

2026年05月26日

公司研究

评级：买入(首次覆盖)

研究所：

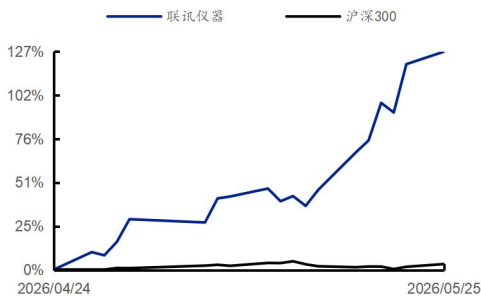
证券分析师：

张钰莹 S0350524100004
zhangyy03@ghzq.com.cn

标从追赶到并跑：国产测试仪器厂商的进阶之路

——C 联讯（688808）科创板公司深度研究

近期走势



市场数据	2026/05/25
当前价格（元）	1,813.48
52周价格区间（元）	688.99-1,898.88
总市值（百万元）	186,183.95
流通市值（百万元）	34,993.17
总股本（万股）	10,266.67
流通股本（万股）	1,929.61
日均成交额（百万元）	5,196.51
近一月换手（%）	20.85

投资要点：

本篇报告解决了以下核心问题：1、公司成长性来自哪里？2、公司核心竞争力是什么？3、未来增长空间有多大？

- 通信测试设备：AI 驱动高速升级，公司卡位 1.6T 核心测试环节。** AI 算力扩张正推动 800G 快速放量、1.6T 进入商业化阶段，高速光模块升级带动测试需求同步跃迁。公司聚焦高速光通信测试领域，已形成采样示波器、误码分析仪、时钟恢复单元等核心产品矩阵，是全球少数、国内极少数量产供应 400G/800G/1.6T 高速光模块核心测试仪器的厂商。公司已实现 65GHz 采样示波器、120GBaud 时钟恢复单元、120GBaud 误码分析仪等高端产品突破，核心性能逐步逼近 Keysight 等国际龙头，具备较强国产替代能力。随着 AI 数据中心建设加速，公司有望持续受益于高速光模块测试需求扩张。
- 半导体测试设备：碳化硅+硅光共振，打开第二增长曲线。** 除光通信外，公司已切入光电子器件测试、碳化硅功率器件测试等高景气赛道，逐步形成第二增长曲线。公司是国内少数同时具备晶圆级老化系统、功率芯片 KGD 分选测试系统产业化能力的厂商，在碳化硅测试设备领域已位列国内第一；同时，公司在硅光晶圆测试、CoC 光芯片老化测试等方向持续突破，并在光电子器件测试设备市场实现领先。随着新能源汽车、AI 光互联及先进封装发展，半导体测试需求有望持续扩容，公司平台化测试能力有望进一步释放。
- 收入三年翻 4.6 倍，海外占比超 3 成：公司进入高速增长通道。** 2022—2025 年公司营业收入由 2.14 亿元增至 11.94 亿元，三年增长约 4.6 倍；归母净利润由 2022 年的 -0.38 亿元、2023 年的 -0.55 亿元，转为 2024 年的 1.40 亿元，并在 2025 年进一步升至 1.74 亿元。2025 年 1-9 月境外收入占比提升至 32.59%，较 2024 年的 14.89% 明显抬升，显示下游需求放量正加快向订单、收入与利润传导。
- 客户与募投双重加持，平台化成长可期。** 公司客户覆盖中际旭创、新易盛、Lumentum、Broadcom、比亚迪半导体、士兰微等海内外主流厂商，头部客户持续导入验证产品力。与此同时，公司五大募投项目合计投入 17.11 亿元，投向下一代光通信测试、车规芯片测试、存储测试、数字测试仪器及研发中心建设，未来有望在下游景气扩

张中持续放大平台化优势。

- 盈利预测和投资评级：**我们预计，公司 2026-2028 年营业收入分别 30.23、49.80、72.77 亿元，归母净利润分别为 5.13、8.25、12.99 亿元；对应 P/E 分别为 363.08、225.63、143.27X。公司正由细分突破走向平台化扩张，成长逻辑持续强化，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险、募投项目实施风险、存货跌价风险、境外收入和采购波动风险、应收账款坏账损失风险、次新股市场风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1194	3023	4980	7277
增长率(%)	51	153	65	46
归母净利润（百万元）	174	513	825	1299
增长率(%)	24	195	61	57
摊薄每股收益（元）	1.69	4.99	8.04	12.66
ROE(%)	19	15	20	24
P/E	-	363.08	225.63	143.27
P/B	-	56.24	45.02	34.26
P/S	-	61.58	37.39	25.58
EV/EBITDA	-0.89	282.72	190.61	125.76

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 国产测试黑马崛起：从细分突破到平台扩张.....	6
1.1、 硬核底色初显：一家高端仪器公司的成长逻辑.....	6
1.1.1、 卡位高端赛道：技术基因与强控制力双轮驱动.....	6
1.1.2、 融资跃迁叠加全球化布局加速成型.....	8
1.2、 光通信+半导体：测试设备的平台化突围.....	8
1.2.1、 产品矩阵持续扩充：构筑 1.6T 与电性能测试双技术壁垒.....	9
1.2.2、 性能比肩全球一线：从光通信到半导体测试的全矩阵突破.....	10
2、 收入三年翻 4.6 倍，海外占比超 3 成：公司进入高速增长通道.....	15
2.1、 收入利润双拐点：2024 年进入盈利释放期.....	15
2.2、 通信测试领跑高端，海外强势崛起.....	17
3、 行业东风已至，公司多线齐发：从国产替代到新增长极.....	21
3.1、 国产替代正当时：多条赛道需求共振，公司份额持续突破.....	22
3.1.1、 从跟跑到领跑：光电子与碳化硅测试国产替代先行者.....	22
3.1.2、 从千亿光模块到百亿测试：AI 拉动全产业链增长.....	24
3.1.3、 光电子稳增，碳化硅大幅增长：半导体测试设备双引擎驱动.....	27
3.2、 核心枢纽承接 AI 红利，头部客户背书产品能力.....	29
3.2.1、 产业链中游核心，良率控制关键抓手.....	29
3.2.2、 AI 驱动高速光模块放量，1.6T 升级重塑供应链格局.....	31
3.2.3、 全产业链卡位：覆盖海内外主流厂商.....	32
3.3、 横向拓展，纵向深挖：五大募投项目构建平台化能力.....	33
4、 盈利预测.....	34
4.1、 盈利预测核心假设.....	34
4.2、 可比公司估值.....	37
4.3、 投资建议.....	38
5、 风险提示.....	38

图表目录

图 1: 公司股权结构	7
图 2: 公司发展历程	8
图 3: 公司“主要产品—产品线—测试场景—应用领域”关系	9
图 4: 公司主要产品发展历程	10
图 5: 采样示波器	11
图 6: PAM4 信号经采样示波器均衡前后的眼图对比	11
图 7: 误码分析仪	12
图 8: 误码分析仪实时监控示意图	12
图 9: 时钟恢复单元	13
图 10: 时钟信号经时钟恢复单元提取前后的眼图对比	13
图 11: 公司营业总收入及增速 (亿元, %)	16
图 12: 公司毛利、毛利率及增速 (亿元, %)	16
图 13: 公司研发费用、销售费用、管理费用及财务费用 (亿元, %)	16
图 14: 公司净利润及归母净利润 (亿元)	17
图 15: 全球电子测量仪器市场规模及增速	24
图 16: 中国电子测量仪器市场规模及增速	24
图 17: 光模块发展趋势	25
图 18: 光通信变革历程	25
图 19: 全球光通信测试仪器市场规模及增速	25
图 20: 中国光通信测试仪器市场规模及增速	25
图 21: 全球电气及环境测试仪器市场规模及增速	26
图 22: 中国电气及环境测试仪器市场规模及增速	26
图 23: 全球精密源表市场规模及增速	27
图 24: 中国精密源表市场规模及增速	27
图 25: 全球半导体测试设备市场规模及增速	27
图 26: 全球半导体光电器件测试设备市场规模及增速	28
图 27: 中国半导体光电器件测试设备市场规模及增速	28
图 28: 全球碳化硅功率器件 WLBI 测试设备市场规模	29
图 29: 中国碳化硅功率器件 WLBI 测试设备市场规模	29
图 30: 全球碳化硅功率器件 KGD 测试设备市场规模	29
图 31: 中国碳化硅功率器件 KGD 测试设备市场规模	29
图 32: 电子测量仪器行业产业链	30
图 33: 半导体测试设备行业产业链	31
图 34: 全球 AI 专用光收发模块市场规模 (亿美元)	31
图 35: 全球光收发器出货量预测 (百万只)	31
表 1: 公司实际控制人	7
表 2: 公司历年产品	9
表 3: 光采样示波器性能对比	10
表 4: 高速误码仪性能对比	11
表 5: 公司电子测量仪器主要产品核心指标与行业最高水平对比	13
表 6: 公司半导体测试设备主要产品核心指标与行业领先水平对比	14
表 7: 公司电子测量仪器分业务收入 (万元, %)	18
表 8: 公司半导体测试设备分业务收入 (万元, %)	19

表 9: 公司主营业务分业务类别及产品线毛利率	20
表 10: 公司分区域业务占比 (万元, %)	21
表 11: 公司分区域业务占比 (万元, %)	21
表 12: 公司分业务竞争格局	23
表 13: 公司竞争对手	23
表 14: 公司主要客户群体	32
表 15: 公司前五大客户销售情况 (2025 年 1-9 月)	32
表 16: 公司募集资金投资项目	34
表 17: 总体业务收入预测 (亿元)	35
表 18: 电子测量仪器业务收入预测 (亿元)	35
表 19: 半导体测试设备业务收入预测 (亿元)	36
表 20: 可比公司 PE 估值 (数据截至 2026 年 5 月 20 日)	37

本篇报告解决了以下核心问题：1、公司成长性来自哪里？2、公司核心竞争力是什么？3、未来增长空间有多大？

1、国产测试黑马崛起：从细分突破到平台扩张

1.1、硬核底色初显：一家高端仪器公司的成长逻辑

1.1.1、卡位高端赛道：技术基因与强控制力双轮驱动

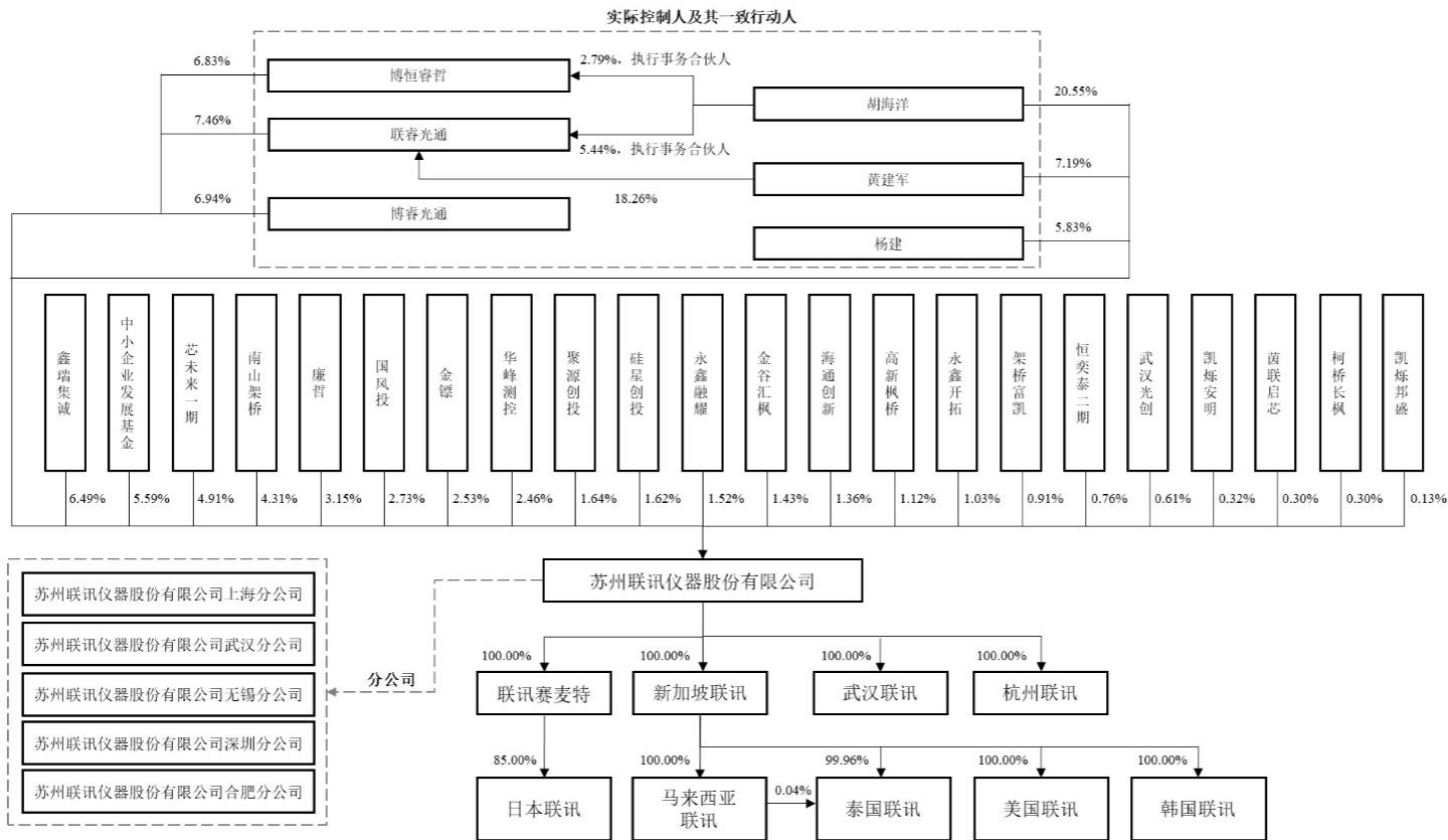
公司是国内高端测试仪器领域的核心国产供应商。公司主营电子测量仪器与半导体测试设备，聚焦高速通信、半导体、人工智能及新能源等前沿应用，提供高速度、高精度、高效率的测试解决方案，在实现核心基础仪器国产化与自主可控方面具有重要战略价值，助力下游产业提升产品开发与量产效率。

公司股权结构清晰，控制权较为集中。据公司招股说明书，控股股东为胡海洋，其直接持有公司 20.55% 的股份，并通过员工持股平台联睿光通、博恒睿哲分别间接控制 7.46%、6.83% 的股份，合计控制公司 34.83% 的股份。

实际控制人为胡海洋、黄建军、杨建，三人均具备深厚的技术与产业背景。截至招股意向书签署日，三人合计直接持有公司 33.56% 的股份（胡海洋 20.55%、黄建军 7.19%、杨建 5.83%），并通过联睿光通、博睿光通、博恒睿哲三个员工持股平台间接控制合计 21.23% 的股份。三人直接和间接合计控制公司 54.79% 的股份。

整体而言，公司股权既保持对核心创始团队的集中控制，又通过员工持股平台实现骨干激励与利益绑定。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书

表 1：公司实际控制人

姓名	职务	持股情况	个人背景
胡海洋	董事长	直接持股 20.55%，通过员工持股平台间接控制合计约 14.29%，合计控制 34.83% 股份（为控股股东）	1973 年生，博士研究生学历，光学工程专业。2001 年 7 月至 2016 年 8 月历任安捷伦科技/是德科技（中国）应用工程师、实验室主任、资深技术顾问；2016 年 8 月至 2017 年 5 月任上海乘讯信息科技有限公司市场总监；2017 年 6 月起历任公司有限执行董事、董事长；2022 年 10 月至今任公司董事长。
黄建军	董事、总经理	直接持股 7.19%	1981 年生，硕士研究生学历，光学工程专业。2006 年 7 月至 2008 年 9 月先后任光炬科技、捷迪讯光电工程师/高级工程师；2008 年 10 月至 2017 年 12 月历任菲尼萨光电通讯（上海）高级工程师、工程经理、公司董事、总经理；2018 年 1 月起历任联讯有限董事、总经理；2022 年 10 月至今任公司董事、总经理。
杨建	董事、副总经理	直接持股 5.83%	1980 年生，硕士研究生学历，通信工程专业。2006 年 7 月至 2010 年 12 月任青岛朗讯科技通讯设备有限公司技术支持；2011 年 1 月至 2017 年 2 月任安捷伦科技/是德科技（中国）销售经理；2017 年 3 月至 2022 年 10 月历任联讯有限副总经理、执行董事、董事；2022 年 10 月至今任公司董事、副总经理。

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

1.1.2、融资跃迁叠加全球化布局加速成型

早期阶段（2017-2018年）：公司于2017年正式成立，2018年胡海洋成为实际控制人，历史代持关系全面清理完毕，为规范治理奠定基础。

融资扩张期（2019-2025年）：公司先后完成从天使轮到B+轮及C轮融资，投资方包括架桥资本、硅港资本、兴橙资本、苏高新金控、华峰测控、国新基金、永鑫资本、海通创新等知名机构。

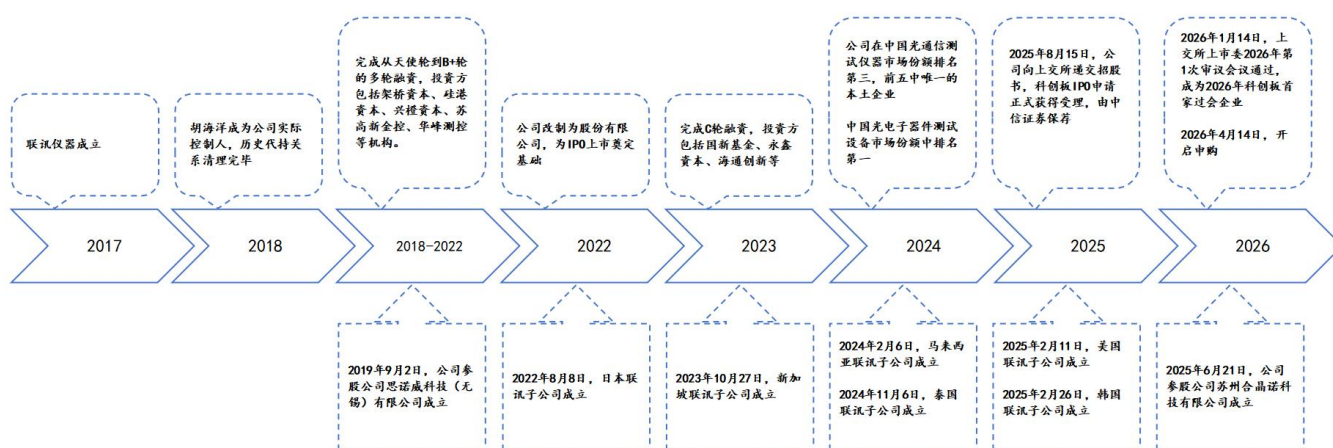
2022年完成股份制改造，为IPO铺路；2024年，公司在中国光通信测试仪器市中排名第三，且为前五名中唯一的本土企业。

公司IPO快速推进（2025-2026年）：2025年8月15日科创板IPO获受理；2026年1月14日通过上市委审议，成为2026年科创板首家过会企业。

公司近年来持续加快海外布局，海外业务拓展节奏明显提速。公司在2022年后逐步建立海外子公司：2022年成立日本联讯子公司，2023年成立新加坡联讯子公司，2024年相继成立马来西亚、泰国联讯子公司，2025年又落地美国、韩国联讯子公司。

整体来看，公司已由早期单点尝试逐步走向多区域覆盖，海外布局范围从亚洲进一步延伸至北美，反映出公司正围绕核心业务持续推进国际化战略，通过本地化主体建设强化海外市场开拓、客户服务和业务落地能力，为后续海外收入增长打开空间。

图2：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，semight，投资者网，野马财经，公司官网，格隆汇，观点网，科创板日报，证券之星，国海证券研究所

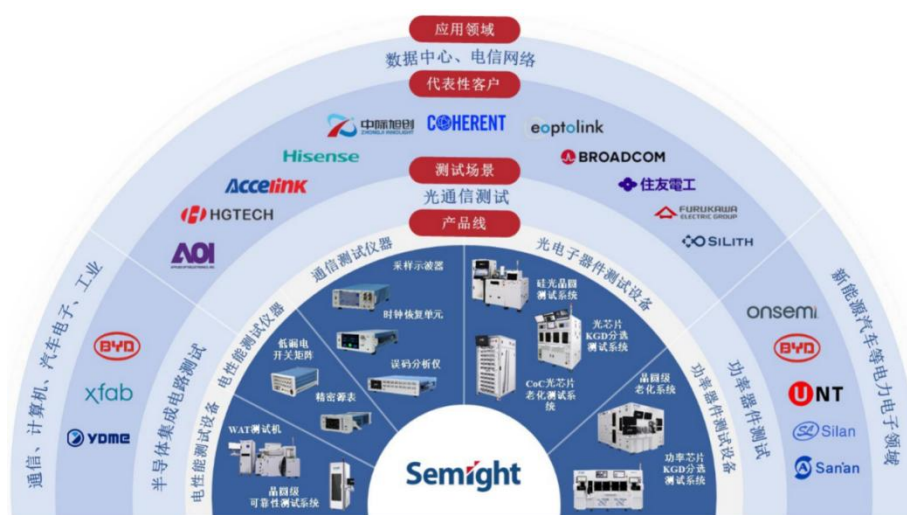
1.2、光通信+半导体：测试设备的平台化突围

1.2.1、产品矩阵持续扩充：构筑 1.6T 与电性能测试双技术壁垒

全球第二：1.6T 全套核心测试能力全球领先。公司是业内极少数覆盖光通信产业链中模块、芯片、晶圆等核心环节测试需求的厂商，全球少数、国内极少数量产供应 400G、800G、1.6T 高速光模块核心测试仪器。尤其是在高端领域，公司为全球第二家推出目前业内最高水平 1.6T 光模块全部核心测试仪器的厂商，技术能力处于行业前列。同时，公司也是国内极少数可提供 PXIe 插卡式源表、低漏电开关矩阵、高压源表、脉冲源等多产品矩阵的测试设备厂商。

在此基础上，公司在电性能测试领域同样具备稀缺能力，是国内少数可同时实现晶圆级老化测试设备、裸芯片级分选测试设备产业化应用的厂商，并具备精密源表等核心测试部件自主能力。整体来看，公司产品核心性能指标处于行业领先水平，平台化能力持续强化，在光通信及半导体测试设备领域已构建起较高技术壁垒。

图 3：公司“主要产品—产品线—测试场景—应用领域”关系



资料来源：公司招股说明书

表 2：公司历年产品

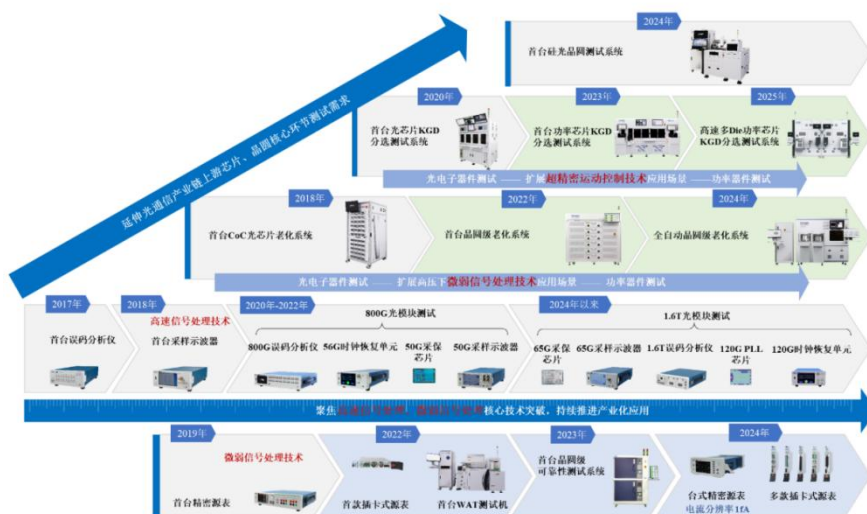
年份	发布产品
2017	100G 误码分析仪；多模光衰减器；400G PAM4 误码分析仪
2018	10GHz 光采样示波器；CoC 可靠性测试系统；10G 突发误码分析仪；-40℃温控器
2019	6 通道高精度源表；-40℃激光器测试系统；25GBaud 时钟恢复单元
2020	800G PAM4 误码分析仪；台式高精度源表；30GHz NRZ 采样示波器；裸片测试系统
2021	高功率激光器老化系统；400G 网络测试仪；光波长计；PXIe 源表；56GBaud 时钟恢复单元
2022	30GHz PAM4 采样示波器；硅光晶圆测试机；50GHz 宽带采样保持芯片；成套功率芯片测试设备；25G/50G 突发误码分析仪
2023	高精度台式源表；高压半导体测试脉冲源表；串行高压参数测试系统；50G 突

发误码分析仪；高精度 PXIe 源表；PXIe 脉冲电流源；30/50GHz 采样示波器升级；200V PXIe 源表；低漏电开关矩阵；晶圆级全自动老化一体设备；3500V 高压源表

2024	封装级可靠性测试设备；2套 CoC 老化系统；65GHz 采样示波器；高压低漏电开关矩阵；新一代硅光晶圆测试系统；脉冲电流源；高精度台式源表；HTGB 晶圆级老化系统；晶圆级老化系统；SiC KGD 测试系统；800G 光模块测试仪
2025	晶圆级老化系统；高精度 PXIe 源表；65GHz 采样示波器升级；120GBaud 时钟恢复单元；1.6T 台式误码分析仪；SiC KGD 测试系统；台式脉冲电流源；PXIe 源表
2026	PCIe 高速电缆误码率测试仪；高精度 PXIe LCR 表；PXIe 模块化波形发生器及快速测量单元；半导体参数分析仪

资料来源：公司官网，国海证券研究所

图 4：公司主要产品发展历程



资料来源：公司招股说明书

1.2.2、性能比肩全球一线：从光通信到半导体测试的全矩阵突破

光采样示波器：已进入高端测试区间。公司 DCA1065 具备 65 GHz 光带宽，支持 106.25/112 Gbaud PAM4 及 53.125/56 Gbaud PAM4 测试；对比公开参数更高的 Keysight N1032A，其核心指标为 120 GHz 光带宽、33.3 Gbd 至 195 Gbd 符号率范围。公司已具备 1.6T 相关高速光模块测试能力，进入高端测试市场。

表 3：光采样示波器性能对比

指标	联讯仪器 (DCA1065)	Keysight (N1032A)	Anritsu (MP2110A-080)
光带宽	65 GHz	120 GHz	60 GHz
支持符号率 (Gbaud)	106.25 / 112 Gbaud PAM4; 53.125 / 56 Gbaud PAM4	33.3 Gbd 至 195 Gbd	支持高达 120 Gbaud PAM4

波长范围	1250 - 1600 nm	1250 - 1625 nm
抖动		90 fs rms
最大采样率		250 kHz
ADC 分辨率	14 bit	
输入接口	FC/UPC 单模	FC/PC 光学

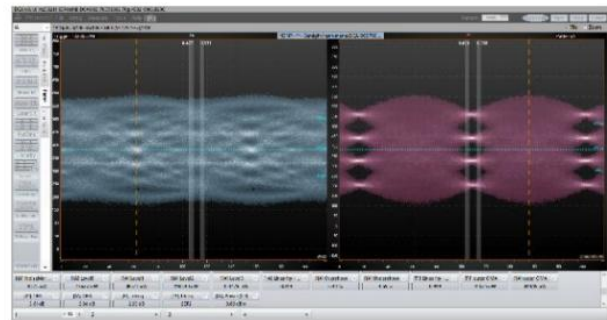
资料来源：公司官网，Keysight 官网，anritsu 官网，国海证券研究所

图 5：采样示波器



资料来源：公司招股说明书

图 6：PAM4 信号经采样示波器均衡前后的眼图对比



资料来源：公司招股说明书

高速误码仪：最高速率进入国际顶尖水平。公司 PBT3058 支持 97.32 至 120 Gbaud，并具备多组 EDR1、EDR2 速率选项；对比 Keysight M8050A，其支持范围为 2 至 120 GBd。公司在高速误码仪环节核心速率指标已追赶至龙头企业水平，具备领先性能。

表 4：高速误码仪性能对比

指标	联讯仪器 (PBT3058)	Keysight (M8050A)
产品名称	PBT3058	M8050A
产品类型	高速误码仪	高性能误码率测试仪 (BERT)
通道数量		1 到 2
支持的数据速率 / 符号速率	97.32 / 99.5328 / 100 / 103.125 / 106.25 / 112 / 112.2 / 112.5 / 112.8 / 113.4375 / 115.1 / 120 Gbaud	120 Gbaud
其他速率选项	EDR1: 24.33 / 24.8832 / 25 / 25.78125 / 26.5625 / 27.89 / 27.95 / 28.0 / 28.125 / 28.2 / 28.9 / 30; 48.66 / 49.7664 / 51.5625 / 53.125 / 56 / 56.25 / 56.4 / 57.8 / 58 / 58.125 / 59.37 / 60 Gbaud。EDR2: 32 / 64 / 128	2 到 120 GBd 不等
支持码型 / 线路编码	PRBS7-31、PRBS7Q-31Q、SSPRQ、JP03A、JP03B、LINEAR、Square Wave、自定义码型 (128 bits)	NRZ、PAM3、PAM4、PAM6、PAM8

输出类型	差分 PAM4/NRZ	模式生成器、错误分析器
终端	交流耦合	
输出阻抗	100Ω +/-10%	
频率精度	±50 ppm (typical)	
输出幅度	1000 mVp-p (差分)	
上升/下降时间	<4.5 ps (20%-80%)	过渡时间小于 5 ps 和小于 100 fs 的均方根 (RMS) 固有随机抖动
随即抖动	≤ 200 fs	小于 100 fs RMS 固有随机抖动
其他特性		内置七抽头去加重；集成并校准抖动注入；实时进行高速 64 Gbaud PAM4 错误分析；具有可升级软件许可功能

资料来源：公司官网，Keysight 官网，国海证券研究所

图 7：误码分析仪



资料来源：公司招股说明书

图 8：误码分析仪实时监控示意图



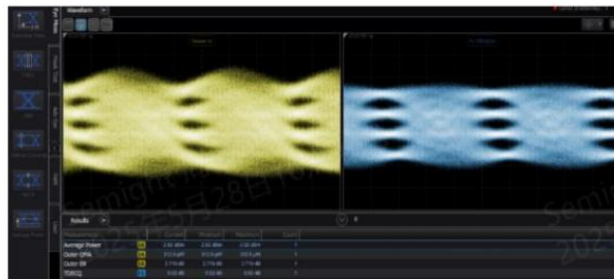
资料来源：公司招股说明书

时钟恢复单元：已具备国际顶尖水平。公司 CR3302 作为独立时钟恢复单元，支持 25 - 120 GBaud 速率范围及 NRZ/PAM4 信号恢复，已覆盖 1.6T 光模块关键应用场景；对比 Keysight 最新方案，其通过 DCA-M（如 N1093B）集成时钟恢复功能同样支持最高 120 GBd。在核心速率指标上，公司已达到国际龙头水平，说明公司在高速时钟提取这一关键环节也同样具备国际领先性能。

图 9：时钟恢复单元



图 10：时钟信号经时钟恢复单元提取前后的眼图对比



资料来源：公司招股说明书

资料来源：公司招股说明书

表 5：公司电子测量仪器主要产品核心指标与行业最高水平对比

产品	核心指标	指标含义	公司最高水平- 型号	公司最高水平- 指标	行业最高水平- 型号	行业最高水平- 指标
采样示波器	通道带宽	测试的光信号频率范围，数值越高，性能越高	DCA1065	65GHz	Keysight N1032	120GHz
时钟恢复单元	最高恢复速率	可恢复的输入信号最高波特率，数值越高，性能越高	CR3302	120GBaud	Keysight N1093B	120GBaud
误码分析仪	单通道最高传输速率	单通道能够支持的最高波特率，数值越高，性能越高	PBT3058	113.44GBaud	Keysight M8050A	120GBaud
突发误码分析仪	单通道最高突发速率	单通道能够支持的最高波特率，数值越高，性能越高	rBT3250	51.56GBaud	Anritsu MP1900A	64GBaud
快速波长计	波长测量精度	光波长测量结果与实际波长值之间的最大偏差，数值越低，性能越高	FWM8612	0.5pm	HighFinesse WS8-10	8MHz (≈0.064pm)
精密源表	最小电流分辨率	最小量程下可识别的最小电流变化量，数值越低，性能越高	S2017C	0.1fA	Tektronix 6430	10aA

精密源表	最小电压分辨率	最小量程下可识别的最小电压变化量,数值越低,性能越高	S2017C	100nV	Tektronix 2450	10nV
低漏电开关矩阵	失调电流	两个差分输入端偏置电流的误差,数值越低,性能越高	RM1010-LLC	100fA	Keysight B2200A	10fA

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

表 6：公司半导体测试设备主要产品核心指标与行业领先水平对比

产品	核心指标	指标含义	公司最高水平-型号	公司最高水平-指标	行业领先水平-型号	行业领先水平-指标
光芯片 KGD 分选测试系统	UPH	单位小时测试的裸芯片数量,数值越高,性能越高	CT8302	655	Alphax LD2900 系列	无公开信息
光芯片 KGD 分选测试系统	电流脉冲宽度	电流脉冲信号从上升沿开始到下降沿结束的时间间隔,数值越低,性能越高	CT8302	1 μs	Alphax LD2900 系列	无公开信息
光芯片 KGD 分选测试系统	AOI 检测功能	基于机器视觉与 AI 技术的光学检测能力,实现对 DUT 外观缺陷的识别	CT8302	支持	Alphax LD2900 系列	无公开信息
CoC 光芯片老化系统	系统并行测试数量	整个系统可同时测试 DUT 的最大数量,数值越高,性能越高	BI6203	4,224	锐神技术 EML/DML CoC 老化机	5,120
CoC 光芯片老化系统	温度一致性	DUT 温度一致性,数值越低,性能越高	BI6203	±2°C	锐神技术 EML/DML CoC 老化机; 致茂电子 58604-HD	±2°C; ±(1°C + 1.2% ΔT)(≈ ±2°C)
硅光晶圆测试系统	光耦合重复性	多次耦合峰值结果的极差,数值越低,性能越高	sCT9002	<0.2dB	FormFactor CM300xi-SiPh; 旺矽科技 TS3000 系列	<0.2dB; 无公开信息
硅光晶圆测试系统	光耦合速度	达到全局最大值所需时间,数	sCT9002	<1.5s	FormFactor CM300xi-SiPh;	<1s; <1s

		值越低，性能越高	旺矽科技 TS3000 系列			
晶圆级老化系统	单工位并行测试数量	单个老化单层可同时测试 DUT 数量，数值越高，性能越高	WLBI3810	2,560	Aehr Fox-XP	2,048
晶圆级老化系统	工位数	系统老化单层数量，数值越高，性能越高	WLBI370A	20	Aehr Fox-XP	18
功率芯片 KGD 分选测试系统	UPH	单位小时测试的裸芯片数量，数值越高，性能越高	PB6800	>4,000	SPEA KGD Test Cells; Pentamaster PM52X-KGD	无公开信息
功率芯片 KGD 分选测试系统	最大工位数量	系统最多支持的工位数量，数值越高，性能越高	PB6800	6	SPEA KGD Test Cells; Pentamaster PM52X-KGD	无公开信息；4

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

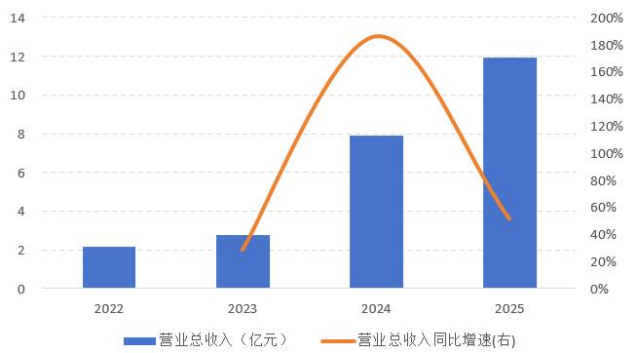
2、收入三年翻 4.6 倍，海外占比超 3 成：公司进入高速增长通道

2.1、收入利润双拐点：2024 年进入盈利释放期

营收规模快速放大，2024 年实现大幅增长。从营业总收入看，公司 2022—2025 年收入分别为 2.14 亿元、2.76 亿元、7.89 和 11.94 亿元，2024 年同比大幅增长 185.95%，2025 年同比增长 51.40%，收入体量明显跃升。整体来看，公司近两年收入端保持较强扩张态势，从 2024 年开始进入加速放量阶段，显示主营产品导入和下游需求释放带动效果较为明显。

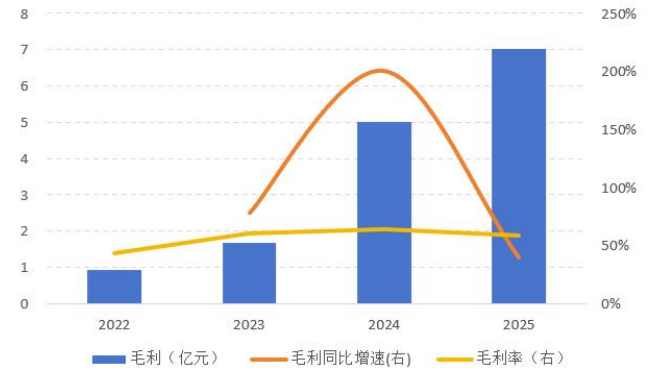
毛利同步提升，盈利质量明显改善。公司毛利由 2022 年的 0.93 亿元提升至 2024 年的 5.02 亿元和 2025 年的 7.03 亿元，2024、2025 年对应同比增速分别为 200.77%和 40.09%。从毛利率看，公司 2022—2025 年分别为 43.61%、60.50%、63.63%和 58.88%，2024 年毛利率达到阶段高点后 2025 年暂时性下降，系公司为获取大客户批量订单，适当调低售价所致；整体看，公司产品结构和规模效应带动毛利率中枢明显抬升。

图 11：公司营业总收入及增速（亿元，%）



资料来源：iFind，国海证券研究所

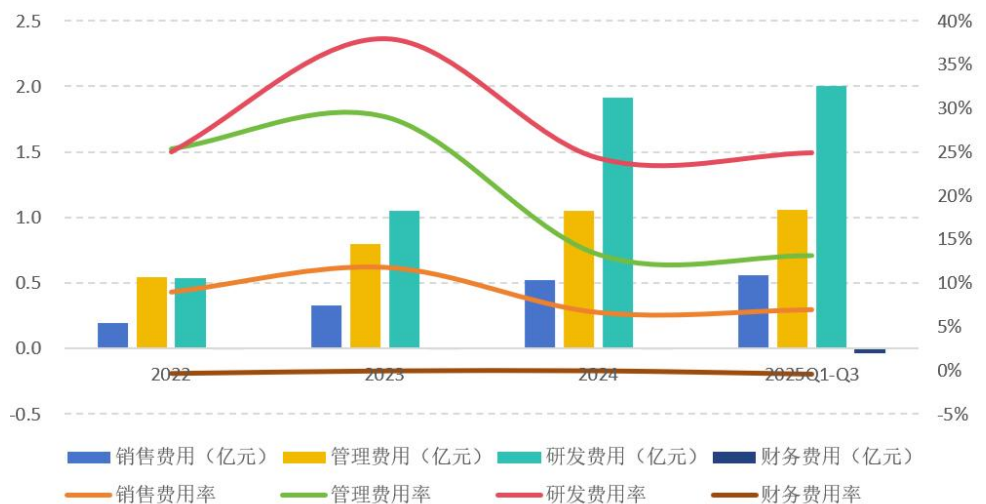
图 12：公司毛利、毛利率及增速（亿元，%）



资料来源：iFind，国海证券研究所

费用投入持续加大，但费用率在收入放量后趋于优化。2022—2025年，公司销售费用率分别为 8.96%、11.79%、6.62%和 6.11%；管理费用率分别为 25.37%、29.05%、13.28%和 12.31%。研发费用率分别为 24.99%、37.97%、24.27%和 23.45%。可以看出，公司始终保持较高研发投入强度，同时随着收入规模放大，销售和管理费用率已明显摊薄。

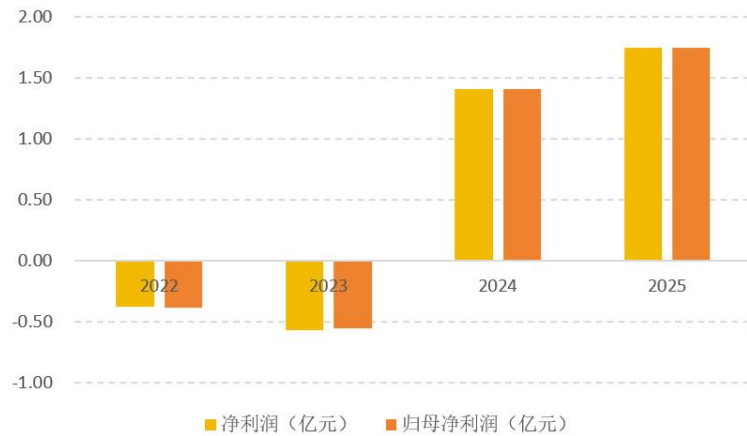
图 13：公司研发费用、销售费用、管理费用及财务费用（亿元，%）



资料来源：iFind，国海证券研究所

净利润与归母净利润同步转正，2024年为关键拐点。净利润方面，公司2022年和2023年分别为-0.38亿元和-0.57亿元，2024年大幅转正至1.41亿元，2025年实现1.74亿元；归母净利润分别为-0.38亿元、-0.55亿元、1.40亿元和1.74亿元。对应归母净利率分别为-17.76%、-20.09%、17.82%和14.57%，显示公司已从此前亏损阶段进入盈利快速增长阶段。

图 14：公司净利润及归母净利润（亿元）



资料来源：iFind，国海证券研究所

2.2、通信测试领跑高端，海外强势崛起

电子测量仪器：通信测试为绝对核心，结构向高端示波器集中。电子测量仪器板块收入由 2022 年的 6807.50 万元（占产品收入 32.08%）提升至 2023 年的 15410.89 万元（57.25%），2024 年进一步增长至 37759.06 万元（48.21%），2025 年 1-9 月为 34304.88 万元（43.06%），整体保持较高体量。

在该板块内部，通信测试仪器占比始终维持在 90% 以上（2022 - 2025 年分别占电子测量仪器比例为 93.51%、94.16%、96.84%、96.45%），说明电子测量业务高度聚焦光通信测试场景。

进一步拆分通信测试仪器内部结构（占通信测试仪器）：

采样示波器：占比由 2022 年的 38.86% 提升至 2024 年的 48.02%，2025 年 1-9 月进一步升至 62.53%，收入达 20689.35 万元，成为第一大核心产品；

时钟恢复单元：2023 年占比达到 50.31% 的阶段高点，随后回落至 2025 年 1-9 月的 20.16%，收入 6671.08 万元；

误码分析仪：收入持续增长（2022 年 1357.93 万元增长至 2024 年 5848.65 万元），但占比由 21.33% 下降至 9.26%；

整体来看，通信测试仪器内部已从多产品均衡结构，逐步演变为以采样示波器为主导的单品驱动结构，反映公司在高端示波器领域竞争力显著增强。

表 7：公司电子测量仪器分业务收入（万元，%）

分类	占比口径	2022 金额	2022 占比	2023 金额	2023 占比	2024 金额	2024 占比	2025 年 1-9 月金 额	2025 年 1-9 月占 比
电子测量 仪器	占产品收 入合计	6,807.50	32.08%	15,410.89	57.25%	37,759.06	48.21%	34,304.88	43.06%
1.通信测 试仪器	占电子测 量仪器	6,365.97	93.51%	14,510.66	94.16%	36,566.42	96.84%	33,086.83	96.45%
1.1.采样 示波器	占通信测 试仪器	2,474.08	38.86%	2,254.25	15.54%	17,560.22	48.02%	20,689.35	62.53%
1.2.时钟 恢复单元	占通信测 试仪器	965.67	15.17%	7,300.57	50.31%	10,560.18	28.88%	6,671.08	20.16%
1.3.误码 分析仪	占通信测 试仪器	1,357.93	21.33%	2,518.95	17.36%	5,848.65	15.99%	3,064.98	9.26%
1.4.其他	占通信测 试仪器	1,568.29	24.64%	2,436.88	16.79%	2,597.38	7.10%	2,661.42	8.04%
2.电性能 测试仪器	占电子测 量仪器	441.53	6.49%	900.23	5.84%	1,192.64	3.16%	1,218.05	3.55%

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

半导体测试设备：由单一光器件向多品类扩展，结构更趋均衡。半导体测试设备收入由 2022 年的 12329.10 万元（占产品收入 58.10%），在 2023 年回落至 9582.66 万元（35.60%），随后 2024 年大幅增长至 35377.66 万元（45.17%），2025 年 1-9 月进一步提升至 39,847.44 万元（50.02%），重新成为第一大业务板块。

从内部结构（占半导体测试设备）来看：

(1)光电子器件测试设备仍为核心主线。占比由 2022 年的 99.18% 下降至 2023 年的 42.16%，2024 年基本稳定（42.08%），2025 年 1-9 月回升至 64.59%，收入达 25,736.56 万元。

其内部（占光电子器件测试设备）：CoC 光芯片老化系统占比稳定在 36% - 57% 区间，2025 年 1-9 月收入 9410.32 万元（36.56%）；

光芯片 KGD 分选测试系统由 2023 年的 3.42% 快速提升至 2025 年 1-9 月的 27.40%（7053.03 万元）；

硅光晶圆测试系统自 2024 年开始贡献收入，占比由 3.39% 提升至 2025 年 1-9 月的 17.86%，属于新增增长点。

(2) 功率器件测试设备成为重要新增板块

该板块 2023 年首次形成规模，占比达 56.13%（占半导体测试设备），2024 年维持在 54.60%，2025 年 1-9 月为 32.79%。

其内部（占功率器件测试设备）：晶圆级老化系统为核心产品，占比 2024 年 75.63%，2025 年 1-9 月仍达 65.38%；

功率芯片 KGD 分选测试系统占比从 2024 年约 19% 提升至 2025 年 1-9 月约 32%，2025 年 1-9 月收入提升至 4186.93 万元。

(3) 电性能测试设备仍处早期阶段

占比由 2022 年的 0.82% 提升至 2024 年的 3.32%，2025 年 1-9 月为 2.62%，规模仍较小。

表 8：公司半导体测试设备分业务收入（万元，%）

分类	占比口径	2022 金额	2022 占比	2023 金额	2023 占比	2024 金额	2024 占比	2025 年 1-9 月金额	2025 年 1-9 月占比
半导体测试设备	占产品收入合计	12,329.10	58.10%	9,582.66	35.60%	35,377.66	45.17%	39,847.44	50.02%
1.光电子器件测试设备	占半导体测试设备	12,228.22	99.18%	4,040.47	42.16%	14,887.45	42.08%	25,736.56	64.59%
1.1 CoC 光芯片老化系统	占光电子器件测试设备	4,562.90	37.31%	2,311.70	57.21%	5,587.27	37.53%	9,410.32	36.56%
1.2.光芯片 KGD 分选测试系统	占光电子器件测试设备	4,094.81	33.49%	138.05	3.42%	4,536.61	30.47%	7,053.03	27.40%
1.3.硅光晶圆测试系统	占光电子器件测试设备	-	-	-	-	504.42	3.39%	4,597.45	17.86%
1.4.其他	占光电子器件测试设备	3,570.51	29.20%	1,590.71	39.37%	4,259.14	28.61%	4,675.77	18.17%
2.功率器件测试设备	占半导体测试设备	-	-	5,378.48	56.13%	19,317.65	54.60%	13,066.64	32.79%
2.1.晶圆级老化系	占功率器件测试设备	-	-	3,312.33	61.58%	14,609.39	75.63%	8,542.42	65.38%

统	备								
2.2.功率芯片 KGD 分选测试系统	占功率器 件测试设 备	-	-	1,791.81	33.31%	3,672.46	19.01%	4,186.93	32.04%
2.3.其他	占功率器 件测试设 备	-	-	274.34	5.10%	1,035.80	5.36%	337.29	2.58%
3.电性能测试设备	占半导体 测试设备	100.88	0.82%	163.72	1.71%	1,172.57	3.32%	1,044.25	2.62%

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

分产品看，电子测量仪器中的通信测试仪器毛利率持续提升，由 2022 年的 66.41% 升至 2024 年的 74.25%，2025 年 1-9 月进一步达到 76.74%，且收入占比维持在 41.53% 的较高水平，是公司毛利率维持高位的核心支撑。与此同时，半导体测试设备内部结构有所变化，2025 年 1-9 月光电子器件测试设备毛利率为 38.19%、收入占比相比 2024 年提升至 32.31%，而功率器件测试设备毛利率虽仍有 60.60%，但收入占比由 2024 年的 24.66% 下降至 16.40%。

整体来看，2025 年毛利率阶段性回落，主要受产品结构变化及细分产品毛利率波动影响，但公司高毛利通信测试产品占比持续较高，盈利能力仍具备较强支撑。

表 9：公司主营业务分业务类别及产品线毛利率

业务类别	产品线	2025 年 1-9 月毛 利率	收入占比	2024 毛利 率	收入占比	2023 毛利 率	收入占比	2022 毛利 率	收入占比
电子测量 仪器	通信测试 仪器	76.74%	41.53%	74.25%	46.69%	67.82%	53.90%	66.41%	30.00%
	电性能测 试仪器	66.23%	1.53%	62.86%	1.52%	54.26%	3.34%	20.19%	2.08%
半导体测 试设备	光电子器 件测试设 备	38.19%	32.31%	40.19%	19.01%	36.80%	15.01%	31.24%	57.62%
	功率器件 测试设备	60.60%	16.40%	67.91%	24.66%	67.89%	19.98%	-	-
	电性能测 试设备	51.32%	1.31%	55.34%	1.50%	64.88%	0.61%	34.45%	0.48%
测试部件		49.84%	6.25%	47.58%	6.11%	50.77%	6.06%	45.91%	7.64%
其他		73.70%	0.67%	32.73%	0.51%	39.94%	1.10%	85.05%	2.18%
合计		59.45%	100.00%	63.91%	100.00%	61.37%	100.00%	43.87%	100.00%

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

海外占比持续提升，收入结构加速国际化。从区域结构看，公司境外收入占比由2022年的13.54%下降至2023年的9.17%后，2024年回升至14.89%，并在2025年1-9月显著提升至32.59%，对应收入规模由2024年的11660.79万元大幅增长至25963.44万元。整体来看，公司海外业务已进入加速放量阶段。

表 10：公司分区域业务占比（万元，%）

项目	2022 金额	2022 占比	2023 金额	2023 占比	2024 金额	2024 占比	2025 年 1-9 月金额	2025 年 1-9 月占比
华东	8,729.17	41.14%	9,623.02	35.75%	19,963.59	25.49%	19,002.53	23.85%
华中	3,945.41	18.59%	4,188.64	15.56%	12,744.77	16.27%	8,659.16	10.87%
西南	1,679.40	7.91%	1,263.28	4.69%	8,747.18	11.17%	8,211.06	10.31%
其他	1,772.46	8.35%	1,835.07	6.82%	1,954.97	2.50%	1,378.23	1.73%
境内小计	18,347.73	86.46%	24,452.47	90.83%	66,664.27	85.11%	53,702.11	67.41%
境外	2,872.86	13.54%	2,467.48	9.17%	11,660.79	14.89%	25,963.44	32.59%

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

3、行业东风已至，公司多线齐发：从国产替代到新增长极

AI 光互联与碳化硅共振，公司卡位高成长测试赛道。公司当前覆盖高速光通信测试、硅光测试及碳化硅功率器件测试等多个高景气方向，核心受益于 AI 算力升级与新能源汽车渗透两大产业趋势。

其中，AI 驱动 800G 向 1.6T 持续升级，带动光模块测试复杂度显著提升，推动高速示波器、误码分析仪、时钟恢复单元等高端测试设备需求快速增长；另一方面，新能源汽车渗透率提升推动碳化硅功率器件加速放量，带动 WLBI、KGD 等关键测试设备需求同步扩容。从行业空间看，碳化硅测试设备 2024-2029 年复合增速预计达 35.3%，为当前成长性最强的测试细分赛道之一；光通信测试及光电子器件测试设备则受 AI 光互联驱动维持中高速增长。公司同时覆盖 AI 光模块测试、硅光测试及碳化硅测试等多个核心环节，平台化扩张能力持续强化。

表 11：公司分区域业务占比（万元，%）

业务方向	对应产品	2024 市场规模	2029 市场规模	CAGR	核心驱动
光通信测试仪器	示波器、误码仪、CRU	全球 9.5 亿美元	全球 20.2 亿美元	16.29%	AI 数据中心、800G/1.6T 升级
中国光通信测试仪器	同上	33.0 亿元	65.9 亿元	14.84%	国产替代+高速率升级
光电子器件测试设备	CoC、KGD、硅光测试	全球 7.8 亿美元	全球 13.1 亿美元	10.93%	硅光、光芯片升级
中国光电子器件测试设备	同上	21.0 亿元	38.5 亿元	12.89%	AI 光互联、硅光渗透
中国功率器件测试	WLBI、KGD	18.4 亿元	43.6 亿元	18.83%	新能源汽车、SiC

设备					渗透
中国碳化硅测试设备	SiC 测试系统	7.4 亿元	33.5 亿元	35.26%	SiC 功率器件快速放量
全球电子测量仪器	通信+电性能仪器	129.3 亿美元	183.8 亿美元	7.29%	高端测试需求增长
中国电子测量仪器	通信+电性能仪器	353.8 亿元	540.9 亿元	8.86%	国产替代持续推进

资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

3.1、国产替代正当时：多条赛道需求共振，公司份额持续突破

3.1.1、从跟跑到领跑：光电子与碳化硅测试国产替代先行者

电子测量仪器行业：高端市场仍由海外厂商主导，公司在细分领域加速国产替代。据公司招股说明书，在光通信测试仪器领域，2024 年 Keysight、Anritsu 等海外企业合计占据中国市场约 84% 份额，本土企业合计仅约 16%，公司以 9.9% 的市场份额位列第三，为前五中唯一的本土企业。在精密源表等电性能测试仪器领域，Tektronix、NI、Keysight 等海外厂商仍占据超过 80% 的市场份额，公司已位列国内本土企业第一，体现出较强的进口替代能力。

半导体测试设备行业：公司在光电子与碳化硅测试环节已实现国产替代突破。在光电子器件测试设备领域，公司产品覆盖封装级光芯片、裸 Die 级芯片、晶圆级硅光芯片等测试需求，并聚焦硅光晶圆、芯片（裸 Die/CoC）等更前端环节，据公司招股说明书，公司 2024 年在中国光电子器件测试设备市场位列第一。

在功率器件测试设备领域，公司是国内少数同时实现晶圆级老化系统、功率芯片 KGD 分选测试系统产业化应用的厂商，据公司招股说明书，公司 2024 年在中国碳化硅功率器件测试设备市场贡献 21.7% 的份额，位列国内第一；在中国碳化硅功率器件晶圆老化系统市场贡献 43.6% 的份额，同样位列国内第一。

在碳化硅功率芯片 KGD 分选测试系统领域，2023-2024 年市场仍以 SPEA、Pentamaster 等海外厂商为主，公司贡献 12.1% 的市场份额，位列市场第三、本土企业第一，显示出公司已在细分高端环节切入海外主导市场。电性能测试设备方面，公司已布局 WAT 测试机、晶圆级可靠性测试系统等产品，2024 年相关市场仍主要由 Keysight、QualiTau 等海外企业占据，但随着公司产品持续拓展，国产替代空间仍然较大。

表 12：公司分业务竞争格局

行业	细分领域	2024 年国内竞争格局	公司地位	说明
电子测量仪器行业	光通信测试仪器	Keysight、Anritsu 等海外企业合计占中国市场约 84%，本土企业合计约 16%	市场份额 9.9%，位列市场第三，为前五中唯一的本土企业	高端市场仍由海外主导，公司已进入第一梯队，具备持续替代空间
	精密源表/电性能测试仪器	Tektronix、NI、Keysight 等海外企业合计占中国精密源表市场超 80%	位列国内本土企业第一	在海外垄断较强的细分领域已实现突破，进口替代能力突出
半导体测试设备行业	光电子器件测试设备	2024 年中国光电子器件测试设备市场中，公司市场份额位列第一	国内第一	在光芯片、硅光晶圆等前端测试环节已形成国产领先优势
	碳化硅功率器件测试设备	公司贡献 21.7% 的市场份额	国内第一	在碳化硅功率器件测试环节已取得明显替代突破
	碳化硅功率器件晶圆老化系统	公司贡献 43.6% 的市场份额	国内第一	在关键老化测试环节优势显著，国产替代进展较快
	碳化硅功率芯片 KGD 分选测试系统	2023-2024 年市场仍以 SPEA、Pentamaster 等海外企业为主，公司贡献 12.1% 份额	市场第三、本土第一	已切入海外主导市场，在高端分选测试环节实现突破
	WAT 测试机、晶圆级可靠性测试系统	2024 年市场主要由 Keysight、QualiTau 等海外企业占据	已完成布局并推进拓展	当前仍处进口替代早期，后续提升空间较大

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

从同行对标看，电子测量仪器领域的主要国际竞争对手包括 Keysight、Tektronix、Anritsu、EXFO、HighFinesse 和 NI 等，其中通信测试仪器主要对标 Keysight、Tektronix、Anritsu、EXFO 和 HighFinesse，电性能测试仪器则主要对标 Tektronix、NI 和 Keysight；半导体测试设备领域则覆盖更细分的竞争格局，光电子器件测试设备的可比公司包括致茂电子、Alphax、圣昊光电、镭神技术、FormFactor 和旺矽科技，功率器件测试设备的主要对手包括 SPEA、Pentamaster 和 Aehr，电性能测试设备则对标 Keysight、QualiTau 及广立微等企业。

表 13：公司竞争对手

类别	产品线	主要产品	国内外主要竞争对手
电子测量仪器	通信测试仪器	采样示波器、时钟恢复单元、误码分析仪等	Keysight (KEYS.N)、Tektronix、Anritsu (6754.T)、EXFO (EXFO.O, 已退市)、HighFinesse
电子测量仪器	电性能测试仪	精密源表、低漏电开关矩阵	Tektronix、NI (NATI.O, 已退市)、Keysight (KEYS.N)

半导体测试设备	光电子器件测试设备	CoC 光芯片老化与测试系统、光芯片 KGD 分选测试系统、硅光晶圆测试系统等	致茂电子 (2360.TW)、Alphax、圣昊光电、镭神技术、FormFactor (FORM.O)、旺矽科技 (6223.TWO)
半导体测试设备	功率器件测试设备	晶圆级老化系统、功率芯片 KGD 分选测试系统等	SPEA、Pentamaster (1665.HK, 已退市)、Aehr (AEHR.O)
半导体测试设备	电性能测试设备	WAT 测试机和晶圆级可靠性测试系统	Keysight (KEYS.N)、QualiTau (QLTU.TA)、广立微 (301095.SZ)

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

3.1.2、从千亿光模块到百亿测试：AI 拉动全产业链增长

全球电子测量仪器市场保持增长，行业扩容趋势明确。受益于电信、数据中心、医疗电子等下游需求增长，以及电子测量产业技术水平持续提升，全球电子测量仪器市场近年来稳步扩张。根据 Frost&Sullivan 数据，全球电子测量仪器市场规模由 2020 年的 100.8 亿美元增长至 2024 年的 129.3 亿美元，预计到 2029 年将进一步提升至 183.8 亿美元，行业整体仍处于持续增长通道。

中国电子测量仪器市场持续扩容，行业景气度有望延续。在国产替代推进和下游需求增长带动下，中国电子测量仪器市场保持较快增长。根据 Frost&Sullivan 数据，中国电子测量仪器市场规模由 2020 年的 238.5 亿元增长至 2024 年的 353.8 亿元，期间复合增长率达 10.4%，预计到 2029 年将进一步增长至 540.9 亿元，行业整体仍具备较大的发展空间。

图 15：全球电子测量仪器市场规模及增速

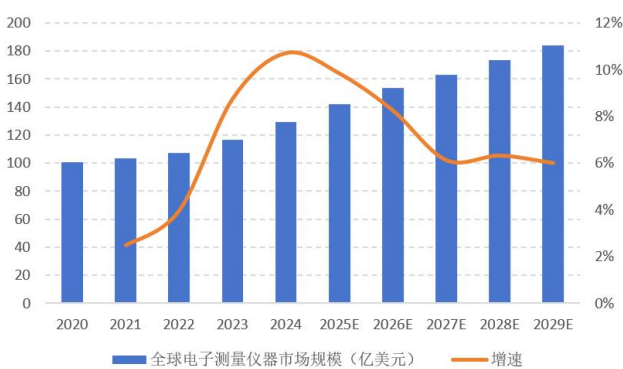
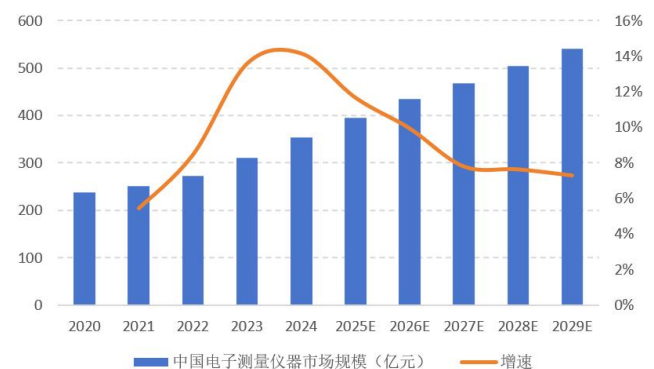


图 16：中国电子测量仪器市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

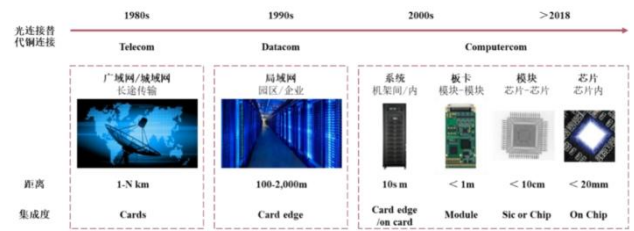
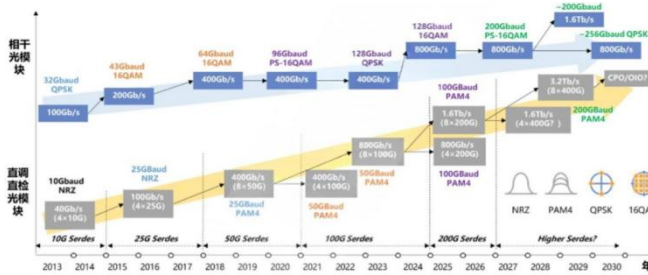
AI 驱动高速光模块需求快速增长，数据中心成为核心场景。光模块是光通信系统的核心组件，主要用于发射端与接收端之间的光电信号转换。早期光通信需求主要由城域网络和干线电信网络驱动，产品迭代相对较慢，约 5 年更新一代。近年来，随着人工智能大模型快速发展，分布式训练带来大量节点间高速互联需求，

对光收发模块的大带宽、低时延性能提出了更高要求，推动高速光模块在数据中心加快落地。

目前数据中心已成为光模块最主要的应用场景，占整个光模块市场的比例超过60%。应用于数据中心的光模块早期约3-4年更新一代，2023年以来在AI带动下迭代周期进一步缩短至约2年。产品层面，800G光模块已成为全球数据中心领域的主流产品，1.6T光模块也进入商业化阶段。根据LightCounting测算，2023年全球数通光模块市场规模为62.5亿美元，预计2024-2029年将以27%的复合增速增长，2029年有望达到258亿美元。

图 17：光模块发展趋势

图 18：光通信变革历程



资料来源：公司招股说明书

资料来源：公司招股说明书

全球光通信测试仪器市场延续增长。受AI新兴技术逐步投入应用带动，全球数据流量需求持续提升，用于数据通信的光模块市场规模不断扩张，并进一步拉动全球光通信测试仪器需求增长。

根据Frost&Sullivan数据，全球光通信测试仪器市场规模于2024年达到9.5亿美元，预计到2029年将增长至20.2亿美元。中国光通信测试仪器市场2024年市场规模达33.0亿元，随着下游光模块市场需求的持续增长和光通信测试技术的升级，2029年市场规模将达到65.9亿元。

图 19：全球光通信测试仪器市场规模及增速

图 20：中国光通信测试仪器市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

全球电气及环境测试仪器市场稳步增长。电气及环境测试仪器主要用于电性参数测试，包括精密源表、开关矩阵、数字万用表、阻抗测试仪等产品，广泛应用于半导体、新能源、医疗和科研等领域。随着测试技术持续进步，以及仪器自动化、智能化趋势不断加强，电气及环境测试仪器的应用场景持续拓展。

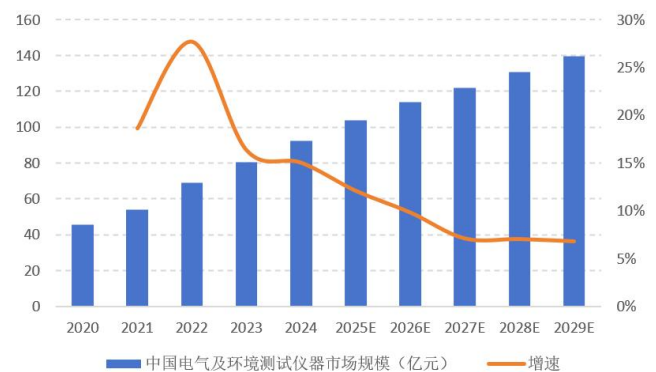
根据 Frost&Sullivan 数据，全球市场规模由 2020 年的 22.4 亿美元增长至 2024 年的 39.7 亿美元，预计到 2029 年将进一步增长至 54.8 亿美元。中国电气及环境测试仪器市场规模从 2020 年的 45.6 亿元增至 2024 年 92.5 亿元，预计 2029 年市场规模将达到 139.5 亿元。

图 21：全球电气及环境测试仪器市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

图 22：中国电气及环境测试仪器市场规模及增速

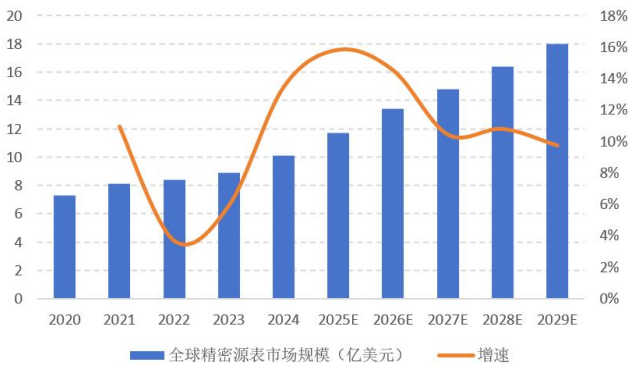


资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

下游测试需求升级带动精密源表市场持续扩容。随着半导体、新能源汽车、消费电子和工业物联网等领域对测试精度、响应速度和可扩展性要求持续提升，精密源表正由单一功能产品向系统化解决方案升级。在半导体制造领域，先进制程对漏电流检测精度提出更高要求，DRAM 测试也对源表的响应速度与信号稳定性提出更严标准；在新能源汽车领域，车规级功率器件测试需覆盖更高电压场景；在消费电子和工业物联网领域，复杂工况和微电流检测需求同样推动产品性能持续升级。

根据 Frost&Sullivan 数据，全球精密源表市场规模由 2020 年的 7.3 亿美元增长至 2024 年的 10.1 亿美元，预计 2029 年将进一步增长至 18.0 亿美元。中国精密源表市场规模由 2020 年的 13.2 亿元增长至 2024 年的 19.2 亿元，预计 2029 年市场规模将达 39.5 亿元。

图 23：全球精密源表市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

图 24：中国精密源表市场规模及增速

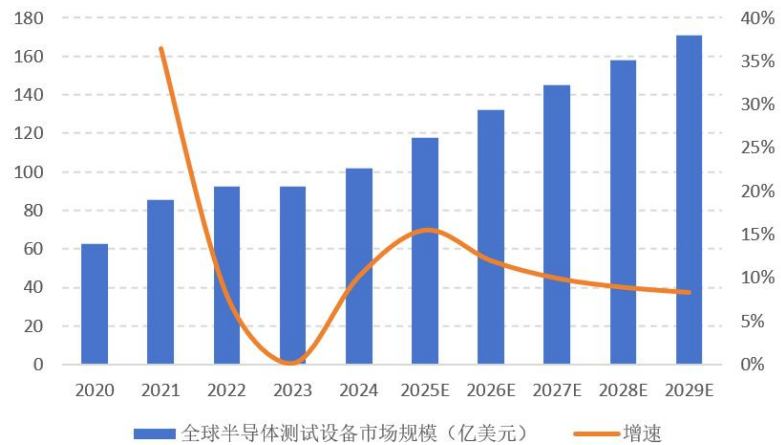


资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

3.1.3、光电子稳增，碳化硅大幅增长：半导体测试设备双引擎驱动

半导体测试设备行业短期波动后重回增长轨道。2022年至2023年，受全球消费电子终端需求疲弱及半导体产业资本开支增长不及预期等因素影响，全球半导体测试设备增速明显放缓。进入2024年后，在人工智能、高性能计算（HPC）快速发展，以及汽车电子、消费电子需求回暖带动下，半导体市场整体呈现复苏态势，进一步拉动半导体测试设备行业增速回升，2024年同比增长10.15%，行业中长期仍保持向好趋势。

图 25：全球半导体测试设备市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

光电子器件测试设备需求持续增长。随着光芯片技术迭代和下游应用场景扩展，光电子器件测试需求持续提升。一方面，硅光芯片等新技术有望向FMCW激光雷达、光子计算等领域进一步延伸，对测试设备的精度和测试范围提出更高要求；另一方面，在全球电信、数据中心等通信系统向更高速率升级背景下，光芯片速率要求提升、生产流程复杂度提高，也推动测试效率与测试精度同步升级。同时，5G、物联网和人工智能等新兴应用持续提升对光电子器件精度和可靠性的要求，进一步带动行业扩容。

根据 Frost&Sullivan 数据，全球半导体光电子器件测试设备市场规模由 2020 年的 5.7 亿美元增长至 2024 年的 7.8 亿美元，期间复合增长率为 8.0%，预计 2029 年将达到 13.1 亿美元。中国半导体光电子器件测试设备市场的走势与全球市场基本一致，其规模从 2020 年的 14.8 亿元增至 2024 年的 21.0 亿元，预计 2029 年达 38.5 亿元。

图 26：全球半导体光电子器件测试设备市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

图 27：中国半导体光电子器件测试设备市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

功率器件尤其是碳化硅方向快速放量，正成为分立器件测试设备市场增长的核心驱动力。功率器件是半导体分立器件中的主要品类，涵盖功率二极管、功率晶体管（MOSFET、IGBT）等。根据 Frost&Sullivan 数据，2024 年中国功率分立器件测试设备市场规模为 18.4 亿元，预计 2029 年将增至 43.6 亿元，2024-2029 年年均复合增速为 18.8%。

其中，随着全球新能源汽车渗透率提升，碳化硅功率器件产业化进程明显加快，带动相关测试需求快速增长。2024 年中国碳化硅功率器件测试设备市场规模为 7.4 亿元，预计 2029 年将增至 33.5 亿元，2024-2029 年年均复合增速达 35.3%。从测试环节看，碳化硅功率器件 WLBI 测试设备和 KGD 测试设备直接关系到器件最终可靠性、生产成本和良率，已成为碳化硅功率器件测试的主要设备。

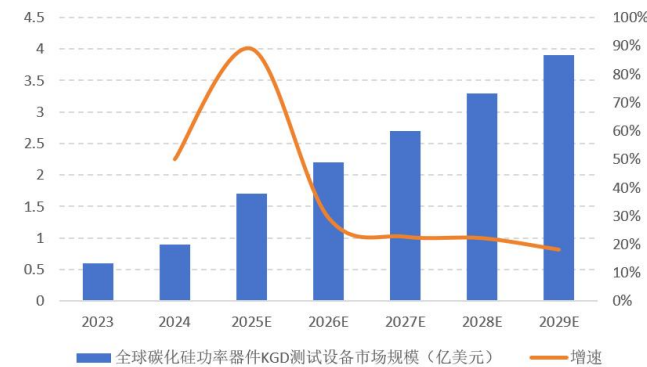


图 28：全球碳化硅功率器件 WLBI 测试设备市场规模


资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

图 29：中国碳化硅功率器件 WLBI 测试设备市场规模


资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

图 30：全球碳化硅功率器件 KGD 测试设备市场规模


资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

图 31：中国碳化硅功率器件 KGD 测试设备市场规模


资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，国海证券研究所

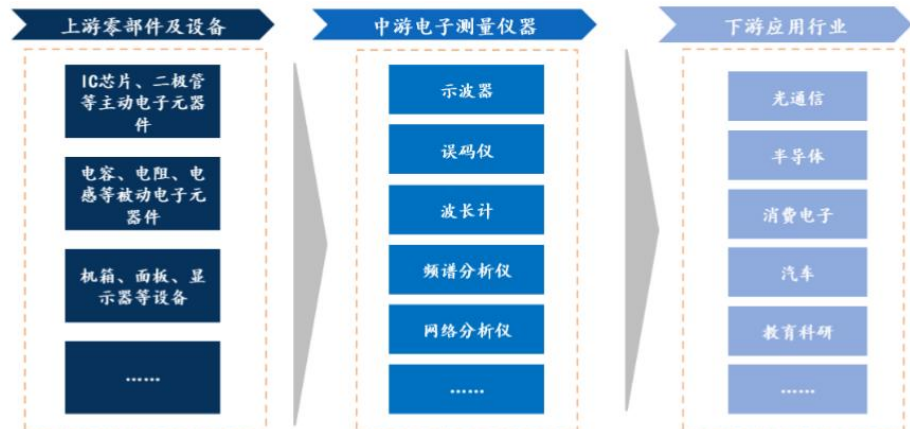
3.2、核心枢纽承接 AI 红利，头部客户背书产品能力

3.2.1、产业链中游核心，良率控制关键抓手

电子测量仪器位于产业链中游核心环节。上游主要为电子元器件和设备行业，包括 IC 芯片、PCBA、线缆、电容、电阻、电感及机箱、面板、显示器等配套设备；中游形成示波器、误码仪、波长计、频谱分析仪、网络分析仪等产品体系；下游广泛覆盖光通信、半导体、消费电子、汽车及教育科研等领域，起到连接上游器件供给与下游研发生产需求的重要作用。随着行业向数字化、智能化持续升级，电子测量仪器对上游核心器件的性能、精度和稳定性要求也在不断提高。

电子测量仪器需求由下游应用升级持续驱动。在通信领域，相关测试仪器支撑5G标准制定、产品研发量产及6G前沿研究，并为数据中心等数字基础设施建设提供技术保障；在半导体领域，电子测量仪器覆盖晶圆加工、封装测试等环节，用于参数检测和良率控制；在消费电子与汽车领域，产品微型化、智能化以及新能源、智能驾驶发展进一步拉动测试需求；在教育科研领域，其作为理工科教学和科研基础设备，也受益于高等教育和科研投入增长而持续扩容。

图 32：电子测量仪器行业产业链

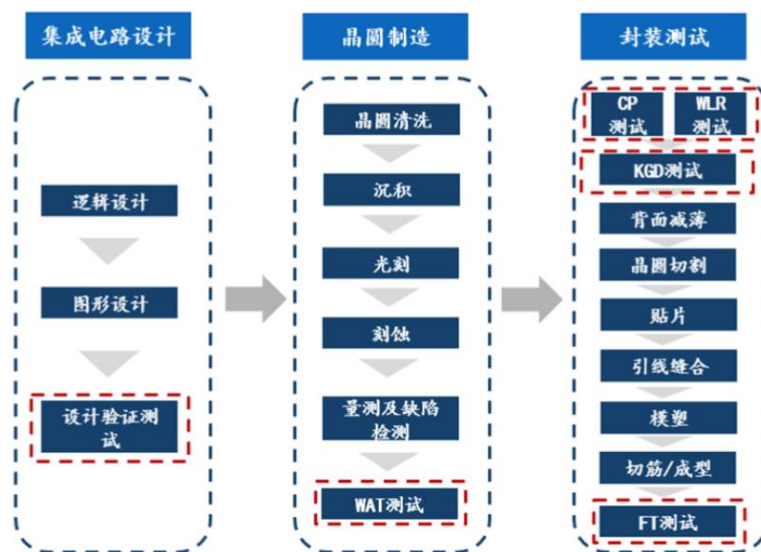


资料来源：公司招股说明书

半导体测试设备贯穿芯片全流程制造。半导体测试以提升器件良率和优化制造工艺为目标，覆盖集成电路设计、晶圆制造和封装测试全过程，是保障芯片性能、功能和一致性的关键设备环节。在集成电路设计阶段，测试机、分选机、探针台等设备用于样品验证测试；在晶圆制造阶段，测试机和探针台主要承担晶圆电性参数及功能测试；在封装测试阶段，则需要依次完成CP测试、WLR测试、KGD测试及FT测试，以筛选合格芯片并保障后续封装和出货质量。

测试设备是半导体产业良率控制的重要抓手。无论是前道晶圆制造还是后道封装测试，测试机、探针台和分选机都承担着输入信号施加、输出结果比对、不良品识别与剔除等关键职能，是芯片从设计验证到量产交付过程中不可缺少的质量控制工具。随着半导体制造复杂度提升和国产替代推进，测试设备的重要性将进一步增强。

图 33：半导体测试设备行业产业链



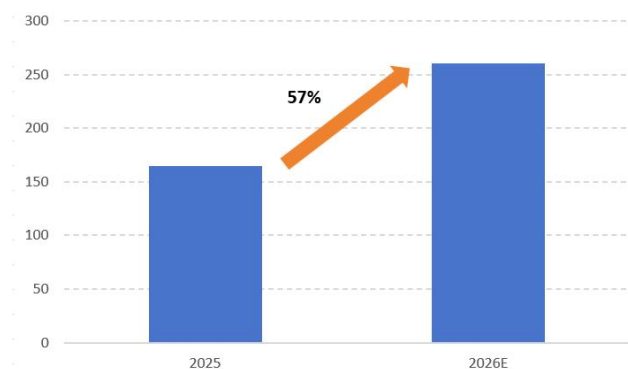
资料来源：公司招股说明书

3.2.2、AI 驱动高速光模块放量，1.6T 升级重塑供应链格局

AI 光收发模块进入高增扩张周期。全球 AI 光收发模块市场景气度持续提升，TrendForce 预计市场规模将由 2025 年的 165 亿美元增至 2026 年的 260 亿美元，同比增幅超过 57%。整体看，AI 算力基础设施持续扩张，高速光互连需求进入加速放量阶段，行业正处于新一轮高景气上行周期。

800G 成为主流，1.6T 开启新一轮升级。北美超大规模数据中心流量持续增长，谷歌、微软、Meta 等云厂商不断扩大 GPU 及 AI 服务器部署，推动 800G 及以上高速光模块采购需求快速提升。当前 800G 已成为 AI 数据中心骨干互联主流规格，随着 1.6T 产品逐步进入量产阶段，行业升级周期进一步前置，800G 向 1.6T 演进趋势明确。TrendForce 估计，800G 及以上光收发器模块的全球出货份额将从 2024 年的 19.5% 攀升至 2026 年的 60% 以上。

图 34：全球 AI 专用光收发模块市场规模（亿美元）



资料来源：TrendForce，国海证券研究所

图 35：全球光收发器出货量预测（百万只）



资料来源：TrendForce

供给瓶颈突出，核心光芯片短缺制约扩产。在需求快速增长的同时，供应链约束正日益显现。EML 激光器、CW-LD 等核心光电芯片供应持续偏紧，成为当前产能扩张的首要瓶颈；同时，光学对准等高精度制造工艺，以及功耗和散热管理难题，也对行业规模化放量形成制约。

1.6T 竞赛下，供应链份额有望加速重塑。面对新一轮技术迭代，国际厂商与中国台湾供应链均在加快扩产与技术布局，行业路线也正向 LPO、硅光子集成等低功耗、高集成方向演进。TrendForce 指出，2026 至 2027 年将是中国台湾厂商切入 1.6T 供应链的关键窗口期，后续能否完成一线客户导入，或将决定下一代光模块市场的份额格局。

3.2.3、全产业链卡位：覆盖海内外主流厂商

客户资源覆盖广泛，头部光通信与功率半导体客户验证公司产品能力。根据公司公告，公司在光通信测试领域已覆盖集团一、中际旭创、新易盛、光迅科技、海信集团、华工正源、赛丽科技、Lumentum、Coherent、Broadcom、环球广电、日本住友、日本古河等海内外主流光通信产业链客户。

在功率器件测试领域，公司已覆盖比亚迪半导体、芯联集成、士兰微、三安光电、芯聚能、长飞先进、株洲中车、瞻芯电子、ONSEMI、Power Master 等主流功率芯片厂商。

在半导体集成电路测试领域，公司代表性客户包括客户二、集团一、比亚迪半导体、燕东微、士兰微、X-FAB 等国内外知名企业。整体看，公司客户结构已覆盖光通信、功率半导体及集成电路测试等多个方向，客户层级较高，有助于支撑公司技术能力验证和后续业务拓展。

表 14：公司主要客户群体

领域	覆盖客户
光通信测试	集团一、中际旭创、新易盛、光迅科技、海信集团、华工正源、赛丽科技、Lumentum、Coherent、Broadcom、环球广电、日本住友、日本古河
功率器件测试	比亚迪半导体、芯联集成、士兰微、三安光电、芯聚能、长飞先进、株洲中车、瞻芯电子、ONSEMI、Power Master
半导体集成电路测试	客户二、集团一、比亚迪半导体、燕东微、士兰微、X-FAB

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

表 15：公司前五大客户销售情况（2025 年 1-9 月）

序号	客户名称	销售模式	销售金额(万元)	销售占比	主要销售产品
1	集团一	直销	10,093.39	12.53%	通信测试仪器、光电子器件测试设备
2	中际旭创	直销	5,776.56	7.17%	通信测试仪器、光电子器件测试设备

3	新易盛	直销	5,077.54	6.30%	光电子器件测试设备
4	赛丽科技	直销	4,597.16	5.71%	光电子器件测试设备
5	Lumentum	直销	4,216.29	5.23%	通信测试仪器、光电子器件测试设备
合计			29,760.94	36.94%	

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

3.3、横向拓展，纵向深挖：五大募投项目构建平台化能力

功率半导体测试设备：围绕碳化硅测试需求扩展产品能力并提升国产替代水平。公司拟投入约 1.99 亿元建设车规芯片测试设备项目，建设周期 4 年，依托现有功率半导体测试技术，重点拓展晶圆级老化系统、KGD 分选测试系统及半导体参数测试仪等产品，完善大脉冲源表等核心模块能力。项目将显著提升公司在高电压、大电流测试场景下的性能指标，增强对碳化硅等新型功率器件的适配能力。

从行业角度看，碳化硅渗透率持续提升，叠加下游厂商扩产，功率器件测试需求快速增长，而高端测试设备仍以海外厂商为主。公司通过本项目扩充产品线并提升性能，有望切入更高端测试环节，提升国产化替代能力并扩大市场份额。

存储测试设备：切入高端存储测试赛道，打造新增长极。公司拟投入约 3.85 亿元建设存储测试设备项目，建设周期 3 年，重点研发 DRAM 测试机及 HBM 芯片 KGD 分选测试系统，目标填补国内高速存储测试设备领域空白，实现相关产品产业化落地。项目建成后将具备高速存储芯片测试系统的规模化生产能力，打开新的业务增长空间。

当前存储测试设备市场由海外厂商主导，技术壁垒高且国产化率较低。随着国内存储厂商扩产及供应链安全需求提升，高端测试设备国产替代需求明确。公司通过布局存储测试机、分选机及老化设备，有望逐步突破技术瓶颈，缩小与国际厂商差距，提升产业链自主可控能力。

数字测试仪器：延伸通用测试产品体系，强化平台化与多元化能力。公司拟投入约 3.04 亿元建设数字测试仪器项目，建设周期 3 年，基于现有通信测试技术，研发宽带实时示波器及任意波形发生器并实现量产，进一步拓展通用测试仪器产品线。项目有助于公司进入更广泛的测试应用场景，包括科研、通信及工业领域，提升产品覆盖面。

从公司发展路径看，该项目有助于完善底层测试仪器能力，形成与半导体测试设备的协同效应，增强整体技术平台能力。同时，通用仪器需求相对分散且周期属性弱，有助于平滑业绩波动，提升公司业务结构稳定性。

表 16：公司募集资金投资项目

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)
1	下一代光通信测试设备研发及产业化建设项目	51,279.22	51,279.22
2	车规芯片测试设备研发及产业化建设项目	19,885.27	19,885.27
3	存储测试设备研发及产业化建设项目	38,547.37	38,547.37
4	数字测试仪器研发及产业化建设项目	30,400.53	30,400.53
5	下一代测试仪表设备研发中心建设项目	31,031.89	31,031.89
合计		171,144.28	171,144.28

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

4、盈利预测

4.1、盈利预测核心假设

整体收入预计快速增长。预计公司 2026E-2028E 收入分别为 20.52/29.96/36.45 亿元，未来三年整体仍处于较快增长通道。该预测增速核心假设并非基于短期扰动，而是建立在公司所处赛道景气度提升、产品矩阵持续扩张、重点下游需求释放以及国产替代推进的基础之上，公司在电子测量仪器与半导体测试设备两大主业上均具备较强成长弹性。

电子测量仪器预计维持快速增长，通信测试仪器是核心拉动项。 预计 2026E-2028E 电子测量仪器收入分别为 8.8/12.76/15.71 亿元，占收入比重稳定在 43%-44% 左右。其中通信测试仪器占电子测量仪器比重维持在 96% 以上，仍是该板块增长核心。分产品看，采样示波器、时钟恢复单元、误码分析仪收入均预计保持较快增长，主要基于高速光模块向 800G、1.6T 升级带来的测试需求提升，以及公司在相关细分产品上的持续导入。

半导体测试设备预计同步快速放量，是另一核心增长主线。 预计 2026E-2028E 半导体测试设备收入分别为 9.88/14.49/17.31 亿元，占比稳定在 49% 左右。其中光电子器件测试设备占半导体测试设备收入比重约 67%，功率器件测试设备占比约 31%，构成公司半导体测试板块的主要支撑。光电子方向上，CoC 光芯片老化系统、光芯片 KGD 分选测试系统、硅光晶圆测试系统预计均保持较快增长，反映光芯片测试需求提升以及公司向硅光等新方向延伸的预测判断；功率器件方向上，晶圆级老化系统、功率芯片 KGD 分选测试系统预计持续增长，主要基于 SiC 等功率半导体景气提升及测试环节投入扩张。

表 17：总体业务收入预测（亿元）

分类	指标项	2025	2026E	2027E	2028E
电子测量仪器	营业收入	5.46	8.8	12.76	15.71
	同比		61.17%	45.00%	23.12%
	业务占比	45.71%	43.65%	43.45%	44.18%
	营业成本	1.26	2.05	2.82	3.41
	毛利率	0.7695	76.65%	77.90%	78.30%
半导体测试设备	营业收入	5.57	9.88	14.49	17.31
	同比		77.38%	46.66%	19.46%
	业务占比	46.66%	49.01%	49.37%	48.70%
	营业成本	3.18	5.42	7.59	8.71
	毛利率	42.85%	45.19%	47.64%	49.69%
测试部件	营业收入	0.71	1.2	1.68	2.02
	同比		69.01%	40.00%	20.24%
	业务占比	5.96%	5.95%	5.72%	5.67%
	营业成本	0.38	0.63	0.89	1.06
总计	营业收入	11.94	20.52	29.96	36.45
	同比		71.86%	46.00%	21.66%
	业务占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	营业成本	4.82	8.35	12.23	14.48
	毛利率	59.63%	59.29%	59.18%	60.27%

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

表 18：电子测量仪器业务收入预测（亿元）

分类	指标项	2025	2026E	2027E	2028E
1.通信测试仪器	营业收入	5.28	8.53	12.38	15.25
	同比		61.62%	45.11%	23.23%
	业务占比	96.70%	96.93%	97.04%	97.11%
	营业成本		1.98	2.72	3.29
	毛利率		76.73%	78.03%	78.43%
1.1.采样示波器	营业收入	3.15	4.9	7.42	9.06
	同比		55.46%	51.43%	22.16%
	业务占比	59.72%	57.44%	59.95%	59.42%
	营业成本		1.00	1.44	1.72
	毛利率		79.56%	80.65%	81.02%
1.2.时钟恢复单元	营业收入	1.1	2.03	2.77	3.52
	同比		84.56%	36.35%	27.23%
	业务占比	20.84%	23.80%	22.36%	23.09%
	营业成本		0.52	0.67	0.84
	毛利率		74.51%	75.77%	76.10%

1.3. 误码分析仪	营业收入	0.48	1	1.35	1.66
	同比		110.08%	35.00%	22.96%
	业务占比	9.02%	11.72%	10.91%	10.88%
	营业成本		0.29	0.37	0.45
	毛利率		71.43%	72.38%	73.02%
1.4. 其他（通信测试仪器）	营业收入	0.4	0.6	0.84	1.01
	同比		50.00%	40.00%	20.00%
	业务占比	7.58%	7.03%	6.79%	6.61%
	营业成本		0.18	0.24	0.28
	毛利率		70.00%	71.43%	72.28%
2. 电性能测试仪器	营业收入	0.18	0.27	0.38	0.45
	同比		50.00%	40.00%	20.00%
	业务占比	3.30%	3.07%	2.96%	2.89%
	营业成本		0.07	0.10	0.12
	毛利率		74.07%	73.68%	73.33%

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

表 19：半导体测试设备业务收入预测（亿元）

分类	指标项	2025	2026E	2027E	2028E
1. 光电子器件测试设备	营业收入	3.82	6.82	9.87	11.76
	同比		78.67%	44.72%	19.19%
	业务占比	68.51%	69.04%	68.10%	67.95%
	营业成本		3.71	5.18	5.97
	毛利率		45.58%	47.50%	49.21%
1.1. CoC 光芯片老化系统	营业收入	1.32	2.38	3.6	4.28
	同比		80.71%	51.18%	18.89%
	业务占比	34.50%	34.90%	36.45%	36.36%
	营业成本		1.30	1.90	2.18
	毛利率		45.45%	47.24%	49.14%
1.2. 光芯片 KGD 分选测试系统	营业收入	1.1	2.29	3.27	3.83
	同比		108.18%	42.88%	16.94%
	业务占比	28.82%	33.58%	33.15%	32.53%
	营业成本		1.19	1.63	1.84
	毛利率		48.15%	50.18%	51.95%
1.3. 硅光晶圆测试系统	营业收入	0.8	1.25	1.74	2.15
	同比		56.25%	39.20%	23.45%
	业务占比	20.96%	18.33%	17.63%	18.26%
	营业成本		0.73	0.98	1.19
	毛利率		41.90%	43.51%	44.86%
1.4. 其他（光电子器件）	营业收入	0.6	0.9	1.26	1.51
	同比		50.00%	40.00%	20.00%
	业务占比	15.72%	13.20%	12.77%	12.85%

	营业成本		0.50	0.67	0.77
	毛利率		44.44%	46.83%	49.01%
	营业收入	1.63	2.88	4.37	5.25
	同比		76.70%	51.87%	20.00%
2.功率器件测试设备	业务占比	29.24%	29.14%	30.17%	30.31%
	营业成本		1.63	2.31	2.64
	毛利率		43.28%	47.03%	49.78%
	营业收入	1.05	1.62	2.65	3.12
	同比		53.66%	63.70%	17.74%
2.1.晶圆级老化系统	业务占比	64.71%	56.27%	60.65%	59.51%
	营业成本		0.92	1.41	1.56
	毛利率		43.21%	46.81%	50.00%
	营业收入	0.63	1.2	1.64	2.02
	同比		90.32%	36.48%	23.67%
2.2.功率芯片 KGD 分选测试系统	业务占比	38.67%	41.65%	37.43%	38.57%
	营业成本		0.70	0.88	1.05
	毛利率		42.00%	46.53%	48.26%
	营业收入	0.05	0.06	0.08	0.1
	同比		33.33%	40.00%	20.00%
2.3.其他（功率器件）	业务占比	2.76%	2.08%	1.92%	1.92%
	营业成本		0.02	0.03	0.03
	毛利率		66.67%	62.50%	70.00%
	营业收入	0.13	0.18	0.25	0.3
	同比		44.00%	40.00%	20.00%
3.电性能测试设备	业务占比	2.24%	1.82%	1.74%	1.75%
	营业成本		0.07	0.09	0.10
	毛利率		61.11%	64.00%	66.67%

资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

4.2、可比公司估值

公司主营覆盖电子测量仪器与半导体测试设备，因此在 A 股中选取普源精电、鼎阳科技作为电子测量仪器领域可比公司，选取联动科技作为半导体测试设备领域可比公司。上述公司与联讯仪器在产品类型、下游应用及行业属性上具有较强可比性，可较好反映公司所处细分赛道的估值水平。

表 20：可比公司 PE 估值（数据截至 2026 年 5 月 20 日）

公司代码	公司	2025	2026E	2027E	2028E
688337.SH	普源精电	150.26	93.63	64.89	43.06
688112.SH	鼎阳科技	84.56	64.74	50.56	34.93

301369.SZ	联动科技	545.13	149.72	74.33	-
	平均值			63.26	38.99

资料来源：ifind，国海证券研究所

注：PE 来自 ifind 一致预期

4.3、投资建议

我们预计，公司 2026-2028 年营业收入分别 30.23、49.80、72.77 亿元，归母净利润分别为 5.13、8.25、12.99 亿元；对应 P/E 分别为 363.08、225.63、143.27X。公司正由细分突破走向平台化扩张，成长逻辑持续强化，首次覆盖，给予“买入”评级。

5、风险提示

- 1) 市场竞争加剧风险：公司面临市场竞争加剧的风险，若无法及时创新并应对国际龙头及国内厂商的竞争，可能导致市场份额和经营业绩受损。
- 2) 募投项目实施风险：公司募投项目可能因资金到位时间、市场需求变化等因素导致实施效果不及预期，甚至对经营成果造成不利影响。
- 3) 存货跌价风险：随着公司业务规模扩大，存货余额及跌价准备快速增长，若客户需求变化可能导致存货积压或贬值，从而对公司经营业绩和财务状况产生不利影响。
- 4) 境外收入和采购波动风险：公司境外收入及采购占比较高，若国际贸易环境发生重大不利变化，可能导致境外收入和采购出现波动风险。
- 5) 应收账款坏账损失风险：随着公司销售规模扩大，应收账款余额可能进一步增加，若收款措施不力或客户经营状况恶化，公司将面临应收账款逾期及坏账损失风险。
- 6) 次新股市场风险：公司上市时间较短，市场关注度较高，股价及估值可能受市场情绪、行业景气度、流动性及风险偏好变化等因素影响而出现较大波动。

附表：C 联讯盈利预测表

证券代码：		1,813.				投资评级：		日期：	
688808		股价：		48	买入		2026/05/25		
财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标与估值	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					每股指标				
ROE	19%	15%	20%	24%	EPS	2.26	4.99	8.04	12.66
毛利率	59%	59%	59%	60%	BVPS	11.65	32.24	40.28	52.94
期间费率	18%	18%	19%	18%	估值				
销售净利率	15%	17%	17%	18%	P/E	-	363.08	225.63	143.27
成长能力					P/B	-	56.24	45.02	34.26
收入增长率	51%	153%	65%	46%	P/S	-	61.58	37.39	25.58
利润增长率	24%	195%	61%	57%					
营运能力					利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
总资产周转率	0.77	0.84	0.79	0.84	营业收入	1194	3023	4980	7277
应收账款周转率	3.62	3.87	3.32	3.17	营业成本	491	1235	2023	2928
存货周转率	1.18	1.51	1.35	1.29	营业税金及附加	8	21	34	50
偿债能力					销售费用	73	184	304	444
资产负债率	50%	38%	44%	45%	管理费用	147	373	663	897
流动比	1.92	2.61	2.21	2.11	财务费用	-2	-1	-20	-22
速动比	1.06	1.90	1.51	1.40	其他费用/（-收入）	280	714	1176	1719
					营业利润	175	516	830	1307
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	营业外净收支	0	0	0	0
现金及现金等价物	326	2276	2478	3090	利润总额	175	516	830	1307
应收款项	433	1147	1889	2760	所得税费用	1	2	4	6
存货净额	501	1132	1855	2684	净利润	174	514	826	1301
其他流动资产	171	248	388	552	少数股东损益	0	1	1	2
流动资产合计	1431	4803	6609	9086	归属于母公司净利润	174	513	825	1299
固定资产	251	394	526	641					
在建工程	19	62	93	114	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
无形资产及其他	73	74	77	88	经营活动现金流	78	268	511	915
长期股权投资	24	24	24	24	净利润	174	513	825	1299
资产总计	1799	5358	7328	9952	少数股东损益	0	1	1	2
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	45	136	155	172
应付款项	460	1156	1894	2741	公允价值变动	0	0	0	0
合同负债	161	465	766	1120	营运资金变动	-172	-376	-460	-542
其他流动负债	126	222	328	449	投资活动现金流	60	-260	-307	-300
流动负债合计	747	1843	2988	4310	资本支出	-118	-320	-320	-320
长期借款及应付债券	67	67	67	67	长期投资	-4	0	0	0
其他长期负债	88	137	137	137	其他	182	59	13	19
长期负债合计	155	204	204	204	筹资活动现金流	9	1949	-3	-3
负债合计	902	2047	3191	4513	债务融资	29	-3	0	0
股本	77	103	103	103	权益融资	0	1907	0	0
股东权益	897	3311	4137	5439	其它	-21	45	-3	-3
负债和股东权益总计	1799	5358	7328	9952	现金净增加额	145	1951	202	612

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【机械小组介绍】

张钰莹，机械行业首席分析师，致力于前瞻研究及深度研究，擅长自上而下与自下而上相结合挖掘机械板块投资机会。

【分析师承诺】

张钰莹，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的

本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。