

2026年04月15日

迈为股份(300751.SZ)

投资评级：买入（维持）

——HJT 设备打开海外市场，半导体设备放量未来可期

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

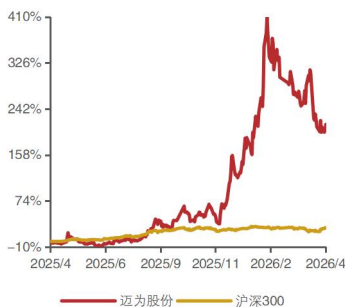
刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年04月15日

收盘价(元)	223.17
一年内最高/最低(元)	373.00/64.60
总市值(百万元)	62,354.82
流通市值(百万元)	43,150.46
总股本(百万股)	279.41
资产负债率(%)	63.92
每股净资产(元/股)	28.13

资料来源：聚源数据

投资要点：

公司深耕高端设备数十年，迅速成长为一家拥有自主品牌、自主知识产权、关键核心技术的高端装备领军企业，是一家集机械设计、电气研制、软件算法开发、精密制造装配于一体的高端设备制造商。公司业务涵盖光伏、显示、半导体三大核心板块。2025年H1公司在太阳能电池成套生产设备、单机、配件及其他产品方面分别实现营收31.6/7.6/2.9亿元。2024年，上述三大产品分别实现营收90.0/3.5/4.7亿元，在总营收中占比分别为91.6%/3.6%/4.8%，太阳能电池成套生产设备在总营收中占主导地位。从分产品毛利率来看，成套设备毛利率稳步回升。随着HJT技术持续降本增效、钙钛矿叠层等下一代技术逐步兑现，以及半导体和显示设备第二增长曲线开始放量，公司盈利能力有望进入一个稳步修复与增长的新阶段。

全球光伏装机规模保持快速增长，2025年新增装机达580GW，同比增长9.43%，国内装机315GW，同比增长13.5%，但产业链面临产能过剩与盈利压力，行业正从规模扩张转向降本增效。当前光伏技术格局以TOPCon为主，HJT、BC为辅，钙钛矿叠层有望成为下一代制高点。公司作为HJT设备龙头，凭借整线供应能力稳居行业领先地位，并已前瞻性卡位钙钛矿叠层技术，获得业内首条商业化整线订单，有望持续受益于光伏技术迭代与产能出海趋势。

WSTS预计全球半导体市场规模2025年同比增长22.5%至7722亿美元，设备投资增长较为突出。中国大陆半导体设备市场规模快速增长，半导体设备国产化率已快速提升至约35%。（1）在AI驱动下，前道设备市场持续高景气。2024年全球半导体前道设备市场规模达1063亿美元，预计2031年增至1638亿美元（2025至2031年CAGR 6.6%），其中刻蚀设备与薄膜沉积设备为增长核心，中国市场刻蚀设备市场规模2022-2025年CAGR高达37.73%，2025年规模达486.7亿元。（2）半导体后道设备市场或将迎来快速增长，增长核心驱动力或从传统封装切换至先进封装，预计先进封装全球市场规模将从2024年的460亿美元增长至2030年的794亿美元。（3）受益于HBM与Chiplet技术的驱动，热压键合（TCB）与混合键合设备成为增长较快的细分领域，预计2025-2030年热压键合与混合键合设备市场规模CAGR分别达11.6%和21.1%，其中混合键合设备是影响下一代封装性能的关键设备，且国产化进程刚刚起步，机遇显著。公司聚焦高选择比刻蚀设备和原子沉积设备，并成功研发了全自动晶圆级混合键合设备和半导体晶圆热压键合设备，均已交付给国内客户。

盈利预测与评级：我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为9.23/10.07/11.10亿元，同比增速分别为-0.28%/+9.04%/+10.27%，当前股价对应PE分别为67.54、61.94、56.17倍。选取A股泛半导体类设备供应商微导纳米、北方华创、拓荆科技作为可比公司，考虑公司从光伏设备向泛半导体类设备供应商转型，拥有较强的技术壁垒，成功跻身国内头部封装企业供应商名单，半导体订单快速增长，公司营收有望迎来新一轮增长，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**光伏行业景气度下滑风险、技术替代风险、政策与贸易风险、市场竞

争风险。

盈利预测与估值 (人民币)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	8,089	9,830	8,447	9,352	10,383
同比增长率 (%)	94.99%	21.53%	-14.08%	10.72%	11.03%
归母净利润 (百万元)	914	926	923	1,007	1,110
同比增长率 (%)	6.03%	1.31%	-0.28%	9.04%	10.27%
每股收益 (元/股)	3.27	3.31	3.30	3.60	3.97
ROE (%)	12.84%	12.26%	11.29%	11.37%	11.55%
市盈率 (P/E)	68.23	67.34	67.54	61.94	56.17

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.23/10.07/11.10 亿元，同比增速分别为-0.28%/+9.04%/+10.27%，当前股价对应 PE 分别为 67.54、61.94、56.17 倍。选取 A 股泛半导体类设备供应商微导纳米、拓荆科技、北方华创作为可比公司，考虑公司从光伏设备向泛半导体类设备供应商转型，拥有较强的技术壁垒，成功跻身国内头部封装企业供应商名单，半导体订单快速增长，有望迎来新一轮的增长，维持“买入”评级。

关键假设

考虑光伏行业需求疲软、半导体行业设备市场规模快速增长，我们对公司 2025-2027 年经营假设如下：1) 太阳能电池丝网印刷成套设备销售收入降幅有望收窄，我们预计 2025-2027 年收入增长率为-28.66%、-5.82%、-2.23%；2) 单机设备销售收入快速增长，我们预计 2025-2027 年收入增长率为 300%、80%、40%；3) 配件及其他业务保持稳定增长，我们预计 2025-2027 年收入增长率为 30%、25%、20%。

投资逻辑要点

公司作为国内高端装备平台型企业，依托数十年积累的自主技术体系，有望深度受益于光伏技术迭代与半导体国产替代两大产业趋势。公司所处的光伏设备行业正从产能扩张转向技术迭代，HJT 及钙钛矿叠层等先进技术催生设备更新需求，中国产能出海或将进一步打开本土化设备市场空间。同时，公司布局的半导体设备业务正迎来国产替代加速与先进封装需求提升的双重机遇，已成为公司第二增长曲线。

核心风险提示

光伏行业景气度下滑风险、技术替代风险、政策与贸易风险、市场竞争风险。

内容目录

1. 泛半导体平台化转型，业绩稳健布局多元	7
1.1. 深耕高端装备十余年，三大业务板块协同发展	7
1.2. 股权集中稳定，国资加持彰显行业龙头价值	8
1.3. 光伏业务略有承压，新业务驱动第二增长曲线放量	9
1.4. 高强度研发投入驱动半导体设备第二成长曲线逐步形成	10
1.5. 多维壁垒构筑护城河，协同发展赋能长期增长	11
1.5.1. 技术壁垒：平台化协同与精准迭代，构筑技术护城河	11
1.5.2. 平台化能力：公司横跨三大领域，成为泛半导体类设备供应商	12
2. 光伏行业	13
2.1. 总量高增节奏调整，HJT 与叠层技术成为竞争焦点	13
2.2. 光伏技术进入多元竞争与产业化加速新阶段	14
3. 半导体行业和显示行业	15
3.1. 半导体行业	15
3.1.1. 半导体国产替代加速，核心设备迎来机遇	15
3.1.2. 前道设备：国产替代加速，聚焦刻蚀与薄膜沉积核心环节	16
3.1.3. 后道设备：国产替代深化，先进封装与键合或为核心增长点	18
3.2. 新型显示行业：技术替代提速，Mini/Micro LED 有望打开增量空间	20
4. 盈利预测与评级	22
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	7
图表 2: 公司核心产品.....	8
图表 3: 公司前十大股东及其占比（截至 2025 年三季度末）.....	8
图表 4: 2025 年前三季度公司营收同比下滑.....	9
图表 5: 2025 年前三季度公司归母净利润同比下滑.....	9
图表 6: 2025H1 各业务产品收入（亿元）.....	10
图表 7: 2025H1 各业务产品毛利率（%）.....	10
图表 8: 销售费用率下降，研发费用率保持高位.....	10
图表 9: 毛利率、净利率呈现回升态势.....	10
图表 10: 研发投入持续增长（万元）.....	11
图表 11: 公司核心技术.....	11
图表 12: 钙钛矿叠层电池效率突破.....	12
图表 13: GW 级双面微晶异质结高效电池制造整体解决方案.....	12
图表 14: 光伏产业链.....	13
图表 15: 全球光伏新增装机容量预测（GW）.....	13
图表 16: 国内光伏新增装机容量预测(GW).....	13
图表 17: 光伏产业链价格变化.....	14
图表 18: 2025 年全球光伏产业链各环节产能和新增装机需求预测（GW）.....	14
图表 19: 光伏技术路线竞争格局.....	15
图表 20: 半导体产业链.....	15
图表 21: 全球半导体市场规模（十亿美元）.....	16
图表 22: 中国大陆半导体设备销售额（亿美元）.....	16
图表 23: 前道工艺设备巨头主导，国产力量逐步破局.....	17
图表 24: 中国刻蚀设备市场规模预计持续攀升.....	17
图表 25: 封测设备市场百亿规模，国产与国际厂商同台竞技.....	18
图表 26: 测试与封装设备市场规模有望稳健增长（亿美元）.....	19
图表 27: 先进封装与传统封装市场销售额及占比预测（亿美元）.....	19
图表 28: 先进封装整体性能更优，能支持更高算力需求.....	19
图表 29: 公司键合设备布局广泛.....	20

图表 30: 新型显示产业链	20
图表 31: 2025 年不同显示技术全球市场规模占比	21
图表 32: 2024 年 Mini/Micro LED 设备市场规模 (亿美元)	21
图表 33: 可比公司估值表	22

1. 泛半导体平台化转型，业绩稳健布局多元

1.1. 深耕高端装备十余年，三大业务板块协同发展

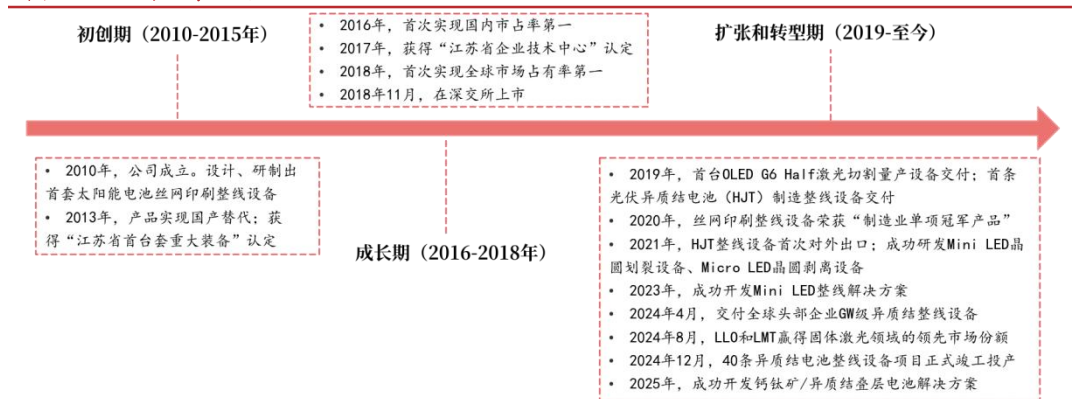
公司历经十余年创新发展，迅速成长为一家拥有自主品牌、自主知识产权、关键核心技术的高端装备领军企业，是一家集机械设计、电气研制、软件算法开发、精密制造装配于一体的高端设备制造商。公司主营业务产品下游应用领域为光伏、显示和集成电路等三大行业，用于生产光伏电池片、显示面板以及半导体晶圆制造与封装。回顾其发展历程，公司主要经历了以下三个阶段：

(1) 初创期 (2010-2015年)：公司成立于2010年，并于同年设计、研制出首套太阳能电池丝网印刷整线设备。于2013年产品实现国产替代，市场占有率开始逐年提升。

(2) 成长期 (2016-2018年)：公司于2016年首次实现国内市占率第一，改变了我国太阳能电池丝网印刷设备主要依赖进口的局面，同时也逐步打开海外市场。2018年，公司的丝网印刷设备首次实现全球市场占有率第一。2018年11月，公司在深圳证券交易所创业板成功上市。

(3) 扩张与转型期 (2019年-至今)：2019年，公司战略进军异质结 (HJT) 高效电池整线设备领域，实现从单机到整线的能力跨越，国内市占率首次位居第一，抓住光伏电池技术从 PERC 向 N 型迭代的机遇，开辟第二增长曲线。2020年，公司拓展新型显示领域，针对 Mini/Micro LED 自主研发全套设备，为 MLED 行业提供整线工艺解决方案。2021年，异质结电池 PECVD 量产设备入选“国家能源领域首台 (套) 重大技术装备项目”，HJT 整线设备首次出口海外，技术获国家级认可并成功进入国际市场。2024年4月，GW 级双面微晶异质结高效电池整线设备交付全球光伏头部企业，有望成为行业最先进产线。2024年8月，Micro LED 激光剥离设备及巨量转移设备赢得固体激光领域领先市场份额。2024年12月，总投资 23 亿元的异质结电池整线设备项目竣工投产，年产 40 条线，为后续增长提供支撑。目前公司业务涵盖光伏、显示、半导体三大核心板块，主营业务产品有全自动太阳能电池丝网印刷生产线、异质结高效电池制造整体解决方案、OLED 柔性屏激光设备、MLED 全线自动化设备解决方案、半导体晶圆封装设备等。公司从一家全球领先的光伏设备制造商，成功转型为服务于光伏、半导体、显示三大高端制造业的泛半导体装备平台型公司。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司主要产品有太阳能电池生产设备、显示面板核心设备、半导体晶圆封装设备三大类产品。

图表 2：公司核心产品

产品类别	主要产品	简介	特点	图片实例
太阳能光伏	HJT 异质结高效电池生产线	提供制绒、硅基薄膜沉积、透明导电薄膜沉积、丝网印刷等全工序的整线解决方案。核心包括 PECVD、PVD 等设备	集成背抛工艺+ACP, RPS 自清洗, 靶材利用率高达 80%	
	钙钛矿/硅异质结叠层电池整线	覆盖从异质结底电池到钙钛矿顶电池的核心制程, 集成 PECVD、PVD、丝网印刷、喷墨打印、蒸镀及原子层沉积 (ALD) 等关键设备	单线年产能达 200MW; 转换效率 > 30%	
	全自动太阳能电池片丝网印刷线	应用于电池片生产环节, 包括核心设备全自动太阳能电池丝网印刷机和自动上片机、红外线干燥炉、自动缓存机、烧结炉、太阳能模拟器、AOI 视觉检测设备、检测机、分选机、EL 测试机等生产线配套设备	7 相机坐标系; 8 电机; 5 个摄像头; 碎片率小于 0.2%, 印刷精度达 ± 6 微米	
显示	OLED 设备	OLED 柔性屏激光切割设备: 利用激光将整张柔性基板切割成指定尺寸与数量的 Cell 并排出	超短脉冲激光加工, 多头同步切割, 精度 ≤ ± 30μm	
	MLED 全线自动化设备	适用于 COB、COG、MIP 背光等多种显示产品生产, 单条产线即可完成显示模组灯面从转移到焊接的全自动工艺需求	单头产能最高 280k/UPH, 激光键合, 复合传输物料	
半导体	半导体封装设备	聚焦泛切割与 2.5D/3D 先进封装, 提供晶圆激光开槽、切割、研磨、键合等成套工艺设备解决方案	高加工质量、高效率	
	半导体晶圆设备	重点布局前道刻蚀设备与原子层沉积(ALD)设备	高精度、高选择比、量产稳定	

资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.2. 股权集中稳定，国资加持彰显行业龙头价值

公司股权结构集中且稳定，控股股东与实际控制人为周剑、王正根。截至 2025 年三季度末，前十大股东合计持股 58.06%。实控人周剑、王正根直接持股 22.12%与 17.08%，并通过一致行动人苏州迈拓创投间接持股。

图表 3：公司前十大股东及其占比（截至 2025 年三季度末）

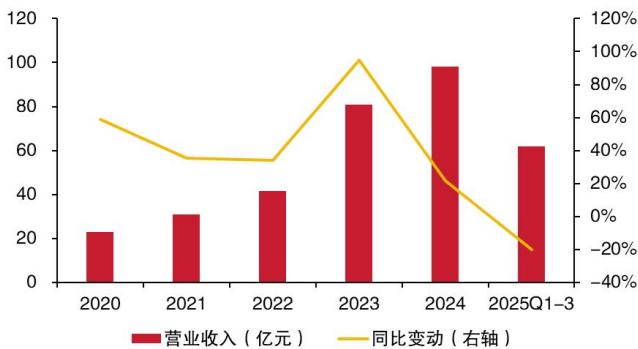
股东名称	占总股本比例 (%)
周剑	22.12%
王正根	17.08%
上海浩视仪器科技有限公司	5.05%
吴江东运创业投资有限公司	3.91%
苏州迈拓创业投资合伙企业(有限合伙)	2.22%
招商银行股份有限公司-睿远成长价值混合型证券投资基金	2.15%
施政辉	1.83%
香港中央结算有限公司	1.69%
中国工商银行股份有限公司-易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	1.15%
董敏	0.86%

资料来源：iFind，华源证券研究所

1.3. 光伏业务略有承压，新业务驱动第二增长曲线放量

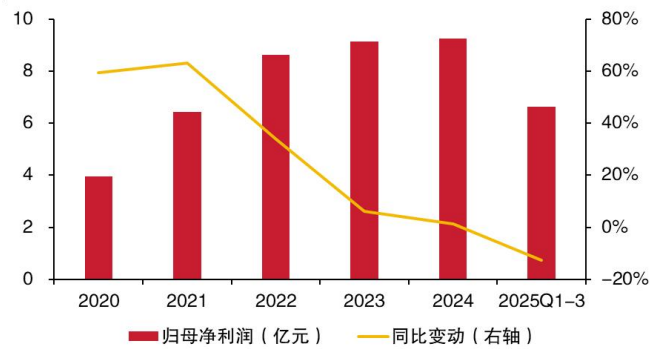
光伏业务受行业周期影响略有压力，但公司依靠半导体等新兴业务有望实现突围。过去几年受益于光伏行业高景气，公司凭借领先的 HJT 高效电池设备技术，营业收入从 2020 年的 22.9 亿元增长至 2024 年的 98.3 亿元，CAGR 达 44.0%。2025 年以来，受光伏行业周期下行的影响，核心产品太阳能电池生产设备销量下降，2025 年前三季度公司实现营业收入 62.0 亿元，同比-20.1%，实现归母净利润 6.6 亿元，同比-12.6%。半导体业务增长较快，2025 年 H1 半导体及显示业务收入增速达到 496.9%，核心驱动力或在于半导体前道核心制程装备（高选择比刻蚀、原子层沉积设备）已完成多批次客户交付，进入量产阶段，晶圆混合键合、热压键合等设备已交付多家客户；新型显示核心工艺设备（激光切割、巨量转移）已覆盖国内头部 OLED 面板厂商，有望共同推动第二增长曲线进入规模化放量阶段。

图表 4：2025 年前三季度公司营收同比下滑



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 5：2025 年前三季度公司归母净利润同比下滑

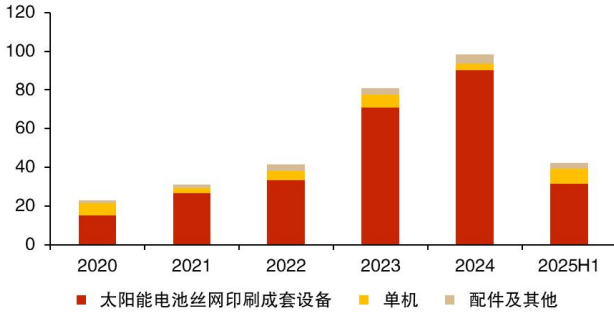


资料来源：iFind，华源证券研究所

光伏成套设备主导营收基本盘，泛半导体平台化转型开启多元增长空间。2025 年 H1 公司在太阳能电池成套生产设备、单机、配件及其他产品方面分别实现营收 31.6/7.6/2.9 亿元。2024 年，上述三大产品分别实现营收 90.0/3.5/4.7 亿元，在总营收中占比分别为 91.6%/3.6%/4.8%，太阳能电池成套生产设备在总营收中占主导地位。近年来，受光伏电池技术迭代升级与国内光伏周期筑底的影响，公司以 HJT 整线设备为核心并推动出海，凭借业内首条钙钛矿叠层整线订单确立下一代技术领先地位；同时，Mini/Micro LED 显示设备已获客户认可并实现量产突破，半导体设备业务则进入头部客户供应链，新签订单快速增长。

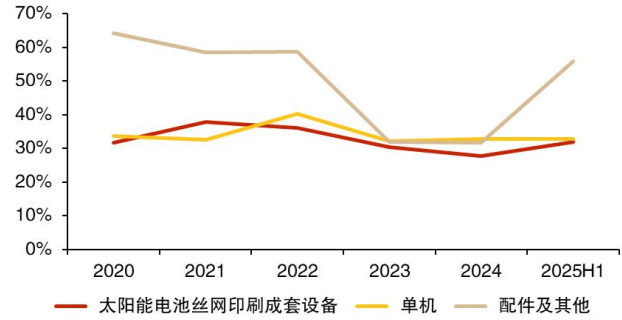
从分产品毛利率来看，成套设备毛利率稳步回升。尽管面临光伏行业周期性压力，但凭借持续的成本优化，公司核心的太阳能电池丝网印刷成套设备毛利率在 2025 年上半年实现同比回升。2025H1，太阳能电池成套生产设备毛利率为 32.0%，同比+0.8pct，单机产品毛利率为 32.7%，同比+6.4pct。

图表 6：2025H1 各业务产品收入（亿元）



资料来源：iFind，华源证券研究所

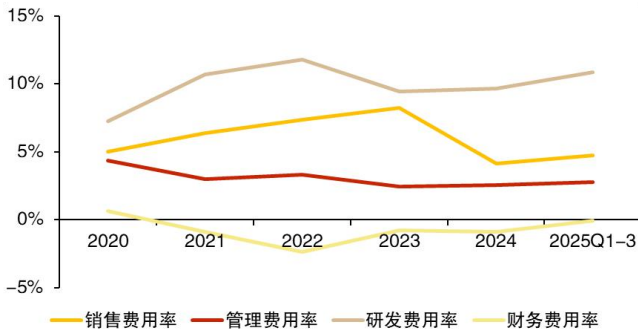
图表 7：2025H1 各业务产品毛利率（%）



资料来源：iFind，华源证券研究所

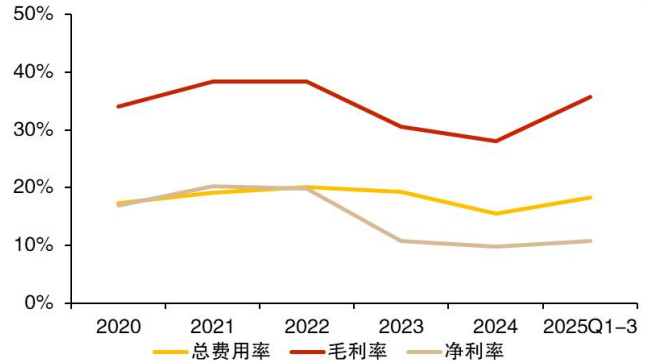
费用管控显现韧性，毛利率虽历经调整但已呈现明确修复态势。2025Q3，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.8%/2.8%/10.8%/-0.1%。公司销售费用率在 2023 年达到 8.3% 的高点后显著收缩，管理费用率比较稳定，研发费用率持续维持在 9% 以上，体现了公司对泛半导体领域前沿技术的持续投入。从毛利率、净利率变化趋势来看，公司毛利率在 2021-2022 年间维持在 38% 以上，随后因光伏行业产能周期调整、市场竞争加剧以及公司为新业务扩张进行前置性投入等因素，于 2023-2024 年回落至 28%-30% 区间，2025 年第三季度毛利率已反弹至 35.7%，净利率的修复略滞后于毛利率，但同样在 2025 年第三季度企稳回升至 10.7%。随着 HJT 技术持续降本增效、钙钛矿叠层等下一代技术逐步兑现，以及半导体和显示设备第二增长曲线开始放量，公司盈利能力有望进入一个稳步修复与增长的新阶段。

图表 8：销售费用率下降，研发费用率保持高位



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 9：毛利率、净利率呈现回升态势



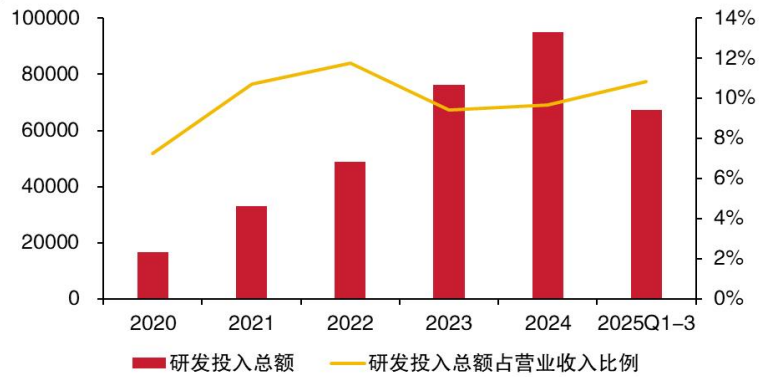
资料来源：iFind，华源证券研究所

1.4. 高强度研发投入驱动半导体设备第二成长曲线逐步形成

公司近四年研发费用率保持较高水平，持续加大对研发的投入。2021 至 2024 年研发费用分别为 3.31/4.88/7.63/9.51 亿元，同比增长 99.7%/47.4%/56.3%/24.6%，2021 至 2025 前三季度研发费用率分别为 10.7%/11.8%/9.4%/9.7%/10.8%。2024 年度，在半导体及显示装备领域的研发投入规模占公司总研发支出比例超过 40%。在知识产权方面，截至 2025 年 H1，公司拥有专利 736 项、软著 221 项。

公司半导体设备新签订单开始快速放量。公司 2025 年前三季度半导体设备新签订单已超 2024 年全年半导体设备订单量，2025 年 7 月公司自主研发的全自动晶圆级混合键合设备成功交付新客户，截至 2025 年 9 月前道核心设备（高选择比刻蚀设备、原子层沉积设备）已进入多家头部晶圆厂和存储厂商量产阶段。显示领域亦实现重要突破，2025 年 11 月与雷曼光电签署 MLED 整线设备供应协议。

图表 10：研发投入持续增长（万元）



资料来源：iFind，华源证券研究所

1.5. 多维壁垒构筑护城河，协同发展赋能长期增长

1.5.1. 技术壁垒：平台化协同与精准迭代，构筑技术护城河

公司以真空、激光、精密装备三大技术为核心，形成跨领域技术迁移能力。在真空技术方面，公司依托 PECVD、PVD、ALD 等镀膜设备，在光伏领域实现 HJT 电池镀膜环节的核心突破，同时将真空技术应用延伸至半导体领域的刻蚀、ALD 等工艺。在激光技术方面，公司将该技术应用于光伏领域的激光 PERC、激光 SE，显示领域的激光切割、激光修复、激光剥离及巨量转移，以及半导体领域的晶圆激光开槽、晶圆改质切割。在精密装备技术方面，公司以丝网印刷设备在光伏领域树立标杆，并将该技术延展至半导体领域的晶圆减薄、刀轮切割、晶圆键合等后道设备。

图表 11：公司核心技术

技术平台	核心技术	先进性
真空技术	PECVD 设备 I-IN-P 分层高品质非晶硅钝化连续镀膜技术	避免膜层交叉污染，保障非晶硅镀膜品质
	大尺寸 PECVD 设备喷淋电极板放电阴极结构设计技术	提升非晶硅镀膜均匀性与质量
	低靶材耗量的 PVD 连续镀膜技术	提升硅片摆放率，降低单片靶材耗量
精密装备技术	新型图像算法及高速高精软件控制技术	提升印刷效率与精度
	高精度栅线印刷定位及二次印刷技术	提升二次印刷栅线定位精度
	高产能双头双轨技术	提升印刷效率、降低设备成本
	丝网角度调整技术	提升丝网角度调整精度，实现无间隙传动
	卷纸柔性传输技术	提速稳传输，降低碎片率
激光技术	第三代高速恒压力印刷技术	提升印刷速度效率，减少碎片率
	激光分光技术	缓解现有单光路系统加工效率低、多光路系统成本高的技术问题
	边缘识别技术	减少边缘识别方法对环境因素的依赖

资料来源：公司 2025 半年报，华源证券研究所

公司在高效晶硅（HJT）与下一代钙钛矿/晶硅叠层电池领域构建了贯穿当前与未来的核心技术优势。在HJT领域，公司最新的HJT 4.0方案通过单线1.2GW的大产能与智能化集成，实现系统性降本增效：设备占地面积节省34%以上，现场人员减少25%以上，设备用电量降低20%以上，设施用电量降低30%以上，厂务设施投资降低30%以上，靶材消耗量降低1.5mg/W，多项措施综合作用下，4.0产线可以降低非硅成本2.5-3分/W。公司与SunDrive合作研发的无银异质结电池转换效率经ISFH认证已达26.60%。在下一代技术领域，公司自研设备制备的G12H叠层电池光电转换效率于2026年1月经中国计量科学研究院认证达到32.38%。公司以此构建了当前规模化制造与未来技术迭代的双重领先优势。

图表 12：钙钛矿叠层电池效率突破

电池类型	时间	认证机构	效率
实验室小面积电池	2024年	-	32.5%
	2025年	德国弗劳恩霍夫研究所	31.5%
	2025年	国家光伏产业计量测试中心	34.02%
大尺寸商业级电池 182mm x 182mm	2025年	-	29%
	2026年	中国计量科学研究院	32.38%

资料来源：钙钛矿光链公众号，今日钙钛矿公众号，迈为股份公众号，华源证券研究所

1.5.2. 平台化能力：公司横跨三大领域，成为泛半导体类设备供应商

公司横跨光伏、半导体、显示三大领域，实现从光伏设备供应商向泛半导体类设备供应商转型。在光伏领域，公司具备生产单线产能1.2GW的HJT电池整线设备能力，覆盖制绒清洗、硅基薄膜沉积、透明导电薄膜沉积、丝网印刷四道核心工序，并集成先进工艺与智能系统以提升效率与良率；同时，公司已推出单线产能200MW的钙钛矿/HJT叠层电池整线方案。在半导体封装领域，公司可以生产从晶圆减薄到混合键合的3D封装成套工艺设备。在显示面板领域，公司的MLED整线解决方案可完成显示模组灯面从转移到焊接的全自动工艺需求。

图表 13：GW级双面微晶异质结高效电池制造整体解决方案



资料来源：公司官网，华源证券研究所

在商业航天与太空算力发展的背景下，公司的HJT整线交付能力成为其切入该前沿领域的关键优势。公司HJT整线设备方案精准契合了太空环境对太空光伏“高效率、轻量化、柔性化”的核心诉求。太空光伏的技术路线正从传统的砷化镓，向更具性价比和减重潜力的硅基异质结（HJT）及未来的钙钛矿叠层电池探索。公司不仅能够提供成熟的HJT电池整线生产设

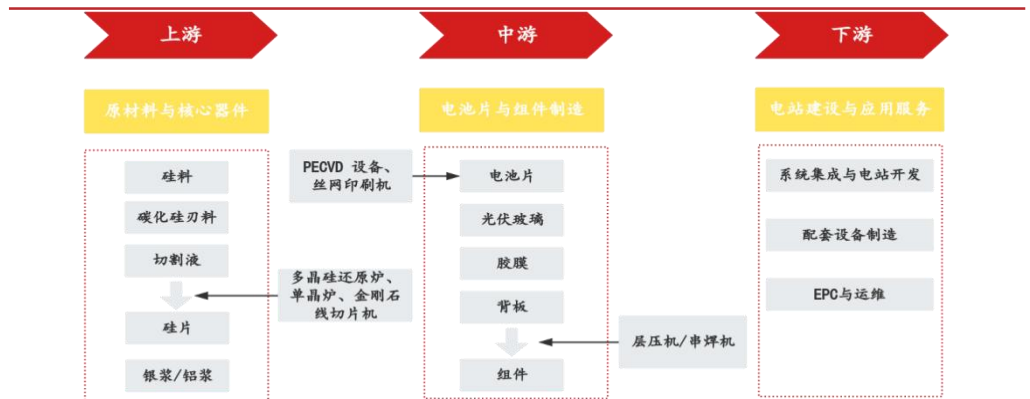
备，更在 2025 年末获得了业内首条钙钛矿/硅异质结叠层电池商业化整线订单，这意味着公司或具备 HJT 与钙钛矿叠层两大太空光伏技术路线的整线装备能力。

2. 光伏行业

2.1. 总量高增节奏调整，HJT 与叠层技术成为竞争焦点

光伏产业链由上游的硅料与硅片制造、中游的电池片生产与组件封装以及下游的光伏发电系统应用三大环节构成。在光伏领域，公司的业务聚焦于产业链中游的电池片生产环节，可以提供 HJT 异质结高效电池生产线以及可用于多种电池工艺路径的全自动太阳能电池片丝网印刷线。

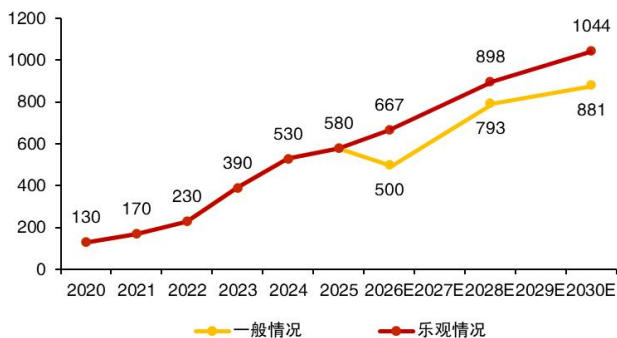
图表 14：光伏产业链



资料来源：新能源发电研究说公众号，华源证券研究所

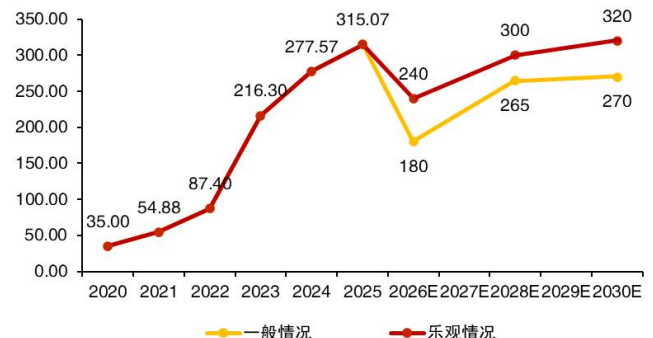
全球光伏装机规模庞大，未来有望保持快速增长。从全球范围看，中国光伏行业协会数据显示 2025 年全球光伏新增装机规模实现 580GW，同比增长 9.43%。对于国内市场，国家能源局数据显示，受 2025 年初“抢装潮”拉动，2025 年上半年新增装机达 212.21GW，同比大幅增长 107%，累计装机容量历史性突破 1000GW 大关，2025 全年国内光伏新增装机实现 315GW，同比增长 13.5%。“136 号文”发布后，光伏行业有望从高速增长转向稳定发展，2025 年 6 月单月新增装机环比下滑至约 14GW。

图表 15：全球光伏新增装机容量预测 (GW)



资料来源：国际能源研究中心公众号，中国光伏行业协会，华源证券研究所

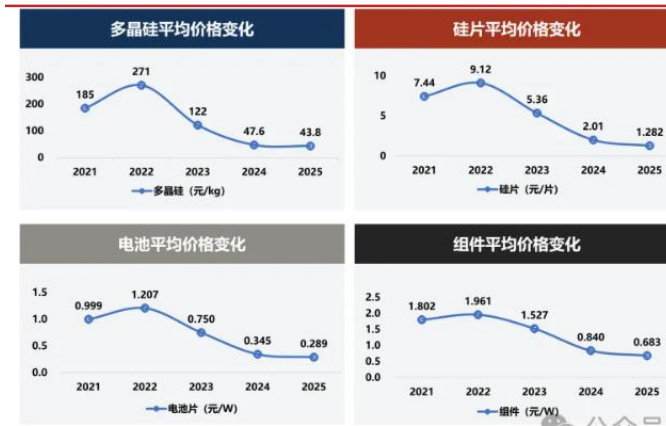
图表 16：国内光伏新增装机容量预测 (GW)



资料来源：国际能源研究中心公众号，中国光伏行业协会，华源证券研究所

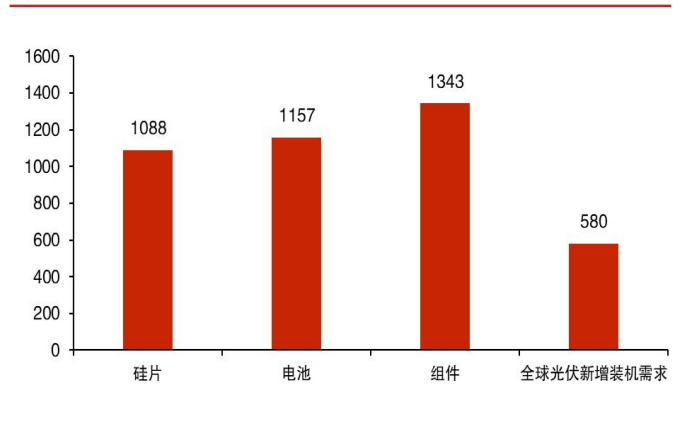
光伏行业正从规模扩张向降本增效转型。光伏产业链面临一定的盈利压力，2025 年上半年光伏主产业链产品价格多次探底，多晶硅价格较 2022 年高点大幅回落。2024 年光伏产业链各环节有效产能超 1100GW，显著超过全球 530GW 装机需求，预计 2026 年起硅片、组件等环节产能扩张或将逐步停滞，部分环节甚至可能出现减产。叠加出口退税取消等措施的出台，行业低效产能正加速出清，行业竞争焦点或在于“制造降本”。

图表 17：光伏产业链价格变化



资料来源：国际能源研究中心公众号，中国光伏行业协会，华源证券研究所

图表 18：2025 年全球光伏产业链各环节产能和新增装机需求预测 (GW)



资料来源：TrendForce，国际能源研究中心公众号，中国光伏行业协会，华源证券研究所

2.2. 光伏技术进入多元竞争与产业化加速新阶段

行业竞争格局高度分化，技术路线布局或决定企业市场地位与长期竞争力。当前光伏技术格局以 TOPCon 为主流，BC 和 HJT 为补充，钙钛矿/晶硅叠层电池有望成为下一代技术制高点。企业竞争围绕技术路线展开，隆基绿能凭借 BC 电池技术顺利实现规模化量产；晶科能源、天合光能、晶澳科技等一线组件头部企业集体推进 TOPCon3.0，TOPCon 领域竞争较为集中。钙钛矿/晶硅叠层电池有望成为较有潜力的下一代光伏技术，有望在 2030 年前后实现产业化，成为未来技术竞争的焦点。2024 年钙钛矿/晶硅叠层电池市场规模达 31.5 亿元，占钙钛矿太阳能电池市场的 54.0%，预计 2025 年提升至 58.0%，市场规模约 56.2 亿元。

公司作为 HJT 设备赛道龙头，竞争优势凸显。公司在原有丝网印刷设备的基础上，通过自主研发，陆续突破了 HJT 电池核心工艺环节中的非晶硅薄膜沉积 (PECVD 设备)、TCO 膜沉积 (PVD 设备)，并通过参股公司吸收引进日本 YAC 的制绒清洗技术，从而实现了 HJT 电池设备的整线供应能力。公司 HJT 整线凭借良好的产品性能牢牢占据市场大量产品份额，实现了整线智能制造装备少有的对外出口，在长期的竞争中保持领先地位。

图表 19：光伏技术路线竞争格局

技术路线	代表企业	公司进展
TOPCon	晶科能源、天合光能	晶科能源高功率 TOPCon 产品预计 2026 年出货占比不低于 60%
HJT	迈为股份	HJT 整线设备龙头，设备已实现海外销售
	东方日升、华晟新能源	东方日升伏曦 Pro HJT 组件以 23.8% 的转换效率，位列全球量产组件前三
BC	隆基绿能、爱旭股份	隆基绿能 HPBC 2.0 量产线已全线贯通，电池良率达 97%
钙钛矿/叠层	迈为股份	计划投资超 21 亿元于钙钛矿叠层太阳能电池装备产业化项目
	纤纳光电、隆基绿能	纤纳光电量产线组件良率突破 98.5%；隆基绿能晶硅-钙钛矿叠层电池效率创世界纪录（34.85%），并建有 1GW 中试线，计划 2027 年投产

资料来源：Energytrend, Trendforce, TaiyangNews, 德本咨询等，华源证券研究所

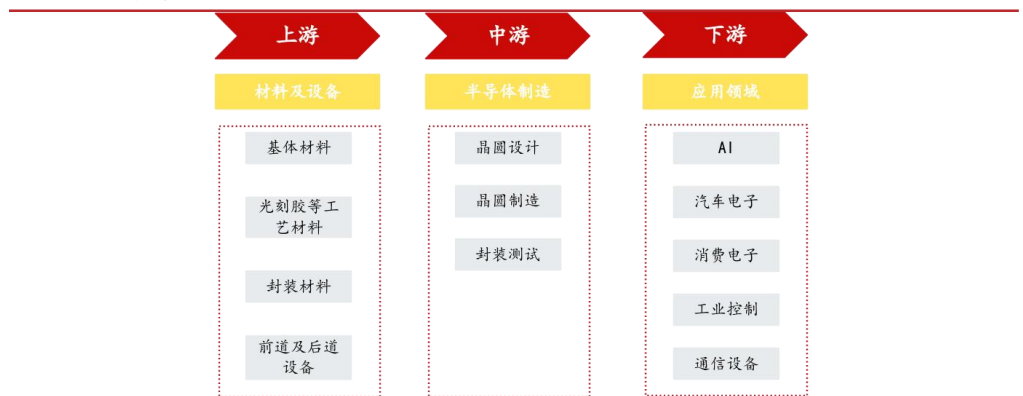
3. 半导体行业和显示行业

3.1. 半导体行业

3.1.1. 半导体国产替代加速，核心设备迎来机遇

半导体产品分为集成电路、分立电器、光电器件和传感器四大产品类型，其中集成电路是半导体产品的核心，也称芯片。集成电路产业链上游为半导体材料及设备，中游为半导体制造，其主要包括芯片设计、晶圆制造（前道工艺）和封装测试（后道工艺），下游主要为 AI、汽车电子、消费电子、工业控制和通信设备等领域。公司聚焦于核心设备制造环节，业务覆盖前道晶圆制造与后道先进封装两大领域，前道方面，公司重点布局刻蚀设备与薄膜沉积设备两大品类，后道方面，公司可提供晶圆切割、研磨、抛光、键合等高精度加工成套工艺解决方案。

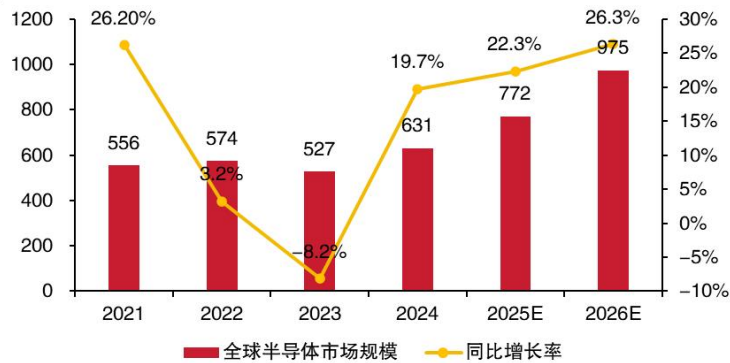
图表 20：半导体产业链



资料来源：晶扬电子公众号，iFind，华源证券研究所

从行业规模与增长前景来看，全球半导体市场正步入扩张周期。WSTS 预计，2025 年全球半导体市场规模达 7722 亿美元，同比增长 22.5%，2026 年预计将增至 9755 亿美元。其中，半导体设备市场规模也保持稳步增长，SEMI 预计 2025 年全球半导体制造设备总销售额同比增长 13.7% 至 1330 亿美元，2026 年、2027 年有望继续攀升至 1450 亿和 1560 亿美元，增长主要由人工智能相关投资拉动，涵盖先进逻辑、存储及先进封装技术。

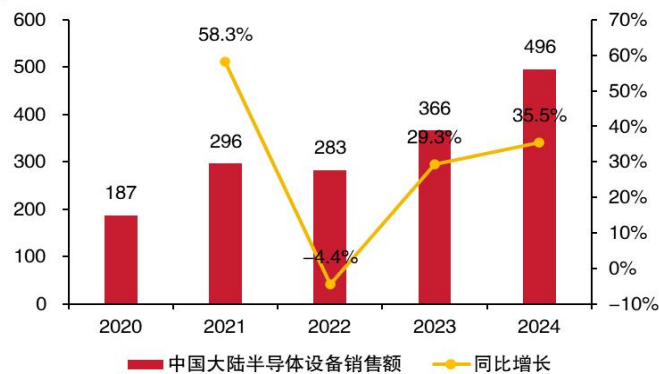
图表 21：全球半导体市场规模（十亿美元）



资料来源：世界半导体贸易统计组织（WSTS），华源证券研究所

基于半导体产能扩张、供应链自主可控角度，中国大陆半导体设备市场规模快速增长。据 SEMI 数据，2022 年-2024 年，中国大陆半导体设备市场规模分别为 283/366/495 亿美元，同比-4.4%/29.3%/35.5%，2025 年第三季度，中国大陆半导体设备销售额同比增长 13%至 145.6 亿美元，占全球半导体设备销售额的 43%。2025 年，国内晶圆厂持续推进扩产和技术升级计划，对各类半导体核心设备如刻蚀设备、薄膜沉积设备等的采购需求保持高位，有力推动了国内半导体设备市场规模的进一步扩大。

图表 22：中国大陆半导体设备销售额（亿美元）



资料来源：SEMI，OFweek 电子工程网，华源证券研究所

在我国半导体设备市场规模快速发展与供应链安全需求的双重驱动下，半导体设备国产化进入新阶段。根据中国半导体工业协会数据，半导体设备国产替代率从 2024 年的 25% 升至 2025 年的 35%。技术壁垒较高的先进封装领域亦在加速，其国产化率预计将从 2025 年的 28% 提升至 2027 年的 40% 以上，国产替代前景广阔。

3.1.2. 前道设备：国产替代加速，聚焦刻蚀与薄膜沉积核心环节

半导体前道工艺是在晶圆上构建电路结构，主要步骤有晶圆准备→薄膜沉积→光刻与显影→刻蚀→离子注入→抛光→晶圆测试。公司在前道设备的布局聚焦于半导体高选择比刻蚀设备和原子层沉积设备，目前已完成多批次客户交付，进入量产阶段。

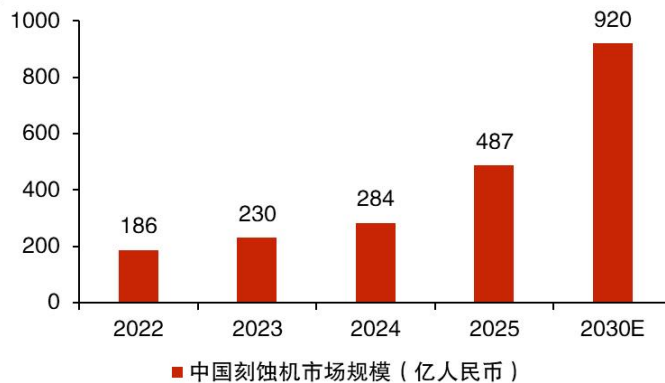
图表 23：前道工艺设备巨头主导，国产力量逐步破局

前道工艺流程	热处理/氧化/扩散	薄膜沉积	光刻	刻蚀	去胶	离子注入	机械抛光
主要设备	快速热处理设备 扩散炉 氧化炉	CVD设备 PVD设备 ALD设备 气相外延炉	涂胶/显影设备 光刻机	干法刻蚀设备 湿法刻蚀设备	干法去胶设备 湿法去胶设备	离子注入设备 退火炉	CMP设备
2024年全球市场规模	21.7亿美元	239亿美元	248亿美元	196亿美元	8.69亿美元	51.2亿美元	50亿美元
布局厂商	应用材料 东京电子 爱发科 (ULVAC) 北方华创 华旗科技 屹唐股份	应用材料 泛林半导体 东京电子 北方华创 拓荆科技 迈为股份	阿斯麦 尼康 佳能 东京电子 上海微电子 芯源微	应用材料 泛林半导体 东京电子 中微公司 迈为股份	比恩科 (PSK) 屹唐股份 泛林半导体 爱发科 (ULVAC) 北方华创 泰仕半导体	Axcelis 住友重工 先导基电	应用材料 华海清科

资料来源：QY Research 等，华源证券研究所

全球半导体前道设备市场正处于高景气周期，或在 AI 需求驱动下持续增长。根据 QY Research 统计及预测，2024 年全球半导体前道设备市场销售额达 1063 亿美元，2031 年预计将达到 1637.9 亿美元，2025-2031 年复合增长率 (CAGR) 预计为 6.6%。刻蚀与薄膜沉积设备或为增长核心，根据 QY Research 统计及预测，2024 年刻蚀和薄膜沉积设备全球市场规模分别为 196 亿美元和 239 亿美元，预计到 2031 年将达 299 亿美元和 366 亿美元，2024-2031 年年复合增长率 (CAGR) 为 6.22%、6.28%。受益于国内半导体产业的快速发展和晶圆厂产能扩张需求，2025 年中国刻蚀设备市场规模达到 486.7 亿元，2022-2025 年 CAGR 高达 37.73%，预计到 2030 年有望突破 920 亿元。

图表 24：中国刻蚀设备市场规模预计持续攀升



资料来源：中国半导体行业协会，中国电子专用设备工业协会，融中咨询，华源证券研究所

前道设备市场长期由少数国外龙头企业垄断。光刻、刻蚀、薄膜沉积是前道核心工艺，因技术复杂且生态高度固化，设备市场长期由少数国外龙头企业垄断。ASML 垄断光刻机高端市场，AMAT、泛林、东京电子主导薄膜沉积和刻蚀领域。

公司重点布局半导体前道设备中的刻蚀设备与薄膜沉积设备两大品类，以高选择比刻蚀设备和原子层沉积（ALD）设备为核心，凭借差异化技术创新实现关键突破，目前已进入多家头部晶圆厂和存储厂商，进入量产阶段。刻蚀和薄膜沉积设备已广泛应用于存储芯片、逻辑芯片制造领域，高选择比刻蚀设备已可用于 DRAM（高带宽存储器 HBM）工艺。

3.1.3. 后道设备：国产替代深化，先进封装与键合或为核心增长点

半导体后道工艺是将晶圆切割并封装为芯片，包括封装和测试环节，具体步骤为晶圆切割→芯片贴装→引线键合→封装成型→性能测试。封装环节核心设备有贴片机、划片机、键合机。在后道设备领域，公司聚焦半导体泛切割、2.5D/3D 先进封装，提供封装工艺整体解决方案，率先实现了半导体晶圆开槽、切割、研磨、减薄、键合等装备的国产化。客户覆盖长电科技、通富微电、华天科技、盛合晶微、甬矽电子等国内头部封装企业。

图表 25：封测设备市场百亿规模，国产与国际厂商同台竞技

后道工艺流程	晶圆减薄	晶圆切割	固晶贴装	键合	封装
主要设备	减薄机	划片机	贴片机	键合机	塑封机
2025年全球市场规模预计	11.02亿美元	12.22亿美元	17.85亿美元	13.69亿美元	12.8亿美元
布局厂商	Disco 东京精密 G&N 华海清科 晶盛机电 中国电科 迈为股份	光力科技 Disco 东京精密 迈为股份	Besi ASMPT Shinkawa 华封科技 新益昌 微见智能	ASMPT Kulicke&Soffa 奥特维 拓荆科技 华卓精科 青禾晶元 芯睿科技 迈为股份	耐科装备 TOWA 三佳科技

资料来源：SEMI，QY Research，Global info Research，JW Insights，头豹研究院，半导体封装工艺公众号等，华源证券研究所

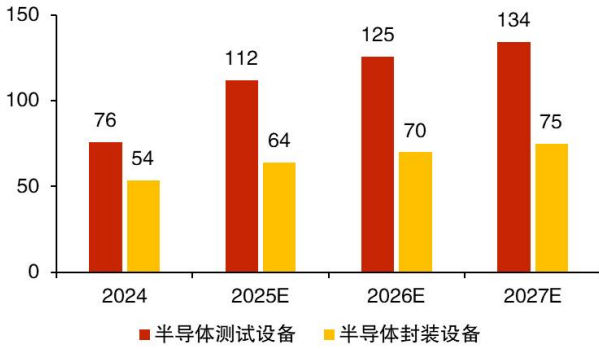
半导体后道设备市场或将迎来快速增长。半导体后道工艺主要是封装和测试两大环节，根据 SEMI 数据，2025 年全球半导体测试设备销售额预计显著增长 48.1%至 112 亿美元，预计 2026、2027 年增长率分别为 12.0%、7.1%；2025 年全球半导体封装设备销售额预计增长 19.6%至 64 亿美元，预计 2026、2027 年增长率分别为 9.2%、6.9%。半导体后道设备市场的快速增长得益于生成式人工智能和高性能计算（HPC）这两大长期趋势的强劲驱动，叠加移动和消费市场回暖以及汽车先进封装解决方案的拓展，头部封装厂积极扩充产能。

半导体封装市场规模增长核心驱动力或从传统封装切换至先进封装。先进封装通过 2.5D/3D 立体堆叠实现多芯异构集成与高速互联，具备高密度、低功耗、小尺寸等优势。根据 Yole Group 预测，全球先进封装市场规模预计将从 2024 年 460 亿美元增至 2030 年 794 亿美元。

键合设备是先进封装的核心工艺装备，受益于 HBM 与 Chiplet 技术的驱动，热压键合（TCB）与混合键合设备成为增长较快的细分领域。根据 Yole Group 预测，热压键合设备市

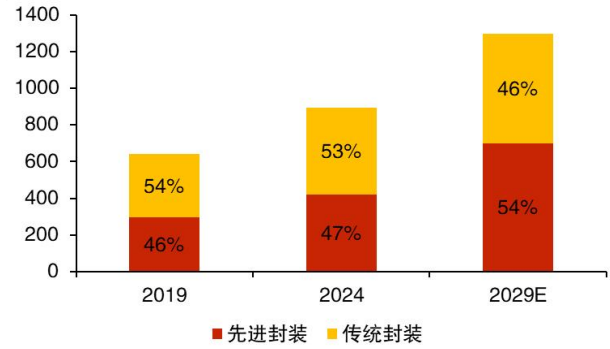
市场规模预计 2030 年达 9.36 亿美元，2025–2030 年 CAGR 为 11.6%，混合键合设备市场规模预计 2030 年达 3.97 亿美元，2025–2030 年 CAGR 为 21.1%。

图表 26：测试与封装设备市场规模有望稳健增长（亿美元）



资料来源：SEMI，华源证券研究所

图表 27：先进封装与传统封装市场销售额及占比预测（亿美元）



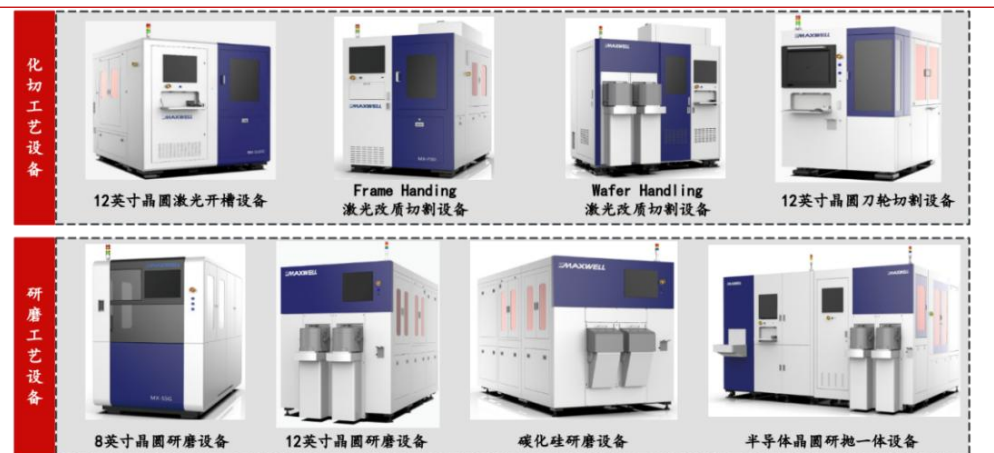
资料来源：Yole Group，华源证券研究所，%代表市场销售额占比

设备厂商围绕先进封装领域积极布局，推出适用于 2.5D/3D 先进封装领域的相关设备，构建起涵盖多种工艺的完整互连解决方案。随着芯片尺寸不断微缩以及 Chiplet 技术的兴起，半导体泛切割工艺和键合工艺对晶圆良率和封装成本的影响愈发显著，先进封装设备的技术创新与市场拓展成为行业发展的关键推动力。

半导体泛切割工艺的主要设备是半导体切磨抛设备，切磨抛设备主要包括研磨机、划片切割机、表面平坦机等。在半导体切磨抛设备领域，因技术精度要求较高，市场长期被日本 Disco、东京精密主导，国内厂商起步较晚且格局分散。

公司在后道环节已成功推出晶圆激光开槽、激光改质切割、刀轮切割、研磨及抛光等先进封装切磨抛核心设备，并提供整体解决方案。公司晶圆磨划设备优势持续巩固，在国内晶圆激光开槽设备市场的占有率已稳居行业首位。据公司 2025 半年报，公司自主研发的国内首台干抛式晶圆研抛一体设备取得关键进展，在存储器封装企业的工艺验证已进入尾声，即将量产应用。

图表 28：先进封装整体性能更优，能支持更高算力需求



资料来源：公司官网，华源证券研究所

混合键合是 HBM 迭代升级的关键核心技术，高端存储与先进封装对极致互连性能的需求，直接驱动混合键合设备需求增长。随着 HBM 堆叠层数突破 16 层，封装高度受限下传统互连难以满足带宽与散热需求，而混合键合凭借无凸块直接互连的优势，有望成为下一代 HBM 的核心路径。

在键合设备方面，公司已形成覆盖临时键合、激光解键合、热滑移解键合、倒装键合和混合键合的完整键合设备产品线。公司成功研发了全自动晶圆级混合键合设备，设备精度达 0.1 微米，支持高密度互联封装，目前该设备已成功交付国内客户。此外，公司自主研发的半导体晶圆热压键合设备成功交付国内 MEMS 传感器头部企业，该批设备将应用于客户先进 MEMS 传感器的规模化生产线。

图表 29：公司键合设备布局广泛

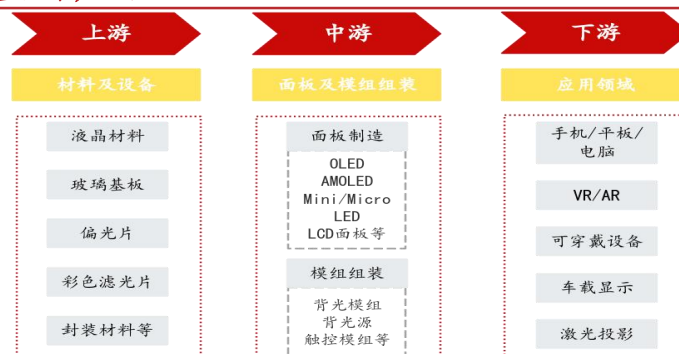


资料来源：公司官网，华源证券研究所

3.2. 新型显示行业：技术替代提速，Mini/Micro LED 有望打开增量空间

新型显示产业是信息时代的终端基础和数字经济的关键领域，是现代产业体系的重要组成部分。新型显示产业链上游为显示材料及设备，中游为面板制造及模组组装，下游主要应用于手机、VR/AR、可穿戴设备、车载显示等。在显示行业，公司提供显示面板核心设备，客户包括京东方、天马微电子、维信诺等国内头部 OLED 面板厂商，以及雷曼光电等 MLED 显示终端制造企业。

图表 30：新型显示产业链

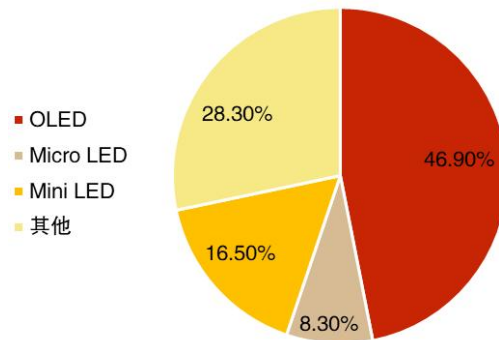


资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

OLED 是显示市场的主流技术，在市场规模中占比最高。根据 IDC 数据，2025 年 OLED 全球市场规模达 680 亿美元，占比 46.9%。OLED 以自发光、高对比度、广视角、快响应等特性，在智能手机、电视、可穿戴设备等领域广泛渗透。2025 年上半年，全球 OLED 面板市场需求较好，柔性 OLED 面板在智能手机市场渗透率持续攀升。

Mini/Micro LED 作为新兴显示技术，具有高亮度、高对比度、长寿命、低功耗等优点，被视为未来显示技术的重要发展方向。根据 IDC 数据，Mini/Micro OLED 全球市场规模分别达 240、120 亿美元，占比分别为 16.5%、8.3%。2025 年，Mini LED 直显在商用大屏和高端消费场景等领域的应用进一步拓展，市场规模快速增长。随着芯片封装工艺的成熟和成本下降，Mini LED 直显有望逐步渗透到更多场景；众多头部企业和创业公司同时积极布局 Micro LED，发展势头迅猛。随着 Micro LED 技术和人工智能终端应用的不断突破和发展，其在 AR、车载显示、超大尺寸显示屏等领域有望开辟广阔市场空间，带动整个产业进入快速发展阶段。

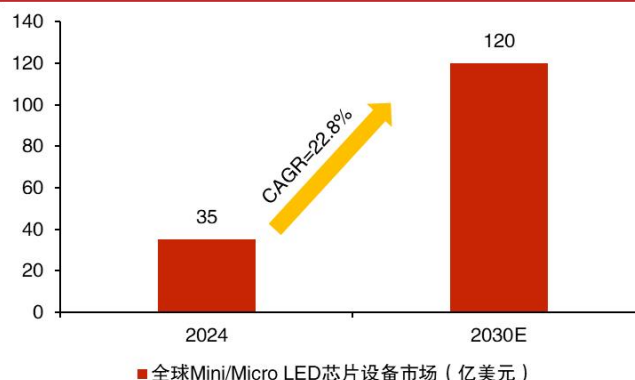
图表 31：2025 年不同显示技术全球市场规模占比



资料来源：IDC, VentureSights 公众号，华源证券研究所

新型显示设备市场正迎来快速发展和国产替代的双重机遇。根据产业世界数据，全球 Mini/Micro LED 设备市场规模预计从 2024 年的 35 亿美元增长至 2030 年的 120 亿美元，CAGR 为 22.8%。我国是 Mini/Micro LED 设备的核心采购方，2025 年设备采购额占全球比重预计超过 45%。除此之外，国产化进程快速推进，本土化设备替代率从 2024 年的 28% 提升至 2025 年的 35%。

图表 32：2024 年 Mini/Micro LED 设备市场规模（亿美元）



资料来源：产业世界，华源证券研究所

公司在关键设备环节实现重大突破，在激光核心工艺设备领域处于领先地位。OLED 激光设备领域，公司于 2019 年成功研制了国内首台 OLED G6 half 激光切割量产设备，填补了该领域的国内技术空白，该设备已先后交付维信诺、京东方、天马等国内头部 OLED 面板厂商。2024 年公司中标国内首条第 8.6 代 AMOLED 产线项目，是国内屈指可数的提供 Cell 段工艺设备的企业之一。新型显示领域，公司针对 Mini LED 自主研发了晶圆隐切、裂片、刺晶巨转、激光键合等全套设备；针对 Micro LED 自主研发了晶圆键合、激光剥离、激光巨转、激光键合和修复等全套设备，为 MLED 行业提供整线工艺解决方案，该整线能力已获市场验证，2025 年 11 月公司成功获得雷曼光电订单并于 12 月实现提前交付与稳定量产。激光剥离设备和巨量转移设备这两款产品在国内固体激光设备市场中占据最高份额，其中巨量转移设备的转移良率超 4N 级，有望达到 5N 级。

4. 盈利预测与评级

考虑光伏行业需求疲软、半导体设备市场规模快速增长，我们对公司 2025–2027 年经营假设如下：1) 太阳能电池丝网印刷成套设备销售收入降幅有望收窄，我们预计 2025–2027 年收入增长率为 -28.66%、-5.82%、-2.23%；2) 单机设备销售收入快速增长，我们预计 2025–2027 年收入增长率为 300%、80%、40%；3) 配件及其他业务保持稳定增长，我们预计 2025–2027 年收入增长率为 30%、25%、20%。

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 9.23/10.07/11.10 亿元，同比增速分别为 -0.28%/+9.04%/+10.27%，当前股价对应 PE 分别为 67.54、61.94、56.17 倍。选取 A 股泛半导体类设备供应商微导纳米、拓荆科技、北方华创作为可比公司，考虑公司从光伏设备向泛半导体类设备供应商转型，拥有较强的技术壁垒，成功跻身国内头部封装企业供应商名单，半导体订单快速增长，公司营收有望迎来新一轮增长，维持“买入”评级。

图表 33：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)			EPS			PE	
		2026/04/15	25A/E	26E	27E	25A/E	26E	27E	
688147.SH	微导纳米	69.45	0.47	0.87	1.25	147.8	79.7	55.4	
688072.SH	拓荆科技	402.00	3.33	6.07	8.74	120.7	66.2	46.0	
002371.SZ	北方华创	475.00	9.78	13.15	16.85	48.6	36.1	28.2	
	平均值					105.7	60.7	43.2	
300751.SZ	迈为股份	223.17	3.30	3.60	3.97	67.54	61.94	56.17	

资料来源：wind，华源证券研究所。注：EPS 单位为元/股，迈为股份盈利预测来自华源证券研究所，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，微导纳米和拓荆科技 25 年 EPS 来自 25 年业绩快报

5. 风险提示

光伏行业景气度下滑风险：受光伏行业需求疲软等影响，光伏设备市场竞争激烈，产品毛利率存在继续下降或难以回升至正常区间风险；

技术替代风险：半导体行业技术不断升级，需要不断投入研发储备新产品，若研发进展不及预期存在技术被替代的风险；

政策与贸易风险：若宏观环境发生变化、地缘风险加剧，存在光伏设备出口受限的风险；

市场竞争风险：设备行业市场竞争激烈，存在市场竞争导致市场份额下降的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,791	3,548	3,928	4,361
应收票据及账款	4,087	3,859	4,272	4,743
预付账款	483	709	785	872
其他应收款	36	77	85	95
存货	8,923	10,049	11,087	12,280
其他流动资产	702	774	812	855
流动资产总计	19,022	19,016	20,970	23,206
长期股权投资	79	144	175	200
固定资产	2,720	3,246	4,094	4,488
在建工程	490	1,108	727	545
无形资产	277	409	663	889
长期待摊费用	50	59	53	60
其他非流动资产	1,200	1,345	1,330	1,325
非流动资产合计	4,815	6,313	7,041	7,507
资产总计	23,838	25,329	28,011	30,714
短期借款	1,044	825	1,652	2,314
应付票据及账款	3,347	4,778	5,271	5,838
其他流动负债	9,746	9,473	10,484	11,637
流动负债合计	14,136	15,076	17,407	19,790
长期借款	1,960	1,902	1,589	1,176
其他非流动负债	215	215	215	215
非流动负债合计	2,175	2,116	1,803	1,390
负债合计	16,311	17,193	19,211	21,180
股本	279	279	279	279
资本公积	4,183	4,183	4,183	4,183
留存收益	3,089	3,714	4,395	5,147
归属母公司权益	7,551	8,176	8,858	9,609
少数股东权益	-24	-40	-57	-76
股东权益合计	7,526	8,136	8,801	9,534
负债和股东权益合计	23,838	25,329	28,011	30,714

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	964	703	785	886
折旧与摊销	193	328	468	529
财务费用	-87	15	32	36
投资损失	-52	-24	-24	-24
营运资金变动	-1,722	-79	-69	-83
其他经营现金流	760	218	218	218
经营性现金净流量	56	1,160	1,409	1,562
投资性现金净流量	-300	-1,814	-1,186	-984
筹资性现金净流量	1,924	-590	156	-145
现金流量净额	1,689	-1,244	380	433

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,830	8,447	9,352	10,383
营业成本	7,067	5,728	6,320	6,999
税金及附加	35	39	43	48
销售费用	409	556	616	684
管理费用	249	233	258	287
研发费用	951	921	1,019	1,132
财务费用	-87	15	32	36
资产减值损失	-159	-58	-64	-71
信用减值损失	-357	-148	-164	-182
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	52	24	24	24
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	280	185	185	185
营业利润	1,023	957	1,044	1,152
营业外收入	14	13	13	13
营业外支出	7	4	4	4
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,030	966	1,053	1,162
所得税	67	58	63	70
净利润	964	908	990	1,091
少数股东损益	38	-16	-17	-19
归属母公司股东净利润	926	923	1,007	1,110
EPS(元)	3.31	3.30	3.60	3.97

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	21.53%	-14.08%	10.72%	11.03%
营业利润增长率	5.84%	-6.51%	9.13%	10.36%
归母净利润增长率	1.31%	-0.28%	9.04%	10.27%
经营现金流增长率	-92.57%	1,966.67%	21.48%	10.84%
盈利能力				
毛利率	28.11%	32.19%	32.42%	32.59%
净利率	9.80%	10.75%	10.58%	10.51%
ROE	12.26%	11.29%	11.37%	11.55%
ROA	3.88%	3.65%	3.59%	3.61%
估值倍数				
P/E	67.34	67.54	61.94	56.17
P/S	6.34	7.38	6.67	6.01
P/B	8.26	7.63	7.04	6.49
股息率	0.49%	0.48%	0.52%	0.57%
EV/EBITDA	27	49	41	37

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。