

华峰测控 (688200)

证券研究报告

2026年04月17日

国产 ATE 龙头 技术筑壁垒业绩高增可期

华峰测控是国内半导体自动化测试系统 (ATE) 领军企业。华峰测控深耕模拟及数模混合信号测试领域近三十年, 聚焦模拟、数模混合、功率器件及第三代半导体 (GaN, SiC) 等集成电路测试环节, 核心技术自主化率 100%, 产品打破国外厂商垄断, 已构建全球化市场布局, 业务覆盖全球半导体产业核心区域。

行业层面: 2024 年全球半导体复苏, 国产测试设备迎替代与需求双机遇。全球半导体行业 2024 年迎来全面复苏, 销售额创历史新高, 半导体设备市场持续高增, 中国大陆稳居全球半导体设备第一大市场, 占比达 42%; 同时全球半导体测试系统市场格局高度集中, 国际贸易争端下国产替代进程加速, 国内测试设备企业迎来发展新机, 叠加 AI、新能源汽车等下游领域需求增长, 带动功率半导体等测试需求提升, 行业景气度持续向好。

核心业务方面: 公司产品矩阵完善, 高研发高人才储备筑牢技术根基。公司打造高性能与平台化的产品组合, 主力产品包括 STS8200、STS8300、功率模块测试产品及新一代 SoC 测试系统 STS8600, 产品基于平台化设计, 可扩展性与兼容性优异, 覆盖模拟、功率、电源管理、SoC 等多类芯片测试, 其中 STS8200 在功率测试领域优势显著, STS8300 已实现批量装机, STS8600 进一步完善了产品线。公司坚持高强度研发投入, 2024 年研发费用率达 19.04%, 截至 2025 年 6 月研发人员占比超 50%, 累计申请知识产权 415 项, 已获授权 257 项, 同时推出股权激励计划绑定核心人才, 关键研发人员零流失, 技术创新能力持续夯实。

市场布局方面: 公司海内外双驱发展, 客户粘性高、全球装机量可观。公司实现海内外双轮驱动, 国内市场持续巩固领先地位, 境外业务展现强劲增长韧性, 2025 年上半年海外收入同比大增 141.71%, 并积极开拓印度、越南等新兴市场; 凭借严苛的供应商认证构筑市场准入壁垒, 积累了高粘性的优质客户群体, 截至 2025 年末全球累计装机量突破 8000 台。

华峰测控是国产半导体 ATE 设备核心供应商, 受益于行业复苏、国产替代加速及全球化布局推进, 公司业绩实现高速增长, 2025 年前三季度营收、归母净利润分别同比增长 51.21%、81.57%。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 13.46/17.01/21.05 亿元, 归母净利润分别为 5.38/6.80/8.88 亿元, 公司技术壁垒深厚、业绩增长动力充足, 长期竞争力突出, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 应收账款回收风险; 行业竞争加剧风险; 研发及技术迭代风险; 宏观经济波动风险; 业务数据准确性风险; 股价波动风险等。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	690.86	905.35	1,346.41	1,700.65	2,104.95
增长率(%)	(35.47)	31.05	48.72	26.31	23.77
EBITDA(百万元)	345.19	478.94	593.75	705.98	895.59
归属母公司净利润(百万元)	251.65	333.91	538.32	680.16	888.23
增长率(%)	(52.18)	32.69	61.21	26.35	30.59
EPS(元/股)	1.86	2.47	3.97	5.02	6.55
市盈率(P/E)	160.86	121.31	75.30	59.60	45.64
市净率(P/B)	12.15	11.35	10.27	9.21	8.15
市销率(P/S)	58.60	44.74	30.11	23.84	19.26
EV/EBITDA	40.76	24.05	63.66	53.26	41.45

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电子/半导体
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	299.08 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	135.53
流通 A 股股本(百万股)	135.53
A 股总市值(百万元)	40,535.28
流通 A 股市值(百万元)	40,535.28
每股净资产(元)	28.63
资产负债率(%)	7.21
一年内最高/最低(元)	319.66/128.39

作者

李双亮	分析师
SAC 执业证书编号: S1110525120002	lishuangliang@tfzq.com
朱晔	分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080001	zhuyue@tfzq.com
李泓依	分析师
SAC 执业证书编号: S1110524040006	lihongyi@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《华峰测控-年报点评报告:产品迭代升级, 订单逐步回暖》2024-05-09
- 《华峰测控-公司深度研究:国产测试机龙头, 切入新赛道加速产业布局》2022-12-24
- 《华峰测控-年报点评报告:主营业务基础坚实, 踏浪而上打开成长空间》2022-04-14

内容目录

1. 国产 ATE 领军者：技术积淀深厚，业绩高增可期	4
1.1. 国内领先的半导体测试设备供应商，产品广泛应用于集成电路领域	4
1.2. 财务分析：营收净利高增超四成，经营质效稳步提升	7
1.3. 研发分析：坚持人才引领与技术创新	8
2. 半导体测试设备赛道向好，国产替代迎发展新机	8
2.1. 半导体测试设备：产业链上游核心赛道	8
2.2. 半导体行业复苏，测试设备市场高增	11
2.3. 全球格局高度集中，国产替代迎机遇	12
3. 竞争力分析：核心壁垒构建与全球化市场深耕	13
3.1. 测试产品：高性能与平台化的产品组合	13
3.2. 核心技术：持续性与领先性的技术创新	14
3.2.1. ATE 突围标杆：高强度研发驱动高端测试自主可控	14
3.2.2. 人才团队管理：新股权激励计划夯实研发创新根基	15
3.3. 市场布局：全球化与闭环化的供应管理	16
3.3.1. 市场韧性：海内外双轮驱动与全球化纵深推进	16
3.3.2. 竞争壁垒：技术认证优势与高粘性客户生态圈	16
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司主要产品矩阵	4
图 3：公司前十大股东结构图（截至 2025 年 12 月 31 日）	5
图 4：公司股权激励	6
图 5：公司营收及增速	7
图 6：公司归母净利润及增速	7
图 7：公司营业收入按产品分类（亿元）	7
图 8：公司营业收入按地区分类（亿元）	7
图 9：公司费用率	8
图 10：公司毛利率	8
图 11：公司研发费用及研发费用率（亿元，%）	8
图 12：公司研发人员占比（截至 2025 年 6 月 30 日）	8
图 13：半导体行业产业链	8
图 14：集成电路生产及测试具体流程	9
图 15：晶圆 Mapping 示意图	9
图 16：晶圆测试系统示意图	9

图 17: 成品测试系统示意图	10
图 18: 集成电路测试原理	10
图 19: 2018-2024 全球半导体销售额 (十亿美元)	11
图 20: 2018-2024 中国半导体销售额 (十亿美元)	11
图 21: 2012-2024 年全球及中国大陆半导体设备市场销售额 (亿美元)	11
图 22: 衡量半导体测试机技术先进性的关键指标	12
图 23: 行业主要竞争企业	13
图 24: 企业主要产品类型与功能	14
图 25: 公司专利发明情况	14
图 26: 华峰测控 AccoTest 核心技术	15
图 27: 公司国家级专精特新“小巨人”企业认定情况	15
图 28: AccoTEST 亮相 SEMICON INDIA	16
图 29: 华峰测控海外市场拓展	17
表 1: 公司管理层	5
表 2: 公司营收及主要产品拆分 (亿元)	17

1. 国产 ATE 领军者：技术积淀深厚，业绩高增可期

1.1. 国内领先的半导体测试设备供应商，产品广泛应用于集成电路领域

北京华峰测控技术股份有限公司，成立于 1993 年 2 月 1 日，作为国内最早进入半导体测试设备行业的企业之一，已在行业深耕近三十年，始终聚焦于模拟和混合信号测试设备领域。公司凭借产品的高性能、易操作和服务优势等特点，在模拟及数模混合测试设备领域多次打破了国外厂商的垄断地位，在营收和品牌优势方面均已达到了国内领先水平。公司核心业务集研发、生产与销售于一体，产品广泛应用于模拟、数模混合功率器件及第三代半导体（GaN, SiC）等集成电路的性能验证与品质保障环节。公司已成功构建全球化的市场布局，业务覆盖中国大陆、中国台湾、美国、欧洲、日韩及东南亚等全球半导体产业核心区域。

图 1：公司发展历程

年份	里程碑
1993 年	北京光华无线电厂出资设立全民所有制企业华峰技术
1999 年	华峰技术改制变更为有限责任公司，名称为“北京华峰测控技术有限公司”
2014 年	推出了“CROSS”技术平台，在该技术平台上通过更换不同的测试模块实现模拟、混合、分立器件、MOSFET 等多类别器件测试
2017 年	华峰有限整体变更为股份有限公司，注册资本由 1,000 万元变更为 4,200 万元
2018 年	推出了可将所有测试模块装在测试头中的 STS 8300 平台，该平台具备 64 工位以上的并行测试能力
2019 年	公司增加注册资本 388.8889 万元
2020 年	公司于 2020 年 2 月 18 日在上海证券交易所科创板上市交易，股票代码“688200”
2023 年	公司推出了面向 SoC 测试领域的全新一代测试系统 STS8600，进一步完善产品线

资料来源：招股说明书，募集说明书，ifind，天风证券研究所

公司自成立以来，始终专注于半导体自动化测试系统领域。以自主研发的产品实现了模拟及混合信号类半导体自动化测试系统的进口替代，同时不断拓展在氮化镓、碳化硅以及 IGBT 等功率分立器件和功率模块类半导体测试领域的覆盖范围。目前，公司主要产品为 STS8200、STS8300、功率模块测试产品以及 STS8600。公司不断完善产品线，拓宽产品的可测试范围，为公司未来的长期发展提供了强大助力。

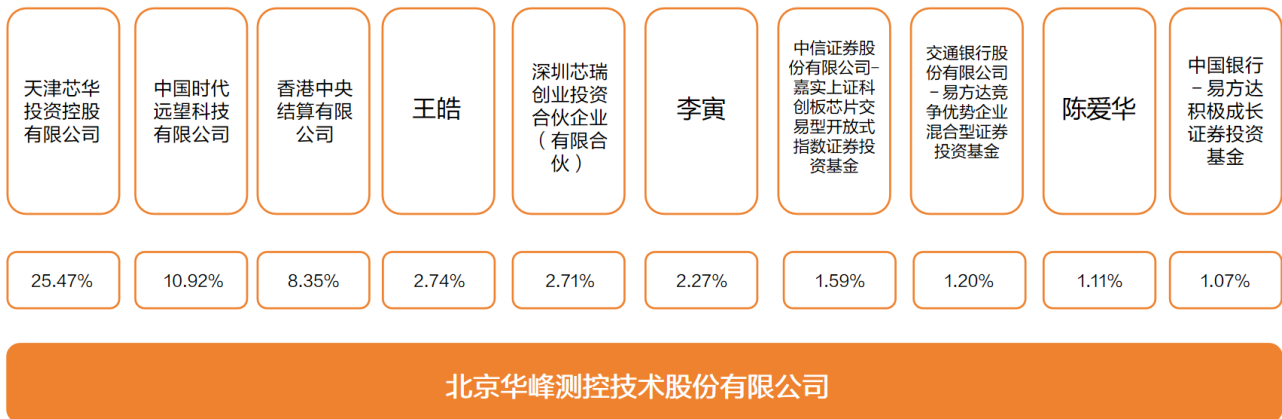
图 2：公司主要产品矩阵



资料来源：募集说明书，天风证券研究所

公司股权结构较为分散。截至 2025 年 12 月 31 日，天津芯华投资控股有限公司作为公司第一大股东，持股比例为 25.47%。公司下设 7 家子公司，主要生产经营地涉及中国大陆、中国香港、马来西亚、美国、日本，经营范围涵盖技术研发、产品制造及销售，公司已形成完整的产业链。

图 3：公司前十大股东结构图（截至 2025 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司管理层团队汇聚半导体测试设备领域深耕多年的行业精英与技术骨干。董事长孙强先生深耕行业近三十载，从公司研发工程师起步，逐步历任核心管理岗位，自 2021 年 7 月起任职公司董事长，对半导体测试设备行业的技术研发、市场布局与企业运营有着深刻理解和深厚积淀。

表 1：公司管理层

姓名	职位	经历
----	----	----

孙镗	董事长、 董事会秘书	中国国籍, 1997年7月毕业于清华大学机械设计专业, 硕士学历, 高级工程师。1997年9月至2002年1月, 任公司研发工程师; 2002年1月至2009年6月, 任公司总经理; 2009年6月至2017年11月, 任公司副总经理; 2012年9月至2024年6月, 任盛态思软件(天津)有限责任公司(曾用名: 北京盛态思软件有限公司)董事长、总经理; 2015年11月至2021年9月, 任天津芯华投资控股有限公司董事; 2017年9月至今, 任爱格测试技术有限公司董事; 2021年2月至今, 任北京华峰装备技术有限公司执行董事。2017年12月至2021年7月, 任公司董事、副总经理、董事会秘书; 2021年7月至今, 任公司董事长、董事会秘书; 2021年10月至今, 任天津芯华投资控股有限公司董事长。
蔡琳	董事、总 经理	中国国籍, 1998年7月毕业于北京航空航天大学自动控制专业, 2003年7月毕业于香港理工大学电机工程专业, 硕士学历, 高级工程师。1998年1月至2002年12月, 任公司市场部经理; 2004年1月至2009年6月, 任公司副总经理; 2009年6月至2017年11月, 任公司总经理; 2012年9月至2024年6月, 任盛态思软件(天津)有限责任公司(曾用名: 北京盛态思软件有限公司)董事; 2017年8月至今, 任华峰测控技术(天津)有限责任公司执行董事; 2017年12月至今任公司董事、总经理; 2020年10月至2024年6月, 任上海韬盛电子科技股份有限公司董事; 2021年9月至今, 任成都中科四二零科技有限公司董事; 2021年10月至今, 任天津芯华投资控股有限公司董事; 2021年11月至今, 任爱格测试技术(马来西亚)有限公司董事; 2022年11月至今, 任爱格测试技术(美国)股份公司董事; 2023年10月至今, 任爱格测试电子(马来西亚)有限公司董事。
徐捷爽	董事、副 总经理	中国国籍, 1993年毕业于上海市科技高等专科学校(上海科技大学分部)电子元器件及应用专业, 美国 ASU 大学和上海国家会计学院 MBA 学位, 硕士学历, 高级工程师。1993年7月至1996年6月, 任上海航天局第809研究所工程师; 1996年6月至2008年3月, 任北京科进特电子有限公司上海办事处总经理; 2009年6月至2017年11月, 任公司副总经理; 2017年12月至今任公司董事、副总经理; 2021年10月至今, 任天津芯华投资控股有限公司董事; 2021年11月至今, 任爱格测试技术(马来西亚)有限公司董事; 2022年11月至今, 任爱格测试技术(美国)股份公司董事; 2023年10月至今, 任爱格测试电子(马来西亚)有限公司董事。
董庆刚	董事	中国国籍, 1994年毕业于哈尔滨工业大学焊接材料及工艺专业, 硕士学历。1990年7月至1994年10月, 任鞍山钢铁公司研究所助理工程师; 1994年10月至1997年9月, 任中国航天电子基础技术研究院技术处副处长; 1997年9月至2003年11月, 任中国航天电子器件公司总经理; 2003年11月至今, 任时代远望副总经理; 2011年4月至2013年1月, 任宁波远望华夏置业发展有限公司常务副总经理; 2011年4月至2013年1月, 任宁波远望华夏酒店管理有限公司常务副总经理; 2017年11月至今, 任公司监事; 2021年9月至今, 任中国时代远望科技有限公司总工程师; 2023年11月至今, 兼任中国时代远望科技有限公司科技委主任; 2020年12月至2023年12月, 任公司监事; 2023年12月至今, 任公司董事。

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司推行员工股权激励机制, 充分激发员工创新的积极性。为公司增强技术创新能力, 实现长远发展提供了关键支撑。

图 4: 公司股权激励

股东大会公告日	首次实施公告日	方案进度	激励标的物	激励总数 (万股/万份)	占当时总股本 比例	每股转让价格 (初始行权价)	有效期(年)
2025-07-18	2025-07-18	实施	股票	88.80	0.66%	72.14	4.0
2024-07-09	2024-07-09	实施	股票	27.36	0.20%	56.00	5.0
2021-05-28	2021-05-28	实施	股票	26.25	0.43%	154.58	7.0
2020-05-16	2020-05-16	实施	股票	55.00	0.90%	98.74	5.0

资料来源: ifind, 天风证券研究所

1.2. 财务分析: 营收净利高增超四成, 经营质效稳步提升

2025 年上半年, 在全球半导体行业延续企稳回升态势, 以及国家深化产业链自主可控战略布局的背景下, 国内测试设备企业也迎来了良好的发展机遇。公司紧抓此关键窗口期, 凭借在模拟及混合信号测试领域长期积累的技术优势, 持续深化与行业优质客户的合作, 产品同步保持良好的更新和迭代。在多重利好因素驱动下, 公司经营业绩实现稳健增长。

2024 年, 公司实现营业收入 9.05 亿元(yoy+31.05%), 归母净利润 3.34 亿元(yoy+32.69%)。2025 年上半年, 营业收入达到 5.34 亿元, 同比增长 40.99%; 扣除非经常性损益后的净利润为 1.75 亿元, 同比增长 37.66%, 核心竞争力和行业地位得到进一步巩固。2025Q1-Q3, 公司经营情况持续向好, 实现营业收入 9.39 亿元(yoy+51.21%), 归母净利润 3.87 亿元(yoy+81.57%)。

图 5: 公司营收及增速



资料来源: ifind, 天风证券研究所

图 6: 公司归母净利润及增速



资料来源: ifind, 天风证券研究所

从产品看, 测试系统销售收入贡献主要销售收入, 其次为配件。2024 年测试系统实现销售收入 8.15 亿元(yoy+37.52%), 占总营收 90.02%, 2025H1 实现销售收入 4.58 亿元。

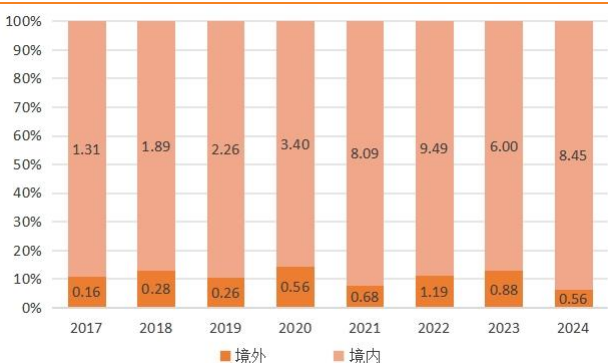
从地区看, 公司营收主要来自境内。2024 年境内收入 8.45 亿元, 占总营收 93.37%。近年来, 公司境外收入占比在波动下降。

图 7: 公司营业收入按产品分类 (亿元)



资料来源: ifind, 天风证券研究所

图 8: 公司营业收入按地区分类 (亿元)



资料来源: ifind, 天风证券研究所

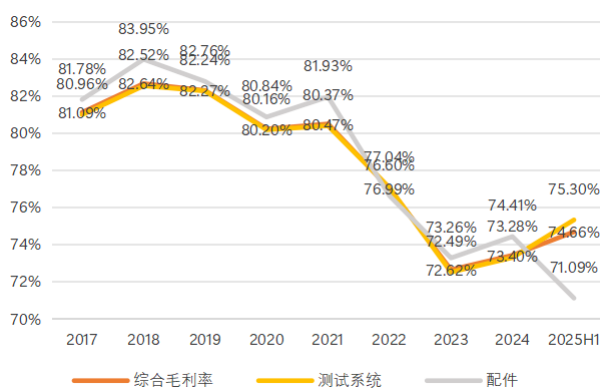
从费用率看, 2023、2024 年费用率显著较 2022 年以前大幅上升, 2025Q1-Q3 销售及管理费率同前年略微浮动, 总体上趋于稳健。公司保持较高的研发投入, 2024 年研发费用率为 19.04%。从毛利率表现来看, 公司整体盈利能力在波动中呈现回升态势。2023 年成为关键转折点, 测试系统业务毛利率触底反弹, 回升势头明显, 25H1 配件产品毛利率有所下滑, 但公司综合毛利率仍实现稳步提升。

图 9：公司费用率



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 10：公司毛利率

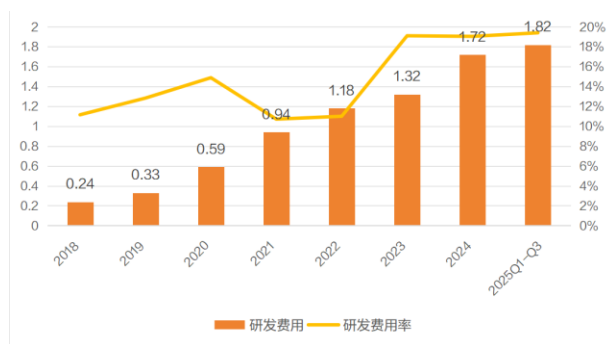


资料来源：ifind，天风证券研究所

1.3. 研发分析：坚持人才引领与技术创新

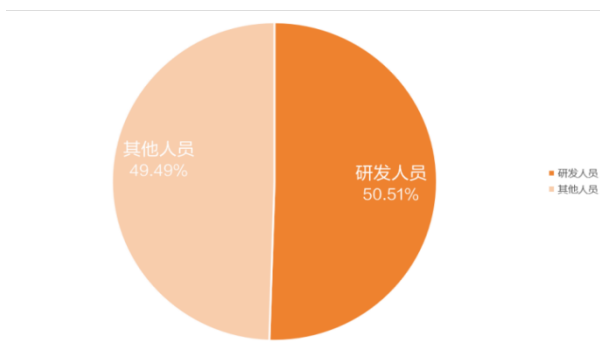
公司成立至今，一直坚持在产品技术创新和研发方面保持高强度的投入。始终坚持人才引领发展的战略核心，深刻认识到高端人才是赢得技术竞争和实现产业自主可控的根本保障。截至 2025 年 6 月 30 日，公司员工总数达 887 人，其中研发人员占比高达 50.51%，为公司的技术创新注入了强劲动力。

图 11：公司研发费用及研发费用率（亿元，%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 12：公司研发人员占比（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

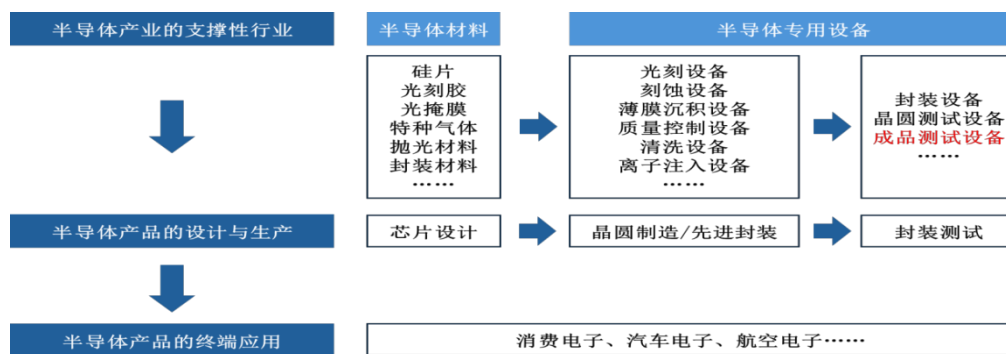
面对复杂激烈的市场竞争，公司凭借敏锐洞察力与果敢决策力，加大核心技术专利布局。围绕核心业务与技术优势，对关键领域进行系统性专利申请规划，构建专利壁垒。截至 2025 年 6 月 30 日，公司累计申请知识产权 415 项，其中已获授权 257 项，包含发明专利 62 项，实用新型专利 140 项，外观设计专利 15 项，软件著作权 30 项，以及 10 项其他知识产权。

2. 半导体测试设备赛道向好，国产替代迎发展新机

2.1. 半导体测试设备：产业链上游核心赛道

公司主要产品为半导体自动化测试系统及测试系统配件，属于半导体测试设备行业中的半导体测试系统子行业。半导体行业的产业链上游为半导体材料、半导体设备等支撑性行业；中游可分为芯片设计、晶圆制造和封装测试等环节，产业链下游为终端产品及其应用行业，涵盖范围广泛。

图 13：半导体行业产业链

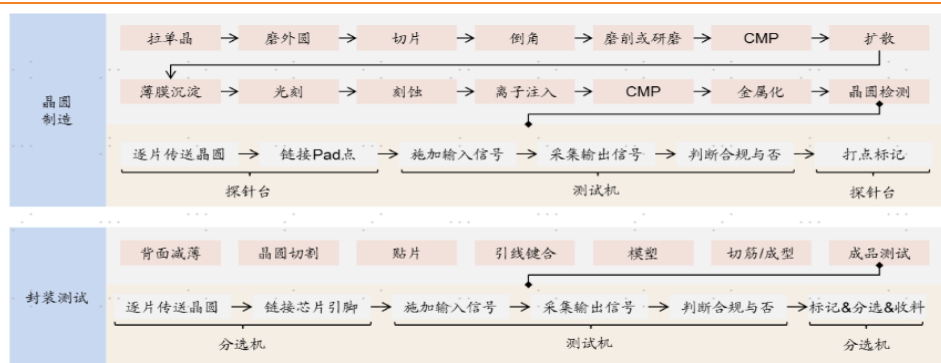


资料来源：募集说明书，天风证券研究所

公司所处的半导体设备行业，位于半导体产业链上游的关键位置，先进的半导体设备对先进制程的推进有着至关重要的作用。半导体设备种类繁多，涉及技术领域广，需要长期的研发投入以实现技术突破，其先进性直接影响下游客户的产品质量和生产效率，因此在规模化量产前需经过严格的测试以及客户验证，设备的验证壁垒高。同时，为了更好地匹配下游客户的工艺提升，半导体设备的技术更新和产品迭代速度需与之保持同步甚至超前。

半导体测试设备主要包括测试机、探针台和分选机。在测试设备中，测试机用于检测芯片功能和性能，技术壁垒高，尤其是客户对于集成电路测试在测试功能模块、测试精度、响应速度、应用程序定制化、平台可延展性以及测试数据的存储、采集和分析等方面提出愈来愈高的要求。探针台与分选机实现被测晶圆/芯片与测试机功能模块的连接。

图 14：集成电路生产及测试具体流程

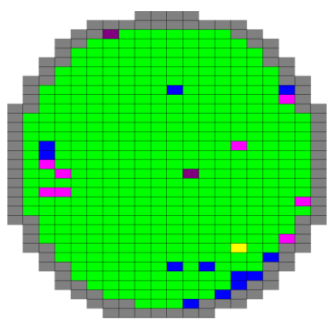


资料来源：募集说明书，天风证券研究所

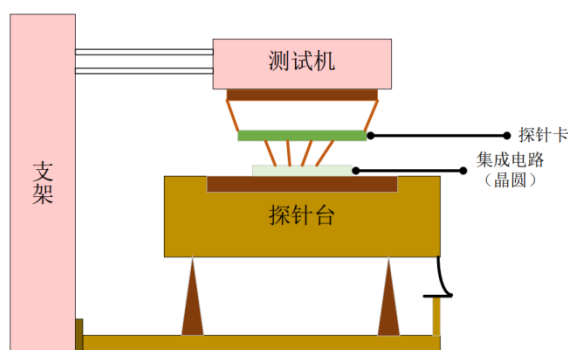
晶圆检测环节需要使用测试机和探针台。晶圆检测是指在晶圆完成后、芯片封装前，通过探针台和测试机的配合使用，对晶圆上的裸芯片进行功能和电参数测试。探针台将晶圆逐片自动传送至测试位置，芯片的Pad点通过探针、专用连接线与测试机的功能模块进行连接，测试机对芯片施加输入信号并采集输出信号，判断芯片功能和性能在不同工作条件下是否达到设计规范要求。测试结果通过通信接口传送给探针台，探针台据此对芯片进行打点标记，形成晶圆的Map图。该环节的目的是确保在芯片封装前，尽可能地把无效芯片筛选出来以节约封装费用。

图 15：晶圆 Mapping 示意图

图 16：晶圆测试系统示意图



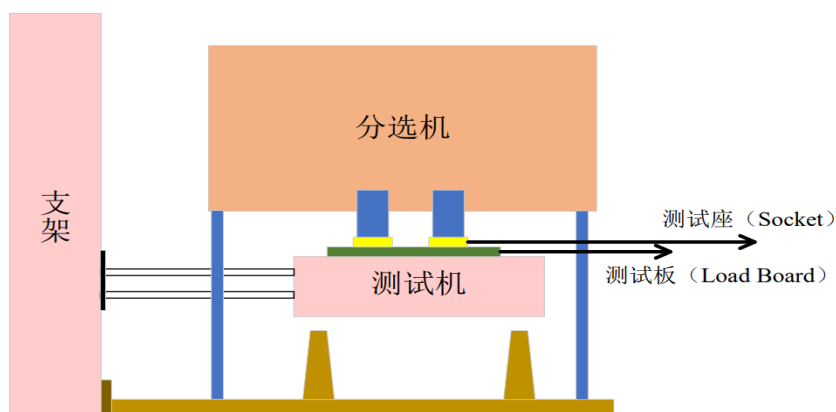
资料来源：上海伟测半导体募集说明书，天风证券研究所



资料来源：上海伟测半导体募集说明书，天风证券研究所

成品测试环节需要使用测试机和分选机。成品测试是指芯片完成封装后，通过分选机和测试仪的配合使用，对封装完成后的芯片进行功能和电参数测试。分选机将被测芯片逐个自动传送至测试工位，被测芯片的引脚通过测试工位上的基座、专用连接线与测试仪的功能模块进行连接，测试仪对芯片施加输入信号并采集输出信号，判断芯片功能和性能在不同工作条件下是否达到设计规范要求。测试结果通过通信接口传送给分选机，分选机据此对被测芯片进行标记、分选、收料或编带。该环节的目的在于保证出厂的每颗集成电路的功能和性能指标能够达到设计规范要求。

图 17：成品测试系统示意图

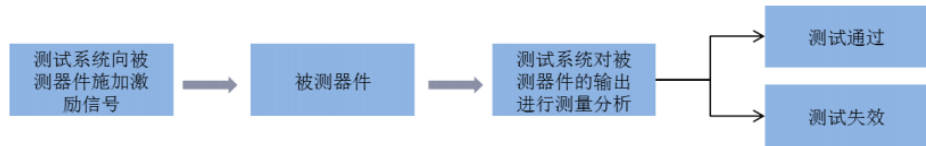


资料来源：上海伟测半导体募集说明书，天风证券研究所

半导体测试系统贯穿了芯片设计、生产过程的核心环节。用于测试半导体器件的电路功能、电性能参数，具体涵盖直流参数（电压、电流）、交流参数（时间、占空比、总谐波失真、频率等）、功能测试等。设计流程需要芯片验证，即对晶圆样品和集成电路封装样品进行有效性验证。生产流程主要包括晶圆制造和封装测试两个环节，在此过程中，可能因设计不完善、制造工艺偏差、晶圆质量及环境污染等因素，导致集成电路出现功能失效或性能降级等问题。为此，需在对应阶段分别进行晶圆检测（CP, Circuit Probing）和成品测试（FT, Final Test），通过分析测试数据，定位失效根源，进而优化设计、改进制造及封测工艺，最终提升产品良率与可靠性。

图 18：集成电路测试原理

集成电路测试原理

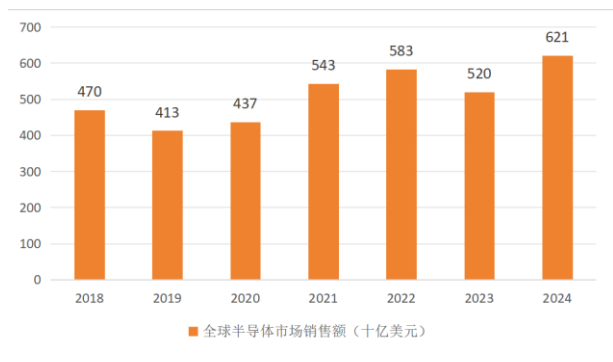


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 半导体行业复苏，测试设备市场高增

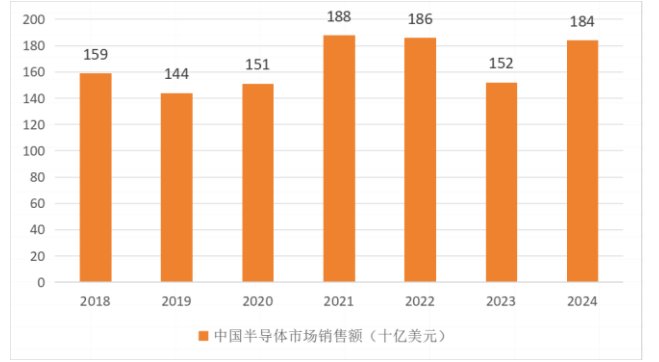
2024 年，半导体行业在经历周期性调整后迎来全面复苏。技术创新与市场需求的驱动开启了产业升级的新篇章。尽管年初受全球供应链波动及行业库存调整影响，市场呈现短期承压态势，但随着人工智能、新能源汽车、消费电子和物联网等领域的持续增长，下半年行业复苏势头强劲，为全产业链注入新动能。根据美国半导体行业协会（SIA）统计，2024 年全球半导体销售额创历史新高，达到 6210 亿美元，同比增长 19%，其中 2024 年第四季度销售额为 1709 亿美元，同比 2023 年第四季度增长 17.1%，环比 2024 年第三季度增长 3.0%。

图 19：2018-2024 全球半导体销售额（十亿美元）



资料来源：SIA, ifind, 天风证券研究所

图 20：2018-2024 中国半导体销售额（十亿美元）

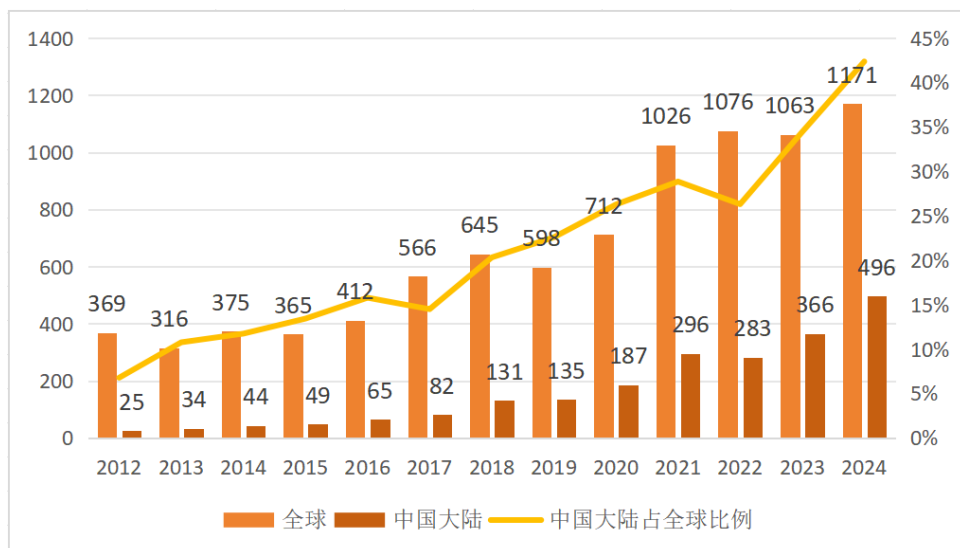


资料来源：SIA, ifind, 天风证券研究所

半导体设备是半导体产业的基石，是提升我国半导体产业链供应链韧性的关键。据 SEMI 统计数据显示，2024 年全球半导体设备市场规模达 1,171 亿美元，2012 至 2024 年间增长了 802 亿美元，年复合增长率达到 10.10%，保持高速增长趋势。SEMI 预计，2025 年将增长至 1,255 亿美元，2026 年有望增长至 1,381 亿美元，持续刷新历史新高。

中国大陆半导体设备市场实现跨越式增长，全球地位显著提升。根据 SEMI 统计数据显示，2020 年中国大陆凭借 187 亿美元销售金额首次成为全球半导体设备第一大市场，并开始连续多年保持第一。2012 至 2024 年，中国大陆半导体设备销售额增长了 471 亿美元，年复合增长率高达 28.27%，远超同期全球增幅。2024 年，中国大陆半导体设备销售额 496 亿美元，同比增长 35%，占全球市场比例达 42%。

图 21：2012-2024 年全球及中国大陆半导体设备市场销售额（亿美元）



资料来源：SEMI，恒运昌招股说明书，天风证券研究所

近年来半导体测试系统行业科技创新成果显著。技术创新方面，行业向高精度、高速度与高集成度迈进。随着芯片制程不断缩小，需要研发新测试技术与算法，通过采用先进传感器与信号处理技术，以精准检测芯片性能参数与缺陷。通过优化流程、采用高速接口与并行测试技术，测试速度可不断提升，缩短芯片上市周期。面对芯片功能复杂、集成度高的特点，行业研发多功能集成测试平台，可同时完成多种测试，减少占地与成本，提高测试效率与准确性。

图 22：衡量半导体测试机技术先进性的关键指标

序号	核心技术指标	具体介绍
1	测试功能模块	功能模块的测试覆盖范围越大，越具有先进性
2	测试精度	测试电压、电流等参数的精度越高，越具有先进性
3	响应速度	响应/建立速度越快，测试效率越高，并行测试通道越多，越具有先进性
4	应用程序定制化	应用程序开发平台越通用化，以便适应不同产品的定制化测试需求，越具有先进性
5	平台可延展性	平台越具有延展性，以便更有效地增加测试功能，提升通道数和工位数，越具有先进性
6	测试数据存储、采集和分析	对芯片的状态、参数监控、生产质量等数据越能更好地存储、采集和分析，以促进客户进一步优化生产，越具有先进性

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

随着倒装芯片、扇外型封装等先进封装技术的广泛普及，芯片的结构变得日益复杂。为有效应对这一挑战，行业积极研发出芯片背面测试设备，以及用于检测芯片内部互连结构的技术。与此同时，碳化硅、氮化镓等新型半导体材料展现出广阔的应用前景，行业顺势研发出与之适配的测试设备。另外，人工智能与大数据技术在半导体测试领域的应用也愈发广泛。人工智能凭借其强大的运算能力，能够实时分析测试数据，精准诊断缺陷；大数据技术则通过高效存储和管理海量数据，助力优化测试流程与参数，显著提高产品良率。半导体测试系统行业通过在先进封装应对技术、设备新型适配材料以及前沿技术应用等多方面的创新，有力地支撑了半导体产业的持续发展。

2.3. 全球格局高度集中，国产替代迎机遇

全球半导体测试系统行业呈现高度集中的特点。科天半导体占据前道量测设备市场竞争优势地位，而在后道测试设备市场占有率较高的领先生产商为泰瑞达、爱德万和科休。国际贸易争端频起，半导体产业自主可控和产业链安全备受关注，国产半导体测试系统迎来发展机遇。近年来，国内厂商在后道检测设备领域国产替代成果逐步体现，长川科技、华峰测控等国内厂商率先突破模拟和功率类测试并形成市场优势地位，但全球市场占比有限，后续空间依然较大。此外，由于技术、工艺具有相通性，深圳精智达技术股份有限公司、武汉精测电子集团股份有限公司等国内新型显示器件检测设备厂商也逐渐向半导体测试系统领域延伸发展。

图 23：行业主要竞争企业

行业主要竞争企业	企业简介
泰瑞达	泰瑞达成立于 1960 年，是全球领先的自动测试设备及工业应用自动化设备供应商。公司业务广泛，涵盖半导体测试、系统测试、无线测试以及工业自动化四大板块。在半导体测试领域，泰瑞达提供各类先进测试仪，可针对逻辑芯片、无线射频、模拟、电源、混合信号和存储器等多种技术的芯片进行测试，产品广泛应用于汽车、工业、通信、消费、智能手机等行业。
爱德万	爱德万成立于 1954 年，作为全球领先的半导体自动化测试设备供应商，业务广泛覆盖 5G 通信、物联网（IoT）、自动驾驶汽车、高性能计算（HPC）、人工智能（AI）、高性能存储器、显示驱动芯片、先进图像传感器等前沿技术领域。在半导体测试领域，爱德万产品类型丰富多样。其 SoC 测试系统能灵活配置测试卡与模块，用以测试 SoC 设备中的各类集成电路；功率半导体测试系统由旗下 CREA 公司开发，具备特殊安全功能，可处理高电压和大电流的半导体测试；内存测试系统针对内存批量生产进行优化，在并行测试能力方面表现卓越，能够同时对大量半导体进行测试，有效提升生产效率。
长川科技	长川科技成立于 2008 年，主要从事集成电路专用测试设备的研发、生产和销售，是一家致力于提升我国集成电路专用测试技术水平、积极推动集成电路装备业升级的国家高新技术企业和软件企业。公司主要产品包括集成电路测试机、分选机。公司掌握集成电路测试设备的相关核心技术，是国内为数不多的可以自主研发、生产集成电路测试设备的企业。
联动科技	联动科技成立于 1998 年，主营业务是半导体行业后道封装测试领域专用设备的研发、生产和销售。主要产品包括半导体自动化测试系统、激光打标设备及其他机电一体化设备。半导体自动化测试系统主要用于检测晶圆以及芯片的功能和性能参数，包括功率半导体的测试、模拟类及数模混合信号类集成电路的测试；激光打标设备主要用于半导体芯片的打标。

资料来源：募集说明书，天风证券研究所

公司所属的半导体测试设备行业是典型的技术密集和知识密集的高科技行业。涵盖多门学科的综合技术应用，包括计算机、自动化、通信、电子和微电子等，在核心技术研发上具有研发周期长、研发风险高和研发投入大等特点。同时，半导体测试设备行业面向的客户群体较为固定，这些企业往往已经与现有供应商建立了长期合作关系，新进入者难以获得足够的市场份额。同时，测试设备的研发和生产需要大量的资本投入，并且回报周期较长，这就对企业的资金链管理提出了较高的要求，新进入者可能因资金不足而难以维持日常运营。

随着半导体应用场景的不断丰富，半导体器件的不断迭代，半导体技术也在不断进步。半导体器件的集成度越来越高，被测器件对功率测试的要求增大，为了测试速度更快、更复杂，集成度更高的半导体产品，未来的半导体设备将向覆盖面更广、资源更丰富、可配置性更强，软硬件协同、从验证到设计的高效和易操作的方向发展。

3. 竞争力分析：核心壁垒构建与全球化市场深耕

3.1. 测试产品：高性能与平台化的产品组合

公司是全球半导体产业链中的关键一环，致力于为半导体行业提供自主可控、技术领先的自动化测试系统（ATE）。我们的核心业务集研发、生产与销售于一体，产品广泛应用于模拟、数模混合、功率器件及第三代半导体（GaN, SiC）等集成电路的性能验证与品质保障环节。所有产品均基于平台化设计理念，具备出色的可扩展性与兼容性，能够高效适应被测芯片的快速更新与迭代需求。

STS8200 测试系统主要用于模拟和功率类芯片和模块的测试，其中，在模拟测试领域，公司的市场占有率居国内前列；得益于光伏和新能源汽车的发展，相关的功率半导体产品的发展也突飞猛进，经过多年的技术积累和迭代，公司在功率产品方面的测试技术不断成熟，获得了诸多海内外的优质客户，也将在未来的较长时间段内在功率测试领域占据重要地位。

STS8300 测试系统主要用于更高引脚数、更高性能、更多工位的电源管理类和混合信号集成电路测试。经过数年的研发和迭代，该测试系统已经获得了广大客户的认可，开始批量装机。

STS8600 测试系统是公司研制的新一代 SoC 测试系统，目前正在进行客户的验证工作。该机型 2023 年推出，使用全新的软件架构和分布式多工位并行控制系统，拥有更多的测试通道数以及更高的测试频率，进一步完善了公司的产品线，拓宽了公司产品的可测试范围，为公司未来的长期发展提供了强大的助力。

图 24：企业主要产品类型与功能

产品名称	图示	主要功能	应用领域
STS8200 系列		聚焦于模拟及功率IC测试	电源管理、信号链类、智能功率模块、第三代化合物半导体 GaN类等模拟、混合和功率集成电路的测试
STS8300 系列		专精于混合信号及电源管理 IC测试	更高引脚数、更高性能、更多工位的电源管理类和混合信号集成电路测试
功率模块测试产品		针对大功率IGBT/SiC功率模块及KGD测试	为客户提供基于STS8200测试平台的PIM专用测试解决方案
STS8600 系列		面向高性能 SoC 芯片测试	主要应用于大规模SoC芯片（高速数字电路、高性能混合电路、微波/射频电路、通讯接口电路、CPU芯片等）的测试

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3.2. 核心技术：持续性与领先性的技术创新

3.2.1. ATE 突围标杆：高强度研发驱动高端测试自主可控

公司深耕半导体自动化测试设备（ATE）领域逾三十载，始终坚持高强度的研发投入，确保技术创新的持续性与领先性。公司主要采用自主研发模式，在二十余年的发展历程中多次突破了国外巨头的技术垄断，现已拥有具备多项核心技术的自主知识产权，核心技术自主化率 100%，目前在模拟及数模混合信号类集成电路自动化测试系统领域处于国内领先地位。

图 25：公司专利发明情况

	本期新增(2025年上半年)		累计数量	
	申请数(个)	获得数(个)	申请数(个)	获得数(个)
发明专利	10	16	159	62
实用新型专利	5	5	181	140
外观设计专利	2	0	31	15
软件著作权	0	0	30	30
其他	1	1	14	10
合计	18	22	415	257

资料来源：公司半年度报告，天风证券研究所

公司凭借产品的高性能、易操作和服务优势等特点，在模拟及数模混合测试设备领域打破了国外厂商的垄断地位在营收和品牌优势方面均已达到了国内领先水平。目前，公司已掌握多项业内先进的核心技术，产品关键性能指标达到国内顶尖水平。聚焦于模拟、数模混合、功率模块及 SoC 等关键测试领域，通过系统化、信息化的研发管理体系，高效保障了产品的迭代升级与前瞻性布局，凭借卓越的技术实力，公司已在部分高端测试领域成功实现进口替代，确立了其作为国内半导体 ATE 本土核心供应商的领先地位。

公司积极运用资本工具，赋能公司长远发展。未来，将重点投向基于自研 ASIC 芯片测试系统的研发创新项目，旨在投资于更高端的测试设备专用芯片的研发和生产，在与国际巨头的竞争中提升产品性能，巩固技术护城，以满足日益增长的市场需求。

图 26：华峰测控 AccoTest 核心技术



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2.2. 人才团队管理：新股权激励计划夯实研发创新根基

公司始终坚持人才引领发展的战略核心，深刻认识到高端人才是赢得技术竞争和实现产业自主可控的根本保障。围绕公司战略目标，通过校园招聘、社会招聘及深化校企合作等多元化渠道，持续构建高层次、专业化的技术人才队伍。2024 年更新研发制度，践行全生命周期研发模式，采用自研自产自销一体化运营。研发团队覆盖多岗位，人员增长 52%，分布多地。截至 2025 年末，公司员工总数达 887 人，其中研发人员占比高达 50.51%，为公司的技术创新注入了强劲动力。为实现员工与公司的共赢发展，公司持续完善人才培养与长效激励机制。自成立以来，公司拥有稳定资深的核心团队，核心管理层与研发团队始终保持着极高的稳定性，关键研发人员实现了零流失，组织稳定性为公司的技术传承、战略执行和长期可持续发展提供了坚实的人才保障。

公司着眼于未来，推出了新一期股权激励计划，旨在将核心骨干的个人成长与公司长远价值深度绑定。这一举措与公司系统化的培训、技术分享体系相辅相成，为员工成长全面赋能，更将“开放分享，追求卓越”的文化理念深度融入经营管理全过程，有效激发团队的创新活力与主人翁精神，为公司的可持续、高质量发展储备了坚实的人才基础。

图 27：公司国家级专精特新“小巨人”企业认定情况

认定称号	认定年度	产品名称
国家级专精特新“小巨人”企业	2022	无

资料来源：公司半年度报告，天风证券研究所

3.3. 市场布局：全球化与闭环化的供应链管理

3.3.1. 市场韧性：海内外双轮驱动与全球化纵深推进

面对复杂多变的国际贸易环境与全球半导体产业链重构的挑战，公司坚持国内市场与国际市场双轮驱动的战略方针。在持续巩固国内市场领先地位的同时，公司以全球化视野前瞻性地加速海外战略布局，这不仅是拓展增量市场的需要，更是提升公司品牌国际影响力、增强供应链韧性的长远举措。公司积极应对外部环境的不确定性，凭借过硬的产品质量与技术服务能力，将挑战转化为开拓新局面的机遇。

公司在深化与欧洲、日本、韩国和东南亚等传统海外市场客户合作的基础上，积极开拓越南、印度等新兴市场并取得初步成效，业务版图持续扩张。通过加大海外市场资源投入、完善本地化服务体系，公司产品与服务的国际竞争力显著提升。得益于此，即使在严峻的外部环境下，公司海外业务依然展现出强大的增长韧性，2025 年上半年实现海外收入 5,797.49 万元，同比增长 141.71%，为公司全球化发展奠定了坚实基础。2025 年 9 月，公司首次以参展商身份参与 SEMICON INDIA2025 展会，期间重点展示了 STS8200 Twin Mode 测试系统。该系统凭借其在性能与适用性方面的特点，获得了印度本地 OSAT 和 IDM 企业的关注，相关技术交流有序开展。依托印度合作伙伴 Accurex Solutions 的本土服务网络与公司的核心技术形成的资源互补优势，为后续在当地市场的合作推进奠定了基础。

图 28：AccoTEST 亮相 SEMICON INDIA



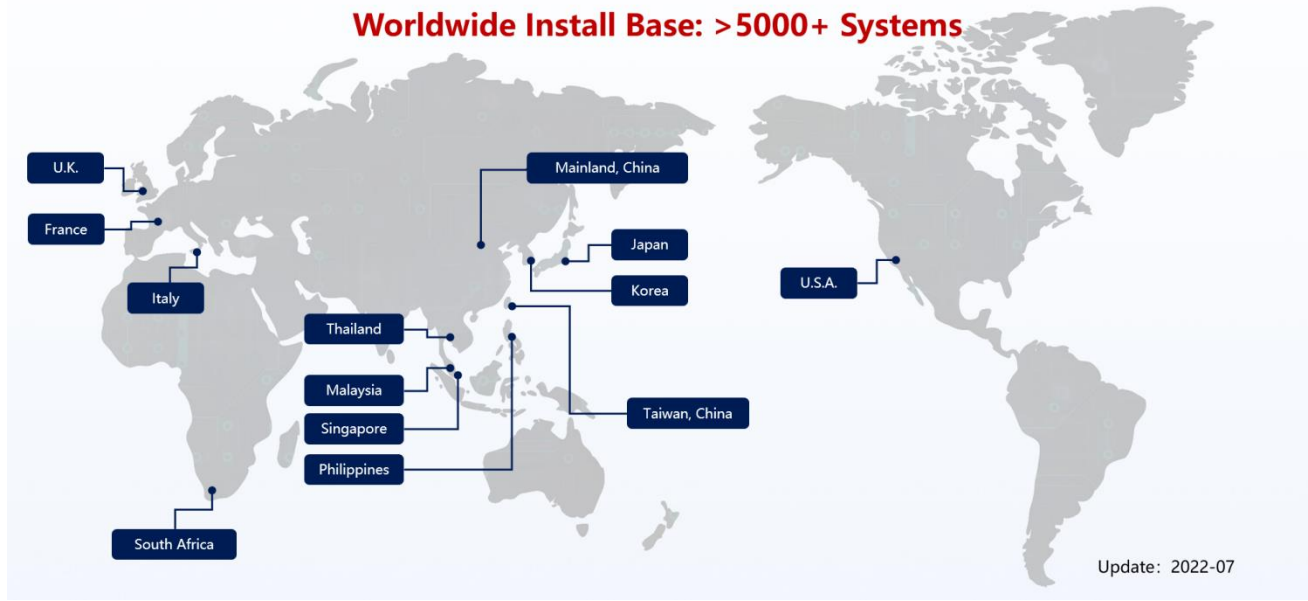
资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3.2. 竞争壁垒：技术认证优势与高粘性客户生态圈

公司是国内最早进入半导体测试系统行业的企业之一，深耕半导体测试三十多年，是国内具有竞争力的半导体测试系统本土供应商。凭借产品的高性能、易操作和服务优势等特点，公司已在模拟及数模混合测试领域实现进口替代，在营收和品牌优势方面均已构建公司竞争地位。公司产品已获得众多国内外顶尖半导体企业的供应商认证。该等认证流程极为严苛，周期漫长，对供应商的技术实力、产品稳定性、可靠性与一致性均有极高要求。这构成了坚实的市场准入壁垒，显著提升了潜在竞争者的进入难度，并降低了现有客户的替换风险。

公司建立了广泛且粘性极高的客户群体。公司通过提供标准化与定制化相结合的产品，并辅以远程支持、定制化应用开发、定期现场维护等专业高效的售后服务，持续提升客户满意度。目前，公司不仅是国内模拟与混合信号测试领域的主力平台供应商，同时在分立器件、功率半导体及第三代半导体测试市场也取得了显著进展。截至 2025 年末，公司自主研发制造的测试设备全球累计装机量已突破 8,000 台。庞大的装机量是市场对公司产品可靠性、稳定性及品牌信誉度的高度认可的直接体现。公司注重国内外建设服务团队，规范售后流程。2024 年客户满意度 91.3%，通过培训、展会、学术研讨、公众号运营等提升服务与品牌影响力，推出 SiC 芯片测试等解决方案。

图 29：华峰测控海外市场拓展



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们预计华峰测控 2025-2027 年的营业收入分别为：13.46/17.01/21.05 亿元，2025-2027 年的归母净利润分别为：5.38/6.80/8.88 亿元。由于公司的测试系统在总营收中占据主导地位，近些年来占比均在 85%以上，且配件是用来配套测试系统的，因此以下主要对测试系统产品进行分析。

测试系统：

我们预计测试系统 2025-2027 年的营业收入分别为：12.20/15.62/19.52 亿元。

理由如下：

- 参照公司 2025 年度业绩快报公告，2025 年公司总营收为 13.46 亿元。根据该产品在 2024 年总营收中的占比和公司总营收，推算出该产品 2025 年的营收为 12.20 亿元。
- 公司对内全面提升了整体运营效能，对外则紧密把握国内宏观经济企稳向好及下游行业需求复苏的有利契机。
- 我们预计公司该产品在 2026、2027 年将持续受益于行业需求复苏，将保持高速增长。

我们预计测试系统 2025-2027 年的毛利率分别为：75.00%/75.00%/75.00%。

理由如下：

- 参照近三年该产品的毛利率均处于 75%上下，2025 年半年度报告中该产品的毛利率为 75.30%，因此我们预计该产品 2025-2027 年三年的毛利率为 75.00%。

表 2：公司营收及主要产品拆分（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6.91	9.05	13.46	17.01	21.05
yoy	-35.48%	31.02%	48.72%	26.31%	23.77%
毛利率	72.47%	73.31%	74.62%	74.67%	74.71%
测试系统					
营业收入	5.93	8.15	12.20	15.62	19.52
yoy	-41.58%	37.44%	49.69%	28.00%	25.00%

毛利率	72.49%	73.28%	75.00%	75.00%	75.00%
配件					
营业收入	0.95	0.86	1.22	1.34	1.48
yoy	75.93%	-9.47%	41.86%	10.00%	10.00%
毛利率	73.26%	74.41%	71.00%	71.00%	71.00%
其他业务					
营业收入	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05
yoy	50.00%	33.33%	10.43%	10.00%	10.00%
毛利率	46.97%	56.73%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源：公司公告，iFinD，天风证券研究所

华峰测控是国内半导体 ATE 设备龙头，深耕模拟及数模混合测试领域三十年，核心产品市占率国内领先，STS8600 实现高端 SoC 测试突破，技术自主化率 100%。公司研发投入高、团队稳定，全球化布局成效显著，海外收入高增，客户优质且粘性强。2025 年前三季度业绩大幅增长，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 13.46/17.01/21.05 亿元，归母净利润分别为 5.38/6.80/8.88 亿元，业绩高增具备坚实支撑，技术壁垒与全球化布局构筑长期核心竞争力，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

应收账款回收风险

截至 2024 年末，公司应收账款账面价值达 32,578.11 万元，占流动资产比例 11.10%。随着销售规模扩大，应收账款可能进一步增长，若下游客户出现经营不善、资金链紧张等重大不利变化，无法及时足额支付款项，将导致公司坏账损失增加，对财务状况和经营成果产生负面影响。

行业竞争加剧风险

全球半导体测试系统市场仍由泰瑞达、爱德万等国际巨头主导，市场集中度较高。同时，国内半导体设备企业崛起推动进口替代加速，可能吸引更多潜在进入者，市场竞争将进一步加剧。若公司无法持续维持技术优势、有效拓展市场，可能面临客户流失、市场份额下降的风险，进而影响盈利能力。

研发及技术迭代风险

半导体测试行业技术壁垒高，且技术迭代速度快，公司需持续适配先进制程芯片、新型半导体材料的测试需求。同时，若高端数字测试、先进制程测试等相关技术研发进度滞后，将限制产品线拓展，削弱公司在高端市场的竞争力。

宏观经济波动风险

半导体产业与宏观经济形势密切相关，具有明显周期性特征。若未来宏观经济形势发生重大变化、半导体行业景气度下滑，下游半导体企业可能延缓或减少资本性支出；此外，国内半导体行业部分领域若出现投资过热、重复建设，可能导致行业景气度下行期产能过剩，进而对公司经营业绩产生不利影响。

业绩数据准确性风险

本报告盈利预测参考了公司发布的业绩快报数据，业绩快报为公司初步测算结果，未经审计机构审计，具体财务数据以公司后续披露的年度报告公告为准，提请投资者关注业绩数据披露差异带来的相关风险。

股价波动风险

2025 年底以来公司股价累计涨幅已超 60%，主要受半导体行业周期复苏与国产替代加速双重驱动。当前全球半导体设备市场景气度回升、大陆设备市场持续高增，带动板块估值

修复；公司作为模拟及混合信号测试设备龙头，核心产品实现进口替代，第三代半导体测试领域取得突破，业绩预期改善支撑股价上行。但半导体行业具有强周期性，若行业景气度回落、国产替代进度不及预期、技术研发与市场拓展受阻，叠加短期涨幅较大、估值偏高，公司股价可能出现大幅波动，甚至回调，请投资者警惕相关风险，理性投资。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,026.80	2,089.65	2,199.69	2,353.95	2,827.55
应收票据及应收账款	327.33	516.45	721.07	949.32	1,038.68
预付账款	1.21	2.71	1.24	4.40	2.85
存货	141.63	177.45	344.10	313.85	462.43
其他	144.61	148.04	175.09	208.20	207.03
流动资产合计	2,641.57	2,934.29	3,441.19	3,829.73	4,538.54
长期股权投资	0.00	0.00	50.00	70.00	80.00
固定资产	401.82	420.61	417.02	412.43	406.85
在建工程	0.00	0.00	1.20	2.50	1.50
无形资产	28.55	27.19	26.64	25.99	25.24
其他	394.92	425.99	328.96	329.71	321.19
非流动资产合计	825.29	873.79	823.82	840.63	834.78
资产总计	3,466.86	3,808.08	4,265.01	4,670.36	5,373.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	22.09	54.26	89.78	79.67	121.03
其他	87.91	139.73	197.45	156.71	241.80
流动负债合计	110.01	193.99	287.23	236.38	362.83
长期借款	0.00	0.25	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.36	43.56	29.73	32.55	35.28
非流动负债合计	24.36	43.81	29.73	32.55	35.28
负债合计	134.37	237.80	316.96	268.94	398.11
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	135.37	135.44	135.53	135.53	135.53
资本公积	1,800.76	1,815.20	1,815.20	1,815.20	1,815.20
留存收益	1,278.32	1,525.09	1,894.73	2,345.63	2,923.75
其他	118.04	94.55	102.59	105.06	100.73
股东权益合计	3,332.49	3,570.28	3,948.04	4,401.42	4,975.21
负债和股东权益总计	3,466.86	3,808.08	4,265.01	4,670.36	5,373.32

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	251.65	333.91	538.32	680.16	888.23
折旧摊销	22.86	25.66	26.14	27.24	28.34
财务费用	(36.03)	(35.31)	(8.92)	(51.97)	(59.13)
投资损失	(1.72)	0.00	(2.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	(52.27)	(171.79)	(231.33)	(276.41)	(108.02)
其它	136.99	35.62	50.88	20.00	0.00
经营活动现金流	321.49	188.10	373.09	397.02	747.42
资本支出	1.51	22.82	37.03	20.48	18.27
长期投资	0.00	0.00	50.00	20.00	10.00
其他	(254.87)	54.25	(197.02)	(108.62)	(47.03)
投资活动现金流	(253.35)	77.06	(109.99)	(68.14)	(18.76)
债权融资	51.47	53.17	7.49	52.17	59.39
股权融资	(7.88)	(141.55)	(160.56)	(226.79)	(314.44)
其他	(146.28)	(33.97)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(102.69)	(122.34)	(153.06)	(174.62)	(255.05)
汇率变动影响	0.01	0.02	0.50	0.50	0.50
现金净增加额	(34.55)	142.84	110.54	154.76	474.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	690.86	905.35	1,346.41	1,700.65	2,104.95
营业成本	190.17	241.64	341.70	430.77	532.41
营业税金及附加	8.53	11.61	13.46	11.90	15.16
销售费用	113.92	128.45	154.53	204.08	210.50
管理费用	54.52	57.94	61.93	76.53	84.20
研发费用	131.98	172.37	262.55	323.12	399.94
财务费用	(51.43)	(51.18)	(8.92)	(51.97)	(59.13)
资产/信用减值损失	(0.28)	(9.76)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
公允价值变动收益	(3.04)	(12.32)	50.88	20.00	0.00
投资净收益	1.73	0.02	2.50	2.50	2.50
其他	23.70	38.25	25.00	25.00	25.00
营业利润	265.29	360.71	584.53	738.71	934.38
营业外收入	0.31	0.68	0.80	0.80	0.80
营业外支出	0.01	0.16	0.20	0.20	0.20
利润总额	265.59	361.22	585.13	739.31	934.98
所得税	13.94	27.31	46.81	59.14	46.75
净利润	251.65	333.91	538.32	680.16	888.23
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	251.65	333.91	538.32	680.16	888.23
每股收益(元)	1.86	2.47	3.97	5.02	6.55

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-35.47%	31.05%	48.72%	26.31%	23.77%
营业利润	-55.46%	35.97%	62.05%	26.38%	26.49%
归属于母公司净利润	-52.18%	32.69%	61.21%	26.35%	30.59%
获利能力					
毛利率	72.47%	73.31%	74.62%	74.67%	74.71%
净利率	36.43%	36.88%	39.98%	39.99%	42.20%
ROE	7.55%	9.35%	13.64%	15.45%	17.85%
ROIC	23.96%	36.62%	56.56%	52.14%	56.82%
偿债能力					
资产负债率	3.88%	6.24%	7.43%	5.76%	7.41%
净负债率	-60.75%	-58.41%	-55.64%	-53.41%	-56.77%
流动比率	24.01	15.13	11.98	16.20	12.51
速动比率	22.73	14.21	10.78	14.87	11.23
营运能力					
应收账款周转率	1.83	2.15	2.18	2.04	2.12
存货周转率	4.19	5.67	5.16	5.17	5.42
总资产周转率	0.20	0.25	0.33	0.38	0.42
每股指标(元)					
每股收益	1.86	2.47	3.97	5.02	6.55
每股经营现金流	2.38	1.39	2.75	2.93	5.51
每股净资产	24.62	26.36	29.13	32.47	36.71
估值比率					
市盈率	160.86	121.31	75.30	59.60	45.64
市净率	12.15	11.35	10.27	9.21	8.15
EV/EBITDA	40.76	24.05	63.66	53.26	41.45
EV/EBIT	43.54	25.35	66.59	55.39	42.80

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com