



利扬芯片 (688135.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

AI 驱动测试需求扩容，独立测试龙头

迎修复成长

投资逻辑

公司深耕独立第三方集成电路测试，收入重回增长、盈利进入修复通道。公司以晶圆测试和成品测试为核心业务，并通过“一体两翼”战略向晶圆磨切及光谱芯片工艺服务延伸。2025 年公司实现营业收入 6.18 亿元，同比增长 26.69%，归母净利润为-0.09 亿元，较 2024 年的-0.62 亿元显著减亏；2026Q1 实现营业收入 1.66 亿元，同比增长 27.87%，归母净利润 0.03 亿元。公司 2026 年 1 月拟定增募资 9.7 亿元用于集成电路测试等项目的投资。

芯片数量与单颗测试价值量同步提升，独立第三方测试迎来结构性成长。AI、高性能计算、存储和汽车电子芯片持续向先进制程、Chiplet 及异构集成演进，推动测试内容升级。国内独立测试厂商凭借定制化方案开发、柔性产能及测试结果独立性，有望承接更多本土测试需求。测试行业触底复苏，中国台湾地区 IC 测试产业在经历 2023 年周期调整后已恢复增长，2025 年以来季度产值保持同比双位数增长，2026Q1 同比增长 24.5%

“一体两翼”延伸服务边界，新业务提供中长期增量。公司左翼围绕晶圆激光开槽、隐切和减薄等后道加工技术展开，晶圆磨切业务收入由 2024 年的 849 万元增长至 2025 年的 1537 万元；右翼通过控股子公司与叠铖光电合作推进光谱芯片晶圆异质叠层及测试服务，相关产品已完成核心工艺攻关、全工艺点亮及矿场卡车场景演示。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2026—2028 年分别实现营业收入 8.07 亿元、9.87 亿元和 11.80 亿元，同比增长 30.56%、22.20%和 19.56%；归母净利润分别为 0.09 亿元、0.41 亿元和 0.79 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

下游芯片景气度波动及测试需求不及预期的风险；重点客户订单波动及新客户导入不及预期的风险；新增产能利用率提升及固定成本摊薄不及预期的风险；晶圆磨切、光谱芯片等新业务商业化进展不及预期的风险；技术研发与高端测试能力升级不及预期的风险；市场竞争加剧及测试价格下降导致毛利率承压的风险；资产负债率偏高的风险。

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

市价 (人民币)：21.69 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	488	618	807	987	1,180
营业收入增长率	-2.97%	26.69%	30.56%	22.20%	19.56%
归母净利润(百万元)	-62	-9	9	41	79
归母净利润增长率	-	-85.07%	N/A	382.08%	90.32%
383.69					
%					
摊薄每股收益(元)	-0.308	-0.045	0.037	0.177	0.337
每股经营性现金流净额	1.02	1.37	0.81	1.06	1.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	-5.57%	-0.80%	0.78%	3.63%	6.46%
P/E	-65.24	-614.09	649.94	134.82	70.84
P/B	3.63	4.94	5.08	4.89	4.58

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、独立测试平台筑基，“一体两翼”打开成长边界.....	4
1.1 深耕独立第三方测试十余年，布局“一体两翼”全面发展.....	4
1.2 收入重回增长，积极投入研发蓄力未来.....	5
二、芯片数量与测试价值量共振，独立测试迎来结构性成长.....	7
2.1 芯片需求恢复叠加 AI 与汽车电子扩容，测试业务量进入上行周期.....	7
2.2 测试流程贯穿半导体产业链，产业转移大势所趋.....	9
2.3 芯片复杂度推升测试时长与覆盖率，单颗测试价值量持续增长.....	11
三、“一体两翼”打开增长弹性，主业触底稳步复苏.....	13
四、盈利预测.....	15
4.1 盈利预测.....	15
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1： 公司布局一体两翼业务，横纵双向拓展	4
图表 2： 公司测试业务稳中有增，晶圆磨切业务逐渐放量兑现（单位：百万元）.....	5
图表 3： 公司分散持股，大股东相对控股（截至 2026Q1）.....	5
图表 4： 公司营收重回增长	6
图表 5： 公司归母净利润逐渐转正	6
图表 6： 公司主营业务毛利率显著回升	6
图表 7： 测试业务毛利率修复，磨切业务仍处投入早期	6
图表 8： 公司研发投入方向明确，销售、管理费用率管理优秀	7
图表 9： 公司在地理上贴近集成电路产业中心（2025 分区域营收，单位：百万元）.....	7
图表 10： WSTS 预计 2026 年全球半导体市场将达到 1.51 万亿美元规模.....	8
图表 11： Trendforce 预计 2026 年全球 AI 服务器将维持高增长.....	8
图表 12： 汽车智能化推动汽车半导体市场规模持续提升	9
图表 13： 测试环节贯穿芯片制造全过程	9
图表 14： 半导体测试包括 CP 和 FT, 各有侧重和特点.....	10
图表 15： 独立测试厂具有专业独立的分工优势	11
图表 16： 中国台湾地区测试产值 2024 年以来逐渐复苏	11
图表 17： AI 芯片复杂度提升，测试需求向高性能验证升级.....	12
图表 18： 存储测试复杂度要求逐渐提升	12
图表 19： 汽车电动化推动测试对象向高压、高功率及复杂混合信号器件扩展	13
图表 20： 车规芯片测试覆盖-40℃至 150℃，主动温控与系统级测试构成高端项目基础要求	13



图表 21: 公司围绕后道加工能力, 横向拓展了晶圆开槽、隐切业务	13
图表 22: 公司右翼业务进展迅速, 2025 年 7 月 “TerraSight”上车成功演示	14
图表 23: 公司收入规模略低于行业头部公司 (单位: 亿元)	14
图表 24: 公司营收增速处于行业前列	14
图表 25: 公司保持较高研发投入 (单位: %)	15
图表 26: 公司毛利率触底修复 (单位: %)	15
图表 27: 分业务营收拆分	16
图表 28: 2024 -2028E 公司三费情况	16



一、独立测试平台筑基，“一体两翼”打开成长边界

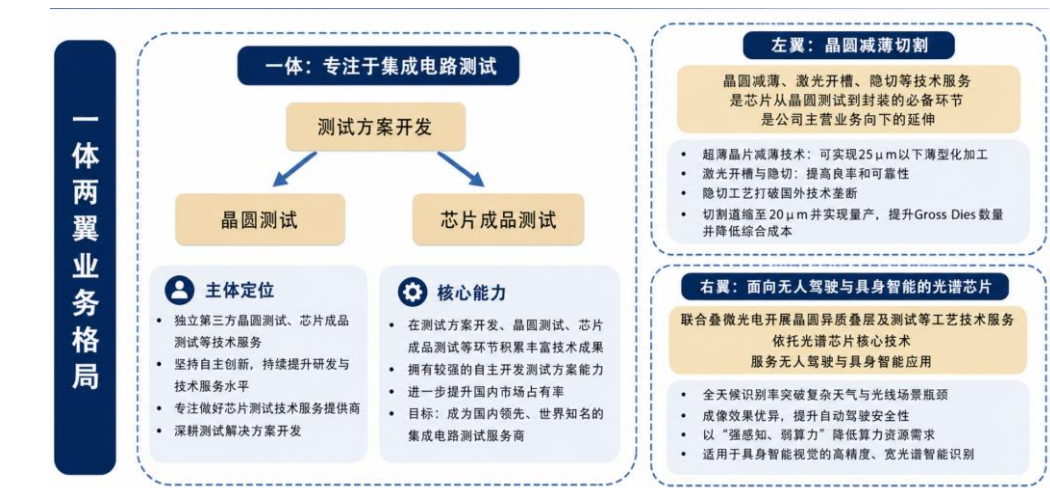
1.1 深耕独立第三方测试十余年，布局“一体两翼”全面发展

公司自 2010 年成立以来，历经前期技术沉淀与市场拓展，已发展为专注于独立第三方晶圆及芯片成品测试的专业服务商，当前正稳步推进“一体两翼”战略以拓宽业务边界并深化产业链协同。作为战略主体的“一体”，公司坚持集成电路测试的专业分工模式，持续巩固其在核心测试环节的技术积累与市场份额。公司 2026 年 1 月拟定增募资 9.7 亿元用于集成电路测试等项目的投资。

- 在此基础上，公司左翼业务向晶圆制造与封装的衔接环节延伸，布局晶圆减薄、激光开槽与隐切等技术服务，目前已实现 25 μm 超薄化加工，并联合国内设备厂商将切割道缩至 20 μm ，通过工艺改良有效提升了单片裸片（Gross Dies）产出数量并降低综合切割成本；
- 右翼业务则前瞻性切入无人驾驶与具身智能赛道，独家联合叠铖光电开展光电芯片异质叠层及测试工艺，依托“强感知弱算力”的图像信息维度升级路径降低系统算力需求，以满足全天候、高精度的智能识别增量需求。

该战略在夯实传统测试主业基本盘的同时，通过制程工艺的纵向延伸与新兴应用场景的横向拓展，进一步优化了公司的综合服务能力与成本结构。

图表1：公司布局一体两翼业务，横纵双向拓展

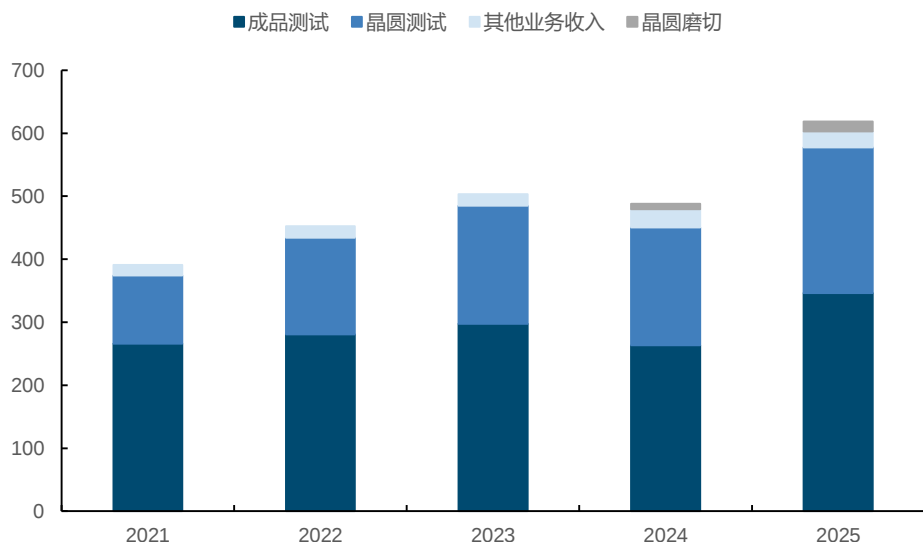


来源：公司公告、国金证券研究所

公司业务结构以芯片成品测试与晶圆测试为核心基石，同时晶圆磨切等延伸服务已开始兑现增量业绩。从营收拆解来看，2025 年公司总营业收入达 6.18 亿元，其中成品测试和晶圆测试分别贡献 3.46 亿元和 2.31 亿元，主导地位稳固。这主要依托于公司在 8 及 12 英寸晶圆测试，以及涵盖 SIP、BGA、QFN 等多类中高端封装芯片成品测试中积累的定制化方案设计与测试软硬件开发能力。此外，晶圆磨切业务作为新的收入节点，于 2024 年独立实现营收 849 万元，并在 2025 年提升至 1537 万元。该业务板块的商业化落地，实质上是由其掌握的 25 μm 以下超薄型化加工及无损内切割激光隐切等核心工艺所驱动；相较于传统金刚石水切工艺，这种非接触式、干式环保的激光加工技术能够有效避免崩边损伤、保护正面钝化层，在提升单片晶圆裸片（Gross Dies）产出数量的同时，满足了高可靠性芯片对品质的诉求。公司在夯实传统测试主营业务规模的同时，依托向制造与封装衔接环节的工艺渗透，已初步验证了技术协同带来的多元化创收路径。



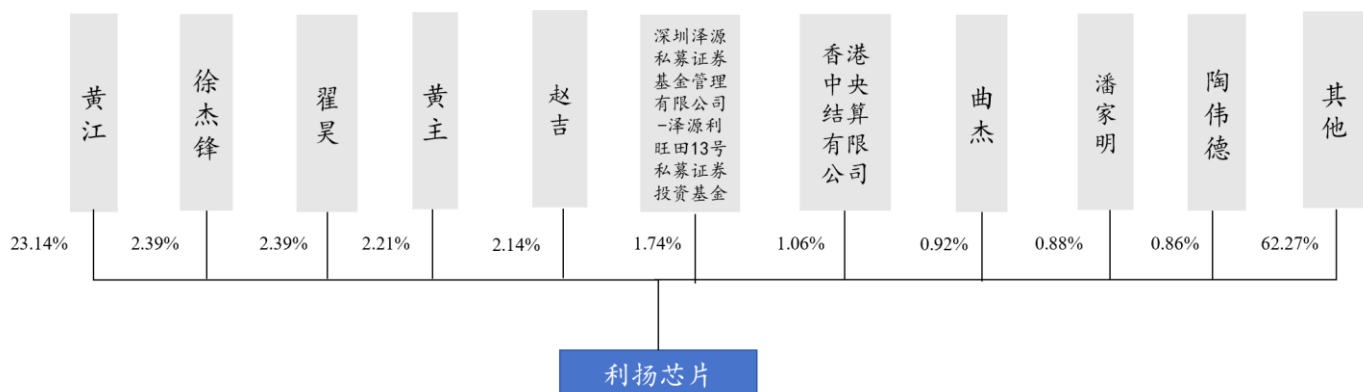
图表2：公司测试业务稳中有增，晶圆磨切业务逐渐放量兑现（单位：百万元）



来源：ifind、国金证券研究所

公司呈现出大股东相对控股、其余自然人与机构股东分散持股的治理特征，为公司经营决策的稳健性与市场化运作奠定了坚实基础。具体来看，黄江作为第一大股东，直接持有公司 23.14% 的股份，在表决权与战略引导上发挥核心作用。与其相比，其余主要股东持股比例均低于 3%，其中自然人股东徐杰锋与翟昊各持股 2.39%，黄主持股 2.21%，赵吉持股 2.14%，股权分布较为均衡。在前十大股东中，亦引入了诸如深圳泽源私募（泽源利旺田 13 号，持股 1.74%）、香港中央结算有限公司（持股 1.06%）等专业投资及市场服务机构，而其他分散持股的股东合计占比为 62.27%。

图表3：公司分散持股，大股东相对控股（截至 2026Q1）



来源：ifind、国金证券研究所

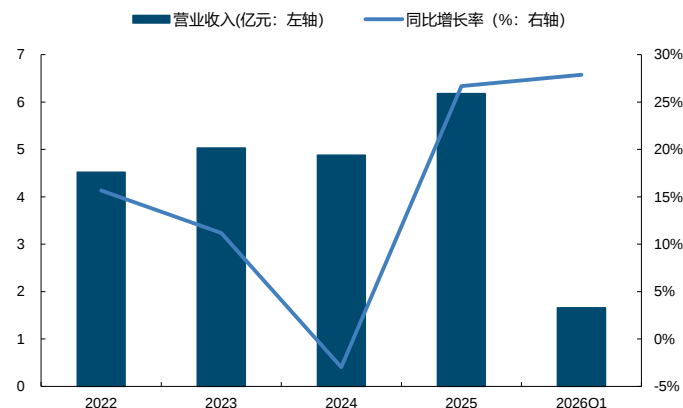
1.2 收入重回增长，积极投入研发蓄力未来

营收实现稳步回升，净利亏损大幅收窄。2025 年公司实现营业收入 6.18 亿元，同比增长 26.69%，主要得益于 SoC、AIoT、存储、卫星通信等消费类及车规类终端需求回暖，带动高算力、存储、汽车电子等相关芯片测试收入实现增长；同期归母净利润为-0.09 亿元，较 2024 年的-0.62 亿元实现大幅减亏。此前受制于高算力、工业控制等部分板块测试需求下滑，以及公司持续布局中高端测试与晶圆磨切产能导致折旧、摊销、人工及电力等固定成本上升，叠加可转债带来的财务费用增加，利润端阶段性承压；但随着下游景气度改善与产能利用率逐步释放，减亏趋势已十分明显。步入 2026Q1，公司实现营业收入 1.66 亿元，同比增长 27.87%，归母净利润扭亏为盈至 0.03 亿元，同比增长 145.07%，基本面

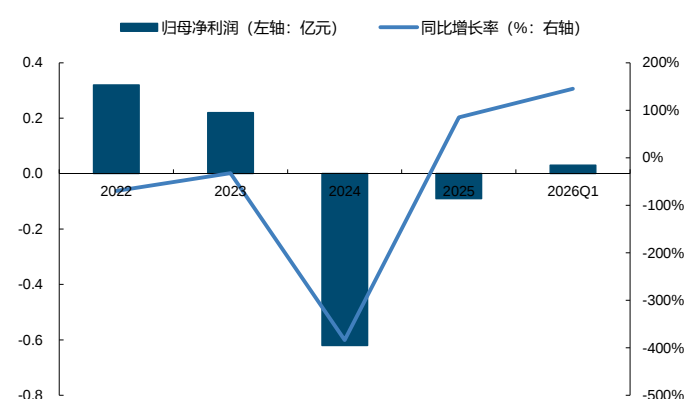


呈现出持续改善的复苏态势。

图表4：公司营收重回增长



图表5：公司归母净利润逐渐转正

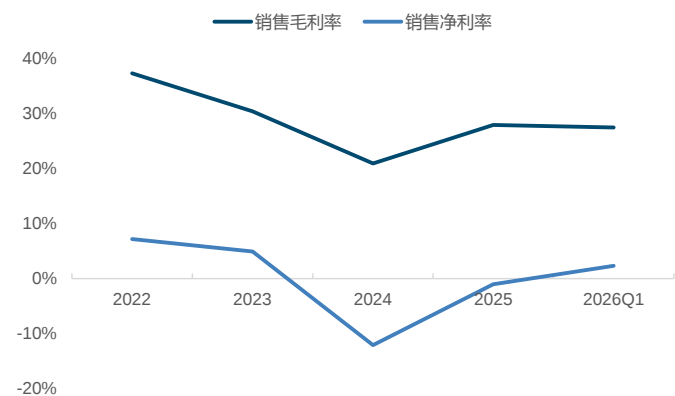


来源：ifind、国金证券研究所

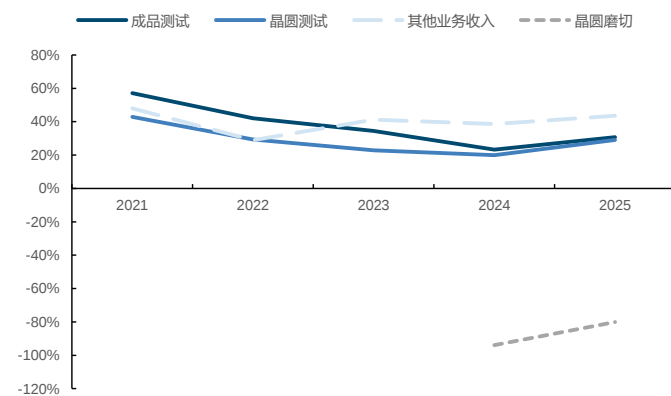
来源：ifind、国金证券研究所

盈利能力逐步修复，主营毛利显著回升。2025 年公司综合毛利率为 27.86%，较 2024 年的 20.90% 呈现改善趋势，同期净利率由 2024 年的 -12.07% 收窄至 -1.03%，并在 2026Q1 进一步回正至 2.30%。从分产品情况来看，公司的成本结构中测试设备折旧、厂房费用和电费固定成本为主，导致业务毛利率对产能稼动率较为敏感。伴随基本面企稳，2025 年公司两大核心主业的毛利率双双修复，其中成品测试毛利率由 2024 年的 23.32% 提升至 30.71%，晶圆测试毛利率由 19.92% 提升至 29.04%。此外，新拓展的晶圆磨切业务目前仍处于投入早期，受制于前期的生产设备折旧、厂房装修长期待摊费用以及人工成本，当期收入尚未能覆盖固定支出，导致该板块 2025 年毛利率为 -80.03%，短期呈现结构性亏损特征。

图表6：公司主营业务毛利率显著回升



图表7：测试业务毛利率修复，磨切业务仍处投入早期



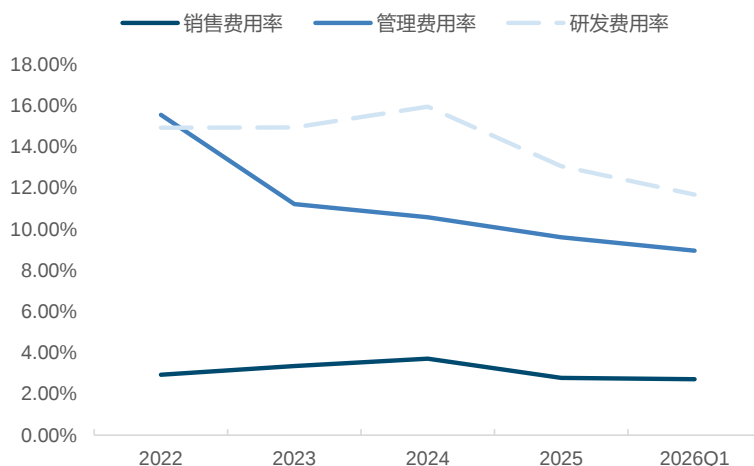
来源：ifind、国金证券研究所

来源：ifind、国金证券研究所

费用管控成效显著，研发投入方向明确。2025 年，公司销售费用率、管理费用率与研发费用率分别为 2.78%、9.61% 与 13.06%，相较于 2024 年的 3.72%、10.58% 与 15.95% 均呈现下降趋势，且至 2026Q1，三项费用率分别进一步回落至 2.72%、8.96% 与 11.68%。在销售端，公司在保持开拓行业知名设计企业并建立稳定战略合作关系的同时，积极维护存量客户并推动新客户及潜在客户的拓展。管理费用方面，2025 年东城建筑工程主体部分虽已完工并验收，但因尚未完成内部车间装修以满足生产需求，其折旧费用被全部计入管理费用。在研发端，公司围绕集成电路测试核心业务稳步推进“一体两翼”战略落地，逐步加大了对晶圆磨切技术方案和光谱芯片工艺技术的研发布局与资源投入，旨在通过不断丰富创新技术储备，为后续营业收入的稳步增长提供底层技术保障。



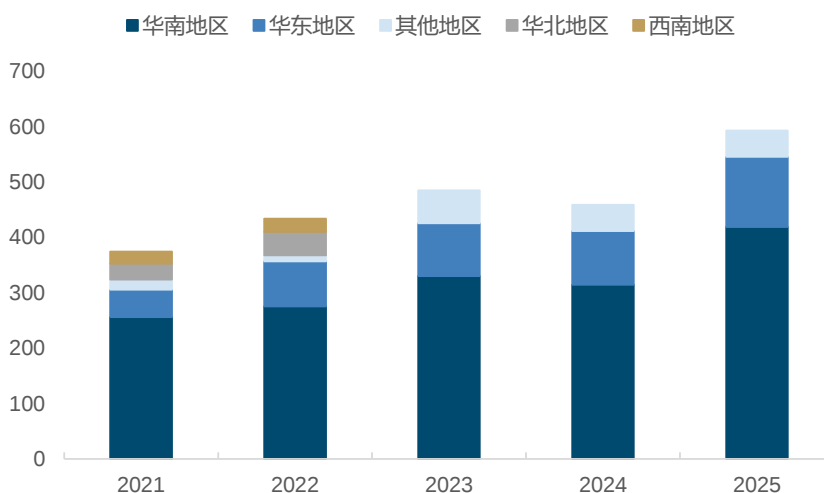
图表8：公司研发投入方向明确，销售、管理费用率管理优秀



来源：ifind、国金证券研究所

公司依托贴近产业集群的产能布局形成较强的区域服务优势，客户结构整体以境内客户为主，并重点集中于华南及华东两大集成电路产业集聚区。2025 年公司境内收入为 5.93 亿元，占营业收入的 95.9%，其中华南地区实现收入 4.19 亿元，占比 67.7%，仍为公司最主要的收入来源；华东地区实现收入 1.27 亿元，占比 20.5%，较 2021 年的 0.49 亿元明显增长，客户覆盖范围持续拓展。公司已分别在广东东莞、上海嘉定和江苏无锡布局生产基地，能够就近覆盖珠三角及长三角地区的芯片设计、晶圆制造及封装测试客户，缩短客户需求响应和产品交付周期，并通过多基地协同降低单一生产区域的运营风险。同时，公司在上海设立集成电路产业中心，并通过销售、交付验收及售后服务等环节加强与区域客户的协同，有利于提升客户黏性及服务效率。

图表9：公司在地理上贴近集成电路产业中心（2025 分区域营收，单位：百万元）



来源：ifind、国金证券研究所

二、芯片数量与测试价值量共振，独立测试迎来结构性成长

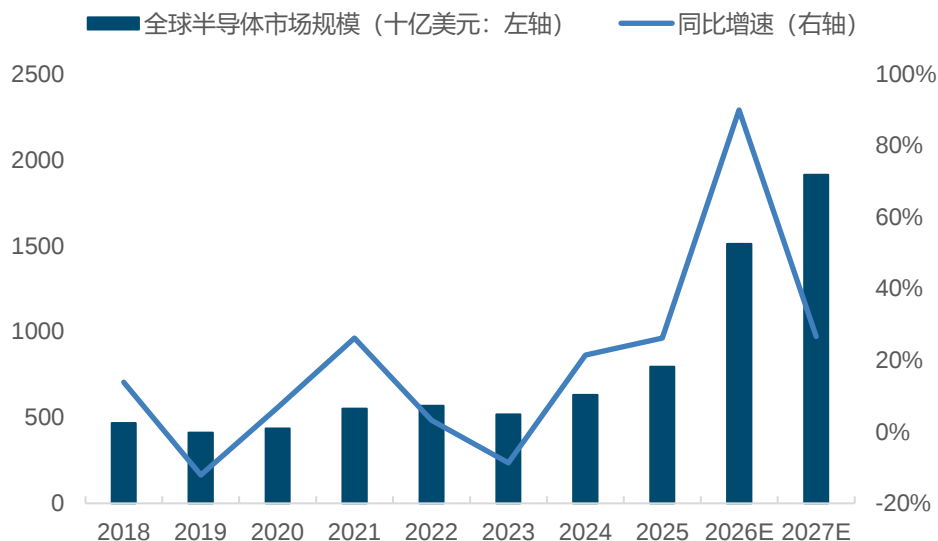
2.1 芯片需求恢复叠加 AI 与汽车电子扩容，测试业务量进入上行周期

全球半导体市场有望在人工智能基础设施建设与存储需求扩张的共同推动下进入新一轮规模增长阶段。根据 WSTS 于 2026 年 6 月发布的春季预测，全球半导体市场规模由 2023 年的 5,190 亿美元增长至 2025 年的 7,960 亿美元，2024—2025 年分别同比增长 21.5% 和 26.2%；预计 2026 年市场规模进一步增长约 90% 至 1.51 万亿美元，2027 年继续增长约 27% 至 1.91 万亿美元。分产品来看，2026 年市场增长主要由存储芯片驱动，受人工智能服务器、高带宽存储及相关计算平台需求带动，存储市场预计同比增长超过 250%、规模突破 8,000 亿美元；逻辑芯片预计同比增长 37%，微处理器、分立器件、传感器及光电子等品



类亦有望保持增长。人工智能算力建设不仅直接拉动逻辑芯片需求，也通过高带宽存储及先进计算平台显著提升存储器需求，推动全球半导体市场规模加速扩张，并为测试服务及相关设备需求提供增长基础。

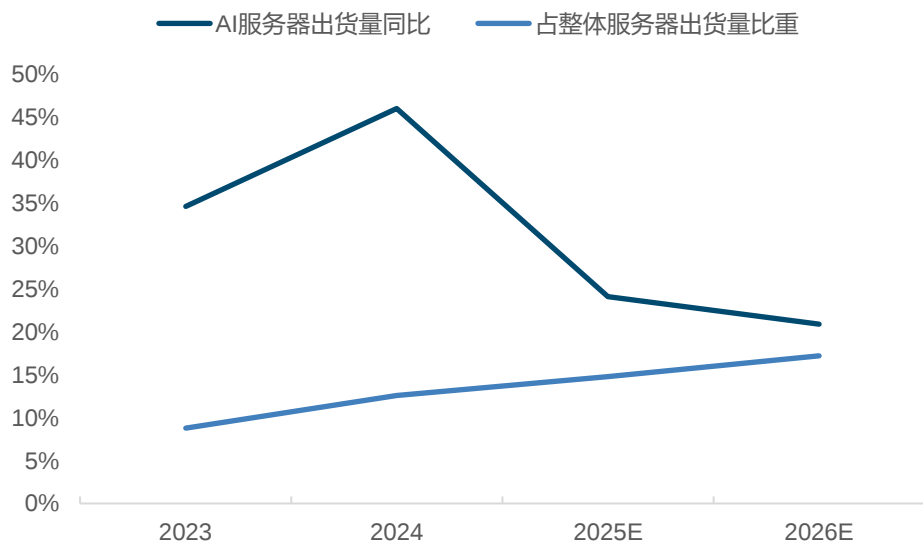
图表10: WSTS 预计 2026 年全球半导体市场将达到 1.51 万亿美元规模



来源: WSTS、国金证券研究所

AI 算力基础设施持续扩张，带动 AI 芯片出货量快速增长。根据 TrendForce 预测，全球 AI 服务器出货量 2026 年有望同比增长 20%以上，占整体服务器出货比重提升至 17%；随着 GPU 厂商加速推广整机柜级解决方案，以及云厂商持续加大 ASIC AI 基础设施投入，AI 服务器市场规模预计保持 30%以上增长。AI 芯片方面，尽管 NVIDIA 预计仍将保持领先地位，但北美云厂商及国内企业持续推进自研 ASIC，2026 年 ASIC 出货量有望超过 GPU，推动 AI 芯片整体出货规模持续提升。与此同时，高端 AI 芯片对 HBM 等先进存储需求不断增长，新一代 GPU 及 ASIC 平台迭代将进一步提升单芯片存储容量，为 AI 芯片及相关产业链带来持续增长动力。

图表11: Trendforce 预计 2026 年全球 AI 服务器将维持高增长



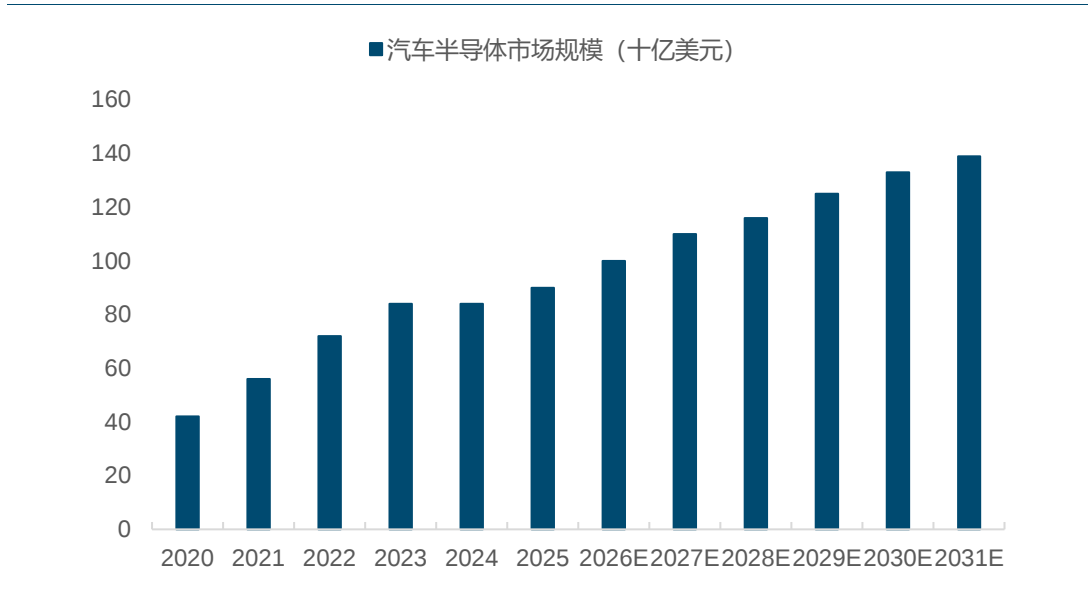
来源: Trendforce、国金证券研究所

汽车智能化持续演进，汽车芯片需求稳步增长。电动化、智能驾驶及软件定义汽车 (SDV) 持续提升单车半导体价值量，带动汽车芯片市场保持长期增长。根据 Mobility Global 预测，全球汽车半导体市场规模预计由 2025 年的约 900 亿美元增长至 2031 年的约 1,390 亿美元，2025—2031 年复合增速约 7.5%。其中，新能源汽车单车半导体价值量约为传统燃



油车的 2.0 - 2.5 倍，ADAS 普及推动高性能 SoC、存储及传感器需求持续提升，L2+辅助驾驶相关半导体收入预计 2026—2031 年实现翻倍增长。同时，软件定义汽车推动电子电气架构向中央计算平台演进，对高性能计算、存储及高速互连芯片需求进一步增加，汽车芯片市场有望保持持续扩张。

图表12：汽车智能化推动汽车半导体市场规模持续提升

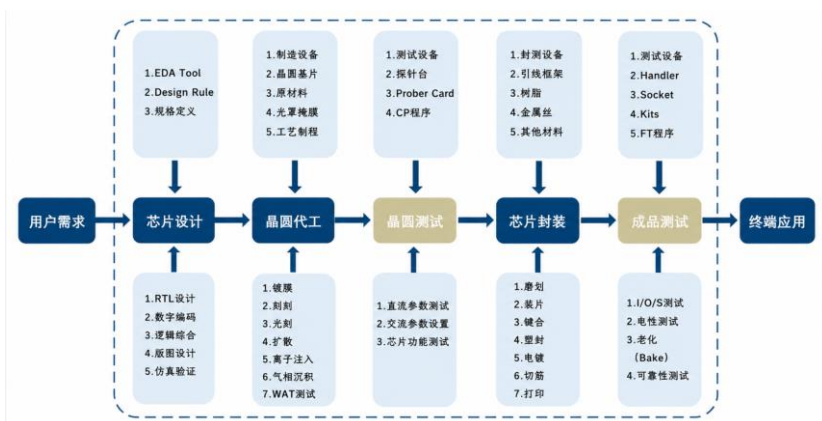


来源：Mobility Global、国金证券研究所

2.2 测试流程贯穿半导体产业链，产业转移大势所趋

测试环节贯穿芯片制造全过程，是保障芯片性能与良率的关键环节。测试结果直接影响芯片质量和终端产品可靠性，是集成电路产业链不可或缺的重要组成部分。芯片在投入终端应用前需经过 100% 测试，以验证电压、电流、频率、时序、功耗等关键电性能指标是否满足设计要求，并识别晶圆制造、封装等环节可能产生的缺陷。按照产业流程，测试主要包括晶圆测试（CP）和成品测试（FT）两个核心环节，分别位于晶圆制造完成后及封装完成后，对应筛选失效裸片和验证封装后芯片性能，是连接晶圆制造、封装与终端应用的重要质量控制节点。随着先进制程、Chiplet、汽车电子及人工智能等应用对芯片可靠性要求不断提升，测试复杂度和测试覆盖率持续提高，测试环节的重要性进一步凸显。

图表13：测试环节贯穿芯片制造全过程



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

晶圆测试与成品测试各有侧重，共同保障芯片质量。CP 侧重前端筛选与良率提升，FT 侧重产品验证与交付保障。集成电路测试主要包括晶圆测试（CP）和成品测试（FT）两个核心环节，分别位于封装前和封装后。晶圆测试以裸晶圆（Die）为对象，通过测试机、探针台及探针卡完成直流、交流参数及功能测试，并筛选出合格裸片（Known Good Die），以剔除失效芯片、降低无效封装成本，同时形成 Wafer Map 等测试数据，为芯片设计及晶



圆制造工艺优化提供反馈。成品测试则以封装后的芯片为对象，借助测试机、分选机及 Socket 等设备，对芯片电性能、功能、I/O 及可靠性进行全面验证，确保产品满足客户规格要求并完成出货判定。相比 CP 环节更强调微米级定位、高并行测试及探针接触一致性，FT 环节则更加关注高吞吐量、自动化水平及可靠性控制，两者共同构成集成电路质量控制体系的重要组成部分。

图表14：半导体测试包括 CP 和 FT，各有侧重和特点

对比项目	晶圆测试 (CP, Chip Probing)	成品测试 (FT, Final Test)
测试阶段	晶圆制造完成后、切割封装前	封装完成后、出货前
测试对象	Wafer (裸晶圆、Die)	封装后的芯片 (Package)
主要设备	测试机 (ATE)、探针台 (Prober)、探针卡 (Probe Card)	测试机 (ATE)、分选机 (Handler)、Socket
主要测试内容	DC 参数测试、AC 参数测试、功能测试、良率筛选 (Known Good Die)	电性能测试、功能测试、I/O 测试、可靠性筛选 (部分产品含 Burn-in)
测试目的	剔除坏 Die，避免无效封装成本；反馈晶圆制造及设计优化	验证封装后产品性能，确保满足客户规格并可交付
输出结果	Die Bin、Wafer Map、测试数据	成品 Bin、测试报告、出货判定
主要客户	Fabless、IDM、晶圆厂、先进封装厂	Fabless、IDM、封测厂 (OSAT)
技术难点	微米级定位、高并行测试、探针接触一致性、海量数据分析	高吞吐量、Socket 一致性、热管理、自动化及可靠性控制
行业特点	技术壁垒高，探针卡和测试程序影响较大	自动化程度高，更强调测试效率与成本控制

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

专业分工提升测试服务能力，封测一体兼顾流程协同。独立测试和封测一体两种模式在资源组织、技术侧重点及客户服务方式上存在明显差异。

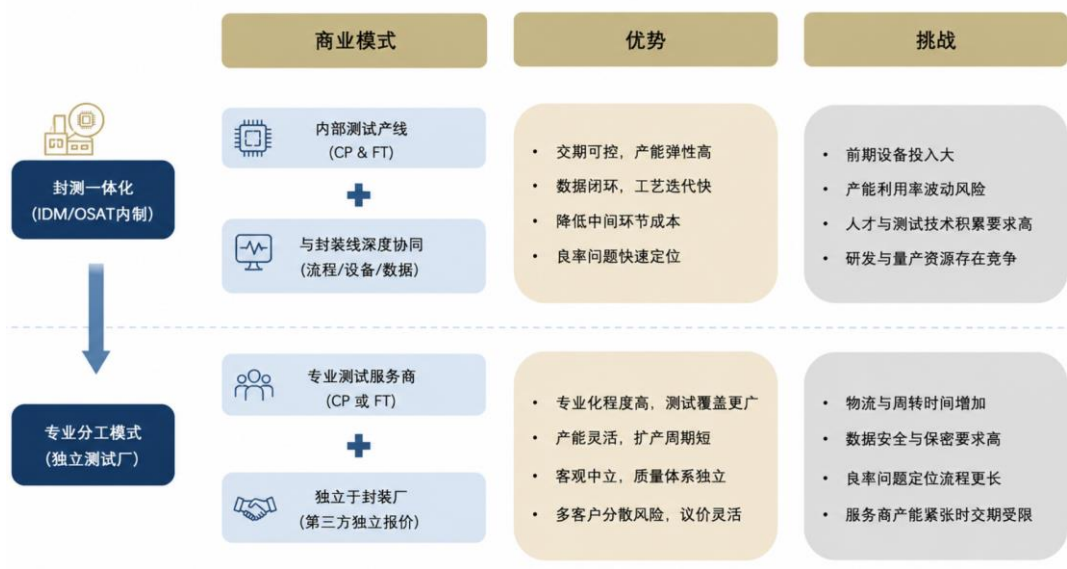
- 封测一体模式由封装企业同时提供封装与基础测试服务，能够减少跨厂流转环节、缩短交付周期，并在一定程度上降低综合成本，但其测试环节通常主要围绕封装后常规电性能、功能及接口检验展开，资源配置更多服从封装产线整体效率，在复杂测试方案开发、跨平台适配及独立质量验证方面存在一定局限。
- 第三方独立测试模式则由专业测试企业承担测试方案开发、程序设计、工程验证、数据分析及量产测试，核心能力在于测试软硬件协同，以及对芯片功能、性能、功耗和可靠性的系统判断，能够根据不同产品架构及应用场景提供定制化测试方案，并通过独立于封装环节的质量控制增强测试结果的客观性。

对于 Fabless 设计企业而言，独立测试厂商不受特定封装产线和内部客户优先级约束，能够更灵活地配合新品导入、工程验证和产能调度，并在测试数据保密、问题定位及多封装厂协同等方面提供相对中立的服务。尤其在高端 SoC、AI 及车规芯片等测试复杂度较高、验证周期较长、定制化需求较强的领域，独立测试企业凭借专业化测试团队、多平台设备能力、测试程序积累及跨客户项目经验，相较以封装协同和规模制造见长的封测一体厂商更具适配优势。

随着芯片复杂度提升、产品迭代加快及测试要求日趋多样化，封装与测试的专业分工有望进一步深化，公司作为专业独立测试服务商，有望凭借测试深度、方案开发能力、柔性产能及客观验证优势，在 Fabless 客户和高复杂度芯片测试市场中获得更多业务机会。



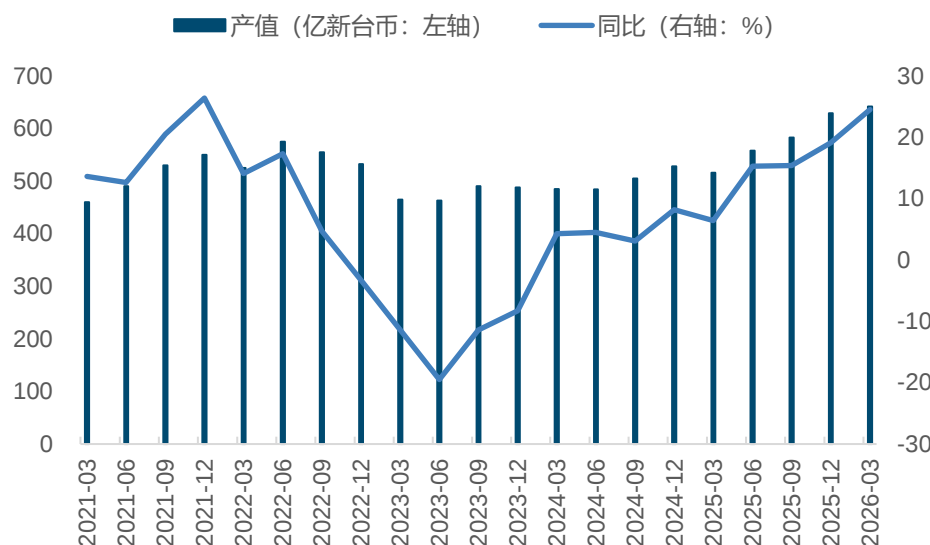
图表15：独立测试厂具有专业独立的分工优势



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

产业链持续向国内转移，本土测试需求同步增长。专业化分工深化，第三方测试价值进一步凸显。近年来，在全球半导体产业链区域重构、国内晶圆制造及先进封装产能持续扩张的背景下，集成电路设计、制造、封装及测试等环节加速向国内集聚，推动测试需求同步向本地转移。作为产业链下游的重要质量控制环节，独立第三方测试厂商能够为 Fabless、IDM 及封测企业提供覆盖晶圆测试、成品测试及可靠性验证的专业服务，受益于产业链本地化带来的新增测试需求。同时，随着芯片复杂度持续提升及专业化分工不断深化，测试环节逐步从封测一体模式向专业化协作模式演进，独立第三方测试凭借测试能力、设备资源及服务灵活性优势，在产业链中的渗透率有望持续提升。从产业实践来看，中国台湾地区 IC 测试产业在经历 2023 年周期调整后已恢复增长，2025 年以来季度产值保持同比双位数增长，2026Q1 同比增长 24.5%，亦反映出专业测试市场具备较强的成长韧性，为大陆独立第三方测试行业的发展提供了参考。

图表16：中国台湾地区测试产值 2024 年以来逐渐复苏



来源：ifind、国金证券研究所

2.3 芯片复杂度推升测试时长与覆盖率，单颗测试价值量持续增长

AI 芯片复杂度持续提升，测试需求向高性能验证升级。测试重点由功能筛选向性能、功耗及可靠性综合验证演进。随着 AI 芯片不断向先进制程、Chiplet 及异构集成方向发展，晶体管数量、I/O 接口及封装复杂度持续提升，芯片测试时间、测试项数量及测试覆盖率



同步增加。相比传统芯片主要验证基础功能和电性能，AI 芯片还需针对高带宽互连、功耗管理、散热特性及多 Die 协同等复杂场景开展验证，并通过高低温测试、Burn-in、系统级测试等方式确保长期运行稳定性。同时，大模型训练与推理场景对芯片性能一致性和可靠性提出更高要求，推动测试环节由单一功能筛选升级为覆盖性能、功耗、热管理及可靠性的全流程质量验证，进一步提升测试服务的技术门槛和价值量。

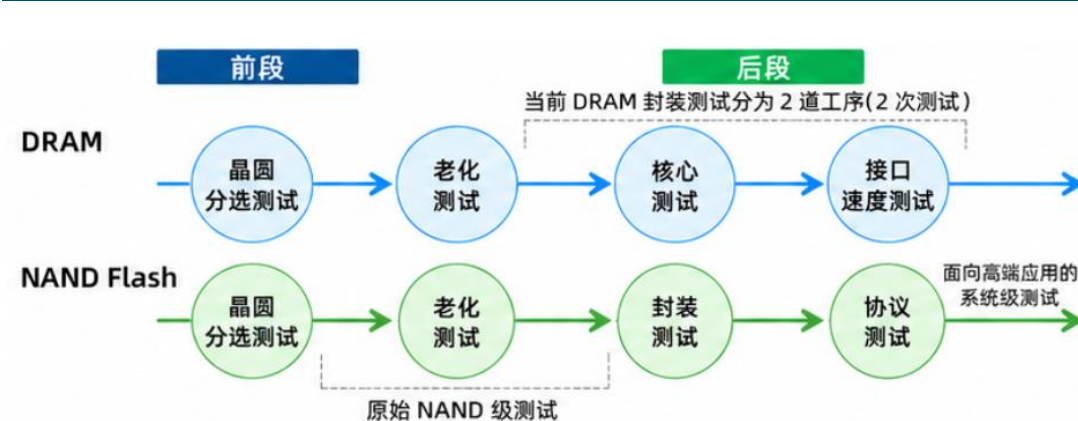
图表17: AI 芯片复杂度提升，测试需求向高性能验证升级



来源：爱德万测试、国金证券研究所

先进封装持续渗透，测试环节向制造全过程延伸。HBM、Chiplet 及 3D 封装推动测试需求由单一成品测试向多阶段验证升级。随着 HBM、高性能 Chiplet 及 3D 堆叠封装加速应用，为避免高价值封装因单颗裸片失效导致良率损失，行业对 KGD (Known Good Die) 筛选需求显著提升，晶圆级测试的重要性进一步增强。同时，多 Die 集成和先进封装技术使芯片需经历 Die 级互联验证、堆叠后测试及高速接口测试等新增环节，对测试覆盖率和可靠性验证提出更高要求。以 HBM 为例，除晶圆测试外，还需增加晶圆级 Burn-in、封装后 Burn-in、核心功能测试、高速接口测试及协议测试等流程，先进封装亦推动测试由晶圆级逐步延伸至封装级和系统级。整体来看，先进封装不仅增加测试次数和测试时间，也带动测试设备配置、测试方案开发及可靠性验证需求同步提升，推动单颗芯片测试价值量持续增长。

图表18: 存储测试复杂度要求逐渐提升



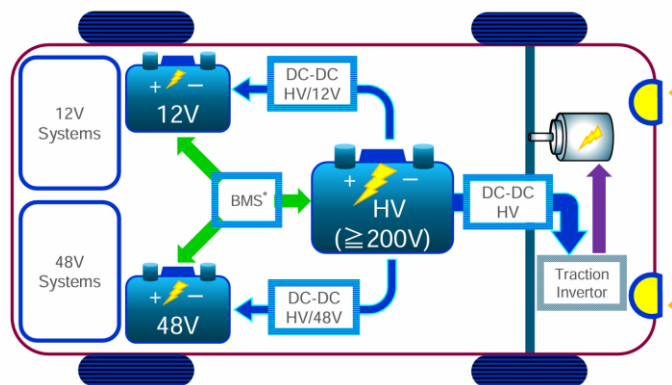
来源：爱德万测试、国金证券研究所

车规芯片可靠性要求持续提升，测试流程进一步强化。相比消费级芯片，车规芯片单位测试强度显著更高。随着汽车电动化、智能化持续推进，车规芯片不仅需要满足更高算力、更低功耗要求，还需在宽温、高压及复杂工况下保持长期稳定运行，因此测试重点由基础电性能验证进一步扩展至高低温、老化及可靠性验证。根据 AEC-Q100 等车规标准，车规芯片通常需在 -40℃ 至 125℃ 甚至 150℃ 的宽温范围内完成功能及性能测试，并增加 Burn-in、主动温控、系统级测试 (SLT) 等可靠性验证环节，以模拟长期运行及极端环境下的

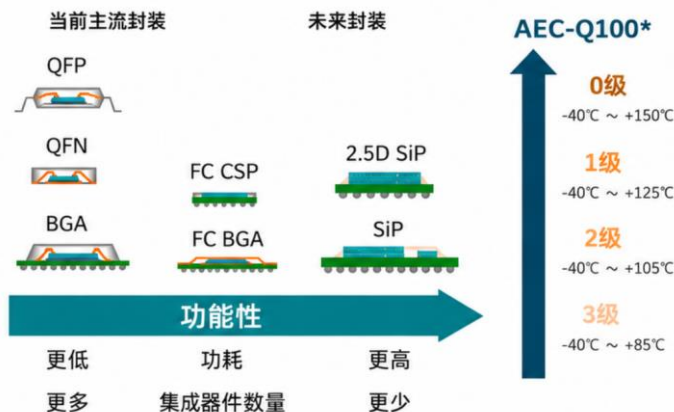


工作状态。同时，ADAS 处理器及先进封装的应用进一步提升芯片散热管理、封装适配及系统级验证要求，推动汽车芯片测试时间、测试项目及测试覆盖率持续增加，使单位芯片测试强度和测试价值量显著高于消费电子产品。

图表19：汽车电动化推动测试对象向高压、高功率及复杂混合信号器件扩展



图表20：车规芯片测试覆盖-40℃至 150℃，主动温控与系统级测试构成高端项目基础要求



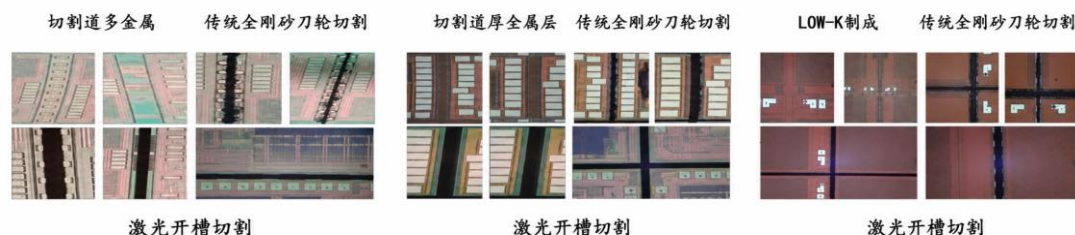
来源：爱德万测试、国金证券研究所

来源：爱德万测试、国金证券研究所

三、“一体两翼”打开增长弹性，主业触底稳步复苏

左翼业务围绕晶圆后道加工环节布局，进一步延伸公司技术服务能力。左翼业务以晶圆激光开槽、激光隐切、减薄等技术服务为核心，主要面向芯片从晶圆测试到封装阶段的关键工艺需求，是公司测试主业向产业链后道环节的延伸。根据公司年报，公司采用“一体两翼”战略布局，以独立第三方测试服务为主体，将晶圆激光开槽、隐切、减薄等技术服务作为左翼业务方向。公司表示，激光开槽可有效改善传统机械切割带来的崩边、金属残留及钝化层损伤等问题，提升芯片切割质量；激光隐切采用无损内切工艺，可缩小切割道宽度、提高晶圆面积利用率，并减少加工碎屑、污染及 PAD 氧化等问题，有助于提升芯片品质和良率，满足高可靠性芯片对加工质量的要求。

图表21：公司围绕后道加工能力，横向拓展了晶圆开槽、隐切业务



来源：公司公告、国金证券研究所

右翼业务聚焦光谱芯片领域，布局智能感知新方向。公司将面向无人驾驶和具身智能应用的光谱芯片等技术服务作为“一体两翼”战略的重要组成部分，通过控股子公司上海光瞳芯微电子有限公司与叠铨光电开展战略合作，共同推进光谱芯片产业化。根据公司年报，双方约定由光瞳芯独家为叠铨光电提供光谱芯片晶圆异质叠层及测试等工艺技术服务，负责最终交付质量合格的光谱芯片，并按约定分享相关业务收益。公司持续推进光谱芯片研发及产业化进程，完成核心工艺攻关、重要功能模块样品点亮及全工艺点亮，并于2025年7月实现“TerraSight”在矿场卡车场景的成功演示；2025年11月，公司与广东华工信息科技有限公司、叠铨光电签订战略合作协议，共同推动全球首个矿区全天候无人驾驶商业化项目在广东大亚湾砂石1号矿落地，标志着单车智能无人驾驶技术迈入商业化运营阶段。预计未来将持续推进“强感知、弱算力”技术路线，加快复杂场景下自动驾驶视觉算法的验证与商业化落地。



图表22: 公司右翼业务进展迅速, 2025 年 7 月 “TerraSight” 上车成功演示



(搭载叠微·利扬芯片超宽光谱图像传感器芯片TerraSight的无人矿卡)



(无人矿卡在模拟浓雾场景下的行驶演示)



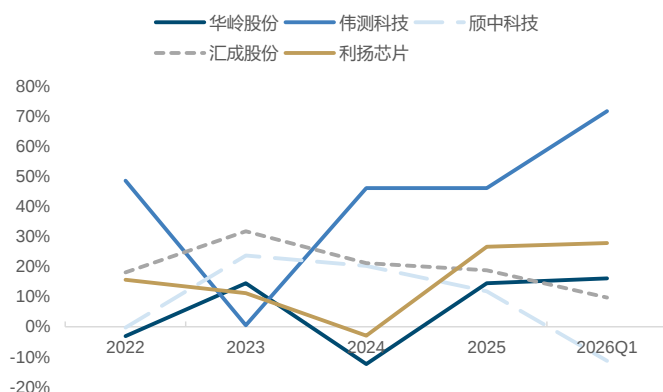
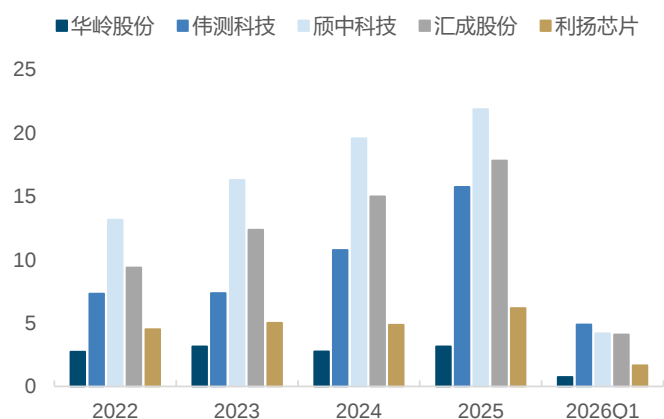
(无人矿卡在夜间弱光、无光、逆光、炫光等场景下的行驶演示)

来源: 公司公告、国金证券研究所

营收增长稳健, 成长性处于行业中上水平。2025 年以来, 公司收入增速明显修复。2025 年, 公司实现营业收入 6.18 亿元, 同比增长 26.69%, 增速高于汇成股份 (18.79%)、硕中科技 (11.78%) 和华岭股份 (14.47%), 仅次于伟测科技 (46.22%); 2026Q1, 公司实现营业收入 1.66 亿元, 同比增长 27.87%, 延续较快增长态势。与同行相比, 伟测科技受益于高端测试需求放量, 收入规模和增速均处于行业领先; 硕中科技、汇成股份凭借显示驱动芯片封测业务保持较大的收入体量, 但增长趋于平稳; 公司在收入规模上仍低于头部企业, 但近年来增速持续跑赢多数可比公司, 在行业需求回暖及高端测试业务拓展的带动下, 成长弹性逐步释放。

图表23: 公司收入规模略低于行业头部公司 (单位: 亿元)

图表24: 公司营收增速处于行业前列



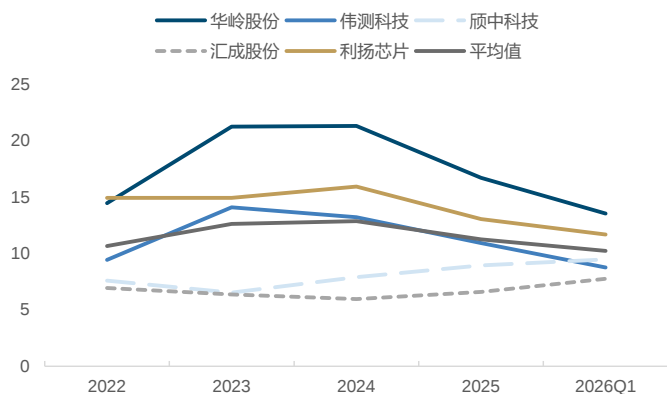
来源: ifind、国金证券研究所

来源: ifind、国金证券研究所

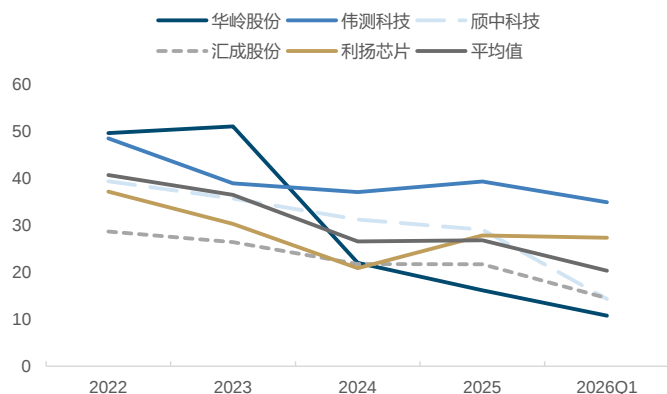
研发投入保持较高水平, 毛利率短期承压后逐步修复。公司始终保持较高研发投入, 2025 年研发费用率为 13.06%, 高于行业平均 11.25%, 仅低于华岭股份 (16.71%), 明显高于伟测科技 (10.92%)、硕中科技 (8.94%) 及汇成股份 (6.60%), 持续的研发投入为高端测试平台建设及新产品开发提供了支撑。盈利能力方面, 公司 2024 年受行业竞争及产品结构变化等因素影响, 毛利率降至 20.90%, 低于行业平均 26.62%; 2025 年随着测试业务恢复增长及高附加值业务占比提升, 毛利率回升至 27.86%, 重新超过行业平均水平 (26.85%), 仅次于伟测科技 (39.37%), 体现出盈利能力逐步修复的趋势。



图表25：公司保持较高研发投入（单位：%）



图表26：公司毛利率触底修复（单位：%）



来源：ifind、国金证券研究所

来源：ifind、国金证券研究所

四、盈利预测

4.1 盈利预测

独立第三方测试作为连接晶圆制造、封装及终端应用的重要质量控制环节，其重要性正伴随AI、高性能计算（HPC）、汽车电子及Chiplet等新兴应用快速提升。随着芯片制程持续演进、封装复杂度不断提高，测试覆盖率、测试时间及测试难度同步增长，推动测试价值量持续提升。同时，在国产供应链自主可控背景下，国内Fabless、晶圆厂及封测厂对于本土独立测试服务需求持续增长，第三方测试企业凭借跨平台、多客户及专业化服务优势，市场空间有望进一步扩大。公司作为国内领先的独立第三方测试企业，坚持“一体两翼”战略，在巩固晶圆测试与成品测试核心业务的同时，积极向晶圆磨切及光谱芯片等新业务延伸。基于行业景气持续回暖、AI及汽车电子驱动测试需求增长，以及公司新业务逐步兑现，我们对公司未来各业务板块盈利表现预测如下：

成品测试业务：作为公司收入占比最高的核心业务，受益于AI、高性能计算、存储、汽车电子及AIoT等终端需求持续增长，以及下游测试需求恢复，公司成品测试业务有望保持稳健扩张。我们预计2026-2028年分别实现营业收入4.39亿元、5.37亿元及6.42亿元，同比增速分别为26.70%、22.40%及19.60%。盈利能力方面，随着产能利用率进一步提升、固定成本持续摊薄以及高附加值产品占比提高，预计同期毛利率分别达到30.80%、33.30%及35.30%，盈利能力有望保持稳步改善。

晶圆测试业务：晶圆测试作为公司另一核心业务，将持续受益于先进制程、Chiplet、存储及汽车电子等高端芯片测试需求增长，同时国产替代背景下Fabless、晶圆厂对第三方测试服务需求持续提升。预计2026-2028年营业收入分别达到3.19亿元、3.91亿元及4.66亿元，同比增速分别为37.90%、22.50%及19.30%。伴随测试产品结构优化及稼动率持续提升，预计毛利率将由2026年的29.30%逐步提升至31.80%、33.80%，盈利能力保持修复趋势。

晶圆磨切及其他业务：晶圆磨切业务仍处于商业化放量初期，随着客户导入、产能释放及工艺持续成熟，有望成为公司未来的重要成长方向。预计晶圆磨切业务2026-2028年分别实现营业收入0.23亿元、0.31亿元及0.42亿元，同比增长48.00%、35.00%及36.00%；预计随着订单释放及产能利用率提升，折旧、人工等固定成本将得到摊薄，毛利率有望逐步转正。考虑业务仍处于早期爬坡阶段，我们预计毛利率将由2026年的-23.20%改善至1.80%、14.80%，盈利能力逐步实现由亏转盈。其他业务预计2026-2028年分别实现营业收入0.27亿元、0.28亿元及0.29亿元，同比增长5.80%、4.50%及4.50%，毛利率维持在39.30%左右，整体保持平稳发展。


图表27：分业务营收拆分

指标	单位	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成品测试						
营收	百万元	263.53	346.28	438.74	537.01	642.27
YoY	%	-11.40%	31.40%	26.70%	22.40%	19.60%
占比	%	53.99%	56.00%	54.34%	54.43%	54.45%
毛利率	%	23.32%	30.71%	30.80%	33.30%	35.30%
晶圆测试						
营收	百万元	186.80	231.37	319.06	390.85	466.28
YoY	%	-0.44%	23.86%	37.90%	22.50%	19.30%
占比	%	38.27%	37.41%	39.52%	39.61%	39.53%
毛利率	%	19.92%	29.04%	29.30%	31.80%	33.80%
其他业务收入						
营收	百万元	29.30	25.37	26.84	28.05	29.31
YoY	%	62.60%	-13.41%	5.80%	4.50%	4.50%
占比	%	6.00%	4.10%	3.32%	2.84%	2.48%
毛利率	%	38.57%	43.63%	39.30%	39.30%	39.30%
晶圆磨切						
营收	百万元	8.49	15.37	22.75	30.71	41.76
YoY	%		81.04%	48.00%	35.00%	36.00%
占比	%	1.74%	2.49%	2.82%	3.11%	3.54%
毛利率	%	-93.88%	-80.03%	-23.20%	1.80%	14.80%
合计						
营业总收入	百万元	488.13	618.39	807.39	986.62	1,179.63
YoY	%	-2.97%	26.69%	30.56%	22.20%	19.56%
综合毛利率	%	20.90%	27.86%	28.97%	31.90%	34.08%

来源：ifind、国金证券研究所

期间费用率整体保持稳定，规模效应持续释放。销售费用方面，公司 2025 年销售费用率已下降至 2.78%，随着客户结构进一步优化、营业收入持续增长以及销售费用摊薄效应显现，预计 2026-2028 年销售费用率维持在 2.7%-2.8% 区间，分别为 2.81%、2.72% 和 2.69%。管理费用方面，公司近年来持续推进内部管理优化，管理费用率已由 2024 年的 10.58% 下降至 2025 年的 9.61%，预计未来伴随收入规模扩大及管理效率进一步提升，管理费用率将继续小幅下降至 9.33%、9.31% 和 9.13%。研发费用方面，公司作为国内领先的独立第三方测试企业，持续围绕 AI、高性能计算、车规芯片及先进封装等方向加大测试能力建设，研发投入仍将维持较高水平，我们预计 2026-2028 年研发费用率分别为 13.16%、13.21% 和 13.22%，整体保持稳定，在保障核心技术竞争力的同时，费用率不会因收入快速增长而出现明显抬升。

图表28：2024 -2028E 公司三费情况

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.72%	2.78%	2.81%	2.72%	2.69%
管理费用率	10.58%	9.61%	9.33%	9.31%	9.13%
研发费用率	15.95%	13.06%	13.16%	13.21%	13.22%

来源：ifind、国金证券研究所

基于下游测试需求恢复、高算力及汽车电子等产品测试订单增长，以及新增产能逐步释放，我们预计公司 2026—2028 年分别实现营业收入 8.07 亿元、9.87 亿元和 11.80 亿元，同比增长 30.56%、22.20% 和 19.56%；其中成品测试和晶圆测试仍为主要增长来源，晶圆磨



切业务随客户导入和产能爬坡逐步放量。伴随测试业务产能利用率提升、固定成本摊薄及晶圆磨切亏损收窄，预计 2026—2028 年归母净利润分别为 0.09 亿元、0.41 亿元和 0.79 亿元，盈利能力逐步修复。

我们认为，利扬芯片作为国内较早布局独立第三方测试服务的企业，已形成晶圆测试与成品测试协同发展的业务结构，并持续向晶圆磨切等产业链环节延伸。随着 AI、高性能计算、存储及汽车电子芯片对测试时长、覆盖率和可靠性要求提升，公司有望受益于测试需求量与单位测试价值量同步增长。同时，公司前期扩建形成的设备及厂房投入具有较强固定成本属性，伴随收入规模扩大和产能利用率恢复，折旧、人工及能源成本的摊薄有望带来较明显的利润弹性。充分考虑公司独立第三方测试平台的稀缺性、产能利用率提升带来的业绩弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。

五、风险提示

下游芯片景气度波动及测试需求不及预期的风险

公司主营业务为独立第三方集成电路测试服务，收入主要来源于晶圆测试、成品测试等业务，下游需求与集成电路行业景气度、芯片出货量及客户新品导入节奏密切相关。若未来消费电子、通信、汽车电子及 AI 等终端需求增长放缓，或晶圆厂、Fabless 客户新品量产节奏延后，导致芯片出货规模下降、测试需求减少，公司测试机台稼动率及产能利用率可能受到影响，进而对营业收入增长及盈利能力造成不利影响。

重点客户集中度较高及客户订单波动的风险

集成电路测试行业具有客户认证周期长、合作稳定性较强的特点，公司长期服务于国内领先的 IC 设计企业，并持续拓展车规级芯片、高性能计算及存储芯片等领域客户。若未来主要客户产品销量下滑、测试需求发生变化，或因市场竞争、技术路线调整等因素导致公司订单份额下降，同时新增客户导入速度低于预期，公司经营业绩可能出现阶段性波动。

新业务拓展及产能释放不及预期的风险

近年来公司持续推进晶圆减薄、激光开槽、激光隐切等技术服务，并布局光谱芯片等新业务方向，同时持续扩充测试设备及生产能力。若新业务市场开拓、客户验证或商业化进度低于预期，或新增测试产能释放速度慢于订单增长节奏，导致设备利用率未能有效提升，新增折旧、人工及运营成本难以充分摊薄，公司盈利能力可能承受一定压力。

技术研发及测试能力升级不及预期的风险

随着 AI、高性能计算、HBM、Chiplet 及汽车电子等高端芯片快速发展，测试内容正由传统功能验证向高速接口、功耗、可靠性及系统级测试持续延伸，对测试平台、测试方案开发能力及工程服务水平提出了更高要求。公司持续保持较高研发投入，不断完善高端测试能力及新测试平台建设。若未来研发进展、测试能力升级或新产品验证未能达到预期，将影响公司在高端测试市场的竞争力，并可能对后续订单获取产生不利影响。

行业竞争加剧及测试价格下降的风险

国内集成电路测试市场近年来保持较快增长，吸引了独立第三方测试机构、封测企业及部分客户自建测试能力持续投入，行业竞争程度不断提升。若未来市场竞争进一步加剧，公司为获取新增订单而采取更加积极的价格策略，或行业整体测试价格出现下降，同时人工成本、设备折旧等固定成本维持较高水平，公司综合毛利率及盈利水平可能面临一定压力。

国产替代推进及产业链投资不及预期的风险

公司长期受益于国内集成电路产业链向本土转移及独立第三方测试需求增长，业务拓展与国产芯片研发、流片及量产节奏密切相关。若未来国产替代推进速度低于市场预期，或产业链资本开支、新产品研发及量产进程放缓，公司新增测试需求及客户扩张节奏可能受到影响，从而对未来业绩增长造成一定压力。

资产负债率偏高的风险

公司所处集成电路测试行业具有资本密集型特征，测试设备及厂房建设所需资金规模较大。2025 年末公司资产负债率为 56.12%，整体处于较高水平；随着中高端测试产能建设及设备投入持续推进，公司仍可能通过银行借款等方式补充资金。若未来下游需求、客户订单或新增产能利用率不及预期，公司经营现金流可能承压，并面临财务费用上升、偿债能力下降及流动性趋紧的风险。



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	503	488	618	807	987	1,180
增长率		-3.0%	26.7%	30.6%	22.2%	19.6%
主营业务成本	-350	-386	-446	-574	-672	-778
%销售收入	69.7%	79.1%	72.1%	71.0%	68.1%	65.9%
毛利	153	102	172	234	315	402
%销售收入	30.3%	20.9%	27.9%	29.0%	31.9%	34.1%
营业税金及附加	-4	-4	-6	-8	-10	-12
%销售收入	0.7%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-17	-18	-17	-23	-27	-32
%销售收入	3.4%	3.7%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%
管理费用	-56	-52	-59	-75	-92	-108
%销售收入	11.2%	10.6%	9.6%	9.3%	9.3%	9.1%
研发费用	-75	-78	-81	-106	-130	-156
%销售收入	14.9%	15.9%	13.1%	13.2%	13.2%	13.2%
息税前利润 (EBIT)	1	-50	9	22	56	95
%销售收入	0.1%	n.a	1.4%	2.7%	5.7%	8.0%
财务费用	-16	-33	-43	-18	-23	-25
%销售收入	3.2%	6.8%	6.9%	2.2%	2.4%	2.2%
资产减值损失	-2	-10	-7	-1	0	0
公允价值变动收益	7	3	-2	0	0	0
投资收益	0	1	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	-1.5%	-10.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	10	-56	-12	3	32	69
营业利润率	2.0%	n.a	n.a	0.4%	3.3%	5.9%
营业外收支	0	0	-2	3	3	3
税前利润	10	-56	-14	6	35	72
利润率	2.0%	n.a	n.a	0.8%	3.6%	6.1%
所得税	15	-3	7	3	7	7
所得税率	-150.2%	n.a	n.a	-50.0%	-20.0%	-10.0%
净利润	25	-59	-6	10	42	80
少数股东损益	3	3	3	1	2	3
归属于母公司的净利润	22	-62	-9	9	41	79
净利率	4.3%	n.a	n.a	1.1%	4.2%	6.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	25	-59	-6	10	42	80
少数股东损益	3	3	3	1	2	3
非现金支出	184	215	246	143	167	192
非经营收益	-23	29	23	84	22	24
营运资金变动	11	19	17	-72	-17	-19
经营活动现金净流	196	204	279	164	215	278
资本开支	-562	-398	-371	-337	-312	-312
投资	0	-10	-17	0	0	0
其他	0	1	1	0	0	0
投资活动现金净流	-562	-407	-387	-337	-312	-312
股权募资	16	2	9	416	0	0
债权募资	198	611	-6	114	153	92
其他	33	-68	-70	-20	-25	-27
筹资活动现金净流	247	545	-66	40	128	65
现金净流量	-119	342	-174	-133	30	31

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	104	446	272	129	152	177
应收款项	173	153	211	232	281	334
存货	21	26	17	26	30	35
其他流动资产	63	90	77	104	105	105
流动资产	361	715	577	491	567	652
%总资产	17.4%	27.6%	21.8%	18.2%	19.5%	20.9%
长期投资	17	29	45	45	45	45
固定资产	1,358	1,511	1,711	1,876	2,016	2,133
%总资产	65.5%	58.3%	64.7%	69.8%	69.2%	68.3%
无形资产	169	189	175	236	245	253
非流动资产	1,713	1,878	2,068	2,199	2,346	2,469
%总资产	82.6%	72.4%	78.2%	81.8%	80.5%	79.1%
资产总计	2,074	2,593	2,645	2,689	2,914	3,121
短期借款	258	280	285	490	642	735
应付款项	109	95	164	194	236	280
其他流动负债	50	42	52	29	34	40
流动负债	417	418	501	691	880	1,012
长期贷款	344	447	428	428	428	428
其他长期负债	177	606	555	455	448	443
负债	939	1,471	1,484	1,574	1,756	1,883
普通股股东权益	1,123	1,107	1,143	1,097	1,138	1,217
其中：股本	200	200	203	233	233	233
未分配利润	199	117	108	117	158	236
少数股东权益	12	15	18	19	21	24
负债股东权益合计	2,074	2,593	2,645	2,689	2,914	3,121

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.109	-0.308	-0.045	0.037	0.177	0.337
每股净资产	5.613	5.525	5.618	4.705	4.882	5.219
每股经营现金净流	0.982	1.020	1.372	0.807	1.055	1.364
每股股利	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	1.93%	-5.57%	-0.80%	0.78%	3.63%	6.46%
总资产收益率	1.05%	-2.38%	-0.35%	0.32%	1.42%	2.52%
投入资本收益率	0.07%	-2.29%	0.17%	1.31%	2.52%	3.69%
增长率						
主营业务收入增长率	11.19%	-2.97%	26.69%	30.56%	22.20%	19.56%
EBIT 增长率	-96.69%	-9797.81%	-117.19%	150.48%	159.01%	69.98%
净利润增长率	-32.16%	-383.69%	-85.07%	N/A	382.08%	90.32%
总资产增长率	22.45%	25.00%	2.02%	1.66%	8.35%	7.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	111.2	115.7	103.6	101.0	100.0	99.5
存货周转天数	23.9	22.1	17.7	17.0	16.8	16.7
应付账款周转天数	93.6	96.3	105.4	120.0	125.0	128.0
固定资产周转天数	799.3	847.4	838.2	720.8	645.5	579.0
偿债能力						
净负债/股东权益	43.91%	65.20%	75.15%	109.37%	116.55%	114.43%
EBIT 利息保障倍数	0.0	-1.5	0.2	1.2	2.4	3.7
资产负债率	45.26%	56.74%	56.12%	58.52%	60.27%	60.35%

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	0	0	0	1
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	0.00	0.00	0.00	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。

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