



金海通 (603061.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

深耕半导体测试分选机领域，

三温分选机打开成长空间

投资逻辑

公司深耕集成电路测试分选机领域，三温分选机成为新增长点。公司聚焦平移式分选机，产品包括 EXCEED6000 系列、8000 系列以及可用于三温领域的 9000 系列等，24 年公司测试分选机收入占主营业务收入比重达 87%。公司客户覆盖安靠、长电科技、通富微电等封测厂商，博通、瑞萨等 IDM 企业，以及兴唐通信、澜起科技、艾为电子等 IC 设计和通信公司。根据信通院，1-4M25 国内手机出货量 9471 万部，同比+3.5%，国内手机销量稳中有增。根据中国汽车工业协会，1-4M25，我国汽车产销量分别为 1018 万辆和 1006 万辆，分别同比+12.9%和 10.8%。以旧换新补贴确认年内持续，看好整车板块复苏及 2H25 车市需求。三温分选机下游主要为汽车，汽车电子需求带动三温分选机业务增长。公司的三温分选机 EXCEED9000 机型收入占比持续提升，根据公司公告，24 年收入占比提升至 25.8% (23 年占比为 11.5%)。

平移式测试分选设备市场稳中向好，公司市占率有望进一步提升。根据恒州博智，22 年全球 IC 测试分选机市场规模为 17.9 亿美元，预计 29 年将达 39.8 亿美元，CAGR=12%。根据半导体产业纵横的数据，中国大陆半导体设备市场占全球比重由 20 年的 26.3%提升至 24 年的 42.3%。公司产品平移式测试分选机产能稳步扩充，核心零部件加速自产进程。24 年公司的测试分选机产量达 308 台/套。公司聚焦平移式分选机，自研运动控制系统核心软件和算法。国产三温分选机尚处于起步阶段，中国大陆上市公司仅少数推出了三温分选机，传统的重力式和平移式分选机受行业景气度影响短期承压，三温分选机接力成长。

盈利预测、估值和评级

我们预计 25-27 年公司将分别实现营收 6.68 亿、8.96 亿和 11.20 亿元，预计 25-27 年实现归母净利润分别为 1.79 亿元、2.58 亿元和 3.34 亿元，对应 PE 为 28、20、15 倍。考虑公司高端机型的逐步放量，以及下游测试领域拓展至车规等高端芯片领域，给予公司 25 年 35xPE，目标价为 104.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧；客户集中度相对较高；技术研发的风险；限售股解禁；募投项目暂缓或终止；大股东减持。

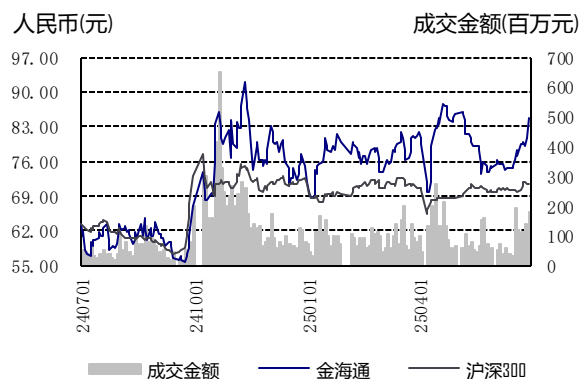
电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：84.55 元

目标价 (人民币)：104.50 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	347	407	668	896	1,120
营业收入增长率	-18.49%	17.12%	64.29%	34.04%	25.10%
归母净利润(百万元)	85	78	179	258	334
归母净利润增长率	-44.91%	-7.44%	128.37%	43.94%	29.46%
摊薄每股收益(元)	1.413	1.308	2.987	4.300	5.566
每股经营性现金流净额	-0.81	0.98	0.30	1.51	3.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.06%	5.96%	12.08%	14.93%	17.32%
P/E	67.21	55.11	28.30	19.66	15.19
P/B	4.07	3.29	3.42	2.94	2.63

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、以平移式测试分选机为核心，产品应用丰富的国产分选机龙头.....	4
二、测试分选设备市场规模持续扩大，国产化进程加快.....	6
2.1 封测厂商密集扩产，测试分选机设备市场需求不断提升.....	6
2.2 分选机国产化水平较低，公司有望加快国产替代.....	9
三、分选机构筑核心优势，突破三温分选机新增长点.....	11
3.1 测试分选机持续升级拓展，打造国际先进水平.....	11
3.2 工业及车规拉动新品需求，三温分选机成为新增长点.....	12
四、盈利预测与投资建议.....	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 投资建议及估值.....	15
五、风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 公司位于测试机产业链中游，下游客户覆盖封测厂、IDM 和设计公司等.....	4
图表 2： 公司股权结构相对分散（截至 2025 年第一季度报告）.....	4
图表 3： 2024 年公司营收恢复增长.....	5
图表 4： 1Q25 公司归母净利润恢复增长.....	5
图表 5： 23 年以来公司研发和销售费率有所下降（单位：%）.....	5
图表 6： 公司测试分选机业务的毛利率有所下降（单位：%）.....	5
图表 7： WSTS 预测 2025-2026 年全球半导体市场将延续增长.....	6
图表 8： 台股集成电路封装测试产业营收当月值（单位：亿新台币）.....	7
图表 9： 2024 年中国大陆集成电路封测市场规模达 3146 亿元，同比+7.14%.....	7
图表 10： 全球半导体测试设备市场规模不断扩大.....	7
图表 11： 2022 年全球半导体测试设备测试机占比最高.....	7
图表 12： 2024 年全球前十大封测厂合计营收为 415.6 亿美元，年增 3%.....	8
图表 13： 2025 年 1-4 月，国内市场手机出货量 9470.8 万部（同比+3.5%）.....	8
图表 14： 中国大陆部分头部封测厂商的在建工程保持增长（单位：百万元）.....	9
图表 15： 中国大陆主要封测厂商持续扩产.....	9
图表 16： 测试分选机主要可分为三个种类.....	10
图表 17： 平移式分选机的占比较高（单位：%）.....	10
图表 18： 中国大陆半导体设备市场全球占比不断增长.....	10
图表 19： 公司投资项目加速高端分选机国产化替代.....	11
图表 20： 公司的主营业务收入体量小于同行业公司（单位：百万元）.....	12



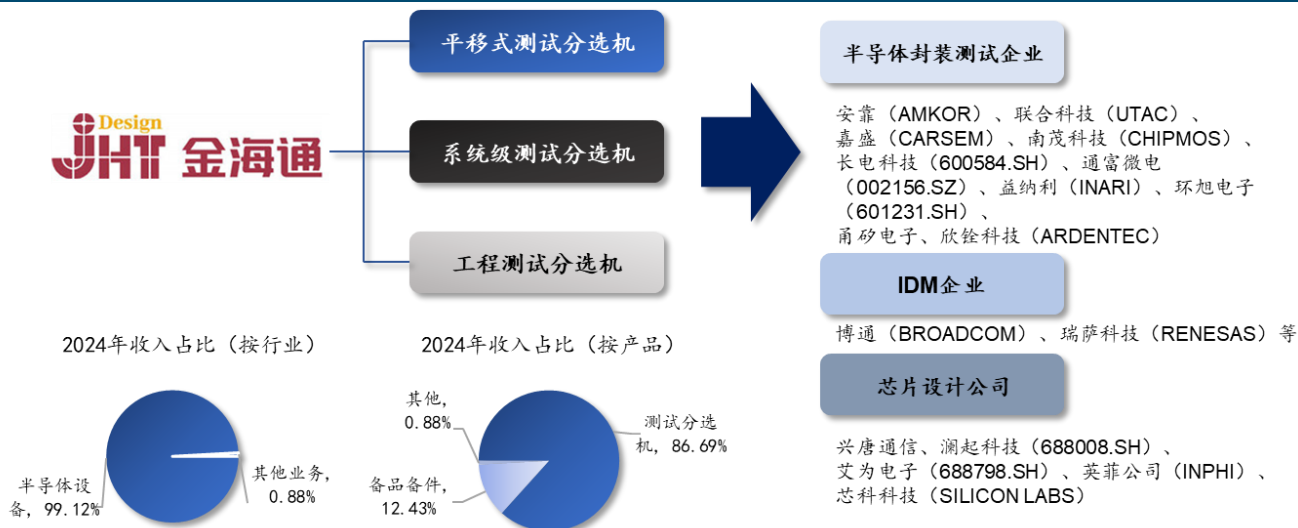
图表 21: 1Q25 公司收入增速行业领先 (单位: %)	12
图表 22: 公司毛利率处于行业平均水平 (单位: %)	12
图表 23: 中国三温分选机市场规模持续扩张	13
图表 24: 汽车电子占三温分选机下游近 1/3 (单位: %)	13
图表 25: 中国三温分选机市场竞争激烈 (单位: %)	13
图表 26: 公司的研发费用率相对稳定 (单位: %)	14
图表 27: 公司高精度温控技术达到国际一流水平	14
图表 28: 公司分业务营收、毛利率预测	15
图表 29: 可比公司估值 (截至 2025 年 6 月 27 日)	16



一、以平移式测试分选机为核心，产品应用丰富的国产分选机龙头

金海通成立于2012年，公司自成立以来就专注集成电路测试分选机的研发、生产和销售，公司主营业务为半导体设备制造，其中按产品分为测试分选机收入和备品备件收入，根据公司公告，2024年公司测试分选机销售收入占主营业务收入比重达86.69%，是公司主营业务收入的主要来源。公司主要产品为平移式测试分选机，产品销往中国大陆、中国台湾、东南亚、欧美等全球市场，广泛应用于半导体封装测试企业、IDM企业（设计制造一体化厂商）、芯片设计及信息通讯公司，覆盖消费电子、汽车电子、AI运算、新能源等高增长赛道，得到国内外客户的广泛认可。

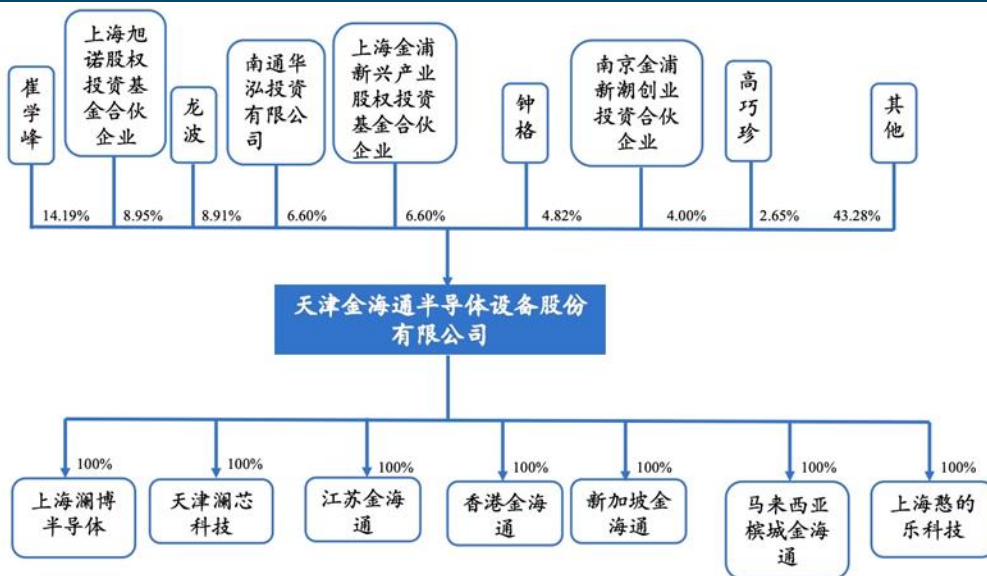
图表1：公司位于测试机产业链中游，下游客户覆盖封测厂、IDM和设计公司等



来源：公司官网，公司招股说明书，Wind，国金证券研究所

公司股权相对分散，核心技术团队从业经验丰富。公司董事长、总经理崔学峰与副总经理龙波为公司的控股股东、实际控制人和一致行动人，其中崔学峰持股比例为14.19%，龙波持股比例为8.91%，两人合计持股23.1%；公司总经理崔学峰和副总经理龙波曾分别在摩托罗拉公司任工程师、软件和测试工程师。崔学峰、龙波和公司研发总监仇藏也曾就职于日月光封装测试（上海）有限公司，分别担任自动化部门经理、软件工程师和设备工程师。

图表2：公司股权结构相对分散（截至2025年第一季度报告）



来源：ifind，国金证券研究所

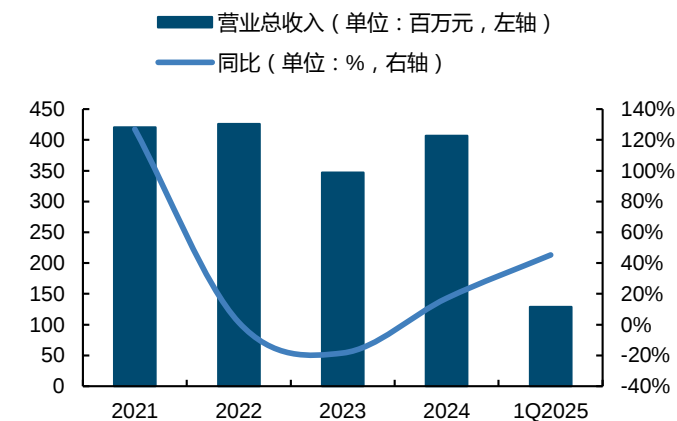
近几年公司业绩表现总体持续向好。2023年受全球半导体行业周期影响，公司营收出现下滑，同比-18.49%。随着部分客户所处细分领域的需求增长、部分区域市场及客户实现



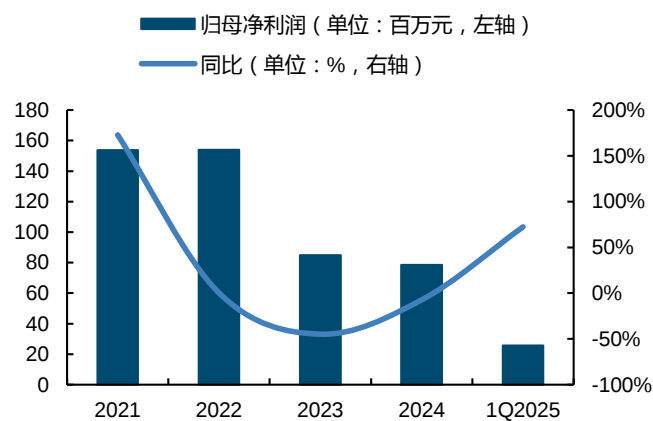
突破、高配置系列产品占比提升等，2024 年公司营收回暖，实现收入 4.07 亿元，同比+17.12%。1Q2025 公司营收 1.29 亿元，同比+45.21%，得益于半导体封测设备需求回暖。公司在 1Q2025 年持续进行技术研发和产品迭代，三温分选机及大平台超多工位测试分选机需求增长，带动销量提升。1Q2025 年公司归母净利润为 2566 万元，同比+72.29%，表明公司主营业务的盈利能力持续增强。

图表3：2024 年公司营收恢复增长

图表4：1Q25 公司归母净利润恢复增长



来源：Wind，国金证券研究所



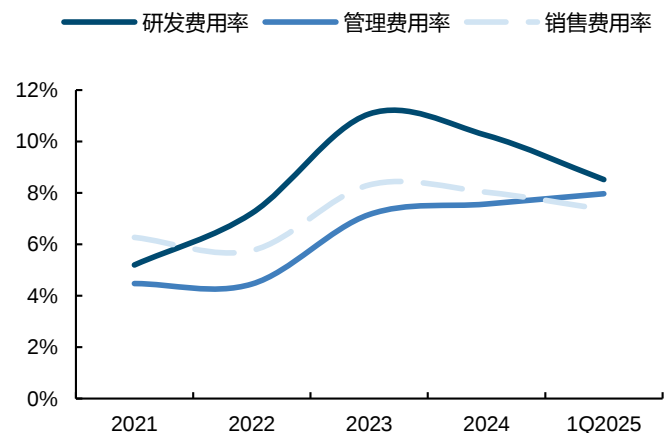
来源：Wind，国金证券研究所

公司持续加大研发力度和市场推广力度，研发费用、销售费用、管理费用等期间费用率 2023 年开始出现小幅提升，影响公司在利润端的表现。2023-2024 年公司归母净利润分别为 0.85/0.78 亿元，分别同比-44.91%和-7.44%。公司于 2024 年实施了员工持股计划，2024 年股份支付费用拖累公司盈利表现，剔除股份支付对期间费用的影响后，公司实现归母净利润 0.87 亿元，同比+2.85%。

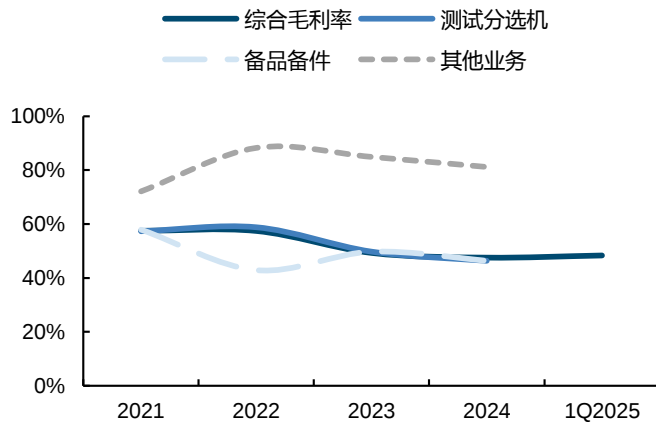
2021-2023 年公司整体的期间费用率呈上升趋势，2023 年起研发和销售费率有所下降。为了能够满足消费电子、人工智能、汽车电子、新能源、5G 等终端领域中不断变化的集成电路测试分选需求，公司不断加大研发力度，对现有产品在温度控制、并测工位、芯片尺寸、上下料方式和压力控制等方面进行创新和技术升级，提升产品竞争力。2024 年公司研发费用为 0.42 亿元，研发费用率为 10.24%，2025 年一季度公司的研发费用率略有下降，为 8.52%。

图表5：23 年以来公司研发和销售费率有所下降 (单位：%)

图表6：公司测试分选机业务的毛利率有所下降 (单位：%)



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

测试分选机业务的毛利率下降是造成公司综合毛利率下降的主要因素。2023-2024 年受市场需求下行等影响，公司产品结构发生变化，毛利率较低的机型占销售收入比重提升，此外部分产品采用委托外协方式进行生产加工导致成本提高。2023 年公司测试分选机业务毛利率为 49.74%，同比降低 9.09%；2024 年毛利率为 46.33%，同比下滑 1.77%，对公



司综合毛利率水平造成负面影响。2023 年至 2025 年一季度公司的销售毛利率分别为 49.21%、47.46%和 48.26%。

二、测试分选设备市场规模持续扩大，国产化进程加快

2.1 封测厂商密集扩产，测试分选机设备市场需求不断提升

继 2024 年呈现复苏迹象后，全球半导体市场正在重回增长轨道。根据 WSTS 的数据，2024 年全球半导体市场规模为 6305 亿美元，同比增长 19.7%。半导体行业协会（SIA）统计 2025 年第一季度全球半导体销售额为 1677 亿美元，比 2024 年第一季度增长 18.8%。展望未来，WSTS 预测 2025 年半导体市场将实现广泛增长，增长 11.2%，使全球市场估值达到 7009 亿美元，增长将主要由逻辑和内存板块推动，预计这两个细分板块的市场将达 5000 亿美元，而其他半导体类别预计将以更温和的个位数增长率增长，预示着行业的整体稳步扩张。到 2025 年，WSTS 预测所有地区都将继续扩张，预计美洲和亚太地区将保持两位数的同比增长。

图表 7: WSTS 预测 2025-2026 年全球半导体市场将延续增长

Spring 2025	Amounts in US\$M			Year on Year Growth in %		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Americas	195,123	230,256	252,472	45.2	18.0	9.6
Europe	51,250	52,969	56,201	-8.1	3.4	6.1
Japan	46,739	47,037	49,776	0.0	0.6	5.8
Asia Pacific	337,437	370,613	402,252	16.4	9.8	8.5
Total World - \$M	630,549	700,874	760,700	19.7	11.2	8.5
Discrete Semiconductors	31,026	30,219	32,733	-12.7	-2.6	8.3
Optoelectronics	41,095	39,290	39,956	-4.8	-4.4	1.7
Sensors	18,923	19,782	20,622	-4.1	4.5	4.2
Integrated Circuits	539,505	611,582	667,390	25.9	13.4	9.1
Analog	79,588	81,642	85,535	-2.0	2.6	4.8
Micro	78,633	77,840	80,186	3.0	-1.0	3.0
Logic	215,768	267,259	286,842	20.8	23.9	7.3
Memory	165,516	184,841	214,826	79.3	11.7	16.2
Total Products - \$M	630,549	700,874	760,700	19.7	11.2	8.5

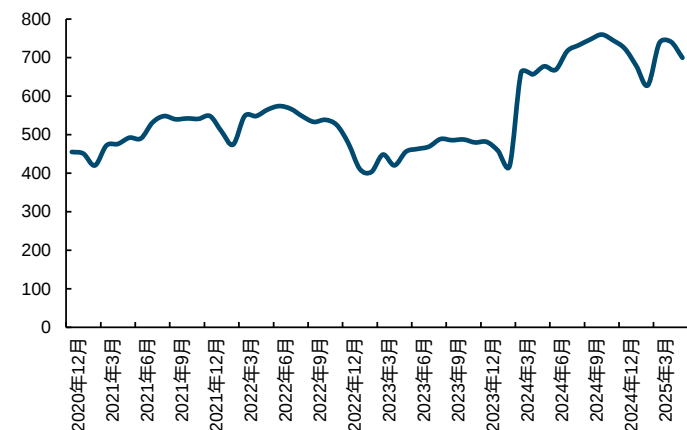
来源：WSTS，国金证券研究所

IDC 预测全球半导体市场 2025 年将实现稳步增长。其中，作为半导体制造的核心，晶圆代工市场在 2025 年预计增长 18%，广义的 Foundry2.0 市场（包括晶圆代工、非存储 IDM、OSAT 和光罩制造）规模将达到 2980 亿美元，同比+11%。长期来看，2024 年至 2029 年的复合年增长率（CAGR）预计为 10%。IDC 指出，AI 需求持续增长和非 AI 需求的逐步复苏是市场向好的主要驱动力。如晶圆代工巨头台积电凭借其在 5nm 以下先进节点和 CoWoS 先进封装技术的优势，AI 加速器订单强劲，预计 2025 年市场份额将扩大至 37%；而在先进封装领域为例，AI 加速器需求激增带动先进封装订单增长，推动行业 2025 年预计增长 8%。

随着全球及中国集成电路市场不断扩大和技术进步，集成电路封测行业需求发展迅速，2019-2023 年中国集成电路封测行业市场规模持续保持增长态势。根据 Wind 的数据，台股集成电路封测行业月度营收从 2024 年 3 月起大幅增长，5M25 台股集成电路封测行业销售额达 699 亿新台币（YoY+3.27%）。根据中商产业研究院的数据，2024 年中国大陆集成电路封测产业销售收入达 3146 亿元（YoY+7.14%），预计 2025 年中国大陆集成电路封测产业销售收入将达到 3303 亿元。集成电路测试分选设备主要面向封测企业、测试代工厂、IDM 企业及芯片设计公司，封测行业有望充分受益于我国集成电路封测行业市场规模的不断扩大，测试分选机需求也将不断上升，测试分选机行业有望维持高景气度。

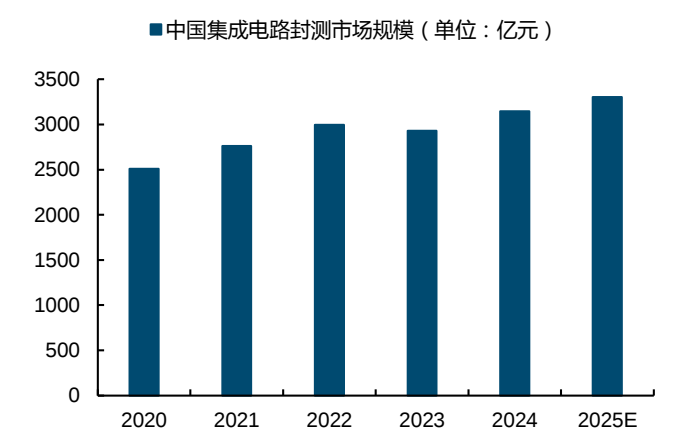


图表8：台股集成电路封装测试产业营收当月值（单位：亿新台币）



来源：Wind，国金证券研究所

图表9：2024年中国大陆集成电路封测市场规模达3146亿元，同比+7.14%

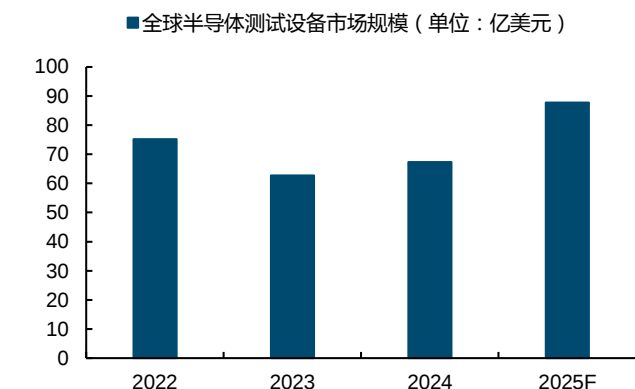


来源：中商产业研究院，国金证券研究所

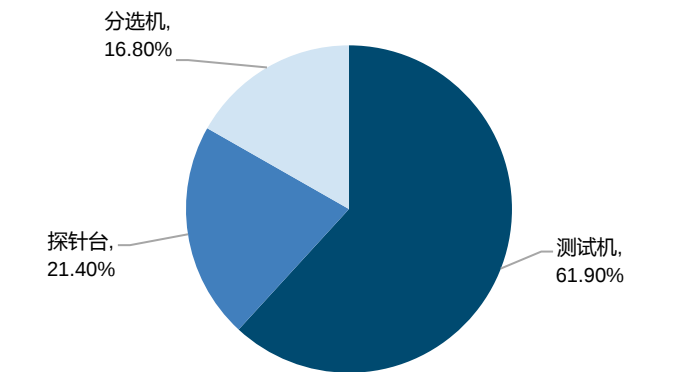
2024年以来，半导体行业景气度逐步复苏，公司下游企业对半导体封装测试设备需求显著回升，全球半导体后端设备市场持续向好，规模不断扩大。根据SEMI的数据，2024年全球半导体设备销售额达到1171亿美元，较2023年的1063亿美元增长10.16%。其中测试设备方面，2022-2023年受国际经济形势和消费电子需求放缓的影响，全球半导体测试设备市场规模出现小幅下滑。2023年全球半导体测试设备的市场规模下降至62.7亿美元，较2021年-16.62%。半导体测试设备市场于2024年起恢复增长，2024年全球半导体测试设备的销售额同比+7.3%，预计2025年半导体测试设备市场规模将达到87.7亿美元(YoY+30.3%)。

图表10：全球半导体测试设备市场规模不断扩大

图表11：2022年全球半导体测试设备测试机占比最高



来源：SEMI，国金证券研究所



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

测试机又称ATE，应用于半导体测试全流程，也是价值量最大的测试设备。市场目前主流的ATE多是在同一测试技术平台通过更换不同测试模块来实现多种类别的测试，提高了平台延展性，因而ATE的生命周期非常长。从半导体测试设备细分市场来看，2022年全球测试机、探针台、分选机的市场规模分别为46.9、16.2和12.7亿美元。

国内半导体封测大厂收入持续增长，资本开支有望恢复。根据TrendForce的数据，2024年全球前十大封测厂合计营收为415.6亿美元，年增3%，2024年全球封测(OSAT)市场面临技术升级和产业重组的双重挑战。从营收来看，日月光控股、Amkor（安靠）维持领先地位，得益于政策支持和本地需求带动，中国大陆的长电科技和天水华天等封测厂营收也呈双位数成长，对既有市场格局构成挑战。长电科技2024年营收为50亿美元，年增19.3%，位居第三。2H23起半导体库存逐步去化，消费性电子需求逐渐改善，加上AIPC与中阶手机市场新平台的拉货效应，长电科技的标准型封装产能被快速填满。第四名通富微电2024年营收年增5.6%，达33.2亿美元，得益于通讯和消费电子等需求回暖，加上主要客户AMD年度营业额创新高，也为通富微电营收规模获得了保障。营收第六名天水华天年增达26%，来到20.1亿美元，成长幅度为前十大OSAT厂之首。



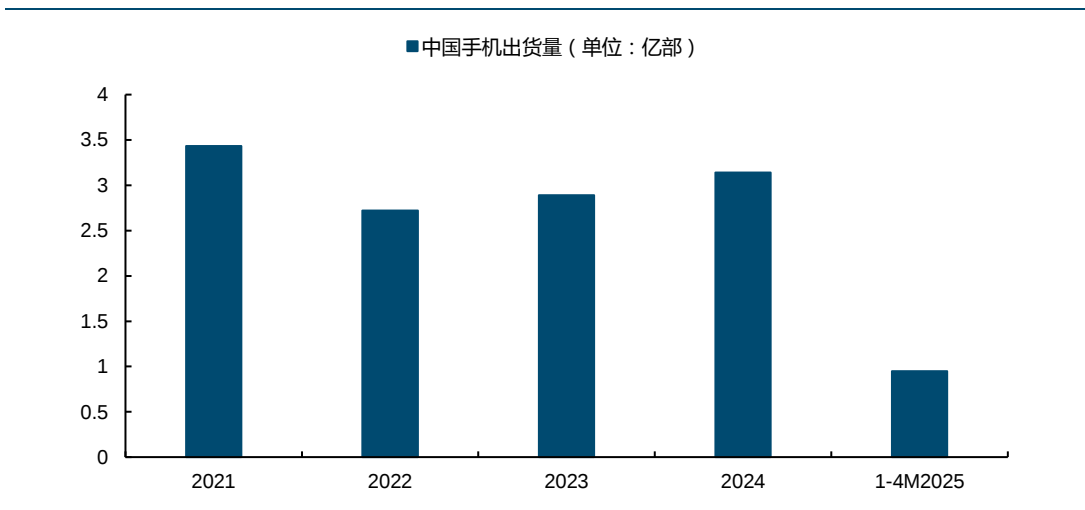
图表12：2024 年全球前十大封测厂合计营收为 415.6 亿美元，年增 3%

排名	公司	营收（单位：十亿美金）			Top10 营收占比	
		2023	2024	YoY	2023	2024
1	ASEHoldings(日月光控股)	18.68	18.54	-0.7%	46.3%	44.6%
2	Amkor(安靠)	6.50	6.32	-2.8%	16.1%	15.2%
3	JCET(长电科技)	4.19	5.00	19.3%	10.4%	12.0%
4	TFME(通富微电)	3.14	3.32	5.6%	7.8%	8.0%
5	PTI(力成科技)	2.26%	2.28%	1.0%	5.6%	5.5%
6	TSHT(天水华天)	1.59	2.01	26.0%	4.0%	4.8%
7	WiseRoad(智路封测)	1.48	1.56	5.0%	3.7%	3.7%
8	HanaMicron(韩亚微)	0.74	0.92	23.7%	1.8%	2.2%
9	KYEC(京元电子)	1.06	0.91%	-14.5%	2.6%	2.2%
10	ChipMos(南茂科技)	0.69	0.71	3.1%	1.7%	1.7%
前十大厂商合计		40.34	41.56	3.0%		

来源：TrendForce，国金证券研究所

根据信通院的数据，2025 年 4 月，国内市场手机出货量 2503.8 万部，同比增长 4.0%。2025 年 1-4 月，国内市场手机出货量 9470.8 万部，同比增长 3.5%，国内市场手机销量稳中有增。

图表13：2025 年 1-4 月，国内市场手机出货量 9470.8 万部（同比+3.5%）

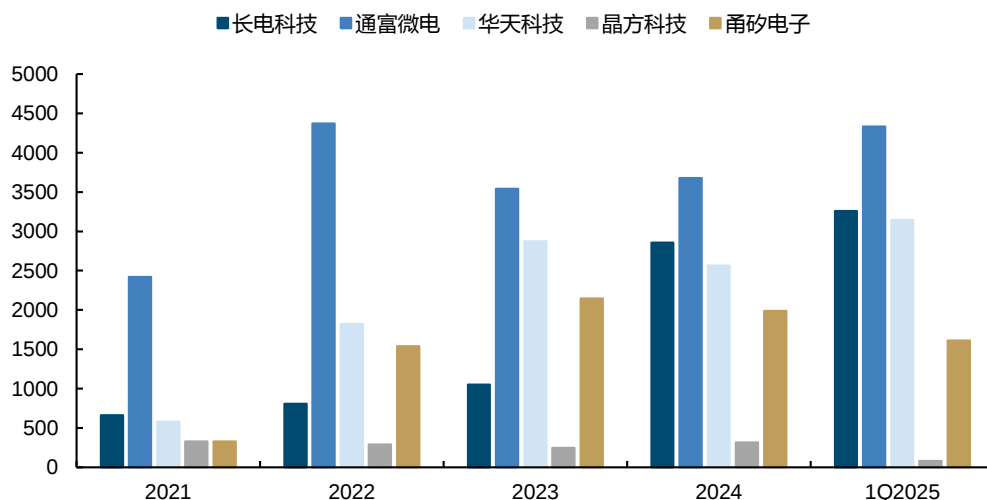


来源：信通院，国金证券研究所

以旧换新补贴确认年内持续，看好整车板块复苏及 2H25 车市需求。根据中国汽车工业协会的数据，2025 年 1 至 4 月，我国汽车产销量分别为 1018 万辆和 1006 万辆，同比分别增长 12.9%和 10.8%。前 4 个月产销量首次突破千万辆，彰显汽车产业活力。此前市场高度忧虑地补若退坡会影响下半年需求，放大对 2H25 车市贝塔的焦虑。我们认为车市 H2 将存在强抢装效应，26 年新能源车购置税从减免变为减半，对 20 万以下的低端市场影响较大（消费者消费能力弱对价格敏感性差），会导致车市在 9 月起出现抢装，虽然车市 24 年同期基数较高，但抢装效应下预计销量仍有望稳健甚至正增长，拉动全年汽车零售增速维持稳健。



图表14：中国大陆部分头部封测厂商的在建工程保持增长（单位：百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

半导体产业发展历程中呈现强周期性特征，下游应用市场需求对其影响较大，国内大型封测企业不断加码的投产力度有望进一步扩大测试分选设备市场规模。公司主要产品是集成电路行业中封装测试用的测试分选机，下游行业为半导体封测行业，测试分选机产品属于下游客户的资本性支出，因此订单量会根据客户产能扩产和资本支出周期而变化。

图表15：中国大陆主要封测厂商持续扩产

公司	项目
长电科技	根据公司 24 年报，目前正在积极推进上海汽车电子封测生产基地建设步伐，预计 2025 年下半年将正式投产，并在未来几年内逐步释放产能。该项目于 2023 年 8 月开工建设，同年 11 月完成了首轮增资协议签署，总增资规模达 48 亿元，用于加速项目建设。
日月新半导体	24 年 12 月 29 日，日月新半导体在广州启动高端封测厂项目。该项目总投资 15 亿元，工期 24 个月，建成后将聚焦高端封测技术，为相关产线提供高标准基础保障，推动国产半导体从设计到制造的全链条协同发展。
伟测科技	25 年 3 月 17 日，伟测科技发布公告称，公司全资子公司南京伟测半导体科技有限公司（以下简称“南京伟测”）拟使用不超过人民币 13 亿元投资伟测集成电路芯片晶圆级及成品测试基地项目（二期）。
康盈半导体	25 年 3 月 25 日，康盈半导体徐州测试基地正式投产。康盈半导体徐州测试基地项目位于江苏徐州经济技术开发区产业二园，分为两期建设。其中一期投资额 5000 万元，建设晶圆测试区、老化测试区、光学检测区、智能包装区、可靠性实验室五大智能区域，拥有 2000 m² 千级与万级无尘车间。

来源：Wind，国金证券研究所

2.2 分选机国产化水平较低，公司有望加快国产替代

根据传输方式和技术特点，测试分选机可分为平移式测试分选机、重力式测试分选机、转塔式测试分选机等。测试分选机是半导体后道测试环节的核心设备，主要用于芯片成品测试中芯片的自动传送、连接、测试结果判断及输出。



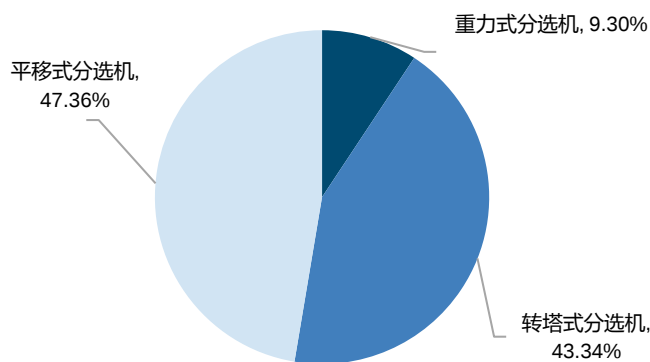
图表16：测试分选机主要可分为三个种类

分选机种类	特点
平移式测试分选机	1、真空吸取芯片，传动臂传送； 2、可靠性高，适用封装类型广，可适用封装尺寸广； 3、可对测试环境进行配置，如温度、低静电环境等； 4、可对芯片测试结果进行多种分类
重力式测试分选机	1、芯片靠自身重力和外部压缩空气传送； 2、机构简单，易于维护和操作，生产性能稳定，故障停机率低； 3、同测数量少，适用封装类型少。
转塔式测试分选机	1、靠主转盘内的直驱电机作为动力来源； 2、可以集成打印、外观检测、包装等功能； 3、不适用于重量较大、外形尺寸较大的芯片产品。

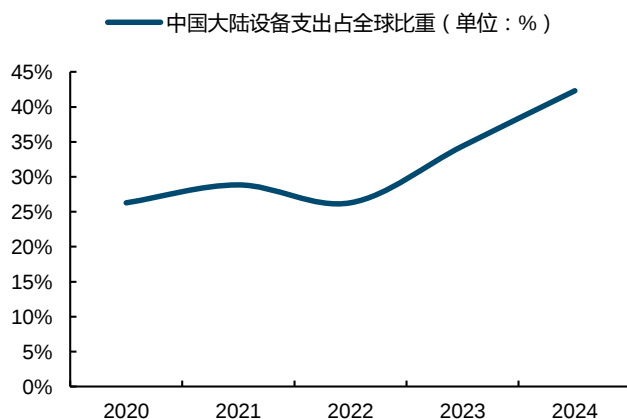
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

平移式分选机在全球不同品类测试分选机市场份额中占比最重，具有工作量大、应用场景多、技术难度最大的特点。测试分选机的种类一般分为平移式测试分选机、重力式测试分选机、转塔式测试分选机等。根据 QYResearch 的数据，2022 年平移式分选机市场规模为 845.26 亿美元，占比达到 47.36%，其次是转塔式分选机，占比为 43.34%，重力式分选机市场占比最少。

图表17：平移式分选机的占比较高（单位：%）



图表18：中国大陆半导体设备市场全球占比不断增长



来源：QYResearch，国金证券研究所

来源：半导体产业纵横，国金证券研究所

中国大陆半导体设备市场规模屡创新高，占全球比重不断增长。根据半导体产业纵横的数据显示，中国大陆半导体设备市场占全球比重由 2020 年的 26.29% 提升至 2024 年的 42.30%，年均增速显示出强劲的市场韧性。尽管 2022 年因半导体行业周期性出现短暂下滑，中国大陆半导体设备市场份额整体保持上升趋势。我国半导体设备企业的销售规模扩张显著，但高端设备制造水平仍有提升空间。

在全球分选机市场中，外国厂商主导中高端分选机市场，持续占据着较大的市场份额，国产替代空间大。根据恒州博智的数据，2022 年全球 IC 测试分选机市场规模达 17.85 亿美元，预计 2029 年将达到 39.79 亿美元，年复合增长率为 11.52%。近年来我国高度重视集成电路行业发展，部分国产半导体设备性能逐渐赶超海外，分选机国产化进程加速。


图表19：公司投资项目加速高端分选机国产化替代

项目名称	投资总额 (万元)	建设期 (年)	预期产能及效益
半导体测试设备智能制造及创新研发中心项目	43,615.0	3	年新增测试分选机 500 台；新增年均销售收入 81,802.50 元；新增年均净利润 22,518.13 万元
测试分选机机械零配件及组件加工生产中心项目（已终止）	11,066.1	2	年产测试分选机零配件及组件 1,000 套；新增年均销售收入 13,650.00 万元；新增年均净利润 2,129.77 万元
补充流动资金	20,000.0	-	-

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

作为国内自主研发、生产集成电路测试分选机的企业，公司已掌握相关核心技术，顺应高端设备国产化的趋势，公司募集资金投资项目包括“半导体测试设备智能制造及创新研发中心一期项目”和“年产 1,000 台（套）半导体测试分选机机械零配件及组件项目”。根据公司 2025 年 5 月的公告，公司终止了“年产 1,000 台（套）半导体测试分选机机械零配件及组件项目”。2024 年来，受宏观经济及贸易形势影响，公司零配件及组件委外加工供应商订单减少。基于长三角机械零配件及组件制造业产业集群化、规模效应较强的行业背景，可供公司选择的委外加工供应商数量及委外加工供应商的加工质量、所交付产品的精度、工艺与及时性等均有一定程度的改善和提升。公司借此机会强化了与零配件及组件委外加工供应商的议价能力，优化了供应链管理体系，从而提升了供应链的稳定性和成本效益。根据公司测算，公司从外部供应商处采购一套测试分选机所需的零配件及组件的成本较公司自建厂房生产一套零配件及组件优惠约 1.50%。因此采用“供应商外协生产机械零配件及组件”的生产方式较“公司自建机加工中心”更匹配公司当下发展需求且更具成本效应，也有助于公司在应对行业周期波动时提高抗风险能力。

三、分选机构筑核心优势，突破三温分选机新增长点

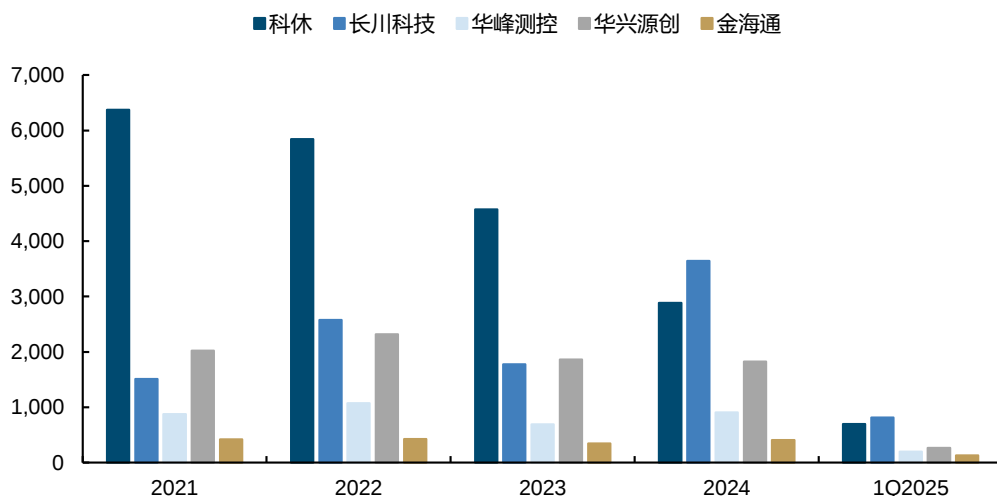
3.1 测试分选机持续升级拓展，打造国际先进水平

公司深耕平移式测试分选机领域，针对于效率要求更高的大规模、复杂测试需求，公司持续对 EXCEED 系列测试分选机进行品类扩展完善和性能升级。公司的测试分选机涉及到光学、机械、电气一体化的创新集成，可以精准模拟芯片真实使用环境，并实现多工位并行测试，其 Jam rate 低于 1/10,000，可测试芯片尺寸范围可涵盖 2*2mm 至 110*110mm，可模拟最低-55℃、最高 200℃等各种极端温度环境。公司适用于 MEMS 的测试分选平台、适用于碳化硅及 IGBT 的测试分选平台以及专用于先进封装产品的测试分选平台已经在多个客户现场进行产品验证。同时，对于适用于 Memory 的测试分选平台，公司在既有技术储备的基础上持续关注细分市场不断变化的测试分选需求。

2H22 全球半导体行业进入下行周期，主要系消费电子（如手机、PC）需求疲软、库存调整及宏观经济压力（通胀、加息）。半导体厂商减少设备投资，直接影响美国科休的测试设备订单。美国对华半导体设备出口限制的规定限制了科休在中国大陆市场的收入。2024 年半导体行业逐步复苏，长川科技受益于国内先进封装扩产，订单保持了高速增长，营收达到了 36.4 亿元（YoY+105.2%）。华峰测控推出了高毛利 SoC 测试机切入高端市场，在 AI 和汽车电子的需求拉动下，营收由 2023 年的 6.9 亿元增长至 2024 年的 9.05 亿元，同比增长 31.1%。华兴源创受近几年下游需求疲软的影响，2024 年营收为 18.2 亿元，同比下滑 5.3%。公司的收入规模小于同行业的公司，得益于海外市场的拓展和行业需求的逐步复苏，2024 年公司实现收入 4.1 亿元（YoY+17.1%），1Q2025 公司主营业务收入为 1.29 亿元，同比+45.2%。



图表20: 公司的主营业务收入体量小于同行业公司 (单位: 百万元)

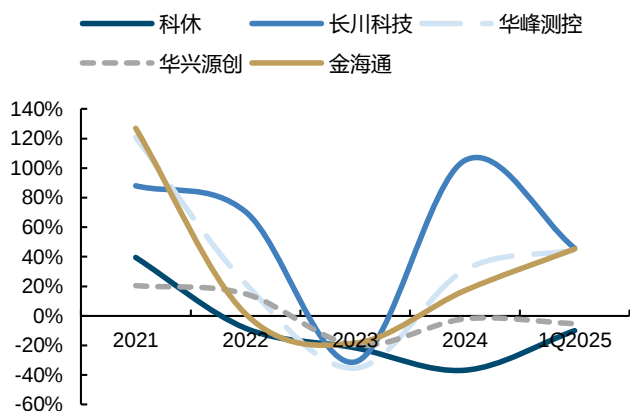


来源: Wind, 国金证券研究所

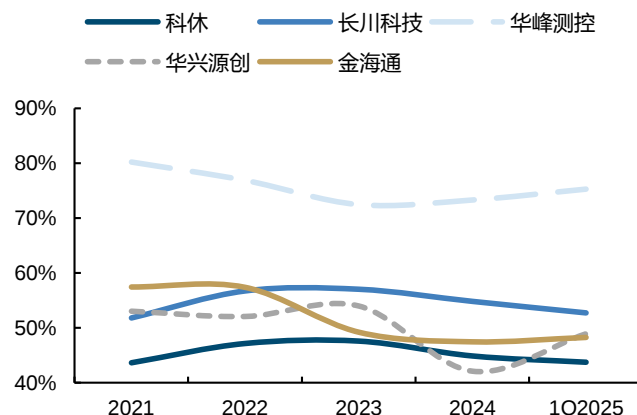
2023 年半导体行业景气度下滑, 行业内的公司均出现了收入负增长的情况, 但公司降幅较低, 公司在 2022-2024 年期间的收入增速和毛利率均表现出较大的波动性。2022 年收入增速温和, 毛利率较高; 2023 年受行业景气度下行影响, 收入和毛利率均显著下滑; 2024 年收入恢复增长, 但毛利率仍呈下降趋势。公司通过产品升级和市场拓展, 尤其是三温测试分选机的放量, 逐步改善盈利能力。

图表21: 1Q25 公司收入增速行业领先 (单位: %)

图表22: 公司毛利率处于行业平均水平 (单位: %)



来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

3.2 工业及车规拉动新品需求, 三温分选机成为新增长点

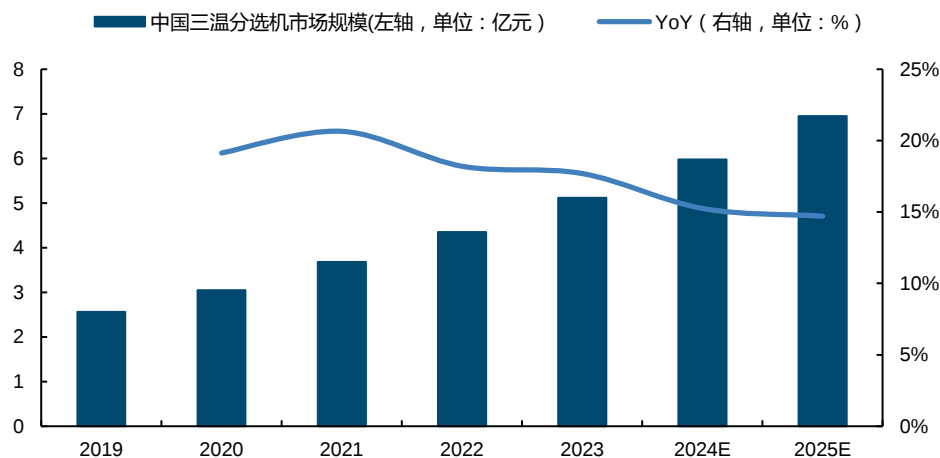
三温分选机主要用于对芯片进行精确的温度控制测试与筛选, 通过设定低温 (如 -40°C)、常温 (如 25°C) 和高温 (如 125°C) 三个不同的温度区域对产品进行性能测试和分选, 确保每一片出厂的芯片能够在复杂环境下的稳定性和可靠性。区别于民用级芯片对温度适应能力及可靠性要求较低, 仅在设计验证阶段进行三温检测, 工业级芯片 (-40°C - 85°C) 和车规级芯片 (-40°C - 120°C) 将三温分选机视为芯片生产测试的关键设备。工业级、车规级芯片市场需求激增, 三温分选机成为测试分选机新增长点。工业 4.0 推动工控设备向高可靠性方向发展, 工业级芯片需适应工厂环境中的温度波动, 工业机器人、PLC 控制器等芯片的测试需求推动三温分选机市场扩容。而随着汽车电子化程度不断提高, 汽车电子系统越来越复杂, 三温分选机在汽车芯片测试领域的应用前景十分广阔。尤其在新能源汽车快速发展的背景下, 自动驾驶系统中的传感器芯片、控制芯片等, 都必须经过严格的三温测试来保障行车安全。

受益于近年来半导体、汽车电子等下游行业快速发展, 中国三温分选机市场规模持续扩张。根据博研智尚预测中国的三温分选机市场将持续增长, 2024 年和 2025 年市场销售额分别为 5.98 亿元和 6.95 亿元, 同比+15.25%/+14.71%。预计到 2030 年, 中国三温分选机



市场需求量达到 6200 台，市场规模达 10.50 亿元。

图表23：中国三温分选机市场规模持续扩张

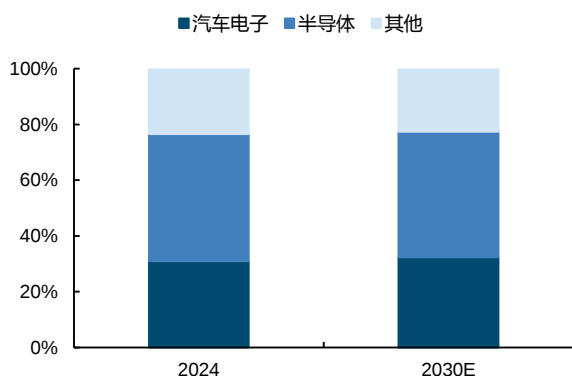


来源：博研智尚，国金证券研究所

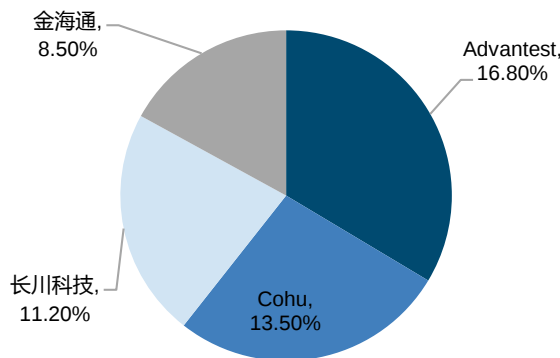
按下游应用领域划分，汽车电子领域对三温分选机的需求旺盛。根据博研智尚的数据，2024 年半导体工业芯片对三温分选机需求量为 1550 台，占比为 45.59%，预计到 2030 年增长至 2800 台，占比为 45.16%；2024 年汽车电子领域对三温分选机需求量为 1050 台，占总需求量 30.88%，到 2030 年有望增长至 2000 台，占比为 33.33%。

图表24：汽车电子占三温分选机下游近 1/3 (单位: %)

图表25：中国三温分选机市场竞争激烈 (单位: %)



来源：博研智尚，国金证券研究所



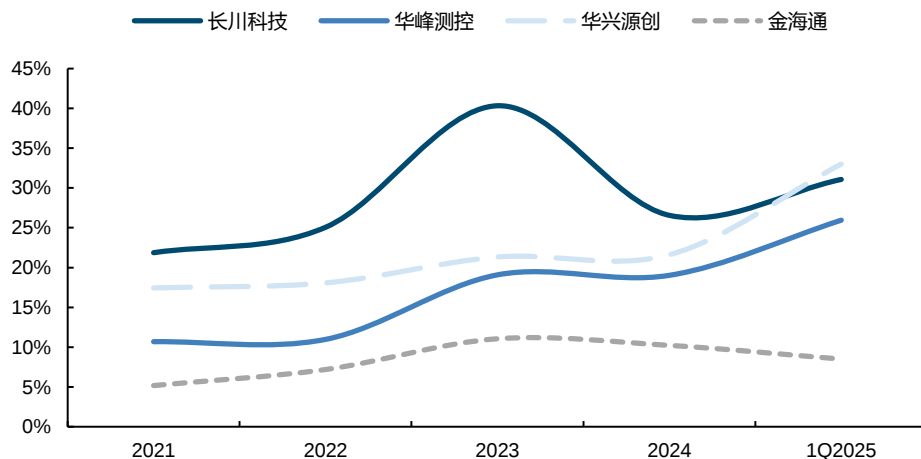
来源：博研智尚，国金证券研究所

海外龙头厂商研发的三温分选机在温度控制精度、测试稳定性等方面处于国际领先水平。国内少数企业如长川科技和公司凭借自主研发核心工艺，推出高端三温分选机，逐步缩小与行业领先企业的差距。根据博研智尚 2024 年的数据，日本爱德万的三温分选机在半导体高端测试领域应用广泛，其在中国三温分选机市场份额占有最大份额，约 16.80%。美国科休市场份额约 13.50%。长川科技市场份额约为 11.20%，是国内三温分选机领域的领军企业。公司专注于平移式三温分选机，在国内市场也具有较高知名度，市场份额约为 8.50%。

公司的 EXCEED-9000 系列高端机型在过去三年对公司的收入和毛利率产生了显著影响。根据公司公告，EXCEED-9000 系列收入占比从 2023 年的 11.5% 显著提升至 25.8%，成为公司业绩增长的重要驱动力。尽管 2024 年公司整体毛利率有所下降，但 EXCEED-9000 系列的毛利率表现相对稳定。产品结构的优化和技术创新，如三温测试分选机的量产和大平台分选机的放量将有助于公司毛利率的改善。



图表26: 公司的研发费用率相对稳定 (单位: %)



来源: Wind, 国金证券研究所

公司为进一步扩大市场规模,满足更高端领域芯片需求,在温控方面持续研发,可提供测试环境从常高温逐步扩大到三温(低温、常温、高温),将三温分选机作为未来发展的主要方向。基于高精度温控技术,公司测试分选机得以实现对温控温度的有力把控,目前在测试温度范围、温度稳定性及温控精度方面处于国内领先地位,并与国际一流水平持平。虽然国产三温分选机尚处于起跑阶段,公司的三温分选机产品有望充分受益工业、车规级芯片需求高增,依靠自身技术工艺,扩大市场份额,加速实现高端三温分选机国产替代。

图表27: 公司高精度温控技术达到国际一流水平

关键技术指标	金海通	科休	爱普生
低温范围及稳定性	$[-55^{\circ}\text{C}, 0^{\circ}\text{C}] \pm 3^{\circ}\text{C}$	$[-55^{\circ}\text{C}, 0^{\circ}\text{C}]$	未披露
高温范围及稳定性	$[50^{\circ}\text{C}, 100^{\circ}\text{C}] \pm 2^{\circ}\text{C};$ $[100^{\circ}\text{C}, 200^{\circ}\text{C}] \pm 3^{\circ}\text{C}$	$[50^{\circ}\text{C}, 155^{\circ}\text{C}]$	$[50^{\circ}\text{C}, 90^{\circ}\text{C}] \pm 2^{\circ}\text{C}; [90^{\circ}\text{C}, 155^{\circ}\text{C}] \pm 3^{\circ}\text{C}$
温控精度	$\pm 1^{\circ}\text{C}$	$\pm 1^{\circ}\text{C}$	

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

测试分选机业务: 公司聚焦测试分选机产品, 目前 EXCEED-6000 和 8000 系列贡献主要收入。长电科技、伟测科技等国内封测厂商持续扩产, 带动测试分选机市场规模增长。根据信通院, 1-4M25 国内手机出货量 9471 万部, 同比+3.5%, 国内手机销量稳中有增。根据中国汽车工业协会, 1-4M25, 我国汽车产销量分别为 1018 万辆和 1006 万辆, 分别同比+12.9%和 10.8%。以旧换新补贴确认年内持续, 看好整车板块复苏及 2H25 车市需求。根据长电科技 24 年报, 目前正积极推进上海汽车电子封测生产基地建设, 预计 2H25 正式投产, 该项目于 23 年 8 月开工, 同年 11 月完成首轮增资协议签署, 总增资规模达 48 亿元, 用于加速项目建设。25 年 3 月, 伟测科技公告称, 公司全资子公司南京伟测拟使用不超过人民币 13 亿元投资伟测集成电路芯片晶圆级及成品测试基地项目(二期)。伴随着下游手机、PC 等消费电子需求复苏, 封测厂商稼动率有望逐步回升, 或将开启新一轮扩产, 我们预计公司整体测试设备收入将恢复增长; 从产品结构来看, 8000 系列是更先进的可扩展式平移分选机, 因此预计 8000 系列收入增速快于 6000 系列; 同时, 9000 系列为公司推出的三温测试机新品, 将测试芯片范围进一步拓展至三温领域, 例如汽车等芯片。我们预计 9000 系列产品将开始放量。我们预测公司半导体测试分选机 2025~2027 年收入为 5.89/7.89/9.86 亿元, 同比增速为+67%/34%/25%。

备品备件业务: 2024 年, 公司 EXCEED-9000 系列(包括 EXCEED-9800 系列和 EXCEED-9032 系列)收入占比从 2023 年的 11.5%大幅提升至 25.8%。这一系列产品的广泛应用, 不仅带动了测试分选机收入增长, 也间接促进备品备件的销售。高配置设备通常需要更多的备品备件支持, 从而拉动相关业务的增长。我们预计备品备件业务 2025~2027 年收入为 0.73/0.97/1.22 亿元, 同比增速为+45%/33%/25%。



毛利率：从 2022 年到 2024 年，公司测试分选机毛利率呈现下降趋势。2022 年毛利率为 58.83%，2023 年下降至 49.74%，2024 年进一步降至 46.33%，主要系半导体行业景气度下行，分选机需求减少。随着公司 EXCEED-9800 系列三温测试分选机的持续放量，以及适用于 MEMS、Memory、SiC 及 IGBT 等领域的测试分选机新品逐步推出，公司毛利率有望在未来得到修复和提升。我们预测测试分选机业务 2025~2027 年综合毛利率为 47.29%/46.90%/47.32%。2024 年公司备品备件业务毛利率为 52.98%，相比 2023 年的 43.66%，提升了 9.32 个百分点。毛利率的显著提升表明，公司通过优化备品备件的产品结构和定价策略，提升盈利能力。我们预测备品备件业务 2025~2027 年综合毛利率为 55.26%/57.95%/58.62%。

图表28：公司分业务营收、毛利率预测

单位		2023	2024	2025E	2026E	2027E
测试分选机						
营收	百万元	312.91	352.54	588.74	788.91	986.14
YoY	%	-18.96%	12.66%	67.00%	34.00%	25.00%
占比	%	90.12%	86.69%	88.12%	88.10%	88.02%
毛利率	%	49.74%	46.33%	47.29%	46.90%	47.32%
备品备件						
营收	百万元	33.76	50.54	73.28	97.47	121.83
YoY	%	-15.01%	49.72%	45.00%	33.00%	25.00%
占比	%	9.72%	12.43%	10.97%	10.88%	10.88%
毛利率	%	43.66%	52.99%	55.26%	57.95%	58.62%
其他业务						
营收	百万元	0.56	3.58	6.09	9.13	12.32
YoY	%	245.92%	536.53%	70.00%	50.00%	35.00%
占比	%	0.16%	0.88%	0.91%	1.02%	1.10%
毛利率	%	83.93%	81.01%	81.56%	81.56%	81.84%
合计						
营收	百万元	347.23	406.67	668.11	895.51	1120.30
YoY	%	-18.49%	17.12%	64.29%	34.04%	25.10%
毛利率	%	49.20%	47.46%	48.48%	48.45%	48.93%

来源：Wind，国金证券研究所

期间费用率预测：公司 22~24 年销售费用率分别为 5.8%/8.3%/8.0%；管理费用率分别为 4.5%/7.2%/7.6%。公司 22-24 年的期间费用率整体呈上升趋势，在 23 年达到峰值。24 年期间费用率有所回落，但仍高于 2022 年水平。预计未来公司新品逐步放量，销售费率将有所回落，25~27 年销售费率分别为 7.0%/6.0%/5.5%。公司核心管理团队稳定，管理费用率保持可控，预计 25~27 年的管理费用率将稳中有降，分别为 7.0%/6.5%/6.0%。22~24 年公司的研发费用率分别为 7.2%/11.1%/10.2%。22-24 年研发费用率先升后降，23 年研发费用率显著上升，主要系公司营业收入下降及研发投入的增加。公司重视研发，但随着高端机型的出货增加收入增速加快，我们预测 25-27 年研发费用率将有所下降，分别为 8.0%/7.0%/6.5%。

综上，我们预计公司 2025~2027 年营收分别为 6.68、8.96 和 11.20 亿元，同比增速分别为 64%、34%和 25%。2025~2027 年分别实现归母净利润 1.79、2.58 和 3.34 亿元，同比分别 128%/+44%/+29%。

4.2 投资建议及估值

在可比公司选取上综合考虑业务范围和体量规模，我们选取了华峰测控、华兴源创和长川科技。可比公司 25 年 PE 一致预期均值为 45 倍、中位数为 43 倍，根据我们的盈利预测结果，公司当前股价对应 2025 年 PE 为 28 倍，伴随着下游新能源、工业、消费电子、AI 数据中心及服务器等需求复苏，封测厂商的稼动率有望逐步回升，或将开启新一轮的扩产。我们看好公司未来业绩的成长性，因此给予公司 2025 年 PE 35 倍估值，对应目标价 104.5 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。


图表29：可比公司估值（截至 2025 年 6 月 30 日）

股票名称	股价（元）	EPS					PE				
		2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
华峰测控	144.20	1.86	2.47	3.32	4.24	5.26	66.05	42.39	43.41	34.05	27.43
华兴源创	25.27	0.54	-1.12	0.45	0.62	0.78	64.45	-24.28	56.79	40.96	32.43
长川科技	44.91	0.07	0.73	1.34	1.81	2.34	524.29	60.34	33.60	24.86	19.18
中位数									43.41	34.05	27.43
平均数									44.60	33.29	26.35
金海通	84.55	1.41	1.31	2.99	4.30	5.57	67.21	55.11	28.30	19.66	15.19

来源：Wind，国金证券研究所

五、风险提示

行业竞争加剧的风险

在集成电路测试分选设备行业快速增长、进口替代加速的大背景下，将有更多的企业进入该行业。若市场竞争加剧而公司无法保持自身技术优势，可能导致公司客户流失、市场份额降低，进而导致公司的业绩和盈利能力不及预期；

客户集中度相对较高的风险

2024 年公司前五大客户的销售收入占营业收入的比例为 50.96%，客户集中度相对较高。若公司未来市场拓展情况不及预期，或公司不能通过技术创新、产品升级等方式及时满足客户的需求，可能导致公司的收入增长不及预期；

技术研发的风险

公司所处的集成电路专用设备行业属于技术密集型行业，产品研发涉及通信、精密电子测试、微电子、机械设计、软件算法、光电子技术、制冷与低温工程等多种科学技术和学科知识的综合应用，具有较高的技术门槛。公司需要持续进行技术创新和产品研发，才能保持自身技术优势。如果未来公司不能紧跟技术发展趋势，对关键前沿技术的研发无法取得预期成果；或无法准确把握市场需求的变化方向、充分满足客户多样化的需求，将可能导致公司产品缺乏竞争力、市场份额下降，从而导致公司的业绩不及预期；

限售股解禁的风险

公司将于 2026 年 3 月 3 日解禁限售股 1817.37 万股，占解禁前流通股比例为 43.45%，占解禁后流通股比例为 30.29%，股票解禁将对公司股价造成影响；

募投项目暂缓或终止的风险

根据公司公告，公司于 2025 年 5 月 29 日召开第二届董事会第十四次会议、第二届监事会第十一次会议，同意公司终止募投项目“年产 1,000 台（套）半导体测试分选机机械零配件及组件项目”。公司经过评估采用外协的生产方式更具成本效益，未来若半导体下游景气度迅速复苏，集成电路封测设备需求回暖，外协产能工艺及加工精度不稳定或响应不及时，可能导致公司的营收和利润增长不及预期；

大股东的减持风险

根据公司 2025 年 5 月的公告，上海旭诺股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“旭诺投资”）持有公司股份 5,369,685 股，占公司总股本的 8.95%，旭诺投资因自身资金需求，计划以集中竞价交易方式和大宗交易方式减持公司合计不超过 900,000 股股份，即不超过公司总股本的 1.50%；上海金浦新兴产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“上海金浦”）持有公司股份 3,958,471 股，占公司总股本的 6.60%，上海金浦因自身资金需求，计划以集中竞价交易方式和大宗交易方式减持公司合计不超过 900,000 股股份，即不超过公司总股本的 1.50%，大股东减持将对公司股价造成影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	426	347	407	668	896	1,120
增长率		-18.5%	17.1%	64.3%	34.0%	25.1%
主营业务成本	-182	-176	-214	-344	-462	-572
%销售收入	42.6%	50.8%	52.5%	51.5%	51.5%	51.1%
毛利	244	171	193	324	434	548
%销售收入	57.4%	49.2%	47.5%	48.5%	48.5%	48.9%
营业税金及附加	-3	-2	-3	-5	-6	-8
%销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-25	-29	-33	-47	-54	-62
%销售收入	5.8%	8.3%	8.0%	7.0%	6.0%	5.5%
管理费用	-19	-25	-31	-47	-58	-67
%销售收入	4.5%	7.2%	7.6%	7.0%	6.5%	6.0%
研发费用	-31	-38	-42	-53	-63	-73
%销售收入	7.2%	11.1%	10.2%	8.0%	7.0%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	168	77	85	172	253	339
%销售收入	39.3%	22.1%	20.9%	25.8%	28.3%	30.2%
财务费用	7	7	4	6	2	-8
%销售收入	-1.7%	-1.9%	-1.1%	-0.9%	-0.2%	0.7%
资产减值损失	-9	-17	-17	-8	-2	-2
公允价值变动收益	0	4	2	0	0	0
投资收益	1	3	4	5	10	15
%税前利润	0.6%	3.1%	4.6%	2.5%	3.4%	4.0%
营业利润	180	93	85	204	293	380
营业利润率	42.3%	26.7%	20.9%	30.5%	32.7%	33.9%
营业外收支	-4	0	0	0	0	0
税前利润	177	93	85	204	293	380
利润率	41.5%	26.7%	20.9%	30.5%	32.7%	33.9%
所得税	-23	-8	-6	-24	-35	-46
所得税率	12.8%	8.6%	7.5%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	154	85	78	179	258	334
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	154	85	78	179	258	334
净利率	36.1%	24.4%	19.3%	26.8%	28.8%	29.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	154	85	78	179	258	334
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	19	30	32	30	39	56
非经营收益	-6	-8	-12	13	-7	-3
营运资金变动	-101	-155	-39	-204	-200	-189
经营活动现金净流	67	-48	59	18	91	197
资本开支	-57	-123	-92	-212	-245	-275
投资	-90	-80	115	0	0	0
其他	1	6	8	5	10	15
投资活动现金净流	-146	-196	31	-207	-235	-260
股权募资	0	787	0	0	0	0
债权募资	-3	-10	30	20	-27	280
其他	-8	-65	-159	-15	-17	-145
筹资活动现金净流	-11	712	-130	5	-44	135
现金净流量	-85	467	-39	-185	-188	72

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	127	582	534	349	160	232
应收款项	187	263	377	532	700	861
存货	285	334	293	370	459	538
其他流动资产	102	185	11	17	24	31
流动资产	701	1,364	1,215	1,267	1,343	1,662
%总资产	85.8%	86.1%	76.0%	69.4%	63.7%	62.7%
长期投资	0	0	57	57	57	57
固定资产	69	87	193	387	596	818
%总资产	8.5%	5.5%	12.1%	21.2%	28.3%	30.9%
无形资产	28	114	112	111	109	108
非流动资产	116	220	384	559	767	987
%总资产	14.2%	13.9%	24.0%	30.6%	36.3%	37.3%
资产总计	817	1,585	1,599	1,825	2,110	2,649
短期借款	17	7	32	63	35	316
应付款项	179	151	195	251	308	357
其他流动负债	24	22	37	28	38	47
流动负债	220	180	264	341	381	720
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	6	18	1	1	1
负债	234	186	282	342	381	720
普通股股东权益	583	1,399	1,316	1,483	1,728	1,929
其中：股本	45	60	60	60	60	60
未分配利润	300	370	438	605	850	1,050
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	817	1,585	1,599	1,825	2,110	2,649

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	3.421	1.413	1.308	2.987	4.300	5.566
每股净资产	12.950	23.314	21.937	24.724	28.804	32.144
每股经营现金净流	1.493	-0.806	0.983	0.298	1.512	3.283
每股股利	0.000	0.260	0.170	0.200	0.220	2.227
回报率						
净资产收益率	26.42%	6.06%	5.96%	12.08%	14.93%	17.32%
总资产收益率	18.84%	5.35%	4.91%	9.82%	12.23%	12.61%
投入资本收益率	24.35%	4.98%	5.82%	9.80%	12.62%	13.28%
增长率						
主营业务收入增长率	1.39%	-18.49%	17.12%	64.29%	34.04%	25.10%
EBIT 增长率	-2.12%	-54.29%	10.77%	102.96%	46.92%	33.86%
净利润增长率	0.14%	-44.91%	-7.44%	128.37%	43.94%	29.46%
总资产增长率	33.34%	93.97%	0.86%	14.19%	15.57%	25.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	134.6	221.7	263.1	265.0	260.0	255.0
存货周转天数	516.1	641.2	535.6	400.0	370.0	350.0
应付账款周转天数	187.7	149.5	150.2	140.0	135.0	130.0
固定资产周转天数	10.3	78.0	73.4	95.8	111.9	122.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.27%	-53.32%	-38.09%	-19.27%	-7.22%	4.34%
EBIT 利息保障倍数	-22.5	-11.8	-19.0	-28.7	-128.8	45.0
资产负债率	28.68%	11.74%	17.66%	18.73%	18.08%	27.20%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究