

季节波动影响 Q1 收入增速，先进制程产品开始放量

中科飞测(688361)

评级:	增持	股票代码:	688361
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	115.88/46.6
目标价格:		总市值(亿)	262.72
最新收盘价:	82.1	自由流通市值(亿)	200.45
		自由流通股数(百万)	244.16

事件概述

公司发布 2025 年一季报。

▶ 先进制程产品占比大幅提升，看好后续收入端提速

2025Q1 公司实现收入 2.94 亿元，同比+24.89%，营收端增速出现一定降速，主要系公司收入规模呈现一定的季节性波动，一般一季度收入占比相对较低，与订单确认节奏有关。分产品看，我们推测无图形晶圆缺陷、晶圆图形缺陷检测设备是主要收入构成，套刻精度量测等新品收入占比大幅提升，从制程角度看，我们推测先进制程产品占比同比大幅提升。截止 2025Q1 末，公司存货/合同负债为 20.37/6.02 亿元，分别同比+58.18%/+25.91%，我们判断公司新接订单延续较好增长势头，在手订单充足，随着加速确认，看好 2025 年公司收入端保持快速增长。

▶ 前道占比提升驱动毛利率改善，高研发投入压制短期盈利水平

2025Q1 年公司实现归母净利润/扣非归母净利润为-0.15/-0.43 亿元，分别同比-144%/-656%，出现亏损，2025Q1 年归母净利率/扣非归母净利率为-5.09%/-14.70%，盈利水平短期承压：1) 毛利端，2025Q1 公司整体毛利率 58.08%，同比+3.74pct，质保金会计准则调整背景下，毛利率同环比显著改善，我们推测主要系先进制程等前道产品占比大幅提升所致。2) 费用端，2025Q1 公司期间费用率 67.51%，同比+20.05pct，销售/管理/研发/财务费用率同比+2.5/+4.91/+9.75/+2.89pct，2025Q1 年研发费用为 1.20 亿元，同比+64%，高水平的研发投入是盈利承压的主要因素，我们注意到 24Q1-25Q1 研发费用金额已经趋于稳定，随着收入规模持续提升，看好后续公司盈利拐点出现。

▶ 公司产品线持续丰富完善，明暗场等设备取得积极进展

国内量/检测设备市场规模超过 300 亿元，国产化率不足 10%，KLA 等美企业占据主要市场份额，将是最受益环节之一。公司作为本土量/检测龙头，积极布局先进制程设备，并不断拓展量/检测产品品类。1) 公司七大类成熟产品（无图形晶圆缺陷检测、晶圆图形缺陷检测、三维形貌量测、介质&金属薄膜膜厚量测、套刻精度量测、关键尺寸量测）正式现批量产业化，累计交付量&客户群体持续提升，市场竞争力稳固，市占率有较大提升空间。2) 纳米图形晶圆缺陷检测设备、暗场纳图形晶圆检测设备等新产品线，目前进展顺利，均小批量出货到多家国内头部客户产线上进行工艺开发与应用验证工作，电子束关键尺寸量测设备进入研发设计阶段。3) 在加大量/检测设备扩张力度的同时，公司将人工智能和大数据技术应用到半导体质量控制数据上，形成一系列提升高端半导体制造良率的软件产品，三大系列智能软件已全部应用在国内头部客户。

投资建议

我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 20.74、30.78 和 44.21 亿元，分别同比+50.3%、+48.4% 和+43.6%；略微调整归母净利润预测为 2.80、6.17 和 8.53 亿元（原值 2.80、6.16 和 8.52 亿元），分别同比+2528.9%、+120.4%和+38.2%；对应 EPS 为 0.87、1.93 和 2.66 元。2025/04/25 股价 82.1 元对应 PE 分别为 94、43 和 31，考虑到量/检测设备广阔的市场空间和较低的国产化率，公司成长弹性较大，维持“增持”评级。

风险提示

晶圆厂资本开支不及预期，设备研发验证进度不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	891	1,380	2,074	3,078	4,421
YoY (%)	74.9%	54.9%	50.3%	48.4%	43.6%
归母净利润(百万元)	140	-12	280	617	853
YoY (%)	1072.4%	-108.2%	2528.9%	120.4%	38.2%
毛利率 (%)	47.8%	48.9%	50.5%	51.6%	51.9%
每股收益 (元)	0.49	-0.04	0.87	1.93	2.66
ROE	5.8%	-0.5%	10.2%	18.3%	20.2%
市盈率	167.55	-2052.50	93.85	42.58	30.82

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：黄瑞连

邮箱：huangr1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,380	2,074	3,078	4,421	净利润	-12	280	617	853
YoY (%)	54.9%	50.3%	48.4%	43.6%	折旧和摊销	70	42	45	47
营业成本	705	1,027	1,491	2,127	营运资金变动	-410	245	-474	-1,812
营业税金及附加	5	7	11	15	经营活动现金流	-313	615	231	-849
销售费用	106	166	231	332	资本开支	-266	-112	-107	-109
管理费用	163	249	339	486	投资	804	0	0	0
财务费用	0	7	5	6	投资活动现金流	552	-121	-71	-43
研发费用	498	519	677	973	股权募资	0	28	0	0
资产减值损失	-44	-40	-40	-60	债务募资	52	126	100	0
投资收益	20	21	39	66	筹资活动现金流	-25	161	69	-36
营业利润	-7	279	617	853	现金净流量	214	655	229	-928
营业外收支	0	2	2	0					
利润总额	-6	281	619	853	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	5	1	2	0	成长能力				
净利润	-12	280	617	853	营业收入增长率	54.9%	50.3%	48.4%	43.6%
归属于母公司净利润	-12	280	617	853	净利润增长率	-108.2%	2528.9%	120.4%	38.2%
YoY (%)	-108.2%	2528.9%	120.4%	38.2%	盈利能力				
每股收益	-0.04	0.87	1.93	2.66	毛利率	48.9%	50.5%	51.6%	51.9%
					净利率	-0.8%	13.5%	20.0%	19.3%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	-0.3%	6.1%	10.7%	14.1%
货币资金	627	1,282	1,512	584	净资产收益率 ROE	-0.5%	10.2%	18.3%	20.2%
预付款项	79	205	298	425	偿债能力				
存货	1,747	1,386	1,991	2,814	流动比率	2.17	2.47	2.47	3.81
其他流动资产	594	492	651	844	速动比率	0.75	1.16	1.08	0.97
流动资产合计	3,047	3,365	4,452	4,667	现金比率	0.45	0.94	0.84	0.48
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	42.1%	40.5%	41.7%	30.3%
固定资产	208	216	221	224	经营效率				
无形资产	81	111	136	161	总资产周转率	0.36	0.47	0.59	0.75
非流动资产合计	1,161	1,261	1,330	1,393	每股指标 (元)				
资产合计	4,208	4,627	5,781	6,060	每股收益	-0.04	0.87	1.93	2.66
短期借款	9	9	9	9	每股净资产	7.62	8.60	10.53	13.20
应付账款及票据	449	399	580	827	每股经营现金流	-0.98	1.92	0.72	-2.65
其他流动负债	944	953	1,210	388	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,403	1,361	1,799	1,224	估值分析				
长期借款	131	256	356	356	PE	-2,052.50	93.85	42.58	30.82
其他长期负债	236	257	257	257	PB	11.49	9.54	7.80	6.22
非流动负债合计	367	513	613	613					
负债合计	1,770	1,874	2,411	1,837					
股本	320	320	320	320					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,438	2,753	3,370	4,223					
负债和股东权益合计	4,208	4,627	5,781	6,060					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。