

电子|公司深度研究

证券研究报告

2025/04/22

华峰测控(688200)公司深度研究——

本土半导体测试设备龙头，8600有望突破新增量

证券分析师： 张世杰(分析师)

分析师登记编号： S1190523020001

证券分析师： 罗平(分析师)

分析师登记编号： S1190524030001

报告摘要

- **深耕行业三十余载，铸就半导体测试设备龙头。**公司作为国内最早进入半导体测试设备行业的企业之一，已在行业深耕近三十年，是国内领先、全球知名的半导体测试系统供应商。公司近年来营收规模整体向上，销售毛利率始终维持在70%以上。公司核心产品STS8300经过多年客户磨合与验证，进入持续放量阶段，出货量同比大幅增长，客户生态圈建设初见成效，公司营收规模及盈利能力明显提升。
 - **传统泛模拟测试机主力产品进入放量周期，AI驱动下游景气度提升。**随AI、新能源汽车、消费电子和物联网等领域的持续增长，2024年半导体行业迎来全面复苏。据SIA统计，2024年全球半导体销售额达6210亿美元，创历史新高，半导体设备行业需求也将随芯片需求增长而增长。受AI驱动高性能计算用半导体器件的复杂性不断增加，以及终端市场需求的复苏，后端半导体设备细分市场的有望在2025年实现加速。我国半导体设计公司的持续高速增长，带动测试需求持续提升，增速有望显著高于全球市场增速。1. 公司的STS8200测试系统经过多年的技术积累和迭代，获得了诸多海内外的优质客户，将在未来的较长时间内在功率测试领域占据重要地位。2. 公司同时瞄准分立器件以及功率类芯片，推出STS8300主力机型，随生态圈建设的不断完善，近两年开始批量装机，产品进入了放量周期。
 - **高端测试机领域壁垒较高，公司STS8600产品打破国外垄断。**中国半导体测试设备市场的国产替代率始终处于较低水平。虽然本土企业已在中低端设备市场占据较大份额，但高端设备市场仍主要由海外厂商占据，2022年测试机整体国产化率约为19%。以SoC测试机为例，2022年SoC测试机的国产化率仅为4%。据沙利文测算，我国SoC测试机市场的规模2022年约为71.5亿人民币，占比超过了60%，占据半导体测试设备中最大份额。近年来，AI推动SoC芯片需求增长，伴随着本土SoC相关IC设计公司强势崛起，SoC测试机国产替代的紧迫性提升。面向测试要求更高的SoC测试领域，公司推出了STS8600取得突破，进一步拓展了公司的测试范围，为公司未来的长期发展提供了强大的助力。
 - **盈利预测：**我们预计公司2025-2027年实现营收12.02、15.18、18.75亿元，实现归母净利润5.03、6.48、8.66亿元，对应PE 41.75、32.40、24.25，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**行业景气度波动风险；新产品研发不及预期风险；其他风险

目录

- 1、深耕行业三十余载，铸就半导体测试设备龙头
- 2、传统泛模拟测试机主力产品进入放量周期，AI驱动下游景气度提升
- 3、高端测试机领域壁垒较高，公司STS8600产品有望实现突破
- 4、盈利预测与风险提示

1、深耕行业三十余载，铸就半导体测试设备龙头

1.1 公司已成为国内前三大半导体封测厂商模拟测试领域的主力测试平台供应商

图表1：公司主要产品应用于半导体产业三大环节



资料来源：公司公告，太平洋证券

➤国内最早进入半导体测试设备厂商之一，技术实力雄厚客户资源强。公司作为国内最早进入半导体测试设备行业的企业之一，已在行业深耕近三十年，始终聚焦于模拟和混合信号测试设备领域。目前，公司已成为国内前三大半导体封测厂商模拟测试领域的主力测试平台供应商，拥有着上百家集成电路设计企业客户资源。

1.1 公司已成为国内前三大半导体封测厂商模拟测试领域的主力测试平台供应商

图表2：公司销售网络遍布全球



资料来源：公司官网，太平洋证券

1.2 始终专注于半导体自动化测试系统领域

图表3：公司主要产品简介

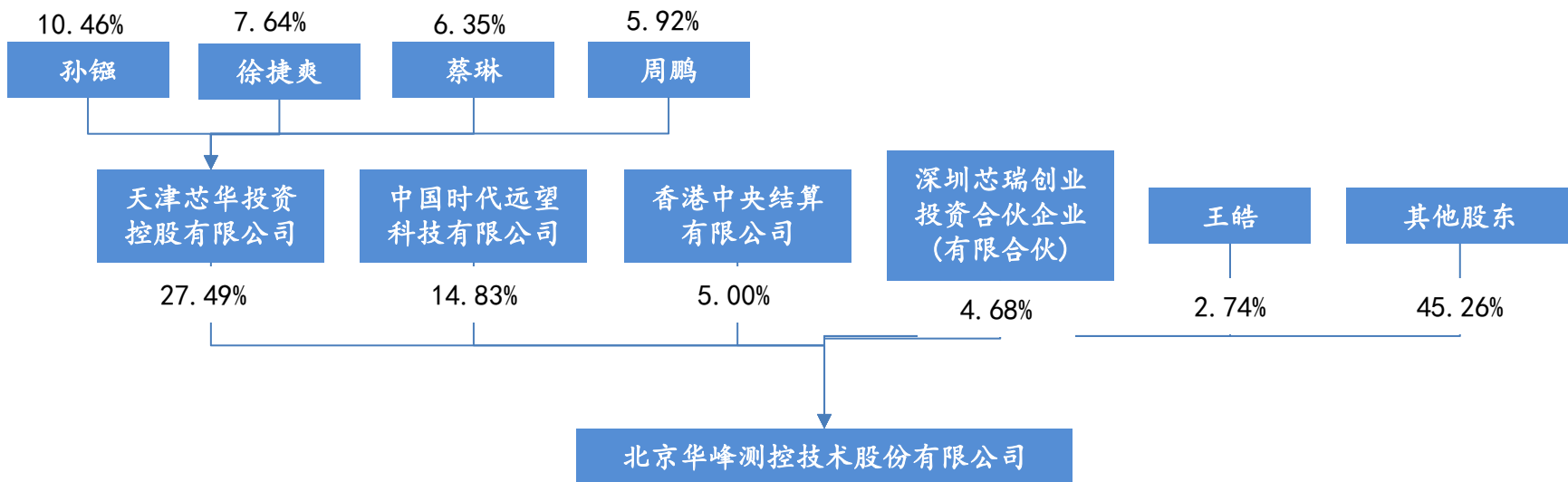
			
STS 8200	STS 8300	功率模块测试产品	STS 8600
主要应用于电源管理、信号链类、智能功率模块、第三代化合物半导体GaN类等模拟、混合和功率集成电路的测试	主要应用于更高引脚数、更高性能、更多工位的电源管理类和混合信号集成电路测试	为客户提供基于STS8200测试平台的PIM专用测试解决方案、针对用于大功率IGBT/SiC功率模块及KGD测试	主要应用于大规模SoC芯片（高速数字电路、高性能混合电路、微波/射频电路、通讯接口电路、CPU芯片等）的测试

资料来源：公司公告，太平洋证券

➤ **自主研发实现进口替代，STS8600打开更大成长空间。**公司已成长为国内领先、全球知名的半导体测试系统本土供应商。2023年，公司推出了面向SoC测试领域的全新一代测试系统STS8600，进一步完善了公司的产品线，拓宽了公司产品的可测试范围，为公司未来的长期发展提供了强大助力。

1.3 公司股权结构稳定，管理层经验丰富

图表4：公司股权结构稳定



资料来源：iFind，太平洋证券

►**公司股权结构稳定。**孙镒、蔡琳、徐捷爽和周鹏四人签订《一致行动人协议》成为公司实际控制人，根据iFind，4人通过天津芯华公司合计控制公司27.49%的股权。

1.3 公司股权结构稳定，管理层经验丰富

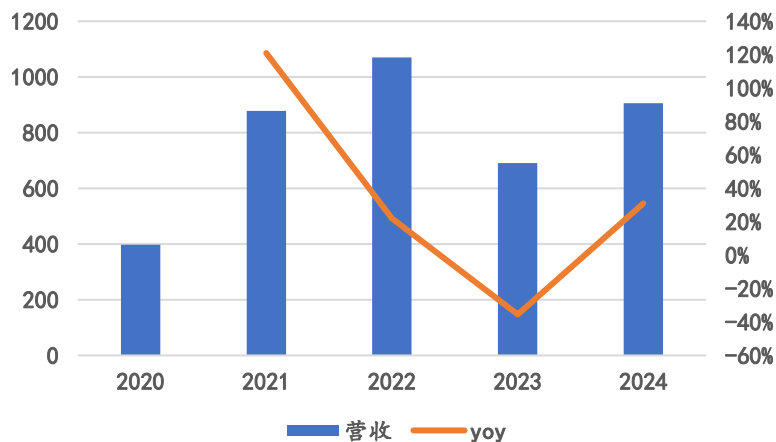
图表5：公司管理层经验丰富

姓名	主要工作经历	职务
孙铤	1997年7月毕业于清华大学机械设计专业，硕士学历，高级工程师。1997年9月至2002年1月，任公司研发工程师；2002年1月至2009年6月，任公司总经理；2009年6月至2017年11月，任公司副总经理；2012年9月至2024年6月，任盛态思软件（天津）有限责任公司（曾用名：北京盛态思软件有限公司）董事长、总经理；2015年11月至2021年9月，任天津芯华投资控股有限公司董事；2017年9月至今，任爱格测试技术有限公司董事；2021年2月至今，任北京华峰装备技术有限公司执行董事。2017年12月至2021年7月，任公司董事、副总经理、董事会秘书；2021年7月至今，任公司董事长、董事会秘书；2021年10月至今，任天津芯华投资控股有限公司董事长。	董事长、董事会秘书
蔡琳	1998年7月毕业于北京航空航天大学自动控制专业，2003年7月毕业于香港理工大学电机工程专业，硕士学历，高级工程师。1998年1月至2002年12月，任公司市场部经理；2004年1月至2009年6月，任公司副总经理；2009年6月至2017年11月，任公司总经理；2012年9月至2024年6月，任盛态思软件（天津）有限责任公司（曾用名：北京盛态思软件有限公司）董事；2017年8月至今，任华峰测控技术（天津）有限责任公司执行董事；2017年12月至今任公司董事、总经理；2020年10月至2024年6月，任上海韬盛电子科技股份有限公司董事；2021年9月至今，任成都中科四二零科技有限公司董事；2021年10月至今，任天津芯华投资控股有限公司董事；2021年11月至今，任爱格测试技术（马来西亚）有限公司董事；2022年11月至今，任爱格测试技术（美国）股份公司董事；2023年10月至今，任爱格测试电子（马来西亚）有限公司董事。	董事、总经理
徐捷爽	1993年毕业于上海市科技高等专科学校（上海科技大学分部）电子元器件及应用专业，美国ASU大学和上海国家会计学院MBA学位，硕士学历，高级工程师。1993年7月至1996年6月，任上海航天局第809研究所工程师；1996年6月至2008年3月，任北京科进特电子有限公司上海办事处总经理；2009年6月至2017年11月，任公司副总经理；2017年12月至今任公司董事、副总经理；2021年10月至今，任天津芯华投资控股有限公司董事；2021年11月至今，任爱格测试技术（马来西亚）有限公司董事；2022年11月至今，任爱格测试技术（美国）股份公司董事；2023年10月至今，任爱格测试电子（马来西亚）有限公司董事。	董事、副总经理
周鹏	2002年4月毕业于北京航空航天大学仪器科学与技术专业，研究生学历。2002年1月至2012年1月，任公司研发工程师；2012年1月至2023年12月，任公司总工程师；2023年12月至今，任公司首席技术专家。	首席技术专家、核心技术人员

资料来源：公司公告，太平洋证券

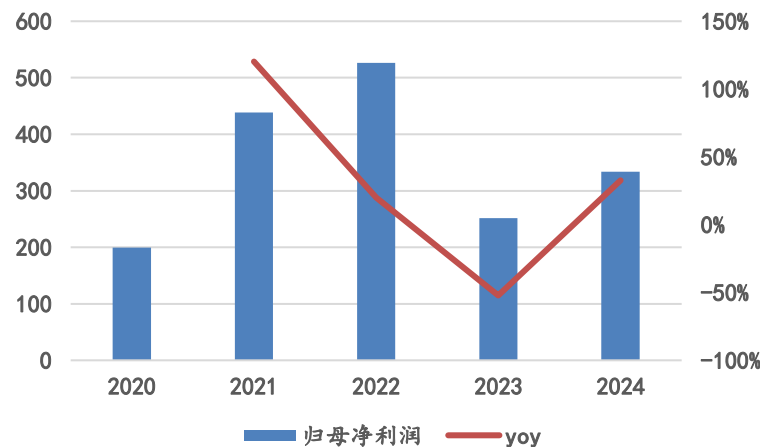
1.4 营收规模整体向上，2024年修复明显

图表6：公司营收变化（百万元）



资料来源：iFind，太平洋证券

图表7：公司净利润变化（百万元）

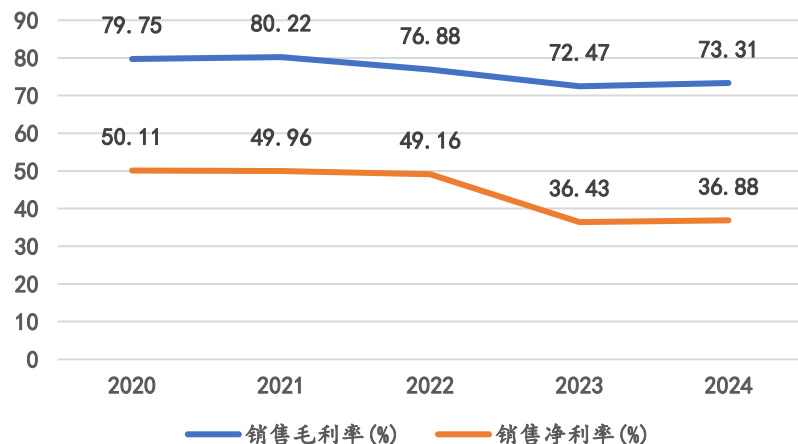


资料来源：iFind，太平洋证券

➤ **营收规模整体向上，2024年修复明显。**公司2020-2022年营收始终保持快速增长态势，2020-2022年CAGR高达64.11%。2023年受国内经济缓慢复苏、国外经济增速放缓以及局部地缘冲突等多种因素叠加的影响下，整个半导体市场需求疲软，半导体行业景气度持续下行，半导体设备领域的增速持续放缓，公司收入规模也相应减少，2023年公司营收及归母净利润分别同比减少35.47%、52.18%。2024年，受企业不断提升运营效率和国内经济逐步企稳回升，订单增长影响，公司营收及净利润分别同比增长31.05%、32.69%。

1.5 盈利能力高位运行，期间费用把控水平优秀

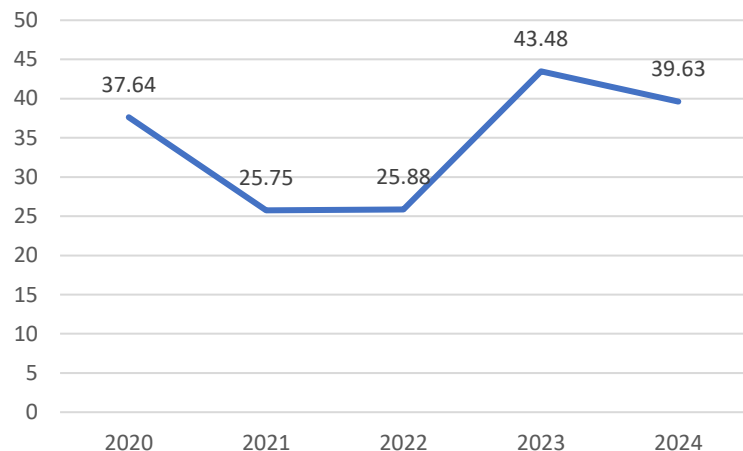
图表8：公司盈利能力变化



资料来源：iFind，太平洋证券

- **盈利能力保持稳定，毛利率始终高位运行。**公司近年来销售毛利率始终维持在70%以上的高位运行。2023年受半导体市场需求不足，测试系统营收和利润有所降低，叠加产品销售规模下降及结构变化等因素拖累，导致测试系统及配件毛利率有所下降。但随着2024年需求回暖以及公司销售结构的改善，毛利率及净利率均显著回升。
- **随营收规模修复，期间费率重新回到合理水平。**2024年，公司三费费率把控成效显著，并且伴随收入规模的重新回暖，三费费率重新控制到了40%以下较为合理水平。

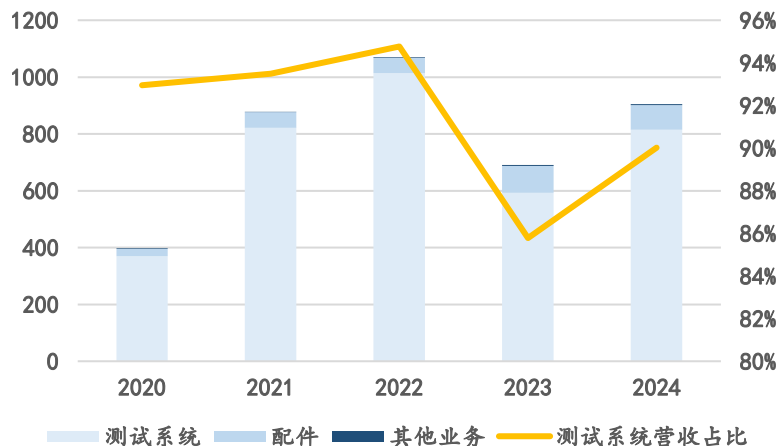
图表9：公司期间费率变化



资料来源：iFind，太平洋证券

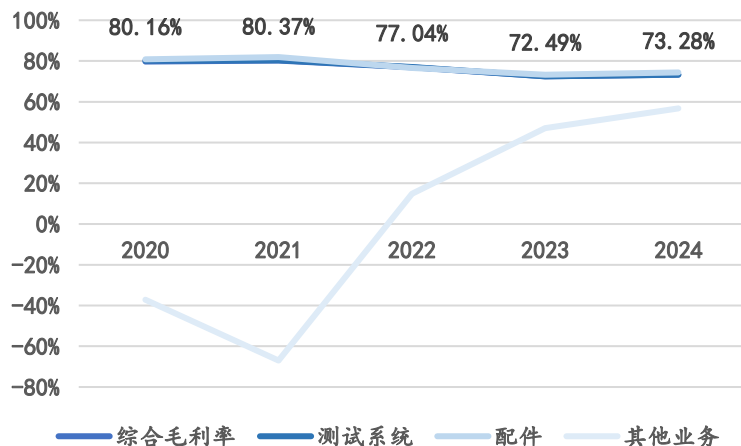
1.6 始终专注于半导体自动化测试系统领域

图表10：分产品营收占比变化（百万元）



资料来源：iFind, 太平洋证券

图表11：公司分产品毛利率变化



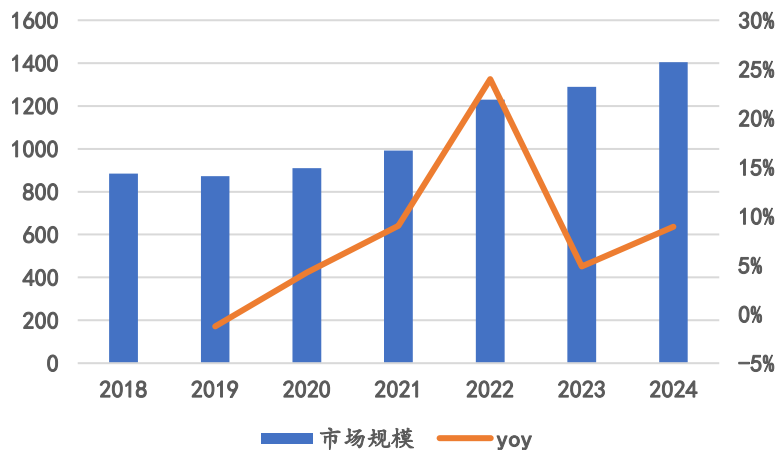
资料来源：iFind, 太平洋证券

- **测试系统始终是营收最主要来源。**公司主营业务为半导体自动化测试系统的研发、生产和销售，近年来公司测试系统营收占比始终维持在85%以上，是公司最主要的收入来源。
- **测试系统毛利率较为稳定，2024年售收入结构影响有所回升。**公司测试系统毛利率一直较为稳健，2020-2022年基本维持在80%附近较高水平，2023年受半导体市场需求不足，测试系统产品销售规模下降及结构变化，导致测试系统及配件毛利率有所降低。2024年，公司核心产品STS8300表现亮眼，出货量同比大幅增长，客户生态圈建设初见成效，有力推动了公司测试系统毛利率的重新增长。

2、传统泛模拟测试机主力产品进入放量周期，AI驱动下游景气度提升

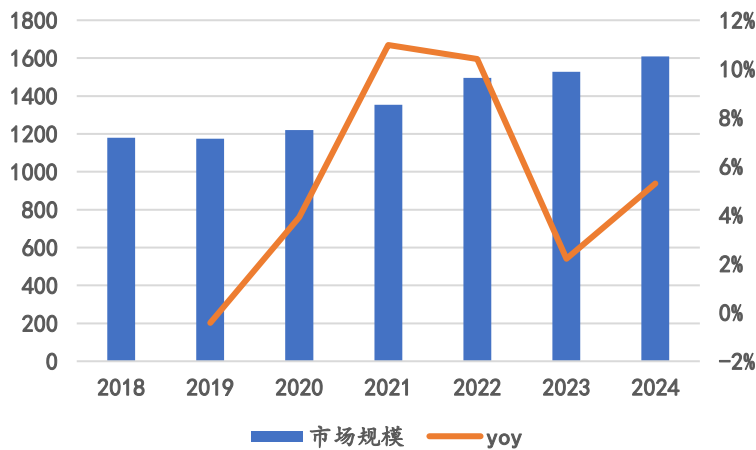
2.1 需求侧：AI驱动服务器需求旺盛，带动相关模拟芯片行业进一步增长

图表12：全球服务器市场规模（亿美元）



资料来源：中商情报网，太平洋证券

图表13：全球服务器出货量（万台）

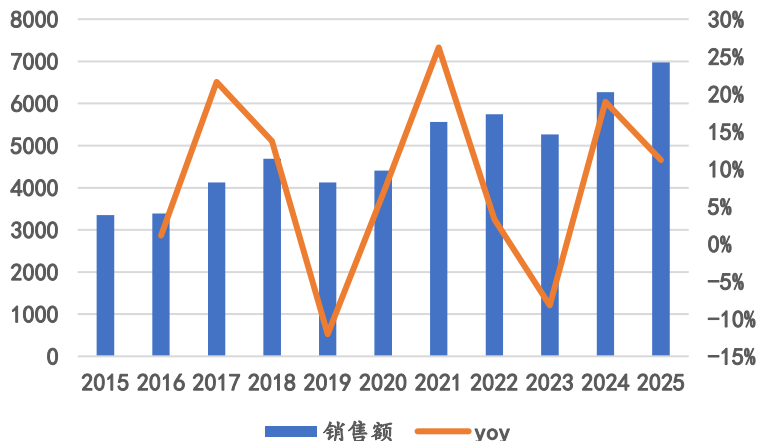


资料来源：中商情报网，太平洋证券

➤**AI驱动服务器市场稳步增长，市场规模及出货量显著提升。**近年来，超大规模数据中心、传统企业以及用户对AI、混合云等新兴应用的采购需求更趋旺盛，促进服务器市场需求增长。据中商情报网统计，2024年全球服务器市场规模将由2019年的873亿美元增长至1405亿美元，CAGR高达9.98%，出货量也将由1174万台跃至1609万台，增长显著。

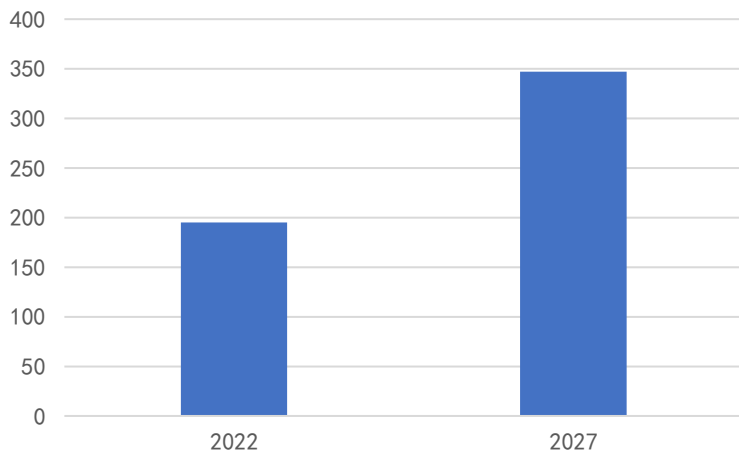
2.1 需求侧：AI驱动服务器需求旺盛，带动相关模拟芯片行业进一步增长

图表14：全球半导体销售额（亿美元）



资料来源：iFind, 太平洋证券

图表15：AI服务器市场规模（亿美元）



资料来源：IDC, 太平洋证券

- **半导体行业全面复苏，技术创新与市场需求双重驱动开启产业升级新篇章。**随着人工智能、新能源汽车、消费电子和物联网等领域的持续增长，2024年半导体行业在经历周期性调整后迎来全面复苏。据SIA统计，2024年全球半导体销售额创历史新高，达6210亿美元，同比增长19%。展望2025年，随着汽车、工业和消费电子终端市场需求的预期复苏，半导体设备市场将持续受益。
- **AI服务器对高性能芯片的需求尤为显著，带动芯片的需求不断增加。**AI技术的普及使得芯片在多个领域的需求大幅增加，以GPU、FPGA等专用芯片为例，这些芯片能够有效提升AI计算的效率和性能。同时，随着AI技术在消费电子、汽车、工业控制等领域的广泛应用，有效助力芯片需求增长。

2.1 需求侧：AI驱动服务器需求旺盛，带动相关模拟芯片行业进一步增长

图表16：模拟集成电路（IC）市场（亿美元）



资料来源：Mordor intelligence，太平洋证券

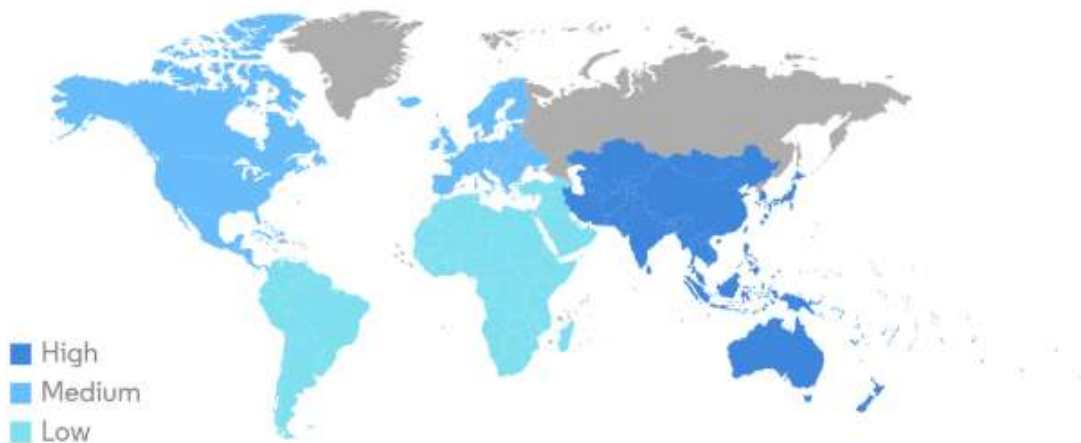
资料来源：iFind，太平洋证券

► **模拟芯片稳步增长，亚太地区成为新增长极。**据Mordor intelligence预测，2024年全球模拟集成电路市场规模为912.6亿美元，到2029年将达到1296.9亿美元，CAGR约为7.28%，其中，亚太地区成为最大也是增长最快的市场。

2.1 需求侧：AI驱动服务器需求旺盛，带动相关模拟芯片行业进一步增长

图表17：全球模拟IC市场增速

Analog IC Market: Market CAGR (%), By Region, Global

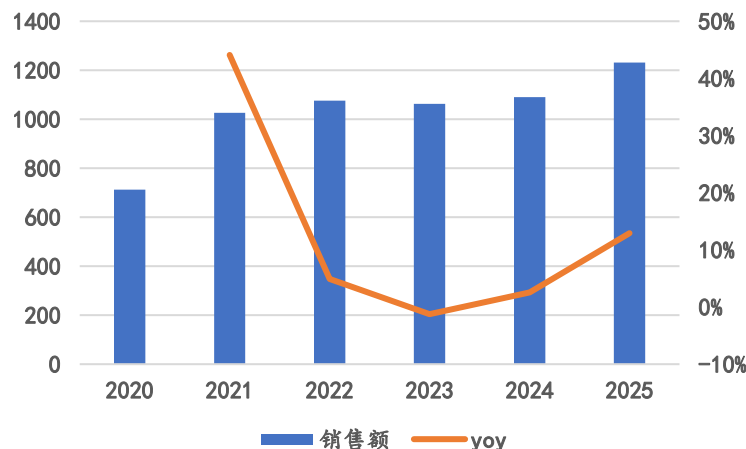


资料来源：Mordor intelligence, 太平洋证券

- **中国有望成为亚太地区模拟IC增长最快的市场。**由于主要半导体制造商的存在、快速的工业化以及广阔的消费电子市场，预计中国将成为模拟IC市场的主导者。预计数据中心投资的增加将产生对许多相关设备的需求，而中国地区IT和数据中心行业正在蓬勃发展。

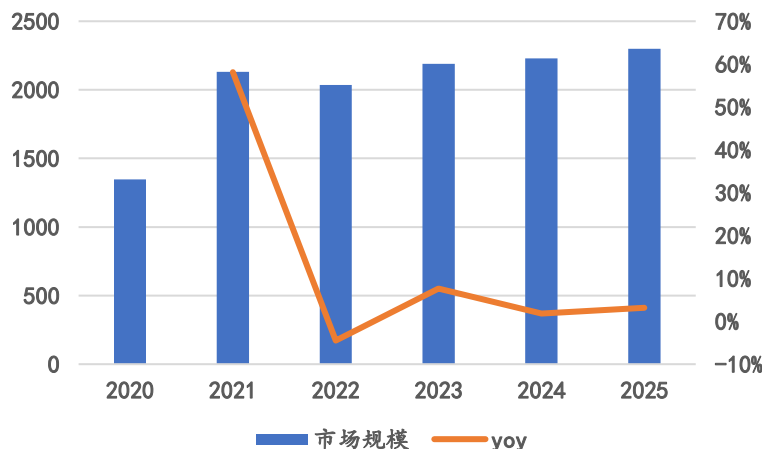
2.2 需求侧：半导体设备市场增长强劲，中国市场需求充足

图表18：全球半导体设备销售额（亿美元）



资料来源：中商情报网，太平洋证券

图表19：中国半导体设备市场规模（亿元）



资料来源：中商情报网，太平洋证券

➤ **半导体设备市场增长强劲。**SEMI数据显示，2024年全球半导体设备销售额1090亿美元，其中前三季度全球半导体设备市场增长尤为强劲，销售额同比增长18.7%，环比增13.4%。随着AI浪潮的兴起，以及下游消费电子、物联网、工业互联、汽车电子等领域同步快速发展，据中商产业研究院预测，2025年全球半导体设备销售额将达1231亿美元。

➤ **人工智能的发展势头正盛，带动中国半导体设备规模迅速扩大。**半导体设备需求也将大幅增长。据中商情报网预测，2023年中国半导体设备市场规模约2190.24亿元，占全球市场份额35%，2024年约为2230亿元。据中商产业研究院预测，2025年中国半导体设备市场规模将达2300亿元。

2.3 需求侧：2025年半导体设备后端细分市场有望加速

图表20：高性能计算用半导体器件推动后端设备市场2025年增长有望加速



资料来源：SEMI，太平洋证券

► **2025年半导体设备后端细分市场有望加速。**据SEMI统计，2024年半导体测试设备的销售额同比增长7.4%，达到67亿美元，而同年封装设备的销售额增长10.0%，达到44亿美元。此外，后端细分市场的增长预计将在2025年加速。受AI驱动高性能计算用半导体器件的复杂性不断增加，以及汽车、工业和消费电子终端市场需求的预期复苏，支撑了这些细分市场的增长。

2.4 需求侧：半导体测试设备有望延续两位数增长，中国市场增速高于全球

图表21：全球半导体测试设备市场规模（亿美元）



资料来源：沙利文，太平洋证券

图表22：中国半导体测试设备市场规模（亿元）



资料来源：沙利文，太平洋证券

- ▶ **半导体测试设备有望延续两位数增长，测试机占据最大份额。**据沙利文统计，全球半导体检测设备市场在过去几年经历了较快发展，市场规模以21.5%的CAGR从2016年的23.5亿美元增长至2022年的75.8亿美元。尽管市场规模在2023年受下游消费电子市场波动等因素短期影响，下滑至71.0亿美元，但仍有望在2023年至2027年期间以10.7%的CAGR高速增长，于2027年达到268.9亿美元。
- ▶ **中国半导体测试设备市场增速高于全球。**据沙利文统计，2016-2022年，我国半导体测试设备市场CAGR高达26.0%，明显高于全球市场增速，预计2023-2027年，我国半导体测试设备仍将以11.0%的较高增速继续增长。

2.5 需求侧：海外企业具有一定优势，整体国产化率提升空间较大

图表23：中国半导体测试设备市场国产化率

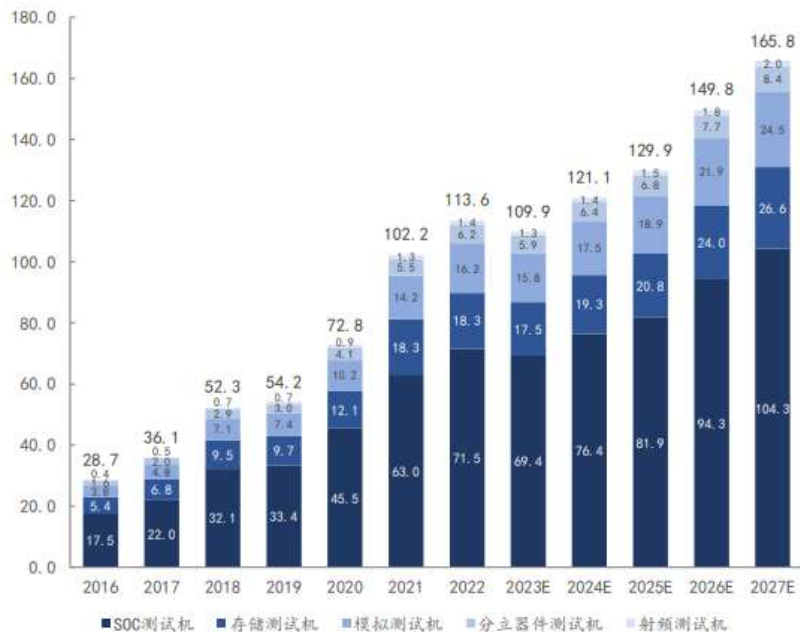
	2016	2022	2027E
半导体测试机国产化率	11%	19%	25%
探针台国产化率	10%	17%	24%
分选机国产化率	18%	32%	42%
整体半导体测试设备 国产化率	12%	21%	28%

资料来源：沙利文，太平洋证券

► **半导体测试各个环节对技术水平要求高，中国本土企业提升空间较大。**中国半导体测试设备市场的国产替代率始终处于较低水平。在各个子市场中，分选机市场由于技术壁垒相对较低，目前国产化率已经达到了大约32%，并预计将在五年后达到42%。在技术壁垒相对较高的探针台领域，目前国产化率仅为17%，并预计将在2027年达到约24%。而在半导体测试机领域，本土企业已在中低端设备市场占据较大份额，但高端设备市场仍主要由海外厂商占据，测试机整体国产化率2022年约为19%。

2.6 需求侧：模拟测试机增速更高，国产化进展更快

图表24：我国半导体测试机市场规模（亿元）



资料来源：沙利文，太平洋证券

► **半导体设备市场增长强劲。**据沙利文测算，中国半导体测试机市场中，模拟测试机市场的规模从2016年的3.8亿元上升至2022年的16.2亿元，CAGR高达27.6%。在2023年经历小幅调整后，其仍将于2023年至2027年间以11.5%的CAGR高速增长，于2027年达到24.5亿元。

2.7 供给侧：8300生态圈建设卓有成效，产品进入放量周期

图表25：模拟/混合IC测试系统—STS8300

产品特点：

- “All-in-One”，所有模拟，数字资源装于测试头中；
- 针对高引脚数的模拟、混合信号及电源管理类器件进行多工位并行测试；
- 高模拟VI源/表通道能力，最多可支持500多个VI通道
- 高数字通道能力，128/256路数字通道（用户界面定义不同）
- 提供HardDocking的测试方案
- 提供与STS8200的Load Board兼容方案，并有程序转换软件工具



资料来源：公司官网，太平洋证券

- **瞄准分立器件以及功率类芯片，推出8300主力机型。**相较于STS8200产品，公司主力机型STS8300机型主要应用于混合信号和数字测试领域，同时也拓展了分立器件以及功率类的器件测试，产品的平台化设计使得产品的可扩充性和兼容性好，可以很好的适应被测试芯片的更新和迭代。
- **生态圈建设卓有成效，STS8300产品表现亮眼。**随着公司8300生态圈建设的不断完善，产品进入了放量周期。根据公司年报，2024年公司核心产品STS8300表现亮眼，出货量同比大幅增长，有力推动了2024年公司营业收入和净利润相较于上年同期的双增长。

3、高端测试机领域壁垒较高，公司STS8600产品有望实现突破

3.1 需求侧：SoC所需测试设备要求更高，AI进一步推动SoC芯片测试需求增长

图表26：SoC芯片复杂度更高

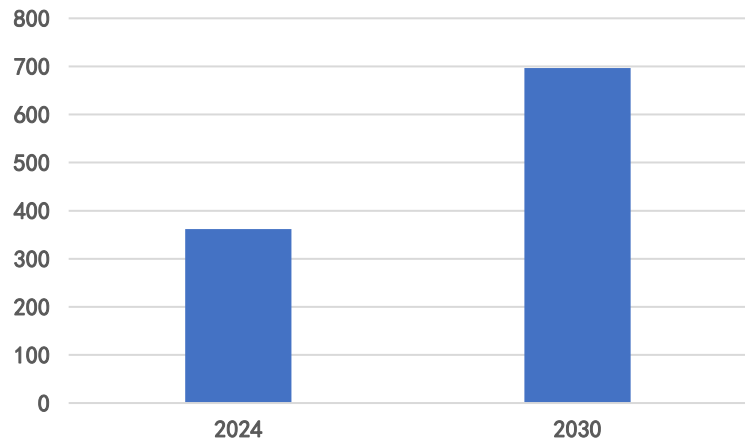
维度	SoC芯片	传统芯片
集成度	多模块集成（CPU+GPU+存储+通信等）	单一功能（如仅CPU或GPU）
功耗	动态电源管理，整体功耗更低	多芯片协作导致总功耗较高
设计复杂度	需协调多模块信号完整性与兼容性，难度高	功能单一，设计相对简单
成本	前期研发成本高，但系统总成本低	多芯片采购与组装成本高
应用领域	移动设备、物联网等对集成度要求高的场景	服务器、PC等对单一性能要求极致的场景

资料来源：techphant，太平洋证券

► **SoC所需测试设备要求更高。** SoC芯片是一种将完整系统功能集成于单一芯片的高度集成化半导体产品。复杂SoC器件是对测试经济学的挑战。随工艺进步，器件越来越小；而随着功能增加，测试复杂度却不断上升。SoC产品在生产测试时对测试仪的要求也越来越高，昂贵的测试成本已在制造过程中占很大的比例。考虑成本要求，一般只允许在几秒或更少的时间内完成测试。

► **AI推动SoC芯片需求增长，有效拉动测试需求。** 据databridgemarketresearch测算，2024年全球SoC市场规模为3.61亿美元，预计到2032年将达到6.97亿美元，CAGR约8.55%，SoC芯片市场的快速扩容将有望显著拉动更高要求的SoC测试设备需求。

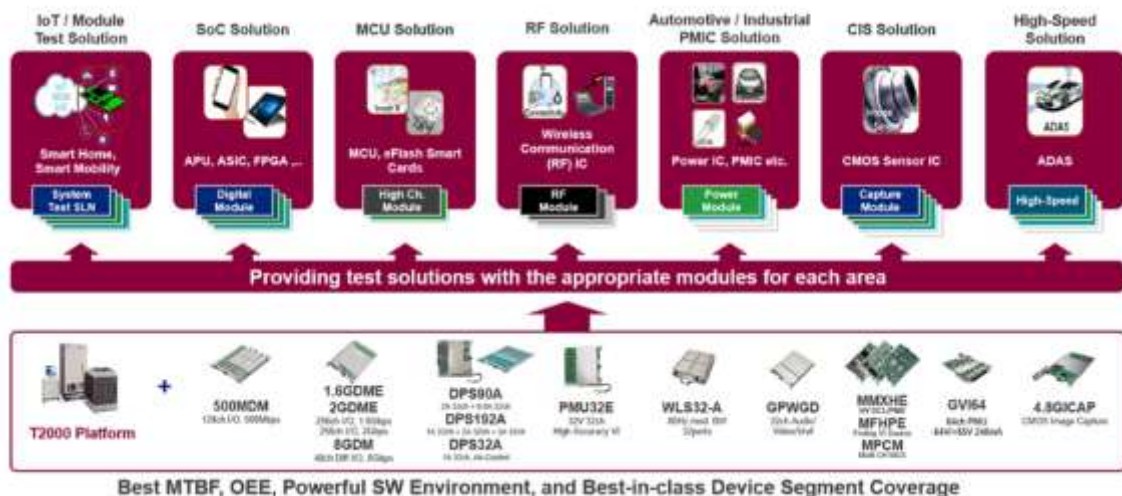
图表27：全球SoC芯片市场规模（百万美元）



资料来源：databridgemarketresearch，太平洋证券

3.2 需求侧：SoC测试机行业规模远大于功率模拟，AI驱动SoC需求进一步提升

图表28：爱德万可以提供多种SoC测试设备



资料来源：公司官网，太平洋证券

► **SoC测试设备市场占比高，增速快。**据沙利文测算，按收入计，我国SoC测试机市场的规模从2016年的17.5亿人民币上升至2022年的71.5亿人民币，占比超过了60%，占据半导体测试设备中最大份额。预计在2023年经历小幅调整后，其仍将于2023年至2027年间以10.7%的年复合增长率增长，于2027年达到 104.3亿人民币的规模。

3.3 需求侧：国产化率主要技术壁垒高度决定，SoC测试机国产化进程较慢

图表29：我国半导体测试机市场国产化率（按收入计）

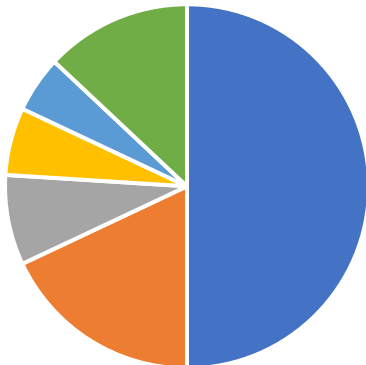
	2016	2022	2027E
SoC 测试机国产化率	2%	4%	9%
存储测试机国产化率	1%	3%	8%
模拟测试机国产化率	55%	81%	89%
分立器件测试机国产化率	56%	84%	93%
射频测试机国产化率	1%	4%	10%
整体半导体测试机国产化率	11%	19%	25%

资料来源：沙利文，太平洋证券

►国产化率主要由该类设备的技术壁垒高度决定，SoC测试机国产化进程较慢。在模拟测试机领域，目前国产化率已经达到了81%，并预计将于五年后达到89%。而我国SoC测试机的国产化率则相对较低，2016年国产化率由仅为2%，由于其技术壁垒较高，国产替代难度较大，预计将在2027年进一步增长至9%。

3.4 供给侧：打破国外垄断，公司新品8600有望实现突破

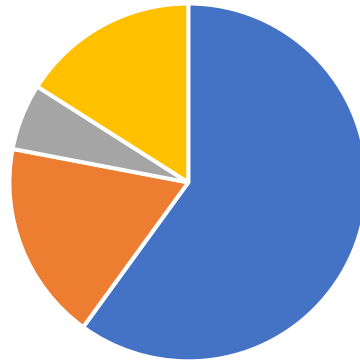
图表30：中国半导体测试机市场份额



■ 爱德万 ■ 泰瑞达 ■ 致茂电子 ■ 华峰测控 ■ 长川科技 ■ 其他

资料来源：沙利文，太平洋证券

图表31：中国SoC测试机市场份额



■ 爱德万 ■ 泰瑞达 ■ 致茂电子 ■ 其他

资料来源：沙利文，太平洋证券

► **打破数字和存储测试领域国外垄断，面向SoC测试领域的新一代测试设备。**以华峰测控为代表的国产测试设备供应商经过多年的发展，目前已经在模拟、数模混合、功率等测试领域实现了国产替代，但是中国SoC测试机市场现阶段大部分市场份额为海外企业所占据，市场集中度相比测试机更高。2022年爱德万、泰瑞达等海外企业占据了约96%的市场总收入。得益于近年来国内设计公司在SoC和存储领域的不断发展，国产测试设备公司也陆续在此类领域取得突破，华峰测控推出了面向SoC测试领域的新一代测试设备STS8600，进一步拓展了公司的测试范围，打开了未来的成长空间。

4、盈利预测与风险提示

图表32：盈利预测

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	905	1,202	1,518	1,875
营业收入增长率(%)	31.05%	32.81%	26.24%	23.53%
归母净利（百万元）	334	503	648	866
净利润增长率(%)	32.69%	50.68%	28.85%	33.61%
摊薄每股收益（元）	2.47	3.71	4.79	6.40
市盈率（PE）	42.31	41.75	32.40	24.25

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资料来源：携宁，太平洋证券

►我们预计公司2025-2027年实现营收12.02、15.18、18.75亿元，实现归母净利润5.03、6.48、8.66亿元，对应PE 41.75、32.40、24.25，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 行业景气度波动风险；
- 新产品研发不及预期风险；
- 其他风险。

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,027	2,090	2,389	2,655	3,056
应收和预付款项	329	519	489	644	735
存货	142	177	167	199	240
其他流动资产	145	148	277	290	336
流动资产合计	2,642	2,934	3,322	3,787	4,367
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	402	421	416	411	406
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	29	27	27	27	27
长期待摊费用	1	2	2	2	2
其他非流动资产	3,036	3,358	3,746	4,211	4,791
资产总计	3,467	3,808	4,191	4,651	5,226
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	22	54	62	72	87
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	112	183	253	313	349
负债合计	134	238	315	385	437
股本	135	135	135	135	135
资本公积	1,801	1,815	1,815	1,815	1,815
留存收益	1,278	1,525	1,830	2,221	2,744
归母公司股东权益	3,332	3,570	3,876	4,267	4,789
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	3,332	3,570	3,876	4,267	4,789
负债和股东权益	3,467	3,808	4,191	4,651	5,226

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	321	188	484	514	748
投资性现金流	-253	77	13	9	-4
融资性现金流	-103	-122	-200	-257	-344
现金增加额	-34	145	300	266	400

资料来源：携宁，太平洋证券

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	691	905	1,202	1,518	1,875
营业成本	199	242	269	333	403
营业税金及附加	9	12	15	19	24
销售费用	105	128	156	182	225
管理费用	55	58	72	83	103
财务费用	-51	-51	-62	-60	-100
资产减值损失	-1	-1	0	0	0
投资收益	2	0	14	10	2
公允价值变动	-3	-12	0	0	0
营业利润	265	361	544	701	937
其他非经营损益	0	1	0	0	0
利润总额	266	361	544	701	937
所得税	14	27	41	53	71
净利润	252	334	503	648	866
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	252	334	503	648	866

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	71.19%	73.31%	77.62%	78.03%	78.52%
销售净利率	36.43%	36.88%	41.85%	42.71%	46.20%
销售收入增长率	-35.47%	31.05%	32.81%	26.24%	23.53%
EBIT 增长率	-59.73%	49.56%	49.84%	32.97%	30.52%
净利润增长率	-52.18%	32.69%	50.68%	28.85%	33.61%
ROE	7.55%	9.35%	12.98%	15.20%	18.09%
ROA	7.36%	9.18%	12.58%	14.66%	17.54%
ROIC	6.11%	8.30%	11.46%	13.85%	16.11%
EPS (X)	1.86	2.47	3.71	4.79	6.40
PE (X)	66.02	42.31	41.75	32.40	24.25
PB (X)	4.99	3.96	5.42	4.92	4.39
PS (X)	24.06	15.63	17.47	13.84	11.20
EV/EBITDA (X)	60.75	34.35	38.24	28.42	21.33

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。