

利扬芯片（688135）

高端测试产能持续扩张，“一体两翼”布局铸就长期竞争优势

买入（首次）

2026年02月23日

证券分析师 陈海进

执业证书：S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

证券分析师 李雅文

执业证书：S0600526010002

liyw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	503.08	488.13	629.78	792.52	964.95
同比（%）	11.19	(2.97)	29.02	25.84	21.76
归母净利润（百万元）	21.72	(61.62)	(6.44)	18.97	36.09
同比（%）	(32.16)	(383.69)	89.56	394.71	90.29
EPS-最新摊薄（元/股）	0.11	(0.30)	(0.03)	0.09	0.18
P/E（现价&最新摊薄）	330.18	(116.39)	(1,114.38)	378.12	198.70

投资要点

- **利扬芯片是国内独立第三方专业芯片测试公司，专注于集成电路测试方案自研以及相关测试服务。**公司成立于2010年，以测试方案开发为核心优势，为客户提供CP测试以及FT测试服务。目前，公司已经在5G通讯、计算类芯片、存储、工业控制、传感器、智能控制、生物识别、信息安全、北斗、汽车电子等新兴产品应用领域取得测试优势。利扬芯片2025年Q1-3实现营业收入4.4亿元，较上一年同期增加23.11%。
- **高端化布局和长三角产能扩充带来新动力，有望支撑公司业务继续增长。**（1）公司积极布局**高端测试产能**，满足存量客户及潜在客户的测试产能需求。未来公司将加大力度继续布局汽车电子、工业控制、高算力（CPU、GPU、AI等）、传感器、存储（Nor/Nand Flash、DDR、HBM等）、智能物联网、无人驾驶等领域的集成电路测试。（2）**长期以来，一直将长三角乃至整个华东地区作为重要战略目标。**公司地处华南地区，以子公司上海利扬创为切入点，积极在上海嘉定扩充产能，逐步抢占长三角部分市场。2020-2024年华东地区收入占比从8%提升至21%。
- **IC设计与产业转移齐驱，利扬测试主业一片蓝海。**根据CSIA数据，2023年IC设计业产业规模已占我国集成电路产业44.6%并呈现增长的态势，而IC设计作为测试行业的下游，其持续增长有望拉动测试行业发展。同时全球半导体产业经历三次转移，当前大陆正承接产能。在此背景下，大陆第三方测试企业虽市场份额较小，但增速显著高于台湾龙头公司，展现强劲增长潜力。产业升级与转移共振，为以利扬芯片为代表的国内测试企业打开广阔发展空间。
- **打造“一体两翼”格局，全产业链拓展业务边界。**2024年度，公司为持续优化业务结构，不断强化核心竞争力，提出以集成电路测试为主体，以晶圆研磨切割为左翼，以全天候超宽光谱叠层图像传感芯片等技术服务为右翼，旨在打造“一体两翼”的战略布局。左翼业务侧：据2025年半年报，2025H1公司晶圆磨切相关营业收入较上年同期增长111.61%，随着客户不断积累并实现量产，前期布局的产能逐渐释放。右翼业务侧：利扬芯片联合叠钺光电打造“TerraSight”已取得重大进展。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司将在2025-2027年分别实现营业收入6.3/7.9/9.6亿元，对应PS分别为11/9/7倍，略高于行业可比公司平均水平。考虑到公司第三方测试主业仍在稳扎稳打扩充产能以及拓展客户，并且通过“一体两翼”布局拓展业务边界，在A股市场具有独特性以及较强成长性。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**高端测试需求不及预期的风险、进口设备依赖的风险、公司持续稳定经营风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.25
一年最低/最高价	13.66/40.66
市净率(倍)	6.57
流通A股市值(百万元)	7,171.73
总市值(百万元)	7,171.73

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.37
资产负债率(%，LF)	55.25
总股本(百万股)	203.45
流通A股(百万股)	203.45

相关研究

内容目录

1. 利扬芯片：独立第三方专业芯片测试公司	4
1.1. 聚焦集成电路测试主业，打造“一体两翼”的战略布局	4
1.2. 公司股权结构稳定，高管团队行业经验丰富	6
1.3. 财务分析：增长性研发投入提供发展坚实支撑，营收净利重回正增长	7
2. IC设计与产业转移齐驱，利扬测试主业一片蓝海	10
2.1. 测试覆盖 IC 产业链全过程，第三方测试专业优势尽显	10
2.2. 设计领跑 IC 产业，长三角区域贡献过半	12
2.3. 乘产业转移之风，大陆第三方测试有望借鉴台湾成功经验	13
3. 高端化布局和长三角产能扩充铸就公司核心竞争力	15
3.1. IC 测试方案自研，中高端测试技术加强投入	15
3.2. 积极扩充测试产能，华东市场潜力巨大	16
3.3. 客户资源优质多元，助力产业链自主可控	17
4. 打造“一体两翼”格局，全产业链拓展业务边界	18
4.1. 左翼：晶圆减薄、激光开槽、隐切	18
4.2. 右翼：全天候超宽光谱叠层图像传感芯片	19
5. 盈利预测与投资建议	20
5.1. 盈利预测	20
5.2. 投资建议	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1:	公司介绍与发展历程.....	5
图 2:	公司股权结构 (截至 2025 年第三季度报告)	6
图 3:	公司高管团队履历 (截至 2025 年第三季度报告)	7
图 4:	公司营业收入及同比增长率.....	8
图 5:	公司归母净利润及同比增长率.....	8
图 6:	公司营业收入结构.....	8
图 7:	公司 2025 年上半年营收结构.....	8
图 8:	公司研发投入及研发费用率.....	9
图 9:	公司研发人员及占比.....	9
图 10:	研发/销售/管理费用率的变化比较	9
图 11:	利扬芯片与可比公司研发费用率比较.....	9
图 12:	利扬芯片与可比公司毛利率比较.....	9
图 13:	IC 产业链.....	10
图 14:	晶圆测试 (CP) 与芯片成品测试 (FT) 的对比.....	11
图 15:	封测一体化和专业分工模式的区别.....	11
图 16:	2014-2023 年我国 IC 产业三大主业产业结构占比	12
图 17:	我国 IC 产业区域竞争格局.....	13
图 18:	2023 年长三角 IC 设计产业占全国比重.....	13
图 19:	全球半导体行业的三次转移.....	14
图 20:	中国台湾 IC 测试、晶圆代工产值和同比增长率.....	14
图 21:	中国台湾和大陆龙头测试企业营收对比 (亿元)	15
图 22:	中国台湾和大陆龙头测试企业营收同比增长率.....	15
图 23:	公司与同行业竞争对手的技术水平对比.....	15
图 24:	公司主要生产据点及子公司情况.....	16
图 25:	公司固定资产与在建工程情况.....	17
图 26:	公司分区域收入情况 (亿元)	17
图 27:	公司前五大客户销售的营收占比变动.....	17
图 28:	公司客户资源优质.....	18
图 29:	激光开槽切割与传统切割示意图.....	19
图 30:	叠钹光电和利扬芯片联合打造“TerraSight”已取得重大进展	20
图 31:	利扬芯片盈利预测.....	21
图 32:	可比公司估值表.....	21

1. 利扬芯片：独立第三方专业芯片测试公司

1.1. 聚焦集成电路测试主业，打造“一体两翼”的战略布局

广东利扬芯片测试股份有限公司是独立第三方专业测试技术服务商。公司成立于2010年2月，主营业务包括集成电路测试方案开发、12英寸及8英寸等晶圆测试服务、芯片成品测试服务以及与集成电路测试相关的配套服务。自成立以来，公司一直专注于集成电路测试领域，并在该领域积累了多项自主的核心技术，截至2025年底，已累计研发44大类芯片测试解决方案，可适用于不同终端应用场景的测试需求，完成超6000种芯片型号的量产测试，这些方案工艺涵盖3nm、5nm、8nm、16nm等先进制程。

持续创新以提高公司核心竞争力，打造“一体两翼”战略布局。2024年度，公司为充分发挥自身在技术研发方面的优势，持续优化业务结构，不断强化核心竞争力。公司提出以“独立第三方晶圆测试、芯片成品测试等技术服务”为主体，以“晶圆激光开槽、隐切、减薄等技术服务”为左翼，以“面向无人驾驶和机器人应用的全天候超宽光谱叠层图像传感芯片等技术服务”为右翼，旨在打造“一体两翼”的战略布局。

公司历经四个发展阶段：

1、初期发展阶段（2010年—2012年）

2010年公司成立后，进入初期实践积累阶段。这一时期公司规模尚小，核心聚焦研发团队的组建与培养，同步开展核心技术储备工作。通过该阶段的沉淀，公司明确了核心发展方向，关键技术与核心人员队伍逐步成熟，为后续业务规模化扩张与技术升级奠定了坚实基础。

2、市场培育及拓展阶段（2013年—2016年）

经过初期的积累，公司进入市场培育及拓展阶段。在这一阶段，公司核心测试服务的技术成熟度与可靠性逐步获得市场验证，客户资源实现规模化积累，与锐能微、全志科技、汇顶科技等客户建立了良好的合作关系，业务规模随市场需求持续扩大。公司加大资本开支力度，一方面持续投入研发资源优化测试方案，另一方面重点采购高端测试设备以扩充产能。在晶圆测试方面，公司布局12英寸晶圆测试能力，并以8英寸、12英寸晶圆测试为主。在芯片成品测试方面，公司技术覆盖范围持续拓宽，已实现BGA、LQFP、QFN、LGA、SIP、Strip等多种高端封装形式的测试服务能力，全方位满足客户多元化测试需求。

3、业务快速上升阶段（2017年—2019年）

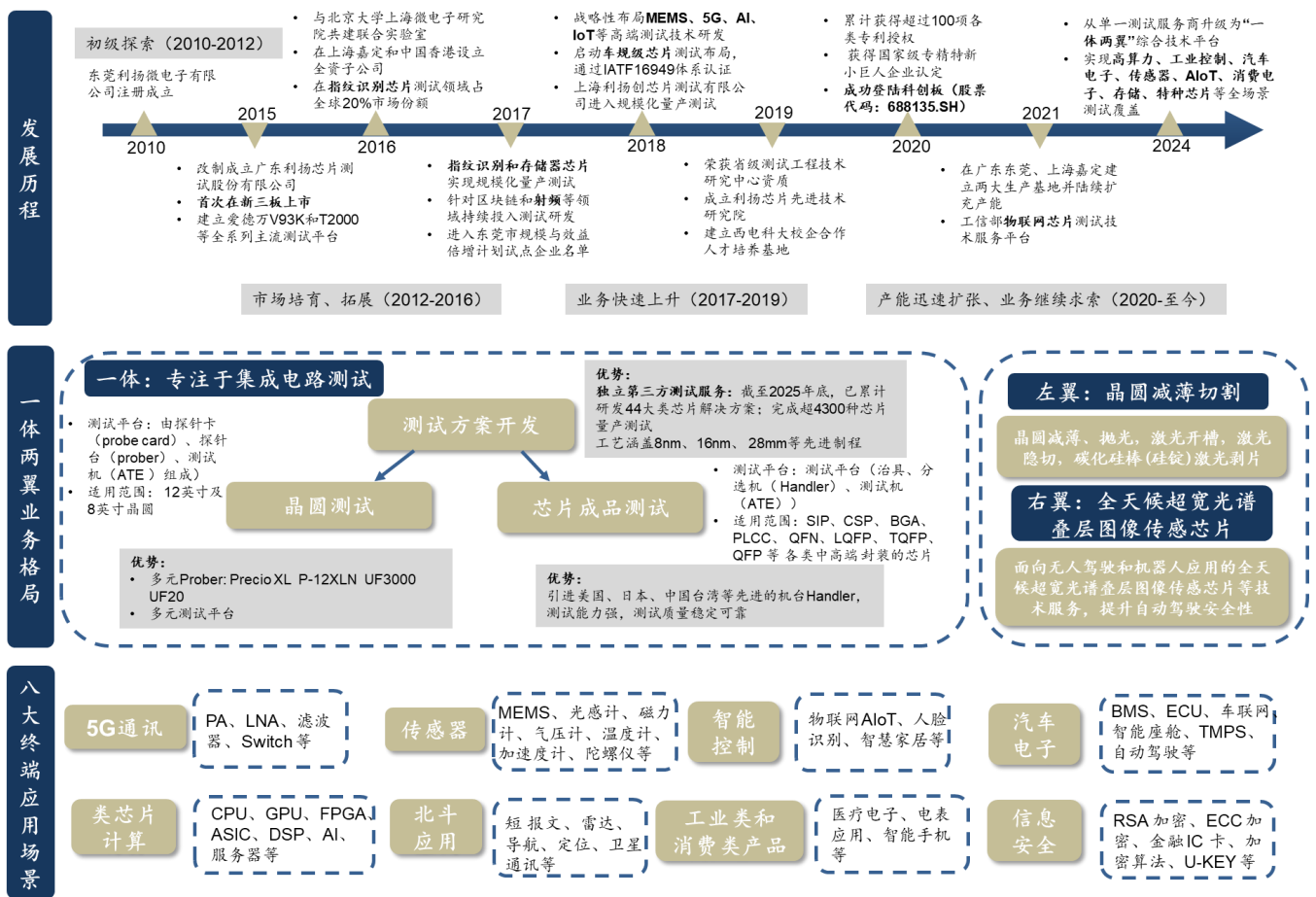
在此阶段，公司测试技术体系与市场销售渠道日趋成熟，客户资源持续扩容。同时公司布局了更多的高端测试平台与测试产能，取得了多项专利权及软件著作权，技术壁垒逐步筑牢。公司率先推出指纹、存储、物联网、射频等系列量产测试解决方案，以客

户需求为核心持续迭代创新测试方案，业务覆盖范围已拓展至 5G 通讯、传感器、物联网、北斗导航、区块链、工业控制、汽车电子等多个高增长领域。在测试设备自主化方面，公司实现关键突破，自主研发设计的条状封装产品自动探针台、3D 高频分类机械手等集成电路专用测试设备，已成功落地生产实践，并在指纹识别芯片、先进工艺离散性芯片等产品中达成量产化应用。

4、产能快速扩张、业务继续求索阶段（2020 年 - 至今）

在此阶段，公司积极扩充产能、拓宽业务边界。自 2020 年登陆科创板以来在广东东莞、上海嘉定建立两大生产基地并陆续扩充产能，2023 年公司设立全资子公司，布局晶圆减薄、抛光，激光开槽，激光隐切，碳化硅棒（硅锭）激光剥片等技术服务，并于 2024 年正式提出从单一测试服务商升级为“一体两翼”综合技术平台：主体巩固第三方晶圆/芯片测试龙头地位，左翼 2023 年布局、2024 年量产 25μm 超薄晶圆减薄与 20μm 隐切等关键制程，打破国外垄断；右翼携手叠铖光电，推出全天候超宽光谱叠层图像传感芯片，以“强感知弱算力”赋能自动驾驶与机器人视觉。在这一阶段，公司通过内研+并购、大数据客户运营及头部设计企业战略合作，实现高算力、工业控制、汽车电子、传感器、AIoT、消费电子、存储、特种芯片等全场景测试覆盖，奠定长期增长动能。

图1：公司介绍与发展历程

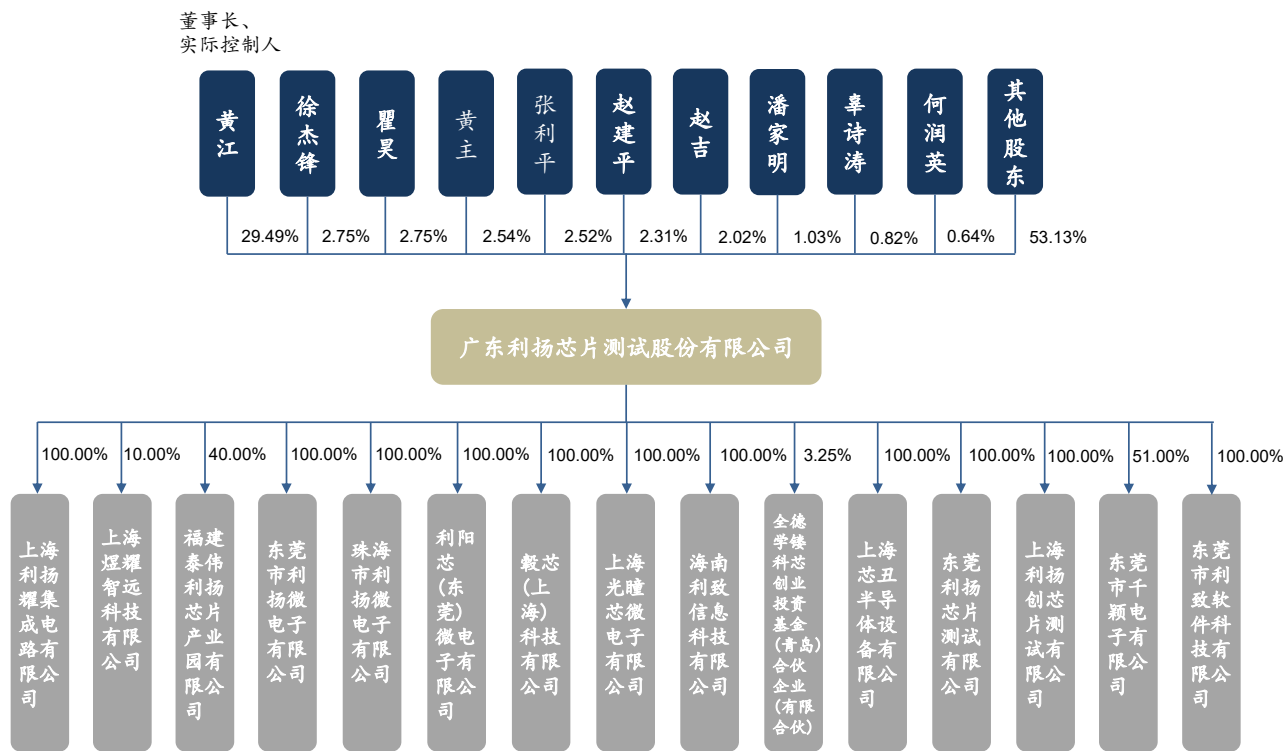


数据来源：公司官网，公司财报，东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，高管团队行业经验丰富

公司股权结构稳定，实控人持股比例 29.49%。截至 25 年第三季度报告，公司实控人为公司董事长黄江，持股比例为 29.49%，系公司第一大股东。自 2010 年东莞利扬微电子股份有限公司注册成立至今，董事长黄江一直担任公司董事长职位，如今也担任多家子公司执行董事职位，包括：上海利扬创芯片测试有限公司、东莞利扬芯片测试有限公司、上海芯丑半导体设备有限公司、上海光瞳芯微电子有限公司、毅芯（上海）科技有限公司、利阳芯（东莞）微电子有限公司、珠海市利扬微电子有限公司。董事长黄江对子公司的深度参与保证了子公司业务拓展与利扬芯片目标一致。核心管理层涵盖董事会以及公司高管，基本具有电子专业学历背景或者资深半导体工作经验，为公司扎根芯片测试领域、拓展业务边界打下了坚实的基础。

图2：公司股权结构（截至 2025 年第三季度报告）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图3: 公司高管团队履历 (截至 2025 年第三季度报告)

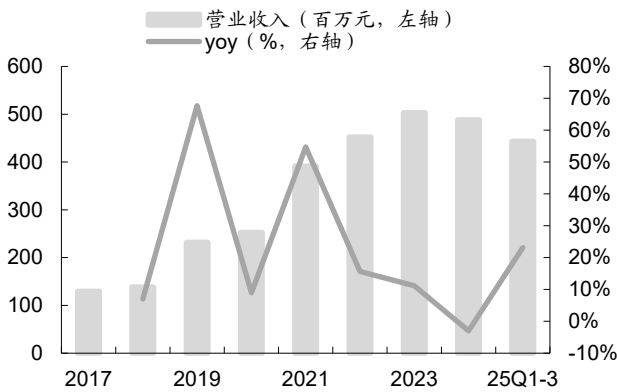
姓名	职务	个人简历
黄江	董事长, 董事	曾先后任职东莞万江章治工业五金加工厂总经理; 东莞市鑫圆电子有限公司总经理; 东莞利扬微电子有限公司董事长、总经理; 至今任海南扬宏企业管理合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人; 上海利扬创芯片测试有限公司执行董事; 利扬芯片(香港)测试有限公司董事; 东莞利扬芯片测试有限公司执行董事; 东莞利扬芯片测试有限公司(东城)经理、执行董事; 上海芯丑半导体设备有限公司执行董事; 任上海光瞳芯微电子有限公司执行董事; 毅芯(上海)科技有限公司执行董事; 利阳芯(东莞)微电子有限公司执行董事; 珠海市利扬微电子有限公司执行董事; 东莞市利扬微电子有限公司执行董事; 广东利扬芯片测试股份有限公司董事长
张亦锋	董事, 总经理	复旦大学管理学院MBA硕士学历。微电子技术专业高级工程师职称, 曾先后任职于上海华虹NEC电子有限公司任科长; 上海华虹宏力半导体制造有限公司业务发展部任科长; 武汉力源信息技术股份有限公司担任C事业部总监; 珠海博雅科技有限公司担任首席商务官、副总裁, 上海光瞳芯微电子有限公司监事; 毅芯(上海)科技有限公司监事; 广东利扬芯片测试股份有限公司董事、总经理
袁俊	董事, 研发中心负责人	兰州理工大学电力电子与电气传动专业硕士学历。曾先后就职于深圳市阿尔法变频技术有限公司, 担任硬件工程师; 泰瑞达(上海)有限公司, 担任芯片测试开发工程师; 广东利扬芯片测试股份有限公司长沙分公司负责人; 海南利致信息科技有限公司执行董事; 东莞市利致软件科技有限公司执行董事兼经理; 东莞市利致软件科技有限公司深圳分公司负责人; 广东利扬芯片测试股份有限公司董事、研发中心负责人
辛诗涛	董事, 财务总监, 董秘	本科学历。曾先后任职于东莞市鑫圆电子有限公司, 担任副总经理; 东莞市利致软件科技有限公司监事; 海南扬致企业管理合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人; 东莞利扬芯片测试有限公司经理; 东莞利扬芯片测试有限公司(东城)监事; 利阳芯(东莞)微电子有限公司监事; 珠海市利扬微电子有限公司监事; 东莞市利扬微电子有限公司监事; 广东利扬芯片测试股份有限公司, 现任董事, 董事会秘书, 财务总监
黄主	董事	本科学历。曾先后任职大月精工(苏州)精密机械有限公司副经理; 东莞市捷丰电子厂经理; 广东利扬芯片测试股份有限公司财务经理、财务总监、行政副总, 东莞市利致软件科技有限公司执行董事兼经理, 广东利扬芯片测试股份有限公司董事
游海龙	独立董事	西安电子科技大学微电子学与固体电子学博士学位。现任西安电子科技大学微电子学院教授, 西安市系统芯片与微系统重点实验室副主任。曾先后任职于成都融科技股份有限公司董事; 宁波市锐芯电子科技有限公司监事; 西安固微半导体有限公司总经理。深圳市美矽微半导体股份有限公司独立董事; 深圳长城开发科技股份有限公司独立董事; 广东利扬芯片测试股份有限公司独立董事。现兼任上海培瀚企业管理咨询合伙企业合伙人
郑文	独立董事	西安交通大学机械制造专业博士学位。1991年9月至今, 任职广州大学副教授。2020年2月至今任广东利扬芯片测试股份有限公司独立董事
郭群	独立董事	中山大学会计专业硕士学历。1994年9月至2021年8月, 任职中山大学管理学院副教授; 2018年6月至2024年6月, 任广州市康硕家居用品有限公司监事; 2021年6月至今, 任广东利扬芯片测试股份有限公司独立董事; 2022年9月至2025年4月, 任东莞市贝特电子科技股份有限公司独立董事

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

1.3. 财务分析: 增长性研发投入提供发展坚实支撑, 营收净利重回正增长

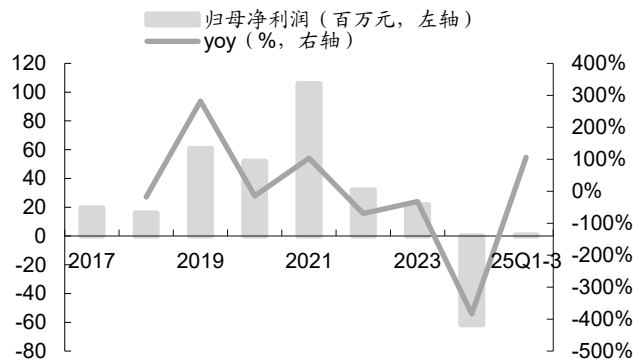
2025 年营收净利重回正增长, 加大研发投入提升综合竞争力。受益于国内集成电路产业蓬勃发展, 以及公司积极把握市场机遇、持续对中高端测试产能布局扩充, 公司营业收入大体呈现上升趋势。2022-2023 年公司归母净利润回落主要由于: 1.2022 年芯片行业特别是消费电子芯片去库存周期较长, 公司产能利用率受影响; 2.为保持公司市场竞争力, 公司仍持续加大对中高端芯片的测试投入研发, 固定费用及财务费用持续增加。2024 年公司受需求影响营收小幅下滑, 归母净利润由正转负, 其原因有 3 点: 1.营业成本端由于前期布局的产能逐渐释放, 使折旧、摊销、人工、电力、厂房费用等固定成本持续上升; 2.可转换公司债券发行和贷款余额增长, 使得相关财务费用大幅增长; 3.当期经营业绩不佳的控股子公司千颖电子, 计提了适当的商誉减值准备。2025 年公司营业收入重回正增长, 25Q1-3 营业收入为 4.4 亿元, 同比增长 23.11%, 主要得益于部分存量客户终端需求好转以及新产品陆续导入并实现量产测试。

图4: 公司营业收入及同比增长率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

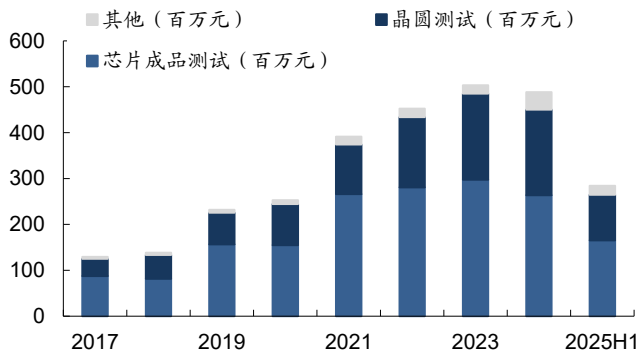
图5: 公司归母净利润及同比增长率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

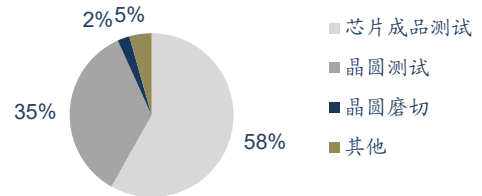
坚持“一体两翼”产品领域布局，芯片成品测试提供发展坚实支撑。公司的主营业务收入按服务类型可以分为芯片成品测试、晶圆测试两大板块，自2024年公司提出“一体两翼”发展格局后，公司着手左翼晶圆减薄切割以及右翼全天候超宽光谱叠层图像传感芯片，并于2025年上半年财报中首次披露晶圆减薄切割业务营业收入，其占比达到2%，公司战略部署已经初具成效。同时从营收结构看，芯片成品测试一直是公司的主要收入来源，其在总收入中的占比始终保持在50%以上，是公司核心收入来源。公司凭借完善的测试方案开发、先进的进口测试平台、广泛的下游适用场景形成了良好的口碑。

图6: 公司营业收入结构



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

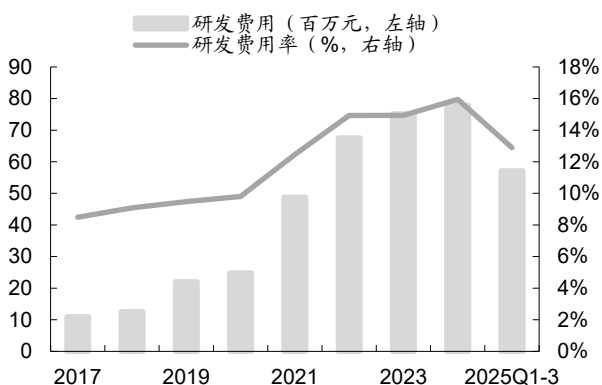
图7: 公司2025年上半年营收结构



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

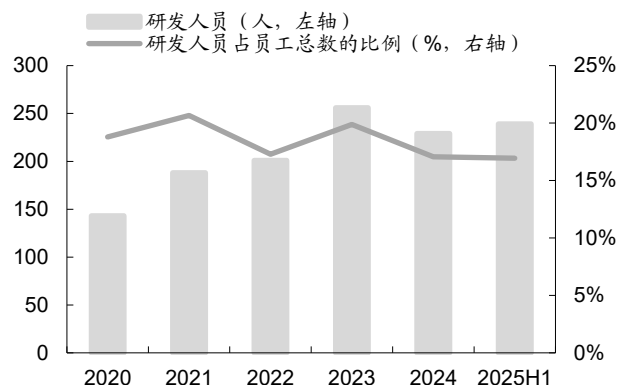
持续加大研发投入，与可比公司差距收窄。公司以研发作为核心竞争力，持续加大在芯片测试、晶圆减薄切割以及全天候超宽光谱叠层图像传感芯片方面的研发投入，2017-2024年度研发投入分别为0.1/0.13/0.22/0.25/0.49/0.68/0.75/0.78亿元，研发支出占营收比例分别为8%、9%、9%、10%、12%、15%、15%、16%。与此同时，公司的管理费用率在9%至16%区间波动，销售费用率维持在4%以内，公司的财务支出重心在于研发投入。公司不断吸纳优秀的研发人才。2020-2023年度研发人员分别为143/188/201/256人，2024年人数稍微回落，但在2025年继续恢复上升态势，研发团队实力进一步增强。

图8: 公司研发投入及研发费用率



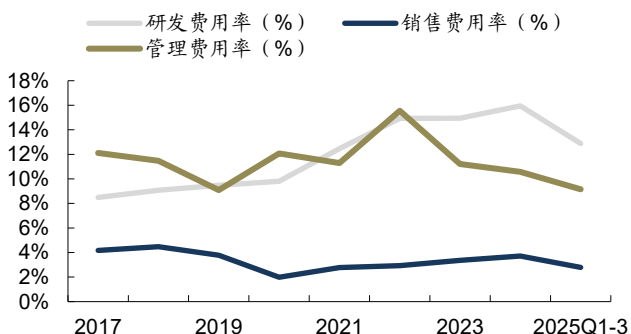
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图9: 公司研发人员及占比



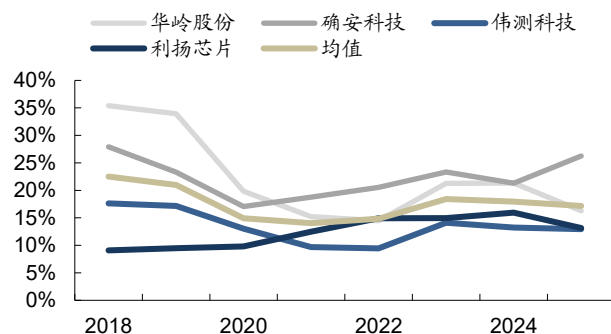
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图10: 研发/销售/管理费用率的变化比较



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

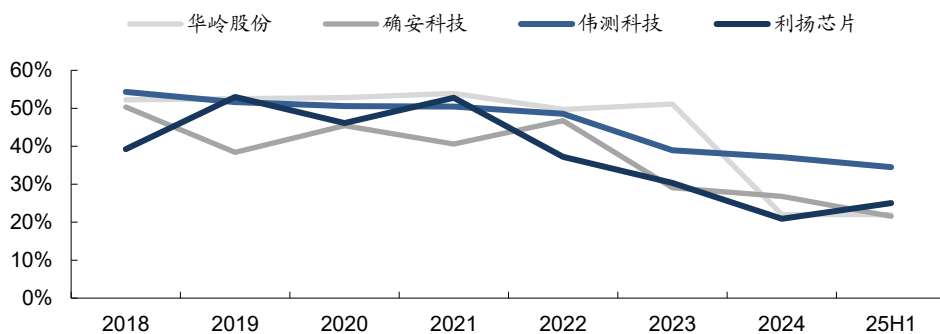
图11: 利扬芯片与可比公司研发费用率比较



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

积极面对多重挑战, 公司盈利能力回升。2019年公司销售毛利率大幅提升, 一方面是公司2019年新增8nm先进制程的芯片测试项目, 均使用高端测试平台, 该项目为公司创收0.7亿元, 占当年主营业务收入的比重为30.92%; 另一方面是随着收入规模快速增加, 固定性成本占营业收入的比重快速下降, 提高了毛利率水平。2022年起, 全球消费电子市场需求景气度下滑, 公司毛利率与可比公司同样是呈现下降趋势。2025年起, 公司毛利率明显回升, 盈利能力开始逐渐恢复。

图12: 利扬芯片与可比公司毛利率比较



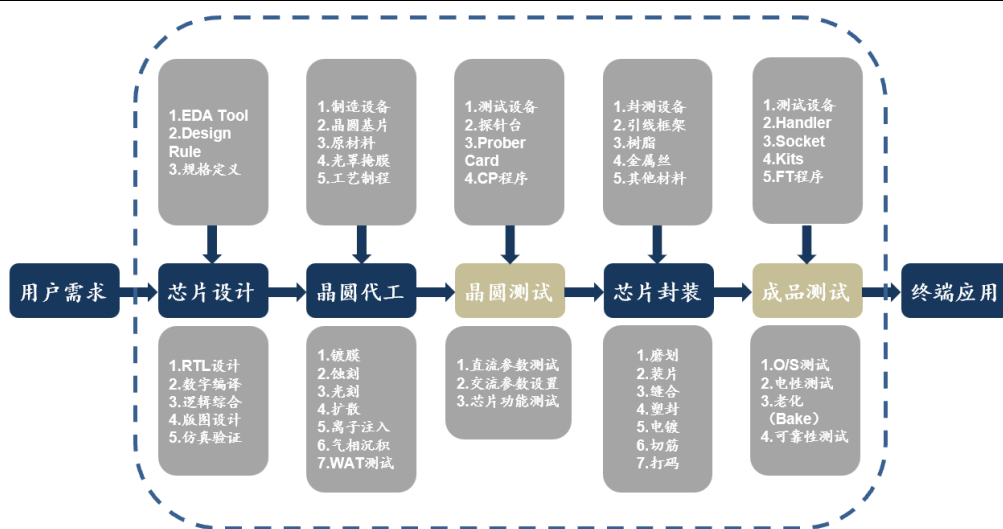
数据来源: 公司财报, iFinD, 东吴证券研究所

2. IC设计与产业转移齐驱，利扬测试主业一片蓝海

2.1. 测试覆盖IC产业链全过程，第三方测试专业优势尽显

集成电路产业链涵盖 IC 设计、晶圆制造、晶圆测试、芯片封装、芯片测试等核心环节，目前各细分环节均已发展为独立子行业。从集成电路产品的生产制造流程来看，由 IC 设计企业完成芯片产品方案的设计工作后，会通过代工模式委托晶圆代工厂（Foundry）、封装厂商与测试厂商分别开展芯片制造、封装和测试环节的工作，然后 IC 设计公司购买经制造、封装、测试完的成品芯片，最终将芯片产成品作为元器件销售给电子设备制造厂商。

图13: IC 产业链



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

IC 测试在集成电路产业链中至关重要，是确保终端产品良率、成本控制、指导芯片设计和工艺改进等的重要环节，从产业链的环节来看，集成电路测试主要包括晶圆测试（CP）和芯片成品测试（FT）。晶圆测试即在晶圆设计、制造完成后，在封装前先把有瑕疵的晶圆挑选出来，以减少后续浪费的封测成本，同时通过对合格率和良率等的统计可以指导芯片设计和晶圆制造的工艺改进；芯片成品测试是在芯片封装后对成品进行全面的电路功能和性能检测，目的是挑选出符合设计预期功能及性能的合格芯片，同时将数据用于指导封装环节的工艺改进。

图14: 晶圆测试 (CP) 与芯片成品测试 (FT) 的对比

主营业务	晶圆测试 (CP)	芯片成品测试 (FT)
产业链位置	芯片封装前	芯片封装后
测试设备	测试机、探针台	测试机、分选机
测试目的	挑出坏的裸芯片, 以减少后续封装和成品测试成本, 测试数据用于指导芯片设计和晶圆制造的工艺改进	确保每颗芯片成品向客户交付前能够达到设计要求的指标
客户群体	IC 设计公司、晶圆厂、封装厂、IDM	IC 设计公司、封装厂、IDM
测试难度	对测试作业的洁净等级、作业的精细程度、大数据的分析能力等要求较高	对洁净等级和作业精细程度的要求较晶圆测试低一个级别, 但测试作业工作量和人员用工量更大
竞争格局	技术门槛高, 竞争对手更少; 封测一体厂商与独立第三方测试厂商的合作大于竞争	封测一体厂商与独立第三方测试厂商的合作竞争共存

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

对外提供全套测试服务的厂家主要分为两类: 封测一体公司和第三方专业测试厂商, 第三方测试服务的兴起顺应集成电路产业链细化分工的发展趋势。集成电路产业从 IDM 一体化模式向“Fabless + Foundry + OSAT”专业分工模式演进, Fabless 负责芯片设计环节, 由 Foundry (晶圆制造厂商) 负责晶圆制造环节, 之后委托 OSAT (芯片封测厂商) 进行封装测试。在“封测一体化”的商业模式上, 诞生了“独立第三方测试服务”的新模式, 这既是行业专业化分工的产物, 也是行业追求更高效率的必然结果。

相较于封测一体模式, 独立第三方测试机构的专业性强、效率高、结果更为客观。独立第三方测试厂商专注于测试业务, 可针对不同工艺节点与应用场景提供全维度定制化测试方案, 柔性响应全产业链订单需求, 避免企业内部测试的服务边界受限与产能波动问题。无论是测试技术专业性, 测试设备的多样性和先进性, 还是测试服务的效率和品质, 优势都更加突出。而且, 封测一体企业同时提供封装和测试服务, 在测试结果的中立性和客观性上存在局限性; 独立第三方测试厂商独立于封装环节, 能够出具客观公正的测试结果, 更受客户信赖。

图15: 封测一体化和专业分工模式的区别

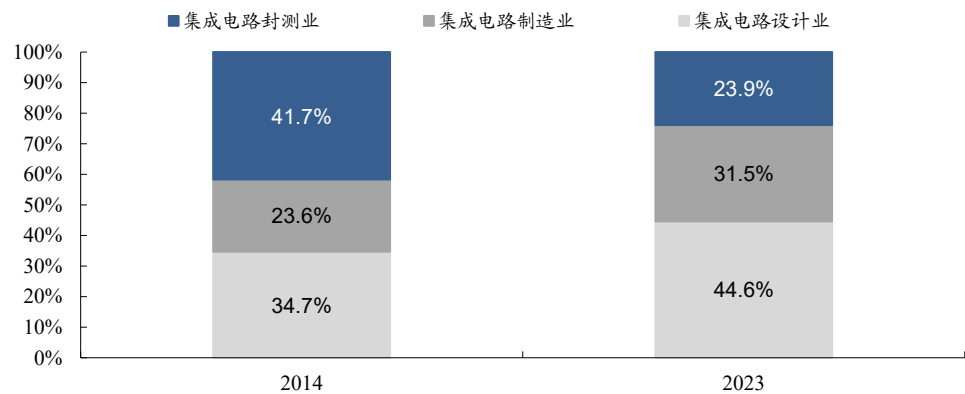


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2.2. 设计领跑 IC 产业，长三角区域贡献过半

集成电路产业结构趋向高附加值，设计业占比超过 40%。2014 年 9 月，规模超过千亿的国家集成电路产业投资基金正式成立，以此为标志，我国集成电路产业进入发展快车道。在 2014-2023 年十年时间里，我国集成电路产业在政策、资金、市场等多重因素的驱动下，于产业规模、产业结构、发展增速、自主能力、资本市场等方面取得了长足进展。根据中国半导体行业协会数据，2014 年我国集成电路产业仍然以集成电路传统封装测试业为主，处于价值链附加值较低环节，设计、制造、封测三业结构占比分别为 34.7%、23.6%、41.7%。2023 年我国集成电路产业的主要支柱产业由封测业转向高附加值的集成电路设计业，设计、制造、封测三业结构占比分别为 44.6%、31.5%、23.9%。集成电路测试是设计验证的必须环节，对于集成电路设计企业的产品开发和推广十分关键，随着国内集成电路设计市场规模和企业数量的不断增长，集成电路测试的市场需求有望持续提升。

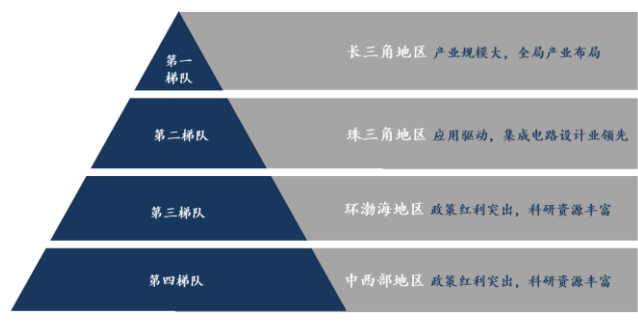
图 16: 2014-2023 年我国 IC 产业三大主业产业结构占比



数据来源：北京国际工程咨询有限公司，CSIA，东吴证券研究所

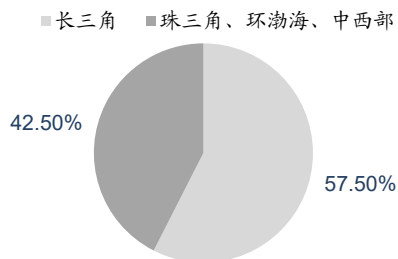
受我国各地区经济发展水平、制造业密集程度和人才储备影响，中国集成电路产业呈现梯度竞争格局：长三角地区产业规模大，凭借全产业链布局和先进制程技术稳居第一梯队。珠三角地区以芯片设计和市场需求为核心位居第二梯队，但制造环节依赖外部；京津冀地区依托科研资源和政策支持处于第三梯队，但产业链配套较弱；随着国家政策对集成电路产业的支持，成都、西安、武汉等中西部地区也在不断发展并成为第四梯队，以存储/功率半导体和成本优势承接产能转移，但面临人才和技术短板。根据长三角集成电路融合创新发展联盟数据，2023 年长三角区域集成电路设计产业占全国比重超过一半，此外集成电路制造、集成电路封测占比分别为 52.6%、84.6%，进一步确定其中国集成电路产业链最完整、技术最先进的区域优势地位。

图17: 我国 IC 产业区域竞争格局



数据来源：中国产业研究院，东吴证券研究所

图18: 2023 年长三角 IC 设计产业占全国比重



数据来源：北京国际工程咨询有限公司，长三角集成电路融合创新发展联盟，东吴证券研究所

2.3. 乘产业转移之风，大陆第三方测试有望借鉴台湾成功经验

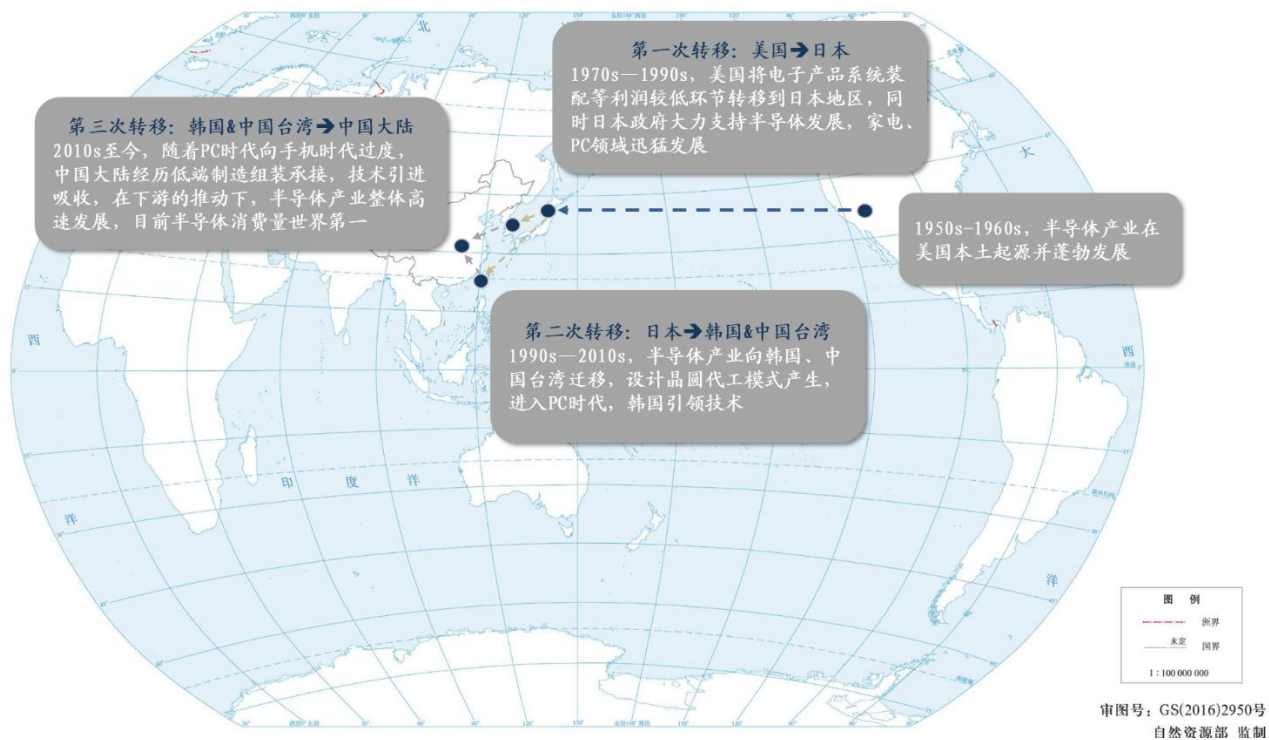
全球半导体产业经历了三次产业转移：美国→日本→中国台湾、韩国→中国大陆。半导体产业自 20 世纪 50 年代兴起于美国，受影响于需求变化、政府政策等因素，产业分工布局已经经历三次调整：

1.第一次产业转移：20 世纪 70 年代，随着日本家电、DRAM（动态随机存取存储器）需求爆发，美国基于成本与利润优化考量，将半导体装配等低附加值环节转移至日本。此后，伴随大型计算机产业快速发展，日本依托 DRAM 技术的大规模量产能力实现技术突破与产能扩张，逐步在半导体核心制造领域反超美国，并在此后的近 20 年间保持全球半导体产业的领先地位，形成长期繁荣周期。

2.第二次产业转移：20 世纪 90 年代，进入个人计算机（PC）产业崛起阶段，日本受经济泡沫破裂、技术迭代滞后等因素影响，其 DRAM 技术竞争力逐渐落后于韩国；同时，全球半导体产业分工进一步深化，专业晶圆代工模式应运而生。中国台湾地区抓住产业转型机遇，积极布局晶圆代工赛道，其中台积电通过技术研发与产能扩张构建核心竞争壁垒。

3.第三次产业转移：当前，中国大陆作为全球半导体终端产品的最大消费市场，凭借劳动力成本优势、技术引进政策支持，积极承接全球半导体产业中的低端组装与制造环节。通过长期的技术吸收、产能建设与产业链配套完善，中国大陆已逐步完成半导体产业的原始积累，为后续向中高端领域突破奠定基础。

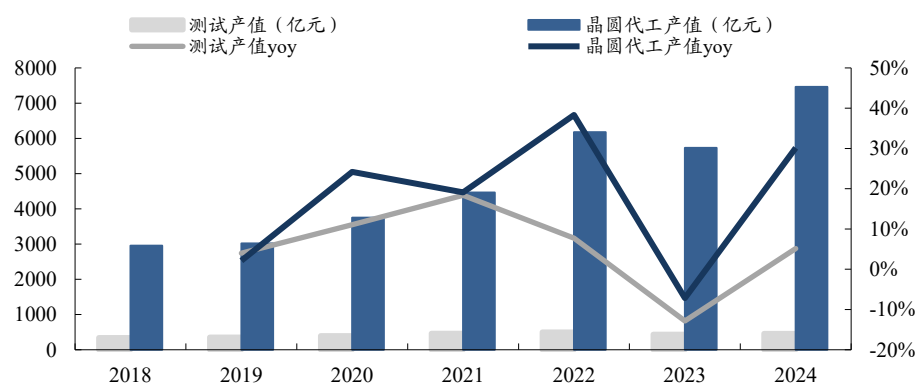
图19: 全球半导体行业的三次转移



数据来源: 自然资源部, 前瞻经济学人, 东吴证券研究所

抓住半导体产业二次转移机会, 中国台湾晶圆代工厂崛起, 带动后端测试行业的发展。根据台湾半导体会统计数据, 2018-2024 年间, 中国台湾晶圆代工产值长期呈现上升的趋势, IC 测试长期同样呈现上升的趋势, 2023 年受全球半导体消费下行对晶圆代工、IC 测试均有不利冲击, 也侧面印证了中国台湾的测试厂商与晶圆制造厂商的营收相关度极高。

图20: 中国台湾 IC 测试、晶圆代工产值和同比增长率



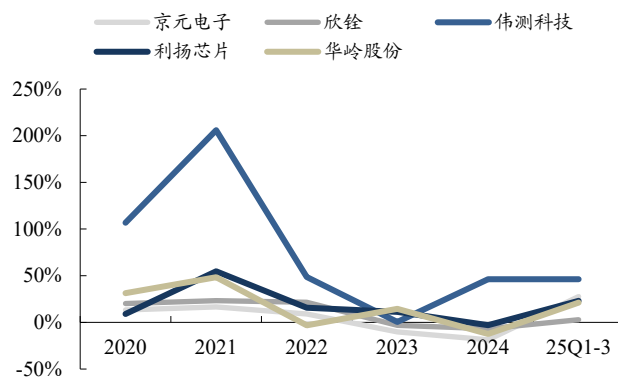
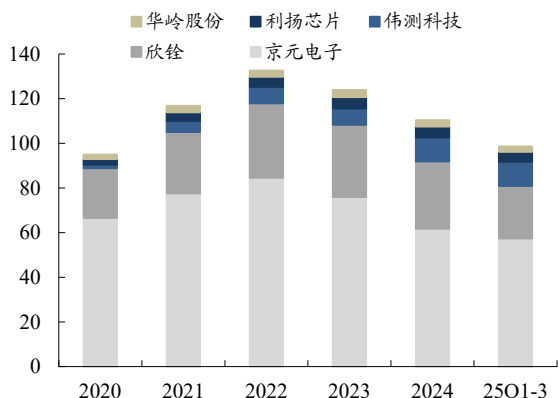
数据来源: 台湾半导体产业协会, 东吴证券研究所

伴随第三次半导体产业转移, 中国台湾 IC 测试产业仍旧领跑, 但增速大体上不如中国大陆测试企业。受地缘政治因素的影响, 建立自主可控的产业链已成为当前阶段的重要目标, 半导体国产化进程正持续加深, 带动国内半导体测试新产能不断扩张。对比

中国台湾和大陆龙头 IC 测试公司营收数据，京元电子等台湾龙头公司营收占比遥遥领先，伟测科技、利扬芯片等大陆测试公司市场份额较小，但是增速普遍高于台湾公司，具有强劲的增长潜力，也佐证了中国集成电路产业加速追赶、扩张的特点。

图21: 中国台湾和大陆龙头测试企业营收对比 (亿元)

图22: 中国台湾和大陆龙头测试企业营收同比增长率



数据来源: 公司财报, iFinD, 东吴证券研究所

数据来源: 公司财报, iFinD, 东吴证券研究所

3. 高端化布局和长三角产能扩充铸就公司核心竞争力

3.1. IC 测试方案自研，中高端测试技术加强投入

集成电路测试行业具有知识密集型、技术密集型的特征。独立第三方集成电路测试企业专长在于晶圆测试、芯片成品测试，要求基于芯片的工作原理测试芯片性能参数和功能，重点在于测试方案的开发，涉及电子、软件、机械自动化等多类专业学科知识，要求企业具备多学科知识背景的复合型人才、掌握前沿芯片的关键参数指标并形成兼顾测试时间和测试效能的解决方案。测试方案开发方面，截至 2025 年底，公司已累计开发 44 大类芯片测试解决方案，完成超 6000 种芯片型号的量产测试，已经在 5G 通讯、计算类芯片、存储、工业控制、传感器、智能控制、生物识别、信息安全、北斗、汽车电子等新兴产品应用领域取得测试优势。与行业龙头企业京元电子比较，晶圆测试板块，公司的最小 pad 数优于京元电子，晶圆尺寸、测试温度范围均能达到同等水平；芯片成品测试板块，公司的封装尺寸、测试温度范围同样处于行业顶尖水平。

图23: 公司与同行业竞争对手的技术水平对比

项目	伟测科技	利扬芯片	华岭股份	京元电子
晶圆尺寸	4",5",6",8",12"	5",6",8",12"	5",6",8",12"	5",6",8",12"
测试温度范围	-55°C至150°C	-55°C至150°C	-55°C至150°C	-55°C至150°C
晶圆测试	最高 Pin 数	17,000pin	4,000pin	>10000pin
	最大同测数	512sites	512sites	512sites
	最小 Pad 间距	45um	45um	45um
	封装尺寸	1x1mm-70x70mm	1x1mm-70x70mm	3x3mm-70x70mm
芯片成品测试	测试温度范围	-55°C至150°C	-55°C至150°C	-55°C至150°C
	测试频率	几百 KHz 到 26GHz	几百 KHz 到 26GHz	几百 KHz 到 77GHz
	最大同测数	256sites	256sites	256sites
				1024sites

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

坚持以市场为导向，根据市场发展走势及公司战略布局方向，稳健投向中高端集成电路测试产能，满足存量客户及潜在客户的测试产能需求。未来公司将加大力度继续布局汽车电子、工业控制、高算力（CPU、GPU、AI 等）、传感器（MEMS）、存储（Nor/Nand Flash、DDR、HBM 等）、智能物联网（AIoT）、无人驾驶等领域的集成电路测试。

3.2. 积极扩充测试产能，华东市场潜力巨大

公司积极扩充产能，以应对客户对测试服务的需求增量，截至 2025 上半年，公司分别在广东省东莞市和上海市嘉定区两个中心建立五个测试技术服务生产基地。值得注意的是，公司在测试技术服务基础上，向集成电路产业链下游拓展，比如子公司东莞利扬、上海利扬创在传统集成电路测试业务的基础上，拓展业务包括：集成电路芯片及产品制造及销售、半导体专用设备制造及销售、电子元器件制造及销售等等；子公司利阳芯已成功布局晶圆减薄、抛光，激光开槽，激光隐切等系列技术工艺的调试并将进入量产阶段。

图24：公司主要生产据点及子公司情况

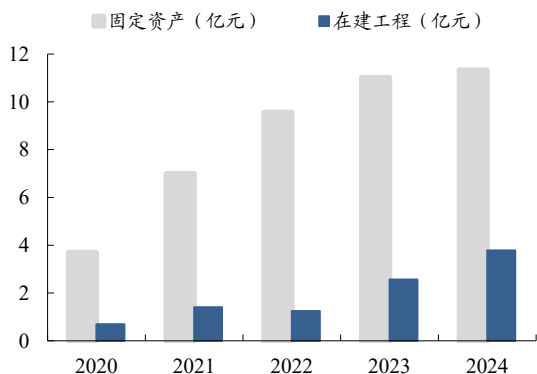
公司或子公司	成立时间	地点	公司近况
广东利扬芯片测试有限公司	2010年	东莞	公司提出以“独立第三方晶圆测试、芯片成品测试等技术服务”为主体，以“晶圆激光开槽、隐切、减薄等技术服务”为左翼，以“面向无人驾驶和机器人应用的全天候超宽光谱叠层图像传感芯片等技术服务”为右翼，旨在打造“一体两翼”的战略布局
东莞利扬芯片测试有限公司	2020年	东莞	2023年，母公司利扬芯片出资金额从货币1亿人民币增至1.5亿人民币；2022年8月正式开工；2022年6月经营范围变更，从集成电路生产、封装、测试，扩充至集成电路芯片及产品制造及销售、半导体专用设备制造及销售、电子元器件制造及销售等等
上海利扬创芯片测试有限公司	2016年	上海	2024年，母公司利扬芯片出资金额从货币1.5亿人民币增至2亿人民币；2023年，经营范围扩大：除了集成电路测试，还涉及集成电路芯片及产品制造及销售、半导体专用设备制造及销售、电子元器件制造及销售等等
利阳芯（东莞）微电子有限公司	2023年	东莞	利阳芯项目已入选东莞市2023年重大建设项目，近期已成功完成晶圆减薄、抛光，激光开槽，激光隐切等系列技术工艺的调试并将进入量产阶段

数据来源：公司官网，iFinD，东吴证券研究所

公司对固定资产的投入持续走高，用充足的产能规模保证核心竞争力。集成电路测试行业具有资本密集型的特征，测试设备等核心资产的持续投入是保证产能规模充足的关键。2020-2024年，公司的固定资产余额逐年递增，到2024年已达11.33亿元，期间CAGR达到32%，且2020-2024年在建工程规模大致呈现上升的趋势，公司正逐年加大对测试设备、厂房等资产的投入。

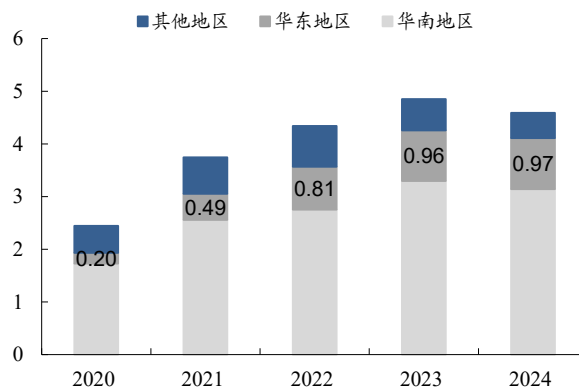
扩产呈现区位差异，华东地区为战略核心。长三角地区集成电路产业规模大，凭借全产业链布局和先进制程技术稳居国内半导体产业第一梯队。公司地处华南地区，以子公司上海利扬创芯片测试有限公司为切入点，积极在上海嘉定扩充产能，逐步抢占长三角部分市场。2020-2024年华东地区收入占比从8%提升至21%，公司长期以来，一直将长三角乃至整个华东地区作为重要战略目标。

图25: 公司固定资产与在建工程情况



数据来源: iFinD, 公司财报, 东吴证券研究所

图26: 公司分区域收入情况 (亿元)

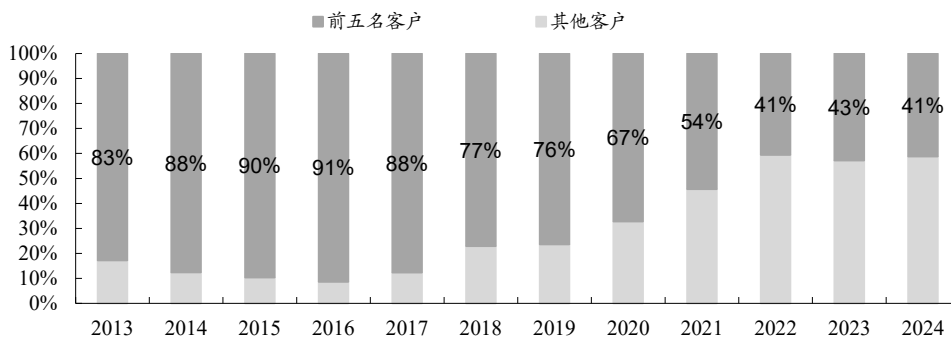


数据来源: iFinD, 公司财报, 东吴证券研究所

3.3. 客户资源优质多元, 助力产业链自主可控

公司积极拓展下游市场, 客户集中度风险降低。客户集中度用前五大客户的销售额占总销售额的比例来衡量, 高客户集中度意味着企业对少数客户的依赖程度较高, 由于公司测试服务质量等自身原因流失主要客户可能导致经营风险增加。2013-2024 年客户集中度逐年降低, 从 83%降低至 41%, 对主要客户的依赖性降低, 产业链以及整体经营风险可控。

图27: 公司前五大客户销售的营收占比变动



数据来源: iFinD, 公司财报, 东吴证券研究所

公司凭借扎实的技术实力、充足的产能规模获得了行业的高度认可, 积累了广泛优质的客户资源。公司具备为客户开发不同测试深度、测试强度以及测试覆盖率的定制化 Turnkey 测试解决方案的能力, 可以响应客户对集成电路测试的个性化性能和及时交付的需求。截至 2025 年底, 累计战略合作伙伴总数超过 200 家, 下游客户以芯片设计企业为主, 还包含部分 IDM 公司。公司与汇顶科技、全志科技、国民技术、比特微、智芯微、紫光同芯、集创北方、博雅科技、华大半导体、高云半导体、东软载波等芯片设计公司建立了长期的合作伙伴关系, 同时也承接锐能微、西南集成等 IDM 公司的部分专业测试业务。客户群体不仅包含汇顶科技、全志科技等上市企业, 同时覆盖长三角、珠三角、环渤海、中西部地区, 客户企业优质且多元化趋势明显。

图28：公司客户资源优质

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 打造“一体两翼”格局，全产业链拓展业务边界

2024年度，除了持续深化测试业务，公司首次提出“一体两翼”的战略布局。即以“独立第三方晶圆测试、芯片成品测试等技术服务”为主体，以“晶圆激光开槽、隐切、减薄等技术服务”为左翼，以“面向无人驾驶和机器人应用的全天候超宽光谱叠层图像传感芯片等技术服务”为右翼。这是公司管理层面对挑战与机遇做出的快速响应及决策，即充分发挥自身在技术研发方面的优势，持续优化业务结构，不断强化核心竞争力。

4.1. 左翼：晶圆减薄、激光开槽、隐切

左翼围绕晶圆减薄、激光开槽、隐切等技术服务，这是芯片从晶圆测试到封装的必备环节，是公司主营业务向下的延申。这是公司立足国家战略性新兴产业布局，以粤港澳大湾区为重要中心建立测试技术服务生产基地，为筑牢主业根基而针对性布局的技术服务方向，同时也是响应客户在芯片产品高品质和低成本方面日益增长的综合诉求。

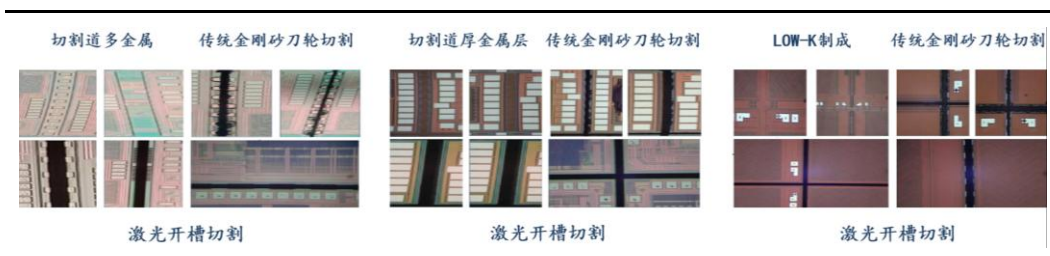
目前左翼业务主要由利扬芯片全资子公司利阳芯（东莞）微电子有限公司展开。对于晶圆减薄、抛光，激光开槽，激光隐切，碳化硅棒（硅锭）激光剥片等业务，公司已具备良好的工艺技术：

1.利阳芯在晶圆减薄、抛光技术工艺方面，目前可提供业内最高标准的超薄晶片减薄加工技术服务。采用全自动研削抛光机，实现背面研削和去除应力的一体化作业，可稳定地实施厚度在25 μm以下的薄型化加工；

2.利阳芯在激光开槽技术工艺方面，采用非接触的激光加工去除晶圆切割道表面的金属布线层，支持晶圆的开槽和全切工艺，激光开槽宽度20-120 μm连续可调，开槽深度可达26-30 μm，有较好的槽型和深度稳定性，适用于切割道存在多金属、厚金、Low-K、钝化层等多种情况。激光开槽工艺技术解决常规刀片切割带来的崩边、金属卷边和金属残留等异常及正面钝化层破裂的品质问题，避免芯片产品存在可靠性风险；

3.利阳芯拥有业内领先的无损内切激光隐切技术。隐形切割是将激光聚焦于晶圆内部以形成改质层，配合扩片将晶圆分割成 die（裸片/裸晶）的切割方法。该技术可适用于加工最窄 20 μm 切割道的晶圆，（标准划片道由 60 μm 缩小至 20 μm ），提升晶圆芯片面积的利用率，提高 Grossdies（裸片总数）的数量，公司预计降低芯片成本最大可达 30% 以上。激光隐切技术可取代很多传统金刚石水切工艺无法解决的技术难题。另外，激光隐切属于干式环保工艺，无损内切在加工品质上的优势如下：（I）可以抑制加工碎屑的产生，抗污，防止芯片的正背面崩边和侧崩，有效避免对芯片线路的损伤；（II）隐切对正面钝化层的保护更加完好，污染、微粒粘附、PAD 氧化等影响键合难题均可以得到有效的解决，从而保证客户芯片产品稳定的品质和良率，对高可靠性芯片包括特种芯片更是提升品质的最佳解决方案。

图29：激光开槽切割与传统切割示意图



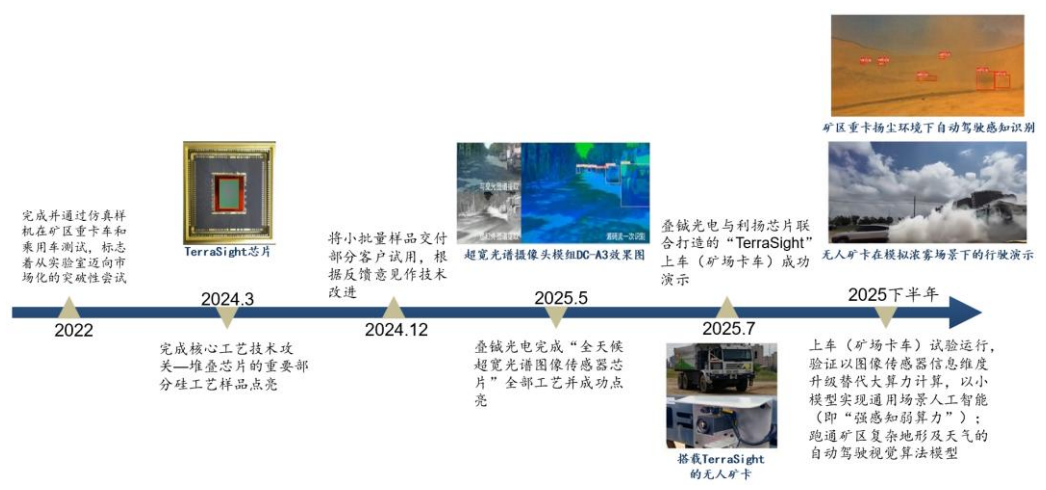
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.2. 右翼：全天候超宽光谱叠层图像传感芯片

右翼业务即面向无人驾驶和机器人应用的全天候超宽光谱叠层图像传感芯片等技术服务。公司合作上海叠钺光电科技有限公司，旨在协同打造“全天候超宽光谱叠层图像传感芯片”，解决现有主流车载摄像头的痛点和难点，具有全天候、高识别率、弱化算力需求、时空同步信息等优势，提升自动驾驶安全性，满足辅助/自动驾驶需求，同时也适用于机器人眼睛的高精度和宽光谱智能识别。这是公司在追求高质量发展过程中，为突破前沿核心技术、开辟新的业务增长空间而布局的战略方向，旨在解决复杂场景下的技术瓶颈，满足高端领域的市场需求。

目前右翼业务主要由利扬芯片全资子公司上海光瞳芯微电子有限公司展开。公司联合叠钺光电，参与其全天候超宽光谱叠层图像传感芯片这一核心业务，提供晶圆异质叠层以及测试等工艺技术服务。晶圆异质叠层工艺复杂，必须利用光刻机、刻蚀机、薄膜沉积、晶圆检测等一系列前道及后道半导体设备和工艺，实现晶圆材料改性、键合等多种工艺，光瞳芯负责最终交付质量合格的超宽光谱叠层图像传感芯片。

图30: 叠钺光电和利扬芯片联合打造“TerraSight”已取得重大进展



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

公司为国内老牌第三方专业测试企业, 长期深耕于 CP 测试、FT 测试领域, 于 2024 年提出一体两翼格局, 其中晶圆研磨切割业务已经于 2024 年归于主营业务范畴。分业务假设如下:

(1) **主营测试业务 (FT、CP):** 2024 年受部分高端芯片测试需求量的下降, 公司 FT 测试业务营收同比-11%、CP 测试业务-0.44%。根据公司 2024 年报, 个别需求终端好转带来部分品类的消费品及车规类客户测试需求增加, 但受高算力、工业控制、5G 通信、特种芯片等测试需求减少的影响, 使该类型测试收入出现不同程度的较大下滑, 因为高端芯片例如高算力、5G 通信等等芯片集成度不断增加, 工艺制程日益复杂, 工艺要求越发严苛。与之相对应的, 集成电路测试也越发困难和复杂, 相应的产业附加值较高, 导致公司整体 FT 测试、CP 测试销量分别提升 20%、28%, 但是平均销售价格却降低 26%、22%, 综合使得营业收入不及预期。在发展战略上, 公司为满足长远发展需求, 提升市场竞争力, 积极布局高端测试产能, 重点布局了像工业控制、高算力、汽车电子、5G 通信、传感器、AI、存储、AIoT、无人驾驶等芯片的测试解决方案。根据 2025 年半年报, 2025H1 公司 CP 测试和 FT 测试营收同比增长 21.85%, 受益于相关高端芯片的测试收入同比大幅增长, 后续有望持续深度受益于高端芯片制造链回流。因此, 我们预测 FT 测试 25-27 年营收分别为 3.11/3.51/3.87 亿元, 同比增长 18%、13%、10%。CP 测试 25-27 年营收分别为 2.30/2.64/3.04 亿元, 同比增长 23%、15%、15%。同时, 成本端方面, 2022-2024 年公司毛利率表现承压, 主要是受公司布局高端测试产能使得折旧、摊销、人工等费用增加以及部分测试设备产能利用率下降的影响。展望未来, 公司高端测试设备稼动率提升, 公司毛利率有望进入上行阶段。因此, 我们预测 FT 测试 25-27 年

毛利率分别为 32%、34%、36%。CP 测试 25-27 年毛利率分别为 22%、24%、26%。

(2) 晶圆研磨切割业务: 整体来看, 目前主要由子公司利阳芯主要负责晶圆减薄、抛光, 激光开槽, 激光隐切等业务。据 2025 年半年报, 25H1 公司晶圆磨切相关营业收入较上年同期增长 111.61%, 随着客户不断积累并实现量产, 前期布局的产能逐渐释放。晶圆减薄、抛光, 激光开槽, 激光隐切等业务与公司主业高度协同, 看好利阳芯后续伴随主业持续协同发展。我们考虑到公司晶圆研磨切割业务在 2024 年处于研发早期, 尚未实现规模化量产, 但 25H1 财报中已经展现出良好的增长趋势, 接下来该趋势有望进一步加强, 因此我们预计该业务 25-27 年收入增速分别达到 500%/150%/65%。随着规模化量产, 毛利率有望转正, 因此我们预计 25-27 年该业务毛利率分别达到-10%/20%/27%。

图31: 利扬芯片盈利预测

	单位	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收	亿元	3.91	4.52	5.03	4.88	6.30	7.93	9.65
FT		2.66	2.81	2.97	2.64	3.11	3.51	3.87
CP		1.08	1.53	1.88	1.87	2.30	2.64	3.04
晶圆研磨切割					0.08	0.51	1.27	2.10
其它业务		0.17	0.18	0.18	0.29	0.38	0.50	0.64
营收同比			16%	11%	-3%	29%	26%	22%
FT			6%	6%	-11%	18%	13%	10%
CP			41%	23%	0%	23%	15%	15%
晶圆研磨切割						500%	150%	65%
其它业务			10%	-3%	63%	30%	30%	30%
毛利率		53%	37%	30%	21%	25%	29%	31%
FT		57%	42%	34%	23%	32%	34%	36%
CP		43%	29%	23%	20%	22%	24%	26%
晶圆研磨切割					-94%	-10%	20%	27%
其它业务		48%	29%	41%	39%	40%	40%	40%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

5.2. 投资建议

我们选取以第三方测试为主业的伟测科技以及以封测为主业的汇成股份、硕中科技为可比公司。考虑到公司在高端测试业务具有增长潜力, 且以晶圆研磨切割为代表的两翼业务有望打开第二成长空间。我们预计公司将在 2025-2027 年分别实现营业收入 6.3/7.9/9.6 亿元, 公司 24 年因高研发投入未实现盈利, 比较 PS 估值, 公司 2025-2027 年对应 PS 分别为 11/9/7 倍, 略高于行业可比公司平均水平。考虑到公司第三方测试主业仍在稳扎稳打扩充产能以及拓展客户, 并且通过“一体两翼”布局拓展业务边界, 在 A 股市场具有独特性以及较强成长性。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图32: 可比公司估值表

单位: 亿元		营业收入			PS(X)		
	总市值	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688372.SH 伟测科技	188	16	20	26	12	9	7
688403.SH 汇成股份	163	18	21	25	9	8	6
688352.SH 硕中科技	170	23	26	30	7	7	6
	平均值				10	8	6
688135.SH 利扬芯片	72	6.3	7.9	9.6	11	9	7

数据来源: 各公司公告, Wind, 东吴证券研究所预测

注: 收盘价信息截至 2026 年 2 月 23 日, 除利扬芯片采用东吴预测外, 其他 A 股上市公司均采用 2026 年 2 月 23 日 Wind 一致预期

6. 风险提示

高端测试需求不及预期的风险：公司下游目前主要集中于工业控制、高算力、汽车电子、5G 通讯、传感器、AI、存储、AIoT、无人驾驶等领域。若像高算力、5G 通讯等高附加值芯片类型复苏不及预期，可能会对公司业绩产生不利影响。

进口设备依赖的风险：公司中高端产能持续扩张，而现有中高端芯片测试设备多以进口为主，目前公司现有进口测试设备未受管制，若未来中美贸易冲突加剧，美国进一步加大对华半导体生产设备出口管制力度，将使公司所需的测试设备进口受限。

公司持续稳定经营风险：自 2024 年提出“一体两翼”发展格局，公司目前处于持续高强度研发投入阶段，来保持中高端测试的技术领先型、市场竞争力，以及拓展公司业务边界。受到行业政策、国际政治经济环境、市场竞争、市场需求等综合因素的影响，公司的技术优势转化为业绩收入存在一定的滞后性。

利扬芯片三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	715	794	871	919	营业总收入	488	630	793	965
货币资金及交易性金融资产	446	448	440	405	营业成本(含金融类)	386	470	564	664
经营性应收款项	150	189	234	276	税金及附加	4	5	6	7
存货	26	31	38	44	销售费用	18	21	26	29
合同资产	0	0	0	0	管理费用	52	58	66	74
其他流动资产	93	126	160	193	研发费用	78	90	111	141
非流动资产	1,878	1,956	2,069	2,233	财务费用	33	24	33	43
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	34	31	32	32
固定资产及使用权资产	1,180	1,137	1,215	1,443	投资净收益	1	1	1	1
在建工程	378	498	518	438	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	82	97	112	127	减值损失	(10)	0	0	0
商誉	24	24	24	24	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	82	82	82	82	营业利润	(56)	(6)	18	39
其他非流动资产	131	118	118	118	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,593	2,751	2,941	3,151	利润总额	(56)	(6)	18	39
流动负债	418	462	518	577	减:所得税	3	0	(1)	3
短期借款及一年内到期的非流动负债	280	321	356	391	净利润	(59)	(6)	19	36
经营性应付款项	95	91	103	120	减:少数股东损益	3	0	0	0
合同负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	(62)	(6)	19	36
其他流动负债	43	49	58	66	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.30)	(0.03)	0.09	0.18
非流动负债	1,053	1,135	1,250	1,365	EBIT	(18)	18	51	83
长期借款	447	567	687	807	EBITDA	187	216	279	359
应付债券	449	429	409	389	毛利率(%)	20.90	25.44	28.79	31.16
租赁负债	34	46	61	76	归母净利率(%)	(12.62)	(1.02)	2.39	3.74
其他非流动负债	123	93	93	93	收入增长率(%)	(2.97)	29.02	25.84	21.76
负债合计	1,471	1,597	1,768	1,942	归母净利润增长率(%)	(383.69)	89.56	394.71	90.29
归属母公司股东权益	1,107	1,139	1,158	1,194					
少数股东权益	15	15	15	15					
所有者权益合计	1,122	1,154	1,173	1,209					
负债和股东权益	2,593	2,751	2,941	3,151					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	204	132	225	308	每股净资产(元)	5.22	5.33	5.42	5.60
投资活动现金流	(407)	(259)	(339)	(439)	最新发行在外股份(百万股)	203	203	203	203
筹资活动现金流	545	129	106	96	ROIC(%)	(0.91)	0.76	2.04	2.73
现金净增加额	342	2	(8)	(35)	ROE-摊薄(%)	(5.57)	(0.57)	1.64	3.02
折旧和摊销	205	198	227	276	资产负债率(%)	56.74	58.05	60.12	61.64
资本开支	(398)	(290)	(340)	(440)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(116.39)	(1,114.38)	378.12	198.70
营运资本变动	19	(74)	(64)	(57)	P/B (现价)	6.75	6.62	6.50	6.30

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>