



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 07 月 24 日

基础数据

07 月 24 日收盘价（元）	89.68
总市值（亿元）	53.81
总股本（亿股）	0.60

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：姚康

S0190520080007
yaokang@xyzq.com.cn

分析师：胡园园

S0190525010001
huyuanyuan1@xyzq.com.cn

金海通(603061.SH)

金海通：深耕平移式测试分选机，受益新品放量和汽车电子、算力等高端产能开支上行

投资要点：

- **深耕半导体测试分选机领域，管理层产业经验丰富。**公司成立于 2012 年，多年来一直深耕集成电路测试分选机领域，通过持续自主研发及长期技术积淀和工艺传承，先后推出 EXCEED-6000、EXCEED-8000、EXCEED-9000、SUMMIT、COLLIE 等不同系列的测试分选机，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。公司控股股东、实际控制人崔学峰及龙波均曾任职摩托罗拉（中国）、日月光封装测试（上海）等产业链公司，有丰富的产业和技术经验。2024 年公司实现营业收入 4.07 亿元，同比增长 17.1%，公司业务受益部分终端需求复苏以及新品新客户突破再次进入上升通道。
- **产品：9000 系列产品持续放量，同步储备先进封装/存储测试分选平台。**2024 年公司 EXCEED-9800 系列三温测试分选机实现量产，同时针对效率要求更高的大规模、复杂测试，公司持续对 EXCEED-9032 系列大平台分选机进行升级。2024 年 EXCEED-9000 系列产品（EXCEED-9800 系列、EXCEED-9032 系列）收入比重提升至 25.8%，2023 年为 11.45%。此外，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。
- **下游：需求复苏推动行业开支上行，客户端布局汽车电子/算力等高端产能。**公司客户群体涵盖半导体封装测试企业、测试代工厂、IDM 企业、芯片设计公司等；产品遍布中国大陆、中国台湾、东南亚、欧美等全球市场，在集成电路测试行业有着良好的知名度与认可度。2024 年公司前五大客户合计收入 2.07 亿元，营收占比 51%，较往年客户更为多元。根据 SEMI 数据，2024 年全球半导体测试设备销售额预计约为 71 亿美元，同比增长 13.8%，预计 2025、2026 年将继续增长 14.7%、18.6%至 81.8 亿美元和 97.1 亿美元。公司核心客户伟测科技也聚焦“高端芯片测试”“高可靠性芯片测试”，持续推进高端测试产能扩充，布局无锡、南京、成都等产线基地。
- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 6.85、8.50、10.46 亿元，同比增长 68.4%、24.1%、23.1%，归母净利润为 1.89、2.7、3.66 亿元，同比增长 140.4%、42.8%、35.8%，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**终端需求复苏不及预期、客户集中度较高风险、产品研发迭代不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	407	685	850	1046
同比增长	17.1%	68.4%	24.1%	23.1%
归母净利润（百万元）	78	189	270	366
同比增长	-7.4%	140.4%	42.8%	35.8%
毛利率	47.5%	47.7%	48.6%	49.4%
ROE	6.0%	12.7%	15.7%	17.9%
每股收益（元）	1.31	3.15	4.49	6.10
市盈率	68.6	28.5	20.0	14.7

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

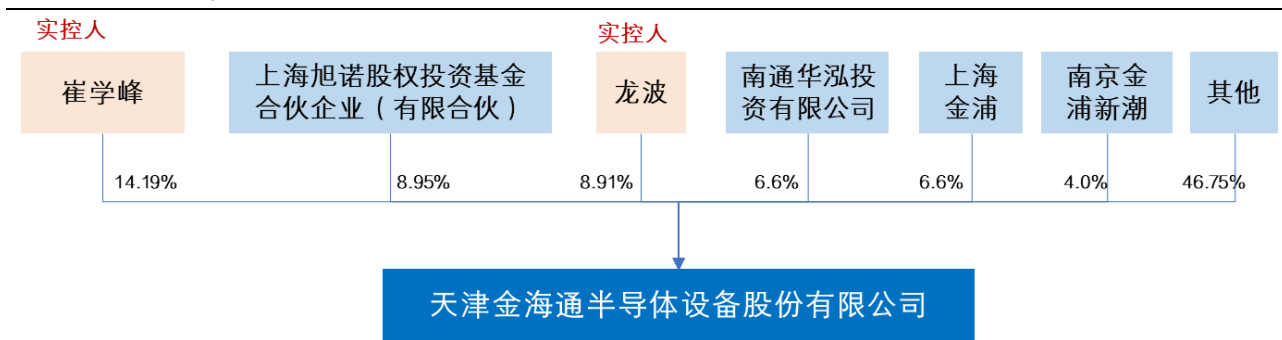
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

一、金海通：深耕平移式测试分选机

金海通成立于 2012 年，多年来一直深耕集成电路测试分选机（Test handler）领域，通过持续自主研发及长期的技术积淀和工艺传承，持续对产品进行迭代升级和拓展，先后推出了 EXCEED-6000、EXCEED-8000、EXCEED-9000、SUMMIT、COLLIE 等不同系列的测试分选机，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。

公司控股股东、实际控制人为崔学峰及龙波，截止目前合计持有公司 23.1% 的股份。崔学峰目前为公司董事长、总经理，龙波为公司董事、副总经理，均曾任职摩托罗拉（中国）、日月光封装测试（上海）等公司，有丰富的产业和技术经验。

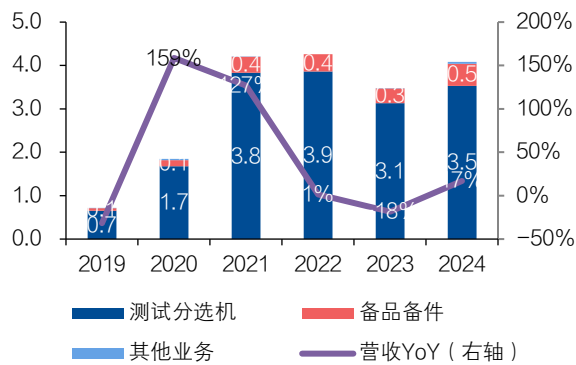
图1、金海通股权结构



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

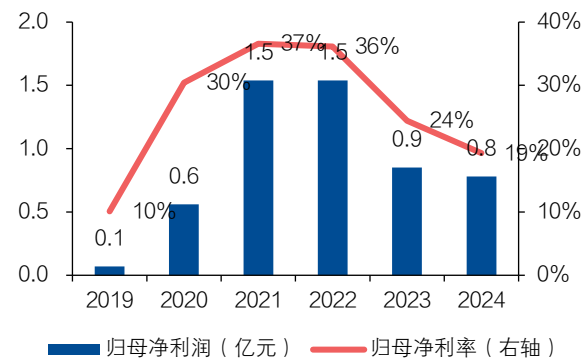
2020-2024 年公司分别实现营业收入 1.85、4.2、4.26、3.47、4.07 亿元，同比增长 158.7%、126.9%、1.4%、-18.5%、17.1%，2023 年有所下滑主要受行业周期下行影响；2024 年受益于部分客户所处细分领域的需求增长、部分区域市场及客户实现突破、高配置系列产品占比提升等因素，公司业务再次进入上升通道。利润端，2020-2024 年公司归母净利润分别为 0.56、1.54、1.54、0.85、0.78 亿元，同比增长 679.9%、172.7%、0.14%、-44.9%、-7.4%，2023 年利润下滑幅度高于收入降幅主要受下行期收入下滑但费用刚性影响；2024 年剔除股份支付对期间费用的影响后，公司实现归母净利润 8721 万元，同比增长 2.85%。

图2、公司 FY2019-2024 年营收及增速(亿元,%)



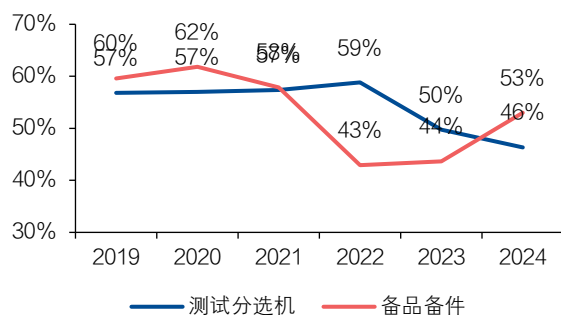
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司 FY2020-2024 年利润情况



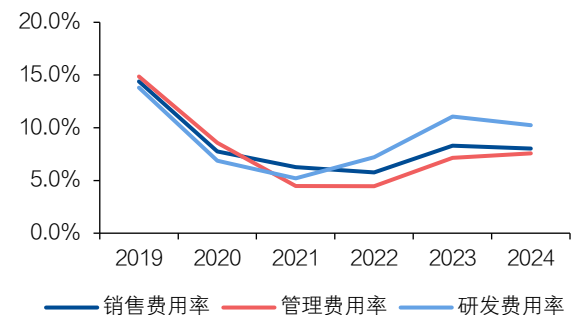
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司 FY2019-2024 年各业务毛利率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司 FY2020-2024 年期间费用率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

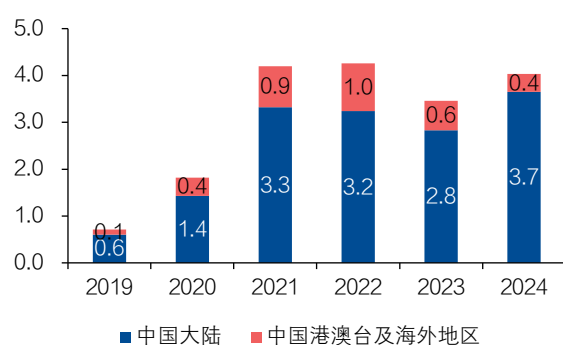
前五大客户集中度下降,客户更为多元。公司客户群体涵盖半导体封装测试企业、测试代工厂、IDM 企业、芯片设计公司等；产品遍布中国大陆、中国台湾、东南亚、欧美等全球市场，在集成电路测试行业有着良好的知名度与认可度。2020 年公司前五大客户合计销售收入约 1.2 亿元，营收占比 66.1%；而 2023、2024 年公司前五大客户合计销售收入分别约为 1.83 亿元、2.07 亿元，营收占比分别为 52.6%、51%，集中度有所下降，客户结构更为多元。

马来西亚生产运营中心正式启用，未来将更好服务海外市场。公司在推动国内半导体分选机进口替代的同时，也早已打开海外市场，2022 年中国港澳台及海外地区销售收入达 1 亿元，且海外市场毛利率多年来均高于国内市场；2025 年 2 月，公司“马来西亚生产运营中心”正式启用，预计未来将助力公司更好地贴近海外市场及客户、相应客户需求。

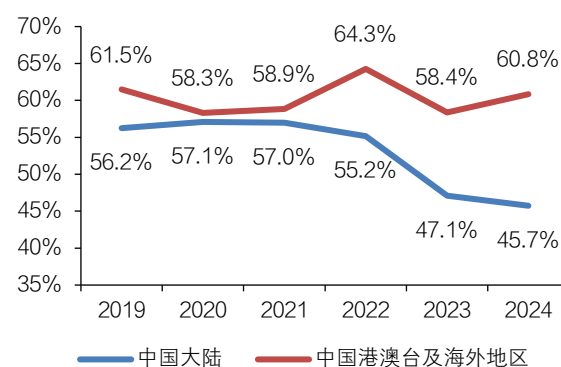
表1、2020-2024 年公司前五大客户情况

	2020		2021		2022H1		2023		2024	
	销售金额 (万元)	营收占比	销售金额 (万元)	营收占比	销售金额 (万元)	营收占比	销售金额 (万元)	营收占比	销售金额 (万元)	营收占比
通富微电	5425	29.3%	10006	23.8%	3662	17.4%				
上海伟测	2650	14.3%	2185	5.2%	3515	16.7%				
甬矽电子	1584	8.6%	4362	10.4%						
镇江矽佳			3303	7.9%	3303	15.7%				
UTAC Holdings LTD.					3020	14.3%				
国芯科技					1030	4.9%				
Carsem (M) Sdn. Bhd.	1659	9.0%	3169	7.5%						
Renesas Intl Ops Sdn. Bhd.	919	5.0%								
前五大客户合计	12238	66.1%	23025	54.8%	14530	68.8%	18260	52.6%	20722	51.0%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司 FY2019-2024 年主营地区结构(亿元)


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司 FY2020-2024 年各地区毛利率


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、成长性：新品放量，汽车电子和 AI 催生增量开支

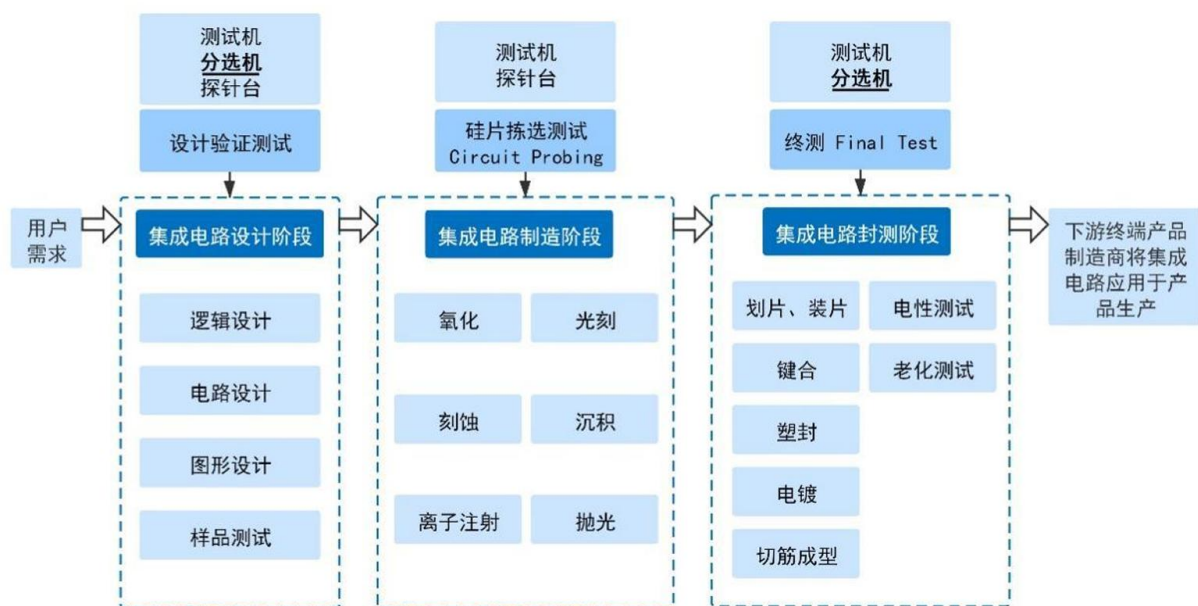
（一）产品：9000 系列三温测试分选机加速放量

半导体分选机：将待检测的芯片自动传送至测试工位上，主要应用于集成电路设计验证和终测环节。集成电路测试设备主要包括测试机、分选机和探针台等，测试机是检测芯片功能和性能的专用设备，分选机和探针台是分别将被测的芯片和晶圆与测试机的功能模块连接起来并实现批量自动化测试的专用设备。分选机主要应用于集成电路设计阶段中的验证环节和封装测试阶段的成品测试环节，主要用途为：分选机将待检测的芯片自动传送至测试工位（用于将芯片与测试机连接并进行测试的位置），待检测芯片的引脚通过测试工位上的专用连接线与测试机的功能模块进行连接，测试机在进行检测之后将测试结果传送给分选机，分选机根据测试结果将检测过的芯片进行标记、分类、收料。

高性能计算、汽车电子等新兴终端，以及先进封装等新兴技术都对半导体分选机提出了新的技术要求：

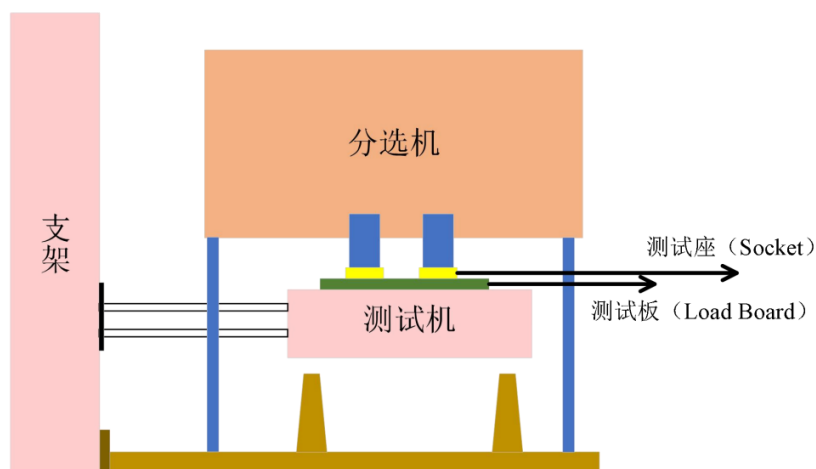
- 1) **高低温测试需求提升**：半导体制造日新月异，带动先进元件无论在功能还是功率效益上都更进一步，散热设计功率也随之增加，导致元件在测试期间自生热，增加测试温度控制的难度，因此 IC 测试分选机需要提供低温、常温及高温等多种稳定的温度控制和环境类比功能，以满足不同工作条件下的可靠性测试。尤其在 AI、云端伺服、HPC、车用、航空航天等高阶半导体制程领域，为保证晶圆在较大温度区间能维持高稳定性，在常温测试之外，需要添加低温/高温测试。
- 2) **并测数量和测试速度提升**：随着 IoT 和 AIoT 时代来临，芯片需求更加多样化且体积越来越小，所需的测试时间也相应增长，因此测试设备逐渐朝高速高精度多工位并测技术发展，测试分选机的测试工位也由 2 工位、4 工位逐步扩展至 8 工位、16 工位、32 工位甚至更多工位发展。
- 3) **承载压力增加**：承受过大压力可能导致芯片性能下降、故障甚至损坏，在检测过程中对芯片施加温度、电压、机械应力等各种承载压力，以评估芯片在不同工作条件下的可靠性和稳定性，从而确保芯片符合品质标准。
- 4) **芯片尺寸**：先进封装趋势下，芯片封装尺寸朝着极大化和极小化趋势发展。

图8、半导体分选机：将待检测的芯片自动传送至测试工位上



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、芯片成品测试系统



数据来源：伟测科技公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、测试分选机分类

分选机种类	图示	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。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

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。转塔式测试分选机靠主转盘内的直驱电机作为动力来源，不适用于重量较大、外观尺寸较大的芯片；重力式测试分选机靠芯片自身重力和外部压缩空气传送，架构简单，但同测数量少、适用封装类型较少；而平移式测试分选机利用真空吸取芯片，靠传送臂传送，可靠性高，可适用封装尺寸广，且可对测试环境进行配置。**金海通主要深耕平移式测试分选机领域。**

公司持续跟进客户需求，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技术研发和产品迭代。公司产品根据可测试工位、测试环境等测试分选需求分为 EXCEED6000 系列、EXCEED8000 系列、EXCEED9000 系列、SUMMIT 系列、PUPPY&COLLIE 系列、NEOCEED 系列等。公司测试分选机的构成主要包括：精密运动控制系统、伺服驱动系统和测试分选设备本体；精密运动控制系统作为核心部件，向伺服驱动系统分配运动指令，从而带动测试分选设备本体运转，对芯片进行分选。

2024 年 EXCEED-9800 系列三温测试分选机实现量产，针对于效率要求更高的大规模、复杂测试需求，同时公司持续对 EXCEED-9032 系列大平台分选机进行升级。2024 年 EXCEED-9000 系列产品（EXCEED-9800 系列、EXCEED-9032 系列）收入比重提升至 25.8%，2023 年为 11.45%。此外，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。

图11、金海通产品布局

型号	图示	技术特点	产品应用
EXCEED6000系列 平移式测试分选机		1) 可支持最多8工位并行测试； 2) 可提供常温、高温（最高可达155℃）测试环境 3) UPH最大8500颗	搭配标准测试机或测试板，对芯片进行多工位并行测试
EXCEED8000系列 平移式测试分选机		1) 可支持最多16工位并行测试； 2) 可提供低温（最低-55℃）、常温、高温（最高155℃）测试环境以及ATC主动控温功能； 3) UPH最大13500颗	搭配标准测试机或测试板，对芯片进行多工位并行测试
EXCEED9000系列 平移式测试分选机		最多支持32工位同测，支持低温、常温、高温测试要求	搭配标准测试机或测试板，对芯片进行多工位并行测试
SUMMIT系列平移式 测试分选机		1) 可支持最多16工位独立测试，每个测试工位与测试系统独立连接； 2) 可提供低温、常温、高温测试环境以及ATC主动温控功能 3) 测试完的芯片可分选成最多17种类别。	搭配以PC主板为测试系统的测试机，对系统级芯片如CPU、GPU类产品进行独立测试
PUPPY、COLLIE系 列工程测试分选机		1) 为单工位测试； 2) 可提供低温、常温、高温测试环境； 2) 预留多类通讯接口，更换配套治具及移动便捷。	搭配标准测试机或测试板，通常应用于实验室、研究所进行工程调试或小批量生产
NEOCEED系列平移 式测试分选机		1) 可支持最多16工位并行测试； 2) 可提供低温（最低-55℃）、常温、高温（最高155℃）测试环境 3) 支持自动上下料管	搭配标准测试机或测试板，可对芯片进行多工位并行测试

数据来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

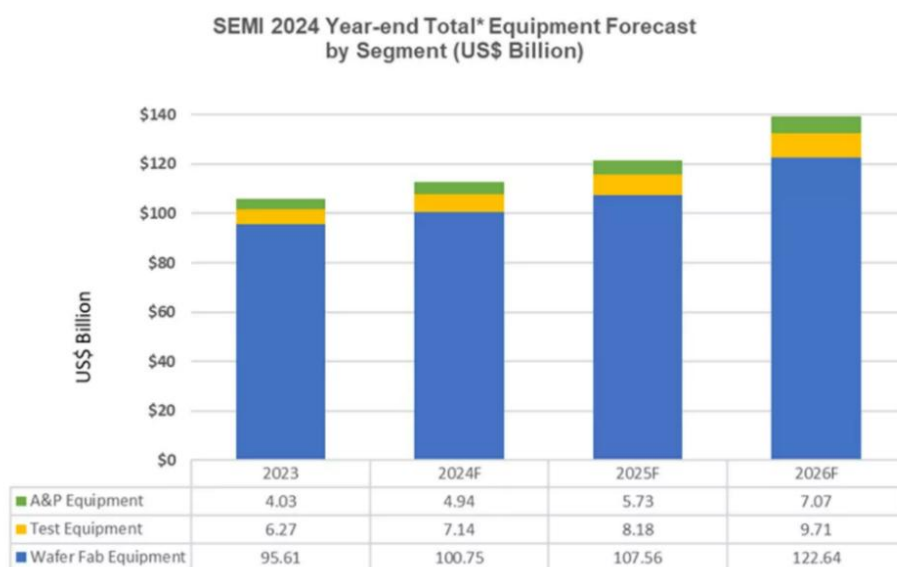
（二）下游：传统需求复苏，汽车电子和算力支撑新开支

根据 SEMI 数据，2024 年全球半导体测试设备（包括测试机、分选机、探针台等）销售额预计约为 71 亿美元，同比增长 13.8%，主要受益于高性能计算、手机、汽车和工业终端市场的需求增加，同时预计 2025、2026 年将继续增长 14.7%、18.6% 至 81.8 亿美元和 97.1 亿美元。

从国内主要封测企业营收增速上看，2023 年下半年开始行业进入稳步复苏阶段，营收同比稳步增长，传统需求复苏，叠加数据中心、高性能计算、人工智能等带来的结构性高景气需求，有望带动行业资本开支上行。

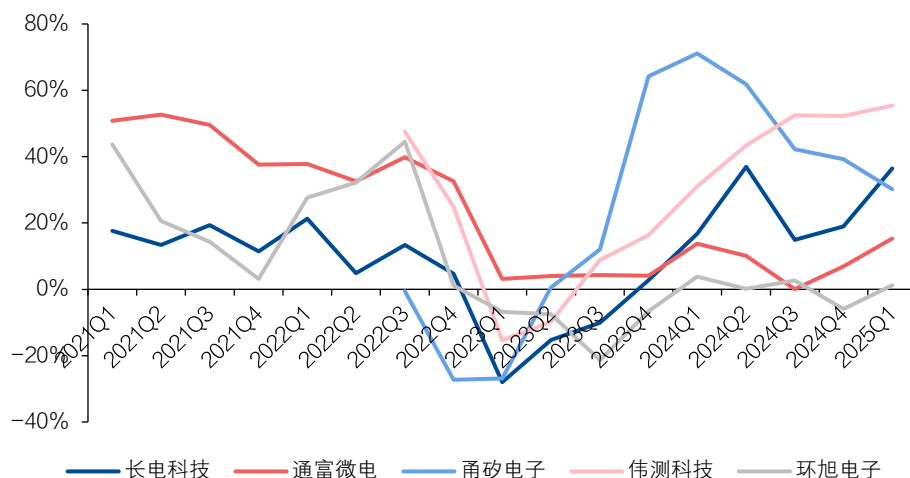
从下游客户端规划来看，伟测科技持续推进高端测试产能扩充，2025 年可转债募投“伟测半导体无锡集成电路测试基地项目”和“伟测集成电路芯片晶圆级及成品测试基地项目（南京项目）”，重点聚焦“高端芯片测试”“高可靠性芯片测试”两个方向，“高端芯片测试”优先服务于高算力芯片（CPU、GPU、AI、FPGA）、先进架构及先进封装芯片（SoC、Chiplet、SiP）的测试需求，“高可靠性芯片测试”优先服务于车规级芯片、工业级芯片的测试需求；此外公司为完善全国战略布局，扩大市场份额，还拟在成都投资不超过 10 亿元人民币，主要用于设备购置、场地建设及土地购置等。

图12、全球半导体制造设备销售市场



数据来源：SEMI（2024/12），兴业证券经济与金融研究院整理

图13、主要封测企业 2021Q1-2025Q1 营收增速情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表2、国内部分下游封测企业扩产规划

公司	扩产规划
伟测科技	2025年6月公告，为完善全国战略布局，扩大市场份额，拟在成都投资不超过10亿元人民币，主要用于设备购置、场地建设及土地购置等。
	伟测半导体无锡集成电路测试基地项目：项目总投资约9.9亿元，计划建设期5年，规划分选机采购数量50台，对应约6300万元。
	伟测集成电路芯片晶圆级及成品测试基地项目（南京项目）：项目总投资9亿元，计划建设期3年，规划分选机采购数量40台，对应约4590万元。
甬矽电子	多维异构先进封装技术研发及产业化项目（2025年可转债项目）：项目总投资约14.6亿元，计划建设期36个月，其中设备购置及安装费预计约11.4亿元。

数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

全球半导体测试分选机供应商主要包括：美国科休、日本爱普生、日本爱德万、台湾鸿劲、金海通以及长川科技等。鸿劲受益于中国台湾本土半导体产业发展势头较快，2024 年公司营收规模约 140 亿新台币（≈34 亿人民币），同比增长 47.45%。我们认为，未来随着半导体国产替代持续推进，中国大陆半导体产业将有望实现高速发展，良好的下游产业发展势头也将带动上游设备企业迎来新的发展机遇。

图14、全球半导体分选机主要企业

公司	介绍
美国科休（Cohu）	科休成立于1945年，是全球知名的半导体测试和检测分选机、MEMS 测试模组、测试接触器和温度子系统的供应商。科休先后收购了 Rasco、Delta Design、Ismecca 和 Xcerra，开展多品牌运营。2024年营收4亿美元，综合毛利率44.9%，净利润-0.7亿美元。
日本爱普生（Epson）	爱普生成立于1942年，公司产品线涉及范围较广，涵盖了喷墨打印机、打印系统、3LCD投影机、工业机器人、智能眼镜和传感系统等，在半导体测试领域，该公司首创了平移式测试分选机。
日本爱德万（Advantest）	爱德万成立于1954年，是存储测试龙头企业。1972年研发日本第一台 10MHz 集成电路测试系统，正式进入半导体测试设备行业，主要产品包括数字测试机、存储器测试机、测试分选机等。
中国台湾鸿劲	中国台湾鸿劲成立于1999年，主要产品为测试分选机和精密芯片自动光学检测的分选设备等。2024年营收140亿新台币（≈34亿人民币），同比增长47.45%，税后净利润53亿新台币，同比增长72%，主要受益于AI、HPC、汽车电子及电信基础设施对先进封装需求的增加。
长川科技	长川科技公司成立于2008年，主营产品包括测试设备和分选设备。

数据来源：公司公告，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

三、盈利预测与投资建议

测试分选机：半导体终端需求复苏带动行业资本开支回暖，同时公司新品有望持续在汽车电子、算力等新应用场景放量，我们预计 2025-2027 年公司测试分选机业务分别实现营收 6.21、7.76、9.62 亿元，毛利率有望随产品、下游结构、规模化逐步改善，预计 2025-2027 年分别为 47%、48%、49%。

备品备件：随着公司存量机台增加和下游需求复苏，我们预计 2025-2027 年公司备品备件收入分别为 0.6、0.7、0.8 亿元，毛利率维持在 53%。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 6.85、8.50、10.46 亿元，同比增长 68.4%、24.1%、23.1%，归母净利润为 1.89、2.7、3.66 亿元，同比增长 140.4%、42.8%、35.8%，首次覆盖，给予“增持”评级。

表3、盈利预测

年份		2024	2025E	2026E	2027E
测试分选机	收入（亿元）	3.53	6.21	7.76	9.62
	同比增长率	12.7%	76.1%	25.0%	24.0%
	毛利率	46.3%	47.0%	48.0%	49.0%
备品备件	收入（亿元）	0.51	0.60	0.70	0.80
	同比增长率	49.7%	18.7%	16.7%	14.3%
	毛利率	53.0%	53.0%	53.0%	53.0%
其他业务	收入（亿元）	0.04	0.04	0.04	0.04
	同比增长率	536.5%	11.8%	0.0%	0.0%
	毛利率	81.1%	81.0%	81.0%	81.0%
销售费用/主营业务收入		8.0%	7.3%	5.9%	4.8%
管理费用/主营业务收入		7.6%	6.0%	5.6%	5.3%
研发费用/主营业务收入		10.2%	7.6%	6.6%	6.2%
实际税率		7.5%	7.5%	7.5%	7.5%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表4、可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE		
			2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688200.SH	华峰测控	188	3.34	4.50	5.79	7.19	41.75	32.43	26.11
301629.SZ	矽电股份	64	0.92	1.06	1.29	1.71	60.00	49.30	37.19
688120.SH	华海清科	405	10.23	13.64	17.18	21.05	29.70	23.57	19.25
300604.SZ	长川科技	285	4.58	9.03	12.03	15.12	31.50	23.66	18.81
平均值							40.74	32.24	25.34
603061.SH	金海通	54	0.78	1.89	2.70	3.66	28.51	19.96	14.70

数据来源：wind（除金海通外，其余来自 wind 一致预期，截至 2025/7/24），兴业证券经济与金融研究院整理

四、风险提示

- 1) **终端需求复苏不及预期。**集成电路专用设备需求与消费电子、汽车电子、工业、高性能计算等终端应用需求息息相关，若终端景气度不及预期，则会导致半导体厂商减少设备开支，从而影响公司业绩。
- 2) **客户集中度较高风险。**2024 年公司前五大客户销售收入合计占比约 51%，较往年有所下降，但仍相对集中。若客户因自身经营状况发生变化，导致其对公司产品的采购需求下降，将可能对公司的经营业绩产生不利影响。
- 3) **产品研发迭代不及预期。**公司主要从事集成电路测试分选设备的研发和制造，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。若公司不能紧跟行业技术发展趋势，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。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1215	1467	1774	2140
货币资金	534	300	356	400
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	351	548	707	853
预付款项	1	5	4	6
存货	293	574	650	817
其他	35	41	57	63
非流动资产	384	439	462	504
长期股权投资	32	32	32	32
固定资产	82	126	161	195
在建工程	111	102	92	103
无形资产	94	92	90	88
商誉	0	0	0	0
其他	64	86	86	86
资产总计	1599	1906	2236	2644
流动负债	264	401	495	583
短期借款	30	30	30	30
应付票据及应付账款	160	273	330	402
其他	75	98	136	152
非流动负债	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0
其他	18	18	18	18
负债合计	282	419	514	602
股本	60	60	60	60
未分配利润	438	574	769	1034
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1316	1487	1722	2042
负债及权益合计	1599	1906	2236	2644

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	78	189	270	366
折旧和摊销	15	20	21	26
营运资金的变动	-39	-354	-156	-234
经营活动产生现金流量	59	-148	128	151
资本支出	-92	-49	-44	-68
长期投资	115	0	0	0
投资活动产生现金流量	31	-72	-37	-60
债权融资	30	4	0	0
股权融资	0	6	0	0
融资活动产生现金流量	-130	-14	-35	-47
现金净变动	-39	-234	57	44

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	407	685	850	1046
营业成本	214	358	437	529
税金及附加	3	5	7	8
销售费用	33	50	50	50
管理费用	31	41	48	55
研发费用	42	21	26	31
财务费用	-4	-4	-2	-3
投资收益	4	0	7	8
公允价值变动收益	2	0	0	0
信用减值损失	-10	0	0	0
资产减值损失	-6	0	0	0
营业利润	85	204	291	396
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	85	204	291	396
所得税	6	15	22	30
净利润	78	189	270	366
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	78	189	270	366
EPS(元)	1.31	3.15	4.49	6.10

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	17.1%	68.4%	24.1%	23.1%
营业利润增长率	-8.5%	140.2%	42.8%	35.8%
归母净利润增长率	-7.4%	140.4%	42.8%	35.8%
盈利能力				
毛利率	47.5%	47.7%	48.6%	49.4%
归母净利率	19.3%	27.5%	31.7%	35.0%
ROE	6.0%	12.7%	15.7%	17.9%
偿债能力				
资产负债率	17.7%	22.0%	23.0%	22.8%
流动比率	4.59	3.66	3.58	3.67
速动比率	3.44	2.19	2.24	2.23
营运能力				
资产周转率	25.5%	39.1%	41.0%	42.9%
每股资料(元)				
每股收益	1.31	3.15	4.49	6.10
每股经营现金	0.98	-2.46	2.14	2.52
估值比率(倍)				
PE	68.6	28.5	20.0	14.7
PB	4.1	3.6	3.1	2.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为华海清科(688120)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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和/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。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn