

2026年05月21日

精智达 (688627.SH)

投资评级：增持（首次）

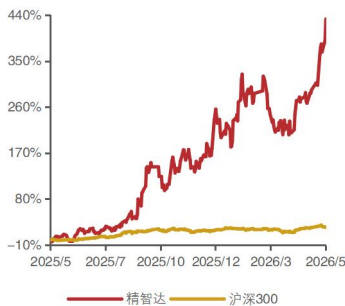
——存储测试设备布局完善，未来成长可期

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年05月19日

收盘价(元)	396.40
一年内最高/最低(元)	402.97/71.65
总市值(百万元)	37,312.40
流通市值(百万元)	28,726.35
总股本(百万股)	94.13
资产负债率(%)	23.78
每股净资产(元/股)	18.53

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **专注测试检测设备与系统解决方案，产品矩阵完善。**精智达是一家专注于测试检测设备及系统解决方案的创新企业，长期深耕于半导体存储器件和新型显示器件领域。公司聚焦关键技术突破，以推动核心设备自主可控为目标，致力于构建覆盖全站点的系统化服务能力。主要产品涵盖半导体存储器件测试与新型显示器件检测设备，为产业链客户提供整体解决方案，并持续受益于人工智能等新兴应用的广泛拓展。
- **AI算力芯片因复杂度更高，测试机需求增长显著。**半导体测试贯穿整个半导体制造过程，前沿技术迭代与终端产品创新形成的新需求，正从多维度推动半导体测试检测设备的技术升级，SEMI预测，2025年半导体测试设备销售额将增长23.2%至93亿美元，2026年将持续增长至97.7亿美元。高密度存储、3D堆叠技术普及，使测试时间与复杂度倍增；同时，AI训练催生高速SSD需求，测试设备需匹配超高吞吐量与信号完整性检测能力。AI驱动的技术跃迁时代正重塑半导体测试检测设备行业格局，AI算力或将持续推升测试精度与效率要求。
- **公司半导体存储器件测试设备布局完善且技术领先。**在半导体存储器件检测领域，公司在ALPG处理器及编译器、高精度TG时序生成器、高速信号互联技术、电测试接口单元及专用集成电路设计技术、DRAM测试及修复技术、多通道信号自动校准技术、宽温区高均匀度老化炉体控制等方面有丰富的经验积累，形成多项领先技术。基于此，开展针对半导体存储器后道测试工艺的全覆盖产品研发，包括晶圆测试机及探针卡、老化测试设备及老化修复治具板、FT测试机及治具(DAS)等。其中，老化测试设备、治具板及探针卡等已经成为客户主要供应商，FT测试机已获客户订单；CP测试机及高速FT测试机的量产样机已进入客户厂内关键验证阶段。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为2.82、4.43、6.83亿元，同比分别增长330.86%、57.32%、54.11%，对应PE分别为132、84、55倍。我们选取长川科技、华峰测控、中科飞测作为可比公司。精智达深耕半导体测试检测设备及系统解决方案，着力构建系统化全站点服务能力，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、技术升级迭代、客户集中度较高

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	803	1,128	1,656	2,539	3,685
同比增长率(%)	23.83%	40.46%	46.77%	53.33%	45.16%
归母净利润(百万元)	80	65	282	443	683
同比增长率(%)	-30.71%	-18.39%	330.86%	57.32%	54.11%
每股收益(元/股)	0.85	0.70	2.99	4.71	7.26
ROE(%)	4.66%	3.80%	14.75%	20.13%	25.69%
市盈率(P/E)	465.47	570.34	132.37	84.14	54.60

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

预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 2.82、4.43、6.83 亿元，同比分别增长 330.86%、57.32%、54.11%，对应 PE 分别为 132、84、55 倍。我们选取长川科技、华峰测控、中科飞测作为可比公司。精智达深耕半导体测试检测设备及系统解决方案，着力构建系统化全站点服务能力，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

预计 2026–2028 年精智达营收增速分别为 46.77%、53.33%、45.16%，营收分别为 16.56、25.39、36.85 亿元。

新型显示器件检测：主要用于 AMOLED、TFT-LCD 等显示器件的 Cell 与 Module 制程，涵盖光学特性、显示缺陷与电学特性等检测及校准修复，以提升良率、降低损耗并为工艺优化提供数据支撑。我们预测 2026–2028 年收入增速分别为 18.00%、20.00%和 20.00%，营收分别为 5.91、7.09、8.51 亿元。

半导体存储器件测试：主要覆盖 DRAM 等存储器在晶圆制造环节的裸片测试、修复，以及封装测试环节的芯片性能、老化测试与修复，包括晶圆测试系统、老化修复系统及封装测试系统等。我们预测该业务 2026–2028 年收入增速分别为 70.00%、72.00%和 55.00%，营收分别为 10.62、18.26、28.30 亿元。

其他业务：预计 2026–2028 年营收增速分别为 10.00%、10.00%、10.00%，营收分别为 0.03、0.04、0.04 亿元。

投资逻辑要点

持续完善产品矩阵和全站点系统化服务能力。精智达深耕于检测设备、存储器件等领域，成功构建起以存储器晶圆测试系统、老化测试与修复系统、封装测试系统为核心的全站点服务体系。

AI 浪潮下半导体测试和检测行业景气度企稳向好，推动测试设备技术升级。半导体测试行业销售额持续增长，由 AI 训练催生的高速 SSD 需求促使企业测试设备技术升级，以匹配超高吞吐量与信号完整性检测能力。

核心风险提示

行业竞争加剧的风险，技术迭代升级的风险，客户集中度较高的风险。

内容目录

1. 精智达：测试检测设备与系统解决方案提供商	5
1.1. 专注测试检测设备与系统解决方案，产品矩阵完善	5
1.2. 营收稳步增长，半导体业务高速放量	7
2. 半导体测试与显示检测双轮驱动，技术引领市场	9
2.1. 半导体测试：AI 算力需求推动半导体测试设备技术升级	9
2.2 显示检测：多领域业务突破	11
3. 盈利预测与评级	12
4. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 半导体存储器件测试业务主要产品	5
图表 2: 新型显示器件检测业务主要产品	6
图表 3: 公司发展历程	6
图表 4: 公司股权结构	7
图表 5: 公司营业收入	7
图表 6: 公司归母净利润	7
图表 7: 公司分业务营收 (亿元)	8
图表 8: 公司分业务毛利率	8
图表 9: 公司毛利率及净利率	8
图表 10: 期间费用率	9
图表 11: 按细分市场划分的半导体设备销售额预测	9
图表 12: 晶圆测试系统构成	10
图表 13: 公司主要产品应用于半导体制造的具体环节	10
图表 14: 精智达高速 FT 测试机交付客户	11
图表 15: 在研项目情况	11
图表 16: 公司主要产品用于新型显示器件制造的环节	11
图表 17: AMOLED、微显示业务突破	11
图表 18: 可比公司估值表	12

1. 精智达：测试检测设备与系统解决方案提供商

1.1. 专注测试检测设备与系统解决方案，产品矩阵完善

精智达是一家专注于测试检测设备及系统解决方案的创新企业，长期深耕于半导体存储器件和新型显示器件领域。公司以“不断提供最优质的产品和服务、坚持技术创新、创造价值以助力社会进步”为使命，聚焦关键技术突破，以推动核心设备自主可控为目标，致力于构建覆盖全站点的系统化服务能力。公司产品涵盖半导体存储器件测试与新型显示器件检测设备，为产业链客户提供整体解决方案，并持续受益于人工智能等新兴应用的广泛拓展。

半导体存储器件测试解决方案：公司 DRAM 测试设备产品线涵盖晶圆测试机（CP）、老化修复设备、FT 测试机、高速 FT 测试机等核心设备，以及 MEMS 探针卡、老化治具板（BIB）、FT 测试治具（DSA）等关键治具。凭借从晶圆测试到封装测试的系统化产品布局，公司成为国内少数具备半导体存储器全流程测试解决方案能力的厂商，构建起以存储器晶圆测试系统、老化测试与修复系统、封装测试系统为核心的全站点服务体系。

图表 1：半导体存储器件测试业务主要产品







产品类别	产品名称	产品简介	产品图示
存储器晶圆测试系统	MEMS 探针卡	主要用于晶圆测试时实现测试机与被测芯片的电气联接，通过传输信号对芯片参数进行测试。	
	DRAM CP 测试机	对 DRAM 晶圆制作完成后，封装前进行功能指标测试、电学参数测试及修复。	
存储器老化测试及修复系统	DRAM 老化测试及修复设备	对封装后的芯片颗粒进行高温与大电流环境下的老化测试，在测试中对颗粒内部缺陷进行修复。	
	DRAM 老化测试及修复治具板	主要用于连接封装后 DRAM 芯片和老化测试 ATE 设备，是 DRAM ATE 中重要的部件。	
存储器封装测试系统	高速 DRAM FT 测试机	对封装后的 DRAM 芯片颗粒进行高速接口测试。	
	DRAM FT 测试机	对封装后 DRAM 芯片颗粒进行测试及修复。	
	DRAM 通用测试验证系统(UDS)	面向 DRAM 设计及制造企业研发的紧凑型可移动测试系统。	

资料来源：公司公告，华源证券研究所

新型显示器件检测解决方案：公司的新型显示器件检测解决方案主要面向 AMOLED、TFT-LCD 及微显示等新型显示器件的 Cell 与 Module 制程的各类功能检测与校准修复，涵盖光学特性、显示缺陷、电学特性等关键环节。该方案通过产品缺陷检测、产品等级判定与分类，对部分产品缺陷进行校准、修复及复判，从而提升产品良率、降低生产损耗，并为相关

工序的工艺提升提供数据支撑。公司的新型显示器件检测解决方案主要包括光学检测及校正修复系统、老化系统、信号发生器及检测系统配件等。

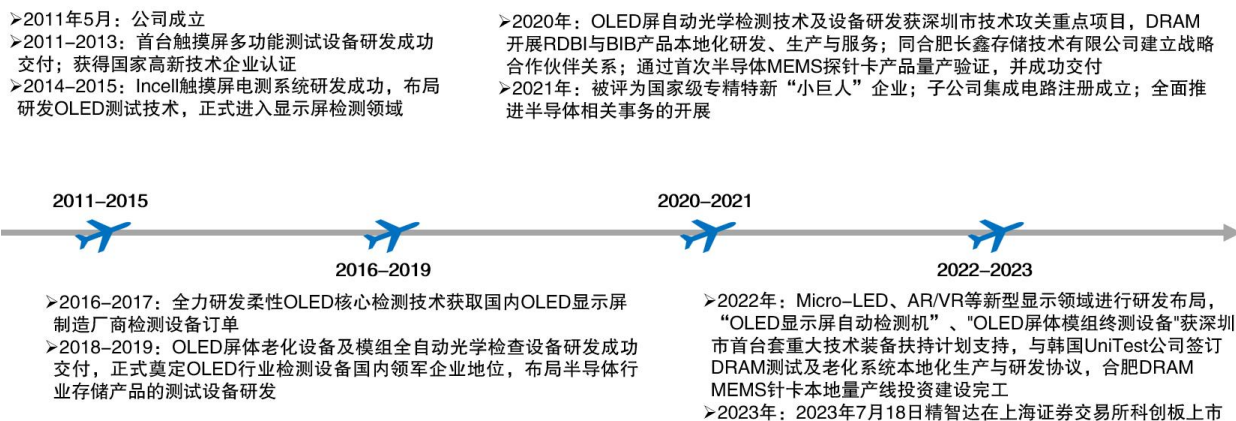
图表 2：新型显示器件检测业务主要产品

产品类别	产品名称	产品简介	
光学检测及校正修复系统	Cell 光学检测设备	主要用于新型显示器件 Cell 制程的自动对位压接、白平衡调节、点灯/外观缺陷 AOI 检测、自动分类分级下料等工序。	
	Module 光学检测设备	主要用于新型显示器件 Module 制程的 Gamma 调节、AOI 检查、外观检查等工序。	
老化系统	Cell 老化设备	主要用于新型显示器件 Cell 制备后的点亮老化。	
	Module 老化设备	主要用于新型显示器件 Module 开发设计过程中的例行试验，以及量产过程中的检验。	
信号发生器及光学仪器	Cell 信号发生器	主要用于新型显示器件 Cell 制程的检测信号及电源供给，可用于点灯检测及老化等工序。	
	高分辨率成像式色亮度仪器	主要用于更高分辨率的颜色检测，用来精确监测显示面板、微显示器件整体的亮度、色度及发光均匀性分布。	

资料来源：公司公告，华源证券研究所

从显示检测到半导体测试：精智达的技术升级与产业拓展之路。公司发展主要分为以下几个阶段：第一阶段（2011-2015 年）为技术奠基期，公司成立并成功研发首台触摸屏测试设备，获得国家高新技术企业认证，初步进入显示屏检测领域。第二阶段（2016-2020 年）是 OLED 检测突破与半导体布局期，公司攻克柔性 OLED 检测核心技术，成为国内 OLED 检测设备领军企业，并开始布局半导体存储测试设备，与韩国 UniTest 等建立合作。第三阶段（2021 年至今）为深化拓展阶段，公司获评国家级“小巨人”企业，在半导体测试设备与 MEMS 探针卡领域实现量产突破，并于 2023 年成功在科创板上市。

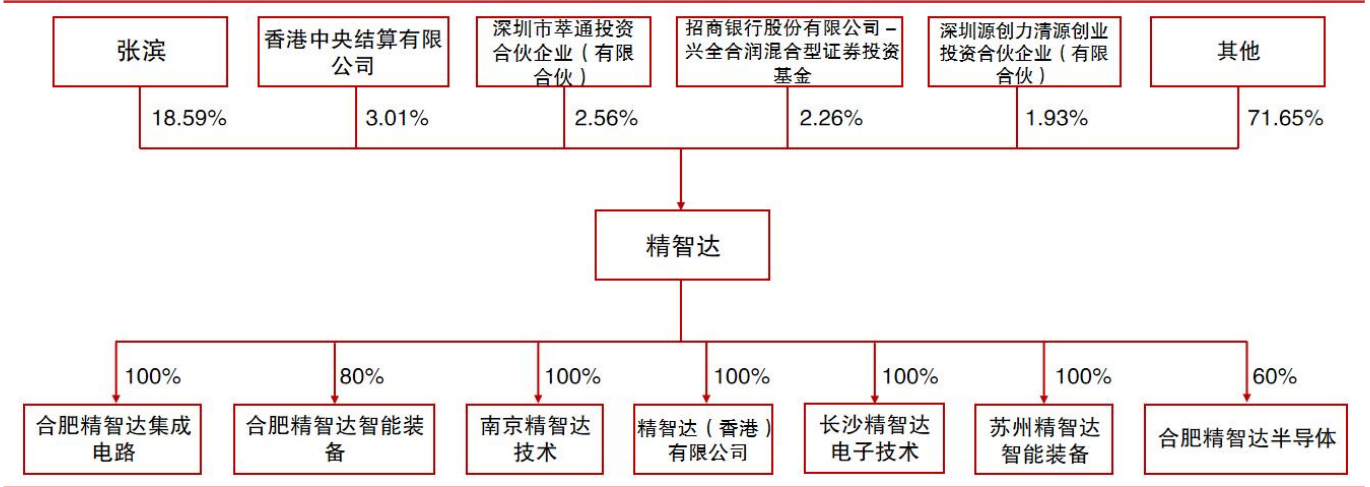
图表 3：公司发展历程



资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司创始人、董事长张滨先生为实控人。截至 2026Q1，董事长张滨先生直接持有公司 18.59% 的股份，为实际控制人，公司股权结构相对稳定。

图表 4：公司股权结构

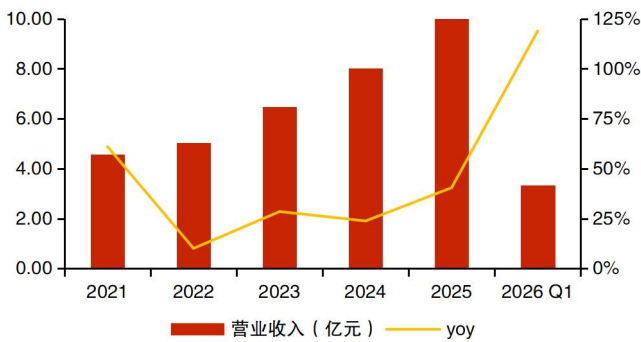


资料来源：公司公告，华源证券研究所（注：股东持股比例截至 2026 年一季报，子公司持股比例截至 2025 年报）

1.2. 营收稳步增长，半导体业务高速放量

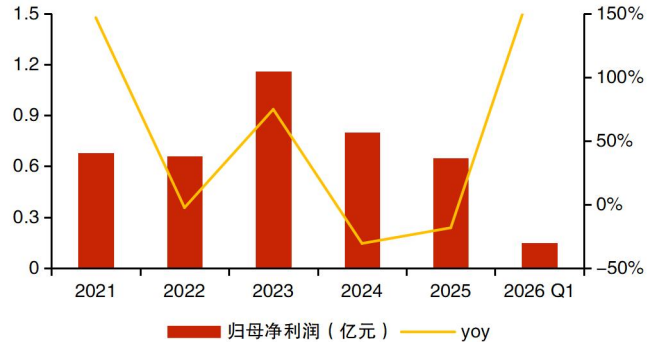
营业收入稳定增长。2021-2025 年营业收入从 4.58 亿元增长至 11.28 亿元。2026Q1 实现营收 3.33 亿元，同比增长 118.84%，主要系公司半导体业务不断突破，继续保持高速增长；归母净利润为 0.15 亿元，同比增长 189.73%，主要系本期销售情况同比大幅增加，带动业绩增加所致。

图表 5：公司营业收入



资料来源：iFind，华源证券研究所

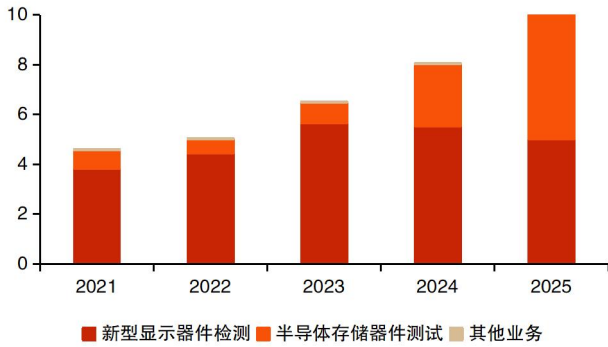
图表 6：公司归母净利润



资料来源：iFind，华源证券研究所

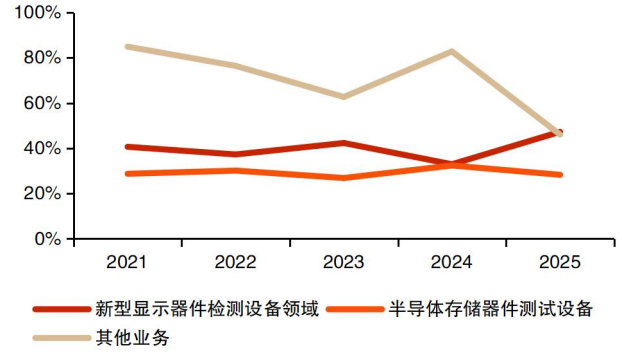
公司正逐步从“显示检测”向“显示+半导体”双主业转型。2025 年主要业务营收中，新型显示器件检测、半导体存储器件测试、其他业务分别为 5.01 亿元、6.25 亿元、0.03 亿元，占总营收的比重分别为 44.38%、55.36%、0.26%，其中，半导体存储器件测试业务营业收入同比增长 150.39%，业绩快速增长。2025 年，新型显示器件检测、半导体存储器件测试、其他业务的毛利率分别为 47.25%、28.26%、46.05%。

图表 7：公司分业务营收（亿元）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

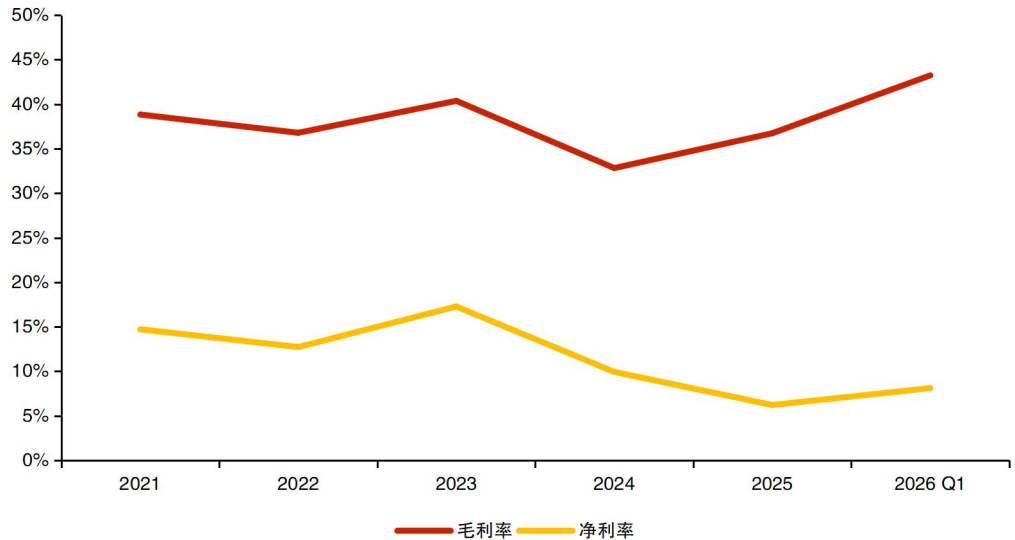
图表 8：公司分业务毛利率



资料来源：iFinD，华源证券研究所

2026Q1 毛利率有所提升。2026Q1，公司毛利率为 43.23%，同比+15.52pct，净利率为 8.11%，同比+18.83pct，主要系本期销售情况同比大幅增加，带动业绩增加所致。

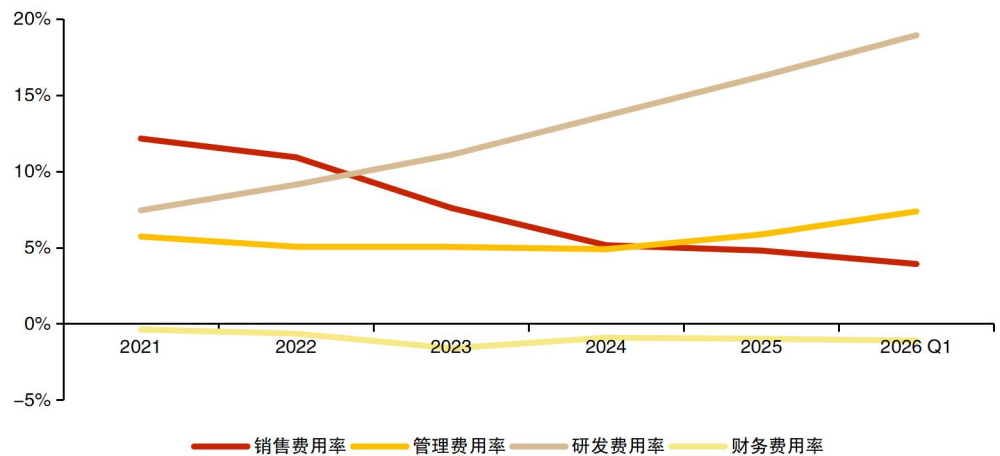
图表 9：公司毛利率及净利率



资料来源：iFinD，华源证券研究所

公司持续加大研发投入。2026Q1，公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.92%、7.37%、18.93%、-1.11%，其中，研发费用同比增长 113.67%，主要系公司持续加大研发投入。

图表 10：期间费用率



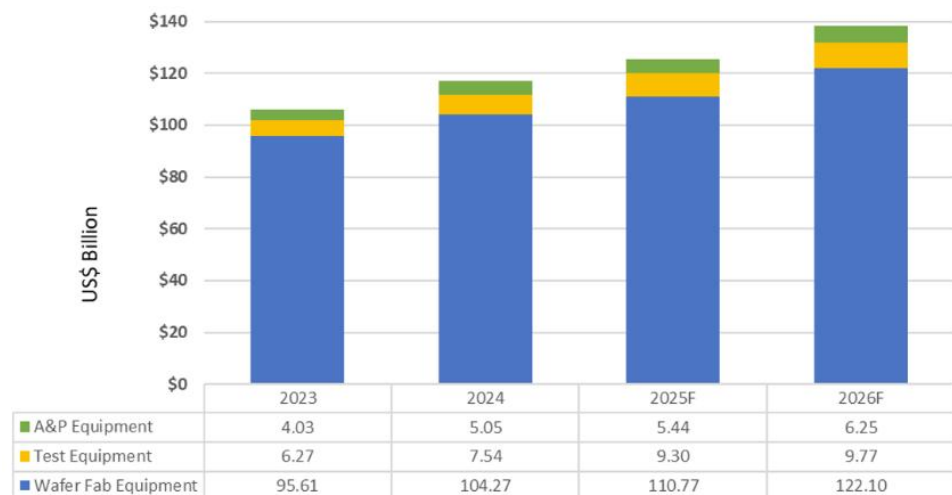
资料来源：iFinD，华源证券研究所

2. 半导体测试与显示检测双轮驱动，技术引领市场

2.1. 半导体测试：AI 算力需求推动半导体测试设备技术升级

AI 算力芯片因复杂度更高，测试机需求增长显著。半导体测试贯穿整个半导体制造过程，前沿技术迭代与终端产品创新形成的新需求，正从多维度推动半导体测试检测设备的技术升级，SEMI 预测，2025 年半导体测试设备销售额将增长 23.2%至 93 亿美元，2026 年将持续增长至 97.7 亿美元。高密度存储、3D 堆叠技术普及，使测试时间与复杂度倍增；同时，AI 训练催生高速 SSD 需求，测试设备需匹配超高吞吐量与信号完整性检测能力。AI 驱动的技术跃迁时代正重塑半导体测试检测设备行业格局，AI 算力或将持续推升测试精度与效率要求。

图表 11：按细分市场划分的半导体设备销售额预测

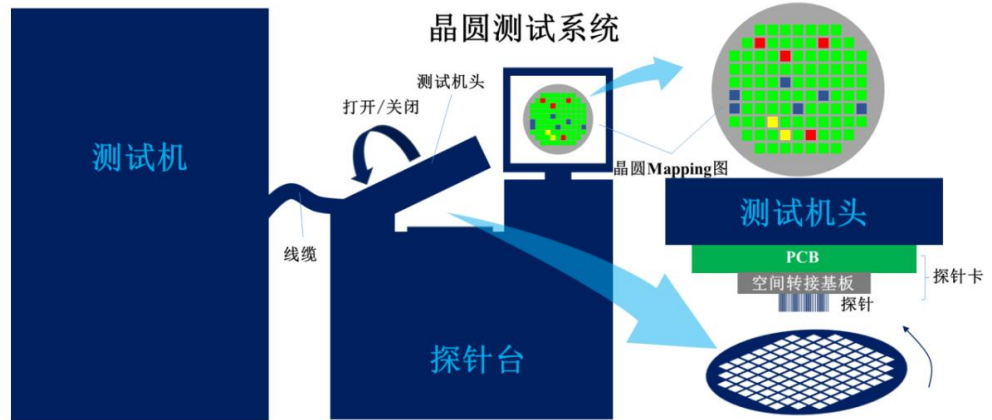


资料来源：SEMI，华源证券研究所

技术演进、芯片功能复杂化与测试精度升级推动市场需求，探针卡成半导体芯片测试的核心耗材。探针卡是晶圆测试设备与待测晶圆之间的必要媒介，实现芯片与测试设备的信号连接。据 TechInsights，先进技术探针卡 2018 至 2023 年 CAGR 为 6.0%，2024–2029 年提速至 8.9%；其中 MEMS 探针卡同期增速由 7.4%升至 9.2%，成为增长最快的细分品类之一。

长期来看，国内晶圆厂投产需求持续释放测试刚需，叠加芯片测试量提升带动耗材更换频率上升，探针卡已成为半导体耗材领域增长确定性较强的核心赛道之一。

图表 12：晶圆测试系统构成



资料来源：强一股份招股说明书，华源证券研究所

公司半导体存储器件测试设备布局完善且技术领先。在半导体存储器件检测领域，公司在 ALPG 处理器及编译器、高精度 TG 时序生成器、高速信号互联技术、电测试接口单元及专用集成电路设计技术、DRAM 测试及修复技术、多通道信号自动校准技术、宽温区高均匀度老化炉体控制等方面有丰富的经验积累，形成多项领先技术。基于此，开展了针对半导体存储器后道测试工艺的全覆盖产品研发，包括晶圆测试机及探针卡、老化测试设备及老化修复治具板、FT 测试机及治具（DAS）等。

图表 13：公司主要产品应用于半导体制造的具体环节

	工艺流程	测试设备	测试内容
芯片设计	逻辑设计、电路设计、图形设计 → 设计验证		
晶圆制造	质量控制 (膜厚/关键尺寸/套刻对准/缺陷检测)	质量控制设备	量测设备 缺陷检测设备
	氧化扩散→光刻→刻蚀→去胶→离子注入→沉积→抛光、金属化 → 晶圆测试 (CP)	晶圆测试设备	测试机 探针台 探针卡
封装测试	背面减薄→晶圆切割→贴片 → 键合→模塑→切筋成型 → 成品测试 (FT)	成品测试设备	测试机 老化修复设备 分选机
			在封装后测试芯片的功能实现及稳定性

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

产品能力获市场验证，前瞻布局关键技术。2025 年 2 月、9 月，公司先后获得两笔超三亿元的测试机订单；自主研发的高速 FT 测试机于同年 9 月正式交付客户，测试机专用 ASIC 芯片（最高可实现 9Gbps 信号输出与校准）已获得客户认可，标志着公司在高端半导体存储测试设备自主化领域取得关键突破。在公司半导体业务战略布局横向层面，公司持续加大 SoC 测试机研发投入，将产品线拓展至 AI 算力芯片测试领域；同时延伸投入 NAND FLASH 测试设备、高规格 Memory Handler 设备及探针卡关键技术，满足先进制程的测试需求。

图表 14: 精智达高速 FT 测试机交付客户

Q3斩获单笔超三亿元订单，产品能力获得市场验证；自主研发的首台高速测试机成功交付国内重点客户，进一步夯实公司在半导体存储测试设备领域的战略优势。



高速FT测试机
交付客户

资料来源：精智达公众号，华源证券研究所

图表 15: 在研项目情况

S9880高速FT测试机平台开发	首台交付
新一代DRAM高速测试机高速互联技术（18Gbps）研究	方案验证阶段
S9980KGSD晶圆测试机平台开发	方案验证阶段
768Para Memory Test Handler 设备	样机研发

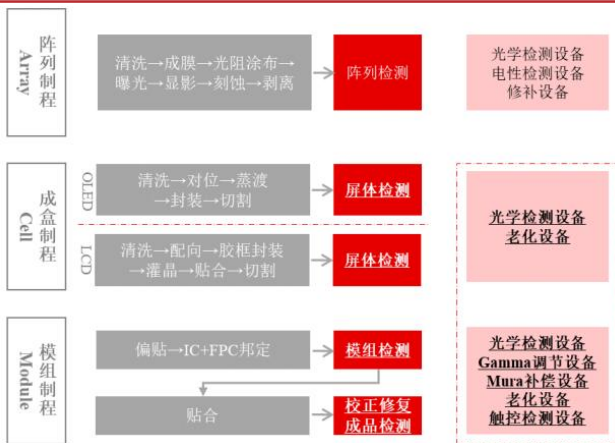
资料来源：公司公告，华源证券研究所（注：截至 2025 年报）

2.2 显示检测：多领域业务突破

公司新型显示器件检测技术及量产经验突出。在新型显示器件检测领域，公司以光、算、电的核心技术积累为基础，推出覆盖新型显示器件中后道制程、硅基微显示器件缺陷检测及校准修复的各类自动化设备，构建了新型显示器件 Cell 及 Module 制程的光学检测及校正修复系统、老化系统、触控检测系统等有较强竞争力的产品线，同时研发检测设备的核心部件及辅耗治具，是国内领先的 AMOLED 以及微显示器件检测系统解决方案提供商。

依托研发、品质与制造优势，公司新型显示检测设备在多领域实现市场突破，客户覆盖广泛且订单持续落地。凭借持续聚焦的研发投入、完善的产品品质管控体系及丰富的设备生产制造经验，公司光学检测及校正修复设备等多类设备在国内占据稳定的市场份额。在 AMOLED 领域，检测设备已深度覆盖京东方、TCL 科技、维信诺、深天马等行业主流厂商，市占率稳步提升；中尺寸 AMOLED 领域，为适配 IT、车载等新兴需求，公司针对性研发 G8.6 代 AMOLED 产线适配检测设备，并成功斩获批量订单；微型显示领域，已实现 Micro LED/Micro OLED 的信号发生器、晶圆检测设备、光学检测及校正修复设备、最终成品检测设备等产品的量产销售，并向海外头部 AR/VR 客户提供系统化检测解决方案。

图表 16: 公司主要产品用于新型显示器件制造的环节



资料来源：招股说明书，华源证券研究所

图表 17: AMOLED、微显示业务突破

AMOLED业务

G8.6设备开始向客户交付，技术突破与市场应用双提速，为高世代显示业务发展奠定坚实基础。



Cell老化设备

微显示业务

与海外 AR/VR 头部终端厂商的战略合作持续深化，多款设备陆续交付，卡位AI 时代人机交互核心入口。



资料来源：精智达公众号，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

预计2026–2028年精智达营收增速分别为46.77%、53.33%、45.16%，营收分别为16.56、25.39、36.85亿元。

新型显示器件检测：主要用于 AMOLED、TFT–LCD 等显示器件的 Cell 与 Module 制程，涵盖光学特性、显示缺陷与电学特性等检测及校准修复，以提升良率、降低损耗并为工艺优化提供数据支撑。我们预测 2026–2028 年收入增速分别为 18.00%、20.00%和 20.00%，营收分别为 5.91、7.09、8.51 亿元。

半导体存储器件测试：主要覆盖 DRAM 等存储器在晶圆制造环节的裸片测试、修复，以及封装测试环节的芯片性能、老化测试与修复，包括晶圆测试系统、老化修复系统及封装测试系统等。我们预测该业务 2026–2028 年收入增速分别为 70.00%、72.00%和 55.00%，营收分别为 10.62、18.26、28.30 亿元。

其他业务：预计 2026–2028 年营收增速分别为 10.00%、10.00%、10.00%，营收分别为 0.03、0.04、0.04 亿元。

长川科技主要从事半导体测试设备的研发、生产和销售，华峰测控主要从事半导体自动化测试系统的研发、生产和销售，中科飞测主要从事半导体检测与量测设备业务，选取作为可比公司。预计 2025–2027 年精智达归母净利润分别为 2.82、4.43、6.83 亿元，同比分别增长 330.86%、57.32%、54.11%，对应 PE 分别为 132、84、55 倍。公司深耕半导体测试检测设备及系统解决方案，着力构建系统化全站点服务能力，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 18：可比公司估值表

股票代码	公司简称	总市值	归母净利润（亿元）				PE		
		2026–5–19	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
300604.SZ	长川科技	1,421.41	21.10	28.63	40.10	67	50	35	
688200.SH	华峰测控	587.27	7.23	9.12	11.82	81	64	50	
688361.SH	中科飞测	772.11	3.76	6.62	10.77	205	117	72	
		算术平均				118	77	52	
688627.SH	精智达	373.12	2.82	4.43	6.83	132	84	55	

资料来源：iFinD，华源证券研究所。注：长川科技、华峰测控、中科飞测盈利预测来自 iFinD 一致预期，精智达盈利预测来自华源证券研究所

4. 风险提示

行业竞争加剧的风险：随着市场参与者增加，如果部分产品竞争趋于激烈，可能面临行业竞争加剧的风险。

技术升级迭代的风险：显示与半导体测试设备行业技术迭代迅速，若公司未能保持技术领先，可能面临技术落后或产品被替代的风险。

客户集中度较高的风险：公司前五大客户销售占公司总收入的比重较高，若主要客户发生不利经营变化，可能影响公司业绩。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	704	331	319	321
应收票据及账款	593	859	1,316	1,911
预付账款	12	17	27	39
其他应收款	5	10	16	23
存货	210	395	593	835
其他流动资产	315	562	729	945
流动资产总计	1,840	2,175	3,001	4,073
长期股权投资	59	53	47	41
固定资产	86	118	142	140
在建工程	43	21	0	0
无形资产	4	7	13	17
长期待摊费用	50	48	48	48
其他非流动资产	263	268	268	268
非流动资产合计	506	516	519	516
资产总计	2,345	2,691	3,519	4,589
短期借款	0	43	243	443
应付票据及账款	408	518	778	1,094
其他流动负债	148	155	233	330
流动负债合计	556	715	1,254	1,867
长期借款	31	25	19	13
其他非流动负债	6	6	6	6
非流动负债合计	36	31	25	19
负债合计	592	746	1,279	1,886
股本	94	94	94	94
资本公积	1,367	1,367	1,367	1,367
留存收益	262	451	742	1,199
归属母公司权益	1,723	1,911	2,203	2,660
少数股东权益	30	33	37	43
股东权益合计	1,754	1,944	2,240	2,703
负债和股东权益合计	2,345	2,691	3,519	4,589

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	70	259	422	664
折旧与摊销	32	54	76	97
财务费用	-11	0	6	15
投资损失	7	-1	-1	-1
营运资金变动	-63	-592	-499	-658
其他经营现金流	70	26	26	26
经营性现金净流量	105	-254	30	142
投资性现金净流量	114	-63	-78	-93
筹资性现金净流量	-29	-56	36	-47
现金流量净额	190	-373	-12	2

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,128	1,656	2,539	3,685
营业成本	714	1,009	1,517	2,134
税金及附加	7	9	13	19
销售费用	54	70	107	155
管理费用	66	75	114	177
研发费用	183	166	254	368
财务费用	-11	0	6	15
资产减值损失	-32	-33	-50	-73
信用减值损失	-36	-35	-53	-78
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-7	1	1	1
公允价值变动损益	3	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	24	23	23	23
营业利润	68	285	448	692
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	67	286	449	692
所得税	-3	1	2	3
净利润	70	284	448	690
少数股东损益	5	3	4	6
归属母公司股东净利润	65	282	443	683
EPS(元)	0.70	2.99	4.71	7.26

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	40.46%	46.77%	53.33%	45.16%
营业利润增长率	-8.25%	321.80%	57.50%	54.22%
归母净利润增长率	-18.39%	330.86%	57.32%	54.11%
经营现金流增长率	623.21%	-341.02%	111.75%	375.74%
盈利能力				
毛利率	36.73%	39.03%	40.23%	42.09%
净利率	6.21%	17.18%	17.63%	18.72%
ROE	3.80%	14.75%	20.13%	25.69%
ROA	2.79%	10.48%	12.60%	14.89%
估值倍数				
P/E	570.34	132.37	84.14	54.60
P/S	33.08	22.54	14.70	10.13
P/B	21.65	19.52	16.94	14.03
股息率	0.00%	0.25%	0.41%	0.61%
EV/EBITDA	230	109	70	47

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）。