分析案件单位价格；另一方面是受市场竞争因素影响，公司对部分大客户材料分析业务报价有所下降。1H24 公司价格较 2023 年同比下降 23.3%。因此，我们预计 2024 年全年材料分析业务价格将与 1H24 水平大致持平，全年同比下降 23.0%，展望 2025~2026 年：

1) 公司凭借先进设备已积累多年先进工艺的材料分析能力, 据 2024 年 10 月 21 日第二轮问询函回复, 公司具备 D-SIMS 与 TOF-SIMS 相关先进设备, 并在 2010 年、2012 年、2013 年开始向客户提供飞行时间二次离子质谱分析(TOF-SIMS)、X 光电子成分价态分析(XPS)、动态二次离子质谱分析(D-SIMS)等表面分析服务, 近年来, 公司亦持续加大对表面分析中各项细分技术的研发, 2022 年完成“XPS 测试中溅射成品率校准的研究”“提高 DSIMS 分析 C/H/O 检出限的方法”等研发项目, 2023 年完成“通过二次离子飞行时间质谱技术(TOF-SIMS)定量分析 SiGe 元素的技术研究”“关于 XPS 的分析效率和精度的改善研究”等研发项目, 并在 2024 年启动“拉曼光谱在半导体行业应用调研”等研发项目, 拟进一步扩展公司在表面分析领域的分析能力。我们预计公司在材料分析领域的持续深耕将进一步增强公司的议价能力与竞争优势。

2) 材料分析业务单价受客户结构影响较大, 大客户案件单价往往较高, 据公司 2024 年 10 月 21 日问询函回复, 2024 年上半年, 除客户 H、客户 F、华虹集团等老客户继续深度合作外, 公司还成功取得晶圆代工领域客户 I 的大批量订单, 且来自全球显示驱动晶圆, 代工龙头晶合集成的订单规模大幅提升; 同时, 公司 8 月初成功中标华润微电子下属晶圆代工子公司润鹏半导体(深圳)有限公司的检测分析业务, 并开始获得批量分析实验订单。此外, 公司目前已与客户 M、武汉新芯等晶圆代工客户达成合作意向, 预计后续实现批量性订单合作。随着公司材料分析大客户的后续放量, 大客户收入占比增加, 我们预计 2025 年和 2026 年案件平均单价有望进一步提升, 价格有望逐步回升至 2022~2023 年的平均水平, 预计 2025/2026 年分别同比增长 11.0%和 9.0%。

毛利率方面:

公司 2021 年~1H24 材料分析毛利率分别为 55.9%/59.4%/61.1%/41.1%, 2021~2023 年在材料分析业务单价持续提升的带动下毛利率持续提升, 公司福建和南京子公司投产, 材料分析业务人员和设备投入均大幅增加对单位成本的增加同样在价格上升的作用下被部分抵消。1H24 材料分析业务在大客户高价项目完成、高毛利案件占比下降且竞争加剧的影响下单价有所下降, 同时深圳实验室、青岛实验室投产, 实验室业务人员和设备投入相应增加, 1H24 毛利率有所下降至 41.1%。公司在材料分析领域持续开拓大客户业务, 公司在 2024 年开拓了晶圆代工客户 I 的大批量订单, 8 月初中标华润微旗下润鹏半导体检测分析业务, 并开拓客户 M 与武汉新芯等新的大客户业务, 我们预计将在 2025 年形成批量收入贡献, 而大客户案件往往具有更高附加值, 故我们预计将带动毛利率提升, 新建实验室方面, 我们预计下半年深圳、青岛实验室折旧压力边际减弱的影响下 2024 全年毛利率较 1H24 有所改善至 43.0%, 但较 2023 年仍有所下降。2025 年与 2026 年我们预计在半导体行业持续往先进制程发展的趋势下, 半导体检测分析厂商竞争格局将有望进一步集中, 公司作为国内先进制程领先布局厂商, 竞争地位有望与同业公司进一步拉大, 同时在公司工艺优化、价格提升等的带动下毛利率有小幅回升, 预计分别为 44.0%和 45.0%。

3. 可靠性分析

案件数方面:

公司 2021 年~1H24 可靠性分析案件数分别为 433/1512/1702/838 件, 可靠性分析为公司新开辟业务领域, 案件数量增长较快, 2021 年底公司获得主要客户的可靠性分析业务认证, 2022 年案件数量有明显增长, 1H24 案件数量年化来看同比有所下降, 我们预计在下半年行业景气度边际改善的作用下全年案件量较 2023 年有小幅增长。公司此前主要专注于失效分析和材料分析市场, 但可靠性分析市场为第三方检测较大的细分市场之一, 公司未来将凭借更强的技术优势开拓技术难度相对更低的可靠性分析领域, 市场份额有望快速增长。因此我们预计 2025 与 2026 年公司可靠性分析业务将持续放量, 案件数量将保持增长。

行业增长上，1) 从下游应用市场龙头公司增长上看，可靠性分析领域除在半导体设计的应用之外，另一大应用行业为半导体封测环节，国内半导体封测龙头公司包括长电科技、通富微电以及华天科技，据 wind 一致预期，截至 2025 年 2 月 19 日，长电科技 2025/2026 年预计营收增速为 16.2%/11.4%，通富微电 2025/2026 年预计营收增速为 17.3%/15.1%，华天科技 2025/2026 年预计营收增速为 15.9%/12.5%，我们预计半导体封测龙头营收及半导体设计行业的持续高增长有望带动其上游的可靠性分析市场需求增长；2) 可靠性分析市场行业预期增速上看，根据招股书援引 QY Research 数据，2024/2025/2026 年中国可靠性分析市场规模将分别同比增长 13.1%/16.1%/13.1%。参考行业增速以及 1H24 案件数量增长情况，我们预计公司材料分析案件数量 2024/2025/2026 年将分别同比增长 3%/12%/10%，增速略慢于失效和材料分析业务。

价格方面：

公司 2021 年~1H24 可靠性分析价格分别为 6065/7124/7179/6443 元，2022 年可靠性分析业务单价较 2021 年增长主要系静电测试类项目、高温寿命试验类项目收入占比提升，且该类测试项目平均单价有所提高。1H24 公司可靠性分析价格下降主因大客户的高单价项目占比下降，较 2023 年下降 10.3%。我们预计 2024 年全年价格水平与 1H24 基本持平，全年价格同比下降 10.0%。展望 2025、2026 年，公司正持续布局高价值领域优化产品结构，从而提升案件平均单价，公司通过开展“车规级芯片技术能力的设计和研发”等研发项目，成功实现车规级芯片的检测能力，并成功开发相应的车规级客户，为汽车供应链相关企业在设计、选料、测试、生产、制定标准等方面提供帮助，据 2024 年 10 月 21 日问询函回复，目前公司已取得包括理想汽车、蔚来汽车等客户样品的检测分析订单，并积极与宁德时代就电池材料分析展开交流。随着未来公司车规级客户的可靠性业务提升，预计 25 年和 26 年可靠性业务单价有所提升。我们认为 2025 年与 2026 年有望随着公司产品结构优化而恢复增长，但因行业壁垒与技术难度或低于材料分析与失效分析，故或将面临更大价格竞争，价格增幅或弱于失效分析与材料分析，预计 2025/2026 年价格将同比提升 5.0%/5.0%。

毛利率方面：

公司 2021 年~1H24 可靠性分析毛利率分别为 20.0%/51.0%/38.8%/29.0%，2022 年在静电测试、高温寿命试验等高价项目占比提升与收入规模增长单位成本下降的带动下，毛利率大幅提升，2023 年公司高温寿命试验类测试业务减少，使得案件分摊的折旧摊销及维保成本增加，导致单位成本提高较多，对毛利率产生负向影响。1H24 在大客户高单价项目占比下降导致毛利率同样有所下降至 29.0%。我们预计 2024 年全年同样因高单价项目占比减少的原因毛利率水平与 1H24 大致持平，全年为 30.0%。2025 年与 2026 年工艺能力有望持续优化，但同时受到一定竞争压力的影响，我们预计 2025 年与 2026 年毛利率与 2024 年持平。

图表4：胜科纳米收入拆分（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入：按产品拆分						
主营业务收入	167.53	286.88	393.63	415.02	524.47	639.87
失效分析	119.53	177.80	222.27	275.03	351.19	432.70
材料分析	45.38	98.31	159.14	128.67	159.96	191.79
可靠性分析	2.63	10.77	12.22	11.33	13.32	15.38
其他业务收入	0.04	0.33	0.36	0.36	0.39	0.43
营业收入同比变化：按产品拆分						
主营业务收入	39.2%	71.2%	37.2%	5.4%	26.4%	22.0%
失效分析	34.1%	48.7%	25.0%	23.7%	27.7%	23.2%
材料分析	46.9%	116.6%	61.9%	-19.2%	24.3%	19.9%
可靠性分析	857.4%	310.1%	13.4%	-7.3%	17.6%	15.5%
其他业务收入				0.0%	10.0%	10.0%
营业收入占比：按产品拆分						
主营业务收入	100.0%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%	99.9%
失效分析	71.3%	62.0%	56.4%	66.2%	66.9%	67.6%
材料分析	27.1%	34.3%	40.4%	31.0%	30.5%	30.0%
可靠性分析	1.6%	3.8%	3.1%	2.7%	2.5%	2.4%
其他业务收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

资料来源：招股说明书，华泰研究预测

图表5：胜科纳米分案件数量、价格与毛利率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
案件数量（个）						
失效分析	11,524	18,264	20,817	22,399	25,311	28,095
材料分析	3,441	4,584	5,730	6,017	6,738	7,412
可靠性分析	433	1,512	1,702	1,753	1,963	2,160
案件数量同比变化						
失效分析	13.8%	58.5%	14.0%	7.6%	13.0%	11.0%
材料分析	39.9%	33.2%	25.0%	5.0%	12.0%	10.0%
可靠性分析	546.3%	249.2%	12.6%	3.0%	12.0%	10.0%
单价（元/件）						
失效分析	10,372	9,735	10,677	12,279	13,875	15,401
材料分析	13,188	21,447	27,773	21,386	23,738	25,874
可靠性分析	6,065	7,124	7,179	6,461	6,784	7,123
单价同比变化						
失效分析	17.8%	-6.1%	9.7%	15.0%	13.0%	11.0%
材料分析	5.0%	62.6%	29.5%	-23.0%	11.0%	9.0%
可靠性分析	48.1%	17.5%	0.8%	-10.0%	5.0%	5.0%
毛利率						
主营业务毛利率	54.4%	53.8%	54.2%	46.6%	47.3%	48.0%
失效分析	54.6%	50.9%	50.2%	49.0%	49.5%	50.0%
材料分析	55.9%	59.4%	61.1%	43.0%	44.0%	45.0%
可靠性分析	20.0%	51.0%	38.8%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务毛利率	81.4%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
综合毛利率	54.4%	53.8%	54.3%	46.7%	47.4%	48.1%

资料来源：招股说明书，华泰研究预测

销售费用率：公司2020~2023年与1H24销售费用率分别为7.1%/6.1%/5.2%/4.1%/3.0%，期间公司销售费用率持续下降，一方面系公司销售业务采用管理模式，子公司主要作为产能中心，随着公司销售收入的增加，销售人员及销售费用未同比例增加；另一方面系公司为进一步聚焦服务重点客户，2023年下半年至2024年上半年持续对销售团队进行优化调整，使得销售人员数量下降、工资薪酬总额有所降低，故1H24销售费用率有所下降。公司商业模式对于销售费用依赖较少，我们预计销售费用绝对值将维持在相对稳定水平，并随公司业务体量增长费用率持续下降。

管理费用率：公司 2020~2023 年与 1H24 管理费用率分别为 21.8%/18.6%/13.2%/11.8%/12.2%，公司管理费用主要构成为职工薪酬，随公司体量扩大逐步增加，其他管理费用相对较稳定，同时在公司体量持续增长的影响下管理费用率持续下降。2024 年主因新建实验室所产生的折旧摊销费用有所增加，1H24 管理费用率有所上涨，我们预计全年管理费用率有所增长，2025 年与 2026 年将在营收增长带动下有所下降。

研发费用率：公司 2020~2023 年与 1H24 研发费用率分别为 10.9%/13.4%/12.6%/10.8%/11.6%，研发费用中职工薪酬为公司研发费用的主要构成部分。随着公司经营规模的扩张，研发投入持续增加，研发人员数量逐年增加，研发费用中职工薪酬金额呈逐年增加趋势，1H24 同样在职工薪酬增长影响下有明显上升，我们预计 2024 年全年研发费用率有所上涨，公司处于技术密集型行业，需要保持一定研发投入水平，我们预计 2025 年与 2026 年研发费用率将与 2024 年持平。

图表6：胜科纳米期间费用率假设

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	7.1%	6.1%	5.2%	4.1%	3.0%	2.8%	2.6%
管理费用率	21.8%	18.6%	13.2%	11.8%	12.0%	11.8%	11.6%
研发费用率	10.9%	13.4%	12.6%	10.8%	11.5%	11.5%	11.5%
财务费用率	2.2%	2.4%	5.3%	3.6%	2.0%	1.0%	0.6%
期间费用率	42.0%	40.5%	36.3%	30.3%	28.5%	27.1%	26.3%

资料来源：招股说明书，华泰研究预测

行业分类

胜科纳米是半导体第三方检测分析实验室，为半导体产业链客户提供失效分析、材料分析以及可靠性分析等半导体检测分析实验。

根据国家统计局发布的《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017)，公司主营业务为“M 科学研究和技术服务业”中，“74 专业技术服务业”之“7452 检测服务”，同时，公司也属于“6560 信息技术咨询服务”。根据《战略性新兴产业分类（2018）》，公司所属行业领域属于“新一代信息技术产业”之“1.3.4 新型信息技术服务”中，“国民经济行业代码 6560* 信息技术咨询服务”之“测试评估认证服务”，符合《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》中的“半导体和集成电路”。

可比公司分析

胜科纳米主营半导体第三方检测分析实验，为客户提供失效分析、材料分析、可靠性分析等测试，目前 A 股暂无聚焦于半导体第三方检测实验室检测分析的可比公司。考虑公司业务范围以及竞争地位，参考公司招股说明书，我们选取闾康、宜特、苏试试验、广电计量、利扬芯片、伟测科技、思科瑞以及西测测试作为公司的可比公司。

可比公司中，利扬芯片与伟测科技聚焦半导体领域，虽然主营的晶圆测试（CP）与成品测试（FT）等后道检测与实验室检测存在一定差异，但其应用领域、第三方检测分析的行业属性等与公司较为相近，且均为科创板上市公司，因此具有一定可比性。

苏试试验、广电计量、华测检测是综合性的分析检测公司，半导体实验室检测系其一部分业务。其中，苏试试验于 2019 年收购宜特在中国大陆地区的子公司（后更名为“苏试宜特”）切入半导体第三方检测分析赛道；华测检测则是在 2022 年收购蔚思博检测技术（合肥）有限公司（后更名为“华测蔚思博”）。闾康和宜特主要从事半导体分析实验室业务，但其均为在中国台湾地区上柜交易的公司，且宜特已经全面退出中国大陆市场。思科瑞、西测测试也是主营第三方检测分析服务，思科瑞与西测测试主要聚焦国防科技领域，业务以电子元器件的可靠性筛选测试为主。赛宝实验室、季丰电子并非上市主体，EAG 实验室为 Eurofins（欧陆科技）子公司，无公开披露的相关数据，因此考虑到财务数据的可获得性以及 2021 年以来数据的可比较性，在经营及财务比较方面，未将华测检测、赛宝实验室、季丰电子以及 EAG 实验室作为可比公司。

具体来看，公司与可比公司对比情况如下，从下图可见，利扬芯片与伟测科技与胜科纳米可比性最高，主因两公司与胜科纳米同为专注于半导体领域的第三方检测分析厂商，而其他国内可比公司如苏试试验、广电计量、思科瑞以及西测测试与胜科纳米存在业务应用领域上的差别，其他公司较多从事于军工、汽车等其他工业领域的检测分析，行业增长速度及空间与半导体领域存在较大差异。中国台湾厂商宜特与闾康较胜科纳米主要存在业务地域上的差异，闾康主要面向中国台湾等非大陆市场，宜特目前在大陆地区已不再从事检测分析业务，故下游需求的地域分布上存在差异，而胜科纳米作为中国大陆的领先检测分析厂商，有望充分享受国内半导体领域国产化带来的发展机遇，故综合考虑业务应用领域以及地域分布，利扬芯片与伟测科技与公司可比性最高。

图表7：公司与可比公司对比情况

	主营业务	所属领域	与胜科类似业务情况	优劣势对比
利扬芯片 (688135 CH)	第三方晶圆测试及成品测试	属于半导体检测分析领域，为半导体行业客户服务，但业务内容等与发行人有所差异	利扬芯片及伟测科技与发行人均属于半导体第三方测试，利扬芯片及伟测科技是将封测厂或晶圆厂的测试部分独立出来，为客户提供更加专业的测试服务，而发行人是将半导体企业的研发环节独立出来，为客户提供更加专业的检测分析服务。	(1) 公司掌握的检测分析技术更加全面多样，需结合物理、化学、材料、电性等各类型分析技术进行具体分析，技术壁垒较高； (2) 公司掌握针对不同环节、不同客户类型的检测分析技术，主要面向客户研发环节，客户群体范围广泛，总体需求良好
伟测科技 (688372 CH)	第三方晶圆测试及成品测试		利扬芯片与伟测科技所处的半导体第三方测试与发行人的测试均是半导体产业专业化分工的产物，产业发展逻辑有类似之处，但由于其分化环节的不同，导致其具体业务内容、技术特点、检测设备等均有一定的差异。	
闾康 (3587 TT)	可靠性测试、失效分析、材料分析等	属于半导体检测分析领域，但业务结构、服务市场与发行人有所差异	闾康主要从事业务与发行人业务较为类似，但存在一定差异： (1) 根据闾康公开信息，2023 年度可靠性检测业务收入占比为 31%，失效分析占比 30%，材料分析占比 39%，业务结构与发行人存在显著差异。 (2) 闾康主要面向中国台湾等海外市场，2023 年其来自中国台湾、日本、美国等地区的收入合计超过 50%。	(1) 公司属于内资实验室，在当前半导体产业国产化发展的大背景下，公司与境外实验室相比更具竞争优势； (2) 公司聚焦难度较高的失效分析及材料分析领域，所处细分市场的技术壁垒高，竞争力强。
宜特 (3289 TT)	可靠性测试、失效分析、材料分析、量产服务等	属于半导体检测分析领域，但业务结构、服务市场与发行人有所差异	宜特主要从事业务与发行人业务较为类似，但存在一定差异： (1) 宜特在中国大陆的半导体检测分析业务已于 2019 年出售至苏试试验（即苏试宜特），目前在大陆地区不从事该类业务； (2) 根据宜特公开信息，2023 年度其可靠性检测占比约为 48%，失效分析及材料分析等占比 52%，业务结构与发行人存在显著差异。	(1) 公司属于内资实验室，在当前半导体产业国产化发展的大背景下，公司与境外实验室相比更具竞争优势； (2) 公司聚焦难度较高的失效分析及材料分析领域，所处细分市场的技术壁垒高，竞争力强。
苏试试验 (300416 CH)	环境与可靠性试验服务、集成电路验证与分析服务、电子电气测试认证服务、环境试验设备	聚焦环境与可靠性试验的检测机构，半导体检测分析业务占比较小，2023 年该类业务占主营业务收入比例约为 13 %	子公司苏试宜特业务与发行人业务一致，但存在一定差异： (1) 苏试宜特的业务主要聚焦于可靠性检测分析，业务占比相对较高，业务结构与发行人存在显著差异； (2) 苏试试验其他类似检测分析业务承接一定的军工业务，应用领域与发行人存在明显差异。	(1) 公司深耕半导体检测分析业务，相较于并购等方式切入的竞争对手更具备经验优势； (2) 公司聚焦难度较高的失效分析及材料分析领域，所处细分市场的技术壁垒高，竞争力强。
广电计量 (002967 CH)	主营计量服务、检测服务（包括可靠性与环境试验、集成电路测试与分析、电磁兼容检测、化学分析、食品检测、生态环境检测）、EHS 评价服务	属于综合性检测机构，半导体检测分析业务占比较小，2023 年类似业务仅占主营业务的 7%	集成电路测试与分析业务与发行人业务较为类似，但存在一定差异： (1) 广电计量在集成电路测试与分析领域重点聚焦可靠性检测方面； (2) 广电计量其他业务中的可靠性与环境试验主要针对军工、汽车等零部件等，与胜科差异较大	(1) 广电计量属于国有企业，与广电计量相比，公司具备更加灵活高效的运行机制； (2) 广电计量聚焦可靠性测试，公司在失效分析、材料分析方面的优势更大
思科瑞 (688053 CH)	军用电子元器件可靠性检测筛选试验、破坏性物理分析、失效分析与可靠性管理技术支持等	属于军用电子元器件检测，与胜科类似检测业务的收入占比较小，根据披露数据，2021 年该部分业务收入占主营业务比例不足 2%	破坏性物理、失效分析与发行人业务较为类似，但存在一定差异： (1) 思科瑞在该部分的业务主要针对军工电子元器件； (2) 思科瑞其他业务可靠性检测筛选属于批量性检测，属于出厂前的全检，与胜科差异较大。	(1) 胜科具备更加全面、广泛的各领域检测分析经验，且检测分析类型更加多样
西测测试 (301306 CH)	环境与可靠性试验、电子元器件检测筛选、电磁兼容性试验等检验检测服务	属于军用电子元器件检测，公司前五大客户均为军工集团下属单位	环境与可靠性试验与发行人可靠性分析业务类似，但存在一定差异： (1) 西测测试在该部分的业务主要针对军用装备； (2) 西测测试其他业务中的电子元器件检测筛选属于批量性检测，与胜科差异较大。	(1) 胜科具备更加全面、广泛的各领域检测分析经验，且检测分析类型更加多样

资料来源：招股说明书，华泰研究

1) 竞争优势

技术优势。据招股书信息，公司的分析能力聚焦先进工艺，对先进制程的覆盖能力可以达到 3nm，与闾康处于同一水平，领先于苏试宜特（5nm）、广电计量（4nm）、季丰电子（7nm 以下）、华测蔚思特（5nm 以下）等，处于行业前列。公司先进工艺收入持续增长，1H24 先进工艺领域营收占比高达 77.29%，并在失效分析及材料分析领域具备较强的竞争优势。在失效分析领域，公司具有行业领先的 CT 无损检测技术、精准的缺陷识别能力、超声波扫描探测能力、失效定位分析能力等，并在晶体管级电性参数测量等高难度分析项目的覆盖上与行业头部企业闾康相当；在材料分析领域，公司在微区结构及成分分析方面技术领先，并具备 10nm 的最薄样品制备能力、纳米级结构分辨能力（可实现 0.1nm 的高分辨率成像）、1nm 左右超薄膜层的成分分析能力等。公司的分析能力获得行业内权威机构的认可，目前拥有中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可的 70 余项检测项目、检验检测机构资质认定（CMA）认可的 20 余项检测项目，与主要竞争对手相比获认可的项目数量相对靠前，特别是在失效分析、材料分析领域相对领先，同时，公司作为主要起草单位参与制定已发布的 6 项国家标准及 5 项行业标准，包括集成电路芯片中功能薄膜层厚度的测定方法等。

业务聚焦优势。公司聚焦于半导体分析领域，专业化聚焦程度更高。与华测检测、赛宝实验室、广电计量、季丰电子、苏试试验等竞争对手相比，公司更加聚焦半导体分析领域且以集成电路检测为主，具备更加专业的半导体分析能力。前述主要竞争对手除半导体外还可能涉及军工、化学、环保、生物医药等多领域，其中华测检测、苏试试验主要通过外延收购方式切入半导体分析赛道，总体而言公司在半导体细分领域的积累更加深厚。

行业地位优势。公司深耕半导体检测分析行业多年，在国内市场具有较高的收入规模和市场占有率，2023 年在国内的市场占有率约为 4.23%，在技术难度较高的失效分析领域市场占有率约 7.86%。此外，2021-1H24 公司在失效分析、材料分析业务的收入占比均超过 95%，主要竞争对手中闾康、赛宝实验室、苏试宜特、季丰电子、广电计量等业务构成中可靠性测试占比较高，与之相比公司更聚焦于技术难度和附加值较高的失效分析及材料分析领域，在上述领域的市场占有率相对领先。

市场认可优势。作为国家级专精特新“小巨人”，公司在行业内具有强大的品牌效应，为全球 2000 余家客户提供服务，涵盖半导体全产业链，且与卓胜微、高通、博通、华虹集团、日月光、长电科技、应用材料、京东方等全球知名的半导体龙头企业和科研机构合作，获得广泛认可，公司还是亚太地区首家获得赛灵思官网认可的第三方检测分析实验室，与同行业相比具有一定优势。公司还与赛默飞、日立、卡尔蔡司、牛津等全球顶尖仪器分析供应商保持深厚的战略合作关系，积极开展分析技术、检测设备功能方面的交流与合作，市场影响力不断提升，公司发表的论文还被国际科学仪器巨头 CAMECA 选为应用范文，并摘录论文的相关内容至其最新的技术应用报告中。此外，与赛宝实验室、广电计量等国有检测机构相比，公司拥有更加市场化的实验室运营机制，在实验室管理运营、案件交付周期、客户服务意识等方面具备较强的优势，高效的市场化服务能力亦是公司的核心竞争力之一。

人才优势。公司拥有高学历、高素质的人才团队，并与顶尖院校和科研机构合作，技术骨干人员多数具有顶尖院校及科研机构的学习和全球知名半导体制造、代工企业的工作经验。1H24 公司员工中本科及以上学历员工数量占比合计达到 62.61%，与同行业可比公司相比保持较高水平，研发团队中硕士及以上学历占比达 28.42%，为持续研发提供保障，并通过跨领域合作应对复杂案例。

多点布局优势。公司具备较强的本土化服务能力及良好的产能布局。与 EAG、闾康、宜特等欧美、中国台湾地区企业相比，公司具备较强的中国大陆地区本土化服务优势，助力国内半导体产业链安全、可控、高质量发展，加速在关键领域实现突破。公司总部位于苏州，并在南京、深圳、青岛、福建等地均设有半导体专业分析测试实验室，与 EAG、苏试宜特、华测蔚思博、赛宝实验室等竞争对手相比，在中国大陆地区实现了较为完善的半导体专业分析测试产能布局，多点布局保障分析测试产能的充分供应。

2) 竞争劣势

融资渠道较窄、资金实力不足。半导体第三方实验室是典型的技术和资金密集型行业，既需要持续的研发投入和高端技术人才培养，又需要高端分析仪器和设备的资金支持来搭建专业分析平台。虽然公司目前经营规模和盈利能力快速增长，但融资渠道相对较窄，与竞争对手相比资金实力较弱。国内已上市的综合性检测机构苏试试验、华测检测等资金实力较强，且融资方式多样，通过自主投资和外延并购切入半导体第三方检测分析市场。未来随着市场需求的增长，公司需要进一步拓宽融资渠道。在高额设备投入的同时，公司还需持续进行研发投入，以满足下游市场对检测分析的需求，保障实验室规模扩张和技术更新。

业务覆盖广度较小。公司目前主要聚焦于半导体检测分析领域，而部分同行企业业务覆盖更广。广电计量提供可靠性与环境试验、电磁兼容检测等，赛宝实验室涉及环保检测、食品检测，季丰电子提供光伏可靠性认证等服务。公司业务主要集中在失效分析和材料分析，可靠性分析业务起步较晚，且车规级芯片可靠性测试规模较小，覆盖项目有限。此外，在材料分析领域，公司尚未建立化学分析实验能力，覆盖广度也较小。

业务规模整体偏小。公司业务起步较晚，目前正处于快速成长阶段，2023 年营业收入为 3.94 亿元，净利润为 9853.85 万元，相比闾康、宜特、赛宝实验室等老牌第三方检测机构整体规模较小，检测分析产能与服务覆盖范围较局限。

3) 主营业务与收入

胜科纳米主营业务聚焦于半导体检测分析，部分可比公司业务范围更广。苏试试验及广电计量均为综合性检测分析机构，业务相对广泛。利扬芯片与伟测科技为半导体独立第三方检测分析厂商，主营晶圆测试（CP）与成品测试（FT）等后道检测。思科瑞与西测测试聚焦国防科技工业，思科瑞主营电子元器件的可靠性筛选试验，提供的服务还包含破坏性物理分析、失效分析；西测测试主要为军用装备与民用飞机产品提供环境与可靠性试验、电子元器件检测筛选等检验检测服务，同时开展检测设备的研发、生产与销售。

胜科纳米聚焦半导体领域，目前总体营收规模低于行业平均，但增长速度远高于可比公司。由于部分可比公司业务较为多元，胜科纳米营收规模相对较小，2023 年胜科纳米营收 3.94 亿元，而广电计量、苏试试验、闾康、宜特、伟测科技营收分别达到 28.89/21.17/11.13/8.82/7.37 亿元。但胜科纳米营收规模 22-23CAGR 高达 53.3%，远高于同比公司，伟测科技、闾康、苏试试验、利扬芯片、广电计量 22-23CAGR 分别为 22.2%/19.9%/18.7%/13.4%/13.4%。

图表8：可比公司营收规模对比（单位：百万人民币）

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年	2022 年	2021 年	22-23 CAGR
利扬芯片	231	503	452	391	13.4%
伟测科技	430	737	733	493	22.2%
闾康	553	1,113	903	774	19.9%
宜特	474	882	851	740	9.2%
苏试试验	917	2,117	1,805	1,502	18.7%
思科瑞	56	195	243	222	-6.3%
西测测试	222	291	304	246	8.9%
广电计量	1,344	2,889	2,604	2,247	13.4%
平均值	528	1,091	987	827	12.4%
胜科纳米	185	394	287	168	53.3%

资料来源：招股说明书，华泰研究

4) 毛利率与净利率

胜科纳米毛利率略高于同业平均。2021-2022 年，胜科纳米毛利率高于闽康、宜特、利扬芯片和广电计量，低于思科瑞，与伟测科技、西测测试、苏试试验的差异不大；2023 年，公司毛利率水平与思科瑞差异不大，高于其他可比公司；1H24 公司毛利率与广电计量、苏试试验差异不大，高于其他可比公司。各公司的毛利率差异主要受业务结构差异等影响。1、2023 年苏试试验毛利率下滑主因设备产能及人才储备的快速扩充，营运成本增加；2、闽康、宜特的业务结构和客户群体与公司不同，中国大陆占比较低，可靠性业务占比较大，且可靠性收入中包含的测试板材与夹具毛利率较低；3、广电计量除半导体检测分析外，还有计量校准、电磁兼容检测等业务，且可靠性检测的对象包含汽车电子零部件、新能源产品、轨道交通产品等，与公司的主要业务类型存在差异；4、思科瑞和西测测试聚焦国防科技工业的军用电子元器件可靠性检测服务，下游客户主要为军工集团及下属科研院所，客户结构与业务结构与公司不同，毛利率受下游军工需求与价格波动、折旧成本变化等影响。

2021-2023 年，胜科纳米毛利率维持在 54%左右，2024 年上半年毛利率下降至 45%，主要系新建深圳、青岛实验室尚处于产能爬坡期影响。

图表9：可比公司毛利率对比

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年	2022 年	2021 年
利扬芯片	24.50%	30.33%	37.24%	52.78%
伟测科技	28.56%	38.96%	48.57%	50.46%
闽康	33.37%	35.29%	36.91%	35.88%
宜特	27.13%	26.70%	27.14%	24.95%
苏试试验	42.87%	43.28%	57.07%	54.27%
思科瑞	38.67%	52.75%	68.16%	74.64%
西测测试	11.07%	32.75%	52.64%	59.25%
广电计量	45.39%	42.87%	41.29%	48.68%
平均值	31.44%	37.87%	46.13%	50.11%
胜科纳米	45.04%	54.28%	53.84%	54.41%

资料来源：招股说明书，华泰研究

胜科纳米净利率水平业内领先。得益于胜科纳米高毛利率水平与良好的费用控制，公司在 2023 及 1H24 净利率分别为 25.01%与 16.14%，均高于可比公司。

图表10：可比公司净利率对比

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年	2022 年	2021 年
利扬芯片	-3.16%	4.92%	7.15%	27.06%
伟测科技	2.53%	16.02%	33.20%	26.80%
闽康	14.44%	14.27%	15.79%	17.43%
宜特	14.41%	8.23%	10.33%	3.83%
苏试试验	13.24%	17.42%	17.26%	14.71%
思科瑞	-10.08%	21.46%	40.12%	43.71%
西测测试	-21.51%	-16.73%	21.63%	27.51%
广电计量	5.55%	7.14%	7.30%	8.57%
平均值	1.93%	9.09%	19.10%	21.20%
胜科纳米	16.14%	25.01%	22.84%	16.41%

资料来源：招股说明书，华泰研究

5) 费用率

胜科纳米销售费用率持续下降，低于行业平均。1H24 胜科纳米销售费用率为 2.98%，低于其余可比公司，主因胜科纳米采取管理模式，子公司仅作为产能中心，因此销售人员与费用不会随着营收增长而增加；同时，公司聚焦服务重点客户，2023 年下半年至 2024 年上半年持续优化销售团队，销售人员数量有所减少。利扬芯片和伟测科技的销售费用率较低，主要系从事晶圆测试和成品测试，客户群体相对稳定，销售业务拓展人员较少。广电计量的销售费用率较高，主要系检测范围广，覆盖客户多。

图表11：可比公司销售费用率对比

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年	2022 年	2021 年
利扬芯片	3.73%	3.36%	2.93%	2.78%
伟测科技	3.54%	3.26%	2.31%	2.26%
闽康	4.47%	4.77%	5.21%	5.13%
宜特	3.49%	3.28%	2.86%	3.17%
苏试试验	7.47%	6.40%	6.35%	6.42%
思科瑞	17.54%	9.56%	6.06%	6.60%
西测测试	9.40%	16.12%	11.55%	11.95%
广电计量	16.78%	14.23%	14.27%	12.89%
平均值	8.30%	7.62%	6.44%	6.40%
胜科纳米	2.98%	4.11%	5.16%	6.05%

资料来源：招股说明书，华泰研究

胜科纳米管理费用率处于行业平均水平附近。2021 年和 2022 年公司管理费用率高于可比公司均值，主要系公司为吸引人才制定了具有竞争力的薪酬政策，且公司处于上市阶段，上市所需的中介机构服务费增加较多。2023-1H24 随着公司业务规模提升，管理费用率下降。

图表12：可比公司管理费用率对比

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年	2022 年	2021 年
利扬芯片	11.39%	11.22%	15.55%	11.30%
伟测科技	7.49%	7.12%	4.69%	4.42%
闽康	8.08%	8.11%	7.33%	7.40%
宜特	11.86%	11.75%	11.89%	12.30%
苏试试验	12.57%	10.94%	12.59%	12.37%
思科瑞	30.62%	15.73%	10.00%	9.52%
西测测试	13.73%	22.80%	12.13%	11.09%
广电计量	7.69%	7.34%	6.86%	7.19%
平均值	12.93%	11.88%	10.13%	9.45%
胜科纳米	12.15%	11.78%	13.24%	18.63%

资料来源：招股说明书，华泰研究

胜科纳米研发费用率略高于同业平均。公司高度重视研发，持续加大研发投入，且收入规模与可比公司相比较小，因此研发费用率较高。闽康、宜特由于成立时间较早，客户群体较为稳定，营收规模较大，因此研发费用率较低。西测测试近年来在研发投入中循序渐进，因此研发投入金额也较低。

图表13：可比公司研发费用率对比

公司名称	2024 年 1-6 月	2023 年	2022 年	2021 年
利扬芯片	16.89%	14.94%	14.93%	12.46%
伟测科技	15.00%	14.09%	9.44%	9.68%
闽康	5.74%	5.53%	5.62%	3.71%
宜特	3.66%	3.63%	3.40%	3.65%
苏试试验	8.41%	7.87%	7.45%	7.78%
思科瑞	22.48%	11.43%	8.78%	7.37%
西测测试	4.60%	6.80%	5.84%	4.32%
广电计量	11.32%	10.13%	10.11%	9.93%
平均值	11.01%	9.30%	8.20%	7.36%
胜科纳米	11.62%	10.80%	12.61%	13.45%

资料来源：招股说明书，华泰研究

6) 资产周转能力对比

公司应收账款周转率保持稳定，且高于同行业平均水平。主要有两方面原因：1、同行业上市公司如苏试试验、思科瑞、西测测试的客户中包含军工类客户或者政府类客户，此类客户受预算管理的影响付款周期较长，因此其应收账款周转率相对较低；2、公司下游市场需求旺盛，公司对主要客户的应收账款回款较快，从而应收账款周转率较高。

图表14：可比公司应收账款周转率对比（单位：次/年）

公司名称	2024年1-6月	2023年	2022年	2021年
利扬芯片	2.89	3.17	3.65	4.65
伟测科技	2.69	2.59	3.85	4.81
闽康	3.96	3.76	3.80	4.07
宜特	2.72	2.71	2.93	2.79
苏试试验	1.39	1.94	2.27	2.48
思科瑞	0.53	0.90	1.40	1.94
西测测试	0.93	0.79	1.17	1.28
广电计量	1.77	2.06	2.15	2.15
平均值	2.11	2.24	2.65	3.02
胜科纳米	4.53	4.94	4.75	4.56

资料来源：招股说明书，华泰研究

胜科纳米存货周转率低于行业平均水平。伟测科技主要从事晶圆测试和成品测试，广电计量包括等计量、环境试验、电测兼容检测、环保及食品检测等多种业务，两家公司的存货均主要为开展测试服务所需的周转材料，金额较低，因此存货周转率较高。剔除伟测科技、广电计量后，2021~2023年同行业可比公司存货周转率的平均值为9.24/10.84/10.62次/年，略高于胜科纳米，主要系思科瑞、西测测试主要以可靠性测试为主，原材料账面价值较低，因此存货周转率较高。胜科纳米的存货由原材料和已完工未结算成本构成，其中原材料主要为用于分析仪器的离子源、拔出极等耗材。由于胜科纳米在2021-1H24新建实验室，设备投入增加带动相关专用耗材同步增长，导致期末原材料金额显著增加；同时，随着业务的快速增长，期末已完工但未结算服务对应的成本也有所上升，因此存货总金额较大，存货周转率低于利扬芯片、伟测科技和广电计量。

图表15：可比公司存货周转率对比（单位：次/年）

公司名称	2024年1-6月	2023年	2022年	2021年
利扬芯片	12.76	15.29	12.41	14.31
伟测科技	104.97	91.08	65.47	49.05
苏试试验	2.75	3.13	2.57	2.55
思科瑞	5.77	18.57	15.26	9.02
西测测试	6.45	5.50	13.13	11.07
广电计量	37.24	51.96	80.49	124.31
平均值	28.32	30.92	31.56	35.05
胜科纳米	9.28	8.68	8.46	9.10

注：闽康、宜特未披露其存货项目及存货周转率，因此未于上表列示

资料来源：招股说明书，华泰研究

7) 净利润

胜科纳米净利润高速增长，赶超部分可比公司。2021年，胜科纳米净利润为2800万元，位于行业低位。随着胜科纳米业务不断扩大，收入大幅提升，22-23年净利润CAGR高达89.3%，2023年净利润达0.99亿元，赶超利扬芯片、宜特、思科瑞、西测测试。1H24胜科纳米净利润有所下滑，主因深圳、青岛实验室陆续投产并新招聘部分人员，折旧摊销及人员薪酬增加，而市场开拓及产能充分释放需要一定的周期，因此阶段性拖累公司业绩。

图表16：可比公司净利润对比（单位：百万人民币）

公司名称	2024年1-6月	2023年	2022年	2021年	22-23 CAGR
利扬芯片	-7	25	32	106	-51.7%
伟测科技	11	118	243	132	-5.5%
闽康	80	159	143	135	8.5%
宜特	68	73	88	28	60.0%
苏试试验	121	369	312	221	29.2%
思科瑞	-6	42	97	97	-34.3%
西测测试	-48	-49	66	68	-
广电计量	75	206	190	193	3.5%
平均值	37	118	146	122	1.4%
胜科纳米	30	99	66	28	89.3%

资料来源：招股说明书，华泰研究

8) 经营性现金流净额对比

经营性现金流净额方面，胜科纳米2021年~1H24的经营活动产生的现金流净额分别为0.69/1.48/2.39/0.97亿元，同业可比公司均值分别为2.12/3.04/2.70/0.85亿元，公司经营性现金流净额低于行业均值水平，主因部分可比公司业务相对多元化，规模体量上比胜科纳米更大，胜科纳米目前专注于半导体领域的检测分析业务，虽然行业地位已经较靠前，但现金流规模上仍少于同业平均，从2021~2023年的情况来看，公司经营性现金流净额呈稳健增长趋势。

图表17：可比公司经营性现金流净额对比（单位：百万人民币）

公司名称	2024年1-6月	2023年	2022年	2021年
闽康	194	427	291	348
宜特	577	787	1,171	818
利扬芯片	111	196	260	192
伟测科技	202	463	500	252
苏试试验	76	370	468	250
思科瑞	46	70	29	58
西测测试	-86	-128	18	21
广电计量	160	647	549	499
平均值	85	270	304	212
胜科纳米	97	239	148	69

资料来源：iFind，华泰研究

估值分析

我们采用 PE 估值与 FCFF 法分别对胜科纳米进行相对估值与绝对估值,基于相对估值法计算公司上市后 6-12 个月远期公允价值区间 29.75-33.01 亿元。FCFF 估值法下胜科纳米估值区间为 30.62-34.03 亿元,综合相对和绝对估值法取交集,我们预计公司上市后 6-12 个月远期公允价值区间为 30.62-33.01 亿元,对应 2024E PE 估值区间为 37.57-40.50x,对应 2023 年归母净利润/扣非归母净利润 PE 估值区间在 31.07-33.50x/35.65-38.44x。

根据我们的估值结果(综合相对和绝对估值法取交集,我们预计公司上市后 6-12 个月远期公允价值区间为 30.62-33.01 亿元),估值上限对应潜在的募集资金(3.30 亿元)将超过招股书预计募集资金(2.97 亿元)。我们认为估值结论具备审慎性,主要基于:1)公司所处的半导体和第三方检测分析行业将有望在未来实现快速增长,行业内公司或普遍业绩增速较快。WSTS 预计全球半导体行业市场规模将在 2025 年同比增长 11.2%至 6972 亿美元。根据 QYResearch,全球半导体第三方实验室检测分析市场规模 2021 年已突破 30 亿美元,预计在 2028 年达到 75 亿美元,2022~2028 CAGR 达 14%。2)公司营收及业绩实现快速增长,2021-2023 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 48%和 73%。公司本次 IPO 募资主要投向苏州检测分析能力提升项目,主要建设目的为提高公司在失效分析、材料分析、可靠性分析等半导体检测分析服务的能力,相关服务均属于科技创新领域。超募资金符合公司未来发展战略,可以帮助公司提升分析能力、购置产能利用率相对较高的瓶颈环节设备、实现国内多区域业务布局,以更好服务客户群,为后续业绩持续增长打下坚实基础。3)公司本身所处行业估值相对较高,且近 6 个月行业估值呈攀升趋势。截至 2025 年 2 月 25 日,公司所处的中证指数股份有限公司发布的“M74 专业技术服务业”行业,近 6 月平均滚动市盈率、近 3 月平均滚动市盈率、近 1 月平均滚动市盈率和最新平均滚动市盈率分别为 33.56x、34.38x、34.77x 和 35.93x。公司可比公司扣非后静态市盈率均值为 49.2x。公司 2023 年归母净利润 PE 估值区间在 31.07-33.50x,和行业估值水平无较大差异。

相对估值法

估值方法选取方面,在目前第三方检测分析行业不断扩容,公司竞争优势较为显著的影响下,公司利润稳定盈利,因此我们认为选取 PE 估值更能体现公司合理价值。

可比公司选取:考虑行业类别、业务相似度以及财务数据可获得性等因素,我们主要参考招股书信息,选择闽康、宜特、利扬芯片、伟测科技、苏试试验、思科瑞、西测测试、广电计量 8 家上市公司。

可比公司静态与滚动相对估值:利扬芯片、西测测试与思科瑞 TTM 盈利情况较为一般,TTM 利润为负,导致其 PE 估值结果参考性较弱,剔除负值与异常值 PE 后,可比公司 2 月 25 日/近 20 个交易日平均市值孰低值对应的 2023 年静态市盈率均值为 42.3x,扣非后静态市盈率均值为 49.2x,对应的滚动市盈率(PE TTM)均值为 41.5x,扣非后 PE TTM 均值为 48.2x。

图表 18: 可比公司静态与滚动市盈率水平

代码	公司	交易货币	股价(交易货币)	总市值(百万元)	归母净利润(百万元)				P/E(倍)			
					2023A	扣非 2023A	TTM	扣非 TTM	2023A	扣非 2023A	TTM	扣非 TTM
半导体第三方实验室												
3587 TT	闽康	NTD	224.0	3,326	156.1	155.7	158.3	157.2	21.3	21.4	21.0	21.2
3289 TT	宜特	NTD	134.0	2,209	87.7	84.7	98.2	75.5	25.2	26.1	22.5	29.3
688135 CH	利扬芯片	RMB	22.4	4,481	21.7	11.4	-19.5	-15.5	187.1	357.4	-208.6	-262.6
688372 CH	伟测科技	RMB	87.4	9,948	118.0	90.7	90.4	76.7	73.3	95.4	95.8	112.8
300416 CH	苏试试验	RMB	12.8	6,489	314.3	280.2	240.3	206.0	19.1	21.4	25.0	29.1
688053 CH	思科瑞	RMB	28.5	2,845	43.1	37.7	-7.9	-12.6	59.3	67.7	-322.9	-202.6
301306 CH	西测测试	RMB	45.8	3,866	-51.7	-62.5	-130.5	-135.0	-68.0	-56.2	-26.9	-26.0
002967 CH	广电计量	RMB	20.3	11,863	199.4	174.1	255.4	226.2	55.4	63.4	43.2	48.8
平均值(剔除异常值与负值)									42.3	49.2	41.5	48.2

注:市值与股价数据截至 2025 年 2 月 25 日,可比公司用于计算 PE 估值的市值采用截至 2 月 25 日的最近 1 日市值与最近 20 个交易日市值均值的孰低值(闽康、宜特采用 2 月 25 日当日市值,其余均采用近 20 个交易日市值均值)

资料来源: iFind, Bloomberg, 华泰研究

可比公司预测相对估值：市盈率水平上看，利扬芯片、思科瑞与西测测试因已发布 2024 年业绩预亏公告，故其 PE 估值倍数失去可比性，宜特暂无彭博与 Wind 一致预期数据，剔除上述公司后，4 家可比上市公司截至 2 月 25 日市值与近 20 个交易日平均市值孰低值对应的 2024 年预测市盈率均值为 36.5x。其中闾康为中国台湾的上市公司，我们考虑到未来第三方检测分析行业增长驱动力主要来源于中国大陆先进制程发展以及产业链本土化的趋势，我们认为在下游半导体设计/制造/封测厂商导入大陆厂商意愿增强的趋势下，胜科纳米所面临的行业增长与中国台湾系厂商存在一定差异，同时在生命周期阶段上，闾康发展已相对较成熟，闾康体量增长速度明显弱于胜科纳米，2021~2023 年闾康营收增长 CAGR 为 19.9%，而胜科纳米同期营收 CAGR 达 53.3%，故考虑市场机会以及生命周期阶段差异，我们剔除闾康。3 家 A 股公司（伟测科技、苏试试验、广电计量）2024 年 PE 均值为 42.0x。其中，伟测科技相对其他可比公司估值相对偏高，但我们认为伟测科技和胜科纳米更为可比，主因两公司主营业务较为可比，伟测科技聚焦半导体领域，虽然主营的晶圆测试（CP）与成品测试（FT）等后道检测与实验室检测存在一定差异，但其应用领域、第三方检测分析的行业属性等与公司较为相近，且同为科创板上市公司，因此更具有可比性。

图表 19：可比公司预测相对估值水平

代码	公司	交易货币	总市值		P/E (倍)		P/B (倍)		P/S (倍)		股价变动		
			股价	(百万元)	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	5D	1M	YTD
半导体第三方实验室													
3587 TT	闾康	NTD	224.0	3,326	19.8	14.1	3.1	2.9	2.9	2.5	-3.2%	-9.3%	-0.6%
3289 TT	宜特	NTD	134.0	2,209	-	-	-	-	-	-	-2.2%	-1.1%	48.1%
688135 CH	利扬芯片	RMB	22.4	4,481	-	-	-	-	-	-	3.9%	31.4%	0.9%
688372 CH	伟测科技	RMB	87.4	9,948	67.8	39.0	3.4	3.1	8.0	6.1	12.4%	17.9%	12.2%
300416 CH	苏试试验	RMB	12.8	6,489	23.7	18.9	2.2	2.0	2.9	2.5	2.2%	12.3%	-29.8%
688053 CH	思科瑞	RMB	28.5	2,845	-	-	-	-	-	-	3.6%	24.1%	-42.3%
301306 CH	西测测试	RMB	45.8	3,866	-	-	-	-	-	-	5.3%	33.5%	15.7%
002967 CH	广电计量	RMB	20.3	11,863	34.6	28.3	3.0	2.8	3.4	3.0	7.1%	9.1%	39.1%
	平均				36.5	25.1	2.9	2.7	4.3	3.5			
	平均 (3 家)				42.0	28.7							

注：注：市值与股价数据截至 2025 年 2 月 25 日，可比公司用于计算 PE 估值的市值采用截至 2 月 25 日的最近 1 日市值与最近 20 个交易日市值均值的孰低值（闾康、宜特采用 2 月 25 日当日市值，其余均采用近 20 个交易日市值均值）；3 家可比公司平均为伟测科技、苏试试验与广电计量均值数据；预测数据来自 Wind 一致预期
资料来源：Wind，华泰研究

行业平均市盈率：

截至 2025 年 2 月 25 日，中证指数股份有限公司发布的“M74 专业技术服务业”行业最近 1 个月静态市盈率为 35.31x，近 1 个月平均滚动市盈率为 34.77x，最近 1 日静态市盈率 PE 为 36.83x，最近 1 日滚动市盈率为 35.93x。M74 专业技术服务业的大类中有 81 家公司，领域上除了半导体外，还涵盖医疗、交运、建筑等领域，各领域估值水平差异较大，而公司主要从事半导体检测，目前行业发展处于成长阶段，主营业务发展前景与这些细分行业存在一定差异。因此，从所属行业下游细分领域来看，“M74 专业技术服务业”市盈率均值参考性较弱。

根据招股说明书，“公司主要从事半导体第三方检测分析服务，主要为半导体产业链客户提供失效分析、材料分析、可靠性分析等。根据国家统计局《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017)，公司主营业务为“M 科学研究和技术服务业”之“74 专业技术服务业”之“745 质检技术服务”之“7452 检测服务”，同时，公司也属于“6560 信息技术咨询服务”。同时结合公司业务属性，我们认为软件和信息技术服务业(I65)作为公司所属行业分类，能够更好地反应胜科纳米所处行业，具体理由如下：

- 1) **胜科纳米所处的半导体检测分析属于信息技术服务业。**公司所处的半导体检测分析行业属于新一代信息技术领域，且主要为半导体产业链客户提供检测服务，具体与《战略性新兴产业分类(2018)》对照，公司提供的失效分析、材料分析以及可靠性分析等半导体检测分析实验可直接对应至“新一代信息技术产业”之“1.3.4 新型信息技术服务”之“信息技术咨询服务”之“测试评估认证服务”。

2) **胜科纳米主要为半导体客户服务，属于新一代信息技术领域。**公司主要为半导体客户服务，且公司主要业务收入来自于集成电路，属于新一代信息技术领域。公司作为行业内领先的半导体第三方检测分析实验室，长期服务于半导体领域内全产业链企业，客户群体涵盖芯片设计、晶圆代工、封装测试、IDM、原材料、设备厂商、模组及终端应用客户等，近年来公司来自集成电路领域的收入占比超过 80%。

综上所述，胜科纳米从事半导体第三方检测分析服务，长期服务于半导体领域内全产业链企业，从公司业务属性和下游客户来看，相比专业技术服务业（M74），软件和信息技术服务业（I65）能够更好反映公司所处行业市盈率水平。截至 2025 年 2 月 25 日，根据中证指数有限公司统计，“I65 软件和信息技术服务业”最近 1 日静态市盈率及最近 1 个月静态市盈率分别为 69.84x 和 65.90x，根据 wind 统计，“I6560 信息技术咨询服务”截至 2025 年 2 月 25 日的行业平均市盈率为 111.68 倍。

图表20：M74 专业技术服务业静态与滚动市盈率水平

行业代码与名称	证券数量	市盈率				
		最新	1 个月平均	3 个月平均	6 个月平均	1 年平均
静态市盈率	81	36.83	35.31	34.71	32.96	30.01
滚动市盈率	81	35.93	34.77	34.38	33.56	30.90

注：数据截至 2024 年 2 月 25 日
资料来源：中证指数有限公司，华泰研究

图表21：I65 软件和信息技术服务业静态与滚动市盈率水平

行业代码与名称	证券数量	市盈率				
		最新	1 个月平均	3 个月平均	6 个月平均	1 年平均
静态市盈率	363	69.84	65.90	60.02	55.13	50.20
滚动市盈率	363	71.51	67.67	61.56	56.77	50.78

注：数据截至 2024 年 2 月 25 日
资料来源：中证指数有限公司，华泰研究

相对估值逻辑：

半导体领域第三方检测分析市场增速更高。随半导体技术加速迭代与下游应用多元化，半导体产业的投资成本攀升、研发窗口期变短、定制化需求增加，半导体领域的第三方检测分析服务的下游客户渗透率未来或将逐步增长，行业增长速度与空间好于其他领域，而苏试试验、广电计量等公司为综合性检测分析服务厂商，其业务还包括化学分析、食品检测、环保检测、EHS 评价咨询等在内的计量检测技术服务，胜科纳米目前专注在半导体领域的检测分析服务市场，2023 年半导体领域检测分析收入占比接近 100%。公司业务结构上与伟测科技、利扬芯片更为接近，利扬芯片与伟测科技同样均为专注于半导体领域的检测分析厂商，而思科瑞与西测测试则聚焦国防科技工业，苏试试验业务结构还包括 LED 产业、面板产业、TFT-LCD 产业、太阳能电池产业、纳米材料研究等，其 2023 年营收中电子电器占比仅为 41.5%，广电计量业务同样涵盖环境试验、电磁兼容检测、化学分析、食品检测、环保检测等多个领域，2023 年集成电路测试与分析业务仅占其营收的 7.0%，故从业务领域上看，胜科纳米与利扬芯片、伟测科技更加接近。

公司在技术上与客户资源上竞争优势领先，我们预计未来增速快于同业。公司在半导体第三方检测分析领域深耕多年，已积累多项资质认证，技术积累深厚，已在失效分析、材料分析、可靠性分析等领域形成了高分辨率透射电镜成像结构检测分析技术、晶体管级纳米探针分析技术等多项核心技术，同时公司凭借技术上的领先地位，客户已覆盖卓胜微、高通、博通、日月光、应用材料、北方华创等国内外多家头部客户，头部客户在半导体设计与工艺技术上的探索或将投入更高研发费用，为公司业绩增长打开更大空间。同时从历史营收增速上看，2021 年至 2023 年利扬芯片、伟测科技、闽康、宜特、苏试试验、思科瑞、西测测试、广电计量营收增长 CAGR 分别为 13.4%/22.2%/19.9%/9.2%/18.7%/-6.3%/8.9%/13.4%，胜科纳米期间营收 CAGR 达到 53.3%，高于所有可比公司，我们预计未来在公司研发投入持续兑现为技术能力，以及优质客户资源的带动下，公司业绩增速将持续高于行业平均水平。

公司业务体量小于部分同业综合型检测分析公司。公司目前发展阶段仍处于较早期，较其最为可比的伟测科技，体量仍然落后，2023年伟测科技营收7.4亿元，胜科纳米2023年实现营收3.9亿元，虽然公司凭借领先的技术能力与客户资源在更小的营收体量下可能有更大的发展空间，但在行业周期较差的环境下抗周期能力或弱于同业体量已经较大的公司。

相对估值结果：

截至2025年2月25日，4家可比上市公司的2024年预测市盈率均值为36.5x，中证指数股份有限公司发布的“M74专业技术服务业”行业最近1个月静态市盈率为35.31x，近1个月平均滚动市盈率为34.77x，最近1日静态市盈率PE为36.83x，最近1日滚动市盈率为35.93x，“I65软件和信息技术服务业”最近1日静态市盈率及最近1个月静态市盈率分别为69.84x和65.90x。考虑到胜科纳米将于A股上市，而A股电子板块较台股存在一定溢价（截至2月25日，申万电子指数PE TTM为61.93x，台湾电子指数PE TTM为24.83x），3家同为A股上市的可比公司均值42.0x，与公司最可比的专注半导体领域的检测分析厂商伟测科技24PE为67.8x，由前所述，主因公司专注于增速更快空间更大的半导体领域，则其估值水平理应高于其A股可比公司均值水平，同时考虑目前公司业务体量上小于伟测科技，抗周期风险能力可能更弱，故较伟测科技给予一定折价，参考以上可比估值水平与估值逻辑，我们给予公司2024年归母净利润36.5-40.5倍PE，公司估值倍数更接近伟测科技与利扬芯片，主因胜科纳米同样专注于半导体领域的检测分析业务，业务结构上与伟测科技以及利扬芯片更为接近，故我们认为估值水平上高于其他可比公司具备合理性，估值水平对应公司上市后6-12个月远期公允价值区间29.75-33.01亿元。

绝对估值法

由于公司已进入盈利期，未来年度盈利状况及风险可预测且可用货币衡量，我们对公司采用FCFF绝对估值法，核心假设如下：

- 1) 估值时间：2025年2月25日
- 2) Rf：无风险利率，选取近三个月10年期国债利率水平，假设为1.99%
- 3) Rm：市场投资组合预期收益率，基于近二十年沪深300指数收益率，得到6.97%，则股权风险溢价Rm-Rf为4.98%。
- 4) β 值：公司相对于市场的风险系数，我们根据可比公司的 β 值来确定公司的 β 值，可比公司伟测科技、利扬芯片、苏试试验、西测测试、思科瑞、广电计量近三年 β 均值为1.582，故取该值作为胜科纳米 β 值。
- 5) Ke：公司股权资本成本，根据CAPM模型，即 $Ke=Rf+\beta*(Rm-Rf)$ ，确定为9.87%。
- 6) Kd：考虑了税盾后的公司债务资本成本，假设为3.88%。
- 7) 所得税税率：参考公司历史年份税率，剔除税收补贴影响，公司有效税率假设为10%。
- 8) D/(D+E)：公司2020~2023资产负债率分别为45.9%/42.2%/55.5%/56.8%，我们预计随公司完成公开发行融资，以及未来利润不断放量增厚股东权益，公司长期债务比率将逐渐下降，我们假设公司长期目标债务比率为20%。
- 9) WACC：加权平均资本成本，根据 $WACC=D/(D+E)*Kd*(1-t)+E/(D+E)*Ke$ ，确定为8.67%。

- 10) 过渡期假设: 2027-2033 年假设为过渡期。在公司经历了 2025-2026 年快速增长后, 公司在国内第三方检测分析市场的龙头地位有望逐渐稳固, 后续市场份额提升速度或边际放缓。根据 QY Research, 全球半导体第三方实验室检测分析市场规模 2021 年已突破 30 亿美元, 预计在 2028 年达到 75 亿美元, CAGR 达 13.78%。参考行业增速和公司潜在市场地位情况, 我们预计公司营收同比增速将从 2027 年的 15% 逐渐下降至 2033 年的 5.0%。毛利率及期间费用率也将逐步稳定。
- 11) 永续增长率: 考虑在永续增长阶段下, 公司进入成熟期, 业绩增长速度或弱于行业平均。由于半导体行业为成长性行业, 随着全球经济数字化持续深化, 智能手机、PC、汽车等领域的单位半导体用量均将持续增长, 带动电子及半导体行业的长期增长速度或高于全球潜在经济增速, 我们假设永续增长率为 1%。

图表22: 公司 FCFF 核心假设及估值结果 (百万元)

Rf	1.99%	永续增长率	1.0%
Rm	6.97%	预测期现值	194.24
β 值	1.58	过渡期现值	1190.63
Ke	9.87%	永续价值现值	2165.10
Kd	3.88%	非核心资产	216.52
所得税税率	10.0%	付息债务	539.62
D/(D+E)	20%	少数股东权益	0.00
WACC	8.67%	股权价值	3226.86

资料来源: Wind, 招股说明书, 华泰研究预测

图表23: 胜科纳米 FCFF 估值过程

(百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入	415.38	524.86	640.31	736.35	824.71	907.18	979.76	1048.34	1111.24	1166.81
同比增速	5.43%	26.36%	22.00%	15.00%	12.00%	10.00%	8.00%	7.00%	6.00%	5.00%
EBIT	102.29	128.37	159.43	188.21	220.13	253.90	278.96	297.18	313.90	331.00
加: 折旧摊销	97.16	126.62	158.66	185.16	209.12	231.67	198.76	190.42	181.75	165.26
减: 经营性营运资本的增加	22.46	18.88	35.81	17.65	42.63	17.93	37.35	24.22	17.95	20.84
减: 资本支出	69.49	184.33	181.91	141.45	138.10	136.03	123.23	117.26	108.76	101.38
自由现金流	94.72	35.74	78.69	188.67	218.59	297.08	279.20	322.35	343.83	347.56
FCFF 预测期现值	194.24									
FCFF 过渡期现值	1190.63									
FCFF 永续价值现值	2165.10									
企业价值	3549.97									
加: 非核心资产	216.52									
减: 付息债务	539.62									
减: 少数股东权益	0.00									
股权价值	3226.86									

资料来源: 华泰研究预测

绝对估值结果: 基于 WACC 和永续增长率的敏感性分析结果, 当 WACC 取 8.41%-8.94%, 永续增长率取 0.90%-1.10%, FCFF 估值法下胜科纳米估值区间为 30.62-34.03 亿元。

图表24: 基于 WACC 和永续增长率的敏感性分析 (百万元)

永续增长率		0.60%	0.70%	0.80%	0.90%	1.00%	1.10%	1.20%	1.30%
WACC	7.91%	3523.39	3559.21	3596.03	3633.91	3672.88	3712.99	3754.30	3796.86
	8.16%	3380.95	3413.87	3447.69	3482.43	3518.15	3554.88	3592.66	3631.55
	8.41%	3243.69	3273.94	3304.98	3336.84	3369.57	3403.19	3437.74	3473.27
	8.67%	3111.41	3139.19	3167.67	3196.89	3226.86	3257.63	3289.23	3321.68
	8.94%	2983.92	3009.42	3035.55	3062.33	3089.78	3117.93	3146.81	3176.45
	9.22%	2861.04	2884.44	2908.40	2932.93	2958.06	2983.81	3010.21	3037.27
	9.50%	2742.59	2764.06	2786.02	2808.49	2831.49	2855.04	2879.15	2903.85

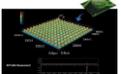
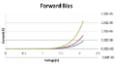
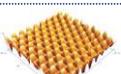
资料来源: 华泰研究预测

胜科纳米：深耕第三方检测分析，芯片产业链的“全科医院”

公司主营业务可分为失效分析、材料分析与可靠性分析，服务于全产业链检测分析需求。公司深耕半导体检测分析行业多年，检测分析实验覆盖范围广泛全面，掌握的检测分析技术应用于集成电路、分立器件、光器件、传感器、显示面板等众多领域，客户类型覆盖芯片设计、晶圆代工、封装测试、IDM、原材料、设备厂商、模组及终端应用等半导体全产业链。公司检测分析业务可分为失效分析、材料分析与可靠性分析三大类，在1H24收入占比分别为66.1%、31.0%与2.9%，失效分析与材料分析为公司支柱业务。

- 失效分析：**失效分析主要指通过实验分析手段确定元器件既有的失效现象的原因及失效机理，或判断可能存在的失效情况。公司提供的失效分析包括为探究样品失效原因的检测分析，以及检查是否存在潜在失效问题、确保工艺稳定而实施的破坏性物理分析，包含对失效模式的判定、对失效机理的分析与判断以及综合分析失效原因等环节。公司目前提供的失效分析检测实验手段具体包括无损检测分析、电性检测分析、物性检测分析等，需综合运用电子、结构、材料、理化等多方面技术，针对具体的失效分析案件，公司需要根据客户需求以及样品特点制定分析方案，并综合运用无损、电性或物性等各类型检测分析项目。
- 材料分析：**材料分析主要指对样品进行材料成分及结构的分析，包括化学组分、元素、元素价态、元素百分比、元素分布结构等。公司通过光谱分析、能谱分析、质谱分析等高精度表面微区分析技术，以及透射电子显微分析等高精度形貌分析技术，实现对样品的结构组织分布、元素比例构成、污染物情况等深入分析判断。公司提供的材料分析服务，一方面是指为满足特定材料检测分析需求而为客户提供的单项检测业务，另一方面，失效分析过程中亦可能运用材料分析的检测分析项目，对污染物的元素构成等进行深入分析，以判定失效的原因。
- 可靠性分析：**可靠性分析指考察特定实验条件下产品的寿命特征、环境适应能力等，通过特定实验环境模拟的方式对产品的性能进行分析，研究特定时间、特定使用环境对产品实现某种特定功能的影响程度。半导体芯片和器件的可靠性直接影响着终端产品性能，通过可靠性分析将产品可能存在的缺陷在模拟环境等实验中提前暴露，进行可靠性筛选及产品生产工艺改进，提升产品质量水平。可靠性检测分析的结果也可对外作为产品质量的评判依据，作为交付时产品质量特性的证明。公司可提供的可靠性分析服务主要包括环境测试、老化测试以及静电测试三大类型，具备芯片级、板级、模组级的检测分析能力。

图表25：公司业务结构

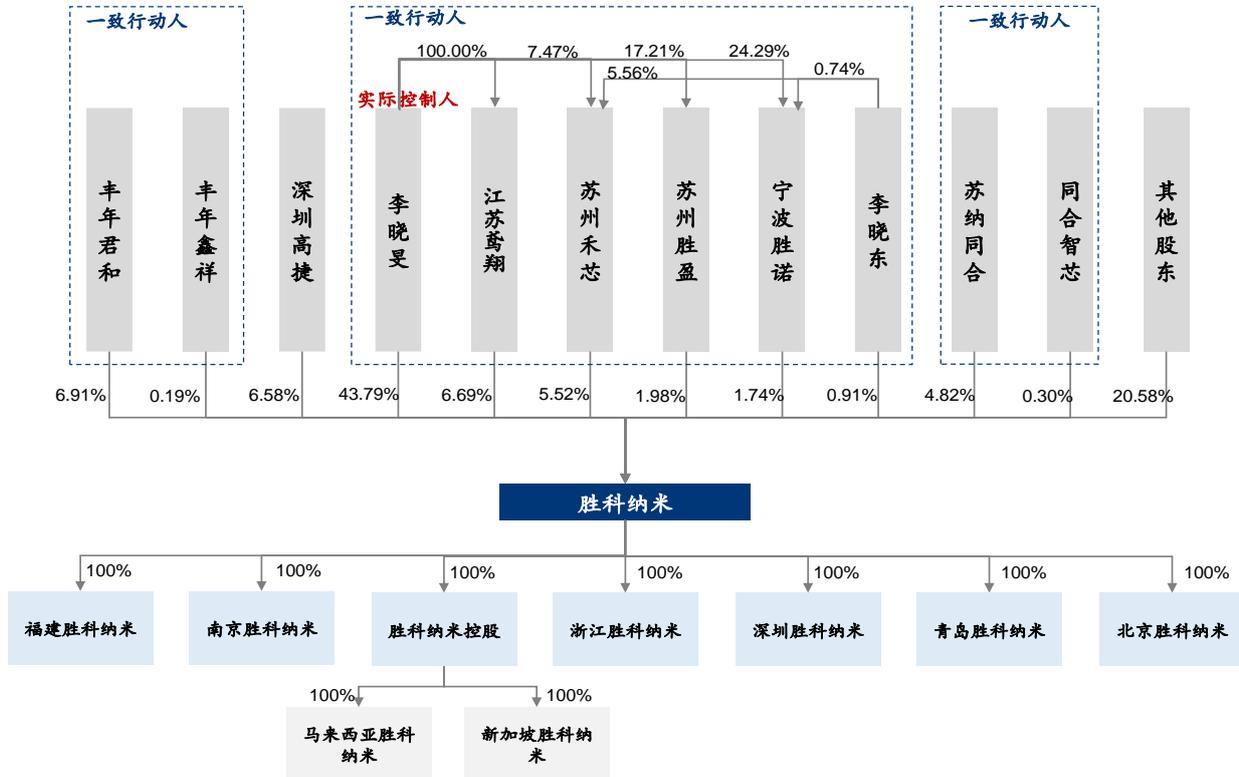
类型	主要分析实验内容	主要分析实验项目类别	典型分析实验项目	检测案例图示
失效分析 (66.1%)	主要指通过实验分析手段确定元器件既有的失效现象的原因及失效机理，或判断可能存在的失效情况；公司提供的失效分析实验除为探究样品失效原因的检测分析外，还包括为发现潜在失效问题、确保工艺稳定实施的破坏性物理分析(DPA)；公司通常根据样品特点及客户需求进行检测分析方案设计，除综合运用多类型失效分析检测项目外，还可能结合材料分析检测项目，最终为客户呈现该案件的检测分析结果	无损检测分析	超高分辨率光学检测分析、超声波扫描检测分析、常规X射线无损检测分析、纳米CT无损检测分析等	
		电性检测分析	电流-电压曲线特性测量、晶体管级电性参数测量、红外热成像显微检测、微光光电成像分析、红外激光故障激发失效定位分析等	
		物性检测分析	样品制备包括开封制样、去层制样、研磨制样、聚焦离子束制样加工等；样品检测分析包括扫描电子显微形貌成像分析、芯片线路修改、材料分析等	
材料分析 (31.0%)	主要指通过实验分析手段对样品进行材料成分及结构的分析，实现对样品的结构组织分布、元素比例构成、污染物情况等深入分析判断	表面分析	X光电子成分及价态分析、原子力表面形貌分析、飞行时间二次离子质谱分析、动态二次离子质谱分析、傅里叶有机物光谱分析等	
		微区结构分析	透射电镜微观结构表征等	
可靠性分析 (2.9%)	考察特定实验条件下产品的寿命特征、环境适应能力等，确定特定条件下产品的可靠性水平	环境测试	高低温冲击试验、高加速寿命试验、高低温湿热试验、高温存储试验、高温烘烤试验等	
		老化测试	高温工作寿命试验、低温工作寿命试验、高温高温反向偏压老化试验、高温反向偏压老化试验、高温栅极偏压老化试验等	
		静电测试	传输线脉冲静电测试、人体放电模式静电测试、组件充电模式静电测试等	

注：图中百分比数据为1H24公司各业务收入占比

资料来源：招股说明书，华泰研究

公司实际控制人为李晓旻，合计持股 60.63%。公司最大股东为创始人李晓旻，其直接持有公司股份 43.79%，其与江苏鸞翔、苏州禾芯、苏州胜盈、宁波胜诺与李晓东为一致行动人，江苏鸞翔为投资管理公司，而苏州禾芯、苏州胜盈与宁波胜诺为公司持股平台，李晓东与李晓旻为兄弟关系，李晓旻及其一致行动人通过直接和间接方式合计控制公司 60.63%的股份，李晓旻为实际控制人。

图表 26：胜科纳米股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）

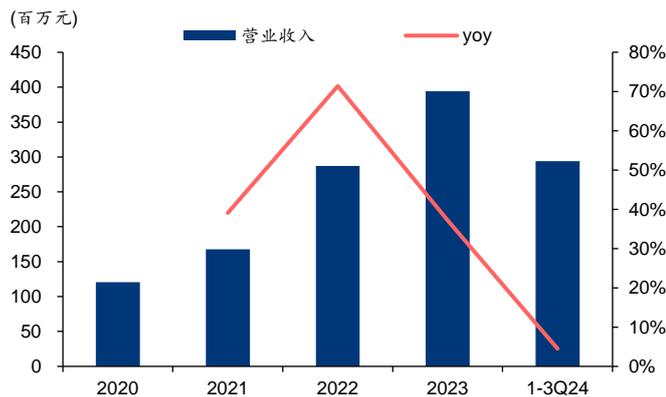


资料来源：招股说明书，华泰研究

公司收入持续增长，产能爬坡短期影响利润，未来盈利能力有望进一步提升。公司 2020 年以来营业收入保持稳健增长趋势，2023 年实现营收 3.9 亿元，2024 年前三季度维持涨势，公司收入体量的增长主要来源于半导体行业景气度提升带来的第三方检测分析需求的走强以及公司新建的南京子公司、福建子公司与深圳/青岛实验室产能的陆续释放。在收入端持续增长的带动下 2020~2023 年公司归母净利润也同步稳健增长，2023 年实现归母净利润 9,854 万元，2024 年前三季度利润有所下滑主要受新建深圳、青岛实验室尚处于产能爬坡期影响。根据招股说明书披露，深圳、青岛两家子公司 2024 年 1-9 月亏损合计约 1,100 万元。同时，公司 2024 年 3 季度通过校招等方式陆续招聘部分新员工，增加人员成本费用约 250 万元。如剔除相关影响，预计公司 2024 年 1-9 月扣非归母净利润将同比实现增长。相关下滑因素主要是新产能建设投入带来的短期影响，公司目前深圳、青岛实验室业务拓展均取得明显进展，其中青岛实验室于 2024 年 8 月、9 月均已实现单月盈利，深圳实验室收入金额也快速提高，我们预计 2025 年全年深圳、青岛实验室均可实现盈利，将为公司业绩贡献新的增量。

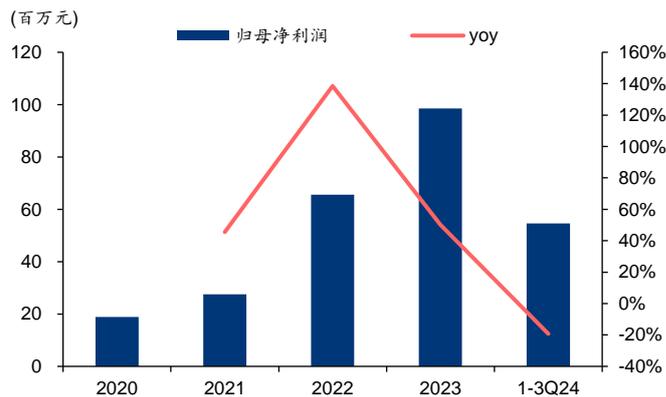
公司 2024 年以来持续加强与客户 A、客户 H、客户 F、应用材料、华虹集团、客户 L、华润微电子等已有重点客户的合作，截至 2024 年 10 月 31 日公司在手订单总金额合计约为 1.13 亿元，较 2023 年同期增长 24.68%。同时，公司深度参与重点客户新项目的研发，预计重点客户未来将带来较多增量业务机会。另一方面，公司积极开拓其他客户并取得良好成效，2024 年以来已与客户 M、中兴通讯、屹唐半导体、通富微电、中科院微电子所、客户 N、比亚迪半导体、擎方科技、歌尔股份等客户进行深度接洽并建立合作关系，进一步保障了公司未来收入增长的持续性。我们认为随着新建实验室产能利用率逐步提高、新客户/新项目持续开拓，未来公司盈利能力有望进一步提升。

图表27: 公司 2020~2024 前三季度收入



资料来源: 招股说明书, 华泰研究

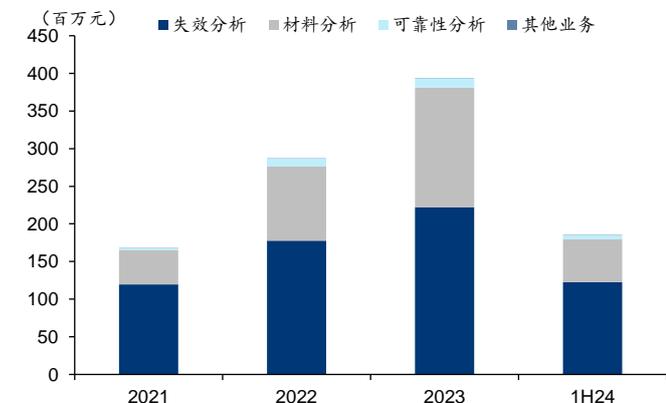
图表28: 公司 2020~2024 前三季度归母净利润



资料来源: 招股说明书, 华泰研究

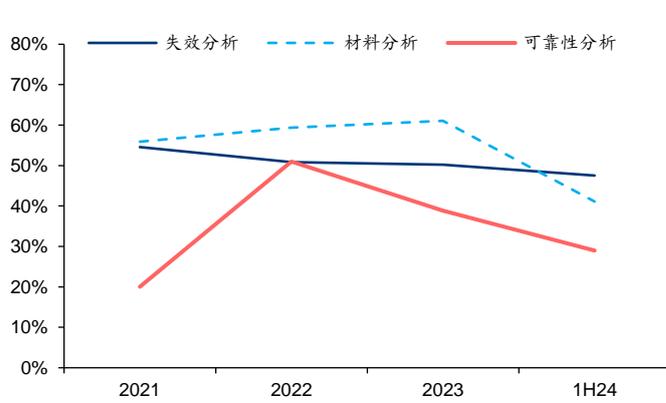
分业务来看, 公司的主营业务收入主要为失效分析、材料分析和可靠性分析业务的销售收入, 其中失效业务占比较高, 2022 年与 2023 年材料分析业务占比快速提升, 主因下游客户投产透射电镜检测分析需求增加, 公司材料分析业务收入增长较快, 可靠性分析业务上公司于 2021 年底获得主要客户的可靠性业务认证, 带动 2022 年与 2023 年可靠性分析业务快速增长。毛利率方面, 材料分析业务毛利率通常较高, 主要因为材料分析业务案件分析过程相对较快, 工作时间的需求小于失效分析, 同时所用的双束聚焦离子束显微镜、透射电子显微镜等核心设备利用率较高, 故材料分析案件中主要测试项目分摊的成本较低。1H24 材料分析业务毛利率的下降主要来源于竞争加剧带来的价格下降以及新建实验室购置设备带来的折旧增加, 失效分析业务毛利率波动相对较小。

图表29: 公司 2020~1H24 分业务收入



资料来源: 招股说明书, 华泰研究

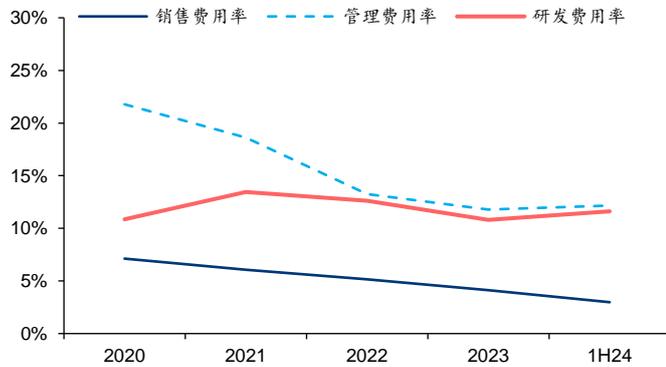
图表30: 公司 2020~1H24 分业务毛利率



资料来源: 招股说明书, 华泰研究

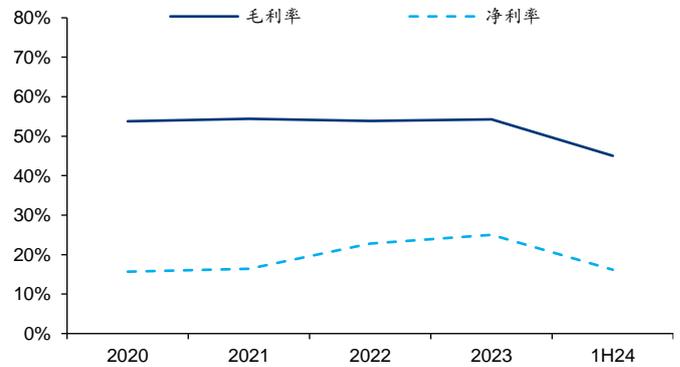
营收增长规模效应释放带动费率呈下降趋势，1H24 新建实验室爬产导致利润率有所下滑。公司管理费用率与销售费用率在 2021 到 2023 年营收快速增长的摊薄之下持续下降，研发费用率相对稳定。公司整体毛利率在 2020~2023 年期间均相对较稳定，同时在费用率被摊薄的影响下利润率有所上升，而 1H24 在青岛与深圳新建实验室产能爬坡产生折旧压力的影响下有所下滑，同时净利润率也同步下滑。

图表31：公司 2020~1H24 三费费率



资料来源：招股说明书，华泰研究

图表32：公司 2020~1H24 毛利率与净利率



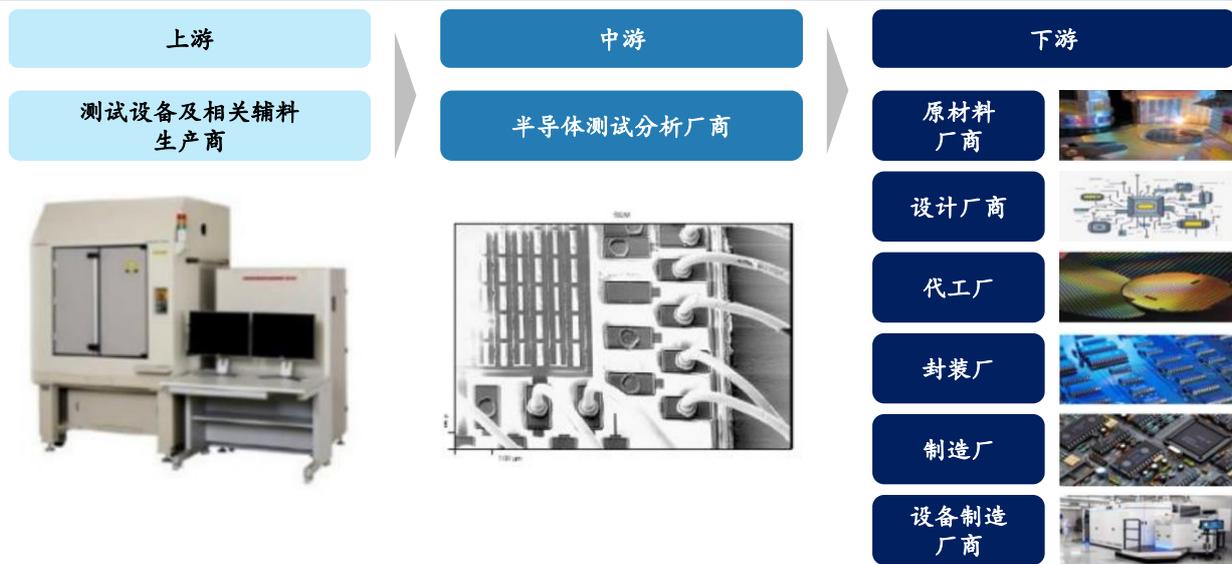
资料来源：招股说明书，华泰研究

第三方检测分析：专业化分工驱动行业增长，竞争格局相对分散

第三方检测分析行业：半导体专业化分工趋势推动 Labless 快速发展

半导体检测分析是半导体整个生产工艺中不可或缺的一环。半导体检测分析是指运用专业技术手段，通过对半导体产品的检测以区别缺陷、失效原因、验证产品是否符合设计目标或分离好品与坏品的过程。半导体生产工艺中，设计、制造、封装、原材料制备、半导体设备制造、终端产品组装生产等均可能引起产品失效，为保证制造良率，需要大量检测对质量进行评估。半导体检测贯穿于半导体生产制造的各个环节中，与下游客户的生产活动、研发活动紧密融合，具有伴生属性。行业上游是提供检测设备、化学试剂及其他耗材的生产制造商等；中游是半导体检测分析厂商；下游是半导体产业链的检测报告使用者，包括芯片设计、晶圆制造、芯片封装、原材料生产、半导体设备、模组及终端应用等。

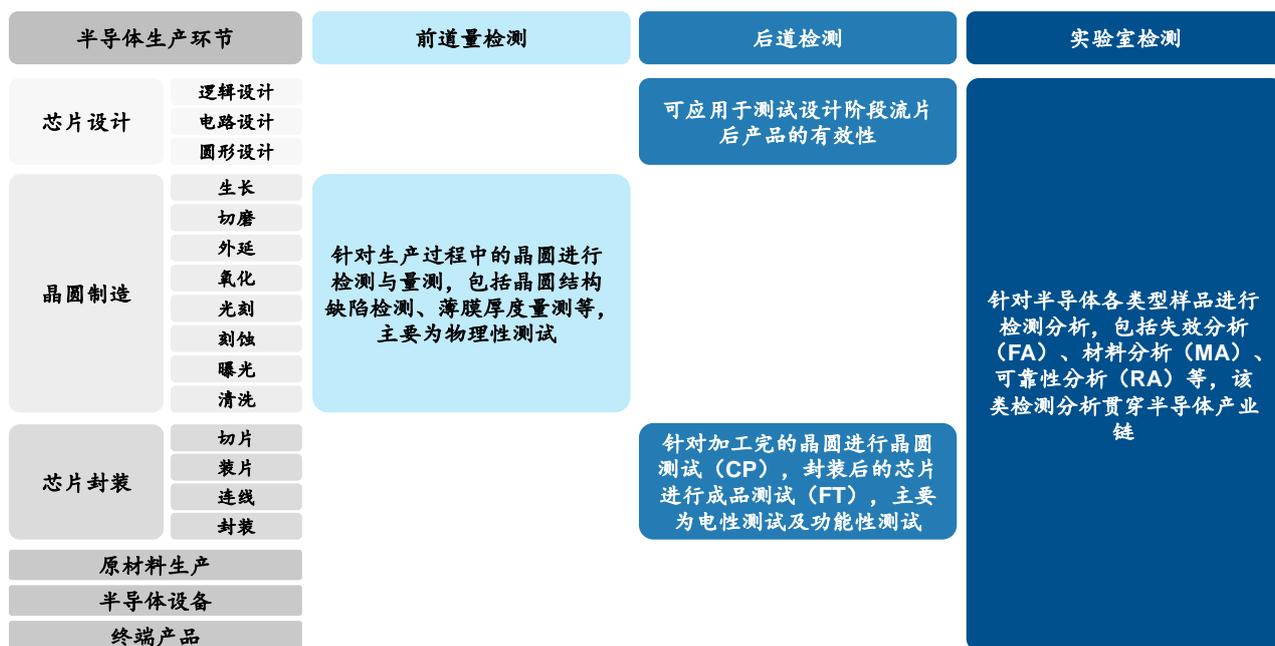
图表33：半导体检测分析行业产业链结构



资料来源：招股说明书，华泰研究

半导体检测根据不同工序，可分为前道量检测、后道检测以及实验室测试。前道量检测主要应用于晶圆加工制造环节，检测对象是工艺过程中的晶圆，保证每道工艺流程的晶圆均符合预设指标，防止不合格晶圆进入下一道工艺流程。后道检测主要用于晶圆制造工艺完成后的芯片的电性测试及功能性测试，以及芯片设计阶段流片后产品的有效性验证。其中，晶圆测试主要针对加工后的晶圆进行电性测试，在划片封装前将不合格的裸片剔除，减少芯片封装成本；成品测试主要针对封装后的芯片进行功能测试，保证产品出厂的合格率。实验室检测贯穿半导体全产业链，检测对象包括量产前的研发、试产环节及量产后的样品，主要针对失效样品进行缺陷定位与故障分析，帮助客户实现问题判定，加速产品研发与工艺升级并提高产品良率，提升生产效率。通常需结合物理、化学、结构、材料等多学科知识，运用包括物性分析、电性分析、表面分析、化学分析等在内的多类型检测技术。

图表34：各类半导体检测与半导体产业链对应情况



资料来源：招股说明书，华泰研究

图表35：半导体前道量检测、后道检测与实验室检测

项目	前道量检测	后道检测	实验室检测
检测对象	工艺过程中的晶圆	晶圆测试：加工完成后的晶圆；成品测试：封装完成后的芯片	各类型样品：包括工艺过程中或完成的晶圆、封装完成前或后的芯片、模组、终端产品或材料等
业务模式	大批量全检，属于非破坏性测试	大批量全检，属于非破坏性测试	特定样品检测或小批量抽检，包括非破坏性测试、破坏性测试
技术特点	量测与检测需在保证检测质量的同时保证检测的效率，实现度快、标准一致的检测	需具备定制化测试方案软件开发能力及大数据处理能力，主要关注测试对象的电学性能及相关功能测试	需结合物理、化学、结构、材料等多学科知识，运用包括无损分析、物性分析、电性分析、表面分析、化学分析等在内的多类型检测技术进行具体问题分析
渗透难度	产线在线检测，较难脱离产线进行测试，目前尚未有第三方承接批量化前道量检测业务	产线在线检测或委托第三方测试，已形成一批专业从事第三方测试的企业	测试需求来自于研发阶段或小批量试产阶段，或来自于量产阶段，通常由企业自有实验室检测或委托第三方测试，目前第三方测试正逐步渗透
检测设备：主要设备类型	关键尺寸扫描电子显微镜、套刻误差量测设备、视觉识别检测缺陷设备等	测试机、探针台、分选机等	主要为各类型分析仪器，包括扫描电子显微镜、透射电子显微镜等
检测设备：代表性供应商	科磊半导体、应用材料等	爱德万、泰瑞达、东京精密等	赛默飞、蔡司、日立等
发展趋势与市场规范	向光学识别测量技术、自动化缺陷检测等方向发展	根据伟测科技招股说明书测算，2021年，后道检测国内市场整体规模为316亿元（包括封测一体厂及第三方独立测试厂商）。未来后道检测将持续向大批量自动化测试、高性能功能测试等方向发展。	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%。半导体第三方检测分析将向高分辨率、高精度、高可靠性测试领域发展。

资料来源：招股说明书，华泰研究

半导体专业化分工趋势推动半导体第三方检测分析迅速发展。随着半导体技术加速迭代与下游应用多元化，半导体产业的投资成本攀升、研发窗口期变短、定制化需求增加，传统的IDM模式逐步转向以Fabless+Foundry+OSAT为代表的半导体专业分工模式。在半导体产业专业化分工趋势下，半导体检测这一产业链重要环节也逐步成为独立产业，第三方检测分析行业凭借更强的专业性、更高的检测效率、更中立客观的测试结果迅速发展。

半导体第三方检测分析服务主要集中于后道检测与实验室检测。晶圆测试、成品测试等后道检测中的独立第三方服务模式诞生于中国台湾。1987年，京元电子成立，主要承接芯片封测环节中的晶圆测试及成品测试，开启了行业内的独立第三方测试服务模式。随着中国台湾与中国大陆的半导体产业不断成熟，中国台湾的矽格、欣铨，以及中国大陆的华岭股份、伟测科技、利扬芯片等主营后道检测的半导体独立第三方测试厂商涌现。在半导体行业垂直化分工不断加深的过程中，半导体企业的实验室检测也逐渐从传统模式下由企业研发实验室内部解决，转向由独立的第三方实验室承接。中国台湾半导体第三方实验室宜特、闳康自20世纪90年代以来迅速发展。中国大陆半导体第三方实验室检测最初由国有机构主导，工业和信息化部电子第五研究所（即“中国赛宝实验室”，也称“电子五所”）较早在上世纪末进入电子产品的失效分析领域。21世纪初，随着半导体产业及检测检验行业放开，中国台湾、欧美等地的第三方检测机构进入中国市场，中国本土民营第三方检测分析实验室也开始诞生并逐渐发展。

第三方实验室检测分析的 Labless 模式的发展与 Fabless 模式的兴起类似，是产业的行业专业化分工与追求更高效率的必然结果。半导体企业将失效分析等检测分析工作交由专业第三方实验室执行也被称作 Labless 模式，该模式近年来已逐步受到市场认可。Labless 是“无自建实验室”的运作模式，在现阶段也涵盖了“轻实验室”模式，即未购置大量检测分析实验设备而主要委托第三方进行检测，与厂内自建实验室 In-House Lab 模式相对。Labless 模式可以协助半导体企业突破在半导体分析服务的高额硬件投入与检测分析人才壁垒，加速技术更新迭代，聚焦核心竞争力提升。Labless 模式与 Fabless 模式本质上均是厂内需求的外包，是行业追求高效的产物。

图表36: Labless 与 Fabless 模式对比

类型	Labless 模式	Fabless 模式
外包环节	失效分析等实验室测试需求	晶圆制造、封测需求
需求承接方	Lab（第三方实验室）	Foundry+OSAT（晶圆代工、封测厂商）
需求承接方所需条件	①检测场地与检测设备仪器 ②检测分析产能 ③检测分析技术"	①制造、封测生产场地与生产设备 ②制造、封测产能 ③制造、封测技术"
需求承接方代表厂商	闳康、宜特、胜科纳米、苏试宜特	台积电、中芯国际、日月光、长电科技
运用该模式下企业类型	覆盖全产业链，包括设计企业、制造企业、封测企业、材料企业、设计企业设备企业等	

资料来源：招股说明书，华泰研究

半导体第三方实验室检测分析相比于自建实验室具有经济性、专业性、中立性的特点。1) 经济性：高端检测设备价值量高昂，且检测需求受研发及生产周期波动影响，闲置情况下资源利用率低。Labless 模式通过外包检测分析，有效降低企业成本。2) 专业性：第三方实验室拥有更专业化、多元化的多学科技术及全产业链人才。半导体实验室检测分析需要运用电子、结构、材料、理化等多学科知识，厂内检测分析人才通常局限于自身半导体产业环节，第三方检测分析实验室则拥有产业链各环节技术人才。3) 中立性：独立实验室以客观公正的分析，快速溯源失效根因，为产品设计与工艺优化提供可靠建议。

市场空间：27 年我国半导体第三方实验室检测市场有望达到 180-200 亿元

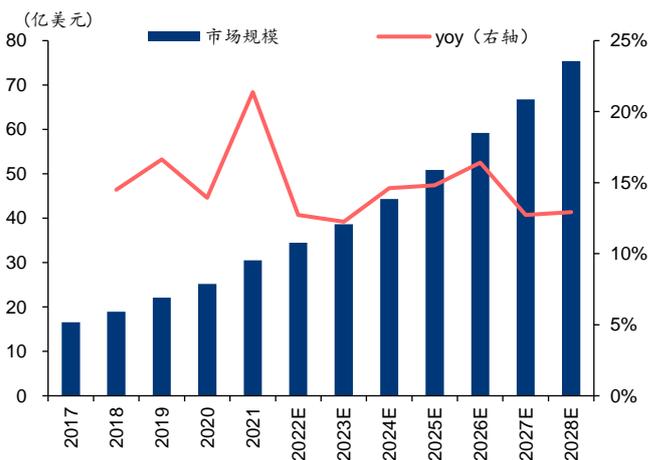
半导体第三方实验室检测分析市场空间广阔，Labless 模式逐渐受到行业认可。根据 QY Research 数据，全球半导体第三方实验室检测分析市场规模 2021 年已突破 30 亿美元，预计在 2028 年达到 75 亿美元，CAGR 达 13.78%。第三方检测的客户需求主要来自于研发阶段，半导体技术迭代加速催生大规模研发投入，带动第三方检测分析需求持续上升。新增产能建设也带来大规模检测需求，根据 SEMI 数据，全球半导体晶圆产能预计 2024 年将增长 6.4%，其中中国将以 13% 的增长率领跑全球。此外，随着 5G、AI 等应用涌现，汽车向智能化、网联化、电动化发展，芯片复杂度与集成度快速增长，对半导体产品的安全性与可靠性提出更高要求，半导体制造过程中的低容错率催生检测分析的市场需求。Labless 对应的具体业态现阶段表现为 Lab-Lite 模式，已被半导体产业链中众多客户采用。

图表37：全球半导体市场规模



资料来源：WSTS, 华泰研究

图表38：全球半导体第三方实验室检测分析市场规模



资料来源：QY Research, 华泰研究

检测分析行业受下游行业波动影响呈现周期性，但半导体行业景气度下行影响有限。半导体行业由于下游需求、产能波动、技术发展等因素存在周期性，半导体高景气度将拉动检测分析需求增长。而在半导体行业下行或宏观经济增速放缓时，市场竞争加剧，半导体企业通常加大研发投入以提升产品性能与良率，并缩减非核心资本支出，选择更经济的 Labless 模式，将检测需求委托第三方实验室。因此在行业下行周期，检测分析机构作为辅助研发的重要角色，其解决技术难题的“芯片全科医院”属性更加凸显。检测分析行业整体波动幅度小于半导体行业，因半导体行业下行期仍需要在新品研发以及工艺迭代上持续投入研发，而研发密集程度的持续增长为行业长期趋势，故在半导体行业负增长时仍能维持 10% 以上的增速增长。

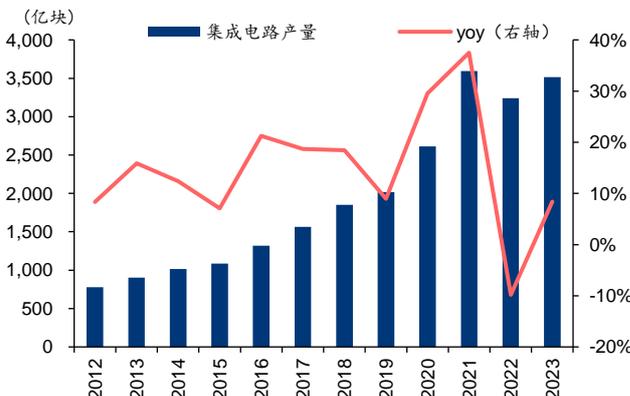
产业政策支持与半导体产业链国产化趋势驱动下，中国半导体产业快速发展，为测试分析市场提供发展契机。受国际贸易摩擦和技术封锁影响，中国加码半导体产业政策，加快国产替代进程。在国务院《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》等多项支持措施、国家科技重大专项与产业投资基金支持下，中国逐步承接封测与晶圆制造业务，不断完善产业链。根据中国半导体行业协会与国家统计局数据，2023 年中国集成电路行业销售额达 12,276.9 亿元，国内集成电路产量已从 2012 年的 779.61 亿块增长到 2023 年的 3,514.40 亿块，2013~2023 年 CAGR 达到 14.67%。全球半导体产业链正逐步向中国内地转移，中国大陆产能持续扩张，推动第三方实验室检测分析需求提升。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 年行业市场空间将有望达到 180-200 亿元。

图表39：中国集成电路行业销售额



资料来源：中国半导体行业协会, 华泰研究

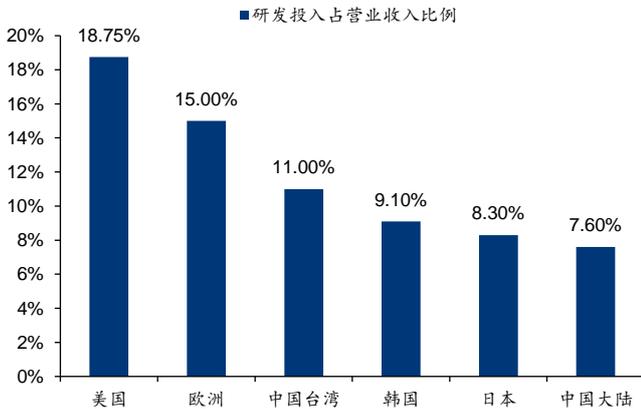
图表40：中国集成电路行业产量



资料来源：国家统计局, 华泰研究

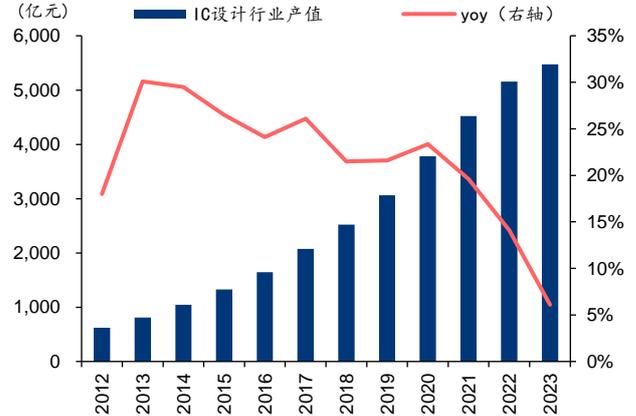
我国半导体产业链逐步向高端发力，有望进一步增加研发投入，推动半导体第三方检测市场需求强劲增长。2022年，中国大陆半导体研发支出占销售额比重为7.6%，显著低于美国的18.75%，提升空间大。近年来，我国芯片设计快速成长，半导体行业逐步向产业链高附加值地带拓展，有望推动研发需求增长，带动半导体检测分析的需求迅速提升。2016至2023年，国内芯片设计企业数从1,362家增至3,251家，设计行业产值2017~2023年CAGR达18.74%。

图表41：2022年各地区半导体产业的研发投入占营业收入比例



资料来源：SIA，华泰研究

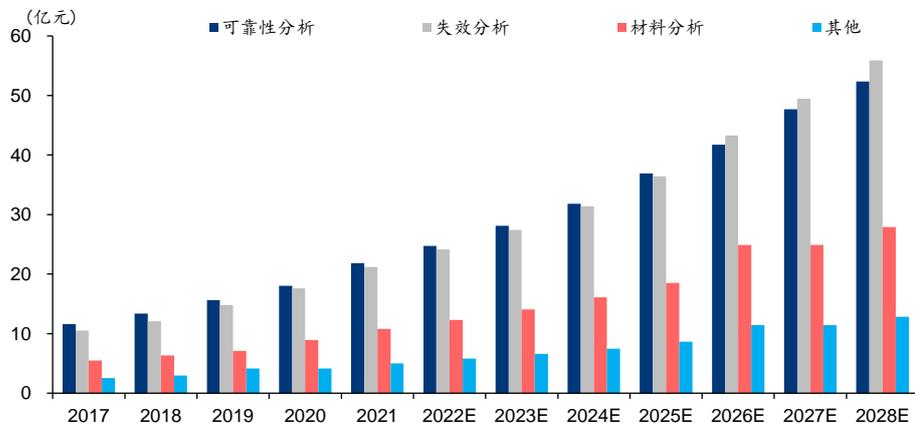
图表42：中国集成电路设计行业产值及增速



资料来源：中国半导体行业协会，华泰研究

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。根据 QY Research 数据，2023 年我国半导体第三方检测分析领域，可靠性分析市场规模约 28.12 亿元，占比 37%，失效分析市场规模约 27.40 亿元，占比 36%，材料分析市场规模约 14.07 亿元，占比 18%。目前可靠性分析是规模最大的业务板块，主要为应用于产品研发阶段的小规模环境、老化或静电测试，系验证新研制产品的可靠性水平的相关检测分析，半导体可靠性分析应用广泛，但通常其检测分析难度相较失效分析、材料分析偏低，服务附加值相对较低。从分析目的看，失效分析聚焦失效原因与潜在问题，材料分析关注成分与结构，可靠性分析则评估样品在特定环境下的工作能力，需深入原因时仍依赖失效与材料分析；从实验过程看，失效分析与材料分析的流程环节更复杂，需制备样品及数据解读，可靠性分析则无需样品内部结构观测或样品制备；此外，失效分析及材料分析对仪器精密度和操作要求更高，单价也更高，技术难度与附加值显著高于可靠性分析。

图表43：我国半导体第三方检测分析市场规模



资料来源：QY Research，华泰研究

半导体产业技术的发展驱动检测分析技术向高精度、高效率、多功能及定制化方向发展。下游半导体产业聚焦先进制程与封装技术、大功率器件、高性能计算及车用半导体等方向变革，检测技术持续进行相应深化发展。半导体检测分析在失效分析领域向先进制程晶体管分析、先进封装芯片检测分析以及高性能芯片检测分析发展；在材料分析领域，第三代半导体材料分析、纳米及原子尺度分析、多模态分析成为未来的发展趋势；在可靠性分析领域，随着汽车电子的广泛应用和智能化程度的提高，汽车行业对车规芯片可靠性的要求逐步提升完善，车规级芯片分析是未来重点发展方向。

竞争格局：第三方实验室检测分析市场较为分散，胜科纳米处于行业前列

全球半导体第三方实验室检测分析具有较为明显的区域性，市场总体较为分散。欧美地区在第三方检测分析实验室方面起步较早，拥有一批综合性的检测实验室，如全球领先的第三方独立检测机构 Eurofins（欧陆科技）、SGS（通标）等。在全球半导体产业集聚的各区域亦普遍存在第三方检测分析实验室，例如中国台湾地区的闳康、宜特，日本地区的东丽（TORAY），韩国地区的科尔泰（QRT），欧洲地区的南德意志（TÜV），新加坡地区的 Avi-Tech 等。此外，各国家地区的科研机构、高校以及当地本土小型实验室等也会承接部分半导体第三方分析订单。

中国大陆半导体第三方检测分析市场具有多元化竞争格局，头部民营第三方检测企业与国有检测机构占据主要市场份额。中国大陆半导体第三方检测分析市场由国有机构率先布局，逐步吸引外资与本土民营企业进入，在市场化开放和半导体产业发展驱动下迅速扩张。目前，头部民营实验室以多元化技术能力占据主要市场份额，国有机构凭借技术积累在特定领域具备竞争力，综合性检测机构通过自主研发与并购加速布局，而中小型实验室及科研机构则以区域性和单一服务为主，此外，还有部分采用跨界收购方式进入该赛道的检测机构，形成了多元化竞争格局。

收入规模方面，胜科纳米整体收入与失效分析、材料分析业务位于领先的市场地位。从收入规模来看，胜科纳米 2023 年境内主营业务销售规模为 33,834 万元。根据中国半导体行业协会数据，2023 年度中国半导体第三方实验室市场规模约为 70-90 亿元，按照中间值 80 亿元测算，胜科纳米在中国大陆地区的市场规模占比约为 4.23%，闳康、苏试宜特、广电计量分别占比 6.48%、3.21%、2.53%，胜科纳米处于较领先地位。从收入结构角度来看，胜科纳米的销售收入主要来自于技术难度较高的失效分析与材料分析业务，可靠性分析处于发展初期。根据 QY Research 的数据估算，失效分析及材料分析市场规模合计约为 41.47 亿元，胜科纳米 2023 年在失效分析及材料分析领域的国内收入合计达到 3.26 亿元，国内市场占有率约为 7.86%，闳康与苏试宜特分别占比 8.62%与 3.09%。在失效分析领域，2023 年胜科纳米市占率超过闳康，为 7.11%，闳康与苏试宜特分别占比 5.67%与 4.68%；在可靠性测试领域，2023 年闳康与苏试宜特分别占比 5.71%与 4.56%，胜科纳米占比仅 0.43%。

胜科纳米检测分析可覆盖的先进制程节点可以达到 3nm，具备国际化优势。胜科纳米与闳康对先进制程的覆盖能力均可达到 3nm，处于领先地位。广电计量可达到 4nm，苏试宜特与华测蔚思博均可达到 5nm。闳康在日本与美国有实验室，EAG 实验室在美国、荷兰、法国、瑞士、韩国等地有实验室，胜科纳米在新加坡有布局，国际化布局有利于承接半导体国际巨头企业订单。

图表44：2023年半导体第三方检测分析市场公司收入与制程（万元）

公司名称	失效分析	材料分析	可靠性分析	合计	全球总收入	可检测先进制程范围	主要实验室布局情况
闾康	15,540	20,202	16,058	51,801	111,280	3nm	中国大陆、中国台湾、日本、美国
苏试宜特	12,826		12,826	25,652	25,652	5nm	中国大陆
华测蔚思博	未公开披露				17,132	5nm 以下	中国大陆、中国台湾
广电计量	未公开披露			20,249	20,249	4nm	中国大陆
季丰电子	未公开披露					7nm 及以下	中国大陆
赛宝实验室	未公开披露					无公开信息披露	中国大陆
EAG 实验室	未公开披露					无公开信息披露	中国大陆、中国台湾、美国、荷兰、法国、瑞士、韩国等
胜科纳米	19,477	13,135	1,222	33,834	39,363	3nm	中国大陆、新加坡

资料来源：招股说明书，华泰研究

产业政策：多项政策鼓励半导体第三方检测行业发展

公司主要从事半导体第三方检测分析服务，主要为半导体产业链客户提供失效分析、材料分析、可靠性分析等。根据国家统计局《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），公司主营业务为“M 科学研究和技术服务业”之“74 专业技术服务业”之“745 质检技术服务”之“7452 检测服务”，同时，公司也属于“6560 信息技术咨询服务”。

我国近年来推出了一系列支持鼓励集成电路测试的政策，为第三方测试行业与公司发展提供了良好的政策环境。在我国大力鼓励半导体产业升级发展背景下，2016年以来，一系列国家、地方行业政策出台，支持鼓励半导体检验检测技术创新，为半导体检测分析行业的健康发展提供了良好的制度与政策保障。《战略性新兴产业分类（2018）》、《产业结构调整指导目录（2019）》将先进集成电路测试列为战略性新兴产业并列为鼓励类。2020年，国家出台的《关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》直接将测试行业作为独立产业环节给予税收优惠政策等鼓励支持，要求大力推动集成电路等产业创新发展，鼓励集成电路设计、装备、材料、封装、测试企业和软件企业发展。相继出台的《市场监管总局关于进一步深化改革促进检验检测行业做优做强的指导意见》、《“十四五”认证认可检验检测发展规划》、《关于印发贯彻实施〈国家标准化发展纲要〉行动计划（2024—2025年）的通知》等鼓励半导体检测分析自主创新，提升检测水平，以加速下游客户研发进程，推动半导体产业质量升级。



图表45：行业主要法律法规与产业政策

序号	法律法规/产业政策	颁布机构	发布时间	主要内容
1	《关于印发贯彻实施〈国家标准化发展纲要〉行动计划（2024—2025年）的通知》	国家市场监督管理总局	2024.4	提出加快研制集成电路、半导体材料等关键领域的重要技术标准,并推动检验检测方法、检验设备、标准样品等自主创新、协同配套。推动标准与计量、认证认可、检验检测等质量基础设施要素一体化发展,并参与国际标准验证,为中外标准体系兼容互认提供有力支撑。
2	《制造业可靠性提升实施意见》	工信部、教育部、科技部等5个部门	2023.6	提出强化可靠性技术攻关,提高试验验证能力,为实现制造业高质量发展打下坚实基础;提出实施基础产品可靠性“筑基”工程,在电子行业领域,加强材料分析、破坏性物理分析、可靠性试验分析、板级可靠性分析、失效分析等分析评价技术研发和标准体系建设。
3	《关于开展2023年工业和信息化质量提升与品牌建设工作的通知》	工信部办公厅	2023.6	集聚产业技术基础要素资源,提升计量、标准、检验检测、试验验证等支撑能力,面向产品全生命周期、创新链全环节、产业链全链条提供“一站式”服务;推动基础电子、能源电子、汽车芯片等领域重点产品质量与可靠性水平提升,加快汽车芯片检测服务平台建设。
4	《质量强国建设纲要》	国务院	2023.2	提出全面提高我国质量总体水平,提升检验检测等科技服务水平;提出推进试验检测、可靠性工程等先进质量技术的研发应用;提出构建高水平质量基础设施,深化检验检测机构市场化改革,开展先进质量标准、检验检测方法、高端计量仪器、检验检测设备设施的研制验证。
5	《江苏省生产性服务业十年倍增计划实施方案》	江苏省人民政府	2022.12	推进生产性服务业与先进制造业在更高水平上实现融合发展,推进生产性服务业向专业化和价值链高端延伸。坚持生产性服务业科技创新。提升研发设计、检验检测等业态发展水平,形成覆盖科技创新全链条的科技服务体系。系统开展基础研究,加快突破新一代信息技术、新材料、先进制造等产业关键核心技术。
6	《“十四五”认证认可检验检测发展规划》	国家市场监督管理总局	2022.7	加快构建统一管理、共同实施、权威公信、通用互认的认证认可检验检测体系,全面提升认证认可检验检测服务供给水平,推动质量变革、动力变革、效率变革,促进质量提升和产业升级。
7	《市场监管总局关于进一步深化改革促进检验检测行业做优做强的指导意见》	国家市场监督管理总局	2021.9	推进检验检测机构市场化发展,坚持把创新作为驱动检验检测发展的第一动力,完善检验检测创新体系,加强共性技术平台建设,提升自主创新能力,推动行业向专业化和价值链高端延伸,围绕先进制造业发展积极打造一批共性技术服务平台
8	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	全国人大	2021.3	健全产业基础支撑体系,建设生产应用示范平台和标准计量、认证认可、检验检测、试验验证等产业技术基础公共服务平台;培育先进制造业集群,推动集成电路等产业创新发展
9	《关于加快推动制造服务业高质量发展的意见》	国家发改委等13个部门	2021.3	提出要加快检验检测认证服务业市场化、国家化、专业化、集约化、规范化改革和发展,提高服务水平,推动提升制造业产品和服务质量
10	《关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》	国务院	2020.7	提出集成电路产业和软件产业是信息产业的核心,是引领新一轮科技革命和产业变革的关键力量,从财税、投融资、IPO、研究开发、进出口等多角度对半导体产业的发展提供政策支持,并明确提出对国家鼓励的集成电路设计、装备、材料、封装、测试企业和软件企业实施税收优惠政策
11	《关于进一步促进服务型制造发展的指导意见》	工信部等15个部门	2020.7	鼓励发展面向制造业全过程的检验检测认证服务提供商,加强检验检测认证服务机构的资质管理和能力建设,鼓励有条件的认证机构创新认证服务模式,为制造企业提供全过程的质量提升服务
12	《产业结构调整指导目录(2019)》	国家发展改革委	2019.10	将信息产业中的集成电路设计,线宽0.8微米以下集成电路制造,及球栅阵列封装(BGA)等先进封装与测试列为鼓励类
13	《战略性新兴产业分类(2018)》	国家统计局	2018.11	将集成电路设计、制造等列为战略性新兴产业;将检验检测认证服务列为战略性新兴产业。
14	《国家重点支持的高技术领域》	国务院	2016.2	国家重点支持的高新技术领域包括“一、电子信息”之“(二)微电子技术”之“4.集成电路测试技术”,该类技术包括集成电路测试技术、芯片设计分析与验证测试技术、以及测试自动连接技术等。

资料来源：招股说明书，华泰研究

投资逻辑

逻辑 1#：第三方实验室技术、人才、认证等多维壁垒，公司竞争优势显著

半导体产业分工精细化趋势下，第三方检测分析的价值量在逐步提高的同时壁垒也在逐步加深，第三方检测分析行业主要具有五大壁垒：

- **技术壁垒：**半导体检测分析机构的各类检测技术是开展业务基础。国内半导体及集成电路产业发展，且近年汽车智能化等趋势加快，对半导体产品安全性、可靠性要求趋严，半导体制造低容错率也让检测分析要求更高。行业新进入者难短期内形成有竞争力的检测技术，导致行业门槛高，构成对潜在进入者的壁垒。
- **人才壁垒：**半导体第三方检测方案设计涉及多专业领域，要求专业技术人员有多方面知识与技术储备。国内该行业技术水平较发达国家有差距，高素质及高端人才短缺，且培养不易短期内实现，技术人员需时间积累经验或借助成熟企业培训，这对新进入企业形成了专业人才壁垒。
- **客户认证壁垒：**新进入者获取稳定客户资源是进入行业主壁垒之一。检测业务对保密性、服务质量等要求高，行业主要客户为一线龙头，选择服务商时会严格资质验证，充分考核多方面情况。因更换服务方有质量控制风险与时间成本，客户愿与检测机构长期合作。新入者需更大投入创品牌、破壁垒，难短期内建立忠诚度。
- **资质认证壁垒：**公司做半导体第三方检测分析实验，因检测数据影响下游客户多方面，实验室需获权威认证机构资质以获客户信赖认可，合作中客户也常要求企业有相关资质，像 CNAS、CMA 等证书。这些证书要求检测机构有一定检测业务经验、认证要求高，对新入检测行业企业构成资质壁垒。
- **资金壁垒：**半导体检测行业对资本规模与资金实力要求高。检测服务靠分析设备精细作业，因半导体制程精密、产品功能复杂，需密集资本投入推动设备更新换代；且行业技术更新快、研发周期长，企业要持续高额研发投入跟上技术发展、满足下游需求，由此构筑了资金壁垒。

胜科纳米失效分析与材料分析领域认证资质数量领先。公司的分析能力获得行业内权威机构的认可，目前拥有中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可的 70 余项检测项目、检验检测机构资质认定（CMA）认可的 20 余项检测项目，资质总量上与主要竞争对手相比获认可的项目数量相对靠前，同行业公司主要在可靠性分析（RA）方面相对领先，但胜科纳米在失效分析（FA）、材料分析（MA）领域具有领先优势。

图表46：CNAS、CMA 认可的检查分析项目数量对比（截至 2024 年 9 月 30 日）

公司名称	检测项目类别							
	CNAS 认证情况				CMA 认证情况			
	FA	MA	RA	合计	FA	MA	RA	合计
闽康	1	-	29	30	-	-	-	-
苏试宜特	13	2	33	48	5	1	49	55
广电计量	45	3	93	141	-	-	-	-
赛宝实验室	31	2	68	101	36	-	62	98
季丰电子	-	-	57	57	-	-	32	32
华测蔚思博	-	-	26	26	-	-	-	-
EAG 实验室	-	-	-	-	-	6	-	6
胜科纳米	31	10	33	74	14	11	2	27

注 1：CNAS 及 CMA 检测对象关键词为电子元器件、集成电路。认证主体选择主要从事半导体检测相关的实验室，其中广电计量、赛宝实验室为综合性检测分析机构；季丰电子未包括获认证光伏组件检测相关项目的衢州季丰检测技术有限公司，成都季丰检测技术有限公司（季丰电子子公司）未公开披露具体获得 CMA 认证数量

资料来源：招股说明书，华泰研究

公司研发实力较强，积累多项核心技术优势与 know-how。公司多年来深耕半导体第三方检测分析市场，并长期保持高强度的研发投入，目前公司基于特定失效模式或特定类型样品开发了一系列适当、高效、精准的检测分析方案，如水汽入侵重水同位素示踪技术、超微裂纹纳米荧光检测分析技术、半导体芯片焊盘检测分析技术等，并已在失效分析、材料分析、可靠性分析等领域形成了高分辨率透射电镜成像结构检测分析技术、晶体管级纳米探针分析技术等多项核心技术，可为客户提供一站式高效精准的检测分析实验。同时，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。

图表47：公司特定分析方案类技术

核心技术	对应专利技术	主要对应的业务环节	主要使用分析仪器	业务类型	具体分析项目
水汽入侵重水同位素示踪技术	封装器件水汽入侵路径检测方法及装置	检测方案制定环节	3D 光学显微镜、飞行时间二次离子质谱仪	失效分析	开封等样品制备、超高分辨率光学检测分析、飞行时间二次离子质谱分析
超微裂纹纳米荧光检测分析技术	三碘化物离子作为荧光剂的应用以及检测有机发光显示薄膜封装层超微裂缝的方法	检测方案制定环节	3D 光学显微镜、荧光显微镜	失效分析	去层制样、开封制样、研磨制样、超高分辨率光学检测分析
半导体芯片焊盘检测分析技术	一种待 XPS 能谱分析的样品和分析定位方法	检测方案制定环节	3D 光学显微镜、扫描电子显微镜、俄歇电子能谱仪、透射电子显微镜、X 射线光电子能谱仪	失效分析	超高分辨率光学检测分析、扫描电子显微形貌成像分析、俄歇电子微区成分分析、透射电镜微观结构表征、X 光电子成分及价态分析
高密度印刷电路板开路失效定位分析技术	一种电路板中的盲孔失效分析方法；一种微型麦克风多层载板的短路失效分析方法；一种夹具及 X 射线成像系统	检测方案制定环节	3DX 射线扫描显微镜	失效分析	研磨制样、纳米 CT 无损检测分析
激光芯片失效分析技术	测量 VCSEL 器件多层膜元素扩散的样品制备方法以及检测方法；一种用于有机体器件内部异物分析的制样及检测方法（在审）	检测方案制定环节	双束聚焦离子束显微镜、透射电子显微镜、动态次离子质谱仪	失效分析、材料分析	聚焦离子束制样加工、透射电镜微观结构表征、动态二次离子质谱分析
LED 及 Micro LED 芯片测试及表征技术	一种用于动态二次离子质谱仪的样品的制备方法及其制得的样品	检测方案制定环节	3DX 射线扫描显微镜、锁相红外热成像仪、飞行时间二次离子质谱仪、动态二次离子质谱仪	失效分析、材料分析	去层制样、开封制样、纳米 CT 无损检测分析、红外热成像显微检测、飞行时间二次离子质谱分析、动态二次离子质谱分析
基于算法的光学图像识别覆盖率分析技术	-	检测方案制定环节	3D 光学显微镜	失效分析	去层制样、开封制样、研磨制样、超高分辨率光学检测分析
第三代半导体 N 结漏电失效定位技术	检测硅晶体缺陷的方法	检测方案制定环节	锁相扫描电镜之红外热成像仪、微光显微镜	失效分析	去层制样、开封制样、红外热成像显微检测、微光光电成像分析、红外激光故障激发失效定位
先进封装芯片的破坏性物理分析技术	一种 3D 叠封装集成电路芯及其失效定位方法和装置	检测方案制定环节	3D 光学显微镜、扫描电子显微镜、锁相红外热成像仪	失效分析、材料分析	去层制样、开封制样、超高分辨率光学检测分析、扫描电子显微形貌成像分析、红外热成像显微检测等

资料来源：招股说明书，华泰研究

图表48：公司与同业公司可检测集成电路先进制程范围

竞争对手	可检测集成电路先进制程范围
闽康	官网披露其可通过 Nano Probe 检测技术实现 3nm 制程节点检测
苏试宜特	苏试试验募集说明书披露其提供的服务分析能力达到 5nm
广电计量	官方文件披露其提供的材料分析验证服务分析能力达到 4nm
赛宝实验室	无公开披露信息或公开报道
季丰电子	季丰电子在官网展示其针对 7nm 制程芯片检测分析结果，说明其检测分析能力在 7nm 及以下
EAG 实验室	无公开披露信息或公开报道
华测蔚来	公开披露其切片技术可应用于 5nm 以下的先进制程工艺
胜科纳米	公司可在失效分析、材料分析等领域检测范围可覆盖 3nm 工艺制程

资料来源：招股说明书，华泰研究

公司注重研发团队建设，为领先研发能力打下人才基础。技术骨干人员多数具有知名院校及科研机构的学习经历或全球知名半导体企业的工作经验，技术实力扎实深厚，涉及的技术领域广泛。团队组成包括样品制备专家、成像分析专家、失效分析专家、材料表征专家、可靠性专家等，整体学历构成上，截至 2024 年 6 月末，公司员工中本科及以上学历员工数量占比合计达到 62.61%，与同行业可比公司相比保持较高水平，研发人员中硕士及以上学历占比高达 28.42%，为持续研发提供了良好的人才保障。

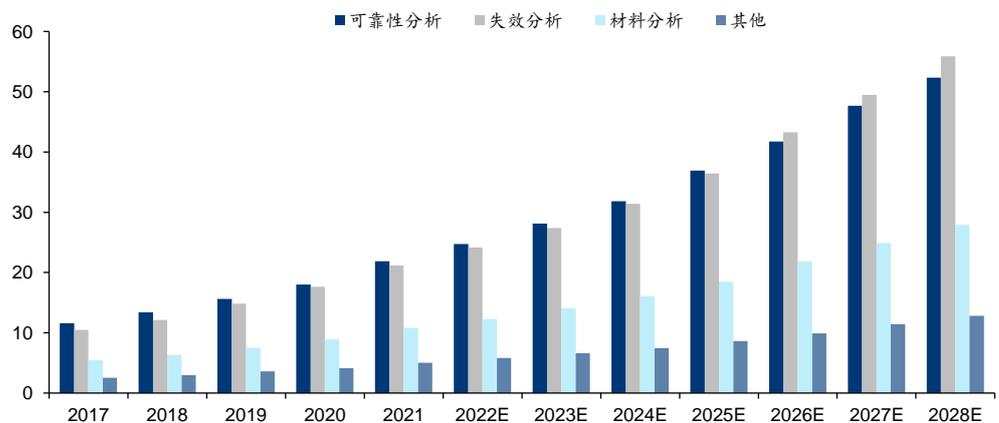
图表49：公司与可比公司学历水平比较

公司名称	硕士及以上学历员工占比	本科学历员工占比	专科及以下学历员工占比
利扬芯片	0.70%	21.27%	78.03%
伟测科技	0.92%	27.23%	71.84%
闽康	19.60%		80.40%
宜特	11.16%		88.84%
苏试试验	4.14%	41.57%	54.29%
思科瑞	2.39%	42.10%	55.51%
西测测试	4.09%	40.69%	55.22%
广电计量	8.36%	55.22%	36.42%
胜科纳米	10.41%	52.20%	37.39%

资料来源：招股说明书，华泰研究

卡位失效分析和材料分析两大壁垒更高的市场。失效分析与材料分析较可靠性分析难度更大附加值更高，失效分析旨在探究样品失效原因或检查样品是否存在潜在失效问题，材料分析旨在对样品进行材料成分及结构的分析，可靠性分析的目的重点则在于判断样品在特定环境下能否正常工作，若需要探究产品质量问题更深层次的原因，仍然需要失效分析及材料分析介入；同时失效分析及材料分析的流程环节更加复杂，失效分析及材料分析通常需要对客户提供的样品进行制备，材料分析还对数据解读提出较高要求，可靠性分析则由于无需对样品内部结构进行观测，其分析通常不要求对样品进行制备处理；除此以外，相较于可靠性分析，失效分析及材料分析所需仪器更加精密，操作难度更高，且失效分析及材料分析的单位案件单价通常更高。从市场规模上看，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，公司有望凭借在失效分析与材料分析上积累的领先技术能力与 know how 快速切入到可靠性分析市场，打开新增长空间。

图表50：中国半导体第三方检测分析市场规模



资料来源：招股说明书，QY Research，华泰研究

较强的本土化服务能力，同时进行差异化全球化布局。公司检测分析实验室国内多地均有布局，包括苏州、泉州、南京、深圳与青岛，目前公司已经基本完成全国区域布局、产能得到有效扩充，相对同业公司本土化服务能力靠前。同时除本土实验室布局外，公司还具有全球视野，公司目前在中国与新加坡均设有实验室，同行业公司中，闾康及 EAG 实验室同样进行国际化布局，而国内其他竞争对手的业务均布局于境内。公司在大陆多地和新加坡均设有实验室，在服务国内重点客户的同时，也同部分国际巨头长期合作，可以紧跟行业趋势，与国内竞争对手相比拥有独特的国际化优势。

图表51：公司与同业公司中国实验室布局对比

公司名称	中国大陆地区主要从事半导体检测分析的实验室建设布局
闾康	上海、福建厦门、深圳、苏州
苏试宜特	上海、深圳、苏州
赛宝实验室	广州、苏州
广电计量	上海、广州、成都、无锡
季丰电子	上海、嘉善、江山、杭州、成都、深圳、北京
EAG 实验室	上海
华测蔚思博	上海、合肥
胜科纳米	苏州、福建泉州、南京、深圳、青岛

资料来源：招股说明书，华泰研究

图表52：公司与同业公司全球实验室布局对比

公司名称	主要实验室布局情况
闾康	中国大陆、中国台湾、日本、美国
苏试宜特	中国大陆
赛宝实验室	中国大陆
广电计量	中国大陆
季丰电子	中国大陆
EAG 实验室	中国大陆、中国台湾、美国、荷兰、法国、瑞士、韩国等
华测蔚思博	中国大陆、中国台湾
胜科纳米	中国大陆、新加坡

资料来源：招股说明书，华泰研究

逻辑 2#：先进工艺产业链国产替代迫在眉睫，芯片全科医生重要性或将日益凸显

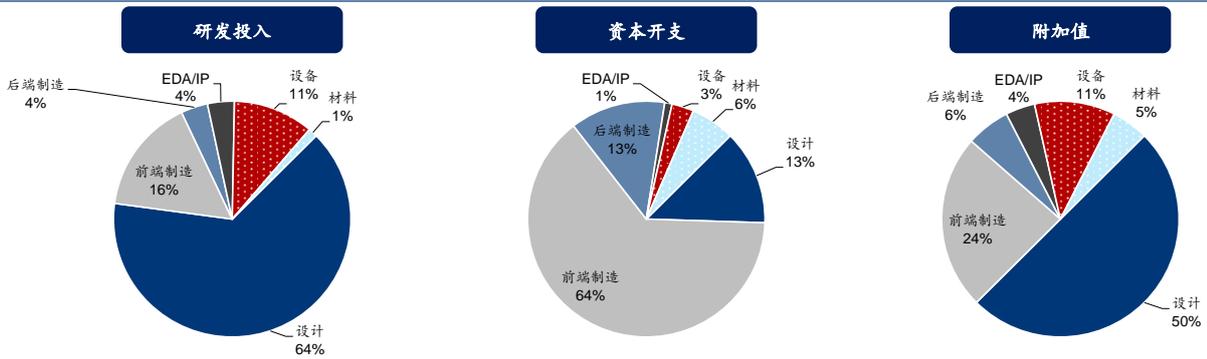
全产业链在国产化和先进工艺发展的带动下，研发难度与分析需求日渐增长，公司业务有望迎来量价齐升。第三方检测分析业务主要服务于客户的研发环节，而研发分析需求贯穿芯片设计、晶圆制造、设备制造、材料与封装测试等产业链各个环节，根据 BCG 咨询数据，从研发投入与附加值占比上看，芯片设计环节为产业链中技术与研发密集程度最高的环节，设计环节分别占产业链研发投入与附加值的 64% 与 50%，其次为前端制造环节。在先进工艺持续发展带动下，产业链各环节研发难度逐渐提升将产生更多更复杂的检测分析需求，第三方检测分析需求量以及价值量均有望迎来增长，同时国产化持续推进将为国内本土第三方检测分析厂商带来市占率提升机会，公司凭借国内领先的技术优势以及与优质客户资源，未来业务有望迎来量价齐升。公司已在各环节的先进工艺相关研发上提前布局，2023 年先进制程收入占比已达到 59%，先发优势明显。

图表53：各产业链环节服务情况

产业链环节	客户主要送检样品形态	客户的主要分析需求	对应分析类型
芯片设计	芯片	1、新产品研发过程中，针对失效样品进行失效分析，优化设计工艺，保证新产品的可靠性水平；随着 AI 产业热潮的推动、半导体国产化进程的深化，未来包括 CPU、GPU 在内的逻辑芯片以及存储芯片等将迎来快速发展，芯片设计企业将保持高强度的研发投入，相应的分析需求也将不断提升，其他类型的模拟芯片、射频芯片等也将迎来市场需求回升，进一步拉动芯片分析需求；2、判断质量问题产生的环节，优化产品生产良率	以失效分析(综合运用各项分析方法)、可靠性分析为主
晶圆制造	晶圆	1、新工艺开发或产线验证过程中，验证产线中晶圆样品的内部结构及性能，确认工艺开发调试状态；未来随着工艺制程由 28nm 以上的成熟制程向 28nm 以下的先进制程转变甚至向 7nm 及以下工艺节点发展，相关分析需求将持续增长；2、对产线进行质量监控，针对失效样品明确失效原因，进行电路验证，进一步提升产线良率	工艺验证阶段以材料分析为主；电路验证阶段以失效分析为主
设备厂商	晶圆	1、新设备研发过程中，使用研发样机生产的晶圆样品进行内部结构及性能需求，确认设备运行情况；2、新设备研发过程中，针对设备生产的失效样品进行失效分析，优化设备生产工艺	以失效分析、材料分析为主
材料厂商	各种形态的材料样品(包括衬底材料、化学试剂、固态胶等)	新产品研发过程中，针对样品进行材料元素、成分等分析，优化产品性能，未来在第三代半导体、大硅片、光刻胶等领域需求较广	以材料分析为主
封装测试	芯片	1、新工艺开发或产线验证过程中，针对失效样品进行分析，明确失效原因，改善封装工艺，优化选材、结构设计等，验证封装产线运行情况，未来先进封装将成为延续摩尔定律的重要途径，各类型先进封装形式的发展将带动分析需求的增长；2、量产过程中失效样品的分析，提升封装可靠性水平	以失效分析、可靠性分析为主
IDM 厂商	芯片、晶圆	客户需求包含上述芯片设计、晶圆制造、封装测试各环节	包括失效分析、材料分析、可靠性分析
模组及终端应用	芯片、模组器件	1、新产品研发过程中，针对失效样品进行失效原因，优化产品设计及生产工艺；2、针对量产过程中的质量问题进行失效分析，实现产品质量监控，提高产品的安全性与可靠性	以失效分析为主
科研机构	芯片	科研过程中不符合预期的失效样品进行分析，明确失效原因，加速科研项目进程	以失效分析为主

资料来源：招股说明书，华泰研究

图表54：半导体产业链研发、资本开支、附加值构成

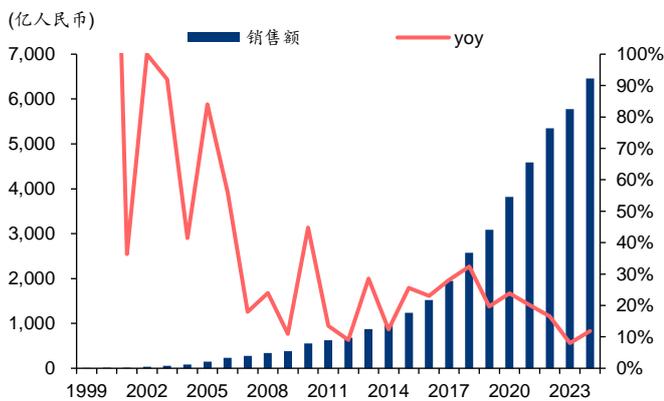


资料来源：BCG，华泰研究

1) 设计：中国设计行业进入“架构创新+从中低端走向高端”发展新阶段，研发强度提升推动第三方检测市场快速增长

国内芯片设计市场体量持续增长，研发强度呈提升趋势，有望带动第三方检测分析市场需求增长。中国半导体设计产业在全球半导体产业转移以及国内下游需求持续增长的带动下规模快速扩张，据 ICCAD 数据，2023 年中国电子设计行业销售额已达 5774 亿元，设计公司数量已达 3415 家。从研发费用上看，A 股设计公司研发费用在体量持续扩张的带动下也在持续增长，且近几年研发费用增速基本均高于国内芯片设计市场规模增速，2018~2023 年研发费用增长 CAGR 为 33%，而同期市场规模 CAGR 为 18%，这表明芯片设计行业的研发与技术密集度在提升，从研发费率上看，2018 年至 2023 年也大致呈上升趋势，2021 年的下降主因行业处于较强的上行期，营收规模快速增长摊薄了研发费率，2022 年与 2023 年恢复增长并达到新高，芯片设计行业研发强度的提升是设计与工艺复杂度变高的直接体现，未来将有望带动第三方检测分析市场同步快速增长。

图表55：国内设计业市场规模及同比增速



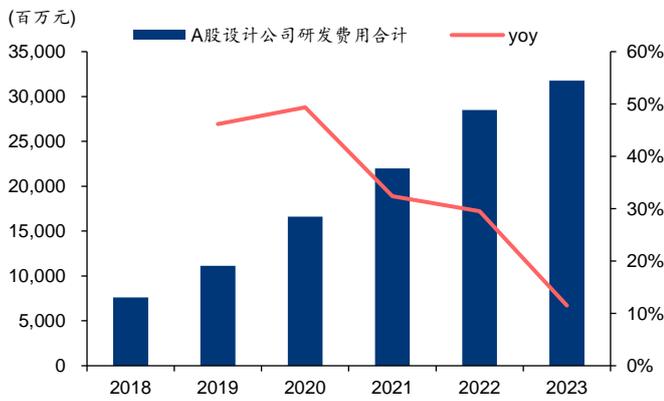
资料来源：ICCAD，华泰研究

图表56：国内设计企业数量及同比增速



资料来源：ICCAD，华泰研究

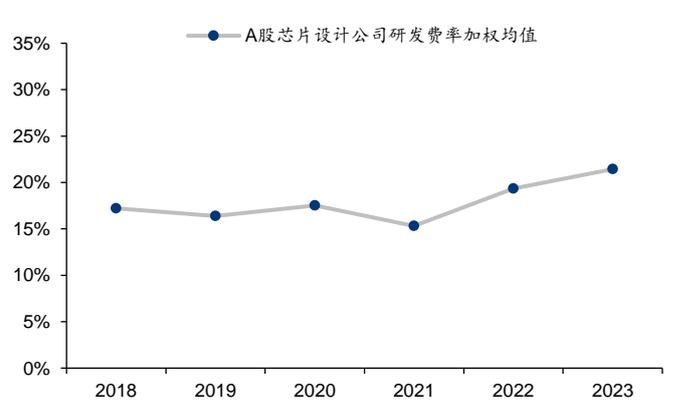
图表57：A股芯片设计企业研发费用及同比增速



注：A股设计公司选择来源于中证芯片设计指数成分股中2018年以来有披露财报数据的公司

资料来源：iFind，华泰研究

图表58：A股芯片设计企业研发费用率



注：A股设计公司选择来源于中证芯片设计指数成分股中2018年以来有披露财报数据的公司，均值计算采用按营收规模加权均值计算

资料来源：iFind，华泰研究

目前产品主要集中在中低端，未来产品逐步走向高端化，中国设计企业研发强度或逐渐对标美国。例如一款旗舰智能手机的最新系统芯片的开发总成本，可能超过 10 亿美元。而如果衍生大量重复使用之前的设计，或者在成熟节点上制造新的更简单的芯片，开发成本仅为 2000 万至 2 亿美元。从中国企业数量与销售额分布来看，根据 ICCAD 数据，2024 年中国芯片设计产业仍集中于通信与消费电子等中低端领域，企业数量与销售额上通信+消费电子占比均超过 68%。从研发强度上看，根据 ICCAD 数据，中国大陆在全球主要的半导体产业集中地区当中仍处于靠后的位置，而随中国设计企业研发投入不断加强，未来研发强度或逐渐对标美国，在研发持续投入的带动下，中国芯片设计产业有望不断升级，产品逐步走向高端化。

芯片设计需要架构创新与微系统集成来减少对先进工艺的依赖，设计复杂度逐渐增加，设计研发阶段的试错成本也将同步增加。此前中国芯片设计业发展主要依靠工艺技术和 EDA 工具的进步，但近年来由于出口管制和先进工艺加工资源的限制，中国芯片设计产业需要在技术创新上减少对先进工艺的依赖，可能的探索方向包括芯片架构创新与微系统集成如 Chiplet 与先进封装等，而新的架构设计与微系统集成方案将增加芯片设计的复杂程度，生产上也将带来更高的流片成本，从而在芯片设计的研发阶段也将产生更高的试错成本，这也将为第三方检测分析市场打开需求空间。

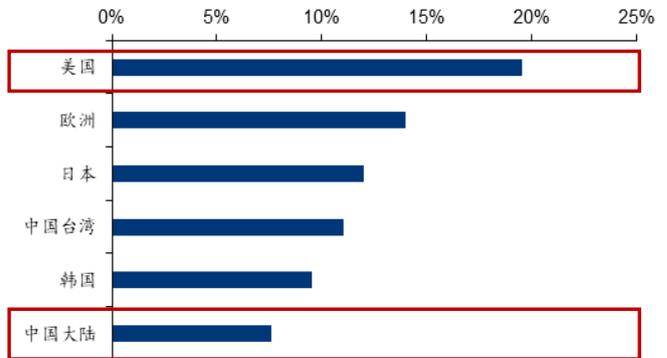
中国设计行业走向“高端化+架构创新”新阶段，我们认为这将驱动第三方检测行业和公司的快速发展。芯片设计行业主要需要的分析服务类型为失效分析与可靠性分析，中国芯片产业的高端化+架构创新的发展趋势将为失效分析市场与可靠性分析市场提供增长驱动力，据公司招股说明书援引 QY Research 数据，失效分析市场与可靠性分析市场 2021~2028 年 CAGR 将分别达到 14.9%与 13.3%，在行业的持续扩容下，我们认为公司作为失效分析市场的领先厂商有望充分受益。

图表 59：2024 年中国芯片设计产品总体水平处于中低端

领域	企业数	比例	销售总额	销售额占比
EDA/IP	85	2.34%	51.02	0.79%
导航	63	1.72%	63.92	0.99%
多媒体	88	2.41%	153.08	2.37%
功率	220	6.07%	444.94	6.89%
计算机	190	5.24%	707.93	10.96%
模拟	405	11.17%	512.15	7.93%
通信	568	15.66%	1942.47	30.07%
消费类电子	1946	53.65%	2481.71	38.41%
智能卡	63	1.72%	103.2	1.60%

资料来源：ICCAD，华泰研究

图表 60：中国相对美国芯片产业研发投入占比仍较低



资料来源：ICCAD，华泰研究

2) 晶圆制造：国内新产线建设保持高强度，先进制程发展推动材料分析市场空间广阔

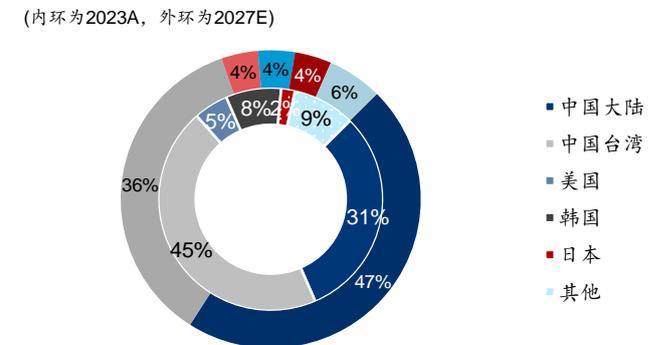
成熟制程持续高强度投入，在地化生产需求驱动中国成熟制程产线持续扩张。近年来，由于地缘政治、供应链成本效益、兼容性问题以及终端广阔的市场等因素，国内在地化生产趋势持续，成熟制程产能持续高强度扩张，同时在产能陆续释放的带动下中国大陆的成熟制程份额增长迅速，据 Trendforce 数据，中国大陆成熟制程份额预计将从 2023 年的 31% 增长至 2027 年的 47%。

图表 61：代工厂资本开支



注：包含华虹及其子公司、中芯国际及其子公司、华润微、粤芯、士兰微、晶合集成、中芯集成
资料来源：公司公告，华泰研究

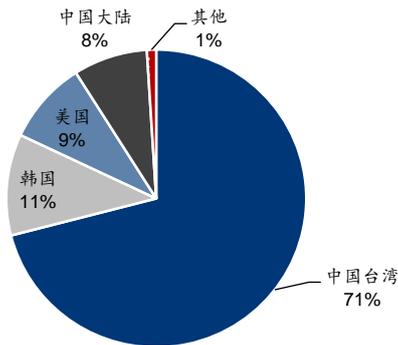
图表 62：中国大陆成熟制程份额预计持续提升 (2023A~2027E)



资料来源：Trendforce，华泰研究

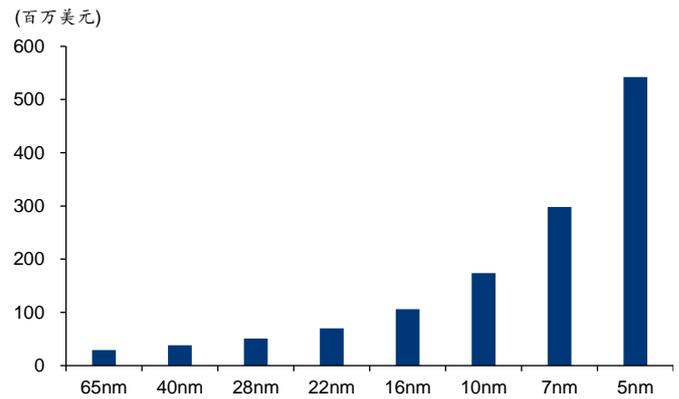
中国大陆先进工艺份额低，节点越先进研发费用越高，出口管制下国内新工艺探索将为第三方检测分析打开市场空间。目前中国先进制程代工市场份额大部分由台积电占据，据 Trendforce 数据，中国台湾代工厂在中国大陆先进工艺份额达到 71%，而本土国产化率仅为 8%，国产替代空间较大。全球各代工厂正持续推进工艺迭代，而先进节点研发费用随制程迭代呈指数级增长，据 IBS 数据，5nm 节点研发费用可达 5.4 亿美元。目前美国对半导体产业出口管制趋严，EUV 以及高端 DUV 设备管制严格，国产先进工艺发展需要依靠国产设备和工艺创新，新的工艺探索或将面临较高研发费用，为第三方检测分析服务商打开业务空间。

图表63：中国大陆在先进工艺市场份额较低（2023A）



资料来源：Trendforce，华泰研究

图表64：各工艺节点研发费用



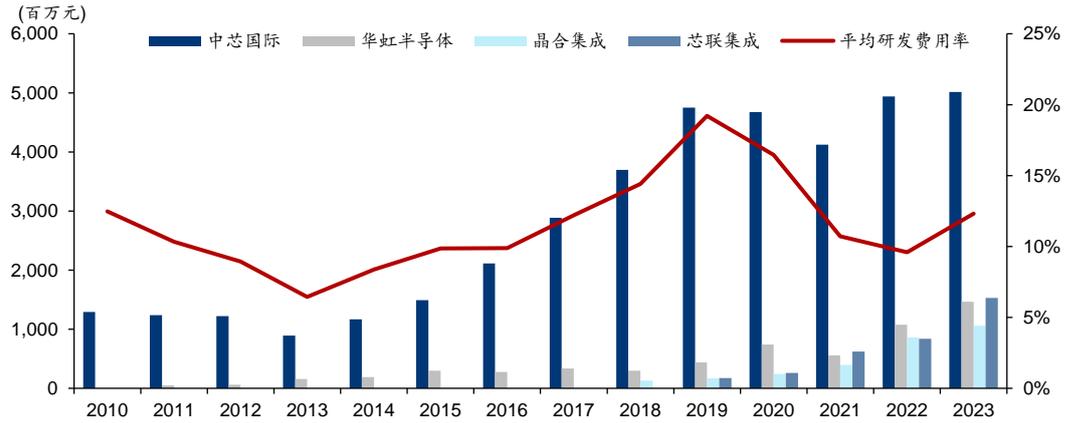
资料来源：IBS，华泰研究

图表65：先进工艺 Roadmap

公司	工艺节点	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
台积电	7nm FinFET	2Q18									
	N7+ EUV		2Q19								
	6nm FinFET			3Q20							
	5nm FinFET			1Q20							
	3nm FinFET					4Q22					
	2nm GAAFET									2025年量产	
1.6nm GAAFET										2026年量产	
三星	7nm LPP EUV		2Q19								
	6nm LPP/5nm LPE		4Q19								
	5nm FinFET			1Q20							
	4nm FinFET					2022					
	3nm GAAFET					2Q22					
	2nm GAAFET									2025年量产	
1.4nm GAAFET										2027年量产	
英特尔	Intel 7 FinFET				4Q21						
	Intel 4 FinFET					2H22					
	Intel 3 FinFET						2H23				
	Intel 20A RibbonFET							1H24			
	Intel 18A RibbonFET								1H25		
	Intel 14A High-NA EUV									2026年底试产	
Intel 14A-E										2027年试产	
联电	28nm HKMG										
	14nm FinFET	2Q18									
	12nm FinFET										2027年量产
格芯	28nm PolySiON										
	22nm FD-SOI										
	14nm FinFET										
	7nm FinFET										3Q18停止研发
中芯国际	14nm FinFET		3Q19								
	10nm FinFET			1H20							
	N+1 FinFET				4Q20						
	N+2 FinFET					2022					
晶合集成	55nm						2Q23				
	40nm							4Q24			
	28nm								2H25		
燕东微	65nm								1Q24		
	40nm										2Q26

资料来源：各公司公告，华泰研究

图表66：中国大陆代工企业研发费用及研发费用率



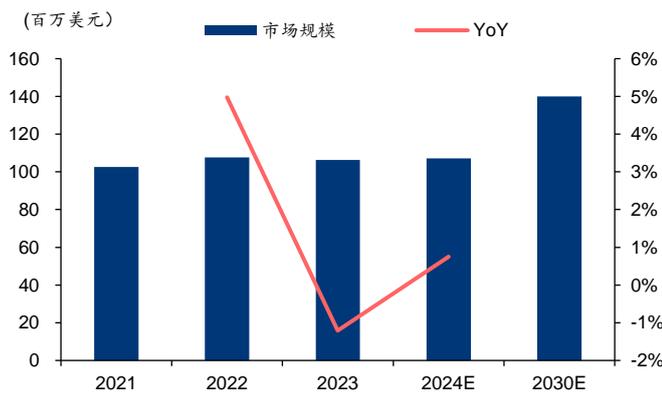
资料来源：iFind, Bloomberg, 华泰研究

国内先进工艺发展推动第三方检测分析市场，尤其是材料分析市场长期增长。我们看好国内先进工艺持续发展，同时工艺节点迭代为第三方检测分析市场带来增量需求，半导体制造方面工艺验证阶段与电路验证阶段分别以材料分析与失效分析为主，我们看好国内先进工艺发展带动材料分析与失效分析市场需求增长。

3) 设备：卡脖子环节国产化率低，国产设备研发需求

全球半导体设备市场规模持续扩容，国内市场在国产化需求驱动下快速增长。随着半导体下游需求回暖，根据 WSTS 预测，全球半导体市场或将于 2024 年实现 16.0% 的同比正向增长，重新进入上升周期。半导体设备规模随之不断增长，根据 SEMI 数据显示，2024E 年全球半导体设备市场规模达 1072 亿美元，2030E 市场规模或将达到 1400 亿美元，2024~2030 年 CAGR 可达 4.5%。国内半导体设备市场主要受供应链自主可控需求驱动规模增速较快，2023 年国内半导体设备市场规模达到 366 亿美元，2018 年~2023 年 CAGR 达到 22.8%。我们预计未来随下游国内晶圆厂与存储 IDM 持续扩产，国内半导体设备市场规模将持续增长，且在导入国产供应商培养本土供应链的推动下，国产设备商以及上游零部件厂商将迎来国产化发展良机。

图表67：全球半导体设备市场规模



资料来源：SEMI, 华泰研究

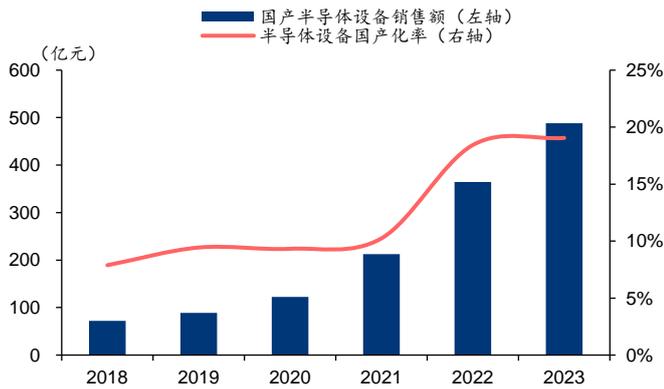
图表68：中国半导体设备市场规模



资料来源：SEMI, 前瞻研究院, 华泰研究

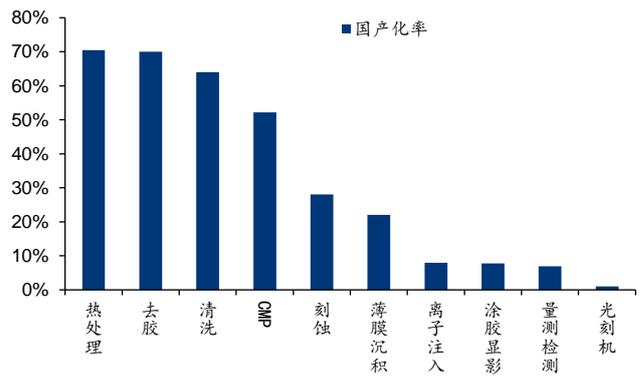
当前重要的本土半导体设备公司产品已涵盖半导体全产业链，但各环节国产替代进程存在较大差异。2023 年国内半导体设备行业国产化率约 19.1%。当前中国半导体设备产品主要集中在热处理/去胶设备/清洗设备/CMP 抛光设备，根据 Gartner 数据，上述环节设备 2023 年国产化率分别为 70%/70%/64%/52%，三大主设备中的刻蚀设备与薄膜沉积设备国产化率已分别达到 28%与 22%。而对于工艺相对复杂的道次所需的半导体设备（如光刻机、量检测设备、离子注入设备和涂胶显影设备）主要依赖进口，国产化率仍处于低位，2023 年光刻机领域国产化率为 1%左右，离子注入、涂胶显影和量检测设备自给率仅为 8%左右。14nm 及以下设备仅刻蚀、清洗、氧化发展较快，先进制程为设备国产化的下一个角力点。

图表69：中国国产半导体设备销售额及国产化率



资料来源：Gartner, 华泰研究

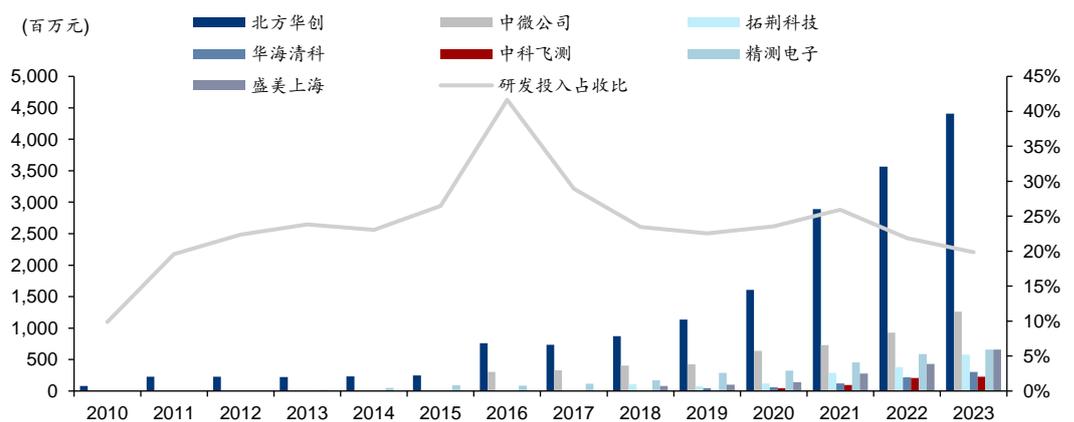
图表70：中国国产半导体设备分环节国产化率 (2023A)



资料来源：Gartner, 华泰研究

半导体设备国产化带动失效分析和材料分析市场增长。国内各龙头半导体设备厂研发投入随体量扩张而持续增长，研发强度上，从研发投入占收比来看，行业大部分年份研发投入占收比均值在 20%~25%，未来在逻辑 GAA 架构替代、制程节点迭代以及存储领域 3D 堆叠层数持续增长的带动下，光刻、刻蚀、薄膜沉积等设备价值量与复杂度均有望提升，设备研发过程中，主要用到的检测分析类型为失效分析与材料分析，我们认为设备研发难度的提升以及下游代工厂/存储 IDM 持续推进设备国产化将有望推动第三方检测失效分析与材料分析市场增长。

图表71：半导体设备公司研发投入及占收比 (含资本化研发投入)

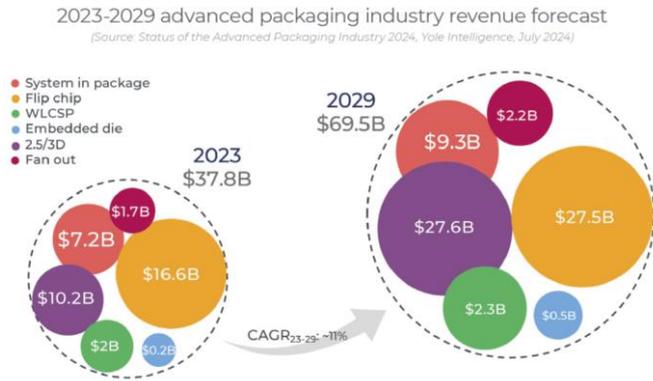


资料来源：iFind, 华泰研究

4) 封测：生成式 AI 需求快速增长，摩尔定律放缓下先进封装大势所趋

在摩尔定律放缓以及 AI 需求持续拉动的趋势下，先进封装市场有望快速发展。目前摩尔定律放缓，高性能计算/AI、智能手机等应用推动下游应用端对高算力、集成化的需求持续提升，致使 2.5D/3D 封装等先进封装技术成为未来发展趋势，先进封装市场快速增长。Yole 预计全球先进封装市场规模将由 2023 年的 378 亿美元，增长至 2029 年的 695 亿美元，CAGR 为 11%。Yole 预计先进封装在整个市场中的比重将由 2023 年的 44%，逐步超过 50%。

图表72：先进封装市场规模



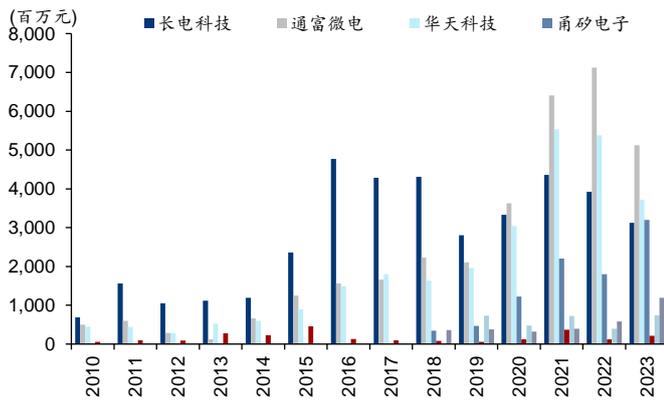
资料来源：Yole，华泰研究

图表73：AI 芯片的典型 2.5D 封装类型



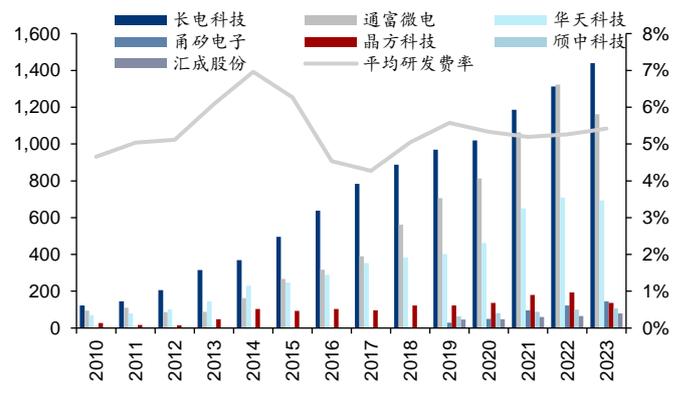
资料来源：Yole，华泰研究预测

图表74：国内封测企业资本开支



资料来源：iFind，华泰研究

图表75：国内封测企业研发费用及研发费用率



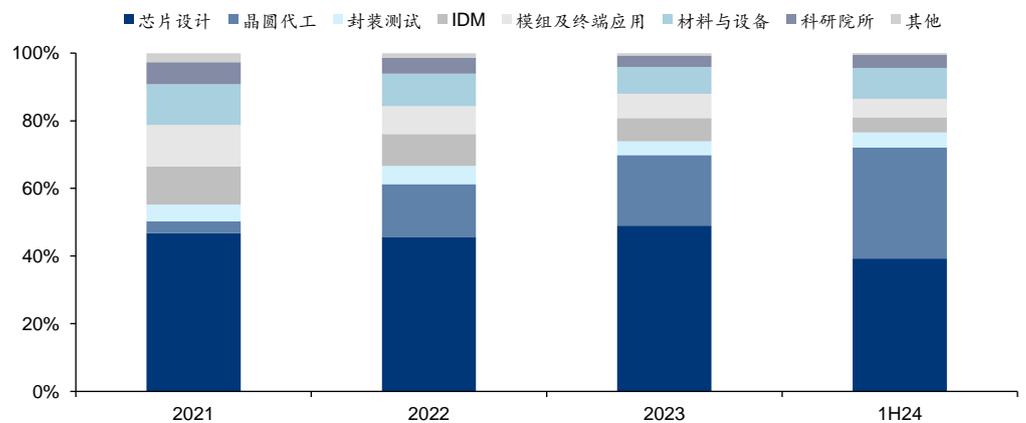
资料来源：iFind，华泰研究

前道工艺受限的情况下，先进封装对国内来讲更加重要，第三方检测分析厂商有望受益于先进封装发展。在地缘政治因素影响下，中国大陆进口光刻机、薄膜沉积与刻蚀等先进前道设备途径受限，造成先进制程节点迭代难度增大，为避免相应前道工艺的限制，先进封装与异构继承技术或为方案之一，我们看好未来先进封装技术发展带动国内第三方失效分析与可靠性分析市场需求增长。

逻辑 3#：获得行业各环节头部客户广泛认可，合作长期稳定

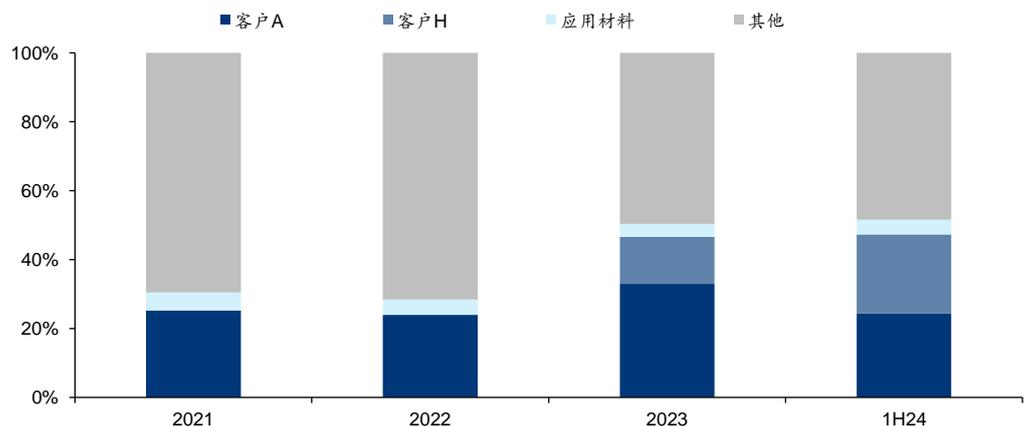
公司客户覆盖各产业链环节，客户资源优质。从产业链环节上看，公司客户覆盖从设计、晶圆代工、材料与设备厂、封测到 IDM 以及终端模组与应用等厂商，产业链环节覆盖完善，客户种类上以芯片设计客户为主，同时晶圆代工客户占比逐渐扩大，1H24 晶圆代工与芯片设计客户已经成为公司两大支柱客群，分别占收入比例达到 33%与 39%。公司客户资源优质，据公司公告，公司客户包括国内外知名芯片设计厂商客户 A、卓胜微、高通、博通；国内头部晶圆代工厂华虹集团、客户 H；全球封测巨头日月光、长电科技；全球领先半导体设备供应商应用材料、北方华创；国内显示面板龙头京东方、天马微；国内 LED 芯片龙头华灿光电等，同时 2024 年以来公司还与客户 M、中兴通讯、屹唐半导体、通富微电、中科院微电子所、客户 N、比亚迪半导体、擎方科技、歌尔股份等客户进行深度接洽并建立合作关系。公司优质的客户资源表明公司检测分析技术已得到行业广泛认可，并为公司带来稳定的业务需求量。

图表76：收入按客户类型拆分



资料来源：招股说明书，华泰研究

图表77：收入按前五大客户情况



资料来源：招股说明书，华泰研究

募投项目分析

公司拟募集资金投资项目为苏州检测分析能力提升建设项目。该项目为公司主营服务产能扩充项目，主要建设目的为提高公司在失效分析、材料分析、可靠性分析等半导体检测分析服务的能力，本次募集资金有助于公司扩大半导体检测分析领域的产能，持续拓展市场份额，提升公司的行业竞争力。苏州检测分析能力提升建设项目是对公司现有检测分析业务的产能扩张，与公司目前主营业务保持一致，且本次募投项目将重点布局失效分析以及材料分析，基于公司目前的竞争优势扩充该领域的产能，尤其是针对公司当前利用率较为饱和的分析设备，以满足下游客户在研发过程中日益增加的检测分析需求。同时，公司本次还将紧跟客户技术变革趋势提升先进分析实验能力，拟购置球差校正场发射透射电子显微镜，以形成对更先进制程、更复杂集成度的样品的分析测试能力。

未来将进一步加强车规、航空航天、生物医药领域失效分析、可靠性分析布局。公司作为半导体第三方分析实验室，向客户提供一站式失效分析、材料分析、可靠性分析等分析实验服务。公司目前已拥有新加坡、苏州、南京、福建、深圳及青岛六个检测分析实验室，公司各实验室配备检测分析专家团队及多元化分析仪器设备，构建起专业高效的半导体检测分析平台。公司未来将在当前深耕半导体失效分析及材料分析领域的基础上，重点加强车规级芯片失效分析、可靠性分析领域的布局，在优势领域巩固自身竞争力的同时积极拓展航空航天、生物医药等新领域，向更加综合的检测分析厂商发展。

图表78： 拟募集资金投资项目

募集资金投资项目	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金投入金额（万元）
苏州检测分析能力提升建设项目	29691.46	29691.46
合计	29691.46	29691.46

资料来源：招股说明书，华泰研究

风险提示

估值水平偏高风险

我们采用 PE 估值与 FCFF 法分别对胜科纳米进行相对估值与绝对估值,基于相对估值法计算公司上市后 6-12 个月远期公允价值区间 29.75-33.01 亿元。FCFF 估值法下胜科纳米估值区间为 30.62-34.03 亿元,综合相对和绝对估值法取交集,我们预计公司上市后 6-12 个月远期公允价值区间为 30.62-33.01 亿元,对应 2024E PE 估值区间为 37.57-40.50x,对应 2023 年归母净利润/扣非归母净利润 PE 估值区间在 31.07-33.50x/35.65-38.44x。若未来行业商业模式、竞争格局以及公司竞争地位发生变化,则可能存在估值水平偏高风险。

估值水平高于行业市盈率风险

目前估值区间为 30.62-33.01 亿元,对应 2024EPE 估值区间为 37.57-40.50x,对应 2023 年归母净利润/扣非归母净利润 PE 估值区间在 31.07-33.50x/35.65-38.44x。截至 2025 年 2 月 25 日,中证指数发布的 M74 专业技术服务行业最近 1 个月平均静态市盈率 35.31x。目前估值区间虽已考虑了审慎性原则,但仍存在估值水平较高的风险。

估值上限对应募集资金超过预计募集资金的风险

根据我们的估值结果(综合相对和绝对估值法取交集,我们预计公司上市后 6-12 个月远期公允价值区间为 30.62-33.01 亿元),估值上限对应潜在的募集资金(3.30 亿元)将超过招股书预计募集资金(2.97 亿元)。虽然估值区间已考虑了审慎性原则,但仍存在估值较高的风险。若超募资金用于设备采购和产能建设,存在需求不及预期导致产能利用率较低的风险。

盈利预测假设条件不成立使盈利预测出现偏差的风险

盈利预测中,我们假设未来在第三方检测分析市场持续扩容且公司凭借领先竞争优势份额持续提升的带动下,公司收入将实现持续增长。我们预计胜科纳米 2024/2025/2026 年分别实现营收 4.15/5.25/6.40 亿元,分别同比增长 5%/26%/22%。毛利率方面,我们认为 2025 年与 2026 年整体毛利率将在工艺持续优化、行业景气度上行以及公司业务结构优化的带动下有所回升,同时在业务体量持续增长规模效应释放的带动下,费用率在未来有望持续下降,故综合考虑,我们认为公司 2024-2026 年有望实现归母净利润 0.82/1.09/1.36 亿元。上述假设已遵循审慎原则,参考公司在手订单以及上半年财务数据做出的合理预期,若上述假设不成立,则可能最终盈利预测结果与实际情况存在较大偏差。

以毛利率为例进行情景分析,若公司 2024/2025/2026 年毛利率均低于我们预期 1pct 至 45.7%/46.4%/47.1%,则 2024/2025/2026 年归母净利润预测将低于我们预期 4%/4%/4%至 0.78/1.04/1.30 亿元。估值方面,基于相对估值法计算公司上市后 6-12 个月远期公允价值区间 28.42-31.53 亿元,FCFF 估值法下胜科纳米估值区间为 30.25-33.63 亿元,综合相对和绝对估值法取交集,我们预计公司上市后 6-12 个月远期公允价值区间为 30.25-31.53 亿元。

市场竞争加剧导致产品价格下降的风险

近年来半导体产业快速发展,半导体检测与分析需求快速增加,吸引越来越多的市场参与者积极开展相关领域的投资,抢夺市场份额。公司在大陆地区的业务起步时间相对于闾康、赛宝实验室等第三方实验室检测机构较晚,公司业务目前处于快速开拓和高速发展过程中,总收入规模较闾康等企业仍有一定差距,伴随行业的高速发展,未来可能吸引更多新的进入者参与市场竞争。未来公司如不能紧跟下游半导体产业发展趋势、加大研发投入、提高技术能力与服务水平、加强市场开拓力度、进一步扩大业务规模,将可能无法保持现有的市场竞争力以应对激烈的市场竞争,可能会出现客户流失、技术能力下滑、市场份额下降、产品价格下降导致毛利率下降等不利情形,对持续经营产生不利影响。

客户需求波动的风险

芯片设计环节客户的需求与其研发投入力度、新研发项目启动周期等密切相关，如未来下游行业景气度不佳，导致芯片设计类客户研发投入减少或新研发项目启动滞后，则客户需求可能出现不利变动。晶圆代工类客户的需求主要来自新产线调试验证、质量监控、产线改造及工艺升级等，如未来晶圆代工客户新产线建设投资减少，或产线改造及工艺升级进度放缓，则客户需求可能出现不利变动。设备及材料类客户的需求主要来自新产品的开发验证，未来如工艺迭代后设备国产化进程放慢，则客户需求可能出现不利变动。

客户未来主要通过自建实验室进行检测分析的风险

目前公司服务的主要客户中，芯片设计类客户大部分采用轻资产运营模式，自建实验室规模较小，大部分检测分析通过委外方式开展；重资产投入的晶圆制造厂商、IDM 厂商等类型客户，大部分拥有厂内自建实验室以满足保密程度较高的研发分析需求或较为紧急的分析需求，但由于自建实验室的分析仪器数量及规模有限、分析人员技术局限等原因，部分客户也将主要检测分析需求委托至第三方实验室完成。如果下游客户未来更多地选择厂内自建实验室进行半导体检测分析，则可能使得主要客户对于公司的检测分析需求出现下滑，同时公司还可能因此面临新客户拓展不达预期的风险，公司检测分析业务的开展以及盈利能力都将因此受到不利影响。

半导体第三方检测分析行业发展不及预期的风险

近年来，随着半导体产业链的专业化分工的进一步加强，Labless 理念应运而生，半导体第三方检测分析成为一个专业化细分行业赛道，Labless 模式凭借经济性、专业性、时效性等已逐渐成为市场发展趋势。根据中国半导体行业协会数据，2023 年我国半导体第三方实验室检测分析市场规模已达 80 亿元，2027 年行业市场空间有望达到 180-200 亿元，行业未来成长性良好。但如未来第三方实验室出现严重的保密信息泄露问题、技术迭代无法匹配客户需求、无法持续保持中立客观性等情况，公司主要客户对 Labless 理念的接纳程度以及半导体第三方检测分析行业发展将不及预期，公司检测分析业务的开展将受到不利影响。

核心技术泄密的风险

公司目前已在失效分析（FA）、材料分析（MA）及可靠性测试分析（RA）等领域形成了多项核心技术。报告期内，公司主营业务收入主要来自于利用核心技术提供的各项服务，因此这些核心技术对公司的生产经营至关重要。目前，公司执行了严格的技术保密制度，并与员工签署保密协议，防止核心技术泄密。但是，如果出现核心技术泄密的情形，公司的技术领先地位及市场竞争优势将可能被削弱，进而影响公司的经营业绩。

关键技术人才流失的风险

半导体检测与分析行业属于典型的技术密集型行业，公司要保持持久的竞争力，必须不断加大人才培养和引进力度。目前，与广阔的市场空间相比，专业检测分析技术人员严重匮乏。公司的检测分析解决方案开发、测试技术创新和前瞻性研究主要依托以核心技术人员为骨干的研发团队。公司检测分析技术复杂程度高、研发难度大，掌握这些技术需要多学科的知识积累和多年的技术沉淀，如果研发技术人员大量流失，将对公司经营造成重大不利影响。

经营业绩及毛利率下滑的风险

目前公司业务规模较报告期初已提高较多，因此预计未来业绩增长比例较报告期内可能有所降低。同时，如果未来公司无法持续提升技术实力、服务质量以及客户拓展能力以应对市场竞争，则可能导致公司的订单量或服务价格下降，进而面临业绩增长放缓、毛利率下滑的风险，同时上半年新建实验室短期内也会对公司业绩造成负面影响。此外，公司目前正在推进苏州总部中心项目以及本次募集资金投资项目的建设，预计建成后每年分别新增固定资产折旧金额约 1,600 万元和 3,500 万元。由于市场拓展和新建产能释放需要一定的周期，若公司无法快速扩大收入规模或将成本转嫁给下游，则可能对公司未来业绩、毛利率造成不利影响。

人力成本上升的风险

2021年至1H24公司员工人数分别为325人、505人、548人和567人，公司当期计提的职工薪酬分别为7,074.15万元、11,307.21万元、13,434.74万元和7,000.68万元。随着半导体第三方分析测试行业的快速发展，市场对从业人员需求旺盛，而人才的培养需要花费一定时间，使得近年来行业内从业人员薪酬呈上升趋势。未来若行业内人力成本持续大幅提升，同时公司为保留和吸引优秀人才而提高薪酬待遇，则会增加公司人力成本，对公司盈利能力产生不利影响。

半导体产业政策变化的风险

公司主要从事半导体第三方检测分析服务，以失效分析、材料分析及可靠性测试分析作为主要业务，市场需求受半导体产业政策影响较大。近年来中、美等全球主要经济体均高度重视半导体产业发展，带动了半导体检测与分析业务的快速发展。如果未来半导体产业政策发生重大不利变化，将可能使得公司业务市场需求放缓、市场规模萎缩，导致公司收入增速放缓甚至下降，对公司的经营业绩及未来的发展造成不利影响。

分析仪器依赖进口的风险

半导体检测分析业务具有技术要求高、精度要求高、响应速度要求高的特点，我国分析仪器行业起步较晚，特别是半导体行业的分析仪器市场基本为海外厂商垄断，造成了国内半导体检测分析厂商的分析仪器普遍依赖进口的现状。若未来国际贸易环境发生重大不利变化，导致公司无法进口特定厂商的仪器，同时短期内无替代供应商可提供符合需求的分析仪器，则将对公司生产经营产生不利影响。此外，如因国际贸易政策变化等原因，某些供应商对进口分析仪器的使用进行额外的限制，则将对公司业务开展造成不利影响。

受国际贸易争端影响的风险

目前，国际贸易争端的发展存在一定的不确定性，可能会导致相关国家贸易政策发生变化。公司外销收入主要来源于胜科纳米新加坡的销售收入，如国际贸易政策发生重大不利变化，可能会对公司下游客户的需求、海外布局等产生不利影响。鉴于公司仪器设备主要从境外供应商采购，存在因其生产国国际贸易政策变化从而限制有关设备出口，或因关税变动原因导致采购价格大幅增长，进而对公司的境外采购产生一定的不利影响，从而影响公司的经营业绩。

税收优惠政策变化的风险

根据《中华人民共和国企业所得税法》等相关规定，高新技术企业减按15%的税率征收企业所得税。公司在2016年开始被认定为高新技术企业，至今连续通过复审。根据《国务院关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》（国发〔2020〕8号），公司自获利年度起第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照25%的法定税率减半征收企业所得税。未来如相关政策发生变动或公司不再符合相关支持政策，则将对公司经营业绩产生不利影响。

实控人不当控制的风险

在此次发行前公司实际控制人李晓旻及其一致行动人通过直接和间接方式合计控制公司60.63%的股份，本次发行后李晓旻控制的股权比例将有所下降，但仍保持绝对控股地位。尽管公司通过相关制度安排尽可能避免实际控制人操纵公司的现象发生，但如果实际控制人利用其控制地位，通过行使表决权或其他方式对公司财务管理、人事、发展战略、经营决策等重大事项施加不利影响，其他股东的利益可能受到损害。

汇率变动的风险

公司所使用的高端分析仪器存在进口的情况，并主要采用美元进行结算，同时公司存在美元及欧元借款的情况。若未来公司外币采购规模及外币借款规模持续扩张，而公司不能采取有效的汇率应对措施，则汇率大幅波动可能导致公司产生较大的汇兑损失，进而对当期经营业绩产生不利影响。

实控人负债金额较大的风险

报告期内，公司实际控制人李晓旻因与外部投资人同步增资以进行反稀释等，存在从部分外部投资人及金融机构处取得借款的情况。如极端情况下李晓旻先生无法偿还到期债务，则将可能对公司及实际控制人造成一定不利影响。一方面，如李晓旻产生债务逾期偿还或违约的情形，在协商不成的情况下，债权人可能会要求部分质押、冻结或处置李晓旻所持有的公司股权等资产。另一方面，如李晓旻短期内出现债务违约情形，其可通过多种方式筹集资金尽快清偿相关债务，避免被人民法院列为失信被执行人，不会直接影响李晓旻担任公司董事、高级管理人员的任职资格。

有息负债和财务费用增加的风险

若未来公司持续通过债务融资进行大额资本性支出，无法合理优化资本结构，则公司债务规模及财务费用可能进一步增加，公司面临的偿债压力将上升，且盈利能力将受到负面影响。同时，若公司未来因经营情况波动等导致盈利能力下滑或经营活动现金流减少，将导致公司偿债能力下降，可能对公司经营产生一定的不利影响。

应收账款坏账的风险

2021 年至 1H24 公司应收账款账面价值分别为 4,041.04 万元、7,242.46 万元、7,759.07 万元和 7,687.74 万元，占期末流动资产的比例分别为 10.50%、16.11%、23.70%和 31.06%。随着公司业务规模的不断扩大，未来应收账款的增长将加大公司的营运资金周转压力；同时，如果下游行业或主要客户的经营状况发生重大不利变化，也将加大公司坏账损失的风险，进而对公司资产质量以及财务状况产生不利影响。

主要经营场所租赁的风险

公司及其子公司租赁实验室、办公场所共计 21 处，其中境内租赁场所合计 15 处，其中 14 处租赁场所未办理租赁备案手续。未来不排除出现租赁合同不能继续履行、到期无法续租或租金大幅上涨等情形。如果发生上述情形，则公司可能因需要搬迁而产生额外费用，在短期内亦可能会影响公司正常经营。

募集资金投资项目实施的相关风险

虽然本次募投项目的预期收益考虑了市场环境、发展趋势、成本费用等各种因素，但就投资项目而言，在项目的可行性研究、项目管理和实施等各方面都存在不可预见的风险，若公司募投项目实施后，相关产品价格出现下滑、产能未能充分消化、成本出现上升等不利变化，则存在募集资金投资项目预期效益无法达到的风险。本次发行完成后，随着募集资金的到位，公司的股本总数、净资产规模将在短时间内大幅增长，而募集资金投资项目的实施需要一定时间，在项目全部购建完成后才能逐步达到预期收益水平，因此，公司短期内存在净资产收益率和每股收益被摊薄的风险。

发行失败风险

公司本次拟申请首次公开发行股票并在科创板上市，根据科创板股票发行与承销相关规定，本次发行将通过向证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者和私募基金管理人等专业机构投资者询价的方式确定股票发行价格。如公司的投资价值未能获得足够多投资者的认可，将有可能导致最终发行认购不足或因发行定价过低导致未能达到预计市值上市条件等情况发生，从而导致公司面临发行失败的风险。



实际控制人承担的回购条款附条件恢复的风险

公司历史上部分股东在对公司增资或受让公司股份时，与实际控制人李晓旻签订的相关协议中存在回购条款约定。根据实际控制人与其他股东签署的对赌解除协议，实际控制人李晓旻承担的股份回购义务自 2021 年 12 月 20 日起已终止，但附带恢复条款，若公司首次公开发行股票并上市因任何原因终止，则实际控制人承担的股份回购义务条款将在终止之日起十二个月后自动恢复效力。同时，协议约定回购需以不影响李晓旻实际控制人地位及公司股权稳定性、不谋求公司控制权、不严重影响公司持续经营能力等为前提。因此，截至本招股说明书签署日，公司不作为对赌协议当事人，实际控制人无需承担回购义务，对赌协议不存在可能导致公司控制权变化的约定，亦未与市值挂钩，也不存在严重影响公司持续经营能力或者其他严重影响投资者权益的情形。就实际控制人作为回购义务承担主体的相关对赌条款，若未来相关条款效力恢复，且股东十二个月后要求实际控制人进行回购，则将可能对公司股权结构稳定性产生一定的不利影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	449.66	327.39	363.84	471.79	552.30
现金	269.66	169.78	179.00	232.95	275.93
应收账款	72.42	77.59	88.56	134.78	156.27
其他应收账款	3.45	1.57	3.72	2.97	5.19
预付账款	0.31	1.22	0.40	1.65	0.85
存货	21.11	20.33	31.79	34.77	47.35
其他流动资产	82.70	56.89	60.37	64.67	66.72
非流动资产	572.39	879.84	852.17	909.88	933.13
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	353.30	392.04	447.24	526.21	565.73
无形资产	8.73	8.36	9.12	10.04	11.11
其他非流动资产	210.36	479.44	395.81	373.63	356.28
资产总计	1,022	1,207	1,216	1,382	1,485
流动负债	198.52	251.31	431.63	213.17	229.01
短期借款	81.89	70.05	118.41	70.05	80.23
应付账款	30.25	65.01	69.26	103.40	104.48
其他流动负债	86.39	116.25	243.96	39.71	44.31
非流动负债	368.65	434.24	219.20	229.22	223.39
长期借款	299.33	362.40	147.37	157.39	151.55
其他非流动负债	69.33	71.83	71.83	71.83	71.83
负债合计	567.18	685.55	650.83	442.39	452.40
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	362.98	362.98	362.98	403.31	403.31
资本公积	32.61	35.95	35.95	292.54	292.54
留存公积	56.88	117.42	167.50	234.22	317.55
归属母公司股东权益	454.87	521.68	565.19	939.28	1,033
负债和股东权益	1,022	1,207	1,216	1,382	1,485

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	148.24	238.64	159.56	216.30	256.78
净利润	65.59	98.54	81.51	108.61	135.63
折旧摊销	62.80	85.91	97.16	126.62	158.66
财务费用	15.20	14.23	8.31	5.30	3.73
投资损失	(6.06)	(4.86)	(4.80)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(4.84)	35.17	(22.46)	(18.88)	(35.81)
其他经营现金	15.55	9.65	(0.16)	(0.35)	(0.43)
投资活动现金	(304.07)	(310.15)	(64.69)	(179.18)	(176.72)
资本支出	(290.26)	(334.87)	(69.49)	(184.33)	(181.91)
长期投资	(20.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(574.34)	(645.02)	(134.18)	(363.51)	(358.63)
筹资活动现金	146.28	(31.23)	(134.01)	65.19	(47.27)
短期借款	(2.41)	(11.84)	48.36	(48.36)	10.18
长期借款	178.38	63.08	(215.04)	10.02	(5.84)
普通股增加	3.39	0.00	0.00	40.33	0.00
资本公积增加	29.95	3.34	0.00	256.58	0.00
其他筹资现金	(63.02)	(85.81)	32.67	(193.38)	(51.61)
现金净增加额	(7.62)	(102.74)	(39.14)	102.31	32.80

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	287.21	393.98	415.38	524.86	640.31
营业成本	132.58	180.12	221.53	276.25	332.60
营业税金及附加	0.36	0.50	0.52	0.66	0.80
营业费用	14.82	16.20	12.46	14.70	16.65
管理费用	38.04	46.43	49.85	61.93	74.28
财务费用	15.20	14.23	8.31	5.30	3.73
资产减值损失	(0.02)	(0.01)	(0.01)	(0.01)	(0.02)
公允价值变动收益	1.73	(1.73)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.06	4.86	4.80	5.00	5.00
营业利润	63.55	111.36	93.42	124.45	157.38
营业外收入	0.31	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.10	0.91	0.27	0.32	0.40
利润总额	63.76	110.46	93.15	124.13	156.98
所得税	(1.83)	11.92	11.64	15.52	21.35
净利润	65.59	98.54	81.51	108.61	135.63
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	65.59	98.54	81.51	108.61	135.63
EBITDA	134.43	209.83	199.45	254.99	318.09
EPS (人民币, 基本)	0.18	0.27	0.22	0.30	0.37

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	71.39	37.18	5.43	26.36	22.00
营业利润	137.67	75.25	(16.11)	33.21	26.46
归属母公司净利润	138.46	50.24	(17.28)	33.25	24.88
获利能力 (%)					
毛利率	53.84	54.28	46.67	47.37	48.06
净利率	22.84	25.01	19.62	20.69	21.18
ROE	14.42	18.89	14.42	11.56	13.13
ROIC	12.01	13.09	10.66	12.26	14.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.49	56.79	53.52	32.02	30.46
净负债比率 (%)	46.59	70.89	56.84	2.55	(1.01)
流动比率	2.27	1.30	0.84	2.21	2.41
速动比率	2.02	1.12	0.71	1.93	2.09
营运能力					
总资产周转率	0.33	0.35	0.34	0.40	0.45
应收账款周转率	5.09	5.25	5.00	4.70	4.40
应付账款周转率	5.52	3.78	3.30	3.20	3.20
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.27	0.22	0.30	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.66	0.44	0.60	0.71
每股净资产(最新摊薄)	1.25	1.44	1.56	2.59	2.85
估值比率					
PE (倍)	NA	NA	NA	NA	NA
PB (倍)	NA	NA	NA	NA	NA
EV EBITDA (倍)	NA	NA	NA	NA	NA

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、丁宁，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、丁宁本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司