

2025 年 10 月 29 日

# Q3 业绩超预期，8600 新品将受益 AI 国产化

## 华峰测控(688200)

|        |     |              |              |
|--------|-----|--------------|--------------|
| 评级:    | 增持  | 股票代码:        | 688200       |
| 上次评级:  | 增持  | 52 周最高价/最低价: | 228.99/100.0 |
| 目标价格:  |     | 总市值(亿)       | 294.11       |
| 最新收盘价: | 217 | 自由流通市值(亿)    | 294.11       |
|        |     | 自由流通股数(百万)   | 135.53       |

### 事件概述

公司发布 2025 年三季度报。

#### ► 封测复苏驱动 8200&8300 快速放量，25Q3 营收同比高增

2025Q1-3 公司实现收入 9.39 亿元，同比+51.21%，其中 Q3 为 4.05 亿元，同比+67.21%，进一步提速，超市场预期，主要系传统封测复苏以及公司主营产品不断迭代升级。分产品来看：1) 测试系统：仍是公司营收主要构成，其中 8200、8300 等模拟及混合信号测试产品持续快速放量；2) 配件：得益于累计交付机台的不断扩张，使得相关收入保持较快增长势头。截至 25Q3 末，公司存货/合同负债为 2.52/0.78 亿元，分别同比+38.73%/+34.26%，侧面印证公司在手订单充足。

#### ► 费用率下降驱动盈利水平提升，25Q3 净利润超市场预期

2025Q3 公司归母净利润/扣非归母净利润 1.91/1.69 亿元，分别同比+89.99%/+75.54%，超市场预期，具体来看：1) 毛利端：25Q3 毛利率 73.78%，同比-3.91pct，略有下滑推测与产品结构变化有关；2) 费用端：25Q3 期间费用率为 28.54%，同比-8.07pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-6.94/-1.66/-0.50/+1.02pct，主要系规模效应；3) 非经损益同比增加 1783 万元，一定程度增厚利润表现。

#### ► AI 大幅提升 SoC 测试机需求，8600 新品将受益 AI 国产化

1) 爱德万涨幅显著跑赢 ASML、AMAT、TEL 等其他前道设备公司（10 倍股），股价持续新高，最新 TTM PE 估值给 65X，本质受益全球 AI 发展对数字测试设备的需求拉动。2) AI 芯片国产化大势所趋，有望带动 SoC 测试机需求，公司 8600 平台适配高算力 AI 及 SOC 等复杂大芯片，目前在客户端积极验证，后续充分受益于 AI 浪潮；公司可转债募资 10 亿元，重点投向自研 ASIC 芯片和扩充高端 SOC 测试机产能。ASIC 芯片为国产高端测试机核心壁垒，项目建成后公司从底层打通技术难点，进一步提高自身竞争力。

### 投资建议

考虑到下游封测复苏进程较快，我们调整 2025-2027 年公司营收预测为 13.25、17.97、23.36 亿元（原值为 11.92、15.42、20.05 亿元），分别同比+46.4%、+35.5%、+30.0%；归母净利润预测为 5.46、7.49、9.82 亿元（原值为 4.68、5.97、7.81 亿元），分别同比+63.5%、+37.3%、+31.0%；对应 EPS 为 4.03、5.53、7.25 元（原值为 3.46、4.41、5.77 元）。2025/10/29 日股价 217 元，对应 PE 分别为 53.83、39.22、29.93 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

拟发行可转债仍有不确定性，新品产业化不及预期，半导体行业需求复苏不及预期等。

### 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2023A  | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 691    | 905   | 1,325 | 1,797 | 2,336 |
| YoY (%)    | -35.5% | 31.0% | 46.4% | 35.5% | 30.0% |
| 归母净利润(百万元) | 252    | 334   | 546   | 749   | 982   |
| YoY (%)    | -52.2% | 32.7% | 63.5% | 37.3% | 31.0% |
| 毛利率 (%)    | 71.2%  | 73.3% | 74.0% | 74.0% | 74.0% |
| 每股收益 (元)   | 1.86   | 2.47  | 4.03  | 5.53  | 7.25  |
| ROE        | 7.6%   | 9.4%  | 13.3% | 15.5% | 16.9% |
| 市盈率        | 116.67 | 87.85 | 53.83 | 39.22 | 29.93 |

资料来源: Wind, 华西证券研究所

**分析师: 黄瑞连**

邮箱: huangr1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 现金流量表 (百万元)     | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入              | 905   | 1,325 | 1,797 | 2,336 | 净利润             | 334          | 546          | 749          | 982          |
| YoY (%)            | 31.0% | 46.4% | 35.5% | 30.0% | 折旧和摊销           | 30           | 27           | 28           | 28           |
| 营业成本               | 242   | 345   | 467   | 608   | 营运资金变动          | -163         | -6           | -73          | -25          |
| 营业税金及附加            | 12    | 13    | 18    | 23    | 经营活动现金流         | 188          | 573          | 708          | 986          |
| 销售费用               | 128   | 159   | 216   | 280   | 资本开支            | -31          | -17          | -12          | -7           |
| 管理费用               | 58    | 73    | 90    | 117   | 投资              | -16          | -30          | -30          | -30          |
| 财务费用               | -51   | -56   | -33   | -41   | 投资活动现金流         | 77           | -40          | -33          | -25          |
| 研发费用               | 172   | 225   | 269   | 350   | 股权募资            | 5            | 0            | 0            | 0            |
| 资产减值损失             | -1    | 0     | 0     | 0     | 债务募资            | -1           | 1            | 1            | 1            |
| 投资收益               | 0     | 7     | 9     | 12    | 筹资活动现金流         | -122         | -9           | -4           | -2           |
| 营业利润               | 361   | 611   | 834   | 1,088 | 现金净流量           | 145          | 521          | 668          | 955          |
| 营业外收支              | 1     | 3     | 3     | 3     | <b>主要财务指标</b>   |              |              |              |              |
| 利润总额               | 361   | 613   | 837   | 1,091 | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 所得税                | 27    | 67    | 88    | 109   | 营业收入增长率         | 31.0%        | 46.4%        | 35.5%        | 30.0%        |
| 净利润                | 334   | 546   | 749   | 982   | 净利润增长率          | 32.7%        | 63.5%        | 37.3%        | 31.0%        |
| 归属于母公司净利润          | 334   | 546   | 749   | 982   | <b>盈利能力</b>     |              |              |              |              |
| YoY (%)            | 32.7% | 63.5% | 37.3% | 31.0% | 毛利率             | 73.3%        | 74.0%        | 74.0%        | 74.0%        |
| 每股收益               | 2.47  | 4.03  | 5.53  | 7.25  | 净利率             | 36.9%        | 41.2%        | 41.7%        | 42.0%        |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |       |       |       |       | 总资产收益率 ROA      | 8.8%         | 12.4%        | 14.3%        | 15.5%        |
| 货币资金               | 2,090 | 2,610 | 3,278 | 4,234 | 净资产收益率 ROE      | 9.4%         | 13.3%        | 15.5%        | 16.9%        |
| 预付款项               | 3     | 1     | 2     | 2     | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 存货                 | 177   | 236   | 288   | 333   | 流动比率            | 15.13        | 13.19        | 12.19        | 11.85        |
| 其他流动资产             | 664   | 671   | 764   | 828   | 速动比率            | <b>13.96</b> | <b>12.14</b> | <b>11.25</b> | <b>11.02</b> |
| 流动资产合计             | 2,934 | 3,518 | 4,332 | 5,397 | 现金比率            | 10.77        | 9.79         | 9.23         | 9.29         |
| 长期股权投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产负债率           | 6.2%         | 7.1%         | 7.6%         | 7.9%         |
| 固定资产               | 421   | 409   | 393   | 371   | <b>经营效率</b>     |              |              |              |              |
| 无形资产               | 27    | 31    | 35    | 39    | 总资产周转率          | 0.24         | 0.30         | 0.34         | 0.37         |
| 非流动资产合计            | 874   | 896   | 914   | 926   | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 资产合计               | 3,808 | 4,415 | 5,246 | 6,323 | 每股收益            | 2.47         | 4.03         | 5.53         | 7.25         |
| 短期借款               | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股净资产           | 26.36        | 30.30        | 35.77        | 42.98        |
| 应付账款及票据            | 54    | 80    | 106   | 133   | 每股经营现金流         | 1.39         | 4.23         | 5.22         | 7.28         |
| 其他流动负债             | 140   | 186   | 250   | 322   | 每股股利            | 0.00         | 0.07         | 0.04         | 0.02         |
| 流动负债合计             | 194   | 267   | 355   | 456   | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 长期借款               | 0     | 0     | 0     | 0     | PE              | 87.85        | 53.83        | 39.22        | 29.93        |
| 其他长期负债             | 44    | 45    | 46    | 47    | PB              | 3.96         | 7.16         | 6.07         | 5.05         |
| 非流动负债合计            | 44    | 45    | 46    | 47    |                 |              |              |              |              |
| 负债合计               | 238   | 311   | 401   | 502   |                 |              |              |              |              |
| 股本                 | 135   | 135   | 135   | 135   |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计             | 3,570 | 4,103 | 4,845 | 5,821 |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 3,808 | 4,415 | 5,246 | 6,323 |                 |              |              |              |              |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                           | 投资<br>评级 | 说明                             |
|----------------------------------|----------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%   |
|                                  | 增持       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                  | 减持       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间   |
|                                  | 卖出       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%   |
| 行业评级标准                           |          |                                |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐       | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                  | 回避       | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。