

## 公司研究

## 后道设备市场景气向上，中高端市场进口替代加速

## ——长川科技（300604.SZ）跟踪报告之十

## 要点

**半导体设备销售额持续增长，AI 需求推动后道设备市场回升。** AI 芯片在堆叠设计、异构集成和散热管理等方面的技术突破，对测试设备的精度、效率和兼容性提出新要求，芯片巨头积极扩充测试设备产能。此外，随着芯片设计复杂度的提升，单芯片测试时间延长，测试产能趋于紧张，测试设备市场呈现“量价齐升”的需求特征，市场规模扩大。根据 SEMI，2025 年半导体测试设备销售额有望达到 112 亿美元，同比增长 48.1%，封装与组装设备销售额有望达到 64 亿美元，同比增长 19.6%。日本测试龙头公司爱德万测试（Advantest）2025 年 7-9 月实现营收 2630 亿日元，同比增长 38%，实现净利润 796 亿日元，同比增长 75%。25 年 7-9 月，Advantest 核心的测试系统业务销售额增长 42%至 2374 亿日元，其中 SoC 测试设备销售额达 1737 亿日元。Advantest 将 2025 财年（2025 年 4 月-2026 年 3 月）收入预测从 8350 亿日元上调至 9500 亿日元，利润目标从 2215 亿日元上调至 2750 亿日元。长川科技作为国产后道设备的头部企业，有望受益于产业趋势。

**25 年前三季度营收利润双增长，费用管理优化。** 公司 2025 年前三季度实现营收 37.79 亿元，同比增长 49.05%；实现归母净利润 8.65 亿元，同比增长 142.14%。公司 2025 年前三季度毛利率为 54.48%，同比下滑 1.58pct，净利率为 22.96%，同比增长 8.05pct。公司费用管理优化，2025 年前三季度销售、管理、研发费用率分别为 4.94%、7.37%和 18.81%，同比下滑 1.16 pct、0.92 pct、7.72pct。

**市场景气上行，25H1 测试机及分选机营收同比增长。** 后道设备市场景气复苏，2025 年上半年公司测试机及分选机营收均呈现同比增长。2025H1，公司测试机、分选机分别实现营收 12.50 亿元及 7.09 亿元，同比增长 34.30%和 50.36%，毛利率分别为 63.48%和 41.08%，同比变化分别为-1.28%和 3.31%。

**客户资源丰富，逐步推动进口替代。** 公司重点开拓覆盖 Soc、逻辑等多种高端应用场景的数字测试设备、三温探针台、三温分选机等产品。公司测试机和分选机在核心性能指标上已达到国内领先、接近国外先进水平，且产品具备性价比优势，实现进口替代，提高产品市场份额。

**盈利预测、估值与评级：** 公司持续开拓中高端市场，后道测试设备平台日趋完整，随着公司数字测试机相关高端新品不断推出，订单有望增长。我们上调公司 2025-2026 年归母净利润为 10.68 和 14.18 亿元（上修 46%、43%），新增 2027 年归母净利润预测为 17.22 亿元。维持“买入”评级。

**风险提示：** 技术与产品研发风险；贸易环境影响。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,775	3,642	5,080	6,874	8,249
营业收入增长率	-31.11%	105.15%	39.50%	35.32%	20.00%
归母净利润（百万元）	45	458	1,068	1,418	1,722
归母净利润增长率	-90.21%	915.14%	133.02%	32.79%	21.41%
EPS（元）	0.07	0.73	1.68	2.24	2.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.57%	13.92%	24.85%	25.40%	24.16%
P/E	1,463	145	63	47	39
P/B	23.0	20.2	15.6	12.0	9.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-12-29 注：公司 2023-2025 年及以后总股本分别为 623/627/634 百万股。

## 买入（维持）

当前价：106.01 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

分析师：黄筱茜

执业证书编号：S0930524050001

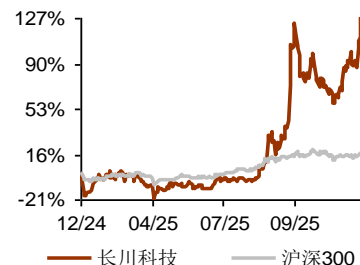
0755-25310400

huangxiaolian@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	6.34
总市值(亿元):	672.53
一年最低/最高(元):	35.43/109.66
近 3 月换手率:	468.03%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	32.12	6.44	110.24
绝对	33.50	6.41	126.25

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,775	3,642	5,080	6,874	8,249
营业成本	762	1,644	2,348	3,191	3,829
折旧和摊销	47	80	133	168	197
税金及附加	15	31	43	59	71
销售费用	156	204	279	378	454
管理费用	224	311	406	536	619
研发费用	715	967	1,016	1,340	1,567
财务费用	16	6	21	26	38
投资收益	6	5	0	0	0
营业利润	-35	484	1,142	1,469	1,793
利润总额	46	476	1,107	1,470	1,785
所得税	-14	9	39	51	62
净利润	61	467	1,068	1,418	1,722
少数股东损益	15	9	0	0	0
归属母公司净利润	45	458	1,068	1,418	1,722
EPS(元)	0.07	0.73	1.68	2.24	2.71

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-744	626	769	771	1,349
净利润	45	458	1,068	1,418	1,722
折旧摊销	47	80	133	168	197
净营运资金增加	863	34	600	1,021	746
其他	-1,700	53	-1,033	-1,836	-1,316
投资活动产生现金流	-1	-415	-777	-820	-770
净资本支出	-331	-293	-798	-810	-760
长期投资变化	39	46	0	0	0
其他资产变化	291	-168	21	-10	-10
融资活动现金流	952	-38	-486	223	163
股本变化	19	4	8	0	0
债务净变化	799	404	-416	365	365
无息负债变化	-206	775	816	1,014	779
净现金流	200	180	-494	174	743

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	57.1%	54.9%	53.8%	53.6%	53.6%
EBITDA 率	8.7%	25.9%	28.6%	26.9%	26.9%
EBIT 率	5.8%	23.6%	25.9%	24.4%	24.5%
税前净利润率	2.6%	13.1%	21.8%	21.4%	21.6%
归母净利润率	2.5%	12.6%	21.0%	20.6%	20.9%
ROA	1.0%	6.4%	12.3%	12.5%	12.3%
ROE (摊薄)	1.6%	13.9%	24.8%	25.4%	24.2%
经营性 ROIC	3.7%	19.8%	23.0%	22.6%	23.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	41%	50%	46%	48%	47%
流动比率	2.12	1.80	2.05	2.04	2.16
速动比率	1.05	1.01	0.93	0.91	1.03
归母权益/有息债务	2.70	2.24	4.08	3.94	4.00
有形资产/有息债务	4.86	4.37	7.49	7.44	7.42

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,902	7,257	8,662	11,326	14,015
货币资金	836	1,017	523	697	1,440
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,021	1,516	1,799	2,434	2,921
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	37	25	26	35	42
存货	2,159	2,234	3,193	4,360	5,219
其他流动资产	215	267	281	299	313
流动资产合计	4,283	5,094	5,860	7,870	9,985
其他权益工具	108	108	108	108	108
长期股权投资	39	46	46	46	46
固定资产	353	531	1,012	1,614	2,162
在建工程	316	539	787	830	848
无形资产	261	311	310	310	309
商誉	283	330	330	330	330
其他非流动资产	-	28	28	28	28
非流动资产合计	1,618	2,163	2,803	3,456	4,030
总负债	2,431	3,611	4,010	5,389	6,533
短期借款	720	488	0	0	0
应付账款	718	935	1,057	1,436	1,723
应付票据	341	778	1,292	1,755	2,106
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	6	6	6	6
流动负债合计	2,022	2,836	2,859	3,854	4,620
长期借款	323	688	1,053	1,418	1,783
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	53	65	79	97	111
非流动负债合计	410	775	1,152	1,535	1,913
股东权益	3,470	3,647	4,652	5,937	7,482
股本	623	627	634	634	634
公积金	1,413	1,488	1,587	1,655	1,655
未分配利润	725	1,049	1,947	3,164	4,709
归属母公司权益	2,879	3,294	4,299	5,584	7,129
少数股东权益	592	353	353	353	353

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	8.80%	5.60%	5.50%	5.50%	5.50%
管理费用率	12.61%	8.54%	8.00%	7.80%	7.50%
财务费用率	0.90%	0.16%	0.41%	0.38%	0.47%
研发费用率	40.31%	26.55%	20.00%	19.50%	19.00%
所得税率	-31%	2%	4%	4%	4%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.10	0.10	0.21	0.28	0.34
每股经营现金流	-1.19	1.00	1.21	1.22	2.13
每股净资产	4.62	5.25	6.78	8.80	11.24
每股销售收入	2.85	5.81	8.01	10.84	13.00

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	1463	145	63	47	39
PB	23.0	20.2	15.6	12.0	9.4
EV/EBITDA	448.4	72.2	47.4	37.4	31.1
股息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，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，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP