

利扬芯片（688135）

聚焦集成电路测试主业，“一体两翼”战略驱动盈利拐点显现

事件：公司发布 2025 年半年度报告，实现营业收入 2.84 亿元，同比增长 23.09%。实现归母净利润 -706 万元，同比减亏 16.38%。扣非归母净利润 -676 万元，同比减亏 15.33%。第二季度归母净利润 52.34 万元，实现单季度盈利。

业务增长稳健，盈利拐点初显。2025H1，集成电路测试业务实现营业收入 27,729.14 万元，同比增长 21.85%，其中第二季度收入突破 1.5 亿元，创历史新高，反映出高算力、存储、汽车电子、卫星通讯、SoC 等新兴领域需求持续释放；同时，晶圆磨切业务收入同比大增 111.61%，显示“一体两翼”战略布局开始兑现产能释放效应。2025H 归母净利润亏损 706.11 万元，但 2025Q2 已实现单季盈利 52.34 万元，盈利拐点初步显现。综合来看，公司正在走出前期投入期，测试主业与延伸业务双轮驱动，未来盈利弹性可期。

战略聚焦清晰，技术协同优势凸显。公司持续加码中高端集成电路测试产能，围绕汽车电子、高算力、5G 通讯、AI、存储、传感器及机器人等重点领域，构建覆盖数字、模拟、混合信号、射频等多工艺的 SoC 测试解决方案，研发投入与产能布局协同推进。新能源汽车产业升级带动汽车芯片需求激增，公司在三温测试基础上，进一步拓展智能座舱、辅助驾驶及自动驾驶相关测试技术；同时，依托在汽车电子、工业控制和存储等领域的积累，实现机器人芯片测试的快速复用与定制，打开新增量空间。晶圆磨切服务作为测试业务的延伸，技术成果逐步实现落地量产，不仅丰富服务类型，也增强客户黏性。综合来看，在国产化加速和测试分工深化的背景下，公司凭借市场前瞻布局与技术体系化优势，有望持续提升市场份额和盈利能力。

左翼业务量产落地，技术优势显著，带动短期业绩高增。公司围绕晶圆减薄、激光开槽及隐切等工艺服务，实现芯片从晶圆测试到封装的完整衔接：其中超薄晶片减薄可实现 25μm 以下薄型化加工，激光开槽和隐切技术解决传统切割的品质问题和技术难题，隐切技术将切割道缩至 20μm 并实现量产，打破国外技术垄断，提高良率并降低综合成本。随着量产推进，2025 年上半年晶圆磨切业务收入同比增长 111.61%，显示延伸业务已开始贡献业绩，同时推动市场下沉，为更多国内设计厂商提供高性价比解决方案。左翼业务技术领先且量产稳健，通过多项关键工艺创新，为公司主业增长提供了可靠支撑，并具备持续放量潜力。

右翼前瞻布局，技术创新驱动未来增长。公司与叠铰光电独家合作，提供晶圆异质叠层及测试工艺，借助其全天候超宽光谱图像传感芯片，实现复杂天气与光线条件下高识别率，突破传统技术瓶颈。通过“小模型替代大算力”的“强感知弱算力”方案，不仅降低算力资源需求，还可提升自动驾驶安全性，同时适用于机器人视觉的高精度和宽光谱智能识别，为公司未来在无人驾驶及智能机器人领域的市场拓展奠定技术基础。右翼业务虽暂未量产贡献收入，但已完成“全天候超宽光谱图像传感器芯片”全部工艺并成功上车演示，前瞻性技术布局与差异化优势为公司长期增长提供核心动力。

投资建议：公司中高端测试和晶圆磨切产能持续投入，虽然使得相关成本费用和资金需求显著增加，短期影响公司的利润，但满足长远发展需求，提升市场竞争力。我们预计 2025-2027 年公司实现营收 6.04/7.45/9.2 亿元，归母净利润-0.19/-0.04/0.22 亿元，维持评级为“增持”。

风险提示：集成电路行业周期性波动风险、集成电路测试行业竞争风险、进口设备依赖风险、负债金额增加较快的风险、合作不确定性的风险、技术迭代风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	503.08	488.13	604.16	744.94	920.05
增长率(%)	11.19	(2.97)	23.77	23.30	23.51
EBITDA(百万元)	231.37	200.65	186.64	204.67	236.29
归属母公司净利润(百万元)	21.72	(61.62)	(18.59)	(4.32)	22.13
增长率(%)	(32.16)	(383.69)	(69.83)	(76.74)	(611.86)
EPS(元/股)	0.11	(0.30)	(0.09)	(0.02)	0.11
市盈率(P/E)	274.59	(96.79)	(320.85)	(1,379.39)	269.49
市净率(P/B)	5.31	5.39	5.60	5.59	5.38
市销率(P/S)	11.86	12.22	9.87	8.01	6.48
EV/EBITDA	20.47	22.46	34.36	31.03	26.85

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 09 月 15 日

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	29.38 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	203.01
流通 A 股股本(百万股)	203.01
A 股总市值(百万元)	5,964.38
流通 A 股市值(百万元)	5,964.38
每股净资产(元)	5.29
资产负债率(%)	56.21
一年内最高/最低(元)	33.30/12.20

作者

唐海清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002	
tanghaiqing@tfzq.com	
李泓依	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040006	
lihongyi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《利扬芯片-季报点评:2024 业绩短期承压，积极布局特种车用芯片领域，助力未来发展》 2025-05-15
- 《利扬芯片-半年报点评:23Q2 营收创历史新高，汽车电子、高算力等新兴领域带来业绩新增》 2023-09-02
- 《利扬芯片-半年报点评:22 年上半年营收增速亮眼，3nm 测试高筑壁垒利好长期发展》 2022-08-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	103.56	445.61	342.73	466.86	548.03
应收票据及应收账款	165.10	146.26	213.43	244.81	322.06
预付账款	1.81	2.58	2.73	3.41	4.25
存货	20.90	25.88	35.84	34.69	51.53
其他	69.54	94.20	68.73	81.16	85.06
流动资产合计	360.92	714.52	663.46	830.93	1,010.92
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,101.63	1,133.28	994.13	912.47	857.55
在建工程	256.29	378.16	425.06	438.51	458.62
无形资产	83.04	82.11	77.30	76.18	76.87
其他	272.36	284.67	228.74	221.66	189.88
非流动资产合计	1,713.32	1,878.23	1,725.23	1,648.83	1,582.93
资产总计	2,074.24	2,592.75	2,388.69	2,479.76	2,593.85
短期借款	83.50	70.07	74.63	82.36	79.27
应付票据及应付账款	109.06	94.63	125.74	151.64	187.72
其他	224.51	252.89	205.78	228.16	229.16
流动负债合计	417.07	417.59	406.15	462.16	496.15
长期借款	344.42	447.39	324.76	348.36	389.30
应付债券	0.00	449.20	421.10	424.60	426.24
其他	177.28	156.73	158.29	164.10	159.71
非流动负债合计	521.70	1,053.33	904.15	937.06	975.25
负债合计	938.91	1,471.12	1,310.31	1,399.22	1,471.40
少数股东权益	12.12	14.85	14.15	13.93	14.13
股本	200.12	200.31	203.01	203.01	203.01
资本公积	689.73	694.50	708.02	708.02	708.02
留存收益	233.36	151.71	133.12	128.79	161.58
其他	0.00	60.25	20.09	26.78	35.71
股东权益合计	1,135.34	1,121.62	1,078.38	1,080.54	1,122.45
负债和股东权益总计	2,074.24	2,592.75	2,388.69	2,479.76	2,593.85

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	24.74	(58.89)	(18.59)	(4.32)	22.13
折旧摊销	168.49	189.98	170.06	174.76	181.10
财务费用	18.41	34.33	31.94	28.75	30.90
投资损失	0.00	(0.82)	(0.87)	(0.67)	(0.87)
营运资金变动	(75.42)	(30.32)	39.74	(3.69)	(36.76)
其它	60.22	69.97	1.75	(1.69)	0.38
经营活动现金流	196.44	204.25	224.04	193.14	196.89
资本支出	447.14	331.49	71.44	99.63	151.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,009.32)	(738.48)	(148.17)	(201.34)	(297.99)
投资活动现金流	(562.18)	(406.99)	(76.73)	(101.70)	(146.62)
债权融资	227.81	541.31	(226.09)	26.06	11.26
股权融资	22.85	15.15	(24.10)	6.64	19.64
其他	(3.80)	(11.72)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	246.86	544.74	(250.18)	32.70	30.90
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(118.88)	342.00	(102.88)	124.13	81.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	503.08	488.13	604.16	744.94	920.05
营业成本	350.49	386.12	448.22	543.06	665.41
营业税金及附加	3.58	4.41	2.05	4.86	5.81
销售费用	16.89	18.15	15.10	17.13	22.08
管理费用	56.44	51.65	52.56	63.32	73.60
研发费用	75.16	77.83	75.52	89.39	101.21
财务费用	16.25	33.44	31.94	28.75	30.90
资产/信用减值损失	(2.05)	(6.02)	(0.60)	(1.80)	0.37
公允价值变动收益	6.70	(2.53)	2.30	(1.53)	0.26
投资净收益	0.00	0.82	0.87	0.67	0.87
其他	(30.41)	(19.92)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	10.02	(55.82)	(18.67)	(4.24)	22.53
营业外收入	0.89	0.04	0.35	0.43	0.27
营业外支出	1.02	0.22	0.59	0.61	0.47
利润总额	9.89	(55.99)	(18.91)	(4.43)	22.33
所得税	(14.85)	2.90	0.23	0.05	0.06
净利润	24.74	(58.89)	(19.14)	(4.48)	22.26
少数股东损益	3.02	2.73	(0.55)	(0.16)	0.13
归属于母公司净利润	21.72	(61.62)	(18.59)	(4.32)	22.13
每股收益（元）	0.11	(0.30)	(0.09)	(0.02)	0.11

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	11.19%	-2.97%	23.77%	23.30%	23.51%
营业利润	-59.51%	-657.20%	-66.55%	-77.28%	-630.92%
归属于母公司净利润	-32.16%	-383.69%	-69.83%	-76.74%	-611.86%
获利能力					
毛利率	30.33%	20.90%	25.81%	27.10%	27.68%
净利率	4.32%	-12.62%	-3.08%	-0.58%	2.41%
ROE	1.93%	-5.57%	-1.75%	-0.41%	2.00%
ROIC	6.02%	-1.69%	0.84%	1.64%	3.67%
偿债能力					
资产负债率	45.26%	56.74%	54.85%	56.43%	56.73%
净负债率	43.91%	65.20%	59.35%	52.81%	47.37%
流动比率	0.87	1.71	1.63	1.80	2.04
速动比率	0.82	1.65	1.55	1.72	1.93
营运能力					
应收账款周转率	3.27	3.14	3.36	3.25	3.25
存货周转率	21.95	20.87	19.58	21.12	21.34
总资产周转率	0.27	0.21	0.24	0.31	0.36
每股指标（元）					
每股收益	0.11	-0.30	-0.09	-0.02	0.11
每股经营现金流	0.97	1.01	1.10	0.95	0.97
每股净资产	5.53	5.45	5.24	5.25	5.46
估值比率					
市盈率	274.59	-96.79	-320.85	-1,379.39	269.49
市净率	5.31	5.39	5.60	5.59	5.38
EV/EBITDA	20.47	22.46	34.36	31.03	26.85
EV/EBIT	57.48	131.78	386.87	212.32	114.95

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com