

%

精测电子 (300567. SZ)

显示业务逐步修复，半导体业务先进制程加速成长

优于大市

核心观点

1Q25 公司营收同比增长 64.92%。公司主要从事显示、半导体及新能源检测系统的研发、生产与销售。2024 年公司实现营收 25.65 亿元 (YoY +5.59%)，归母净利润为 -0.98 亿元 (YoY -165.02%)，业绩短期承压主要原因系：(1) 下调部分显示产品价格导致显示业务毛利率同比下降 9.02pct，新能源业务亏损约 0.89 亿元；(2) 半导体业务虽实现营收 7.68 亿元 (YoY +94.65%)，但研发投入较高占公司研发投入 49%，仍处投入期。进入 1Q25，公司利润端环比改善，单季度实现营收 6.89 亿元 (YoY +64.92%，QoQ -6.13%)，归母净利润 0.38 亿元 (YoY +336.1%，QoQ +121.9%)，毛利率 41.75% (YoY -5.26pct，QoQ +10.41pct)，显示与半导体业务毛利率逐步改善。

半导体业务先进制程应用顺利推进，在手订单 16.68 亿元。1Q25 半导体业务实现销售收入 2.12 亿元，同比增长 63.71%；截至 1Q25 公司半导体业务在手订单为 16.68 亿元，占公司总在手订单的 59%，为公司未来业绩增长的核心支撑。目前公司 14nm 先进制程工艺节点的明场缺陷检测设备已正式交付客户；其他部分主力产品（如膜厚、OCD、电子束设备）已完成 7nm 先进制程的交付及验收，并取得先进制程重复性订单；更先进制程的产品正在验证中，预计薄膜量测、明场等新产品线将贡献新的增长点。

显示业务稳健复苏，新兴应用打开增长空间。1Q25 显示业务实现销售收入 3.82 亿元，同比增长 42.46%，毛利率有所回升。在手订单约 7.64 亿元，随着行业正逐渐走出周期性底部，OLED 技术日趋成熟，中大尺寸 OLED（如京东方 G8.6 OLED 项目）的新建投资有望为公司带来持续需求。同时，公司在 AR/VR 等新兴显示领域布局深入，已获得全球头部客户 Micro OLED 检测及 AR 光学模组检测设备独家订单，并持续收获重复性订单。

1Q25 公司研发投入同比增加 11.4%，重点聚焦半导体业务。1Q25 公司半导体检测领域研发投入 0.76 亿元 (YoY +32.31%，占 50.3%) 为重点发展方向；传统优势—显示检测领域研发投入 0.62 亿元 (YoY -1.94%，占 41.1%)，保持稳定；新能源领域受行业下行影响研发投入 0.13 亿元 (YoY -12.56%，占 8.6%)，稳步收缩。

投资建议：我们看好半导体量检测设备的国产化空间和公司产品技术与客户拓展的领先优势，预计 2025-2027 年归母净利润 2.07/3.26/4.61 亿元，当前股价对应 25-27 年 PE 78/49/35 倍，给予“优于大市”评级。

风险提示：下游客户扩产进度低于预期；设备验证进度不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,429	2,565	3,320	4,082	4,773
(+/-%)	-11.0%	5.6%	29.4%	23.0%	16.9%
净利润(百万元)	150	-98	207	326	461
(+/-%)	-44.8%	-165.0%	312.0%	57.5%	41.6%
每股收益(元)	0.54	-0.36	0.74	1.17	1.65
EBIT Margin	-0.2%	-8.8%	1.6%	6.2%	8.9%
净资产收益率(ROE)	4.1%	-2.8%	5.4%	8.1%	10.9%
市盈率(PE)	106.6	-161.5	77.7	49.3	34.9
EV/EBITDA	165.9	-284.7	53.0	33.4	25.3
市净率(PB)	4.32	4.55	4.17	4.00	3.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

S0980524100002

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

60.00 元

收盘价

16785/12131 百万元

总市值/流通市值

86.88/44.30 元

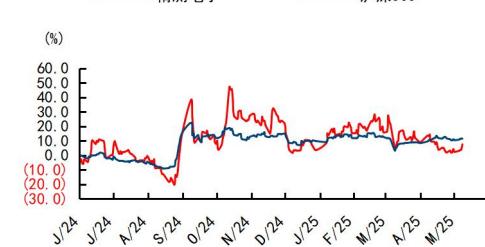
52 周最高价/最低价

443.17 百万元

近 3 个月日均成交额

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

市场走势



相关研究报告

精测电子：高端检测设备领先企业

公司主要从事显示、半导体及新能源检测系统的研发、生产与销售，形成多领域协同发展的业务格局。在显示领域，公司产品覆盖 LCD、OLED、Mini-LED 等全品类显示器件，核心设备包括信号检测系统、AOI 光学检测系统、OLED 调测系统等，该领域发展与下游平板显示产业紧密联动，受益于新产线投资与技术升级需求。在半导体领域，公司构建了前道、后道测试设备矩阵。前道检测聚焦晶圆加工环节，利用膜厚量测、光学关键尺寸量测等设备，对晶圆加工参数和缺陷进行物理性检测；后道测试设备则在封装阶段对芯片电性能展开检测，确保产品符合性能标准。在新能源领域，公司产品聚焦锂电池生产与检测环节，包括锂电池切叠一体机、CT & XRAY 无损检测机、化成分容系统等设备、CIR 组装配线。

图1：公司产品布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

半导体量检测是公司未来主要增长点。子公司武汉精鸿聚焦自动测试设备，老化产品线实现批量供货，CP/FT 产品线完成订单交付；上海精测深耕前道量检测，多项核心产品处于国内领先地位，如膜厚系列、OCD 设备等已获先进制程订单。公司半导体领域订单主要来源于前道量检测领域，前道量检测领域订单占半导体领域订单九成以上，后道检测等领域尚处于市场培育阶段，占公司半导体领域营收和订单的比例较低。24 年公司半导体业务收入达 7.68 亿元，同比增长 94.65%，占公司整体营收近 30%；在手订单约 16.68 亿元，占整体订单超半数，成为业绩核心支撑；1Q25 公司半导体收入 2.12 亿元，同比增长 63.71%。在先进制程部分，公司 14nm 先进制程明场缺陷检测设备已交付，部分主力产品完成 7nm 制程交付验收，先进制程产品占比不断提升，膜厚产品、OCD 设备以及电子束缺陷复查设备已取得先进制程重复性订单。先进制程产品占公司整体营收和订单的比例不断增加，预计后续会成为公司业绩的核心驱动力。此外，公司增资湖北星辰深化合作，并收购芯盛智能股权布局先进封装技术。

图2: 公司半导体量检测产品布局情况

量测系统 Metrolgy System									
领域	CD SEM	Dielectric THK	Metal THK	OCD	Profiler	Dose	FTIR	RS-4PP	CMP inline THK / OCD
工艺	电子束线量测 eMetric系列	介质薄膜量测 EFILM系列	金属薄膜量测 MetaPAM系列	光学关键尺寸量测 EPROFILE系列	形貌量测 TG系列	注入能量量测 DM系列	外延薄膜量测 Scale系列	方块电阻量测 j-Metron3201	集成式薄膜量测 EFILM IM系列
产品型号									
检测系统 Inspection System									
领域	Pattern Inspection		Unpattern Inspection		SEM Inspection		FIB SEM		
工艺	亚微米级缺陷检测 WST系列 / Dolphin系列	BFI瑕疵缺陷检测 BFI系列	Particle Count 裸片缺陷计数 Vega系列	Review SEM eView系列	In Line FIB iView系列	失效分析TEM制样 AeroScan系列			
产品型号									
测试系统 Test System									
领域	WAT		ATE			Probe Card			
工艺	电性测试 J-Metron5000系列	SOC芯片功能测试 J-Metron6000系列	Memory CP测试 JH6800系列	Memory BI测试 JH5302 / JH5400 JH5500 / JH5510	Memory FT测试 JH8800系列	悬臂探针卡 Cobra / 2D MEMS	垂直探针卡 WAT探针卡		
产品型号									

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

显示检测是公司的优势领域，产品技术行业领先。公司显示领域产品布局覆盖传统与新型显示器件制程，涵盖电测调试系统、AOI光学检测、自动化装备集成、微显示缺陷检测、AR/VR 制程设备、AI 检测软件及智能光学仪器等，形成“光、机、电、算、软”一体化解决方案。公司在 Module 制程检测已居行业前列，Cell 制程检测收入快速增长并实现全覆盖，Array 制程亦通过技术积累开始涉足；在新型显示领域公司重点布局 OLED 扩产、中大尺寸 OLED 新建需求及 AR/VR 产业链。公司尽管受宏观经济影响 24 年显示领域销售收入同比下降 8.98%，进入 25 年显示测试领域逐渐走出周期性底部，LCD 大尺寸、超大尺寸预计仍存在扩线投资需求；OLED 技术日趋成熟，应用场景和销售占比逐步增加，1Q25 公司显示板块实现销售收入 3.82 亿元，同比增长 42.46%，显示领域在手订单约 7.64 亿元。

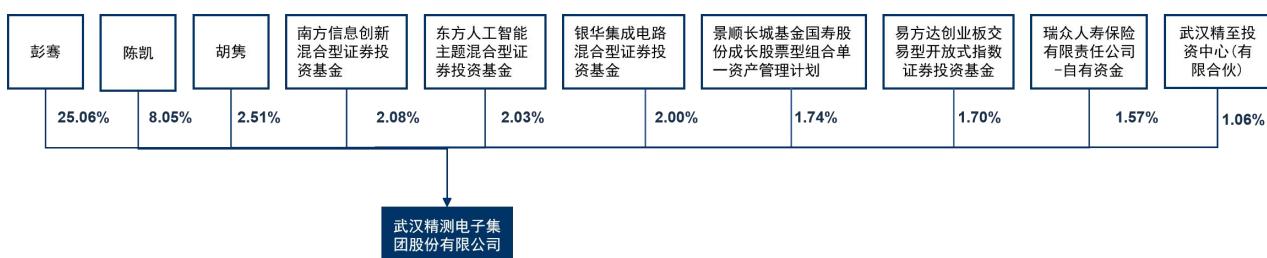
图3: 公司显示检测产品布局

产品类别	产品类型	产品用途	具体产品
信号检测系统		信号检测系统可提供多种信号接口并支持通道配置，通过灵活简易的UI控制，为显示模组提供信号、图像、高精度电源，驱动模组在被测环境 LCD模组信号检测系统、LCDCELL信号检测工作，便于快速检查出被测品缺陷。可针对显示面板、显示模组的显示 系统、Touchpanel检测系统、LED点灯检测效果和电气参数等进行多功能检测，适用于显示面板和模组的研发、生 设备等产、信赖性试验等环节的全面测试需求	
AOI光学检测系统	平板显示检测设备	通过单个或多个高清工业相机、亮色度仪器自动扫描被测品采集图像，运用系统软件进行图形采集识别等处理，识别待测物缺陷并对缺陷进行 OCAPI检测系统、LCD在线AO检测系统、分类分等，修复Mura类缺陷。可针对模组、面板、背光的光学、图像、大尺寸LCDDeMura设备、宏观检查机、微观等进行多功能自动检测和量化评价，适用于被测品的产线测试需求 观检查机等	
OLED调测系统		OLED调测系统为被测品提供视频信号、微安级超高精度电源，便于快 OLED模组检测系统、OLEDCELL图形速度检查出待测物缺陷。可针对OLEDCELL、模组、触控效果的光学特性、检测系统、OLED光学检测系统、电气特性进行多功能检测，整合工业相机及亮色度仪器，可实现亮色度 OLEDgamma调测系统、OLEDMura补偿系曲线的校正，显示缺陷自动检测，灰度补偿等；适用于产品研发、生产、统、OLED寿命检测系统、OLED光学量化评估信赖性试验等完整测试需求	
平板显示自动化设备		通过单个和多个机械模组、运动单元、控制系统以及影像系统实现面板的清洁、吸附、移载、旋转、精密定位、自动压接、点亮、检测、打标、框胶检查机、膜厚测量机、Opencell线体、扫码、量测、老化测试、自动包装、自动堆栈等功能，可用于平板显示 PCB检测机、清洗机、分选机、自动包装机、生产全制程	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

新能源业务短期承压，在手订单为 4.21 亿元。公司主要产品为锂电池生产及检测设备，主要用于锂电池电芯组装配和检测环节等，包括锂电池切叠一体机、CT & XRAY 无损检测机、化成分容系统、CIR 组装配线、锂电池视觉检测系统和 BMS 检测系统等，24 年受锂电池行业增速放缓，行业阶段性供需失衡影响，公司收入 1.67 亿元同比下降 30.71%，在手订单约 4.12 亿元。

图4：公司股权结构（截至 25 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司研发团队覆盖电子、光学、计算机、信息工程及自动化等领域。公司是国内较早从事平板显示检测系统业务公司之一，公司主要创始人具有多年的市场经验和研发能力，管理层具有丰富的行业经验。公司研发部门员工人数已超过公司员工总数的 50%，涵盖电子、光学、计算机、信息工程及自动化等多个专业。研发团队中的核心成员均具有专业教育背景，参与过显示行业多项研发项目和公司新产品开发项目，在平板显示检测技术的研发方面具有丰富的实践经验。在半导体领域，目前公司是国内半导体检测设备领域领军企业之一，公司具备半导体设备的设计制造、工艺制程、软件开发与应用等多种学科人才。

表1：公司主要成员介绍（截至 25 年 3 月 31 日）

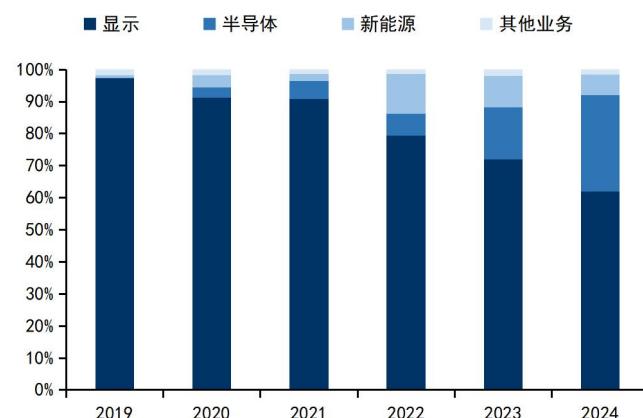
姓名	职务	出生年份	个人简介
彭骞	董事长，董事，总经理	1974	硕士研究生学历，工商管理专业。1997 年 6 月至 2004 年 6 月，任广州爱斯佩克环境仪器有限公司营业部副部长，从事市场销售；2004 年 6 月至 2005 年 11 月为创业筹备期；2005 年 11 月至 2009 年 8 月任武汉英泰斯特电子技术有限公司执行董事，从事市场销售；2006 年 6 月至 2010 年 12 月任广州华测电子技术有限公司执行董事、经理，从事市场销售；2006 年 4 月至今，历任精测电子监事、执行董事、经理、董事长兼总经理，全面负责公司经营。现任精测电子董事长、总经理。
刘荣华	董事，副总经理	1985	本科学历，自动化专业。2006 年加入精测电子，历任公司研发工程师、项目经理、产品经理、事业部经理，负责技术与产品的规划、研发、运营；在武汉精立等重要子公司担任董事、总经理等职务。现任精测电子董事、副总经理、显示事业群总经理、新能源事业群总经理。
马骏	董事，副总经理	1979	博士研究生学历，凝聚态物理专业。2007 年 7 月至 2015 年 6 月，任上海天马微电子有限公司技术开发部经理、研发中心副总工程师、研发中心总监、高级总监；2015 年 6 月至 2017 年 11 月，任天马微电子股份有限公司助理总经理；2017 年 12 月至 2020 年 11 月，兼任天马微电子股份有限公司顾问；2018 年加入精测电子，在上海精测等重要子公司担任董事、总经理等职务。现任精测电子董事、副总经理、半导体事业群总经理。
刘炳华	董事，副总经理，董事会秘书	1988	本科学历，法学专业。2011 年任职于深圳市瑞凌实业集团股份有限公司证券部，2012 年加入精测电子证券部，历任证券部经理、证券事务代表。现任精测电子副总经理、董事会秘书。
游丽娟	财务负责人	1979	本科学历，会计专业。2002 年至 2013 年先后任职于人人乐连锁商业集团股份有限公司、湖北致远科技集团股份有限公司、武汉康普常青软件技术股份有限公司，主要从事财务工作。2013 年 10 月至 2020 年 5 月，担任公司财务部经理。现任精测电子财务负责人。

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

公司显示检测与半导体检测研发投入持续提升，收入均保持稳步扩展。公司 24 年研发投入 7.31 亿元，同比 10.78%，占营业收入 28.48%。重点方向仍为半导体检测：显示检测领域研发投入 3.15 亿元，同比 4.23%；半导体检测领域研发投入 3.58 亿元，同比增长 32.76%；新能源领域有所收缩研发投入 0.57 亿元，同比下降 34.38%。

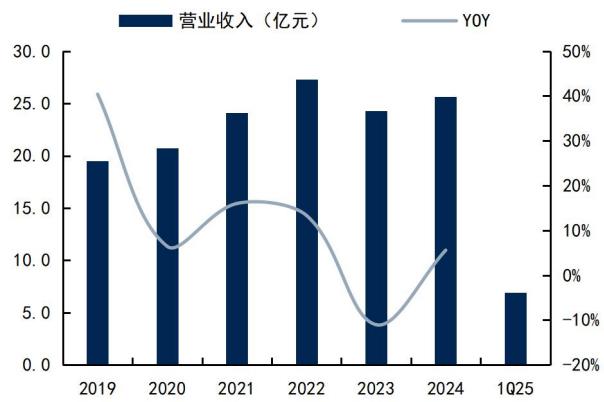
图5: 近年公司研发投入情况 (亿元, %)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

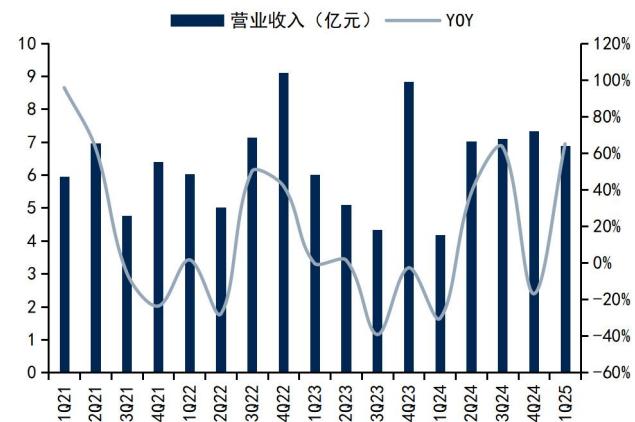
图6: 公司近五年主营业务分产品营收结构 (%)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2020–2024 年收入 CAGR 约为 5.4%，1Q25 营收同比增长 64.92%。1Q25 营业收入 6.89 亿元，同比增长 64.92%，其中半导体实现收入 3.82 亿元，同比增长 42.46%；新能源领域收入 0.77 亿元，同比增长 429.71%；显示板块收入 3.82 亿元，同比增长 42.46%。显示业务逐步走出底部，半导体业务持续保持加速增长。

图7: 公司营收及同比增速 (亿元, %)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

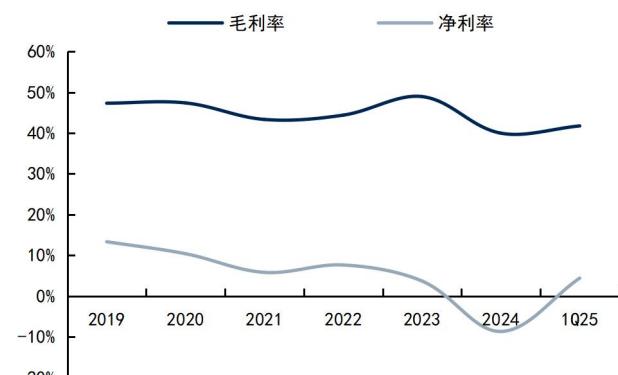
图8: 公司单季度营收及增速 (亿元, %)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

24 年受显示与新能源影响公司利润承压，1Q25 净利润随毛利率改善环比修复。24 年公司显示、新能源领域承压，公司下调了部分显示领域的產品价格，导致公司显示领域毛利率下降 9.02pct，显示领域的净利润出现较大幅度下滑。在新能源领域 24 年则亏损约为 8,900 万元，影响整体公司盈利情况。公司半导体领域营业收入 7.68 亿元，同比增长 94.65%，但由于半导体设备投入周期长，半导体研发投入占公司研发投入近 49%，仍处于投入期，未来有望通过长时间投入形成较高护城河，逐步进入利润释放阶段。进入 1Q25，随半导体及显示领域毛利率改善，公司实现归母净利润 0.38 亿元 (YoY+336.06%)。

图9: 公司单季度扣非归母净利润及同比增速(亿元, %)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

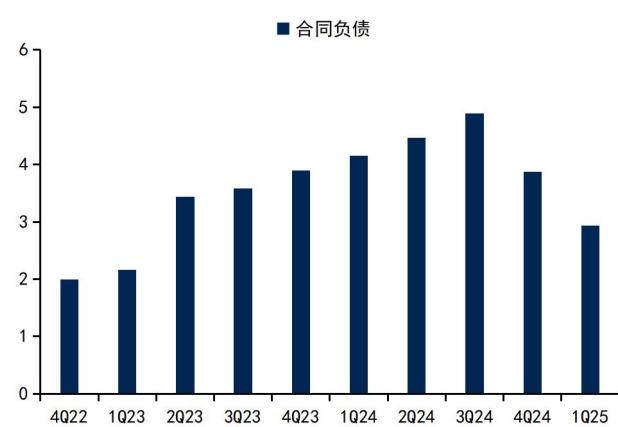
图10: 公司毛利率结构 (%)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

量测设备市场持续增长，公司半导体设备领域在手订单约 16.68 亿元。根据 VLSI 统计，2023 年全球半导体检测和量测设备市场规模达 128.3 亿美元，占全球半导体设备市场约 13%。中国大陆半导体检测与量测设备市场规模达到 43.60 亿美元，2019 年至 2023 年的年均复合增长率为 26.61%。随制程越来越先进、工艺环节不断增加，对工艺控制提出了更高的要求，检测设备与量测设备的技术要求及需求量持续提升。受益于国产化替代，公司在手订单稳定增长，应用在前沿工艺的在手订单占据较高比例，预计未来产品结构有望持续优化提升。

图11: 19-23 年中国大陆半导体量检测设备市场规模及增速


资料来源: VLSI, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司单季度合同负债变化情况(亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

目前公司业务矩阵主要包括显示、半导体和新能源设备，参考公司在手订单增长情况，业务收入预期如下：

显示设备：公司显示领域产品布局覆盖传统与新型显示器件制程，涵盖电测调试系统、AOI 光学检测、自动化装备集成、微显示缺陷检测、AR/VR 制程设备、AI 检测软件及智能光学仪器等，形成“光、机、电、算、软”一体化解决方案。进入 25 年显示测试领域逐渐走出周期性底部，LCD 大尺寸、超大尺寸预计仍存在扩线投资需求；OLED 技术日趋成熟，应用场景和销售占比逐步增加，预计 25-27 年公司显示领域收入约 17.50/18.37/19.29 亿元，对应毛利率保持基本稳定 44.86%/44.36%/43.86%。

半导体设备：子公司武汉精鸿聚焦自动测试设备，老化产品线实现批量供货，CP/FT 产品线完成订单交付；上海精测深耕前道量检测，多项核心产品处于国内领先地位，如膜厚系列、OCD 设备等已获先进制程订单。在先进制程部分，公司 14nm 先进制程明场缺陷检测设备已交付，部分主力产品完成 7nm 制程交付验收，先进制程产品占比不断提升，预计后续会成为公司业绩的核心驱动力。随着国内半导体扩产，结合公司在手订单情况，预计 25-27 年半导体设备收入约 13.44/20.16/26.21 亿元，对应毛利率 47.25%/47.75%/47.95%。

新能源设备：主要产品为锂电池生产及检测设备，用于锂电池电芯组装配和检测环节等，包括锂电池切叠一体机、CT & XRAY 无损检测机、化成分容系统、CIR 组装配线、锂电池视觉检测系统和 BMS 检测系统等，24 年受锂电池行业增速放缓，行业阶段性供需失衡影响，公司收入 1.67 亿元同比下降 30.71%，目前行业短期承压，公司研发投入有所收缩，预计 25-27 年营收 1.75/1.67/1.5 亿元。

表2：公司营业收入及毛利率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	24.29	25.26	32.69	40.20	47.00
YoY	-11%	4%	29%	23%	17%
显示	17.48	15.91	17.50	18.37	19.29
YoY	-19%	-9%	10%	5%	5%
占比	72%	63%	54%	46%	41%
毛利率	49.72%	38.36%	44.86%	44.36%	43.86%
半导体	3.95	7.68	13.44	20.16	26.21
YoY	116%	95%	75%	50%	30%
占比	16%	30%	41%	50%	56%
毛利率	52.83%	45.75%	47.25%	47.75%	47.95%
新能源	2.41	1.67	1.75	1.67	1.50
YoY	-30%	-31%	5%	-5%	-10%
占比	10%	7%	5%	4%	3%
毛利率(%)	35.55%	30.81%	27.81%	26.31%	25.31%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预计公司 2025-2027 年营收分别为 32.69/40.20/47.00 亿元，同比 +29%/23%/17%，综合毛利率为 44.93%/45.31% /45.55%。

未来 3 年业绩预测

研发费率：随着半导体扩产和公司产品放量收入增长，我们认为研发费率将逐步下降，假设 2025–2027 年研发费率分别为 25.41%/23.03%/21.37%。

管理费率：随着规模逐步扩大，人员规模增长将逐步放缓，我们认为管理费率将逐步下降，假设 2025–2027 年管理费率分别为 10.81%/9.80%/9.09%。

销售费率：随着半导体扩产和公司销售网络逐步完善后，我们认为销售费率将逐步下降，假设 2025–2027 年销售费率分别为 6.56%/5.95%/5.95%。

表3：公司未来 3 年盈利预测表（单位：亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2429	2565	3320	4082	4773
营业成本	1240	1540	1828	2233	2599
销售费用	229	187	218	243	284
管理费用	298	308	338	372	399
研发费用	641	724	843	940	1020
财务费用	51	78	41	99	124
营业利润	129	(216)	172	297	429
利润总额	127	(214)	170	296	429
归属于母公司净利润	150	(98)	207	326	461
EPS（元）	0.54	-0.36	0.74	1.17	1.65
ROE（%）	4.1%	-2.8%	5.4%	8.1%	10.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，我们预计 2025–2027 年营收分别为 32.69/40.20/47.00 亿元，对应增速+29%/23%/17%。我们预计 2025–2027 年公司归母净利润分别为 2.07/3.26/4.61 亿元，对应增速+312%/57.5%/41.6%。

盈利预测情景分析

我们对盈利预测进行情景分析，以前述假设为中性情形，则预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 2.07/3.26/4.61 亿元。

悲观情形：若行业涨价低于预期及公司产品价格下跌，假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形下降 5%，营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形上升 5%，则预计公司 25–27 年归母净利润为 0.09/1.11/2.16 亿元。

乐观情形：若行业涨价超预期或公司业务拓展超预期，假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形上升 5%，营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形下降 5%，则预计公司 25–27 年归母净利润为 4.09/5.49/7.19 亿元。

表4: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,429	2,565	3,358	4,167	4,908
(+/-%)	-11.0%	5.6%	30.9%	24.1%	17.8%
净利润(百万元)	150	-98	409	549	719
(+/-%)	-44.8%	-165.0%	519.5%	34.1%	31.0%
摊薄 EPS	0.54	-0.36	1.46	1.96	2.57
中性预测					
营业收入(百万元)	2,429	2,565	3,320	4,082	4,773
(+/-%)	-11.0%	5.6%	29.4%	23.0%	16.9%
净利润(百万元)	150	-98	207	326	461
(+/-%)	-44.8%	-165.0%	312.0%	57.5%	41.6%
摊薄 EPS	0.54	-0.36	0.74	1.17	1.65
悲观预测					
营业收入(百万元)	2,429	2,565	3,282	3,998	4,641
(+/-%)	-11.0%	5.6%	28.0%	21.8%	16.1%
净利润(百万元)	150	-98	9	111	216
(+/-%)	-44.8%	-165.0%	109.2%	1136.6%	94.1%
摊薄 EPS	0.54	-0.36	0.03	0.40	0.77
总股本(百万股)	278	274	280	280	280

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年收入增长+29.4%/23.0%/16.9%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利分别为44.93%/45.31%/45.55%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受下游晶圆厂验收节奏影响较大，我们预计下游晶圆厂扩产保持稳定，若下游晶圆厂扩产不及预期，延缓公司新设备导入和在手订单验收节奏，存在未来3年业绩预期高估的风险。

经营风险

产品研发及市场推广风险：公司新产品研发投入短期内对公司的经营业绩造成一定的影响。半导体设备行业受下游市场需求波动的影响较大，如果未来宏观经济发生剧烈波动，下游客户设备需求存在下降或放缓的情况。

下游需求不及预期的风险。半导体设备行业受下游市场需求波动的影响较大，如果未来宏观经济发生剧烈波动，下游客户设备需求存在下降或放缓的情况，从而对生产经营产生不利影响。

核心零部件采购受限的风险。随着未来公司经营规模快速增长，若部分核心零部件供应商生产能力无法满足公司采购需求，有可能导致公司生产进度、交付周期等受到影响；此外贸易摩擦等因素有可能导致部分核心零部件供应商减少或者停止对公司零部件的供应，进而对生产经营产生不利影响。

客户集中风险。公司下游行业企业主要为规模较大的面板或模组厂商、集成电路厂商和锂电池厂商，行业产能集中度高。公司22年-24年前五大客户销售额占同期营业收入的比例分别为63.52%、59.55%和45.46%，客户集中情况较为明显。若公司因产品和服务质量不符合主要客户要求导致双方合作关系发生重大不利变化，或主要客户未来因经营状况恶化导致对公司的直接订单需求大幅下滑，均将可能对公司的经营业绩产生不利影响。

财务风险

政府补助与税收优惠政策变动的风险：公司承担了多项国家级、省级和市级科研项目，并获得一定规模的政府补助。如果相关政府部门对公司所处行业的政策支持力度减弱或其他产业政策发生不利变化，公司取得的政府补助金额可能有所降低，进而对公司的经营业绩造成一定的影响。此外公司可享受高新技术企业所得税的优惠税率，如果国家或地方政府的税收优惠政策发生不可预测的调整，或者公司不能持续获得高新技术企业资质认定，公司的盈利水平将面临降低的风险。

毛利率水平波动的风险：公司客户包半导体、显示及新能源等企业，客户产品性能要求和采购预算等有所不同，导毛利率存在一定差异。未来若公司不能保持技术优势并把握下游市场需求持续提升产品性能，或者行业竞争加剧导致主要产品价格下降，亦或公司成本控制能力下降，可能导致公司毛利率水平出现波动，给公司的经营带来一定风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1850	1739	1391	1391	1391	营业收入	2429	2565	3320	4082	4773
应收款项	1529	1273	1647	2026	2368	营业成本	1240	1540	1828	2233	2599
存货净额	1489	1928	1902	2209	2451	营业税金及附加	27	31	38	43	48
其他流动资产	614	624	792	962	1114	销售费用	229	187	218	243	284
流动资产合计	5482	5563	5732	6587	7325	管理费用	298	308	338	372	399
固定资产	2640	2892	3133	3243	3058	研发费用	641	724	843	940	1020
无形资产及其他	298	315	302	290	277	财务费用	51	78	41	99	124
其他长期资产	500	480	480	480	480	投资收益	10	(15)	29	8	8
长期股权投资	302	827	827	827	827	资产减值及公允价值变动	(25)	(37)	(31)	(31)	(33)
资产总计	9221	10076	10474	11427	11967	其他	202	139	160	168	155
短期借款及交易性金融负债	1356	1696	1559	1886	1751	营业利润	129	(216)	172	297	429
应付款项	954	1085	1126	1377	1609	营业外净收支	(2)	2	(2)	(1)	(0)
其他流动负债	642	675	725	865	999	利润总额	127	(214)	170	296	429
流动负债合计	2952	3455	3411	4128	4358	所得税费用	37	8	3	6	9
长期借款及应付债券	1635	1879	1879	1879	1879	少数股东损益	(61)	(125)	(41)	(35)	(41)
其他长期负债	415	553	630	723	825	归属于母公司净利润	150	(98)	207	326	461
长期负债合计	2051	2432	2509	2602	2704	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	5002	5887	5920	6729	7062	净利润	89	(223)	166	291	420
少数股东权益	514	726	685	650	609	资产减值准备	10	21	16	16	18
股东权益	3706	3464	3854	4017	4247	折旧摊销	132	149	361	433	492
负债和股东权益总计	9221	10076	10458	11396	11919	公允价值变动损失	15	16	15	15	15
						财务费用	66	83	41	99	124
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(379)	150	(347)	(372)	(268)
每股收益	0.54	(0.36)	0.74	1.17	1.65	其它	33	1	(56)	(115)	(141)
每股红利	0.48	0.45	0.37	0.58	0.82	经营活动现金流	(32)	197	195	366	660
每股净资产	13.32	12.63	13.78	14.36	15.18	资本开支	(515)	(427)	(589)	(530)	(295)
ROIC	-0%	-4%	0%	2%	4%	其它投资现金流	(43)	(564)	0	0	0
ROE	4%	-3%	5%	8%	11%	投资活动现金流	(558)	(991)	(589)	(530)	(295)
毛利率	49%	40%	45%	45%	46%	权益性融资	309	357	286	0	0
EBIT Margin	-0%	-9%	2%	6%	9%	负债净变化	44	496	0	0	0
EBITDA Margin	5%	-3%	13%	17%	19%	支付股利、利息	(135)	(123)	(103)	(163)	(231)
收入增长	-11%	6%	29%	23%	17%	其它融资现金流	1353	(45)	(137)	327	(135)
净利润增长率	-45%	-165%	312%	58%	42%	融资活动现金流	1571	686	46	164	(365)
资产负债率	60%	66%	63%	65%	64%	现金净变动	983	(107)	(348)	0	0
息率	0.9%	0.8%	0.7%	1.0%	1.5%	货币资金的期初余额	797	1779	1673	1325	1325
P/E	106.6	(161.5)	77.7	49.3	34.9	货币资金的期末余额	1779	1673	1325	1325	1325
P/B	4.3	4.6	4.2	4.0	3.8	企业自由现金流	(765)	(361)	(523)	(223)	344
EV/EBITDA	165.9	(284.7)	53.0	33.4	25.3	权益自由现金流	631	90	(768)	(13)	88

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032