

逆周期扩产，卡位高端产能优势

伟测科技首次覆盖深度报告

核心观点

国内第三方测试领航者，24 年毛利率快速回升。公司是国内知名的第三方集成电路测试服务企业，主营业务包括晶圆测试、芯片成品测试以及与集成电路测试相关的配套服务。公司主动求变率先走出周期低谷，2024 年单季度毛利率已经回到较高水平。基于对集成电路行业未来发展前景的认同，同时为满足客户日益增长的测试需求，公司在 2023 年采取前瞻性的逆周期扩张策略，2024 年公司继续加大“高端芯片测试”和“高可靠性芯片测试”的产能和研发投入，受益于集成电路行业整体景气度提升，市场对测试需求增加，公司产能利用率不断提高，高端产品测试业务占比明显提升。

AI 驱动行业发展叠加国内 IC 设计选择大陆供应链，三方测试厂商受益。德勤中国发布的《技术趋势 2025》显示，预估 2024 年，全球芯片市场规模 5760 亿美元，其中，AI 芯片销售额占比 11%，超过 570 亿美元。预计到 2025 年，新一代 AI 芯片价值（规模）将超过 1500 亿美元；到 2027 年，全球 AI 芯片市场将增长至 4000 亿美元。同时中兴、华为禁令事件发生之后，为了保障测试服务供应的自主可控，中国大陆的 o 公司开始大力扶持内资的测试服务供应商，并逐渐将高端测试订单向中国大陆回流，加速了国产化替代进程。

公司具有较强的规模优势，逆周期扩产高端产能。2022 年公司招股说明书披露，根据半导体综研的统计，中国大陆独立第三方测试企业共有 107 家。中国大陆收入规模超过 1 亿元的独立第三方测试企业主要有京隆科技、伟测科技、利扬芯片、华岭股份、上海旻艾等少数几家公司。公司自 2022 年起，通过 IPO、发行可转债以及自筹资金等方式，分别在无锡、南京和上海三地进行扩产，总投资规模 48.02 亿元，对应新增产能约为 423 万小时，对应公司 22 年上市时 368 万小时，增长 115%。

投资建议

受益于产业链转移和国产算力的需求不断提升，我们看好公司在扩产后迎来量价齐升，公司有望进入业绩快速增长期。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别实现 2.25、3.02、4.01 亿元，对应 EPS 分别为 1.52、2.04、2.70 元。截至 2025 年 6 月 30 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 值分别为 40、30、22 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

半导体周期存在波动性风险、国产替代不及预期的风险、供应链风险

盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,077	1,598	1,997	2,439
年增长率 (%)	46.2%	48.4%	24.9%	22.2%
归属于母公司的净利润	128	225	302	401
年增长率 (%)	8.7%	75.4%	34.3%	32.6%
每股收益 (元)	1.13	1.52	2.04	2.70
市盈率 (X)	51.79	39.85	29.67	22.37
净资产收益率 (%)	4.9%	8.0%	9.9%	11.8%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025 年 06 月 30 日收盘价）



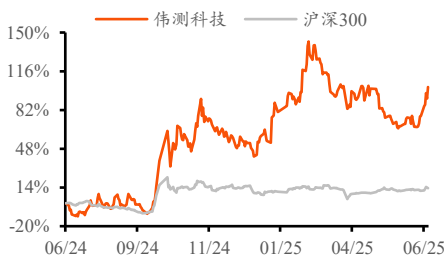
买入(首次)

行业： 电子
日期： 2025年07月22日
分析师： 陈宇哲
E-mail: chenyzhe@yongxingsc.com
SAC 编号: S1760523050001
分析师： 刘奕司
E-mail: liuyisi@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760525030002
联系人： 林致
E-mail: linzhi@yongxingsec.com
SAC 编号: S1760123070001

基本数据

06 月 27 日收盘价(元) 60.86
12mthA 股价格区间(元) 33.97-99.99
总股本(百万股) 148.41
无限售 A 股/总股本 69.22%
流通市值 (亿元) 62.52

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

正文目录

1. 知名第三方测试公司，24 年 Q3 率先走出行业周期低谷	3
1.1. 国内第三方测试领航者	3
1.2. 主动求变，24 年毛利率快速回升	6
1.3. 高管产业背景深厚，股权激励彰显长期成长信心	8
2. 产业链回迁叠加高端芯片需求旺盛，大陆独立第三方厂商方兴未艾9	
2.1. 三方测试行业是半导体产业的不可或缺的环节	9
2.2. AI 驱动行业发展，国产替代带动三方测试厂商产业回归大陆.....	11
3. 公司逆周期扩产高端产能，抢占市场	14
3.1. 行业中小公司偏多，公司具有较强的规模优势	14
3.2. 逆周期扩产高端产能，公司有望量价齐升	19
4. 盈利预测与投资建议	21
5. 风险提示	23

图目录

图 1: 公司业务情况.....	3
图 2: 公司发展历程.....	4
图 3: CP 测试示意图	5
图 4: FT 测试示意图.....	5
图 5: 公司收入情况.....	6
图 6: 公司收入结构情况.....	6
图 7: 公司归母净利润情况.....	6
图 8: 公司毛利率情况.....	7
图 9: 公司产能利用率.....	7
图 10: 公司单季度毛利率情况.....	7
图 11: 股权激励计划业绩 2023-2025 年度考核设置.....	8
图 12: 半导体产业链情况.....	9
图 13: 集成电路测试参数.....	10
图 14: 晶圆测试与芯片成品测试的区别.....	10
图 15: 芯片测试服务市场规模.....	11
图 16: 面板和芯片代工厂后周期带动产业链情况.....	13
图 17: 公司产能情况.....	19
图 18: 产品价格情况.....	19

表目录

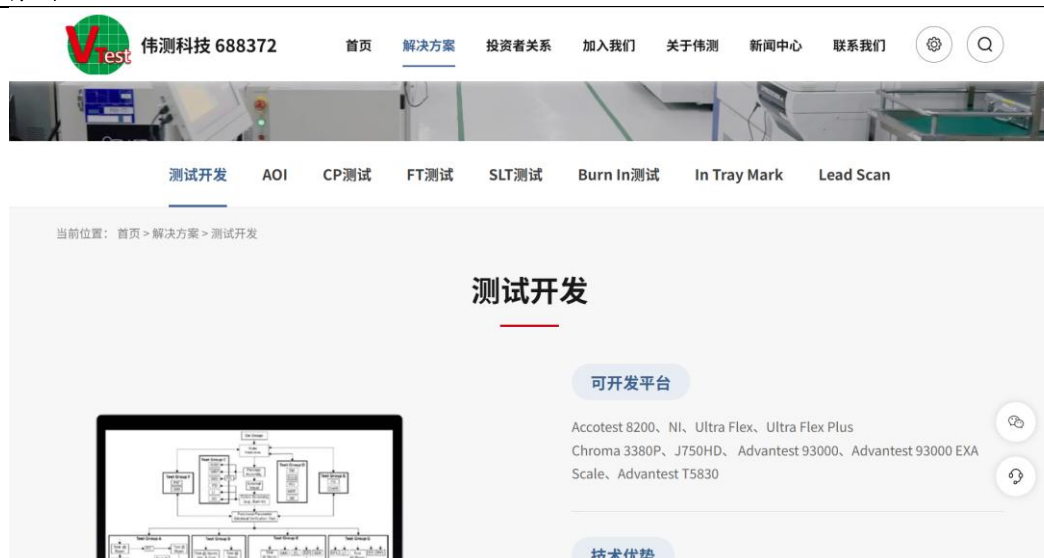
表 1: 公司客户情况.....	4
表 2: 公司高管团队情况.....	8
表 3: 各领域芯片市场规模情况.....	12
表 4: 全球及中国大陆主要封测一体企业介绍.....	15
表 5: 公司核心技术.....	17
表 6: 公司 2023-2025 年产能规划情况.....	20
表 7: 公司收入预测.....	22

1. 知名第三方测试公司，24 年 Q3 率先走出行业周期低谷

1.1. 国内第三方测试领航者

公司是国内知名的第三方集成电路测试服务企业，主营业务包括晶圆测试、芯片成品测试以及与集成电路测试相关的配套服务。根据公司招股书显示，公司测试的晶圆和成品芯片在类型上涵盖 CPU、MCU、FPGA、SoC 芯片、射频芯片、存储芯片、传感器芯片、功率芯片等芯片种类，在工艺上涵盖 6nm、7nm、14nm 等先进制程和 28nm 以上的成熟制程，在晶圆尺寸上涵盖 12 英寸、8 英寸、6 英寸等主流产品，在下游应用上包括通讯、计算机、汽车电子、工业控制、消费电子等领域。公司坚持“以晶圆测试为核心，积极发展中高端芯片成品测试”的差异化竞争策略，成为第三方集成电路测试行业成长性最为突出的企业之一。自 2016 年 5 月成立以来，公司经营业绩连续保持高速增长，截至目前，公司已经成为第三方集成电路测试行业中规模位居前列的内资企业之一。

图1:公司业务情况



资料来源：伟测科技官网，甬兴证券研究所

公司坚持“以中高端晶圆及成品测试为核心，积极拓展工业级、车规级及高算力产品测试”的发展策略，聚焦高算力芯片（CPU、GPU、AI、FPGA）、先进架构及先进封装芯片（SoC、Chiplet、SiP）、高可靠性芯片（车规级、工业级）的测试需求，重点服务于我国的人工智能、云计算、物联网、5G、高端装备、新能源电动车、自动驾驶、高端消费电子等战略新兴行业的发展。

自 2016 年成立以来业务持续增长；2022 年 10 月，公司登陆上海证券交易所科创板。在专业资质方面，公司先后获得浦东新区企业研发机构、上海市服务型制造示范平台、高新技术企业、上海市“专精特新”中小企业、上海市企业技术中心、国家“专精特新”小巨人企业等殊荣；在质量管理体系建设方面，已通过 ISO9001/14001/45001、IATF16949、ANSI ESD S20.20、ISO27001 等体系认证，为更好服务客户奠定了坚实的基础。

图2:公司发展历程



资料来源：伟测科技官网，甬兴证券研究所

公司的技术实力、服务品质、产能规模获得了行业的高度认可，积累了广泛的客户资源。根据公司招股说明书显示，公司客户数量超过 200 家，客户涵盖芯片设计、制造、封装、IDM 等类型的企业，其中不乏紫光展锐、中兴微电子、晶晨半导体、中颖电子、比特大陆、卓胜微、兆易创新、普冉半导体、长电科技、中芯国际、北京君正、安路科技、复旦微电子等国内外知名厂商。公司的典型客户如下：

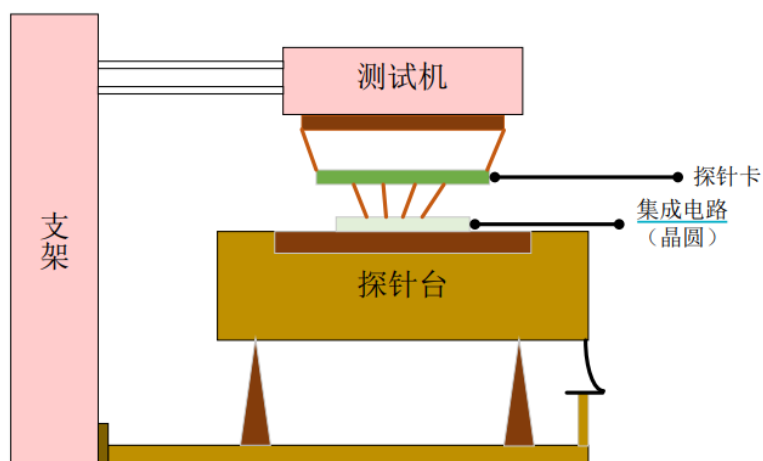
表1:公司客户情况

客户类型	典型客户
芯片设计公司	紫光展锐、中兴微电子、晶晨半导体、比特大陆、普冉半导体、卓胜微、兆易创新、安路科技、恒玄科技、复旦微电子、中颖电子、东软载波、唯捷创芯、华大半导体、艾为电子、富瀚微电子、北京君正、芯海科技、思瑞浦、晶丰明源
封测厂	长电科技、甬矽电子、通富微电、华天科技、日月光
晶圆厂	中芯国际、武汉新芯
IDM	华润微电子、吉林华微

资料来源：伟测科技招股说明书，甬兴证券研究所

公司主要业务为 CP 和 FT 两类业务。晶圆测试（Chip Probing），简称 CP，是指通过探针台和测试机的配合使用，对晶圆上的裸芯片进行功能和电参数测试，其测试过程为：探针台将晶圆逐片自动传送至测试位置，芯片的端点通过探针、专用连接线与测试机的功能模块进行连接，测试机对芯片施加输入信号并采集输出信号，判断芯片功能和性能是否达到设计规范要求。

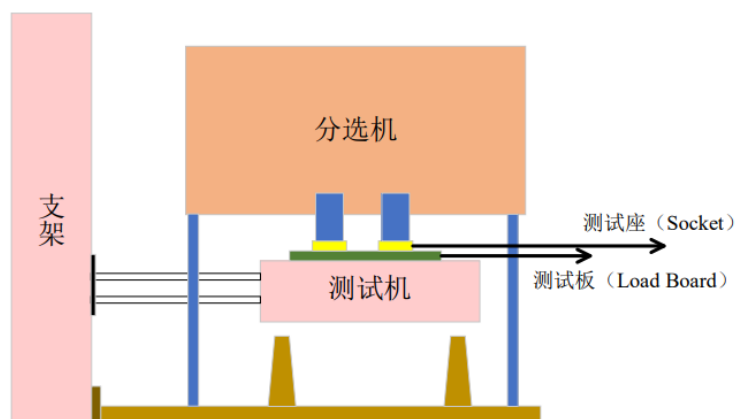
图3:CP 测试示意图



资料来源：伟测科技招股说明书，甬兴证券研究所

芯片成品测试 (Final Test)，简称 FT，是指通过分选机和测试机的配合使用，对封装完成后的芯片进行功能和电参数测试，其测试过程为：分选机将被测芯片逐个自动传送至测试工位，被测芯片的引脚通过测试工位上的基座、专用连接线与测试机的功能模块进行连接，测试机对芯片施加输入信号并采集输出信号，判断芯片功能和性能是否达到设计规范要求。测试结果通过通信接口传送给分选机，分选机据此对被测芯片进行标记、分选、收料或编带。

图4:FT 测试示意图

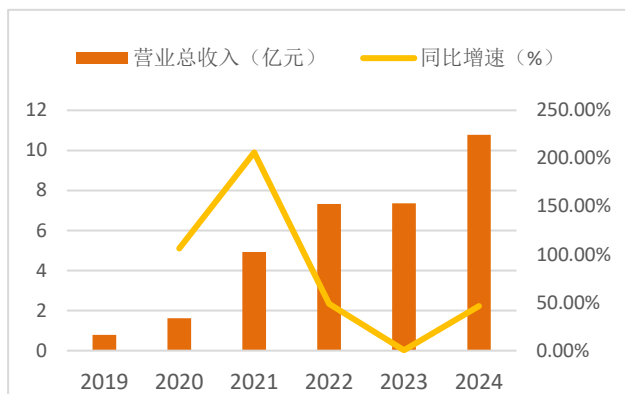


资料来源：伟测科技招股说明书，甬兴证券研究所

1.2. 主动求变，24 年毛利率快速回升

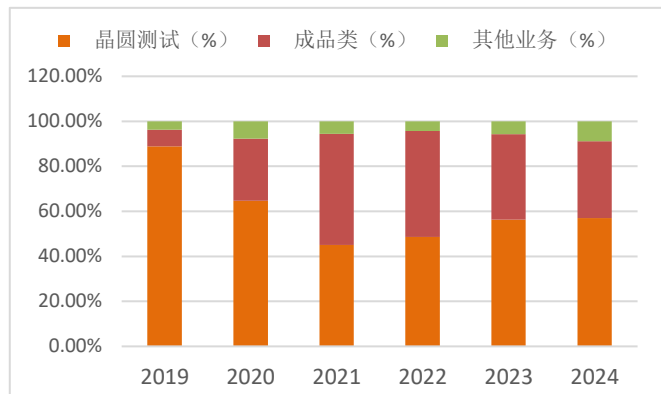
2019-2024 年收入 CAGR 为 58.46%，2024 年同比增长 46.21%。公司 2019 年以来收入持续保持正增长，从 2019 年的 7793 万元增长到 2024 年的 10.77 亿元，CAGR 为 58.46%。其中 2024 年晶圆测试占比 57%，芯片成品测试占比 34%，其他占比 8.86%。

图5:公司收入情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

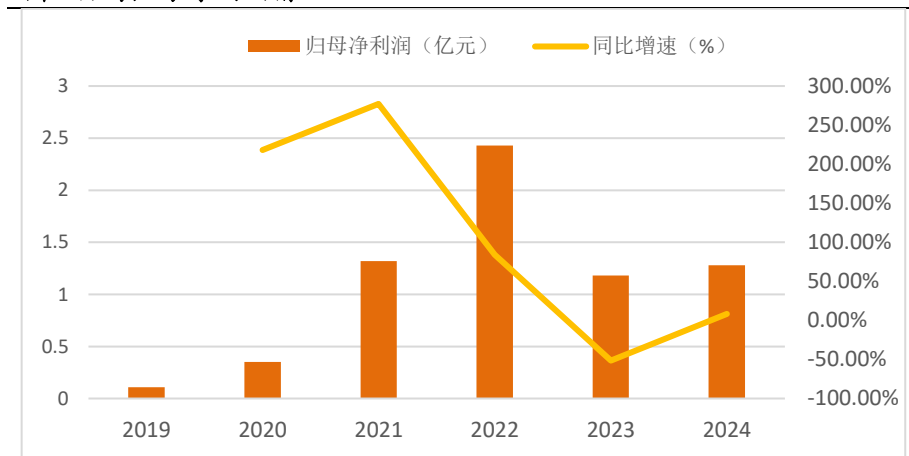
图6:公司收入结构情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

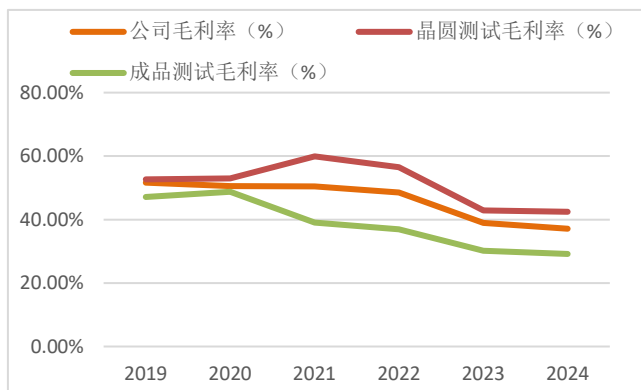
2019-2024 年归母净利润 CAGR 为 3.19%，2024 年同比增长 8.47%。公司 2019-2022 年归母净利润主要保持正增长，从 2019 年的 1128 万元增长到 2022 年的 2.43 亿元，后面受到半导体行业周期影响公司利润下降，2023 年归母净利润为 1.18 亿，同比下降 51.44%。随着公司主动改变产品结构以及不断扩产，逐渐从半导体底部周期走出，2024 年公司归母净利润为 1.28 亿元，同比增长 8.47%。

图7:公司归母净利润情况

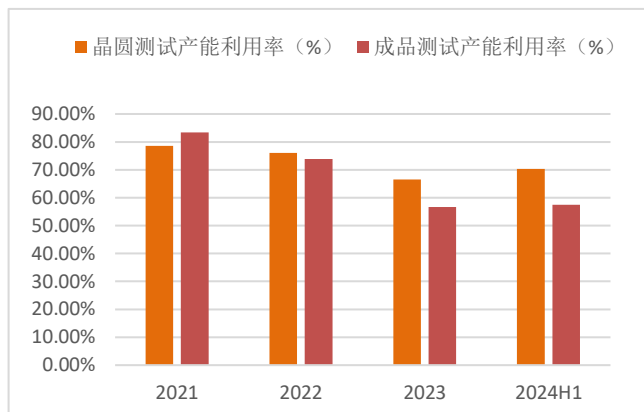


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司毛利率近年呈下降趋势，主要受到产品结构和产业周期的双重影响。晶圆测试毛利率高于芯片成品测试毛利率。公司综合毛利率从2019年的51.63%逐年下降至2024年的37.11%。主要原因有两点，一是公司相对成品测试业务收入占比逐渐提升，其毛利率低于晶圆测试。二是受到产业周期影响，23年行业景气度下降，公司产能利用率受到影响。以上两点对公司毛利率起到了关键作用。

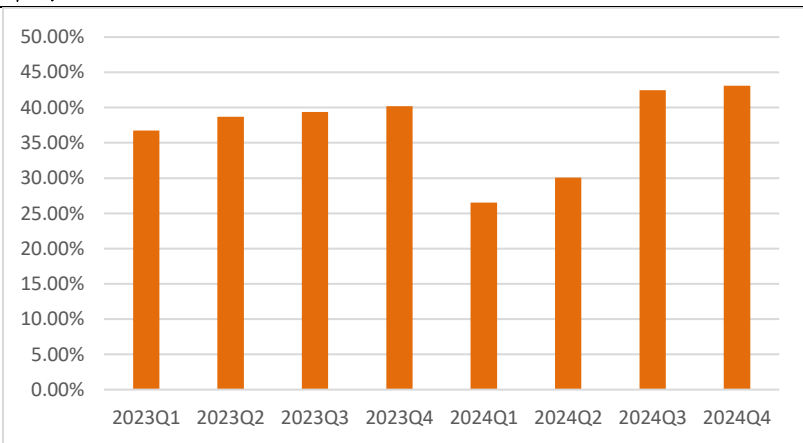
图8:公司毛利率情况


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图9:公司产能利用率


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

公司主动求变，2024年单季度毛利率已经回到较高水平。基于对集成电路行业未来发展前景的认同，同时为满足客户日益增长的测试需求，公司在2023年采取前瞻性的逆周期扩张策略，2024年公司继续加大“高端芯片测试”和“高可靠性芯片测试”的产能和研发投入，持续聚焦高算力芯片、先进架构及先进封装芯片、高可靠性芯片的测试服务领域。受益于集成电路行业整体景气度提升，市场对测试需求增加，公司产能利用率不断提高，高端产品测试业务占比明显提升，公司2024年营业收入创出历史新高。

图10:公司单季度毛利率情况


资料来源：Wind，甬兴证券研究所

1.3. 高管产业背景深厚，股权激励彰显长期成长信心

公司核心管理层长期深耕测试领域，具备较强的产业经验及专业背景。公司核心技术人员共 4 名，分别为骈文胜、闻国涛、路峰、刘琨，均有近 20 年以上的技术研发经验，在行业内具备一定影响力，对公司技术研发团队的组建、研发方向的选择、技术路线的实现等具有统筹能力。

表2:公司高管团队情况

姓名	现任职位	主要履历
骈文胜	董事长、总经理	1970 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历,1993 年至 2000 年任摩托罗拉（中国）电子有限公司设备经理,2000 年至 2004 年任职于威宇科技测试封装（上海）有限公司,2004 年至 2009 年任职于日月光封装测试（上海）有限公司，历任测试厂长，封装厂长，资材处长,2009 年至 2016 年任职于江苏长电科技股份有限公司，任事业中心总经理，集团海外销售副总裁,2016 年 11 月至今担任公司董事长，总经理。
闻国涛	董事、副总经理	1978 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历,2001 年至 2004 年任威宇科技测试封装（上海）有限公司设备工程师,2004 年至 2016 年任职于日月光封装测试（上海）有限公司，历任测试设备主管，经理，封装厂长，测试厂长,2016 年 5 月至今担任公司董事，副总经理。
路峰	董事、副总经理	1971 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历,1993 年至 2000 年任摩托罗拉（中国）电子有限公司 IT 自动化经理,2000 年至 2004 年任威宇科技测试封装（上海）有限公司 IT 部门经理;2004 年至 2006 年任日月光封装测试（上海）有限公司 IT 部门经理;2006 年至 2018 年任职于晟碟半导体（上海）有限公司，历任 IT 部门经理，总监,2018 年 5 月至今担任公司董事，副总经理。
刘琨	副总经理	1973 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历,1997 年至 2001 年任摩托罗拉（中国）电子有限公司产品工程师;2001 年至 2004 年任职威宇科技测试封装（上海）有限公司，历任高级产品工程师，产品工程主管;2004 年至 2005 年任英特尔（上海）有限公司工程主管;2005 年至 2009 年任泰瑞达（上海）有限公司应用工程经理，负责中国北方区域;2009 年至 2015 年任北京汉迪龙科技有限公司副总经理,2015 年至 2020 年任上海旻艾半导体有限公司总经理;2021 年 10 月至今，担任公司的全资子公司南京伟测半导体科技有限公司总经理;2020 年 2 月至今，担任公司副总经理。

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

健全长效激励机制，充分调动核心人才积极性。公司于 2023 年推出股权激励计划，拟向激励对象授予 121.26 万股限制性股票，占总股本的 1.4%。激励对象共计 243 人，包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员以及董事会认为需要激励的其他人员。激励方案设置 3 个归属期，2023、2024、2025 年的营业收入目标值分别为 9 亿元、11 亿元、14 亿元，彰显了长期业绩增长的信心。

图11:股权激励计划业绩 2023-2025 年度考核设置

	归属期	对应考核年度	各考核年度的营业收入（A）	
			目标值（Am）	触发值（An）
	第一个归属期	2023	9.00 亿元	7.33 亿元
	第二个归属期	2024	11.00 亿元	
	第三个归属期	2025	14.00 亿元	
考核指标		业绩完成情况		公司层面归属比例（X）
各考核年度的营业收入（A）		$A \geq A_m$		$X = 100\%$
		$A_n \leq A < A_m$		$X = A/A_m * 100\%$
		$A < A_n$		$X = 0\%$

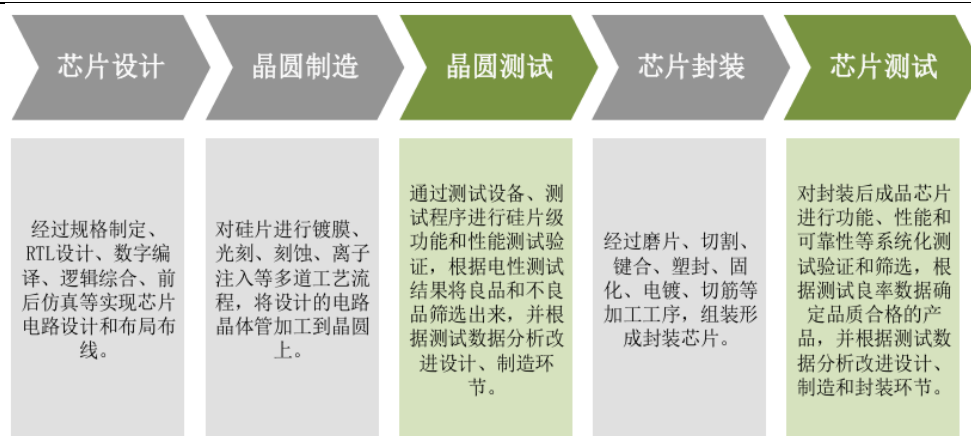
资料来源：伟测科技公告，甬兴证券研究所

2. 产业链回迁叠加高端芯片需求旺盛，大陆独立第三方厂商方兴未艾

2.1. 三方测试行业是半导体产业的不可或缺的一环

集成电路产业链包括芯片设计、制造、封装和测试等环节，各个环节目前已分别发展成为独立、成熟的子行业。按照芯片产品的形成过程，集成电路设计行业是集成电路行业的上游。集成电路设计企业设计的产品方案，通过代工方式由晶圆代工厂商、封装厂商、测试厂商完成芯片的制造、封装和测试，然后将芯片产成品作为元器件销售给电子设备制造厂商。

图12:半导体产业链情况



资料来源：伟测科技招股说明书，甬兴证券研究所

集成电路产品开发的成功与失败、产品生产的合格与不合格、产品应用的优秀与不良均需要验证与测试。晶圆测试可以在芯片封装前把坏的芯片挑选出来，以减少封装和后续测试的成本，同时统计出晶圆上的芯片合格率、不合格芯片的确切位置和各类形式的良率等，用于指导芯片设计和晶圆制造的工艺改进。芯片成品测试是在芯片封装后按照测试规范对电路成品进行全面的电路性能检测，目的是挑选出合格的成品芯片，保障芯片在任何环境下都可以维持设计规格书上所预期的功能及性能，避免将不合格的芯片交付给下游用户。同时，芯片成品测试环节的数据可以用于指导封装环节的工艺改进。总之，晶圆测试和芯片成品测试在确保芯片良率、控制成本、指导芯片设计和工艺改进等方面起着至关重要的作用。

集成电路测试主要包括参数测试与功能测试

图13:集成电路测试参数

测试类别	测试项目	测试内容
参数测试	直流参数测试	直流参数主要测试芯片的电压、电流的规格指标，常见直流参数测试项目有静态电流、动态电流、端口驱动能力等。
	交流参数测试	交流参数测试目的是确保芯片的所有时序符合规格，常见交流参数测试项目有上升时间、下降时间、端到端延时等。
	混合信号参数测试	测试芯片的音视频信号相关的数字转模拟模块、模拟转数字模块的性能指标，常见混合信号测试项目有信噪比、谐波失真率、噪声系数等。
	射频参数测试	测试芯片的射频信号是否符合芯片的设计规格，常见的射频模块测试项目有噪声系数、隔离度、接收灵敏度等。
功能测试	数字电路模块功能测试	芯片功能项目测试主要是验证芯片的逻辑功能是否正常，常见芯片功能测试项目有 SCAN、BIST、GPIO 等。
	存储器读写功能测试	对芯片嵌入式存储器和独立存储器模块的读写功能进行测试，排除电路间的开路，短路和相互干扰的缺陷。常见的测试包括 1/0 读写测试，棋盘格 (Checkboard) 向量测试，行军 (Marching) 向量测试。

资料来源：伟测科技招股说明书，甬兴证券研究所

从产业链的环节来看，集成电路测试主要包括晶圆测试和芯片成品测试

图14:晶圆测试与芯片成品测试的区别

主营业务	晶圆测试 (CP)	芯片成品测试 (FT)
产业链位置	芯片封装前	芯片封装后
测试设备	测试机、探针台	测试机、分选机
测试目的	挑出坏的裸芯片，以减少后续封装和成品测试成本，测试数据用于指导芯片设计和晶圆制造的工艺改进	确保每颗芯片成品向客户交付前能够达到设计要求的指标
客户群体	IC 设计公司、晶圆厂、封装厂、IDM	IC 设计公司、封装厂、IDM

资料来源：伟测科技招股说明书，甬兴证券研究所

除了上述的区别外，晶圆测试与芯片成品测试还有两个不同点：一是测试难度的差异。晶圆测试属于“晶圆级”工艺，数千颗甚至数万颗裸芯片高度集成于一张晶圆上，对测试作业的洁净等级、作业的精细程度、大数据的分析能力等要求较高，因此技术实力较强的测试厂商通过精益生产能够实现更好的效益，拉开与其他对手的差距。而芯片成品测试属于“芯片级”工艺，芯片成品完成封装之后，处于良好的保护状态，体积也较晶圆状态的裸芯片增加几倍至数十倍，因此芯片成品测试对洁净等级和作业精细程度的要求较晶圆测试低一个级别，测试作业工作量和人员用工量也更大。二是竞争格局的差异。竞争格局差异体现为两个方面，一是晶圆测试的技术门槛和投资门槛更高，竞争对手更少；二是在晶圆测试方面，“封测一体厂商”和“独立第三方测试厂商”的合作多于竞争，前者将晶圆测试业务大量外包给后者；在芯片成品测试方面，“封测一体厂商”和“独立第三方测试厂商”的竞争与合作共存，前者将部分业务外包给后者的同时，自身也在发展芯片成品测试业务。

独立第三方测试服务模式兴起的得益于行业专业化分工和产业对效率的更高追求。“独立第三方测试服务”模式诞生于集成电路产业高度发达的

请务必阅读报告正文后各项声明

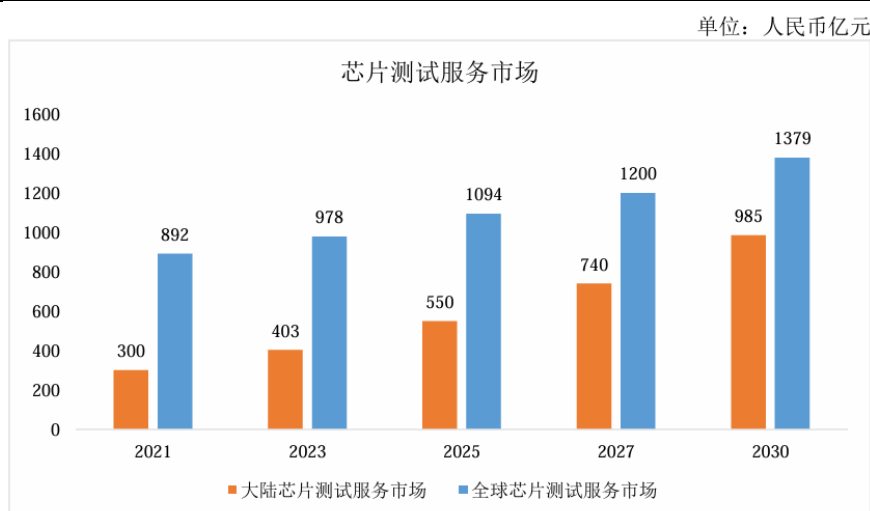
中国台湾地区，并经过 30 年的发展和验证，证明了该模式符合行业的发展趋势。相比封测一体模式，独立第三方测试服务模式具有如下优点：一、独立第三方测试服务厂商在技术专业性和效率上的优势更明显。独立第三方测试服务厂商将全部的人力、物力和资金专注于测试业务，而封测一体厂商的核心业务是封装，测试业务只是占比很小的次要业务，因此无论是测试技术的专业性、测试设备的多样性和先进性、测试服务的效率和品质等方面，独立第三方测试服务厂商的优势更加突出。二、独立第三方测试厂商的测试结果中立客观，更受信赖。集成电路测试本质是对设计环节、晶圆制造环节、芯片封装环节的工作进行监督和检验，封测一体企业同时提供封装和测试服务，并且封装业务的金额占比更大，因此在测试结果的中立性和客观性上存在局限性，而独立第三方测试厂商独立于以上环节，能够从中立的立场出具客观公正的测试结果，更容易获得芯片设计公司的信赖。

2.2. AI 驱动行业发展，国产替代带动三方测试厂商产业回归大陆

根据中国台湾省工研院的统计，集成电路测试成本约占设计营收的 6%-8%，假设取中值 7%，结合中国半导体行业协会关于我国芯片设计业务的营收数据测算，2019 年我国集成电路测试市场规模为 214 亿元，同比增长 22%；2020 年我国集成电路测试市场规模为 264 亿元，同比增长 23%；

公司招股说明书显示，据 Gartner 咨询和法国里昂证券预测，2021 年中国大陆的测试服务市场规模约为 300 亿元，全球的市场规模为 892 亿元。2025 年，预期全球测试服务市场将达到 1094 亿元，其中，中国测试服务市场将达到 550 亿元，占比 50.3%，5 年内存在超过 250 亿元的增长空间。

图15:芯片测试服务市场规模



资料来源：伟测科技招股说明书，甬兴证券研究所

受益 AI 需求爆发，带动 SOC 等高端算力芯片需求爆发。钛媒体显示，德勤中国日前发布的《技术趋势 2025》中文版报告显示，预估 2024 年，全球芯片市场规模 5760 亿美元，其中，AI 芯片销售额占比 11%，超过 570 亿美元。预计到 2025 年，新一代 AI 芯片价值（规模）将超过 1500 亿美元；到 2027 年，全球 AI 芯片市场将增长至 4000 亿美元，保守估计也将达到 1100 亿美元。

证券时报转载 21 世纪经济报道信息显示，腾讯 2025 年会进一步增加资本

支出，预计占收入的低两位数百分比。2024 年，腾讯营收 6602.57 亿元，同比增长 8%，按照这一营收增长率以及低两位数百分比（通常为 10%-20%）的中值 15% 计算，腾讯 2025 年的资本支出或达到 1070 亿元。

表3:各领域芯片市场规模情况

应用领域	芯片类型	全球市场规模	中国市场规模
先进架构及 先进封装芯片	SoC	2021 年：1409.9 亿美元，预计 2030 年增长至 2,776.10 亿美元，2022-2030 年复合增长率为 8.0%	根据公司公告，2030 年增长至 393 亿美元，2022-2030 年复合增长率为 15.5%
	Chiplet	预计 2024 年增长至 58 亿美元，2035 年增长至 570 亿美元，2024-2035 年复合增长率为 23.09%	\
	SiP	2022 年：260 亿美元，预计 2030 年增长至 580 亿美元，2023-2030 年复合增长率为 10.6%	根据公司公告，2030 年增长至 140 亿美元，2022-2030 年复合增长率为 15.7%
高算力芯片	GPU	2022 年：400 亿美元，预计 2030 年增长至 4,000 亿美元，2023-2030 年复合增长率为 25.9%	2020 年：47.39 亿美元，预计 2027 年增长至 345.57 亿美元，2021-2027 年复合增长率为 32.8%
	CPU	2022 年：909.9 亿美元，预计 2030 年增长至 1,287.40 亿美元，2022-2030 年复合增长率为 4.36%	2022 年：458 亿美元
	AI	2022 年：168.6 亿美元，预计 2032 年增长至 2274.8 亿美元，2023-2032 年复合增长率为 29.72%	2021 年：426.8 亿元，预计 2025 年增长至 1,780 亿元，2022-2025 年复合增长率 42.9%
	FPGA	2022 年：79.4 亿美元，预计 2025 年增长至 125.8 亿美元，2023-2025 年复合增长率为 16.6%	2022 年：208.8 亿元，预计 2025 年增长至 332.2 亿元，2023-2025 年复合增长率为 16.7%
汽车芯片	各类汽车芯片	2021 年：498 亿美元，预计 2031 年增长至 1,213.00 亿美元，2022-2031 年复合增长率为 9.6%	2021 年：142 亿美元，预计 2026 年增长至 288 亿美元
工业芯片	各类工业 芯片	2022 年：615.1 亿美元，预计 2029 年增长至 983.7 亿美元，2023-2029 年复合增长率为 6.9%	2020 年：113.69 亿美元，预计 2027 年增长至 206.20 亿美元

资料来源：伟测科技公告，甬兴证券研究所

中兴、华为禁令事件发生以前，中国大陆芯片设计公司的测试订单尤其是高端芯片的测试订单主要交给中国台湾地区厂商来完成。中兴、华为为禁令事件发生之后，为了保障测试服务供应的自主可控，中国大陆的芯片设计公司开始大力扶持内资的测试服务供应商，并逐渐将高端测试订单向中国大陆回流，加速了国产化替代进程。以海思半导体为例，根据 IC Insights 的统计，海思半导体 2020 年上半年营业收入为 52.20 亿美元，全年营收预计在百亿美元左右，按照集成电路测试成本约占设计营收的 6%-8% 比例测算，海思半导体一年的测试费用在 40-55 亿元人民币左右。由此可见，以海思半导体、紫光展锐等为代表的中国大陆最高端的芯片设计公司有望回流的高端存量测试需求巨大。

参考面板产业发展，围绕 Fab 构建配套服务是大势所趋。中国大陆液晶面板产业崛起，成为全球最大的 LCD 生产地。根据第一财经数据显示，据 Omdia（原 IHS）的研究报告，京东方、华星光电今年一月首次包揽全球大尺寸液晶面板出货面积的前两位。从出货排名看，2020 年 1 月份，京东方、华星光电分别以 21.3% 和 14.5% 的出货面积份额，占全球面板厂商大尺寸液晶面板出货面积前二位；大陆面板巨头不断发展，围绕大厂的相关产业链陆续转移至大陆。材料、设备、DDIC 及相应封测/制造等环节企业都取得了快速的发展，特别是相关的后道产业链相关公司，包括新相微、奕斯伟、

晶合集成、硕中科技、汇成股份、莱特光电、联得装备等。随着国内 Fab 技术的成熟以及 IC 设计公司不断选择国内 Fab 进行流片，相应的配套产业链也可以参考面板行业发展趋势。除前道设备外，后道的测试以及相应服务配套，将会更加受益此次产业链转移。

中芯国际先进制程不断发展，势必带动 IC 设计厂商不断回流大陆，相关配套产业将受益。据国信网安信息技术有限公司公众号显示，2025 年 2 月，中芯国际宣布将投入 75 亿美元（约 544 亿元人民币），力求通过扩产和技术突破剑指全球芯片代工第二。先进制程研发投入占比超过 30%，约 22.5 亿美元，主要用于 14nm FinFET 增强版及 N+1（等效 10nm）工艺量产、N+2（等效于 7 纳米）等先进制程技术的持续投入，不断提升良率，缩小与台积电等国际领先企业的差距。在无法获取 ASML 最新 EUV 设备的情况下，通过多重曝光技术和国产 DUV 光刻机优化，探索 5nm 工艺可行性，并且已与中科院微电子所、华为海思等展开合作，开发基于 RISC-V 架构的先进封装技术，弥补制程短板。

图16:面板和芯片代工厂后周期带动产业链情况



资料来源：甬兴证券研究所绘制

3. 公司逆周期扩产高端产能，抢占市场

3.1. 行业中小公司偏多，公司具有较强的规模优势

目前中国大陆相当比例的测试产能仍然集中在封测一体厂商的测试部门。以中国大陆最大的封测厂商长电科技为例，其 2019 年的测试收入达 20 亿元（长电科技 2020 年以后年份的测试收入未公开披露），业务规模领先于第三方测试企业。然而，在专业测试需求不断扩大的背景下，封测厂面临测试产能结构性失衡和测试方案开发能力不足的困境。与此同时，独立第三方测试厂商凭借专业的技术水平和高效的服务速度，在测试行业的市场地位将不断提高。2019-2021 年，中国大陆第三方测试的 3 家代表性的内资企业伟测科技、利扬芯片和华岭股份的营业收入的年复合平均增长率分别为 151.55%、29.85%和 39.63%，已形成加速追赶的态势。

从发展时间上看，中国大陆独立第三方测试行业起步较晚，目前规模最大的三家企业中，除了华岭股份成立相对较早外，伟测科技、利扬芯片分别成立于 2016 年和 2010 年，成立时间较短。从规模上看，三家企业与京元电子、欣铨、矽格等全球一流第三方测试代工企业在体量上差距较大。2021 年，中国大陆最大的三家独立第三方测试企业伟测科技、利扬芯片、华岭股份合计营收约为 11.75 亿元，占中国大陆的测试市场份额的 3.72%，而京元电子、欣铨、矽格合计营收为 618 亿新台币，约为 119 亿人民币，在中国台湾地区测试市场的市占率为 30%。因此，无论从成立时间、目前规模、收入占比等角度看，中国大陆独立第三方测试厂商还处于发展的初期，随着我国测试行业市场规模的快速扩张以及独立第三方测试厂商专业化优势进一步显现，独立第三方测试厂商未来发展空间巨大。

据公司可转债发行公告显示从中国大陆来看，根据半导体综研的统计，中国大陆独立第三方测试企业共有 107 家，主要分布在无锡、苏州、上海、深圳以及东莞。根据各家企业公开披露的数据，目前中国大陆收入规模超过 1 亿元的独立第三方测试企业主要有京隆科技（京元电子在中国大陆的子公司）、伟测科技、利扬芯片、华岭股份、上海旻艾等少数几家公司。由于中国大陆的独立第三方测试企业起步较晚，因此呈现出规模小、集中度低的竞争格局，但是公司为代表的内资企业近几年发展速度较快，行业的集中度正在快速提升。

表4:全球及中国大陆主要封测一体企业介绍

公司简称	地区	公司介绍	市场地位
日月光	中国台湾	日月光投资控股股份有限公司 (3711.TW) 成立于 1984 年, 是全球领先的半导体封装与测试服务企业, 主营业务包括晶圆前段测试、晶圆测试、封装、材料及成品测试的一站式服务。2017 年日月光并购矽品精密之后, 成为全球第一大封测企业, 2019 年全球市占率为 26%。	全球最大的封测一体企业
安靠科技	美国	安靠科技股份有限公司 (AMKR.NASDAQ) 成立于 1986 年, 是全球第一家提供半导体封装和测试服务的外包商, 目前为全球第二大封测代工厂商。安靠的主营业务为半导体封装和测试服务, 具体包括晶圆凸点、晶圆测试、晶圆背面研磨、封装设计、封装、系统级和最终测试。	全球第二大的封测一体企业
长电科技	中国大陆	江苏长电科技股份有限公司 (600584.SH) 成立于 1998 年 11 月, 主营业务包括集成电路的系统集成、设计仿真、技术开发、产品认证、晶圆中测、晶圆级中道封装测试、系统级封装测试、芯片成品测试并可向世界各地的半导体客户提供直运服务。长电科技是中国大陆第一大封测厂商。	全球第三大、中国大陆第一大的封测一体企业
通富微电	中国大陆	通富微电子股份有限公司 (002156.SZ) 成立于 1994 年 2 月, 主营业务为集成电路封装测试、圆片测试、系统测试, 是中国第二大集成电路封测企业。截至 2020 年末, 50% 以上的世界前 20 强半导体企业和绝大多数国内知名集成电路设计公司都已成为通富微电的客户。	全球第五大、中国大陆第二大的封测一体企业
华天科技	中国大陆	天水华天科技股份有限公司 (002185.SZ) 成立于 2003 年 12 月, 主营业务为集成电路封装测试, 是中国第三大集成电路封测企业。	全球第六大、中国大陆第三大的封测一体企业
京元电子	中国台湾	京元电子股份有限公司 (2449.TW) 成立于 1987 年 5 月, 主营业务为半导体产品的封装测试业务, 测试服务项目包括: 晶圆针测、IC 成品测试、预烧测试、封装及其他项目。京元电子的晶圆测试产能 840 万片/年, 芯片成品测试产能 180 亿颗/年, 测试设备总数超过 4,500 台, 是全球最大的专业测试厂。	全球第一大独立第三方测试企业
欣铨	中国台湾	欣铨科技股份有限公司 (3264.TW) 成立于 1999 年, 主要经营业务为存储芯片晶圆测试、数字芯片及混合信号芯片的晶圆和成品测试、晶圆型预烧测试, 为中国台湾地区前三大的晶圆测试厂, 也是全球主要的第三方测试代工厂商之一。截至 2019 年末, 公司拥有测试机 1,256 台, 晶圆测试产能 254 万片/年, 芯片成品测试产能 15 亿颗/年。	全球排名前三的第三方测试企业
矽格	中国台湾	矽格股份有限公司 (6257.TW) 成立于 1996 年, 主营业务为半导体封装和测试。矽格拥有超过千台的测试机台, 晶圆测试及芯片成品测试产能 49 亿颗/年。	全球排名前三的第三方测试企业
利扬芯片	中国大陆	广东利扬芯片测试股份有限公司 (688135.SH) 成立于 2010 年 2 月, 主营业务包括集成电路测试方案开发、12 英寸及 8 英寸晶圆测试服务、芯片成品测试服务以及与集成电路测试相关的配套服务。利扬芯片拥有晶圆测试设备 144 套, 芯片成测设备 284 套, 2021 年晶圆测试产量 53.88 万片/年, 芯片成品测试产能 17.18 亿颗/年, 是国内最大的独立第三方集成电路测试基地之一。	第三方测试企业中规模最大的三家内资企业之一

华岭股份

中国大陆

上海华岭集成电路技术股份有限公司（430139.OC）成立于 2001 年 4 月，主营业务为集成电路测试服务，具体包括测试技术研究、测试软硬件开发、测试装备研制、测试验证分析、晶圆测试、集成电路成品测试、可靠性试验、自有设备租赁。华岭目前建立了千级、百级、十级各种标准的净化测试环境，累计装备了 200 多套测试技术研发和分析系统。

第三方测试企业中规模最大的三家内资企业之一

资料来源：伟测科技招股说明书，甬兴证券研究所

公司不断投入研发，并随着测试经验的积累逐步完善。公司汇聚了国内优秀的集成电路测试研发、工程和管理人员，核心团队成员平均在测试行业拥有多年的从业经验。

表5:公司核心技术

序号	核心技术名称	技术来源	对应专利或软件著作权	应用范围
1	5G 通信射频前端晶圆测试解决方案	自主研发	一种集成电路精确测试小电阻的方法 (专利号: 202011160294.6)	5G 射频前端芯片
2	基于 ARM 架构的高性能处理器的测试解决方案	自主研发	一种 Wafer ID 烧写防呆的系统 (专利号: 202011523844.6)	处理器芯片
3	高性能汽车电子芯片测试解决方案	自主研发	多晶硅工艺保险丝的熔断装置及方法 (专利号: 202110248636.8)	汽车电子芯片
4	高性能区块链算力芯片晶圆测试方案	自主研发	芯片内部温度检测电路设计布图 (登记号: BS.215515048)	AI、区块链芯片
5	WIFI6 无线网络通讯芯片测试解决方案	自主研发	一种电路板测试装置 (专利号: 201721231664.4)	无线网络芯片
6	基于 TCG 架构的先进网络安全芯片晶圆测试解决方案	自主研发	晶圆区域性问题的分析系统与方法 (专利号: 202110310750.9)	安全芯片
7	高速数字通信芯片的晶圆测试解决方案	自主研发	一种防止集成电路针测扎偏的装置 (专利号: 201721787486.3)	数字通信芯片
8	第 3 代快闪存储器 IP 的晶圆测试方案	自主研发	电流值智能检测仪电路设计布图 (登记号: BS.215515021)	存储器芯片
9	高速高分辨率电流型数模转换器晶圆测试解决方案	自主研发	一种抗干扰晶圆测试机外壳 (专利号: 201720068188.2)	数模转换芯片
10	32 位微控制单元芯片晶圆测试解决方案	自主研发	一种子母式探针卡装配结构 (202120864029.X)	微控制器芯片
11	高清图像传感器芯片晶圆测试解决方案	自主研发	一种易于安装的晶圆测试装置 (专利号: 201720068329.0)	图像传感器芯片
12	现场可编程逻辑门阵列芯片测试解决方案	自主研发	智能电压值检测装置电路设计布图 (登记号: BS.215515064)	可编程逻辑门阵列芯片
13	芯片测试中熔丝烧调工艺精密控制技术	自主研发	多晶硅工艺保险丝的熔断装置及方法 (专利号: 202110248636.8)	晶圆测试芯片成品测试

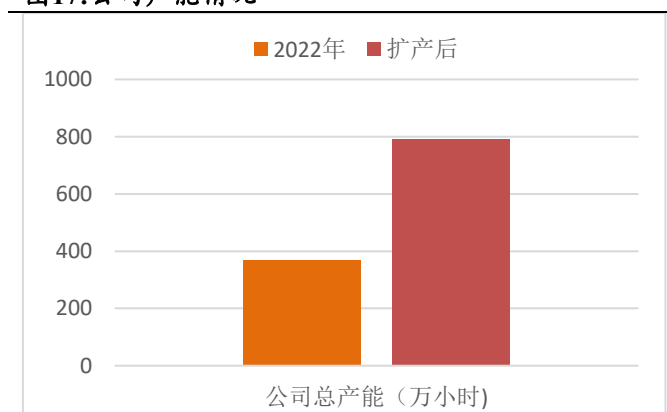
14	晶圆测试中烧写写入工艺防呆管控技术	自主研发	一种 Wafer ID 烧写防呆的系统（专利号：202011523844.6）	晶圆测试
15	测试机配置匹配提效技术	自主研发	一种测试机匹配检测系统及其方法（专利号：202011533224.0）； 一种集成电路检测设备（专利号：202121569857.7）	晶圆测试芯片成品测试
16	晶圆测试过程中针痕精密管控工艺技术	自主研发	一种防止集成电路针测扎偏的装置（专利号：201721787486.3）	晶圆测试芯片成品测试
17	低温测试工艺结霜控制技术	自主研发	晶圆区域性问题的分析系统及方法（专利号：202110310750.9）	晶圆测试
18	晶圆测试良率分析和优选管控技术	自主研发		晶圆测试
19	薄片晶圆测试技术	自主研发	一种多平台联动提效机构（专利号：202011489734.2）	晶圆测试
20	多平台联动提效技术	自主研发	一种多平台联动提效机构（专利号：202011489734.2）	晶圆测试
21	探针台自动清洁装置	自主研发	一种芯片测试机上的真空除尘结构（专利号：201721787488.2）	晶圆测试片成品测试
22	测试机多方位使用兼容装置	自主研发	一种芯片测试机的翻转机构（专利号：201721787489.7）	晶圆测试
23	解决背银、背金晶圆的测试稳压装置	自主研发	一种背银、背金晶圆测试稳压装置（专利号：201720068189.7）	晶圆测试
24	晶圆进出晶舟盒防呆自动监测装置	自主研发		晶圆测试
25	晶圆测试机抗干扰外壳装置	自主研发	一种抗干扰晶圆测试机外壳（专利号：201720068188.2）	晶圆测试
26	晶圆外观检测平台的改造装置	自主研发	一种真空吸附检测台的承载平台（专利号：201721231321.8）	晶圆测试

资料来源：伟测科技招股说明书，甬兴证券研究所

3.2. 逆周期扩产高端产能，公司有望量价齐升

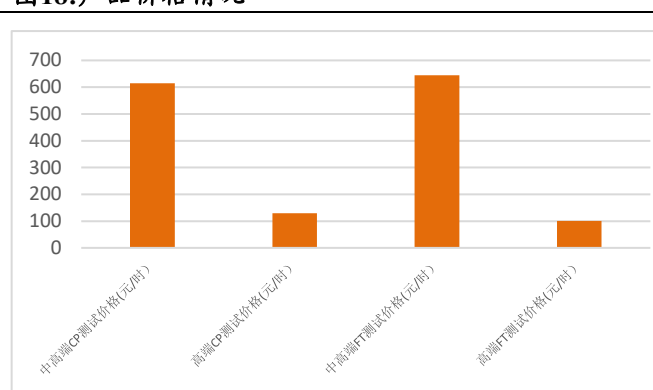
公司逆周期扩产高端产能，有望迎来量价齐升的格局。公司自 2022 年起，通过 IPO、发行可转债以及自筹资金等方式，分别在无锡、南京和上海三地进行扩产，总投资规模 48.02 亿元，对应新增产能约为 423 万小时，对应公司 22 年上市时 368 万小时，增长 115%。同时根据公司公告显示，公司扩充的产能主要以高端产能为主，高端产能对应平均每小时单价 600 元，相较于中低端产能的 100 元，公司未来的测试服务均价有望持续增长。未来公司在产能和单价双双提升的背景下，公司有望进入高速发展期。

图17:公司产能情况



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图18:产品价格情况



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

表6:公司 2023-2025 年产能规划情况

类型	IPO 募投项目	可转债		最新投资	
项目名称	无锡伟测半导体科技有限公司集成电路测试产能建设项目	伟测半导体无锡集成电路测试基地项目（无锡项目）	伟测集成电路芯片晶圆级及成品测试基地项目（南京项目）	上海伟测半导体科技股份有限公司	南京伟测半导体科技有限公司
扩产的目的	满足公司 2023 年-2024 年收入增长所需的产能需求	满足公司 2025 年-2027 年收入增长所需的产能需求	满足公司 2024 年下半年-2026 年收入增长所需的产能需求		
项目投资金额	4.88 亿元	9.87 亿元	9.00 亿元	9.87 亿元	13 亿元
规划的销售测试工时	93.31 万小时	83.98 万小时	69.98 万小时	约为 83 万小时	约为 100 万小时
完全达产年份规划的营业收入	2.01 亿元	3.32 亿元	3.13 亿元		
规划购买的测试设备的档次	高端测试机和中端测试机的数量相对均衡	主要为高端测试机	主要为高端测试机		
规划的测试服务收入结构	完全达产年份，规划的高端芯片测试收入占比 69.09%，中端芯片测试占比 30.94%	完全达产年份，规划的高端芯片测试收入占比 88.21%，中端芯片测试占比 11.79%	完全达产年份，规划的高端芯片测试收入占比 93.65%，中端芯片测试占比 6.35%		
下游应用领域	主要是消费级芯片等“非高可靠性芯片测试”	配置了较大比例的三温测试设备和老化测试设备，预计工业级、车规级芯片等“高可靠性芯片测试”的收入占比将远高于现有主营业务（具体比例本次项目可研报告未进行预计和测算），剩余的领域为消费级芯片等“非高可靠性芯片测试”			
测试工厂的所在地	无锡	无锡	南京	上海	南京
测试工厂的权属	租赁厂房	自建厂房、自有土地	自建厂房、自有土地	自建厂房、自有土地	自建厂房、自有土地

资料来源：伟测科技公告，甬兴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

1 核心假设

公司是国内领先的第三方测试公司,提供的服务主要为CP和FT两类,是目前国内少数具有一定规模的第三方测试公司。得益于不断的扩张高端产能、客户开拓和大量IC设计公司回流大陆,公司过去几年的收入实现了快速增长。根据公司招股说明书显示2021年中国大陆的测试服务市场规模约为300亿元,结合公司2024年收入在10亿元左右的情况下,未来仍有很大的提升空间。因此我们假设未来公司通过领域开拓、客户增加、国产替代等方式,公司市占率将实现稳步提升,且随着国产高端芯片的不断成熟以及公司高端产线的不断投入使用,产能利用率的提升,公司的产品均价及毛利率将迎来拐点向上。

2 晶圆测试(CP测试)

CP测试是公司主要业务之一,2024年实现销售收入6.15亿元,占总收入57.08%。2023年全球终端市场需求疲软,集成电路行业处于下行周期,其中消费电子类产品受下游去库存的影响,上半年的测试需求和价格处于低谷,导致公司2023年营收和利润较之前出现了不同程度的下滑。2024年得益于所处半导体行业处于上游库存逐步去化和下游需求逐步复苏阶段,公司CP收入快速回升。我们认为,大量国产高端芯片和车规级芯片进入量产阶段,市场对高端芯片和高可靠性芯片测试需求明显增加。同时受益于公司扩产与产业链回迁和高端算力的需求,晶圆测试业务有望在2025年重回高速增长。预计2025-2027年晶圆测试将实现营收9.43、11.61和14.23亿元,同比增长53.45%、23.07%和22.63%,公司CP产能利用率持续维持较高水平,相应公司毛利率也维持较高水平,对应毛利率分别为42.54%、42.64%和42.42%。

3 成品测试(FT测试)

FT测试是公司主要业务之一,2024年实现销售收入3.66亿元,占总收入34.06%。受到半导体周期影响,2023年受行业周期下行的影响,部分测试设备产能利用率下降,以及公司下调了部分测试服务的价格,降低了公司整体盈利能力;2024年受益于行业复苏、新客户导入、高强度研发投入、测试产品结构优化、产能利用率不断提高等原因,公司FT业务收入快速回升。我们认为,受益于公司扩产与产业链的回迁,成品测试业务有望在2025年继续增长。预计2025-2027年成品测试将实现营收5.85、7.66和9.46亿元,同比增长59.51%、30.93%和23.48%。随着公司产能利用率的提升,公司毛利率相较前两年有提升,对应毛利率分别为34.39%、34.47%和34.49%。

4 其他业务

公司其他并非公司主要业务,公司其他收入将呈现平稳态势不会出现大幅波动,我们预计2025-2027年其他业务营收0.7、0.7和0.7亿元,同比增长-26.63%、0%和0%,对应毛利率分别为30%、30%和30%。

表7:公司收入预测

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	736.52	1076.87	1598.30	1996.86	2439.38
yoy	0.48%	46.21%	48.42%	24.94%	22.16%
毛利率	38.96%	37.11%	39.01%	39.06%	38.99%
晶圆测试	442.50	614.75	943.23	1160.79	1423.48
yoy	4.86%	38.92%	53.45%	23.07%	22.63%
毛利率	42.84%	42.45%	42.54%	42.64%	42.42%
成品测试	244.34	366.09	585.08	766.07	945.91
yoy	-12.88%	49.82%	59.51%	30.93%	23.48%
毛利率	30.14%	29.16%	34.39%	34.47%	34.49%
其他业务	49.60	95.41	70	70	70
yoy	62.24%	92.36%	-26.63%	0%	0%
毛利率	47.81%	33.27%	30%	30%	30%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

投资建议

受益于产业链转移和国产算力的需求不断提升, 我们看好公司在扩产后迎来量价齐升, 公司有望进入业绩快速增长期。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别实现 2.25、3.02、4.01 亿元, 对应 EPS 分别为 1.52、2.04、2.70 元。截至 2025 年 6 月 30 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 值分别为 40、30、22 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

1) 半导体周期存在波动性风险

公司是第三方测试服务商，半导体的周期波动会影响行业需求，进而影响公司的收入利润。因此公司存在受到半导体周期波动影响的风险。

2) 国产替代不及预期的风险

公司的测试服务有望受益于国产替代的加速而快速提升，若未来下游对国产替代的需求减弱，公司存在受到国产替代不及预期的影响而导致销售不及预期的风险。

3) 供应链风险

公司的测试设备一部分要采购于美国，由于目前的世界局势比较复杂，公司的供应链可能受到影响进而扩产不及预期的风险。

资产负债表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	855	1,041	2,122	1,853	1,938
货币资金	252	414	1,303	891	830
应收及预付	311	356	528	659	792
存货	5	10	16	20	25
其他流动资产	287	260	275	283	291
非流动资产	2,753	3,878	4,457	5,212	5,696
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,964	2,887	3,790	4,547	5,039
在建工程	514	670	147	144	134
无形资产	41	40	42	43	44
其他长期资产	234	281	478	478	478
资产总计	3,608	4,919	6,579	7,065	7,633
流动负债	523	786	1,069	1,283	1,497
短期借款	103	171	201	241	271
应付及预收	227	369	542	693	852
其他流动负债	193	246	327	350	374
非流动负债	626	1,514	2,699	2,714	2,729
长期借款	477	1,356	1,356	1,356	1,356
应付债券	0	0	1,175	1,175	1,175
其他非流动负债	149	158	168	183	198
负债合计	1,149	2,300	3,768	3,998	4,226
股本	113	114	148	148	148
资本公积	1,897	1,965	1,931	1,931	1,931
留存收益	449	540	732	988	1,329
归属母公司股东权益	2,459	2,619	2,810	3,067	3,408
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	3,608	4,919	6,579	7,065	7,633

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	737	1,077	1,598	1,997	2,439
营业成本	450	677	975	1,217	1,488
营业税金及附加	2	3	4	4	5
销售费用	24	36	51	64	73
管理费用	52	72	80	100	110
研发费用	104	142	192	240	281
财务费用	37	36	40	27	27
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	14	3	0	0	0
营业利润	96	136	257	345	455
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	96	136	257	345	455
所得税	-22	8	32	43	55
净利润	118	128	225	302	401
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	118	128	225	302	401
EBITDA	352	510	721	912	1,203
EPS（元）	1.04	1.13	1.52	2.04	2.70

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	463	622	707	926	1,205
净利润	118	128	225	302	401
折旧摊销	235	342	424	540	721
营运资金变动	93	124	10	31	38
其它	17	27	49	53	45
投资活动现金流	-685	-1,421	-1,002	-1,295	-1,205
资本支出	-1,219	-1,478	-805	-1,295	-1,205
投资变动	515	60	0	0	0
其他	19	-3	-197	0	0
筹资活动现金流	-173	911	1,184	-43	-60
银行借款	-31	946	30	40	30
股权融资	0	14	0	0	0
其他	-141	-49	1,154	-83	-90
现金净增加额	-396	111	889	-412	-60
期初现金余额	648	252	363	1,251	839
期末现金余额	252	363	1,251	839	779

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	0.5%	46.2%	48.4%	24.9%	22.2%
营业利润增长	-60.9%	41.8%	89.4%	34.3%	31.8%
归母净利润增长	-51.6%	8.7%	75.4%	34.3%	32.6%
获利能力					
毛利率	39.0%	37.1%	39.0%	39.1%	39.0%
净利率	16.0%	11.9%	14.1%	15.1%	16.4%
ROE	4.8%	4.9%	8.0%	9.9%	11.8%
ROIC	4.5%	3.6%	4.5%	5.3%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	31.9%	46.8%	57.3%	56.6%	55.4%
净负债比率	20.7%	50.5%	60.6%	70.8%	66.8%
流动比率	1.63	1.32	1.98	1.44	1.29
速动比率	1.34	0.99	1.74	1.23	1.11
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.25	0.28	0.29	0.33
应收账款周转率	2.73	3.25	3.64	3.39	3.39
存货周转率	91.08	89.16	72.90	66.62	66.02
每股指标（元）					
每股收益	1.04	1.13	1.52	2.04	2.70
每股经营现金流	4.08	5.46	4.77	6.24	8.12
每股净资产	21.69	23.01	18.94	20.67	22.96
估值比率					
P/E	75.38	51.79	39.85	29.67	22.37
P/B	3.62	2.54	3.19	2.92	2.63
EV/EBITDA	26.68	15.66	14.80	12.21	9.34

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权归属于本公司所有，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许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。