

2025 年 04 月 17 日

华峰测控 (688200. SH)

投资评级：买入（首次）

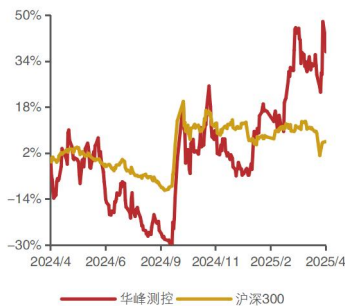
——测试设备龙头，模拟测试机持续放量，数字测试机打造第二增长曲线

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 15 日

收盘价 (元)	148.48
一年内最高/最低 (元)	164.49/75.50
总市值 (百万元)	20,110.05
流通市值 (百万元)	20,110.05
总股本 (百万股)	135.44
资产负债率 (%)	6.24
每股净资产 (元/股)	24.83

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **耕耘测试设备三十载，成就国内半导体测试设备行业龙头。**公司目前已成为国内领先和全球知名的半导体测试设备本土供应商，公司始终聚焦于模拟和混合信号测试设备领域，在模拟及数模混合测试设备领域多次打破国外厂商垄断。公司坚持拓展国内外优质客户，对国内的设计公司和 IDM 企业保持全面覆盖，同时成功进入国际封测市场供应商体系。
- **2024 年营收、利润显著增长，核心产品 8300 表现亮眼。**24 年受益于半导体行业复苏，AI、新能源汽车、消费电子和物联网等市场需求扩张以及公司经营效率提升，公司业务发展势头强劲，全年营收达 9.05 亿元，同比增长 31.05%，公司实现归母净利润 3.34 亿元，同比增长 32.69%，业绩实现回升。24 年公司测试系统销售量达 1029 套，STS8300 获得广大客户认可，出货量同比大幅增长，产品具备高性能和高可靠性。
- **半导体测试设备前景广阔，公司在模拟测试设备完成突破，积极布局 SoC 设备，打造业务第二增长曲线。**根据 SEMI 数据，2024 年全球半导体设备销售额再创新高，达 1171 亿美元，其中测试设备销售额受益于人工智能和高带宽存储器需求增长，预计达 75.24 亿美元。根据沙利文数据和公司营收推算，24 年公司模拟测试机市占率预计达 36%。公司自主研发的测试设备已在全球范围内装机超过 7500 台，公司预计在大规模 SoC 测试系统研发项目投入 2.24 亿元，未来随着 STS8600 测试系统的客户端的验证完成及投入使用，公司业绩与利润有望长期稳健增长。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 4.30/5.64/7.21 亿元，同比增速分别为 28.76%/31.14%/27.87%，当前股价对应的 PE 分别为 46.77/35.67/27.89 倍。我们选取中科飞测/精测电子/长川科技/精智达为可比公司，鉴于公司模拟及数模混合测试设备的技术先进性及高业绩成长性，数字测试机或将放量打造的第二成长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**客户资本支出不及预期、竞争加剧、新品验证及落地不及预期。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	691	905	1,167	1,483	1,855
同比增长率 (%)	-35.47%	31.05%	28.96%	27.04%	25.04%
归母净利润 (百万元)	252	334	430	564	721
同比增长率 (%)	-52.18%	32.69%	28.76%	31.14%	27.87%
每股收益 (元/股)	1.86	2.47	3.17	4.16	5.32
ROE (%)	7.55%	9.35%	11.00%	12.95%	14.64%
市盈率 (P/E)	79.91	60.23	46.77	35.67	27.89

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 4.30/5.64/7.21 亿元，同比增速分别为 28.76%/31.14%/27.87%，当前股价对应的 PE 分别为 46.77/35.67/27.89 倍。我们选取中科飞测/精测电子/长川科技/精智达为可比公司，鉴于公司模拟及数模混合测试设备的技术先进性及高业绩成长性，数字测试机或将放量打造的第二成长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

测试系统业务：受益于模拟测试设备市场持续复苏，8300 及 8600 机台有望持续放量，我们假设测试系统业务 2025–2027 年收入同比增长 30.0%/28.0%/26.0%；

配件业务：受益于公司测试系统业务增长，尤其是高端数模混合测试设备 SoC 测试机放量推动配件业务的稳健增长，我们假设配件业务 2025–2027 年收入同比增长 20.0%/18.0%/15.0%。

投资逻辑要点

华峰测控目前已成为国内领先和全球知名的半导体测试设备本土供应商，公司凭借其产品高性能、易操作和服务优势等特点，实现模拟以及数模混合测试领域的国产替代，公司产品覆盖国内外优质客户供应端。2024 年公司营收和利润同步显著增长，核心产品 STS8300 表现优异，实现较大幅度出货量提升。

2024 年全球半导体设备销售额再创新高，测试设备增速显著，公司目前模拟测试机市占率较高，积极布局 SoC 测试设备。公司 STS8600 测试系统已进入客户验证阶段，未来公司 SoC 设备完成验证投入市场有望打造业务第二增长曲线，带动业绩和利润稳健增长。

核心风险提示

客户资本支出不及预期、竞争加剧、新品验证及落地不及预期。

内容目录

1. 公司介绍：国内半导体测试设备领军者	5
1.1. 专精半导体测试设备三十年，成就国内模拟测试机龙头	5
1.2. 布局模拟、数据混合测试设备，拓展 SoC 测试领域设备	5
1.3. 24 年业绩稳健增长，营收规模迎来复苏	6
2. 行业实现周期复苏，测试设备国产替代空间广阔	8
2.1. 下游市场回暖，助推测试设备需求扩张	8
2.2. 模拟测试机市占率高，布局 SoC 领域打造第二增长曲线	11
3. 盈利预测与评级	13
3.1. 盈利预测拆分表	13
3.2. 相对估值	13
4. 风险提示	14

图表目录

图表 1: 公司股权结构图 (截至 2024 年年报)	5
图表 2: 公司主要产品布局	6
图表 3: 公司 2020-2024 年营业收入及同比增速	7
图表 4: 公司 2020-2024 年归母净利润及同比增速	7
图表 5: 公司 2022-2024 年主营业务拆分及同比增速	7
图表 6: 公司 2020-2024 年销售/管理/财务费率情况	8
图表 7: 公司 2020-2024 年研发费用及费率	8
图表 8: 公司 2020-2024 年毛利率及净利率情况	8
图表 9: 2022-2024 年全球半导体测试设备销售额	9
图表 10: 2019-2027 年全球测试设备市场规模 (亿美元)	9
图表 11: 2019-2027 年中国测试设备市场规模 (亿元)	9
图表 12: 2022 年中国半导体测试机市场份额	10
图表 13: 2019-2027 年全球各类测试机市场规模 (亿美元)	11
图表 14: 2019-2027 年中国各类测试机市场规模 (亿元)	11
图表 15: 2022 年中国 SoC 测试机市场份额	12
图表 16: 华峰测控收入预测 (亿元)	13
图表 17: 可比公司估值表	13

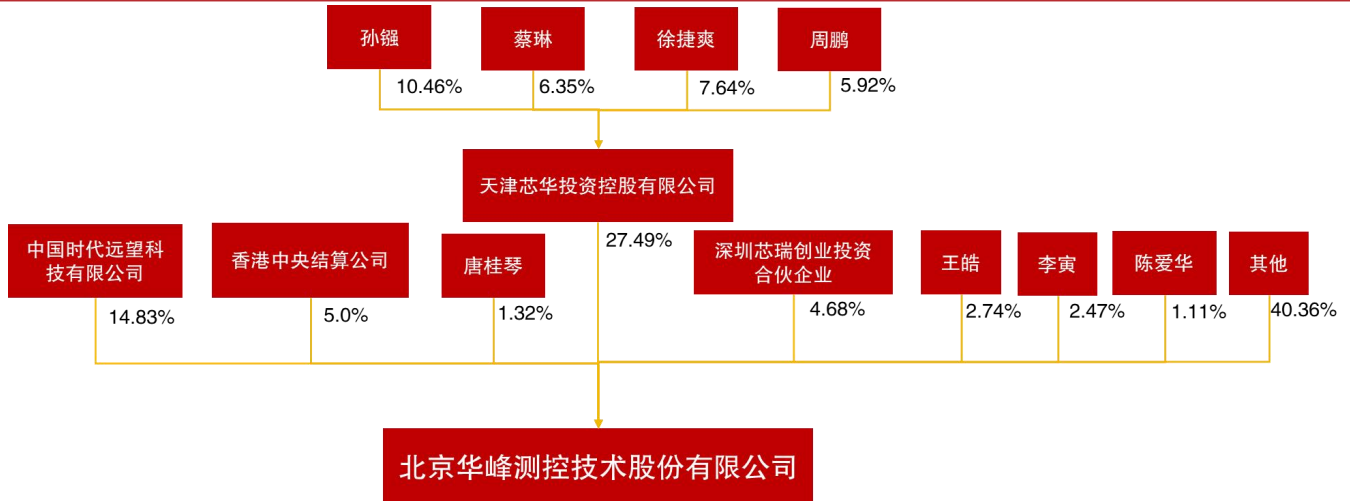
1. 公司介绍：国内半导体测试设备领军者

1.1. 专精半导体测试设备三十年，成就国内模拟测试机龙头

北京华峰测控技术股份有限公司成立于 1993 年，是国内最早进入半导体测试设备行业的企业之一。公司深耕于半导体测试三十多年，目前已成为国内领先和全球知名的半导体测试设备本土供应商。公司聚焦于半导体自动化测试系统的研发、生产和制造，凭借其高性能、易操作和服务优势等特点，目前已在模拟以及数模混合测试领域打破了国外厂商的垄断地位，成功进入国际封测市场供应商体系。

控股结构清晰，团队行业经验丰富。根据公司 2024 年年报，公司前二大股東分别为天津芯华投资控股有限公司/中国时代远望科技有限公司，持股占比分别为 27.49%/14.83%。天津芯华投资控股有限公司为公司控股股东，公司管理层孙强、蔡琳、徐捷爽等人同时控制天津芯华投资控股有限公司，管理层团队深耕半导体测试领域多年，具备丰富行业经验。

图表 1：公司股权结构图（截至 2024 年年报）



资料来源：iFind，华源证券研究所

1.2. 布局模拟、数据混合测试设备，拓展 SoC 测试领域设备

公司重点开拓模拟、数模混合、功率模块和 SoC 测试设备，不断完善产品矩阵。公司自成立以来始终坚持高强度的技术创新和研发投入，形成主要用于模拟、数模混合、分立器件和功率模块等集成电路测试的全面产品布局，实现在模拟和混合信号类半导体自动化测试系统的进口替代，加速布局在氮化镓、碳化硅以及 IGBT 等功率分立器件和功率模块类半导体测试领域的覆盖范围。截至 2024 年，公司已经具备应用于模拟和功率集成电路测试的主力机型 STS8200 系列，应用于混合信号和电源管理类测试领域的 STS8300 系列并积极开发应用于 SoC 芯片测试的 STS8600 机型，公司产品生态体系不断壮大。

公司主力 STS8200 系列产品是国内率先实现规模量产的浮动源测试系统，可针对各类模拟、电源管理、信号链产品测试。STS8200 可增加测试头，扩展为混合信号测试系统，具备高压或大功率选项、交流源表及任意波形发生器及数字化仪，产品支持音频测试。该产品

还具备多通道的高精度时间测量单元和最多 32 路的数字通道，并支持多种数字通讯协议、并行测试模式、乒乓模式及 TWIN 模式和分站并发测试模式。产品具有高精度、高灵活性的显著技术特征，可有效提高测试准确性和降低客户测试成本。

STS8300 测试系统主要用于更高引脚数、更高性能、更多工位的电源管理类和混合信号集成电路测试。该产品具有“**All in one**”的特点，即所有模拟和数字资源都装于测试头中。STS8300 兼具高模拟 VI 源/表通道能力和高数字通道能力，可支持最多 500 多个 VI 通道和 128/256 路数字通道，产品还可提供 HardDocking 的测试方案 and 与 STS8200 的 Load Board 兼容方案。目前 STS8300 已经获得广大客户认可，机台开始批量装机。

公司推出新一代 SoC 测试机 STS8600 测试系统，持续拓展测试范围。该机型使用全新的软件架构和分布式多工位并行控制系统，拥有更多的测试通道数以及更高的测试频率，主要应用于大规模 SoC 芯片（高速数字电路、高性能混合电路、微波/射频电路、通讯接口电路、CPU 芯片等）的测试。公司未来将加速进行 STS8600 板卡开发工作，推动新一代测试机产品进入客户端验证上市，STS8600 测试系统有望进一步完善公司产品矩阵，拓宽公司的新测试领域。

图表 2：公司主要产品布局

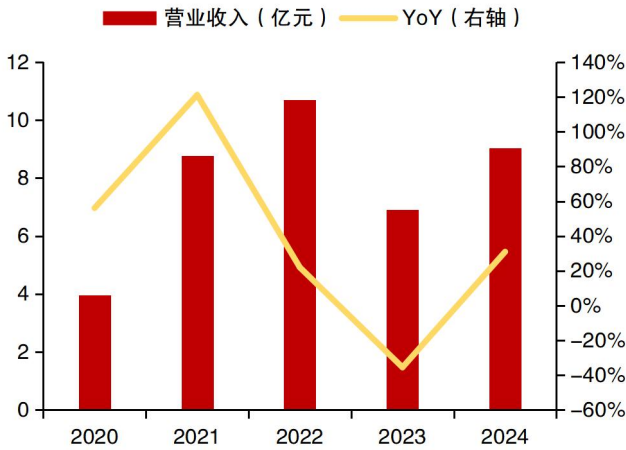


资料来源：公司年报，华源证券研究所

1.3.24 年业绩稳健增长，营收规模迎来复苏

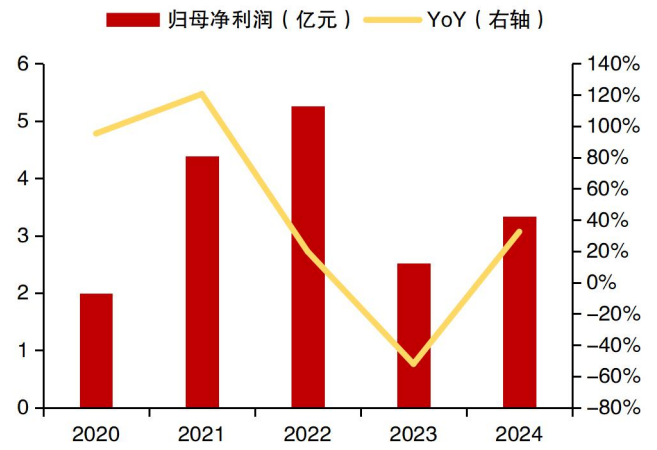
受益客户测试需求回暖，24 年公司业绩和归母净利润重回增长。24 年公司业务发展势头强劲，全年营收达 9.05 亿元，同比增长 31.05%，业绩实现企稳回升。24 年全年公司实现归母净利润 3.34 亿元，较 23 年的 2.52 亿元增长约 32.69%，公司盈利能力进一步提升。业务规模增长主要受益于半导体行业经过 2023 年的调整，在 2024 年实现复苏，叠加 AI、新能源汽车、消费电子和物联网等市场需求持续增长，同时公司不断提升自身经营效率和建设客户生态圈，公司订单和产品出货量大幅增长，推动公司营收和归母净利润同步上行。

图表 3：公司 2020-2024 年营业收入及同比增速



资料来源：iFind，华源证券研究所

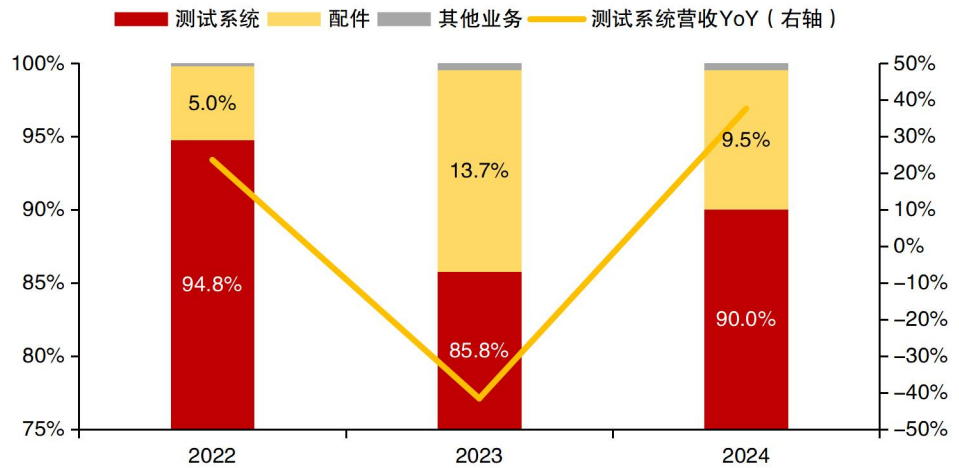
图表 4：公司 2020-2024 年归母净利润及同比增速



资料来源：iFind，华源证券研究所

测试系统业务规模放量增长，业务结构持续优化。24 年公司测试系统实现营收 8.15 亿元，同比增长 37.52%，该业务结构化占比上升至 90.02%，主要受益于市场需求复苏产品的需求量较 23 年实现扩张。根据公司 24 年年报信息，全年公司测试系统销售量为 1029 套，由此可推算测试系统销售 ASP 约为 79 万元，同时根据 23 年年报推算 23 年公司测试系统销售 ASP 则约为 72 万元。根据销售单价对比，或为公司 24 年高价值产品（STS8300）销售量提升，公司核心业务表现优秀，发展潜力较大。

图表 5：公司 2022-2024 年主营业务拆分及同比增速

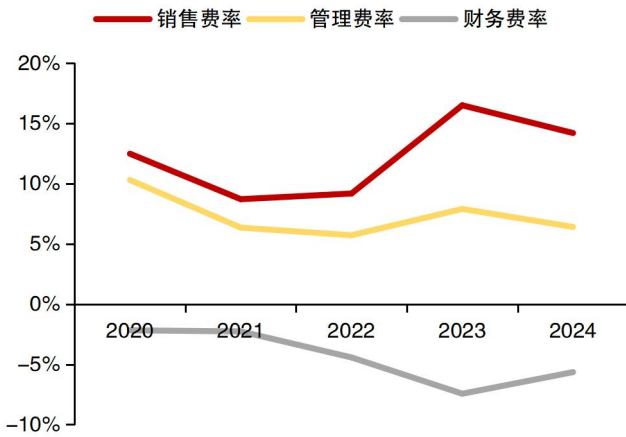


资料来源：iFind，华源证券研究所

公司销售/管理费率把控良好，研发投入持续增加。公司 2024 年由于持续推动市场宣传和海外销售网络的建设，销售费用同比增长 22.24%，但受益于收入的高速稳健增长，销售费率有所下滑，降至 14.19%，较 23 年同期的 16.49%降低 2.3 pct。公司 24 年管理费率为 6.4%，较 23 年的 7.89%降低 1.49 pct，整体上看公司销售和管理费率把控稳健。公司积极拓展研发团队规模、推动新品研发，研发投入持续加大，24 年公司研发费用为 1.72 亿元，同比增长 30.6%，研发费率为 19.04%。从在研项目来看，公司目前主导的研发项目包括模拟和混合测

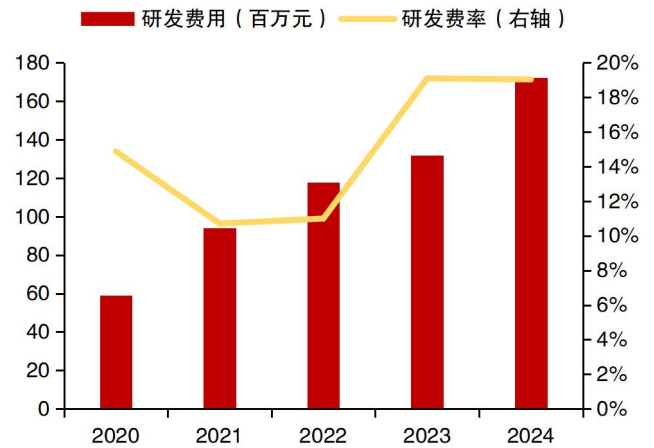
试系统、混合和 PMIC 测试系统、大规模 SoC 测试系统等，我们认为公司研发资金的持续投入是保持公司市场竞争力、保证客户认可度的重要手段，随着多个研发项目的持续落地，新产品量产也有望提速。

图表 6：公司 2020-2024 年销售/管理/财务费率情况



资料来源：iFind, 华源证券研究所

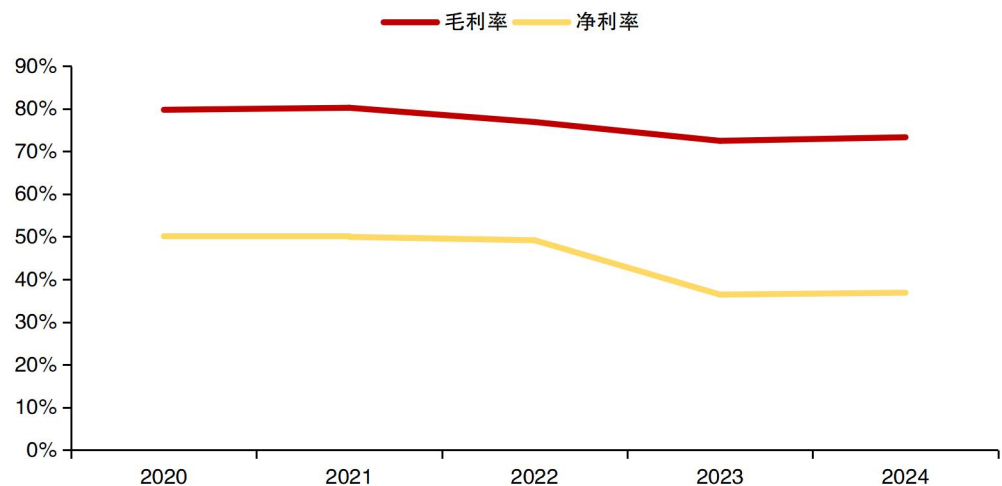
图表 7：公司 2020-2024 年研发费用及费率



资料来源：iFind, 华源证券研究所

公司毛利率与净利率浮动稳定。2020-2024 年期间公司毛利率为 79.75%/80.22%/76.88%/72.47%/73.31%，根据 2023 年年报，公司 23 年受半导体市场需求疲软影响，测试系统的营收和利润出现下滑，公司产品销售规模下降与销售结构的转变，影响毛利率相较于 2022 年降低 4.41pct。24 年半导体行业复苏，公司订单量出现回升，公司毛利率回暖。总体上毛利率维持于 70% 以上，整体维持稳定。

图表 8：公司 2020-2024 年毛利率及净利率情况



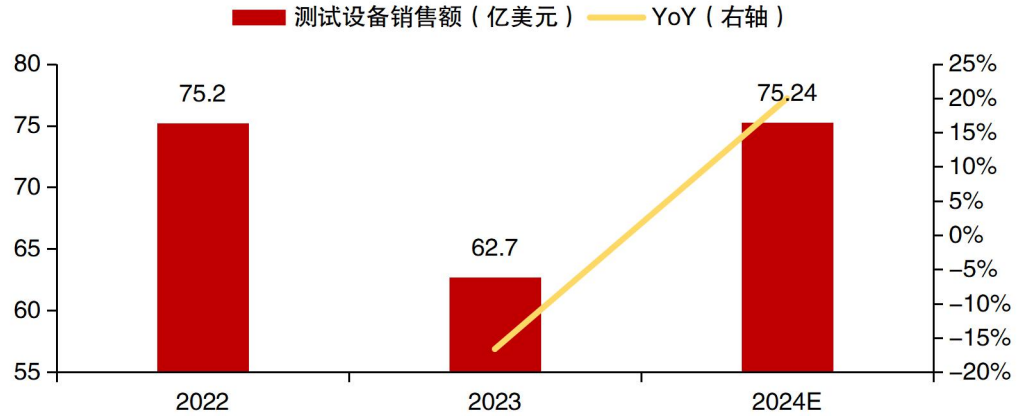
资料来源：iFind, 华源证券研究所

2. 行业实现周期复苏，测试设备国产替代空间广阔

2.1. 下游市场回暖，助推测试设备需求扩张

汽车、工业和消费电子终端市场需求回暖，半导体设备市场迎来增长。根据 SEMI 数据，2024 年全球半导体制造设备销售额再创新高，达 1171 亿美元，同比增长 10%。伴随 AI 和数据中心蓬勃发展，大模型训练和边缘计算带动高算力芯片需求扩张，进而推动测试设备需求增长。根据 SEMI 24 年 7 月公告数据，2024 年全球半导体测试设备销售额预计达 67.3 亿美元，同比增长 7.3%。根据 SEMI 2025 年最新数据显示，SEMI 上修 2024 年全球半导体测试设备销售额，全年预计实现同比增长 20%，达 75.24 亿美元。

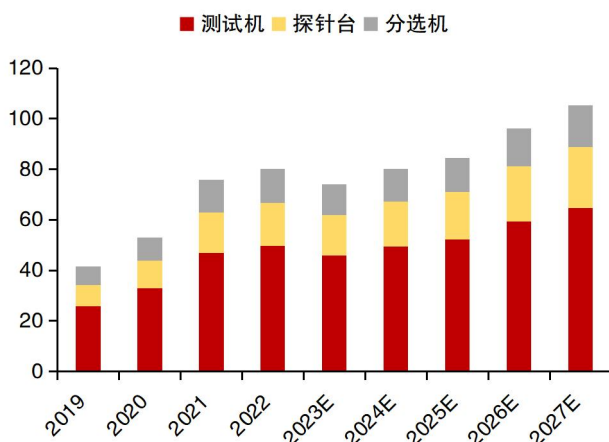
图表 9：2022-2024 年全球半导体测试设备销售额



资料来源：SEMI，华源证券研究所

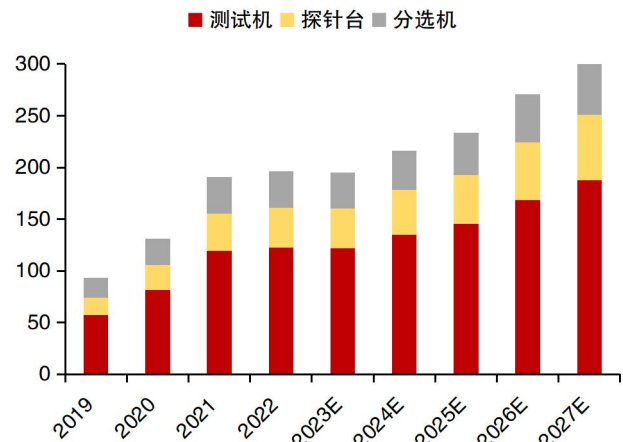
半导体测试机是测试设备市场收入的主力贡献。根据沙利文数据显示，2022 年全球半导体测试机市场规模为 49.7 亿美元，在全球测试设备市场规模占比达 62%。测试机市场在 2023 年经过周期性调整后，有望持续增长至 2027 年的 64.7 亿美元，CAGR 达 9%。受益于下游市场持续稳定的增长发力，中国半导体测试机市场或将在 2023-2027 年以 11.4% 的复合增长率下稳定发展，在 2027 年达 187.4 亿元的市场规模。我们认为，受益于测试机市场规模的持续增长，国产化测试设备厂有望迎来战略发展期。

图表 10：2019-2027 年全球测试设备市场规模 (亿美元)



资料来源：沙利文公司，华源证券研究所

图表 11：2019-2027 年中国测试设备市场规模 (亿元)

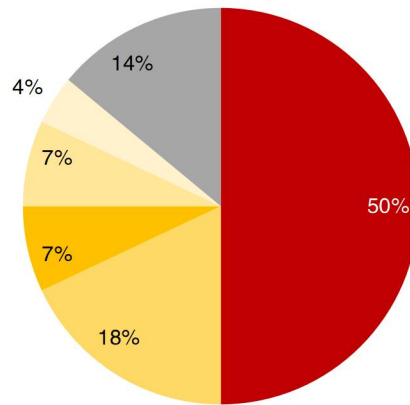


资料来源：沙利文公司，华源证券研究所

海外企业占据中国主要市场，国产替代空间较大。半导体测试设备市场长期被爱德万和泰瑞达等巨头垄断，据沙利文公司数据，海外企业如爱德万、泰瑞达公司在中国市场占据约68%的总市场份额，其中爱德万占据约50%的市场份额，本土企业如华峰测控、长川科技占据约14%的市场份额。

图表 12：2022 年中国半导体测试机市场份额

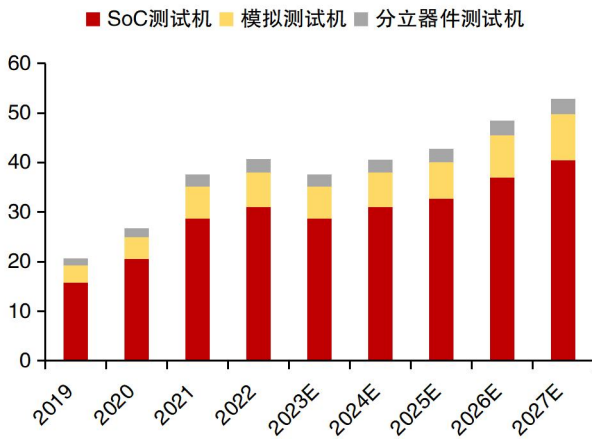
■ 爱德万 ■ 泰瑞达 ■ 华峰测控 ■ 长川科技 ■ 致茂电子 ■ 其他



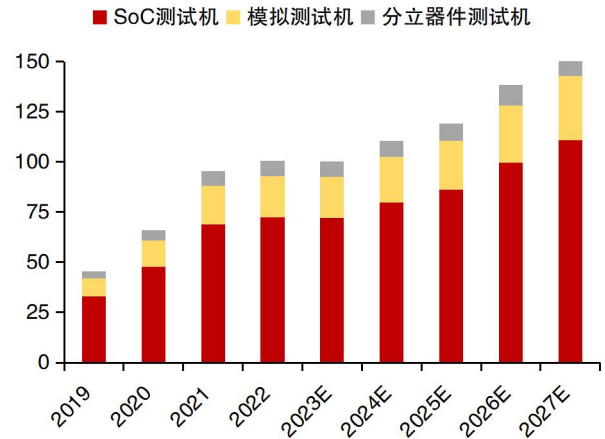
资料来源：沙利文公司，华源证券研究所

模拟测试机本土企业自给率高，华峰测控是国内领先的模拟测试机企业。根据沙利文数据，国内模拟测试机市场规模自2016年的3.9亿元上升至2022年的20.3亿元，CAGR为31.4%。未来模拟测试机市场受益于模拟芯片需求增长，预计在2027年增至32亿元。受益于国内测试设备厂商深耕模拟测试机的自主研发，2022年国内市场模拟测试机的国产化率已达81%，并有望于2027年实现89%的国产替代率，国产替代空间或将达28.5亿元。

SoC测试机技术壁垒较高，市场成长空间广阔。2022年全球SoC测试机市场规模为31亿美元，占测试机市场规模的62%，预估到2027年SoC测试机预计实现40.4亿美元的规模收入。2022年国内半导体测试机市场规模约122.6亿元，其中SoC测试机收入占比达59.1%，模拟测试机占比为16.5%。2022年中国大陆数字测试机市场中日美设备厂商仍然占据较大份额，其国产化率仅为4%，远低于模拟测试机，国产化空间广阔。

图表 13：2019-2027 年全球各类测试机市场规模（亿美元）


资料来源：沙利文公司，华源证券研究所

图表 14：2019-2027 年中国各类测试机市场规模（亿元）


资料来源：沙利文公司，华源证券研究所

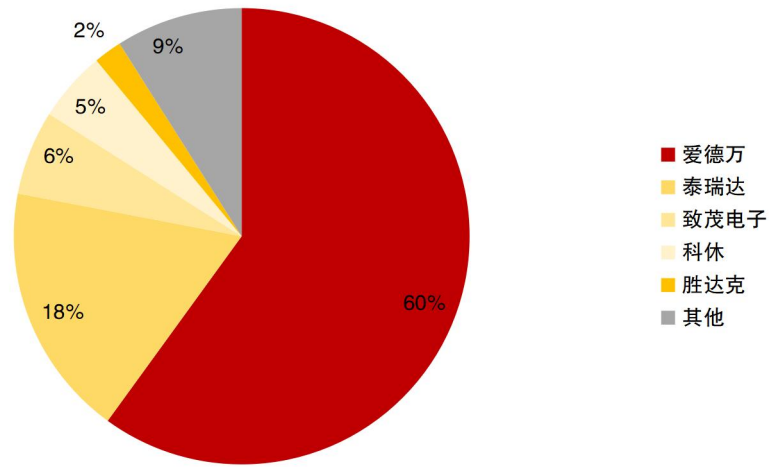
2.2. 模拟测试机市占率高，布局 SoC 领域打造第二增长曲线

受益模拟芯片复苏，模拟测试机需求旺盛。2024 年模拟芯片市场需求实现阶段式复苏，国家补贴政策刺激带动消费电子市场提振，消费电子市场明显回暖。智能汽车需求或将成为主要增长动能，根据头豹研究院数据，模拟芯片在车用芯片中占比达 26%。汽车的电动化和智能驾驶辅助系统（ADAS）的落地带动传感器、功率半导体、电机等零部件的装载量增长，2027 年单车模拟芯片价值量有望达 300 美元，汽车电子成长潜力大。根据中汽协数据，2024 年中国新能源汽车销量达 1286.6 万辆，同比增长 35.5%，智能汽车市场的蓬勃发展有望推动模拟芯片下游需求持续增长，从而推动模拟测试机设备需求提升。

公司产品具有较高的性能和可靠性，设备市占率高。公司突破模拟和数模混合领域国内外市场，市占率在模拟测试领域位居国内前列。根据沙利文数据和公司营收推算，2024 年公司模拟测试机市占率预计达 36%。公司自主研发生产的测试设备已在全球范围内装机超过 7500 台。2022 年开始，公司拓展 STS8300 数模混合测试设备，该款设备具有更高性能、可适配更复杂测试环境等特点，2024 年公司 8300 机台销售持续放量，或成为推动公司模拟测试设备市占率提升、业绩稳健增长的核心动因。

SoC 测试机或将放量，打造第二增长曲线。根据沙利文数据显示，2022 年 SoC 测试机大部分市场份额仍被海外企业占据，市场集中度高高于整体测试机市场分布。2022 年爱德万在中国 SoC 测试机市场占据约 60% 的市场份额，泰瑞达占据约 18% 的市场份额，日美厂商基本实现对大陆数字测试机的垄断，而本土企业如胜达克仅占据 2% 的市场份额，市占率较低。公司针对 SoC 芯片测试推出新一代测试设备 STS8600，当前正在进行客户端验证导入。根据公司 2024 年报显示，公司已在大规模 SoC 测试系统研发项目累计投入 1.13 亿元，预计总投资规模将达 2.24 亿元。我们认为，未来随着 STS8600 测试系统的客户端的验证完成及投入使用，在需求增长与国产化诉求的大背景下，有望成为公司第二业绩增长曲线，促进公司业绩与利润长期稳健持续增长。

图表 15: 2022 年中国 SoC 测试机市场份额



资料来源: 沙利文公司, 华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 盈利预测拆分表

1) 测试系统业务：受益于模拟测试设备市场持续复苏，8300 及 8600 机台有望持续放量，我们假设测试系统业务 2025–2027 年收入同比增长 30.0%/28.0%/26.0%；

2) 配件业务：受益于公司测试系统业务增长，尤其是高端数模混合测试设备 SoC 测试机放量推动配件业务的稳健增长，我们假设配件业务 2025–2027 年收入同比增长 20.0%/18.0%/15.0%。

图表 16：华峰测控收入预测（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6.91	9.05	11.67	14.83	18.55
yoy		31.0%	29.0%	27.0%	25.0%
测试系统	5.93	8.15	10.59	13.56	17.09
yoy		37.5%	30.0%	28.0%	26.0%
配件	0.95	0.86	1.03	1.22	1.40
yoy		-9.2%	20.0%	18.0%	15.0%
其他业务	0.03	0.04	0.05	0.05	0.06
yoy		25.3%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：ifind，华源证券研究所

3.2. 相对估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 4.30/5.64/7.21 亿元，同比增速分别为 28.76%/31.14%/27.87%，当前股价对应的 PE 分别为 46.77/35.67/27.89 倍。我们选取中科飞测/精测电子/长川科技/精智达为可比公司，鉴于公司模拟及数模混合测试设备的技术先进性及高业绩成长性，数字测试机或将放量打造的第二成长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 17：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）		EPS（元/股）			PE	
		2025/4/15	24A/E	25E	26E	24A/E	25E	26E
688361	中科飞测	82.03	-	0.8	1.5	-	106.6	54.0
300567	精测电子	63.96	0.8	1.2	1.7	80.9	51.4	37.8
300604	长川科技	40.85	0.8	1.3	1.7	49.2	32.2	24.0
688627	精智达	68.04	0.9	2.2	2.9	77.3	30.6	23.4
	平均值					-	55.2	34.8
688200	华峰测控	148.48	2.5	3.2	4.2	60.2	46.8	35.7

资料来源：ifind，华源证券研究所。可比公司的盈利预测来自 ifind 一致预期，华峰测控的盈利预测来自华源证券研究所

4. 风险提示

客户资本支出不及预期：测试设备行业与下游封测及设计厂资本支出关联性强，客户资本支出波动会影响测试行业市场，从而影响公司订单；

竞争加剧：新的测试设备厂商的加入会影响行业竞争态势，可能会对公司订单及毛利率产生影响；

新品验证及落地不及预期：数字测试机目前处于客户验证状态，如若验证不及预期，可能会影响订单获取，从而影响公司收入及利润释放。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,090	2,367	2,620	2,965
应收票据及账款	518	564	716	896
预付账款	3	2	3	4
其他应收款	4	3	4	5
存货	177	230	293	366
其他流动资产	142	140	156	175
流动资产总计	2,934	3,306	3,792	4,411
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	435	429	440	449
在建工程	0	0	1	2
无形资产	27	29	36	44
长期待摊费用	2	0	0	0
其他非流动资产	409	414	414	417
非流动资产合计	874	872	891	912
资产总计	3,808	4,178	4,683	5,323
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	54	61	77	97
其他流动负债	140	167	212	264
流动负债合计	194	228	289	361
长期借款	11	8	6	4
其他非流动负债	33	33	33	33
非流动负债合计	44	42	40	38
负债合计	238	269	329	399
股本	135	135	135	135
资本公积	1,815	1,815	1,816	1,818
留存收益	1,620	1,958	2,403	2,971
归属母公司权益	3,570	3,909	4,354	4,924
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,570	3,909	4,354	4,924
负债和股东权益合计	3,808	4,178	4,683	5,323

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	334	399	532	689
折旧与摊销	30	32	33	37
财务费用	-51	-7	-8	-10
投资损失	0	-2	-2	-2
营运资金变动	-172	-61	-171	-202
其他经营现金流	48	33	33	33
经营性现金净流量	188	394	417	546
投资性现金净流量	77	-31	-51	-56
筹资性现金净流量	-122	-86	-113	-145
现金流量净额	145	277	253	345

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	905	1,167	1,483	1,855
营业成本	242	309	392	490
税金及附加	12	15	19	24
销售费用	128	146	178	213
管理费用	58	70	83	96
研发费用	172	198	237	287
财务费用	-51	-7	-8	-10
资产减值损失	-1	-1	-1	-2
信用减值损失	-9	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	2
公允价值变动损益	-12	0	1	2
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	38	30	30	30
营业利润	361	468	614	785
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	361	469	615	786
所得税	27	39	51	65
净利润	334	430	564	721
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	334	430	564	721
EPS(元)	2.47	3.17	4.16	5.32

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	31.05%	28.96%	27.04%	25.04%
营业利润增长率	35.97%	29.63%	31.23%	27.92%
归母净利润增长率	32.69%	28.76%	31.14%	27.87%
经营现金流增长率	-41.49%	109.37%	5.92%	30.88%
盈利能力				
毛利率	73.31%	73.57%	73.57%	73.56%
净利率	36.88%	36.83%	38.02%	38.88%
ROE	9.35%	11.00%	12.95%	14.64%
ROA	8.77%	10.29%	12.04%	13.54%
估值倍数				
P/E	60.23	46.77	35.67	27.89
P/S	22.21	17.22	13.56	10.84
P/B	5.63	5.14	4.62	4.08
股息率	0.15%	0.45%	0.59%	0.76%
EV/EBITDA	35	35	27	21

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。