

# 恒运昌 (688785.SH)

## 新股覆盖研究

### 投资要点

◆ 下周二（1月13日）有一家科创板上市公司“恒运昌”询价。

◆ **恒运昌 (688785)**：公司自研产品包括等离子体射频电源系统、等离子体激发装置、等离子体直流电源以及配件等。公司 2022-2024 年分别实现营业收入 1.58 亿元/3.25 亿元/5.41 亿元，2023 年至 2024 年 YOY 依次为 105.66%/66.26%；实现归母净利润 0.26 亿元/0.80 亿元/1.42 亿元，2023 年至 2024 年 YOY 依次为 204.83%/77.31%。根据公司管理层初步预测，公司 2025 年营业收入较上年减少 4.69% 至 9.58%，归母净利润较上年减少 19.54% 至 28.21%。

① **投资亮点：1、等离子体射频电源系统是我国半导体设备“卡脖子”的关键零部件之一；预期随着国产化趋势的加速推进，国产等离子体射频电源系统发展前景广阔。**等离子体射频电源系统是半导体制程工艺中薄膜沉积、刻蚀、离子注入、清洗去胶及键合等工艺控制的关键，直接决定设备工艺能力、产品良率，且随着芯片结构的不断复杂化、半导体工艺制程的持续演进，其关键作用将愈发凸显；根据弗若斯特沙利文预测，2029 年中国大陆半导体行业等离子体射频电源系统的市场规模有望由 2024 年的 65.6 亿元增至 133.1 亿元。然而从供应端来看，由于我国半导体起步较晚、国产等离子体射频电源发展相对滞后，全球市场主要由美系两大巨头 MKS 和 AE 主导；2024 年中国大陆半导体领域等离子体射频电源系统国产化率不足 12%，实现自主可控对我国半导体产业链安全具有重要意义。**2、公司核心团队大多具有 AE 从业背景；在团队带领下，公司逐步发展为国产等离子体射频电源系统的龙头供应商，与拓荆科技等国内头部半导体设备商达成战略合作。**公司在 2013 年成立起始终聚焦于等离子体射频电源系统的技术攻关，以实控人乐卫平先生为首的核心团队成员大多曾就职于 AE 等业内龙头厂商；在核心团队带领下，公司先后推出 CSL、Bestda、Aspen 三代产品系列；其中自主研发的第二代产品 Bestda 系列可支撑 28 纳米制程，第三代产品 Aspen 系列可支撑 7-14 纳米先进制程，并已达到与 MKS、AE 次新一代产品同等的性能指标，成功打破了 MKS 和 AE 在国内的垄断格局。截至目前，公司产品已实现量产交付拓荆科技、中微公司、北方华创、微导纳米、盛美上海等国内头部半导体设备商，并配套中芯国际、长江存储等国内晶圆厂，在国内半导体领域系首家出货过亿元和首家实现等离子体射频电源系统（支持半导体先进制程）量产的国产厂商。其中拓荆科技是国产薄膜沉积设备龙头，双方自 2018 年起开启合作；2024 年拓荆科技已成为公司第一大客户、销售收入占比超六成，同时公司亦成为拓荆科技第一大等离子体射频电源系统供应商、前十大零部件供应商；此外，拓荆科技还持有公司 3.09% 股份，长期合作预期稳定。根据弗若斯特沙利文统计，2024 年公司在大陆半导体行业国产等离子体射频电源系统厂商中的市场份额位列第一。**3、公司持续迭代现有产品、并丰富产品矩阵，新一代射频电源系统 Cedar 系列等新产品的推出将助力公司经营稳步向好。**（1）在射频电源系统领域，公司锚定 7nm 以下制程等前沿领域，于 2025 年 1 月启动新一代等离子体射频电源系统 Cedar 系列产品的研发；该系列产品以 AE、MKS 等最新一代产品指标为设计目标，并将射频电源和匹配器整合为一体平台，产品可支撑 5 纳米及以下先进制程；据公司问询

### 交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	50.77
流通股本 (百万股)	
12 个月价格区间	/

### 分析师

李蕙  
 SAC 执业证书编号：S0910519100001  
 lihui1@huajinsec.cn

### 报告联系人

戴铮等  
 daizhengzheng@huajinsec.cn

### 相关报告

华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (至信股份)-2025 年 111 期-总第 637 期	2025.12.27
华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (衡东光)-2025 年 110 期-总第 636 期	2025.12.24
华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (陕西旅游)-2025 年 109 期-总第 635 期	2025.12.19
华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (江天科技)-2025 年 108 期-总第 634 期	2025.12.18
华金证券-新股-新股专题覆盖报告 (新广益)-2025 年 107 期-总第 633 期	2025.12.18



函回复，该产品预计于 2025 年四季度推出样机、并于 2026 年二季度实现销售。(2)在等离子体激发装置及电源类产品方面，据招股书披露，公司 Torrent 系列远程等离子体源、Ginkgo 系列等离子体直流电源、Poplar 系列高功率电源等新产品也陆续完成开发、实现部分小批量交付。

② **同行业上市公司对比：**根据业务的相似性，选取富创精密、珂玛科技、先锋精科、英杰电气为恒运昌的可比上市公司。从上述可比公司来看，2024 年度可比公司的平均收入规模为 17.03 亿元，平均 PE-TTM（剔除富创精密、珂玛科技/算数平均）为 63.86X，销售毛利率为 39.16%；相较而言，公司营收规模未及同业平均，但销售毛利率处于同业的中高位区间。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。



### 公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2022A	2023A	2024A
主营收入(百万元)	158.2	325.3	540.8
同比增长(%)		105.66	66.26
营业利润(百万元)	27.2	87.5	159.3
同比增长(%)		221.09	82.10
净利润(百万元)	26.2	79.8	141.5
同比增长(%)		204.83	77.31
每股收益(元)		1.62	2.79

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 内容目录

一、恒运昌 .....	4
(一) 基本财务状况 .....	4
(二) 行业情况 .....	5
(三) 公司亮点 .....	9
(四) 募投项目投入 .....	9
(五) 同行业上市公司指标对比 .....	10
(六) 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化 .....	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化 .....	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 .....	5
图 4: 公司 ROE 变化 .....	5
图 5: 2020-2029 年全球等离子体射频电源系统市场规模 (亿美元) .....	6
图 6: 2020-2029 年中国大陆等离子体射频电源系统总市场规模 (亿元) .....	6
图 7: 2020-2029 年中国大陆半导体行业等离子体射频电源系统市场规模 (亿元) .....	7
图 8: 2020-2029 年中国大陆光伏领域等离子体射频电源系统市场规模 (亿元) .....	8
表 1: 公司 IPO 募投项目概况 .....	10
表 2: 同行业上市公司指标对比 .....	11

## 一、恒运昌

公司是国内半导体设备核心零部件的代表性供应商，主要围绕等离子体工艺打造产品矩阵，从事等离子体射频电源系统（等离子体射频电源及匹配器）、等离子体激发装置（远程等离子体源、射频离子源）、等离子体直流电源、各类配件（滤波器、阻抗调整器等）的研发、生产、销售及技术服务；并引进真空获得和流体控制等相关的核心零部件，围绕等离子体工艺提供核心零部件整体解决方案；同时还为晶圆厂提供等离子体射频电源系统原位替换及维修等技术服务。

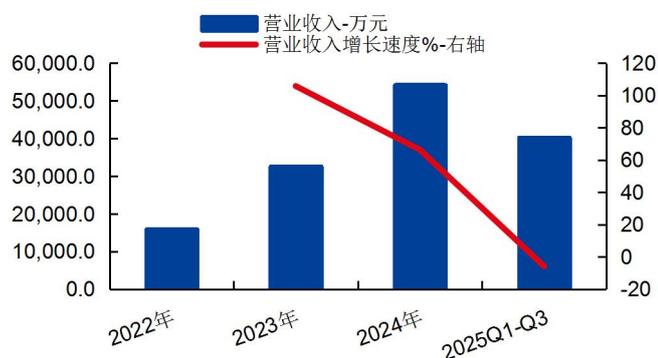
等离子体射频电源系统的自主可控对我国半导体产业供应链安全具有重要意义。公司承担了国家半导体产业的基础再造和重大技术装备攻关任务，先后承接 3 项国家级重大专项课题，包括国家科技重大专项 A 课题、国家科技重大专项 B 课题、国家科技重大专项 C 课题，助力提高我国半导体产业的供应链韧性和安全水平。截至报告期末，公司拥有已授权发明专利 108 项，在申请发明专利 133 项。

### （一）基本财务状况

公司 2022-2024 年分别实现营业收入 1.58 亿元/3.25 亿元/5.41 亿元，2023 年至 2024 年 YOY 依次为 105.66%/66.26%；实现归母净利润 0.26 亿元/0.80 亿元/1.42 亿元，2023 年至 2024 年 YOY 依次为 204.83%/77.31%。根据最新财务情况，公司 2025 年 1-9 月实现营业收入 4.01 亿元，较 2024 年同期减少 5.79%；实现归母净利润 0.92 亿元，较 2024 年同期减少 23.73%。

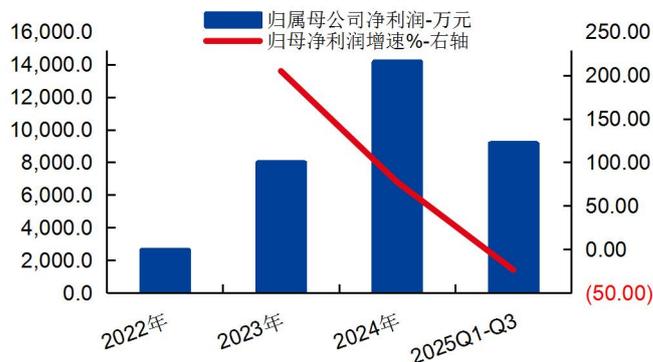
2025H1，公司主营业务收入按产品类别可分为四大板块，分别为等离子体射频电源系统（2.33 亿元，占 2025H1 主营收入的 76.54%）、其他自研产品（0.25 亿元，占 2025H1 主营收入的 8.27%）、引进产品（0.45 亿元，占 2025H1 主营收入的 14.66%）、技术服务（0.02 亿元，占 2025H1 主营收入的 0.53%）。2022 年至 2025H1，等离子体射频电源系统始终为公司的核心产品及主要收入来源，其收入占比稳定在 60%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



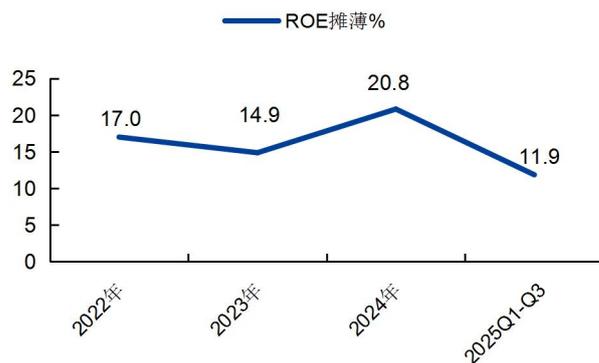
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

## （二）行业情况

公司以离子体射频电源系统产品为主；根据产品类别，公司归属于等离子体射频电源系统行业。

### 1、等离子体射频电源系统行业

等离子体射频电源系统是半导体制造中极其关键的专用电源系统，其本质是通过精密激发特种工艺气体，创造并维持高活性、高能量的等离子体，并利用等离子体的特殊性能实现薄膜沉积、刻蚀、离子注入、清洗去胶、键合等复杂半导体工艺（薄膜沉积、刻蚀与光刻并称为芯片制造三大关键工序）。等离子体射频电源系统的性能直接影响薄膜沉积、刻蚀等环节中等离子体的浓度、均匀性和稳定性等，对于薄膜沉积的厚度、密度、应力、速率，以及刻蚀的选择性、方向性、速率、质量等至关重要，进而影响晶圆制造工艺的能力、良率和效率，等离子体射频电源系统在半导体制造核心装备中占据着核心位置。

随着半导体制程的持续演进，薄膜沉积、刻蚀等半导体工艺的复杂度和精细度日益提高，对等离子体射频电源系统也在不断提出更高、更复杂的要求；经过几十年的演进，等离子体射频电源系统从早期的基于变压器和电子管的射频电源及固定匹配网络演变成开关模式电源和自动调谐匹配网络，实现可靠、稳定、高效的功率输送，并极大地减小了物理尺寸；其后，等离子体射频电源系统逐渐向数模混合控制、全数字控制发展，输出信号也从连续波信号拓展出了脉冲信号。与此同时，随着平面器件结构尺寸逐渐接近物理极限，半导体行业开始转向更为复杂的三维结构，等离子体射频电源系统已经成为支持芯片 3D 结构复杂化的核心技术。3D 存储器的层数持续增加、FinFET 持续缩小对于等离子体射频电源系统的技术要求显著提升；如对于层数较高的 3DNAND，其刻蚀需要达到 70:1 的高深宽比，这要求等离子体中产生的活化离子能一直达到孔隙的底部，这需要等离子体射频电源系统通过产生多重射频和同步射频脉冲来控制离子能量和表面电荷，并且在微秒范围内精确测量、高速调谐射频功率。预期制程节点演进、芯片和工艺复杂度的提升将带动薄膜沉积和刻蚀等半导体设备用量大幅增加，配套等离子体射频电源系统的用量及价值占比也将持续提升。

根据弗若斯特沙利文统计，2024 年全球等离子体射频电源系统市场规模达 53.4 亿美元，2020 年至 2024 年间复合增速达 8.5%；并预计 2029 年全球等离子体射频电源系统市场规模将增至 86.9 亿美元，2025-2029 年复合增长率约 10.6%。

图 5：2020-2029 年全球等离子体射频电源系统市场规模（亿美元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

而国内方面，根据弗若斯特沙利文统计，2024 年中国大陆等离子体射频电源系统市场规模达 120.4 亿元，2020 年至 2024 年间复合增速达 9.9%；并预计 2029 年中国大陆等离子体射频电源系统市场规模将加速增长至 215.6 亿元，2025-2029 年复合增长率约为 12.3%。

图 6：2020-2029 年中国大陆等离子体射频电源系统总市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

由于我国半导体制造行业起步较晚，目前国产等离子体射频电源系统相较于国际头部厂商的产品在电源波形、频率和功率，以及精准控制等离子体浓度、均匀度等方面存在差距，特别在阻抗的高速匹配、多频率电源、应用于先进刻蚀工艺的偏置裁剪波电源等产品上，国产射频电源发展滞后。目前全球等离子体射频电源系统行业主要由美系两大巨头 MKS 和 AE 主导，而国内只有恒运昌等极少数企业的等离子体射频电源系统产品达到与国外对标产品相同、近似的性能、功能指标；根据弗若斯特沙利文统计，2024 年中国大陆半导体领域等离子体射频电源系统国产化

率不足 12%。因此，在半导体制造工艺中，等离子体射频电源系统是我国半导体设备“卡脖子”的关键零部件之一，其国产化是实现我国半导体设备自主可控的必要条件。预期伴随中国大陆半导体市场的快速发展以及国产自主化的整体趋势，国产等离子体射频电源系统将保持持续增长的发展态势。

而从下游应用维度来看，等离子体射频电源系统行业在多个下游应用领域中发挥着重要作用，包括半导体、光伏、显示面板、光学镀膜、医疗设备和科研仪器等；其中，半导体是中国大陆等离子体射频电源系统行业最大的下游应用领域。半导体行业由于其制程要求纳米级精度和极高的工艺一致性，在频率稳定性、功率精度、调谐速度和功率重复性上的要求都远高于其他行业。

### 1) 半导体领域等离子体射频电源系统细分市场

在中国大陆半导体行业等离子体射频电源系统市场中，中国大陆将半导体产业作为战略性新兴产业，出台《国家集成电路产业发展推进纲要》等政策，从资金、税收、人才等多方面给予支持，为等离子体射频电源系统在半导体领域的发展营造了良好政策环境；此外，本土晶圆厂积极扩产，增加对半导体设备的采购，作为薄膜沉积设备、刻蚀设备等关键零部件的等离子体射频电源系统的需求也随之增长。据弗若斯特沙利文数据统计，中国大陆半导体行业等离子体射频电源系统市场从 2020 年到 2024 年，市场规模由 42.7 亿元增长至 65.6 亿元，年均复合增长率达到 11.3%；并预计未来中国大陆半导体行业等离子体射频电源市场规模将继续快速增长，2025-2029 年复合增长率预计为 15.6%。

图 7：2020-2029 年中国大陆半导体行业等离子体射频电源系统市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

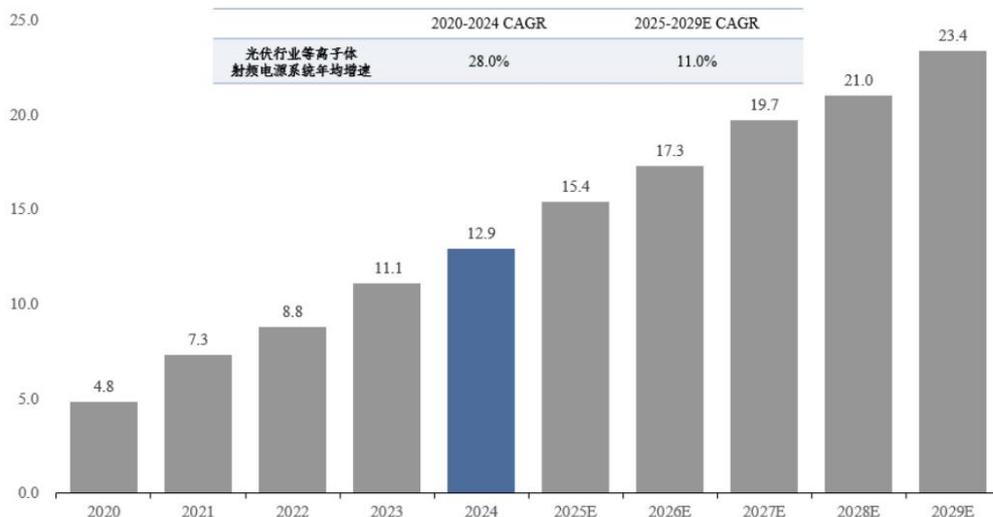
### 2) 光伏领域等离子体射频电源系统细分市场

等离子体射频电源系统在光伏电池片的镀膜环节中起到了关键作用，尤其是在 Topcon、HJT 和 XBC 等新技术产品的扩产过程中，等离子体射频电源系统的需求逐步放量；光伏行业的技术迭代和扩产需求为等离子体射频电源系统带来了广阔的市场空间。

近年来中国大陆光伏行业等离子体射频电源系统市场保持快速增长趋势，成为光伏制造产业链中不可忽视的关键环节。据弗若斯特沙利文数据统计，中国大陆光伏行业等离子体射频电源系

统市场从2020年到2024年，市场规模由4.8亿元增长至12.9亿元，年均复合增长率达到28.0%。展望未来，预计2025年至2029年，随着Topcon和HJT技术逐步成为主流，高端光伏电池片制造对等离子体射频电源系统的依赖性将显著增强。相比PERC电池，Topcon和HJT工艺对PECVD和PVD设备的需求更高，尤其是在透明导电膜（TCO）和钝化膜沉积环节，等离子体射频电源系统的使用密度显著增加，这将推动市场规模进一步扩大；故该市场将继续保持增长趋势，2029年市场规模有望达23.4亿元，2025年至2029年复合增长率约11.0%。

图8：2020-2029年中国大陆光伏领域等离子体射频电源系统市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，华金证券研究所

### 3) 显示面板领域等离子体射频电源系统细分市场

随着OLED、MicroLED以及柔性显示等新型显示技术的快速发展，对等离子体工艺的要求日益提升，等离子体射频电源系统的高频率、稳定性和精准控制能力成为关键。例如在OLED显示面板中，PECVD和磁控溅射工艺对薄膜层的均匀性和稳定性要求较高，等离子体射频电源系统通过频率和功率的精准控制，显著提升了沉积质量和效率。同时，在MicroLED等新兴技术中，巨量转移和薄膜加工需要更高频率、更高功率密度的等离子体射频电源系统支持，为显示面板行业等离子体射频电源市场进步和扩展提供了有力支撑。据弗若斯特沙利文统计，中国大陆显示面板行业等离子体射频电源系统的市场规模从2020年的8.8亿元增长至2024年的12.7亿元，复合增长率达9.6%，预计到2029年市场规模将突破19.6亿元，年复合增长率为9.8%。

### 4) 其他应用领域等离子体射频电源系统细分市场

等离子体射频电源系统的应用较为广泛，除了半导体、光伏和显示面板等主要的应用领域，还包括精密光学领域、科研领域、航天领域、医疗等其他领域；其中，医疗和航天领域应用市场增速较快。在医疗领域应用方面，预计应用将持续在现有科室深化，向新的科室和疾病领域拓展。在航天应用领域方面，预计未来等离子体射频电源系统在推进系统、通信技术、材料加工与处理、空间环境模拟等方面应用将更加广泛。据弗若斯特沙利文统计，2024年中国大陆其他行业等离子体射频电源系统市场规模达29.2亿元，2020年至2024年复合增速达2.8%；预计2029年市场规模将增至39.4亿元，2025-2029年复合增长率约为5.4%。

### （三）公司亮点

1、等离子体射频电源系统是我国半导体设备“卡脖子”的关键零部件之一；预期随着中国大陆半导体市场的较快发展及国产化趋势的加速推进，国产等离子体射频电源系统发展前景广阔。等离子体射频电源系统是半导体制程工艺中薄膜沉积、刻蚀、离子注入、清洗去胶及键合等工艺控制的关键，直接决定设备工艺能力、产品良率，且随着芯片结构的不断复杂化、半导体工艺制程的持续演进，其关键作用将愈发凸显；根据弗若斯特沙利文预测，2029年中国大陆半导体行业等离子体射频电源系统的市场规模有望由2024年的65.6亿元增至133.1亿元。然而从供应端来看，由于我国半导体起步较晚、国产等离子体射频电源发展相对滞后，全球市场主要由美系两大巨头MKS和AE主导；2024年中国大陆半导体领域等离子体射频电源系统国产化率不足12%，实现自主可控对我国半导体产业链安全具有重要意义。

2、公司核心团队大多具有AE从业背景；在团队带领下，公司逐步发展为国产等离子体射频电源系统的龙头供应商，与拓荆科技等国内头部半导体设备商达成战略合作。公司在2013年成立起始终聚焦于等离子体射频电源系统的技术攻关，以实控人乐卫平先生为首的核心团队成员大多曾就职于AE等业内龙头厂商，具备丰富从业经验及卓越技术实力；在核心团队带领下，公司先后推出CSL、Bestda、Aspen三代产品系列；其中自主研发的第二代产品Bestda系列可支撑28纳米制程，第三代产品Aspen系列可支撑7-14纳米先进制程，并已达到与MKS、AE次新一代产品同等的性能指标，成功填补国内空白、打破了MKS和AE长达数十年在国内的垄断格局。截至目前，公司产品已实现量产交付拓荆科技、中微公司、北方华创、微导纳米、盛美上海等国内头部半导体设备商，并配套中芯国际、长江存储等国内晶圆厂，在国内半导体领域系首家出货过亿元和首家实现等离子体射频电源系统（支持半导体先进制程）量产的国产厂商。其中拓荆科技是国产薄膜沉积设备龙头，双方自2018年起开启合作；2024年拓荆科技已成为公司第一大客户、销售收入占比超六成，同时公司亦成为拓荆科技第一大等离子体射频电源系统供应商、前十大零部件供应商；此外，拓荆科技还持有公司3.09%股份，长期合作预期稳定。依托在技术实力、客户资源等方面优势，公司已成为我国国产半导体射频电源龙头；根据弗若斯特沙利文统计，2024年公司在大陆半导体行业国产等离子体射频电源系统厂商中的市场份额位列第一。

3、3、公司持续迭代现有产品、并丰富产品矩阵，新一代射频电源系统Cedar系列等新产品的推出将助力公司经营稳步向好。（1）在射频电源系统领域，公司锚定7nm以下制程等前沿领域，于2025年1月启动新一代等离子体射频电源系统Cedar系列产品的研发；该系列产品以AE、MKS等最新一代产品指标为设计目标，并将射频电源和匹配器整合为一体化平台，产品可支撑5纳米及以下先进制程；据公司问询函回复，该产品预计于2025年四季度推出样机、并于2026年二季度实现销售。（2）在等离子体激发装置及电源类产品方面，据招股书披露，公司Torrent系列远程等离子体源、Ginkgo系列等离子体直流电源、Poplar系列高功率电源等新产品也陆续完成开发、实现部分小批量交付，进一步丰富公司的产品种类。预期随着更多产品陆续实现批量交付，公司业务规模有望得到进一步发展。

### （四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 4 个项目，以及补充流动资金。

- 1、沈阳半导体射频电源系统产业化建设项目：**公司拟在沈阳购置厂房，实施半导体级等离子体射频电源系统产业化建设项目；项目建成达产后，公司将进一步扩大半导体级等离子体射频电源、匹配器的生产规模。
- 2、半导体与真空装备核心零部件智能化生产运营基地项目：**项目拟在深圳建设半导体与真空装备核心零部件智能化生产运营基地，以提升公司等离子体射频电源系统、等离子体直流电源、等离子体激发装置等产品的生产规模和生产效率；同时将建设信息化业务管理平台，旨在实现公司生产自动化和业务管理信息化、数字化。
- 3、研发与前沿技术创新中心项目：**项目拟在深圳市宝安区购置场地进行研发中心建设，进行下一代等离子体射频电源及匹配器、电源类新品、质量流量计、等离子体设备相关衍生产品等产品及技术的研发。
- 4、营销及技术支持中心项目：**公司拟在北京、上海、武汉、合肥等晶圆制造集中的区域设置营销及技术支持中心，每个中心配备专业的技术支持、营销和市场团队。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟募集资金投资额 (万元)	项目投 资期
1	沈阳半导体射频电源系统产业化建设项目	16,573.24	14,000.00	3 年
2	半导体与真空装备核心零部件智能化生产运营基地项目	69,696.96	69,000.00	3 年
3	研发与前沿技术创新中心项目	36,267.07	35,000.00	2 年
4	营销及技术支持中心项目	12,378.86	12,000.00	3 年
5	补充流动资金	16,900.00	16,900.00	-
	<b>总计</b>	<b>151,816.13</b>	<b>146,900.00</b>	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

## （五）同行业上市公司指标对比

2024 年度，公司实现营业收入 5.41 亿元，同比增长 66.26%；实现归属于母公司净利润 1.42 亿元，同比增长 77.31%。根据管理层初步预测，公司预计 2025 年实现营业收入 48,899.81 万元至 51,542.63 万元，较 2024 年减少 4.69%至 9.58%；预计实现归母净利润 10,160.61 万元至 11,388.16 万元，较 2024 年减少 19.54%至 28.21%；预计实现扣非归母净利润为 9,331.60 万元至 10,559.15 万元，较 2024 年减少 18.13%至 27.65%。

公司作为半导体设备核心零部件代表性供应商，专注于离子体射频电源系统领域；根据业务的相似性，选取富创精密、珂玛科技、先锋精科、英杰电气为恒运昌的可比上市公司。从上述可比公司来看，2024 年度可比公司的平均收入规模为 17.03 亿元，平均 PE-TTM（剔除富创精密、珂玛科技/算数平均）为 63.86X，销售毛利率为 39.16%；相较而言，公司营收规模未及同业平均，但销售毛利率处于同业的中高位区间。

表 2: 同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2024 年营业收入 (亿元)	2024 年 营收增速	2024 年归 母净利润 (亿元)	2024 年归 母净利润 增速	2024 年 销售毛利 率	2024 年 ROE (摊 薄)
688409.SH	富创精密	247.42	490.89	30.40	47.14%	2.03	20.13%	25.80%	4.42%
301611.SZ	珂玛科技	533.32	161.76	8.57	78.45%	3.11	279.88%	58.49%	20.47%
688605.SH	先锋精科	141.91	70.70	11.36	103.65%	2.14	166.52%	33.83%	14.43%
300820.SZ	英杰电气	121.28	57.01	17.80	0.59%	3.23	-25.19%	38.50%	13.45%
	平均值	260.98	63.86	17.03	57.46%	2.63	110.34%	39.16%	13.19%
<b>688785.SH</b>	<b>恒运昌</b>	<b>/</b>	<b>/</b>	<b>5.41</b>	<b>66.26%</b>	<b>1.42</b>	<b>77.31%</b>	<b>48.51%</b>	<b>20.82%</b>

资料来源: Wind (数据截至日期: 2026 年 1 月 9 日), 华金证券研究所

备注: PE-TTM 计算剔除 PE 值偏高的富创精密、珂玛科技。

## (六) 风险提示

市场竞争地位变化的风险、客户集中的风险、市场开发风险、技术创新风险、产能无法满足业务发展的风险、半导体行业周期波动的风险、产业政策变化风险、国际贸易摩擦变化的风险、实际控制人不当控制的风险、业绩波动风险等风险。

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)