

博杰股份 (002975)

锚定 AI 测试主航道，纵拓液冷+多元业务新空间

◆ 深耕智能制造，多元化布局驱动业绩高增。

公司 2005 年成立之初，主要布局 ICT 测试设备、基础功能测试设备等电学测试设备，在多年非标设备的研发及行业应用经验积淀中，逐步完善射频、声学、光学等多维技术能力。公司早年深度服务全球头部消费电子客户，与苹果、META、高通等保持长期稳定的合作；近年来，公司以 AI 服务器测试为突破口切入算力基础设施供应链，实现对英伟达、谷歌、微软、亚马逊等国际知名厂商，以及紫光、浪潮、阿里巴巴、腾讯等国内头部厂商的全面覆盖。2026H1 公司消费电子业务收入占比降至 43.98%，大数据及 AI 算力成为核心增量驱动，收入占比提升至 28.83%。此外，来自新能源汽车、半导体及被动元器件的收入占比分别为 10.25%、11.91%。

业绩层面：公司在经历 2023 年周期低点后，积极拓宽产品布局，业绩快速修复，2026H1 实现营业收入 11.22 亿元，同比+66.8%，其中外销收入 5.75 亿元，同比+139.2%，外销毛利率 56.75%，远高于内销的 41.55%；26H1 归母净利润 1.71 亿元，同比+746.9%，超过去年全年。2026Q2 单季度收入 6.54 亿元，同比+40.2%，环比+39.9%；归母净利润实现 1.05 亿元，同比+157.4%，环比+59.5%。

◆ 算力基建驱动上游测试设备扩容，海外交付进入放量通道。

根据 TrendForce 数据，云厂商资本开支持续高增，预估将带动 2026 年全球 AI 服务器出货量年增 31% 以上，算力基建高景气驱动上游测试设备持续扩容。公司 AI 服务器测试相关产品涵盖 ICT、FCT、老化测试设备等，2025 年测试设备月出货量达到一百多台。具体客户层面：

(1) **G 客户：**已合作多年，从消费电子切入服务器，自 2021 云服务器放量起，已开始批量供货，2025 订单规模达亿元；

(2) **N 客户：**从 2024 年提供 ICT 解决方案，2025 年提供 ICT 和功能测试解决方案，发展至 2026 年正式进入量产交付；客户当前订单实现上

投资评级

买入

首次评级

2026 年 09 月 07 日

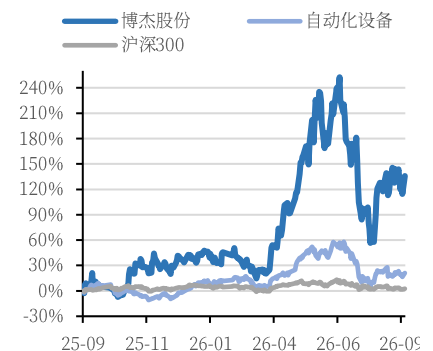
收盘价(元):

104.53

公司基本数据

总股本(百万股)	208.13
总市值(百万)	21,755.91
流通股本(百万股)	138.26
流通市值(百万)	14,452.64
12 月最高/最低价(元)	157.97/53.41
资产负债率(%)	29.16
每股净资产(元)	11.87
市盈率(TTM)	73.22
市净率(PB)	8.81
净资产收益率(%)	6.92

股价走势图



作者

刘一楠

分析师

SAC 执业证书: S0640524100002

邮箱: liuyn@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

亿元，预计 2026 年 N 客户的设备需求达四位数，随着规模化放量有望逐步成长为公司最大客户。

◆ 液冷布局战略延伸，自研零部件打开第二成长曲线。

公司紧抓散热升级的时代机遇，自主研发了微通道分层液冷板和水冷头等部件，成功打造了完整的 GPU 模组热管理液冷测试解决方案，当前公司自主研发的液冷模组可满足 3500W 散热功率需求。公司含液冷模组的测试设备已通过大客户认证并实现批量交付，向 N 客户及其代工厂富士康供货。公司基于服务海外大客户过程中积累的热管理、精密件技术储备，正从设备供应商向零部件供应商战略延伸，公司瞄准冷板、UQD、CDU 等产品进行业务布局。2026 年 7 月，公司成立控股子公司珠海博凛，专注于液冷零部件的研发、生产和销售，为客户提供液冷散热解决方案，2026 年上半年，液冷零部件相关产品已实现重点客户送样。

公司近期发布定增预案：拟向服务器检测设备及散热模组零部件产能建设项目投入 9.78 亿元，用于改造升级自有生产厂房及配套设施，购置热管理领域相关设备设施等。根据珠海市生态环境局公示，项目达产后将形成年生产板级功能测试机 4800 台、外观检测设备 704 台、在线测试仪 1300 台、液冷板 10 万片的产能。我们认为，公司的液冷零部件有望从测试场景向服务器机柜内部渗透，打开全新增长曲线。

◆ 磷化铟衬底供不应求，光通信材料+设备协同布局。

InP 衬底是支撑人工智能、量子计算等尖端科技领域的战略性基础材料，但全球 90% 以上的衬底产能长期被日本住友、美国 AXT 及 JX 金属三家高度垄断，国产替代迫在眉睫。随着光模块向 1.6T 乃至 3.2T 演进，全球 InP 供不应求，2026 年全球有效产能仅约为 60 万至 75 万片/年，供需缺口超过 70%。公司紧抓光通信产业升级与国产化机遇，“自研光耦合设备+控股 InP 核心材料+衬底精密加工”的全产业链协同布局：

（1）在上游核心材料端：公司 8 月 21 日公告，拟以 1.83 亿元自有资金收购鼎泰芯源控股权，持股比例将由 11.049% 增至 66.922%，并与多名股东签署一致行动协议，合计控制鼎泰芯源 92.19% 的表决权，鼎泰芯源将成为公司控股子公司。鼎泰芯源由中科院半导体所 III-V 族化合物半导体技术团队创立，是国内少数掌握磷化铟衬底核心技术并实现国产化量产的企业。鼎泰芯源正积极扩产中，交易完成后公司计划进一步引进外部投资向其增资 2 亿元至 2.2 亿元用于产能扩张及补充营运资金。

(2) **设备端**：公司在半导体切割设备领域亦有重要布局，子公司博捷芯已成功研发多款 4-6 寸、8-12 寸及 12 寸划片机设备，相关设备已通过下游客户测试认证，进入市场突破阶段。博捷芯划片机已具备磷化钨衬底切割成熟技术能力，实现上游材料加工环节配套赋能。

◆ **多元业务共同向上，MLCC、半导体设备、智能终端共筑成长厚度。**

(1) **MLCC 设备**：子公司奥德维深耕 MLCC 设备领域近十年，已覆盖超过 50%价值量的 MLCC 核心制程设备，产品包含六面体外观检测、高速测试机、测包机、叠层机等。客户覆盖国内头部元器件厂商，测试机在风华高科、三环集团、微容科技、宇阳科技等实现批量国产化导入；海外市场开拓，六面机已成功交付韩国和马来西亚客户。2026 年 H1 公司相关设备收入同比增长 87.8%。

(2) **半导体设备**：公司继续推进在封测环节的设备布局，实现半导体封装测试分选系统系列产品储备，存储芯片三温测试设备进入小批量验证阶段。子公司博捷芯的划片机已进入京东方、三安光电等头部企业供应链。公司进一步拓展半导体设备产品矩阵，TGV 激光钻孔设备已通过客户初步验收，具备知名企业合格供应商参与资格；超薄玻璃激光切割设备已中标知名企业项目。

(3) **人形机器人**：公司前瞻性布局机器人测试能力，基于消费电子领域的技术积累，覆盖 IMU、摄像头、电子皮肤力传感器、麦克风检测；2025 年公司已实现向 T 客户小批量发货人形机器人 IMU 测试设备，实现了从零到一的突破。

(4) **汽车电子**：公司通过整合广浩捷等外延并购资源，形成覆盖智能驾驶、智能座舱、EV 的完整产品矩阵，涉及 4D 毫米波雷达、摄像头、车载屏、传感器等多类产品的检测及自动化设备。客户端，与 Tesla、B 客户等 OEM 厂商以及 BHTC、MARELLI、Valeo 等头部 Tier1 企业深化合作，业务扩展至宝马、奥迪、大众等德系品牌，并与 Tesla 在 robotaxi 领域展开合作。车载镜头与装配测试自动化线体已实现亿级规模销售。

◆ **投资建议**

公司是国内领先的智能测试设备平台型供应商，深度绑定全球顶尖 AI 算力客户，正处于头部客户放量周期；液冷零部件从设备内置方案向独立产品延伸，打开估值和成长空间。此外，公司 MLCC 设备、半导体设备、智能终端等业务形成多点支撑，穿越周期，提升业绩韧性，我们看好公司在 AI 时代的卡位和多元业务的景气度。预计公司 2026-2028 年实现营业

收入分别为 26.53 亿元、34.32 亿元、41.00 亿元，同比分别增长 44.5%、29.4%、19.4%；归母净利润分别为 3.39 亿元、4.67 亿元、5.72 亿元，同比分别增长 131.8%、37.8%、22.5%。对应当前（2026 年 9 月 7 日）收盘价的 PE 分别为 64、47、38 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

液冷零部件及半导体设备等新产品进展不及预期的风险、定增扩产不及预期的风险、汇率波动影响外销的风险、收购鼎泰芯源中止/取消及未来 InP 产能扩张不及预期的风险。

◆ 分业务拆分：

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营业收入	1,232.8	1,835.9	2,652.6	3,432.4	4,099.6
yoy	36.2%	48.9%	44.5%	29.4%	19.4%
毛利率	42.5%	44.1%	48.8%	48.4%	47.9%
工业自动化设备	1,044.5	1,531.7	2,221.0	2,887.3	3,464.7
yoy	32.3%	46.6%	45.0%	30.0%	20.0%
毛利率	41.1%	42.4%	48.0%	47.5%	47.0%
设备配件	92.5	181.0	271.5	352.9	423.5
yoy	35.9%	95.7%	50.0%	30.0%	20.0%
毛利率	43.4%	46.8%	47.0%	47.5%	48.0%
技术服务	95.8	123.2	160.2	192.2	211.4
yoy	100.7%	28.6%	30.0%	20.0%	10.0%
毛利率	57.0%	61.3%	63.0%	63.0%	63.0%

资料来源：ifind，公司公告，中航证券研究所

◆ 盈利预测：

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,232.79	1,835.88	2,652.60	3,432.36	4,099.62
增长率（%）	36.17	48.92	44.49	29.40	19.44
归母净利润（百万元）	22.25	146.32	339.18	467.36	572.30
增长率（%）	138.89	557.51	131.80	37.79	22.45
毛利率（%）	42.54	44.13	48.80	48.37	47.93
每股收益（元）	0.11	0.70	1.63	2.25	2.75
市盈率 PE	977.61	148.68	64.14	46.55	38.01
市净率 PB	12.63	9.51	8.39	7.22	6.17
净资产收益率 ROE（%）	1.23	6.39	13.08	15.51	16.23

资料来源：ifind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	354	444	531	686	820	营业收入	1233	1836	2653	3432	4100
应收票据及账款	693	920	1147	1390	1548	营业成本	708	1026	1358	1772	2135
预付账款	10	18	29	42	56	税金及附加	7	13	20	26	31
其他应收款	12	12	28	36	43	销售费用	117	191	252	309	361
存货	336	651	893	1190	1462	管理费用	170	192	225	275	307
其他流动资产	474	340	437	457	450	研发费用	175	226	305	378	430
流动资产总计	1880	2385	3064	3802	4379	财务费用	4	12	11	23	25
长期股权投资	141	55	48	41	34	资产减值损失	-39	-60	-108	-125	-153
固定资产	400	579	684	882	1119	信用减值损失	-23	-3	-4	-6	-7
在建工程	113	179	386	568	475	其他经营损益	0	0	0	0	0
无形资产	109	112	121	158	185	投资收益	1	40	13	18	24
长期待摊费用	29	29	31	31	30	公允价值变动损益	4	5	0	0	0
其他非流动资产	118	151	188	197	196	资产处置收益	1	-0	0	0	0
非流动资产合计	910	1106	1457	1878	2039	其他收益	19	26	21	22	23
资产总计	2789	3491	4522	5680	6418	营业利润	16	183	403	560	697
短期借款	140	110	507	793	634	营业外收入	0	0	0	0	0
应付票据及账款	230	442	572	771	958	营业外支出	1	1	1	1	1
其他流动负债	144	386	459	612	754	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	513	938	1538	2176	2346	利润总额	14	183	402	559	697
长期借款	429	61	149	203	203	所得税	-5	11	24	45	70
其他非流动负债	3	6	5	5	5	净利润	19	172	378	514	627
非流动负债合计	432	67	154	208	208	少数股东损益	-3	26	39	47	55
负债合计	946	1005	1692	2384	2554	归属母公司净利润	22	146	339	467	572
股本	143	160	208	208	208	EBITDA	64	258	542	756	950
资本公积	797	1288	1241	1241	1241	NOPLAT	6	139	389	535	650
留存收益	866	840	1144	1564	2077	EPS(元)	0.11	0.70	1.63	2.25	2.75
归属母公司权益	1806	2289	2593	3012	3526	主要财务比率					
少数股东权益	38	197	236	283	338						
股东权益合计	1843	2486	2829	3296	3864	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债和股东权益合计	2789	3491	4522	5680	6418	成长能力					
现金流量表						营收增长率	36.2%	48.9%	44.5%	29.4%	19.4%
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营业利润增长率	115.3%	1082.0%	119.6%	38.9%	24.6%
税后经营利润	19	172	347	478	585	EBIT 增长率	117.3%	969.7%	112.0%	40.8%	24.1%
折旧与摊销	45	63	129	174	228	EBITDA 增长率	204.4%	305.6%	109.6%	39.6%	25.6%
财务费用	4	12	11	23	25	归母净利润增长率	138.9%	557.5%	131.8%	37.8%	22.5%
投资损失	-1	-40	-13	-18	-24	经营现金流增长率	-273.6%	141.5%	120.6%	149.8%	54.3%
营运资金变动	-329	-200	-319	-229	-140	盈利能力					
其他经营现金流	58	78	33	39	46	毛利率	42.5%	44.1%	48.8%	48.4%	47.9%
经营性现金净流量	-204	85	187	467	721	净利率	1.5%	9.4%	14.3%	15.0%	15.3%
资本支出	155	93	491	596	399	营业利润率	1.3%	10.0%	15.2%	16.3%	17.0%
长期投资	-1	-5	0	0	0	ROE	1.2%	6.4%	13.1%	15.5%	16.2%
其他投资现金流	-37	200	-51	15	55	ROA	0.8%	4.2%	7.5%	8.2%	8.9%
投资性现金净流量	-192	103	-541	-581	-345	ROIC	0.5%	7.5%	17.4%	17.5%	16.8%
短期借款	-46	-30	398	286	-160	估值倍数					
长期借款	-77	-369	88	54	0	P/E	977.6	148.7	64.1	46.6	38.0
普通股增加	3	18	48	0	0	P/S	17.6	11.9	8.2	6.3	5.3
资本公积增加	102	492	-48	0	0	P/B	12.6	9.5	8.4	7.2	6.2
其他筹资现金流	-15	-234	-45	-71	-84	股息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
筹资性现金净流量	-32	-123	440	269	-243	EV/EBIT	241.5	63.0	53.8	38.9	31.2
现金流量净额	-429	65	86	156	133	EV/EBITDA	69.1	47.5	41.0	29.9	23.7
						EV/NOPLAT	678.4	88.4	57.2	42.2	34.7

资料来源：ifind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人士或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637