



联动科技 (301369.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

功率测试设备供应商跨界存储， 迎行业量价齐升景气周期

投资逻辑

公司聚焦半导体后道封装测试专用设备领域，凭借“测试系统+激光打标”双轮驱动。全球迎来 AI 技术爆发式发展，带动半导体设备超预期的投资力度。根据 SEMI，2025 年全球半导体测试设备预计激增 48.1%至 112 亿美元，2026、2027 年测试设备销售额预计继续增长 12.0%和 7.1%。公司半导体自动化测试系统主要覆盖功率半导体、模拟及数模混合集成电路测试系统、大规模数字 SoC 类集成电路测试领域。2026 年年初以来，功率半导体行业进入新一轮涨价周期。包括英飞凌、德州仪器、士兰微、扬杰科技在内的近 20 家海内外巨头密集发布涨价函，调价幅度普遍在 10%-25%，本轮功率器件涨价本质是供给侧刚性约束与下游 AI/新能源需求爆发共振，芯片扩产浪潮有望转化为测试设备红利。功率半导体 IDM 与封测 (OSAT) 厂商大幅加快扩产节奏。公司作为本土功率测试核心供应商将直接受益。

公司以行业领先的高研发投入力度推动产品及技术革新，收购 Northstar 引入存储测试技术。公司在分立器件测试领域自主研发的测试系统成功实现进口替代，有效填补国内高端测试设备的空白。公司于 26 年 7 月 3 日公告以 1000 万美元现金收购 Northstar 100%股权，其核心团队源自国际 ATE 巨头泰瑞达 (Teradyne)。Northstar J750 系列及 Magnum 存储测试系列技术平台，完整掌握存储测试设备的 ALPG (自动线性模式产生器) 核心算法。此次收购成功填补公司在存储测试领域的空白，打通了“功率+模拟+SoC+存储”的全品类测试矩阵，开启全球化第二增长曲线。

盈利预测、估值和评级

不考虑 Northstar 的收购事项，我们预计 26-28 年公司将分别实现营收 7.43 亿、14.42 亿和 23.51 亿元，预计 26-28 年实现归母净利润分别为 1.04、3.08 和 6.16 亿元，对应 PE 为 145、49、25 倍。考虑到公司是国内功率半导体测试设备核心供应商，迎来下游行业景气度反转与外延跨界存储的双重催化，给予 2027 年 60xPE，目标价 180.71 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

SoC 新品研发及市场推广不及预期；行业景气度下行与资本开支波动；市场竞争加剧；客户集中度较高；海外并购整合及标的盈利改善不及预期；限售股解禁。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：周焕博 (执业 S1130525080009)

zhouhuanbo@gjzq.com.cn

分析师：戴宗廷 (执业 S1130524120005)

daizongting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：148.00 元

目标价 (人民币)：180.71 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	311	354	743	1,442	2,351
营业收入增长率	31.60%	13.84%	109.73%	93.99%	63.10%
归母净利润(百万元)	20	34	104	308	616
归母净利润增长率	-17.41%	65.25%	210.76%	195.53%	99.91%
摊薄每股收益(元)	0.291	0.475	1.019	3.012	6.021
每股经营性现金流净额	-1.02	-0.38	1.42	0.71	4.95
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.36%	2.22%	6.53%	16.36%	24.89%
P/E	179.99	281.65	145.22	49.14	24.58
P/B	2.45	6.25	9.48	8.04	6.12

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、深耕半导体后道制程的分立器件测试机国产供应商	4
1.1 从激光打标到自动化测试设备，公司构筑了丰富的产品矩阵	4
1.2 功率器件行业景气度复苏，公司研发投入持续加码	5
二、半导体测试设备市场规模持续扩大，国产化进程加快	7
2.1 半导体市场景气度高企，测试机设备市场持续扩张	7
2.2 外国寡头垄断测试机市场，公司有望加快国产替代	12
三、筑牢功率测试基本盘，突破 SoC 打开第二增长曲线	13
3.1 夯实分立器件测试优势，错位竞争构筑盈利壁垒	13
3.2 进军百亿级 SoC 测试赛道，收购 Northstar 填补存储测试领域空白	14
四、盈利预测与投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 投资建议及估值	17
五、风险提示	18

图表目录

图表 1： 公司自成立以来深耕半导体后道封装测试设备领域	4
图表 2： 公司产品包括半导体自动化测试系统、激光打标机、探针台等	5
图表 3： 公司股权结构集中（截至 2025 年年报）	5
图表 4： 公司营收 2023 年触底后逐渐复苏	6
图表 5： 公司归母净利润 2025 年恢复增长	6
图表 6： 公司毛利率维持中高水平，净利率逐渐复苏（单位：%）	6
图表 7： 公司销售、管理费用管控趋于平稳，研发投入维持高水平（单位：%）	7
图表 8： 晶圆代工与功率 IDM 齐发函，7 月 1 日迎来集体调价	7
图表 9： 晶圆代工产能配置明显朝 AI 相关产品倾斜，加速改变成熟制程供需结构	8
图表 10： 2025 年全球半导体市场景气度持续高企	8
图表 11： 全球半导体设备市场持续增长	9
图表 12： SEMI 预计 24 年至 29 年全球 12 寸晶圆厂存储领域设备投资将以 19%的复合年增长率（CAGR）增长	9
图表 13： 5M26 台股集成电路封装测试行业营收达 893.04 亿新台币，同比+27.7%	10
图表 14： 2025 年，ATE 设备占测试设备总营收 70.2%	10
图表 15： 功率半导体市场稳步扩容，结构性迭代提高测试设备需求	11
图表 16： 国内部分封测厂在建工程持续增长（单位：亿元）	11
图表 17： 国内部分封测厂商在建工程同比增速略有下降（单位：%）	11



图表 18: 部分 IDM 厂商在建工程维持高位 (单位: 亿元)	12
图表 19: 部分 IDM 厂商在建工程增速有所下降 (单位: %)	12
图表 20: 中国大陆半导体设备销售额全球维持较高占比	12
图表 21: 公司产品集中在模拟及数模混合集成电路测试系统和半导体分立器件测试系统	13
图表 22: 公司收入规模小于同行业可比公司 (单位: 亿元)	13
图表 23: 公司收入增速低于长川科技和金海通 (单位: %)	13
图表 24: 公司毛利率处于行业中游水平 (单位: %)	14
图表 25: 我国测试机市场以 SoC 测试机为主	14
图表 26: 受 AI 和 HPC 发展拉动 SoC 测试设备市场快速增长 (单位: 亿美元)	15
图表 27: 公司研发费用率处于行业领先水平 (单位: %)	15
图表 28: 公司分业务营收、毛利率预测	17
图表 29: 公司期间费用率 (单位: %)	17
图表 30: 可比公司估值 (截至 2026 年 7 月 17 日)	18



一、深耕半导体后道制程的分立器件测试机国产供应商

1.1 从激光打标到自动化测试设备，公司构筑了丰富的产品矩阵

公司成立于 1998 年，是国内领先的半导体后道封装测试设备供应商，长期专注于半导体测试设备的研发、生产及销售，在功率半导体测试领域积累了深厚的技术实力和优质客户资源。公司主营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，广泛应用于新能源汽车、光伏、风电、储能及数据中心等领域功率器件、电源管理芯片（PMIC）及功率模块的功能与性能测试。2019 年完成股份制改造后，公司于 2022 年在深交所创业板挂牌上市。

图表1：公司自成立以来深耕半导体后道封装测试设备领域



来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

公司已构建起覆盖半导体封测核心环节的产品矩阵，主营业务涵盖半导体自动化测试系统，以及激光打标机、探针台等机电一体化设备。在自动化测试领域，公司产品线实现了从分立器件到高端数字芯片的阶梯式布局：功率半导体测试系统（QT-4000/3000 及 QT-8400 系列）重点面向中高功率器件及 SiC/GaN 第三代半导体模块；小信号高速测试系统（QT-6000 系列）聚焦 1.2KV/30A 以下分立器件；模拟及数模混合集成电路测试系统（QT-8100/8200/8600 系列）覆盖电源管理、音频及射频等 IC 测试；新一代大规模数字 SoC 测试系统（QT-9800 系列）则向上延伸至 CPU、GPU、DPU 算力芯片及端侧 AI 芯片领域。此外，公司在自动化设备端配套提供兼容多种光源的精密激光打标机，以及支持 6 至 12 英寸 Si 及 SiC 晶圆的自动探针台，进一步完善了其在半导体封测产线的设备协同与业务闭环。



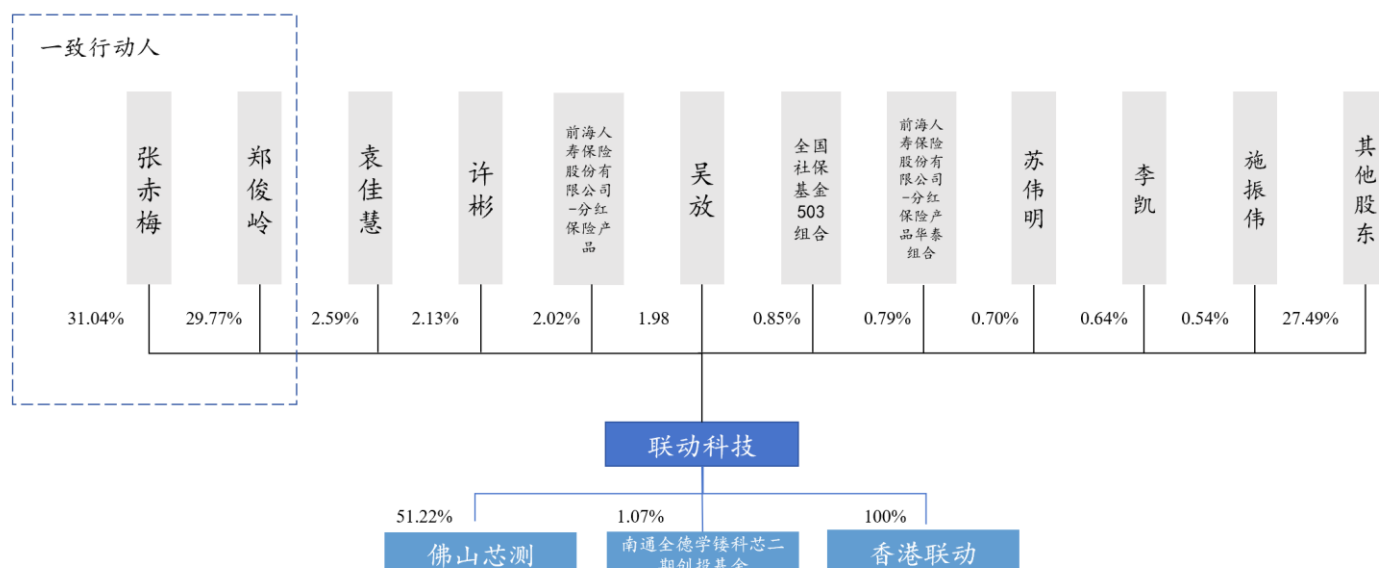
图表2：公司产品包括半导体自动化测试系统、激光打标机、探针台等



来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

公司股权结构集中且稳定。根据 ifind，公司董事长张赤梅与总经理郑俊岭作为一致行动人，分别持股 31.04% 和 29.77%，合计持股 60.81%，处于绝对控股地位。在子公司及对外投资层面，公司 100% 全资控股香港联动，51.22% 控股佛山芯测，对核心业务主体保持实质控制；同时，公司还参股了南通全德学镓科芯二期创投基金，保持了产业投资布局。

图表3：公司股权结构集中（截至 2025 年年报）



来源：ifind，国金证券研究所

1.2 功率器件行业景气度复苏，公司研发投入持续加码

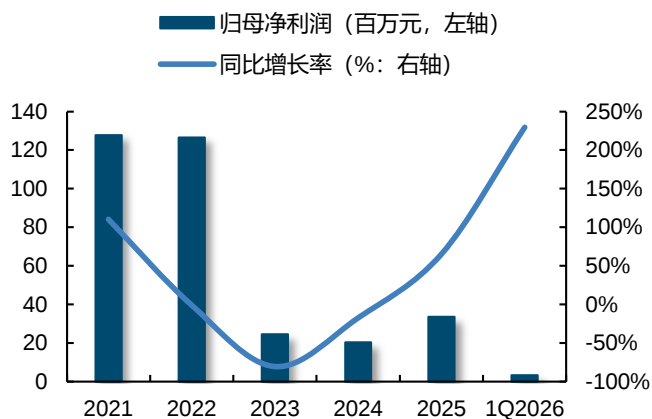
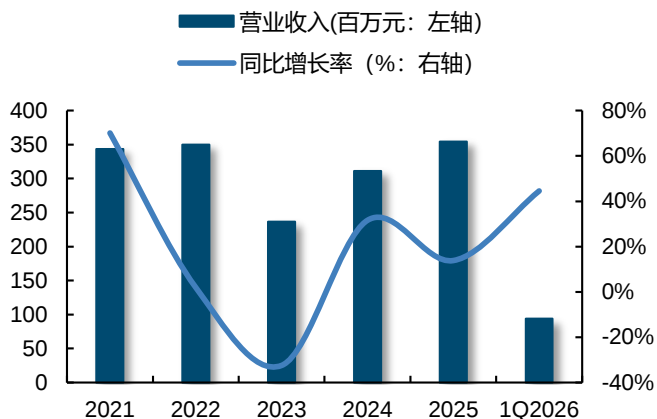
受半导体行业周期波动影响，公司近几年业绩呈现先抑后扬的复苏态势。2023 年受全球半导体行业下行及下游去库存影响，公司营收同比下滑 32.5% 至 2.4 亿元，归母净利润承压降至 0.3 亿元。2024 年，得益于行业景气度回暖及下游对半导体测试设备需求的增加，公司营收回暖至 3.1 亿元（同比+31.6%）。2025 年，顺应行业周期性复苏，公司业绩进



一步延续增长趋势，全年实现营收 3.5 亿元（同比+13.8%），归母净利润修复至 0.3 亿元（同比+65.3%），整体盈利能力呈现出稳步回升的态势。根据公司 2026 年 7 月 7 日公布的业绩预告，2026H1 公司实现归母净利润预计为 2100-2900 万元，较上年同期的 1211.2 万元增长 73.4%-139.4%。公司的业绩变动主要受 AI、高性能计算及新能源汽车等下游应用领域需求增长带动，半导体测试设备行业景气度持续上行，公司抓住国产化替代的战略机遇，市场拓展成效显著，经营业绩实现稳健增长。

图表4：公司营收 2023 年触底后逐渐复苏

图表5：公司归母净利润 2025 年恢复增长

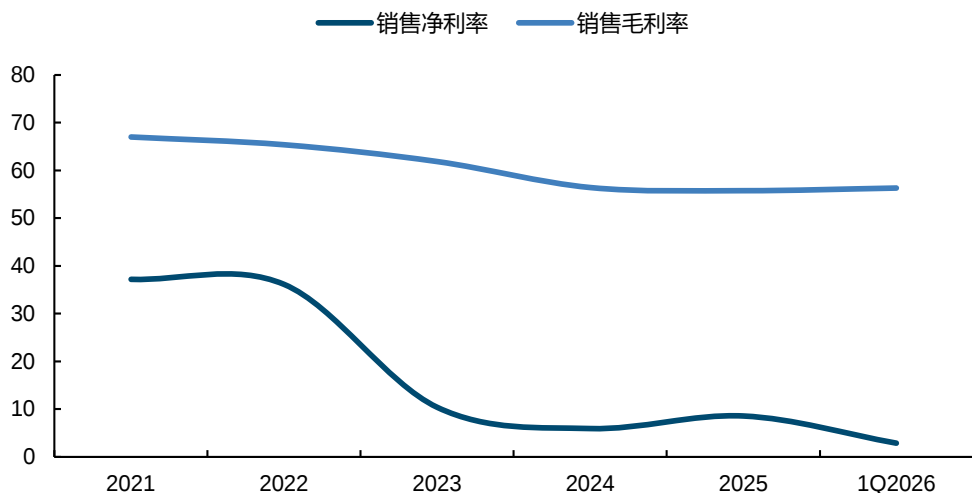


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

公司毛利率整体维持在中高水位，净利率呈现触底修复态势。2021 年至 2025 年，受宏观行业周期波动及市场竞争等因素影响，公司销售毛利率由 67.0% 逐步回落至 55.7%，但绝对值仍保持在 50.0% 以上的较高区间，显示出核心测试设备具备较强的产品附加值，2026Q1 公司的销售毛利率回升至 56.3%。净利率方面，公司销售净利率由 2021 年的 37.2% 阶段性下滑至 2024 年的 5.9%；随着前期费用压力的逐步消化及下游业务的边际回暖，2025 年公司销售净利率为 8.6%。

图表6：公司毛利率维持中高水平，净利率逐渐复苏（单位：%）

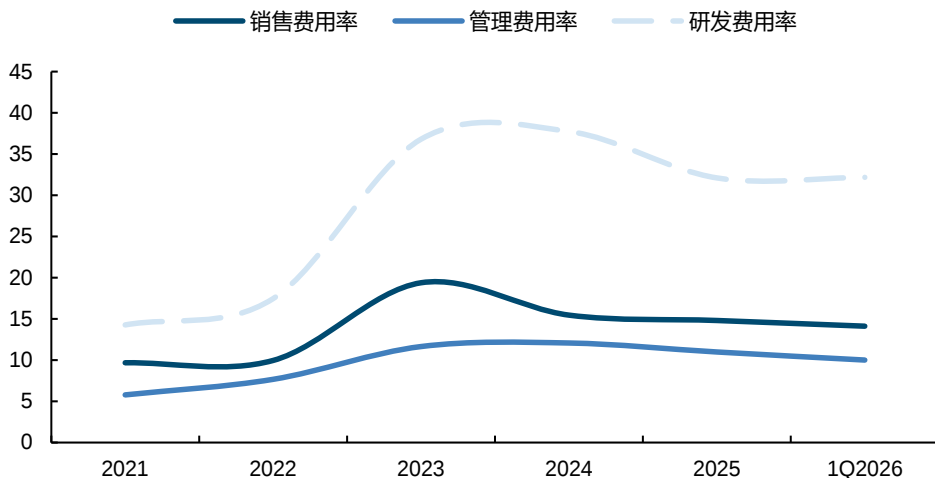


来源：Wind，国金证券研究所

公司各项费用管控整体趋于平稳，研发投入强度显著提升。2021 年至 2025 年，公司销售费用率在 9.7% 至 20.2% 区间波动（1Q2026 年回落至 14.1%），管理费用率则在 5.8% 至 12.1% 之间波动（1Q2026 年为 10.0%）。公司研发费用率呈现出明显的抬升趋势，由 2021 年的 14.3% 大幅增长至 2024 年的 37.8% 高点，并在 2025 年维持在 32.1% 的较高水平，1Q2026 公司的研发费用率为 32.2%。



图表7：公司销售、管理费用管控趋于平稳，研发投入维持高水平（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

二、半导体测试设备市场规模持续扩大，国产化进程加快

2.1 半导体市场景气度高企，测试机设备市场持续扩张

功率半导体行业进入新一轮涨价周期，供需格局改善推动产业链盈利修复。AI服务器电源、新能源汽车、高端工业控制等下游需求持续增长，叠加全球晶圆制造产能收缩、原材料成本上涨等因素，全球功率半导体产业链正开启新一轮价格上行周期。近期，全球已有近20家海内外半导体企业陆续发布调价通知，涵盖功率器件、晶圆制造及封装测试等多个环节，包括华润微电子、士兰微、芯联集成、扬杰科技等行业龙头企业，产品价格普遍上调10%-25%，且部分企业年内已实施多轮调价，反映行业景气度持续改善。本轮价格上涨并非单纯由成本传导驱动，更体现出供给收缩与需求扩张共同作用下行业供需关系的实质性改善，MOSFET、IGBT等功率器件价格已率先进入上行通道，行业盈利能力有望迎来新一轮修复。

图表8：晶圆代工与功率IDM齐发函，7月1日迎来集体调价

公司	调价产品	调整幅度	执行时间
华润微	全品类业务	上调15%起	2026年7月1日起生效
士兰微	各产品线业务	上调15%起	2026年7月1日起生效
芯联集成	全产品线	15%-25%	-
扬杰科技	全系列功率器件产品	10%-15%	2026年7月1日起生效

来源：全球半导体观察，国金证券研究所

我们认为本轮功率半导体涨价周期具有较强的产业趋势属性。一方面，AI算力基础设施、新能源汽车及工业自动化等结构性需求仍将持续增长，为功率器件需求提供长期支撑；另一方面，全球成熟制程扩产节奏仍相对谨慎，供给弹性有限，行业供需格局有望维持紧平衡。随着产品价格回升、产能利用率提升及国产替代持续推进，国内功率半导体企业盈利能力有望修复，芯片扩产浪潮有望转化为测试设备红利，公司作为本土功率测试核心供应商有望直接受益。

AI驱动行业景气持续上行，晶圆制造及设备资本开支进入新一轮扩张周期。根据TrendForce，受AI相关Power IC需求快速增长以及台积电、三星等头部晶圆厂主动控制成熟制程供给影响，全球8英寸晶圆厂产能利用率持续提升，晶圆代工价格进入上行周期。与此同时，12英寸成熟制程亦呈现供需趋紧态势。一方面，台积电启动成熟制程减产，预计将带来中长期订单外溢；另一方面，55nm及以上High Voltage (HV) Power IC订单持续强劲，推动中国台湾地区晶圆厂进一步压缩HV产能，部分订单加速向中国大陆晶圆厂转移。叠加AI新兴应用持续挤占成熟制程产能以及原材料成本上涨等因素，预计12英寸成熟制程代工价格上涨趋势有望延续至2027年，成熟制程景气度进入新一轮上行周期。



图表9：晶圆代工产能配置明显朝AI相关产品倾斜，加速改变成熟制程供需结构

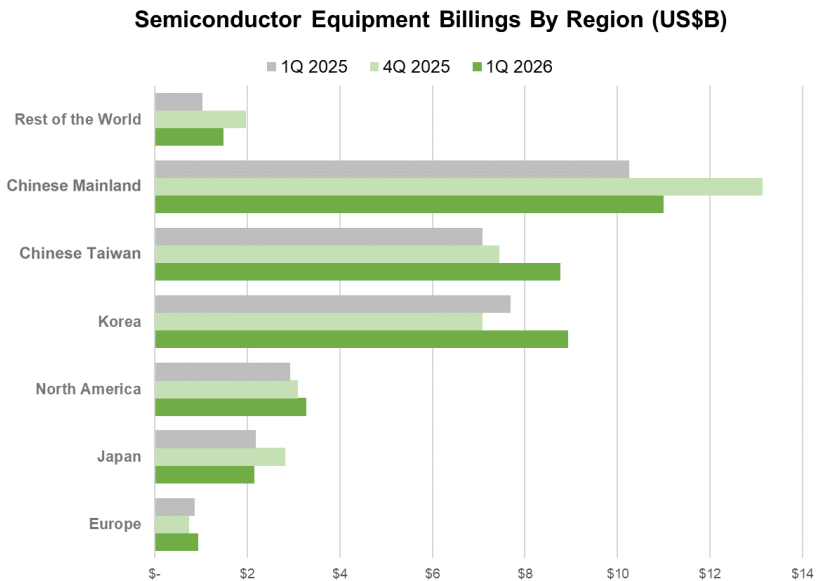
2H25-2H26晶圆代工价格涨幅变化

Process Node	2H25	1H26	2H26
8-inch Processes	5-10% (specific processes only)	5-15%	0-10%
12-inch Mature Nodes	Flat	Flat	0-10%
12-inch Advanced Nodes	Flat	5-10%	Flat

来源：Trendforce，国金证券研究所

全球半导体设备市场继续受益于AI资本开支扩张，行业景气度维持高位。根据SEMI的数据，2026年第一季度全球半导体设备销售额达到365.5亿美元，同比增长14%、环比增长1%，创历史同期新高。SEMI指出本轮设备投资主要由AI基础设施建设持续拉动，包括先进逻辑、HBM/DRAM及先进封装等领域的新增产能建设和技术升级，AI已成为推动全球半导体设备市场增长的核心驱动力。

图表10：2025年全球半导体市场景气度持续高企



Source: SEMI (www.semi.org) and SEAJ (www.seaj.or.jp), June 2026

来源：SEMI，国金证券研究所

中国半导体市场延续全球增长引擎地位，终端需求进入加速释放阶段。从区域市场来看，中国市场在全球半导体景气复苏过程中保持较强韧性，根据SEMI的数据，2025年中国半导体市场同比+17.9%，需求基本盘持续夯实。进入2026年后，行业景气进一步提升。根据美国半导体行业协会（SIA）披露的数据，2026年1月全球半导体销售额达到825亿美元，同比增长46.1%；其中，中国市场同比增长47.0%、环比增长5.8%，均高于全球平均水平，显示国内AI算力建设、消费电子复苏及汽车电子等下游需求共同推动半导体市场进入新一轮加速增长阶段，中国市场仍是全球半导体产业最重要的增长来源。



图表11：全球半导体设备市场持续增长

Semiconductor Equipment Market Revenue by Region

(U.S. Dollars in Billions)

Region	1Q 2026	4Q 2025	1Q 2025	1Q (QoQ)	1Q (YoY)
Europe	\$0.95	\$0.74	\$0.87	28%	9%
Japan	\$2.16	\$2.82	\$2.18	-24%	-1%
North America	\$3.28	\$3.09	\$2.93	6%	12%
Korea	\$8.93	\$7.08	\$7.69	26%	16%
Chinese Taiwan	\$8.77	\$7.44	\$7.09	18%	24%
Chinese Mainland	\$10.99	\$13.13	\$10.26	-16%	7%
Rest of the World	\$1.48	\$1.97	\$1.03	-25%	43%
Total	\$36.55	\$36.27	\$32.05	1%	14%

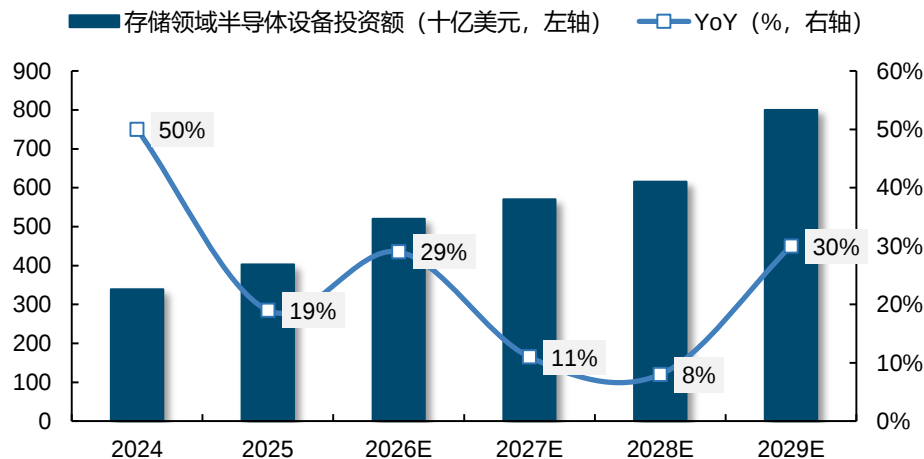
Sources: SEMI (www.semi.org) and SEAJ (www.seaj.or.jp), June 2026

Note: Summed subtotals may not equal the total due to rounding.

来源：SEMI，国金证券研究所

存储资本开支进入新一轮扩张周期，HBM 投资成为行业增长主线。根据 SEMI 的数据，全球 300mm 晶圆厂存储领域设备投资预计 2026 年将同比增长 29%至 520 亿美元，首次突破 500 亿美元，并于 2027 年进一步增长 11%至 570 亿美元；2024-2029 年全球存储设备投资复合增长率预计达到 19%。全球 300mm 存储晶圆月产能预计将由 2026 年的 410 万片提升至 2027 年的 420 万片。SEMI 预测 AI 基础设施、数据中心及下一代计算平台持续扩张，正推动 HBM 等先进存储需求快速增长，全球存储厂商正在加速推进先进制程、先进封装及新增产能建设，AI 驱动下的存储资本开支周期仍将持续，成为未来几年全球半导体设备需求增长的重要支撑。

图表12：SEMI 预计 24 年至 29 年全球 12 寸晶圆厂存储领域设备投资将以 19%的复合年增长率 (CAGR) 增长

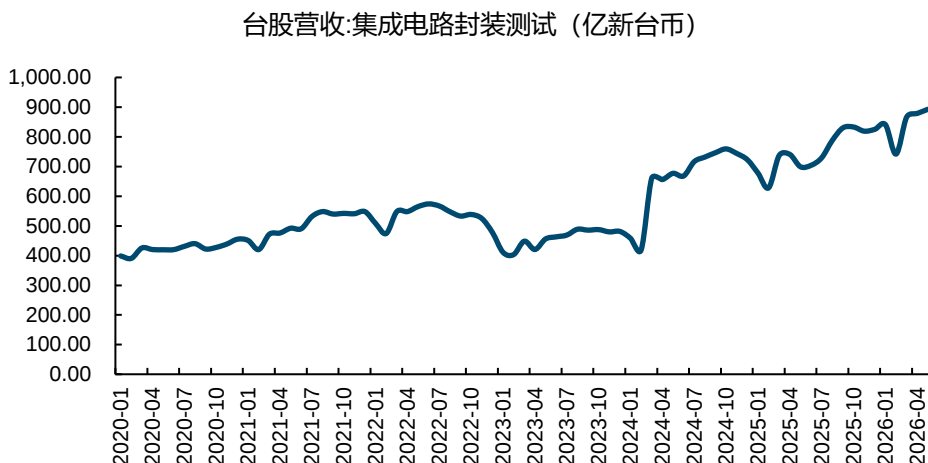


来源：SEMI，国金证券研究所

产业转移与算力需求共振，全球及中国封测市场规模稳步扩张。在半导体大盘整体复苏的背景下，作为产业链中下游的核心环节，封装测试行业同样展现出明确的扩张趋势。根据 Wind 的数据，2026 年 5 月中国台湾地区的集成电路封装测试行业的月度营业总收入达 893.04 亿新台币，同比增长 27.7%。



图表13: 5M26 台股集成电路封装测试行业营收达 893.04 亿新台币, 同比+27.7%

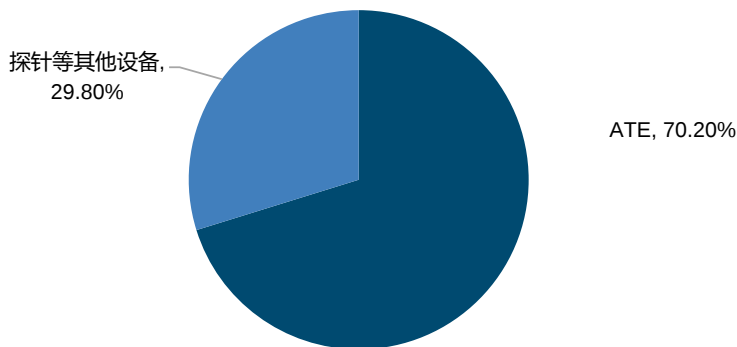


来源: Wind, 国金证券研究所

AI 与存储技术迭代重塑增长逻辑, 半导体测试设备市场规模快速增加。根据 SEMI 最新预测, 受益于人工智能对先进逻辑、存储及先进封装技术的强劲拉动, 全球半导体制造设备市场正迎来新一轮扩张周期。展望 2026-2027 年, 市场规模有望进一步跃升至 1450 亿及 1560 亿美元, 其中, 后道环节表现尤为亮眼: 随着器件架构复杂度提升以及第三代半导体、先进封装的加速渗透, 2025 年半导体测试设备销售额同比激增 48.1%至 112 亿美元。预计 2026、2027 年测试设备销售额预计继续增长 12.0%和 7.1%。

从测试设备的细分品类来看, 自动测试设备 (ATE) 在半导体测试设备市场中占据绝对主导地位。据 Mordor Intelligence 统计, 2025 年 ATE 设备营收占比高达 70.2%。随着先进制程节点对测试带宽、时序分辨率及功率保真度提出更严苛的要求, ATE 作为承担逻辑、存储以及数模混合、大功率器件全方位性能验证的基石设备, 其市场规模具备高度的扩张确定性。

图表14: 2025 年, ATE 设备占测试设备总营收 70.2%

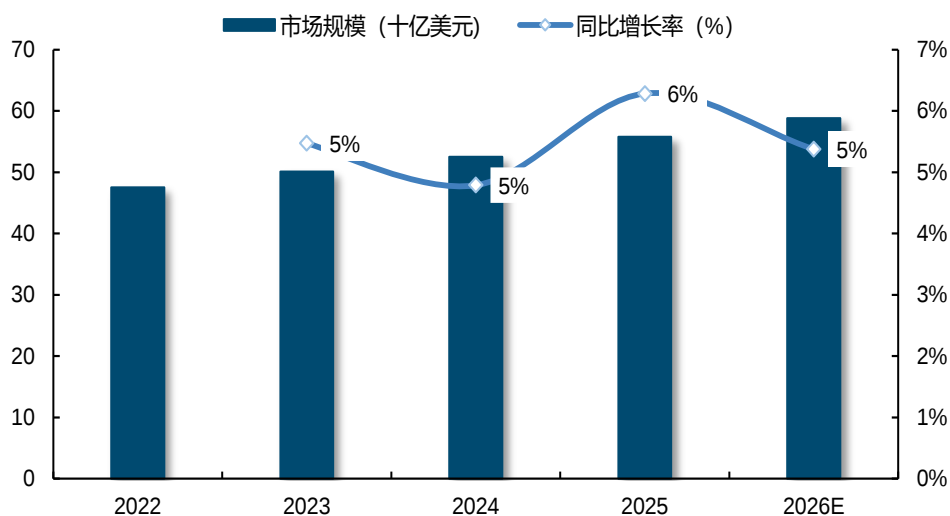


来源: Mordor Intelligence, 国金证券研究所

功率半导体大盘稳步扩容, 后道测试设备要求提升。受益于新能源汽车加速渗透、工业自动化升级以及数据中心快速扩张, 全球功率半导体市场呈现稳健增长态势。据 Global Market Insights 数据, 2025 年全球功率半导体市场规模达 557 亿美元, 预计 2026 年将增至 588 亿美元。电动汽车向 800V 高压架构的演进以及快充基建的部署, 正强劲拉动 IGBT 及碳化硅 (SiC)、氮化镓 (GaN) 等宽禁带半导体器件的放量; 同时, 全球能效法规的趋严与智能电网的升级, 亦进一步加速了高效功率器件的渗透。功率器件向高压、大电流及新材料的结构性迭代, 对测试系统的电压/电流覆盖范围、寄生参数控制及可靠性验证提出了更严苛的要求, 显著提升了后道测试环节的复杂性与设备价值量。



图表15: 功率半导体市场稳步扩容, 结构性迭代提高测试设备需求

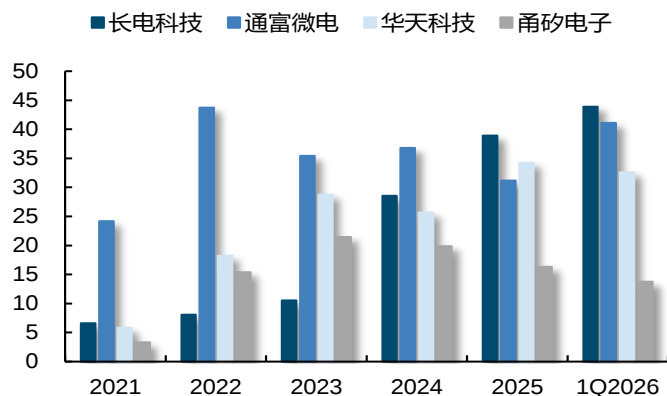


来源: Global Market Insights, 国金证券研究所

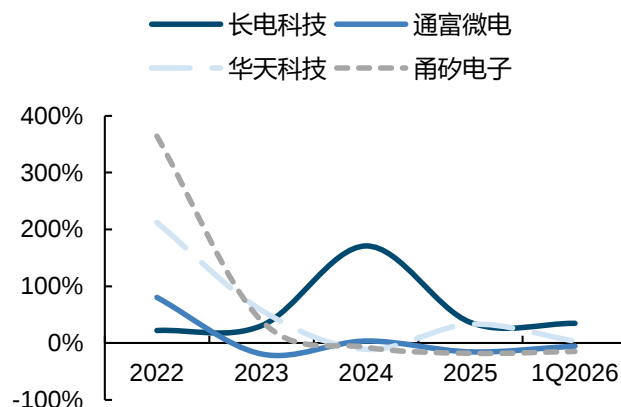
半导体产业发展呈现强周期性特征, 下游产能扩张释放上游设备采购动能。长电科技、通富微电等国内封测龙头, 以及时代电气、士兰微、扬杰科技等功率半导体 IDM 企业在建工程规模整体维持在高位。公司产品主要为半导体自动化测试系统和激光打标设备, 此类产品属于下游客户的资本性支出, 公司订单及营收会根据客户扩产和资本支出变化。

图表16: 国内部分封测厂在建工程持续增长 (单位: 亿元)

图表17: 国内部分封测厂商在建工程同比增速略有下降 (单位: %)



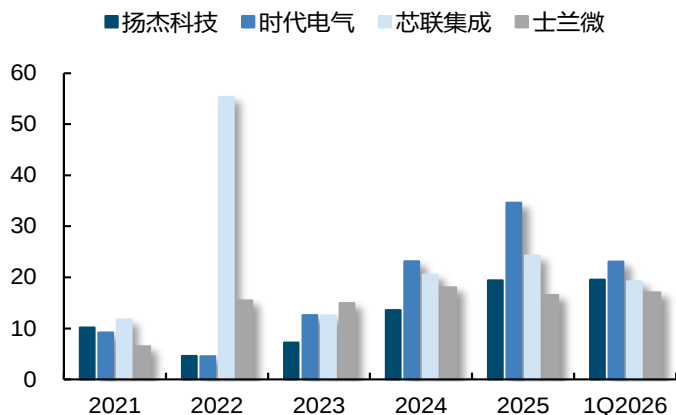
来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

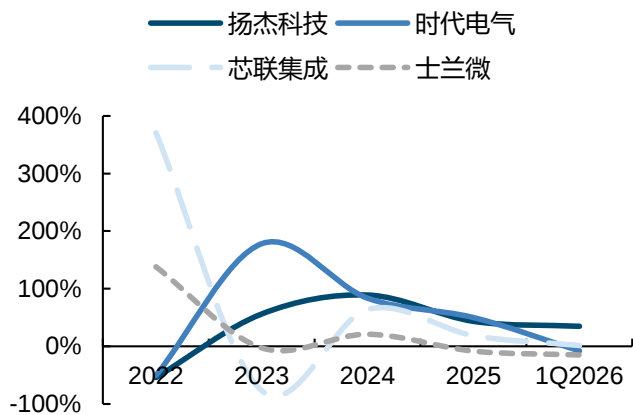


图表18：部分 IDM 厂商在建工程维持高位（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表19：部分 IDM 厂商在建工程增速有所下降（单位：%）



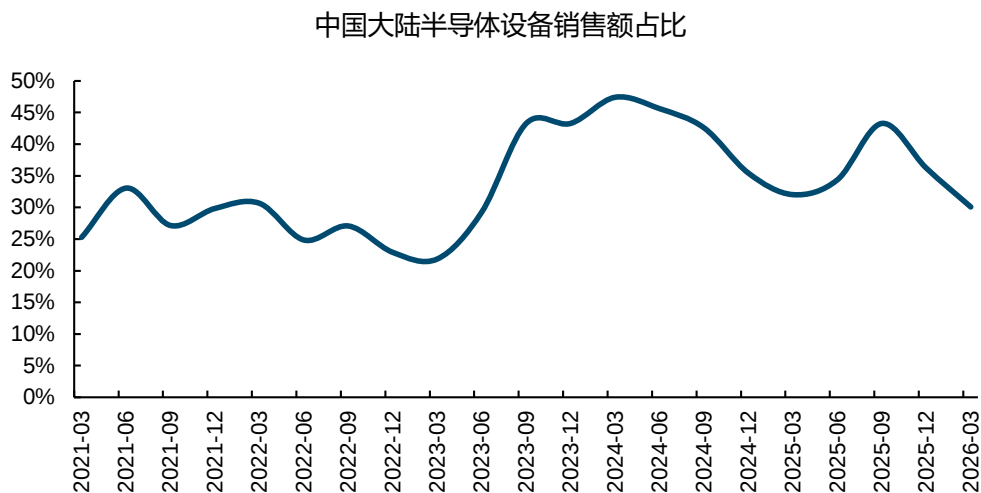
来源：Wind，国金证券研究所

2.2 外国寡头垄断测试机市场，公司有望加快国产替代

从全球半导体测试设备的竞争格局来看，市场呈现出显著的寡头垄断特征。目前，行业份额高度集中于海外巨头，爱德万（Advantest）与泰瑞达（Teradyne）长期占据绝对的主导地位。根据爱德万测试的测算数据，在当前市场扩张的背景下，仅其单家企业的全球市场占有率便已达到约 58%，两大外资巨头合计把控了全球 80% 以上的市场版图，在高端测试领域更是构筑了极深技术与生态壁垒。这种高度集中的寡头格局，既反映了测试设备严苛的研发门槛，也凸显了国内供应链实现自主可控的紧迫性。随着半导体产业加速向高端演进，能够在功率半导体全性能验证、数模混合及 SoC 等关键测试节点实现技术突破的本土设备厂商，正面临着打破外资垄断、承接广阔国产替代空间的产业机遇。

中国大陆半导体设备销售额在全球市场中始终维持较高占比，国产替代需求不断提升。近年来国内设备销售规模的短期波动，主要受行业周期演变与国际地缘政治博弈的交叉影响。尽管采购节奏存在客观波动，但在外部供应链风险日益加剧的背景下，核心底层设备的自主可控已成为国内半导体产业不可逆的长期刚需。为对冲潜在的断供风险，本土晶圆代工厂及封测龙头正全面加速关键设备的国产化验证与导入进程。这一产业链重塑趋势为本土设备商打开了确定性的替代窗口，公司这类具备核心自主知识产权的本土测试设备厂商，正显著受益于供应链安全诉求带来的设备替代浪潮，其自动化测试系统在主流产线的渗透速度与市占率有望实现较大提升。

图表20：中国大陆半导体设备销售额全球维持较高占比



来源：Wind，国金证券研究所



三、筑牢功率测试基本盘，突破 SoC 打开第二增长曲线

3.1 夯实分立器件测试优势，错位竞争构筑盈利壁垒

公司差异化产品布局，错位竞争深耕分立器件测试。在全球半导体测试系统市场由海外巨头全产品线覆盖的背景下，国内头部设备商普遍采取细分赛道单点突破的策略。从本土竞争格局来看，华峰测控与长川科技的产品矩阵主要聚焦于模拟及数模混合集成电路测试领域。相较之下，公司以半导体分立器件测试系统作为核心基本盘，在该细分赛道占据了国内领先的市场份额与行业地位。

图表21：公司产品集中在模拟及数模混合集成电路测试系统和半导体分立器件测试系统

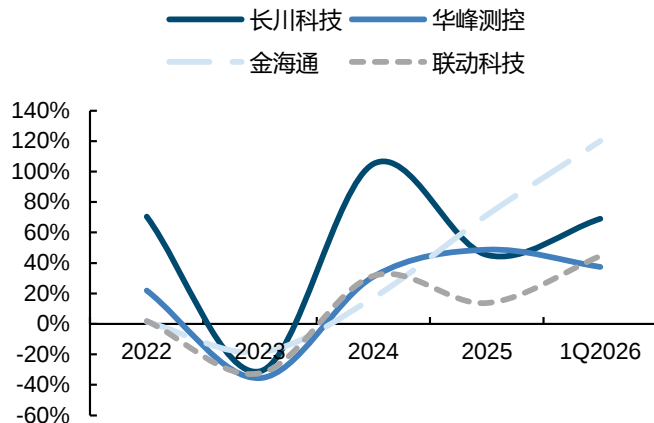
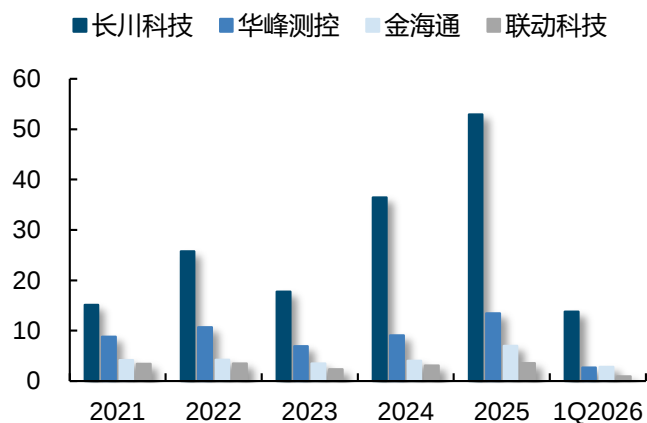
公司名称	存储器测试系统	数字、SoC 测试系统	模拟及数模混合测试系统	半导体分立器件测试系统	备注
泰瑞达	Magnum 系列	UltraFLEX 系列	ETS 系列	Lamsys 功率模块测试机系统	
爱德万	T5500/T5800 系列	T2000/V93000 系列	T7912		还有分选机产品
科休		Diamondx 系列	Diamondx 系列		还有分选机产品
TESEC				881/431/341 系列	分选机产品为主
华峰测控			STS8200/STS8300		
长川科技			CTA 系列		分选机等其他机电产品为主
宏邦电子			T86X	功率半导体动态参数测试模组/动态参数测试模组 (T342/T32X/T33X/T37X)	还有重力式分选机
联动科技			QT-8000 系列	QT-3000/4000/5000/6000 系列	还有激光打标及其他机电一体化产品

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

从营收规模的同业对比来看，公司的整体营业收入在绝对体量上与国内头部半导体测试设备企业存在一定差异。这种营收规模的落差，主要源于各厂商历史核心产品线所对应的可触达市场（TAM）空间不同，长川科技和金海通较早全面布局市场空间更为广阔的集成电路测试赛道，而公司前期则深度聚焦并筑牢分立器件测试的基本盘。

图表22：公司收入规模小于同行业可比公司（单位：亿元）

图表23：公司收入增速低于长川科技和金海通（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

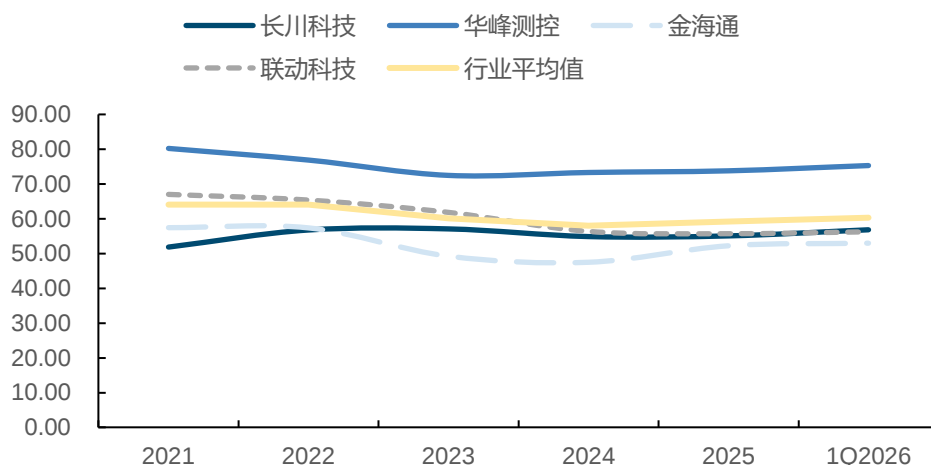
来源：Wind，国金证券研究所

公司毛利率处行业中游，受产品结构与拓展策略影响大。公司毛利率高于长川科技，主要



由于产品结构差异。长川科技较低毛利的分选机收入占比较高，公司则以高壁垒的自动化测试系统为主。公司毛利率低于华峰测控，主要原因为业务阶段与产品线差异。华峰测控测试系统收入占比较高且头部客户更多；公司在 IC 测试业务开拓期采取高性价比策略，加之测试系统底层架构的兼容性设计推高了单位硬件成本。

图表24：公司毛利率处于行业中游水平（单位：%）

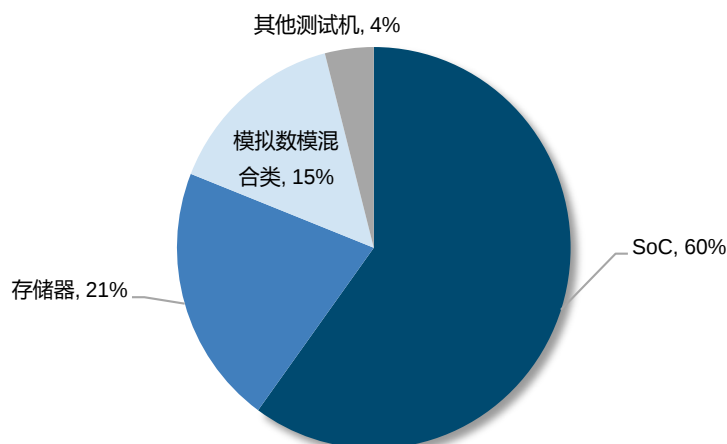


来源：Wind，国金证券研究所

3.2 进军百亿级 SoC 测试赛道，收购 Northstar 填补存储测试领域空白

按照应用领域的不同，半导体自动测试系统（ATE）主要细分为模拟/数模混合测试机、SoC 测试机以及存储器测试机。其中，模拟类测试机主要服务于以模拟信号为主的集成电路；存储测试机通过数据读写与校验完成对存储芯片的性能评估；而 SoC 测试机则主要针对高集成度、高复杂度的系统级芯片进行全方位性能验证。从全球测试机的市场结构来看，SoC 测试机占据了高达 60% 的市场份额，是 ATE 领域中价值量最高、市场空间最为广阔的核心赛道；存储器、模拟/数模混合类及其他测试机则分别占据 21%、15% 与 4% 的份额。SoC 测试设备绝对主导的市场地位与极高的技术壁垒，使其成为本土测试设备厂商打破规模天花板、实现产业价值跃迁的战略高地。

图表25：我国测试机市场以 SoC 测试机为主



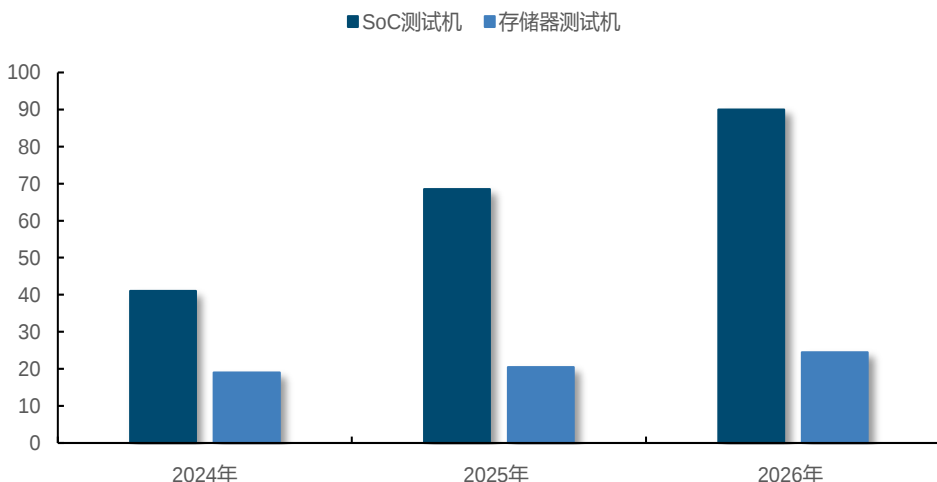
来源：智研报告网，国金证券研究所

随着 AI 与高性能计算（HPC）的快速演进，云端算力及端侧 SoC 芯片测试设备需求呈现爆发式增长。这类芯片通常具备极高的集成度与先进制程特征，导致单颗芯片的测试数据量与整体测试时长显著增加，直接驱动了后道测试设备大盘的强劲扩张。根据行业龙头爱德万（Advantest）的最新预测，在 AI 应用的持续催化及芯片复杂度提升的双重拉动下，



2026 年全球 SoC 测试设备市场规模预计将达到 85 亿至 95 亿美元，同比大幅增长 25% 至 40%；存储测试设备市场规模亦将达到 22 亿至 27 亿美元，同比增长 10%至 35%。

图表26：受 AI 和 HPC 发展拉动 SoC 测试设备市场快速增长（单位：亿美元）

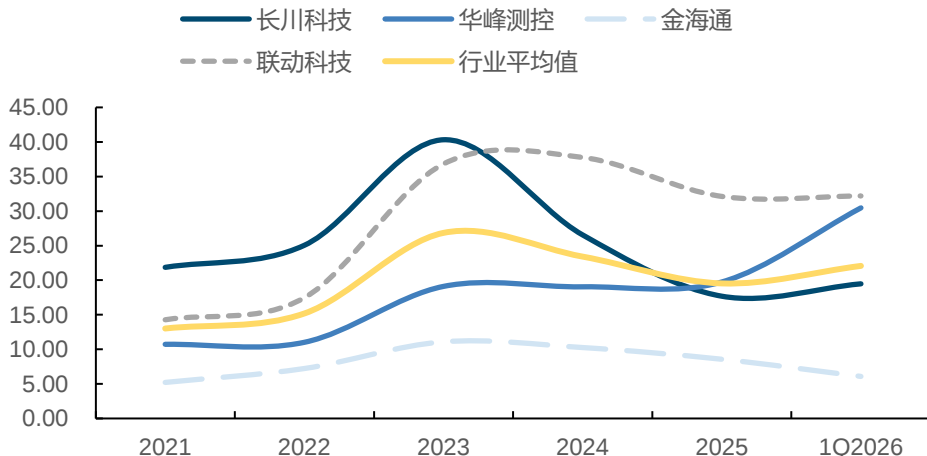


来源：爱德万测试公告，国金证券研究所（注：市场规模取爱德万预测中间值）

持续高研发投入夯实技术壁垒，支撑公司向高端 IC 测试平台持续升级。公司长期坚持高强度研发投入，1Q2026 公司的研发费用率为 32.2%，研发费用率持续高于行业平均水平，在半导体测试设备领域保持较高的技术投入力度。与行业可比公司相比，公司研发资源配置更加聚焦核心测试平台的自主研发，在巩固半导体分立器件测试设备领先优势的同时，持续加大数字及数模混合集成电路（IC）测试系统等高端产品的研发投入。我们认为，高研发投入不仅体现了公司坚持自主创新的发展战略，更为突破高端测试设备关键技术、完善 ATE 产品平台布局提供了持续的资金保障，有助于构筑长期技术壁垒，增强未来市场竞争力。

研发成果加速兑现，产品矩阵持续向高附加值测试领域延伸。在持续研发投入的驱动下，公司产品布局正由传统功率器件测试逐步向集成电路测试领域拓展。根据公司公告，公司自主研发的 QT-9800 SoC 测试系统已完成实验室验证，并具备量产测试能力。该平台面向系统级芯片（SoC）高速、高集成度测试需求，具备高速数字信号处理、多通道并行测试等核心能力，可覆盖 CPU、GPU、DPU 等算力芯片以及端侧逻辑芯片等应用场景。QT-9800 的推出标志着公司初步完成由“功率器件测试”向“功率器件测试+SoC 测试”综合 ATE 平台的产品升级，进一步拓宽了公司的技术边界和目标市场。

图表27：公司研发费用率处于行业领先水平（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

2026 年 7 月 3 日公司公告了公司通过全资子公司香港联动科技实业有限公司，以 1,000 万美元现金收购 Renaissance Maverick Corp.持有的 Northstar Technologies Limited（简



称“标的公司”) 100%股权。交易于 2026 年 7 月 3 日签署《Share Purchase Agreement》(SPA), 并经公司第三届董事会第八次会议审议通过。本次交易不构成关联交易, 亦不构成重大资产重组, 属于董事会审批权限内事项。此次收购旨在补齐公司在存储测试设备领域的技术与产品空白, 实现与现有功率半导体、数模混合测试业务的协同; 借助标的公司海外客户网络与菲律宾制造基地, 优化全球供应链布局, 提升海外交付能力与客户粘性。Northstar J750 系列及 Magnum 存储测试系列技术平台, 完整掌握存储测试设备的 ALPG (自动线性模式产生器) 核心算法。此次收购成功将助力公司打通“功率+模拟+SoC+存储”的全品类测试矩阵, 开启全球化的第二增长曲线。

标的公司规模较小, 短期业绩贡献有限。截至 2026 年 4 月 30 日, Northstar 资产总额为 1,290.0 万美元, 净资产 1,026.4 万美元, 资产负债率约 20.4%, 整体资产结构较为稳健。经营层面, 2026 年 1—4 月标的公司实现营收 97.4 万美元, 营业利润 39.6 万美元, 但受期间费用及其他因素影响, 净利润仍亏损 5.9 万美元; 2025 年全年实现营业收入 328.3 万美元, 营业利润 110.2 万美元, 净利润亏损 135.7 万美元, 整体仍处于持续亏损状态。Northstar 目前经营规模相对有限, 盈利能力尚待改善, 预计短期内对上市公司业绩贡献较为有限。本次收购的核心价值更多体现在其成熟的存储测试技术平台、研发团队及海外客户资源, 有助于公司快速补齐存储 ATE 产品布局, 提升综合测试平台能力, 而非短期业绩增厚。

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司是国内功率半导体测试设备供应商, 迎来下游功率半导体行业景气度反转与外延跨界存储的双重催化。短期, 全球功率半导体厂商迎来新一轮集体涨价潮, 行业交期拉长、带动后道测试设备采购需求集中爆发。中长期看, 公司于 2026 年 7 月 3 日公告以 1000 万美元现金收购 Northstar 100% 股权, 其核心团队源自国际 ATE 巨头泰瑞达 (Teradyne)。此举成功填补了公司在存储测试领域的空白, 打通了“功率+模拟+SoC+存储”的全品类测试矩阵, 开启全球化第二增长曲线。

半导体自动化测试系统业务: 公司的半导体自动化测试系统包括功率半导体测试系统、小信号分立器件高速测试系统、集成电路测试系统、SoC 测试系统, 封测厂商稼动率回升, 或将开启新一轮扩产, 我们预计公司整体自动化测试系统业务的收入将加速增长; 我们预测公司半导体自动化测试系统业务 2026~2028 年收入为 6.61/13.22/21.81 亿元, 同比增速为+120%/100%/65%。

半导体激光打标设备及其他机电一体化设备: 公司的半导体激光打标设备主要是通过利用不同的激光技术, 实现各类半导体元器件的精密激光打标。高配置设备通常需要更多的备品备件支持, 从而拉动相关业务的增长。我们预计公司的半导体激光打标设备和其他机电一体化设备业务 2026~2028 年收入为 0.65/0.97/1.41 亿元, 同比增速为+60%/50%/45%。

毛利率: 从 2024 年到 2025 年, 公司半导体自动化测试系统的毛利率呈下降趋势。2024 年为 56.41%, 2025 年进一步降至 55.28%, 主要系功率半导体行业景气度下行, 后道的测试设备需求减少。随着公司在更高复杂度和测试性能需求的 SoC 测试领域实现高端产品的突破, 形成“功率/模拟测试+SoC 测试”的产品矩阵, 公司毛利率有望在未来得到修复和提升。我们预测半导体自动化测试系统业务 2026~2028 年综合毛利率为 56.30%/58.48%/62.26%。2025 年公司半导体激光打标设备及其他机电一体化设备业务毛利率为 55.67%, 相比 2024 年的 53.85%, 提升了 1.82 个百分点。毛利率的提升表明公司通过优化激光打标设备及其他机电一体化设备的产品结构和定价策略, 提升盈利能力。我们预测激光打标设备及其他机电一体化设备业务 2026~2028 年综合毛利率为 58.44%/61.21%/62.81%。


图表28：公司分业务营收、毛利率预测

	单位	2024	2025	2026E	2027E	2028E
半导体自动化测试系统						
营收	百万元	281.47	300.37	660.82	1321.63	2180.70
YoY	%	36.03%	6.71%	120%	100%	65%
占比	%	90.43%	84.77%	88.92%	91.67%	92.74%
毛利率	%	56.41%	55.28%	56.30%	58.48%	62.26%
半导体激光打标设备及其他机电一体化设备						
营收	百万元	24.60	40.62	64.98	97.48	141.34
YoY	%	-3.51%	65.07%	60%	50%	45%
占比	%	7.91%	11.46%	8.74%	6.76%	6.01%
毛利率	%	53.85%	55.67%	58.44%	61.21%	62.81%
配件、维修及其他技术服务						
营收	百万元	5.17	13.36	17.36	22.57	29.35
YoY	%	26.32%	158.20%	30%	30%	30%
占比	%	1.66%	3.77%	2.34%	1.57%	1.25%
毛利率	%	67.67%	65.95%	65.95%	65.95%	65.95%
合计						
营收	百万元	311.25	354.34	743.17	1441.69	2351.39
YoY	%	31.60%	13.84%	109.73%	93.99%	63.10%
毛利率	%	56.39%	55.73%	56.71%	58.78%	62.34%

来源：Wind，国金证券研究所

期间费用率预测：公司 23~25 年销售费用率分别为 20.2%/15.5%/14.8%；管理费用率分别为 11.6%/12.1%/11.0%。公司 23-25 年的期间费用率整体呈波动下降趋势。预计未来公司新品逐步放量，销售费率将有所回落，26~28 年销售费率分别为 12.0%/11.0%/9.0%。公司核心管理团队稳定，管理费用率保持可控，预计 26~28 年的管理费用率将稳中有降，分别为 9.0%/8.0%/7.0%。2023-2025 年公司的研发费用率分别为 36.8%/37.8%/32.1%。23-25 年研发费用率先升后降，24 年研发费用率显著上升，公司重视研发，但随着高端机型的出货增加收入增速加快，我们预测 26-28 年研发费用率将有所下降，分别为 28.0%/20.0%/18.0%。

图表29：公司期间费用率（单位：%）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	20.23	15.45	14.80	12.00	11.00	9.00
管理费用率	11.63	12.06	10.97	9.00	8.00	7.00
研发费用率	36.83	37.77	32.13	28.00	20.00	18.00

来源：Wind，国金证券研究所

综上，不考虑 Northstar 的收购事项，我们预计公司 2026~2028 年营收分别为 7.43、14.42 和 23.51 亿元，同比增速分别为 110%、94%和 63%。2026~2028 年分别实现归母净利润 1.04、3.08 和 6.16 亿元，同比分别 211%/+196%/+100%。

4.2 投资建议及估值

在可比公司选取上综合考虑业务范围和体量规模，我们选取了金海通、华峰测控和长川科技。可比公司 27 年 PE 一致预期均值为 59 倍、中位数为 62 倍，根据我们的盈利预测结果，公司当前股价对应 2027 年 PE 为 49 倍，受到下游新能源汽车及 AI 数据中心及服务器等需求的强劲拉动，封测厂有望保持较高的资本开支水平。我们看好公司未来业绩的成长性，因此给予公司 2027 年 PE 60 倍估值，对应目标价 180.71 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。


图表30：可比公司估值（截至2026年7月17日）

股票名称	股价（元）	EPS					PE				
		2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
金海通	305.25	1.31	2.94	6.09	8.85	12.59	55.11	47.72	50.09	34.51	24.24
华峰测控	372.91	2.47	3.96	3.66	4.66	6.01	42.39	48.09	101.89	80.02	62.05
长川科技	278.76	0.73	2.10	3.25	4.47	6.36	60.34	48.27	85.72	62.31	43.82
平均数									79.23	58.95	43.37
中位数									85.72	62.31	43.82
联动科技	148	0.29	0.48	1.02	3.01	6.02	179.99	281.65	145.22	49.14	24.58

来源：Wind，国金证券研究所（注：金海通、长川科技为国金证券预测值，华峰测控数据为Wind一致预期）

五、风险提示

SoC 新品研发及市场推广不及预期的风险

SoC 测试系统涉及高速通信、复杂数字信号处理及大规模并发测试，技术门槛极高，且该领域长期被海外寡头垄断。若公司在核心测控技术或底层架构的研发上遭遇瓶颈，或在头部客户产线的验证导入进度落后于竞争对手，可能导致公司的高端化战略推进不及预期；

行业景气度下行与资本开支波动的风险

半导体测试设备的需求高度依赖于下游封测厂（OSAT）及 IDM 厂商的产能扩张与资本开支计划。若终端消费电子、新能源汽车等细分市场需求出现超预期回落，可能导致下游客户放缓产线建设和设备采购节奏，从而导致公司的新签订单不及预期；

市场竞争加剧的风险

在国内半导体设备加速国产替代的背景下，测试机赛道的参与者不断增加。在公司传统优势的功率分立器件及模拟测试机领域，不仅面临海外老牌厂商的存量防守，还面临国内头部友商的跨界竞争。若行业陷入价格战，如果公司为维持市场份额采取激进的价格策略，可能导致产品销售价格下降及综合毛利率不及预期；

海外并购整合及标的盈利改善不及预期的风险

本次收购完成后，公司仍需在研发体系、产品平台、供应链、客户渠道及企业管理等方面推进整合，若整合进度或协同效果不及预期，可能影响本次并购的战略价值实现。Northstar 主要运营主体位于菲律宾，未来若当地政治环境、国际贸易政策、汇率波动或地缘政治因素发生变化，可能对标的公司的生产经营、供应链稳定性及业务拓展带来一定不确定性。Northstar 目前仍处于亏损状态，短期盈利能力尚未完全修复，并表后可能对上市公司盈利水平产生一定摊薄影响；若后续客户导入、产品推广及经营改善进展低于预期，标的盈利修复节奏或慢于预期，可能导致本次收购的投资回报不及预期；

客户集中度较高的风险

由于半导体封测行业本身具备较高的集中度，公司的主要营收来源高度依赖于国内头部的封测企业。2025 年，公司的前五大客户收入占比为 29.7%，客户集中度较高。若未来核心客户的设备采购战略发生重大调整、产线扩充停滞，或公司未能及时响应大客户的新一代测试需求，可能导致公司的营业收入与盈利能力不及预期；

限售股解禁的风险

公司于 2026 年 5 月 14 日解禁限售股 56.40 万股，占解禁前流通股比例为 1.51%，占解禁后流通股比例为 1.49%，公司于 2026 年 6 月 5 日解禁限售股 3.31 万股，占解禁前流通股比例为 0.06%，占解禁后流通股比例为 0.06%，股票解禁可能对公司股价造成影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	237	311	354	743	1,442	2,351
增长率		31.6%	13.8%	109.7%	94.0%	63.1%
主营业务成本	-90	-136	-157	-318	-601	-951
%销售收入	38.1%	43.6%	44.3%	42.7%	41.7%	40.4%
毛利	146	176	197	425	841	1,400
%销售收入	61.9%	56.4%	55.7%	57.3%	58.3%	59.6%
营业税金及附加	-1	-3	-3	-4	-7	-12
%销售收入	0.6%	0.9%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-48	-48	-52	-86	-159	-212
%销售收入	20.2%	15.5%	14.8%	11.6%	11.0%	9.0%
管理费用	-28	-38	-39	-67	-115	-165
%销售收入	11.6%	12.1%	11.0%	9.0%	8.0%	7.0%
研发费用	-87	-118	-114	-208	-288	-423
%销售收入	36.8%	37.8%	32.1%	28.0%	20.0%	18.0%
息税前利润 (EBIT)	-18	-31	-11	61	271	589
%销售收入	n.a	n.a	n.a	8.2%	18.8%	25.1%
财务费用	26	19	8	0	-6	-6
%销售收入	-11.0%	-6.0%	-2.3%	0.1%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-1	-7	-7	-5	-3	-4
公允价值变动收益	0	1	1	0	0	0
投资收益	1	3	10	32	50	70
%税前利润	5.0%	127.6%	62.3%	26.1%	13.8%	9.7%
营业利润	14	2	16	123	363	725
营业利润率	5.9%	0.7%	4.5%	16.5%	25.1%	30.8%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	14	2	16	123	363	725
利润率	5.9%	0.7%	4.6%	16.5%	25.1%	30.8%
所得税	11	16	14	-18	-54	-109
所得税率	-75.8%	-708.4%	-87.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	25	18	30	104	308	616
少数股东损益	0	-2	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	25	20	34	104	308	616
净利率	10.4%	6.5%	9.5%	14.0%	21.4%	26.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	25	18	30	104	308	616
少数股东损益	0	-2	-3	0	0	0
非现金支出	9	19	21	25	38	54
非经营收益	-12	-20	-22	15	-40	-59
营运资金变动	-4	-89	-56	-44	-256	-262
经营活动现金净流	18	-71	-27	100	50	349
资本开支	-50	-21	-11	-70	-145	-175
投资	-11	-800	57	-200	0	0
其他	1	4	8	32	50	70
投资活动现金净流	-60	-817	54	-238	-95	-105
股权募资	0	6	27	0	0	0
债权募资	0	0	10	223	212	-137
其他	-155	-20	-52	-24	-32	-36
筹资活动现金净流	-155	-14	-15	199	181	-174
现金净流量	-197	-902	11	61	136	71

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,168	278	280	340	476	546
应收款项	89	155	215	382	568	798
存货	179	178	214	239	387	562
其他流动资产	43	754	703	674	730	787
流动资产	1,479	1,365	1,411	1,635	2,161	2,693
%总资产	92.9%	85.5%	84.9%	81.9%	82.1%	81.8%
长期投资	0	5	5	5	5	5
固定资产	86	101	99	126	165	224
%总资产	5.4%	6.4%	5.9%	6.3%	6.3%	6.8%
无形资产	9	19	17	145	216	281
非流动资产	112	231	251	362	472	597
%总资产	7.1%	14.5%	15.1%	18.1%	17.9%	18.2%
资产总计	1,591	1,597	1,662	1,998	2,634	3,290
短期借款	1	1	16	239	451	314
应付款项	34	40	65	81	118	163
其他流动负债	92	54	63	76	176	333
流动负债	127	96	144	395	745	810
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	1	1	1	0
负债	129	98	145	396	745	811
普通股股东权益	1,462	1,490	1,512	1,596	1,883	2,475
其中：股本	70	70	71	71	71	71
未分配利润	178	183	184	269	556	1,147
少数股东权益	0	8	5	5	5	5
负债股东权益合计	1,591	1,597	1,662	1,998	2,634	3,290

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.353	0.291	0.475	1.019	3.012	6.021
每股净资产	21.005	21.364	21.422	15.604	18.409	24.188
每股经营现金净流	0.258	-1.017	-0.382	1.418	0.712	4.949
每股股利	0.180	0.260	0.430	0.280	0.300	0.350
回报率						
净资产收益率	1.68%	1.36%	2.22%	6.53%	16.36%	24.89%
总资产收益率	1.55%	1.27%	2.02%	5.22%	11.70%	18.72%
投入资本收益率	-2.11%	-16.47%	-1.34%	2.82%	9.86%	17.93%
增长率						
主营业务收入增长率	-32.45%	31.60%	13.84%	109.73%	93.99%	63.10%
EBIT 增长率	N/A	74.33%	-64.31%	-659.06%	345.27%	117.05%
净利润增长率	-80.56%	-17.41%	65.25%	210.76%	195.53%	99.91%
总资产增长率	-6.70%	0.34%	4.10%	20.18%	31.85%	24.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	116.6	117.0	165.0	160.0	120.0	100.0
存货周转天数	651.8	480.5	456.0	280.0	240.0	220.0
应付账款周转天数	100.0	63.8	72.9	55.0	50.0	45.0
固定资产周转天数	77.3	118.9	99.7	51.1	29.9	22.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-79.81%	-51.22%	-41.61%	-29.30%	-20.79%	-24.21%
EBIT 利息保障倍数	0.7	1.6			46.1	100.4
资产负债率	8.11%	6.13%	8.73%	19.83%	28.30%	24.64%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究