下载日志已记录，仅供内部参考

长川科技（300604.SZ）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

算力拉动测试机放量，平台化布局铸就 ATE 龙头

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）：268.49 元

目标价（人民币）：325.40 元



投资逻辑

公司主营业务涵盖测试机、分选机、探针台及 AOI 光学检测设备，产品全面覆盖半导体后道测试核心环节。公司 2025 年营业收入与利润端均呈现强劲增长态势，实现营收 52.92 亿元（YOY+45.31%），归母净利润 13.31 亿元（YOY+190.42%）。截至 2025 年末公司存货中发出商品增至 8.49 亿元（2024 年同期 5.77 亿元）。充沛的待确认收入池，有望支撑公司业绩维持稳健的高增长态势。公司于 2026 年 3 月定增 47.79 亿元，用于半导体设备研发和补充流动资金。

AI 算力驱动半导体测试设备需求高增，高端 SoC 测试机国产替代空间广阔。根据 SEMI 数据，2025 年全球半导体设备销售额达 1350.6 亿美元（YOY+15%），中国大陆稳居首位（493.1 亿美元），同年全球半导体测试设备销售额同比激增 48.1%至 112 亿美元。受 Chiplet 异构集成及大算力 AI 芯片拉动，2026 年全球 SoC 测试设备市场预计扩容至 85-95 亿美元。据爱德万测试披露，当前全球测试机市场被海外企业高度垄断（份额逾 90%）。公司 D9000 等核心 SoC 测试机成功突破，深度绑定国内一线封测厂及 IDM 企业。

平台化布局与持续研发共振，卡位优势显著。在巩固现有产品竞争优势的基础上，公司通过外延并购和内生研发，成功打通测试机、分选机、探针台以及 AOI 光学检测四大核心门类，形成完整的平台化供应能力。

盈利预测、估值和评级

我们预测公司 2026-2028 年营收分别为 78.14 亿元、105.88 亿元、141.63 亿元，EPS 分别为 3.25 元/4.48 元/6.36 元，对应当前股价的 PE 估值分别为 81 倍/59 倍/42 倍。参考可比公司估值，平均 26 年为 120.38 倍 PE，公司作为国内半导体测试设备平台型龙头，高端 SoC 测试机放量带来显著业绩弹性，具备较强的稀缺性。我们给予公司 2026 年 100 倍 PE，对应目标价为 325.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

下游封测及晶圆制造产能扩充不及预期的风险，国际贸易摩擦加剧及海外业务拓展受阻的风险，核心技术迭代与高端新产品客户验证不及预期的风险，市场竞争加剧导致综合毛利率承压的风险，限售股解禁的风险。

公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,642	5,292	7,814	10,588	14,163
营业收入增长率	105.15%	45.31%	47.66%	35.50%	33.77%
归母净利润(百万元)	458	1,331	2,063	2,838	4,036
归母净利润增长率	915.14%	190.42%	54.98%	37.56%	42.18%
摊薄每股收益(元)	0.731	2.099	3.252	4.474	6.361
每股经营性现金流净额	1.00	0.89	2.08	2.74	4.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.92%	28.12%	30.80%	30.19%	30.47%
P/E	60.34	48.27	81.20	59.03	41.52
P/B	8.40	13.58	25.01	17.82	12.65

来源：公司年报、国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、国产 ATE 龙头切入 AI 算力测试，十余年深耕铸就平台 4
1.1 十余年聚焦测试设备，外延整合形成多产品平台 4
1.2 营收和利润维持高增长，规模效应推动费用下行 7
二、AI 驱动 SoC ATE 量价齐升，全球双寡头格局下国产替代窗口打开 9
2.1 全球半导体设备重回千亿美元，测试设备增速领先于设备整体 9
2.2 AI 算力芯片测试量价齐升，SoC 测试市场快速扩容 11
2.3 全球 ATE 市场双寡头格局延续，国产替代势在必行 13
三、AI 测试设备产品矩阵成型，订单进入兑现期 14
四、盈利预测 16
4.1 盈利预测 16
4.2 投资建议及估值 18
五、风险提示 19

图表目录

图表 1： 公司深耕半导体测试设备领域十余年 4
图表 2： 公司产品矩阵完整：包括测试机、分选机、自动化设备及 AOI 光学检测设备等 5
图表 3： 公司客户资源丰富 5
图表 4： 公司下游客户集中，前五大客户合计销售占 2025 年营收 57.66%（2025 年） 6
图表 5： 测试机业务贡献了公司的主要营收（2025 年） 6
图表 6： 公司毛利主要来源于测试机业务（2025 年） 6
图表 7： 公司实际控制人为董事长赵轶，股权结构集中稳定（截至 2026Q1） 7
图表 8： 公司营收维持高增长 7
图表 9： 公司归母净利增速超营收 7
图表 10： 公司毛利率维持高位，净利率呈持续改善态势 8
图表 11： 分产品看，公司测试机毛利率较高 8
图表 12： 公司销售、管理费用率随营收规模扩大逐步下降 8
图表 13： 公司发出商品持续增加（单位：亿元） 9
图表 14： 据 WSTS，2026 年全球半导体市场规模有望达到 1.5 万亿美元 9
图表 15： 2026Q1 中国大陆半导体销售额同比增加 59.9% 9
图表 16： 中国大陆半导体设备市场维持高景气（单位:亿美元） 10
图表 17： 半导体测试设备需求增速超其他设备(单位：亿美元) 10
图表 18： 自动化测试设备占据全球半导体测试设备市场核心地位 11

图表 19： AI 算力芯片出货量持续攀升 11
图表 20： 大算力 AI 芯片显著提高了测试时间和测试成本占比 12
图表 21： 我国测试机市场以 SoC 测试机为主 12
图表 22： 预计到 2026 年，全球 SoC 测试机市场规模将接近百亿美元（单位：亿美元）..... 12
图表 23： 爱德万 SoC 测试业务 2025Q4 营收达 2372 亿日元，创历史记录（单位:十亿日元）..... 13
图表 24： 泰瑞达 2025 年 SoC 测试业务中的计算业务占比大幅提升 13
图表 25： 截至 2025 年，全球测试机市场 9 成左右被海外两大供应商垄断 13
图表 26： 我国存储、SoC 测试机国产化率依旧较低 14
图表 27： 下游封测厂商处于新一轮扩产周期（单位：亿元） 14
图表 28： 封测厂商在建工程规模逐渐积累（单位：亿元） 14
图表 29： 对比同行业其他公司，长川科技产品布局最广 15
图表 30： 公司定增募资以迭代开发测试机、AOI 设备 15
图表 31： 公司营收规模处于行业领先地位（单位：亿元） 16
图表 32： 公司营收增速位于行业前列（单位：%） 16
图表 33： 公司毛利率接近行业平均水平（单位：%） 16
图表 34： 公司营收规模稀释下，研发费用率低于行业平均水平（单位：%） 16
图表 35： 分业务营收拆分 17
图表 36： 2025-2028E 公司三费情况 18
图表 37： 可比公司估值比较 18

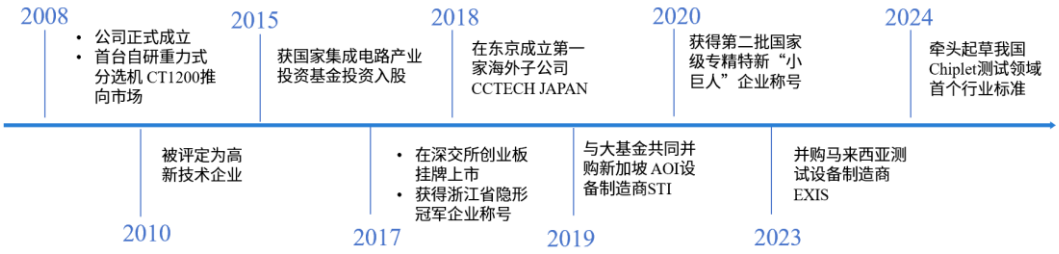
下载日志已记录，仅供内部参考

一、国产 ATE 龙头切入 AI 算力测试，十余年深耕铸就平台

1.1 十余年聚焦测试设备，外延整合形成多产品平台

公司深耕半导体测试设备领域，外延整合成为平台型企业。公司 2008 年成立并推出首台自研重力式分选机 CT1200，于 2015 年和 2019 年先后获得国家集成电路产业投资基金（大基金）的战略注资与协同支持。在立足本土封测供应链的同时，公司积极推进国际化与多品类扩张：2018 年设立日本子公司 CCTECH JAPAN 开启海外布局；2019 年与大基金共同并购新加坡知名 AOI 光学检测设备商 STI，切入晶圆及芯片外观检测领域；2023 年完成对马来西亚测试设备制造商 EXIS 的收购，进一步强化了转塔式分选机等核心产品的海外客户渗透率。

图表 1：公司深耕半导体测试设备领域十余年



来源：公司公告、公司官网、国金证券研究所

公司目前已构建起完善产品矩阵，实现了对半导体后道测试及量测环节的广度覆盖。根据公司 2025 年报披露，其核心产品线可分为三大板块：

- 在测试机领域，公司布局了以 D9000 系列为代表的高性能 SoC 测试机、数模混合测试机，以及针对车规、AI 算力芯片的老化测试机（CM1028）和覆盖 SiC/IGBT 等功率器件的大功率测试机（P3000）；
- 在分选机系统上，公司具备完整的平移式、重力式（C9D 系列）及高速转塔式（EXIS 系列）产品线，其中针对高功耗大算力芯片开发的 SLT 分选机（CS800T）可支持-55℃~150℃三温测试及最大 1550W 的控温能力；
- 在 AOI 光学检测与量测设备方面，公司不仅推出了用于封装体多面与晶圆外观缺陷检测的 HEXA 与 ifocus 设备，还通过 NanoX 系列（6000/8000）切入半导体关键制程及 PCB 基板的 3D 尺寸、形貌量测。

这种多品类并进的硬件生态，使公司具备了从传统逻辑、功率器件到先进制程大算力芯片的多元测试能力，不仅能够满足下游客户定制化的复杂测试需求，也为公司在内部产品间形成组合销售与技术协同提供了客观基础。

图表2：公司产品矩阵完整：包括测试机、分选机、自动化设备及 AOI 光学检测设备等



来源：公司公告、国金证券研究所

依托在测试及量测领域的持续深耕，公司已成功切入海内外主流封测与晶圆制造厂商供应链。据公司 2025 年报披露，公司产品已获得长电科技、华天科技、通富微电等国内封装测试龙头企业，以及华润微电子、士兰微等国内知名 IDM 厂商的高度使用与认可；同时，其子公司 STI 的产品亦远销至日月光、安靠、矽品、星科金朋、UTAC、力成、德州仪器、瑞萨、意法、美光等国际知名半导体巨头。我们认为，这种全方位覆盖国内外一线封测厂及顶尖 IDM 企业的客户矩阵，不仅直接折射出公司在测试设备领域的深厚技术积淀与产品产业化适应性，更为其后续在先进制程迭代、存储周期复苏及高端测试设备国产替代进程中持续提升市场份额奠定了坚实的渠道基础。

图表3：公司客户资源丰富

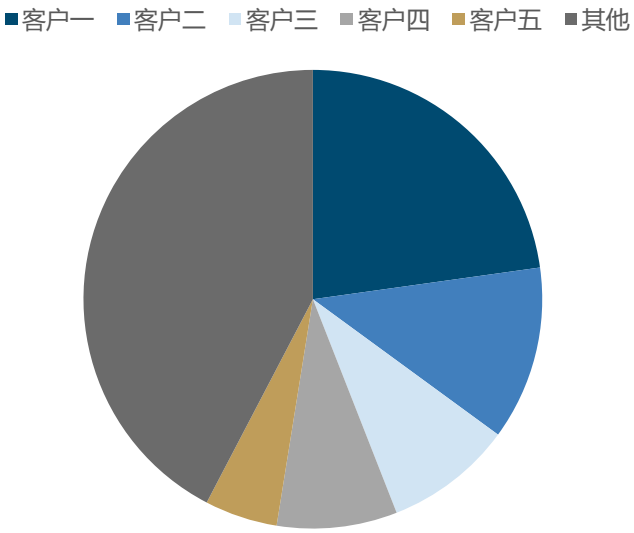
客户类别	代表客户
国内独立封测龙头（OSAT）	长电科技、华天科技、通富微电
海内外一线封测大厂（OSAT）	日月光（ASE）、安靠（Amkor）、矽品（SPIL）、力成（Powertech）、UTAC、星科金朋
国内 IDM 厂商	华润微电子、士兰微
全球综合半导体巨头（IDM/	

来源：公司公告、国金证券研究所

公司通过与下游核心客户的深度绑定，构筑了坚实的基本面壁垒，大客户业务的强劲扩张也为公司赋予了较高的业绩弹性。根据公司 2025 年年度报告披露，报告期内公司前五大客户合计贡献销售额达 30.51 亿元，占年度销售总额的比例高达 57.06%，其中第一大客户销售额突破 12.06 亿元，占比达 22.79%，前三大客户的销售占比均在 9%以上。从产业链角度看，这种相对集中的客户结构体现出公司已成功卡位全球及国内头部封测厂或 IDM 巨头的核心供应链，深度受益于顶级客户的设备采购刚性，为其业务稳定运行提供了强有力的支撑。我们认为，半导体设备行业具备典型的技术与渠道双重壁垒，下游大客户在推进先进制程迭代、高端芯片封测产能扩充及海外建厂等战略扩张时，对已通过验证的国产测试及分选设备的采购具备较强的确定性与规模效应，核心客户资本开支的边际向上将直接转化为公司订单扩张的巨大弹性，驱动公司在行业景气度回升周期中实现超越行业平均增速的业绩增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

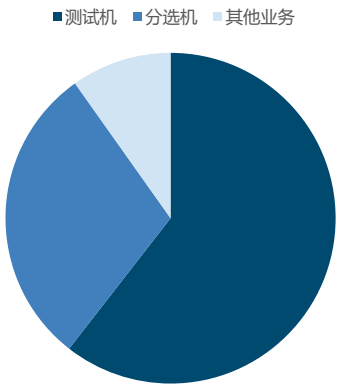
图表4：公司下游客户集中，前五大客户合计销售占 2025 年营收 57.66%（2025 年）



来源：公司公告、国金证券研究所

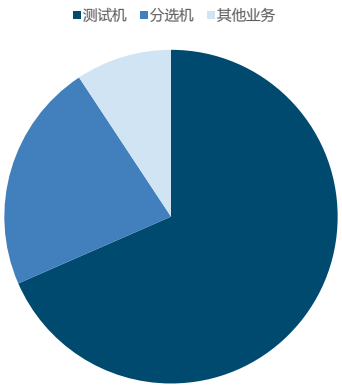
多元化产品矩阵协同发力，核心测试机与分选机业务双轮驱动。根据公司 2025 年年报披露，公司实现营业总收入 52.92 亿元，其中测试机业务实现营收 32.03 亿元，分选机业务实现营收 15.68 亿元，其他业务贡献营收 5.20 亿元；在毛利端，公司全年斩获综合毛利总额 29.13 亿元，其中高壁垒的测试机业务贡献毛利达 19.94 亿元，分选机业务贡献毛利 6.48 亿元，其他业务毛利为 2.71 亿元。从产业链角度看，测试机业务作为第一大收入与毛利源泉，其高成长性体现出公司在大算力、SoC 等高端芯片测试领域的国产替代进程正全面加速，而分选机业务的稳健表现则进一步夯实了公司的业绩基本盘。

图表5：测试机业务贡献了公司的主要营收（2025 年）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表6：公司毛利主要来源于测试机业务（2025 年）

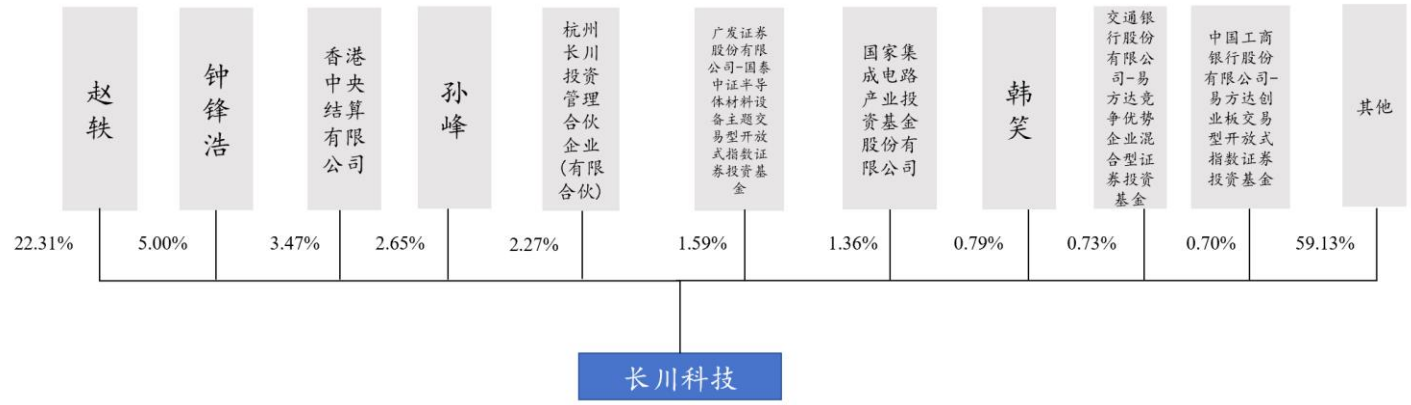


来源：公司公告、国金证券研究所

公司股权结构相对集中且稳定，大基金及公募持股体现资本市场长期认可。据 2026Q1 数据，公司实际控制人赵轶持股比例为 22.31%，与其一致行动人杭州长川投资管理合伙企业（有限合伙）（持股 2.27%）合计持股达 24.58%，形成了稳固的控制权架构；在机构股东方面，香港中央结算有限公司持股国家集成电路产业投资基金股份有限公司（大基金）持股 1.36%，此外广发证券国泰中证半导体材料设备多家主流公募基金亦位列前十大股东，前十大股东合计持股比例达 40.87%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表7：公司实际控制人为董事长赵轶，股权结构集中稳定（截至 2026Q1）

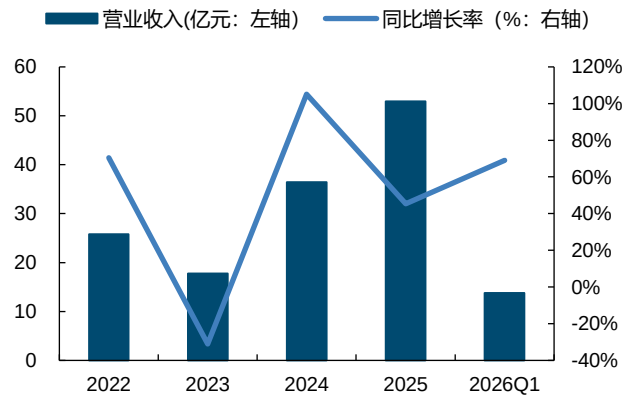


来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 营收和利润维持高增长，规模效应推动费用下行

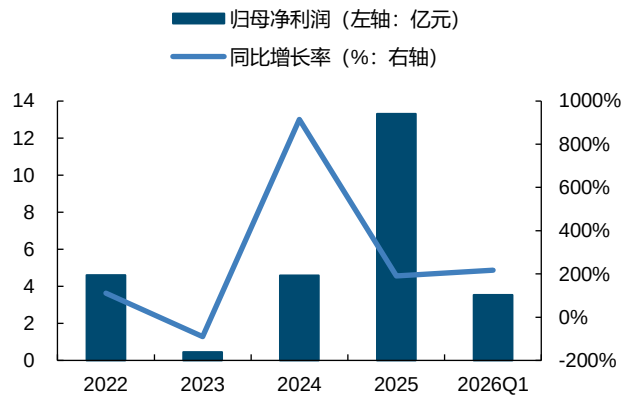
公司营业收入与利润端均呈现出强劲的增长态势，经营规模与盈利质量实现了跨越式的双重提升。公司在 2024 年实现业绩强势反转后，2025 年成长动能进一步放大，全年实现营业总收入 52.92 亿元，同比增长 45.31%，同期归属母公司股东的净利润高达 13.31 亿元，同比大幅激增 190.42%；进入 2026Q1，公司业绩持续高增长，单季实现营收 13.78 亿元（同比+69.09%），归母净利润达 3.53 亿元（同比+217.60%）。公司 2026 年 6 月 22 日发布了业绩预告，预计 2026H1 归母净利润 9-10 亿元，同比增长 110.76%至 134.18%。我们认为，公司营收中枢的持续上移与盈利能力的加速兑现，充分验证了其作为国产半导体测试设备领军者的技术壁垒与市场认可度，随着下游晶圆代工与封测产能稼动率的持续边际改善，公司有望凭借强大的产品迭代能力持续拉动经营杠杆，我们预测未来公司净利润规模及盈利水平将维持在较高通道。

图表8：公司营收维持高增长



来源：ifind、国金证券研究所

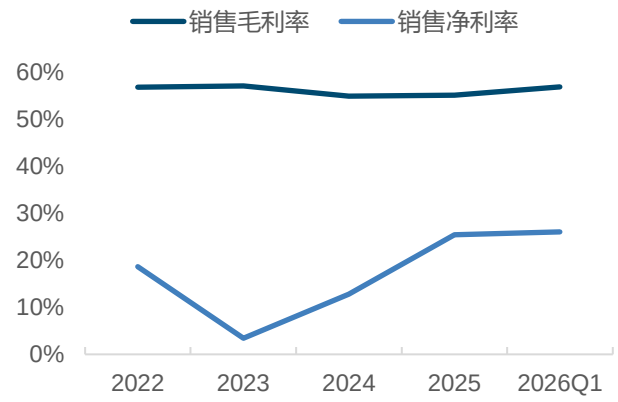
图表9：公司归母净利增速超营收



来源：ifind、国金证券研究所

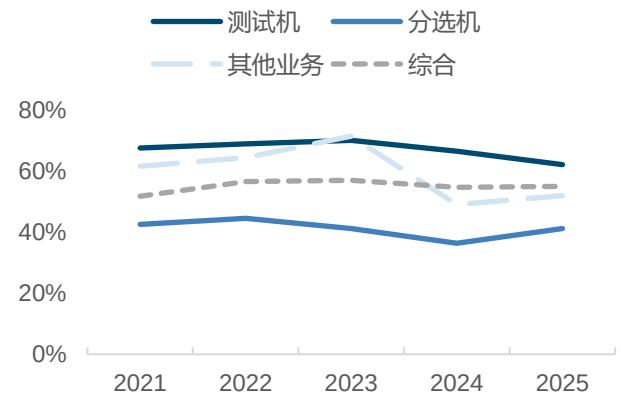
公司盈利能力呈现出结构性优化特征，毛利率高位企稳净利率跨越式攀升。在 2024 年至 2025 年期间，公司销售毛利率由 54.85%微升至 55.05%，整体保持稳健态势。细分业务看，高壁垒的测试机业务在 2025 年依然维持了 62.2%的高位毛利率，持续充当公司核心利润的压舱石；与此同时，分选机业务毛利率迎来显著回暖，从 2024 年的 36.4%大幅修复至 2025 年的 41.3%。在各主营产品毛利率企稳向好的基本面支撑下，公司销售净利率迎来快速增长，从 2024 年的 12.82%大幅跃升至 2025 年的 25.39%，并在 2026Q1 进一步上探至 26.05%。公司营业收入规模的快速扩张带动了毛利总额的绝对量增长，叠加内部精细化管理与费用管控成效显现，期间费用率随之相对下降，从而顺利兑现了显著的规模效应。我们认为，伴随国内设备厂商在核心技术环节的“点状突破”迈向“快速替代”阶段，公司前期庞大的研发投入正加速转化为经营利润，长远来看将直接催化其盈利质量在较高基数上维持稳健运行，并为其后续深化上下游产业链协同提供充足的资金。

图表10：公司毛利率维持高位，净利率呈持续改善态势



来源：ifind、国金证券研究所

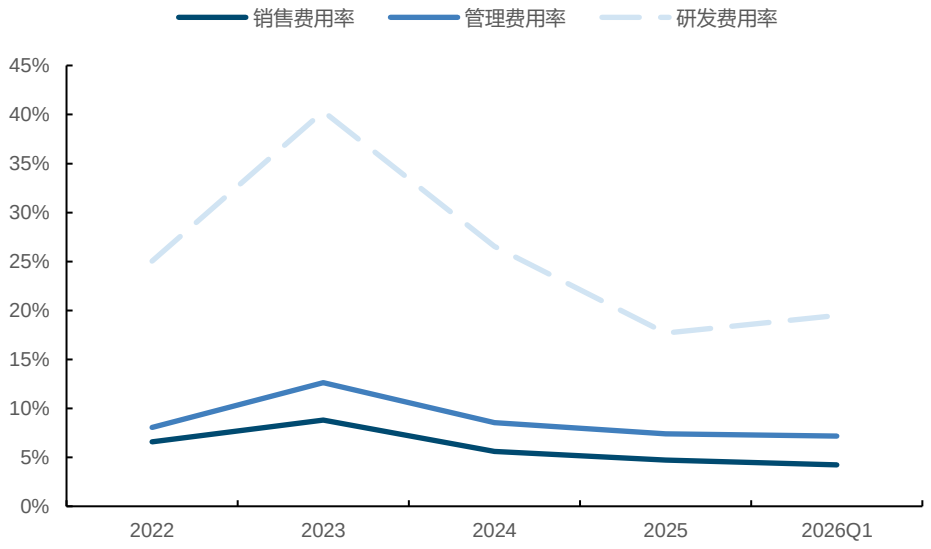
图表11：分产品看，公司测试机毛利率较高



来源：ifind、国金证券研究所

公司在营收规模快速扩张的进程中，期间费用率整体呈现出持续优化的健康态势。公司2025年销售费用率与管理费用率分别由2024年的5.60%、8.54%稳步下降至4.73%与7.39%，并在2026Q1进一步摊薄至4.24%与7.18%。从绝对金额来看，尽管受市场开拓力度加大、人员扩充及新基地搬迁等因素影响，2025年销售与管理费用同比均有所增加，但其增幅已显著低于同期营收的扩张速度。公司2025年研发费用率由上一年度的26.55%明显下降至17.69%，这一变动的主要原因为公司新增半导体关键设备研发项目使得资本化研发支出增加，进而导致当期费用化的研发支出同比微降3.19%。

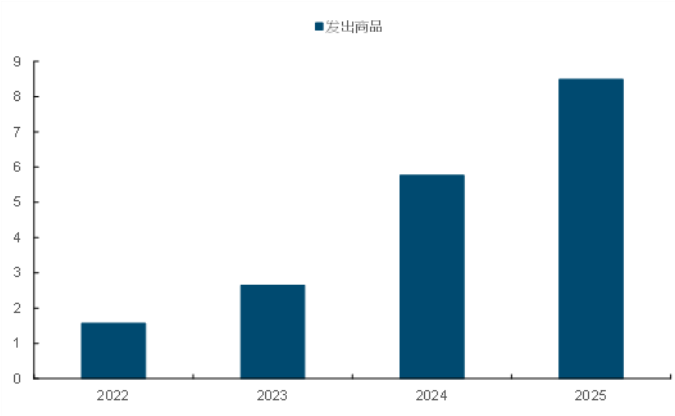
图表12：公司销售、管理费用率随营收规模扩大逐步下降



来源：ifind、国金证券研究所

公司稳步扩容的待验收设备规模，为公司后续营收的持续兑现提供了较高的能见度与确定性。存货端，2025年末公司“发出商品”账面余额攀升至8.49亿元，较2024年的5.77亿元有显著增长。从半导体专用设备行业的收入确认周期来看，发出商品主要对应已运抵终端客户产线、正处于装机调试或验证阶段、尚待最终验收结转的机台资产。我们认为，不断增加的发出商品规模则构筑了坚实的待确认收入池，逻辑上传导至未来几个季度，随着这批核心测试与分选设备在客户端顺利走完验收流程，前期积蓄的订单动能将平稳、有序地转化为表内营业收入，从而为公司整体业绩的稳健增长奠定高度确定的基本盘。

图表13：公司发出商品持续增加（单位：亿元）



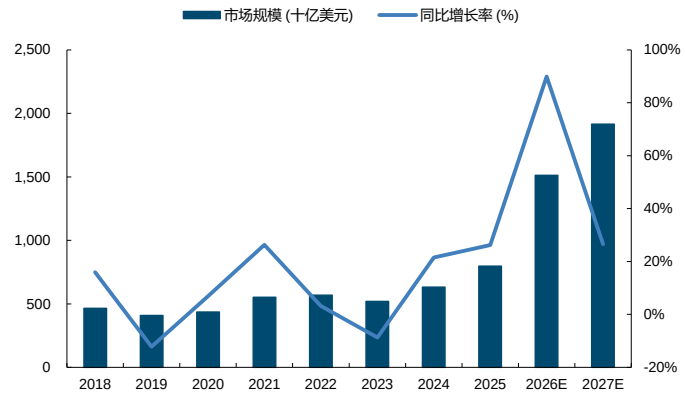
来源：ifind、国金证券研究所

二、AI 驱动 SoC ATE 量价齐升，全球双寡头格局下国产替代窗口打开

2.1 全球半导体设备重回千亿美元，测试设备增速领先于设备整体

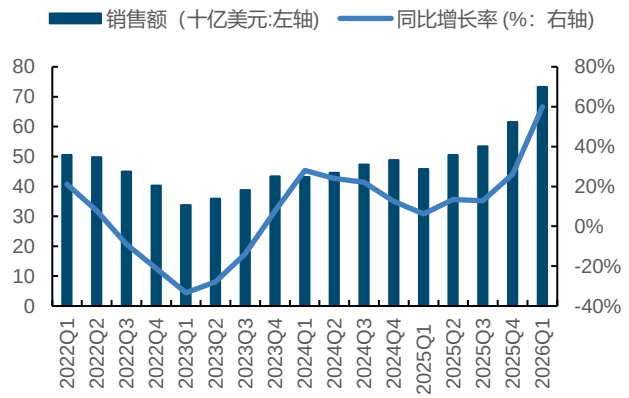
全球及中国大陆半导体市场景气度持续高企，行业整体正步入稳健的扩张周期。根据半导体行业协会（SIA）与世界半导体贸易统计组织（WSTS）的统计数据，2025 年全球半导体销售额达到 7956 亿美元，同比增长 26.2%，其中第四季度实现营收 2389 亿美元；延续该趋势，2026 年 Q1 全球市场规模进一步攀升至 2985 亿美元，预计 2026 年全球半导体市场规模有望达到 1.5 万亿美元。中国大陆半导体销售额自 2025 年下半年以来持续回暖，其中第四季度达 615.7 亿美元（同比增幅 26%），而至 2026 年 Q1 则进一步提升至 732.9 亿美元，同比增速接近 60%。据 WSTS 预测，随着下游核心应用领域的繁荣与供应链本土化进程的深化，全球半导体市场规模在 2026 年有望向万亿美元关口稳步迈进。我们认为，这种宏观与区域层面的需求共振，长远来看将直接催化上游关键设备、材料及代工环节的产能释放与长效增长。

图表14：据 WSTS，2026 年全球半导体市场规模有望达到 1.5 万亿美元



来源：WSTS、国金证券研究所

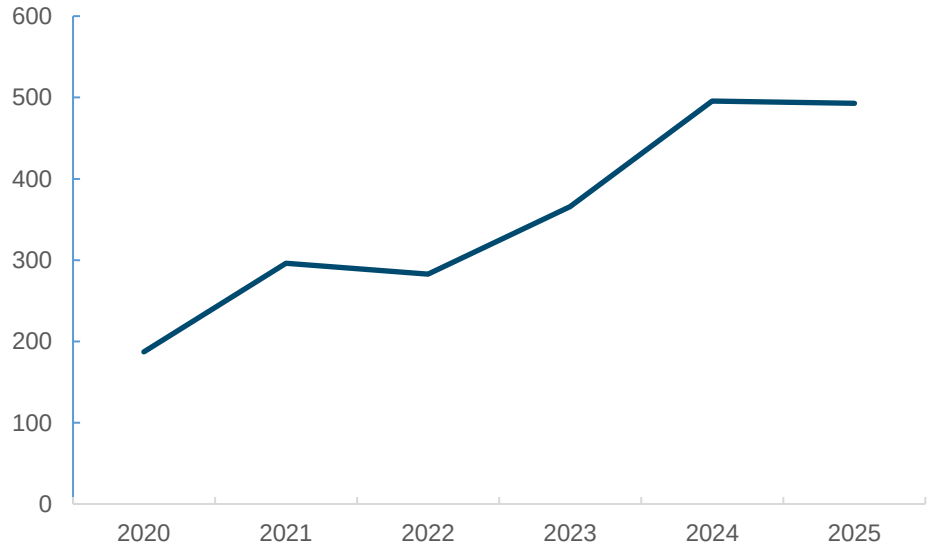
图表15：2026Q1 中国大陆半导体销售额同比增加 59.9%



来源：ifind、SIA、国金证券研究所

全球及中国大陆半导体设备市场整体维持高景气运行，资本开支的高位韧性为本土产业链提供了稳固的成长底座。根据 SEMI 统计数据，在人工智能与高性能计算等前沿需求驱动下，2025 年全球半导体设备销售额达到 1350.6 亿美元，同比增长 15%，整体规模稳步提升；同步在国内市场，中国大陆 2025 年半导体设备支出达到 493.1 亿美元，绝对开支规模持续稳居全球首位并保持在历史高位区间。中国大陆作为全球最大设备市场的基本盘依然坚实，长远来看，这种庞大且稳定的资本投入，叠加核心供应链自主可控的长期诉求，将直接催化本土半导体设备厂商加速技术验证与迭代，并在核心装备的国产化进程中获取更大的市场份额。

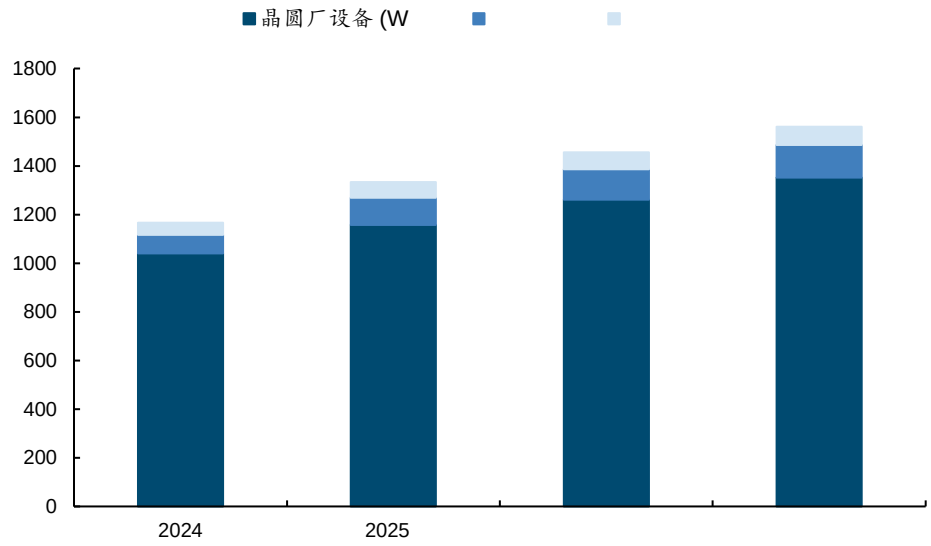
图表16：中国大陆半导体设备市场维持高景气（单位:亿美元）



来源：SEMI、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。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%。

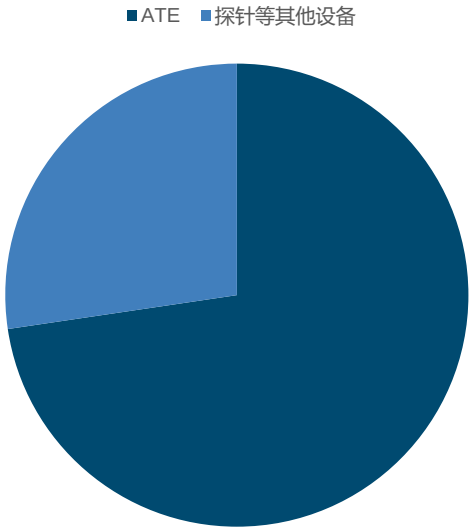
图表17：半导体测试设备需求增速超其他设备(单位：亿美元)



来源：SEMI、国金证券研究所（注：图表数据根据 SEMI 源数据测算，存在部分误差）

全球半导体测试设备市场在先进制程迭代与先进封装技术演进的共振下，自动化测试设备（ATE）的核心主导地位依然稳固。根据 Mordor Intelligence 的行业数据，2025 年自动化测试设备占据了全球测试设备市场 70.19%的营收份额，持续充当逻辑、存储及混合信号验证领域的主力军；与此同时，受晶圆级测试密度提升及 Chiplet 架构需求的强劲拉动，探针设备预计至 2031 年将保持 6.57%的复合年增长率。此外，分选机正持续受益于产线自动化升级，而老化测试系统与融入深度学习的光学检测设备，则分别在车规级 MCU 等高可靠性领域以及亚 10 纳米先进封装（如微凸块、TSV）缺陷检测中发挥着愈发关键的作用。我们认为，随着不同测试设备之间技术边界的逐渐融合以及混合平台的涌现，半导体测试已从相互孤立的单一环节演变为高度协同的生态系统，长远来看，这将直接催化具备综合产品矩阵的设备厂商进一步拓宽其可达市场规模（TAM），并在下游复杂芯片验证需求的增长中获取持续的成长动能。

图表18：自动化测试设备占据全球半导体测试设备市场核心地位

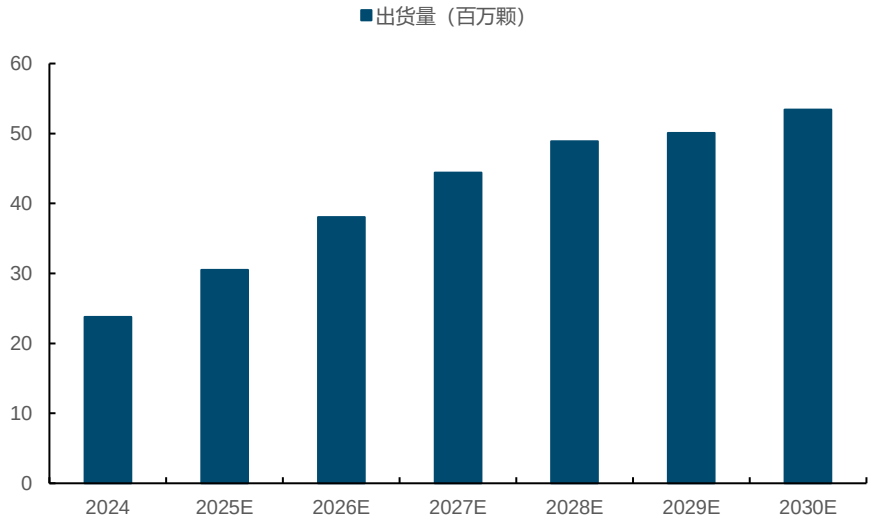


来源：Mordor Intelligence、国金证券研究所

2.2 AI 算力芯片测试量价齐升，SoC 测试市场快速扩容

全球数据中心 AI 芯片出货量正步入长周期的增长阶段，为上游核心测试设备市场奠定了坚实的需求基石。根据 DIGITIMES Asia 的最新研究报告，涵盖高阶与中阶 GPU、定制化 AI ASIC（如 TPU）、AI 服务器 CPU 以及 DPU、网络交换芯片等互连组件在内的全球数据中心 AI 芯片总出货量，预计将从约 3050 万颗的基数持续攀升，至 2030 年有望达到 5340 万颗的规模。算力芯片出货量的提升在物理维度上系统性地推高了对出货前品质管控的标准，逻辑上传导至制造与封测环节，AI 芯片出货规模的持续上行势必会带来全行业总测试小时数的同步激增，从而前置性地为高端自动化测试设备（ATE）的大规模装机与渗透创造了广阔的增量空间。

图表19：AI 算力芯片出货量持续攀升



来源：DIGITIMES Asia、国金证券研究所

大算力 AI 芯片的结构复杂化显著拉长了单颗芯片的测试时间，直接抬升了单颗测试成本并大幅扩容了自动化测试设备（ATE）的需求小时数。在先进制程与先进封装深度融合的趋势下，核心算力芯片不仅在裸片尺寸上逼近光刻极限，使测试图形数量达到传统 SoC 的两至三倍，更高度依赖 Chiplet 架构与 HBM 高带宽存储技术的集成。为了避免单颗缺陷裸片导致价值数万美元的高昂封装整体报废，制造环节必须对每一颗芯粒进行严格的已知合格裸片（KGD）筛查、高速互连验证以及独立的多层存储堆叠检测，叠加千瓦级的高功

下载日志已记录，仅供内部参考

耗特征要求设备在真实 AI 负载下进行更长时间的散热与稳定性运行，这使得单颗芯片的机台测试时长呈现倍数级增长。这一物理维度的技术跃迁逻辑上传导至成本端，导致高端 AI 芯片的测试成本占产品平均售价的比例由历史均值不足 2% 明显攀升至 5% 到 7% 的区间。在单颗芯片价值量较高的算力市场中，良率决定了下游晶圆厂与封测厂对高端测试环节的投入具备较强的刚性，漏检带来的沉没成本远超测试开支本身。这种技术演进驱动的测试时间延长，长远来看将直接转化为头部 ATE 供应商高度确定的订单动能AI伴随加芯片出货量的线性爬升，设备端的装机规模与商业价值正迎来系统性的扩容。

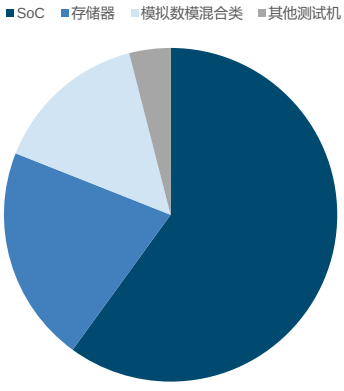
图表20：大算力 AI 芯片显著提高了测试时间和测试成本占比

芯片类型	芯片 ASP	单颗测试成本	测试成本占 ASP 比重
手机 SoC（2018 年代）	$20	$0.30	1.50%
5nm 旗舰 SoC	$100	$2.00	2.00%
AI 加速器（Hopper 级）	~$30,000	~$1,200	4.00%
AI 加速器（Blackwell 级）	~$40,000	~$2,500	6.20%

来源：Datagravity，国金证券研究所

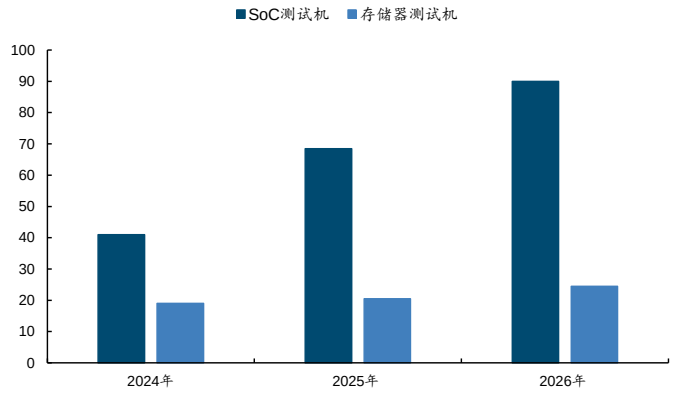
受惠于算力芯片复杂度的跃升，全球 SoC 测试设备市场迎来规模扩容与价值量重估。从我国半导体测试设备细分赛道结构来看，针对高集成度系统级芯片全方位性能验证的 SoC 测试机占据了高达 60%的全球市场份额，稳居产业核心主导地位，而存储器与模拟/混合信号测试机则分别占据 21%与 15%。根据行业头部厂商爱德万的最新指引，受 AI 应用渗透及芯片设计复杂度提升的强劲拉动，2026 年全球 SoC 测试设备市场规模预计将攀升至 85 亿至 95 亿美元，同比实现 25%至 40%的高速增长，同期存储测试设备亦有望达到 22 亿至 27 亿美元。我们判断，SoC 测试赛道不仅是 ATE 领域中市场空间最为广阔的基础盘，其较高的技术壁垒更是本土设备厂商打破现有规模天花板、实现产业价值跃迁的战略高地；长远来看，伴随国内测试设备厂商在高端环节验证的加速推进，率先在 SoC 测试领域构筑产品矩阵的企业将深度分享本轮算力升级带来的硬件红利。

图表21：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

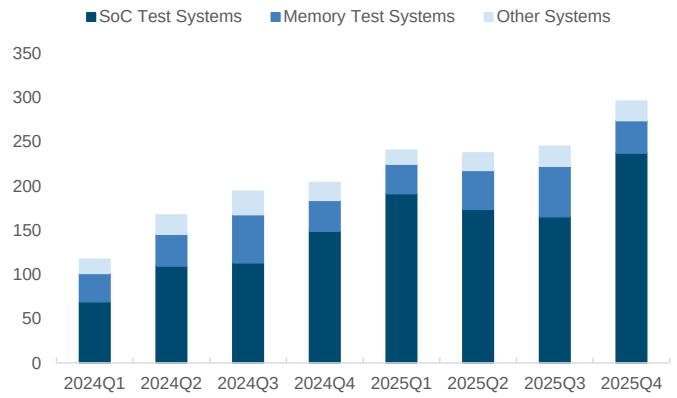
图表22：预计到 2026 年，全球 SoC 测试机市场规模将接近百亿美元（单位：亿美元）



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）

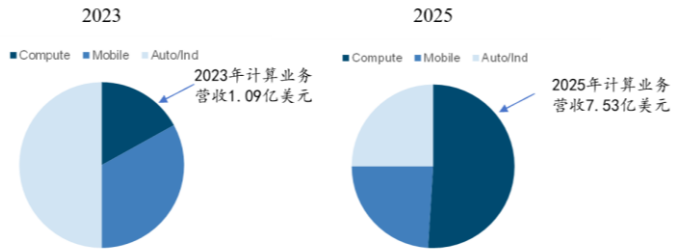
海外半导体测试设备龙头企业近期的业绩表现，为 AI 与高性能计算带来的测试需求增长提供了可靠的交叉验证。根据全球 ATE 双雄的最新披露数据，爱德万(Advantest)在至
单季销售额环比大增 721 亿日元至 2372 亿日元。同步来看，泰瑞达（Teradyne）的业务结构亦呈现出高度一致的演进轨迹，其 SoC 测试业务中的 Compute（算力与 AI）板块营收从 2023 年的 1.09 亿美元大幅攀升至 2025 年的 7.53 亿美元，在整体产品线中的营收占比实现了跨越式提升。

图表23：爱德万 SoC 测试业务 2025Q4 营收达 2372 亿日元，创历史记录（单位：十亿日元）



来源：爱德万测试公告、国金证券研究所

图表24：泰瑞达 2025 年 SoC 测试业务中的计算业务占比大幅提升

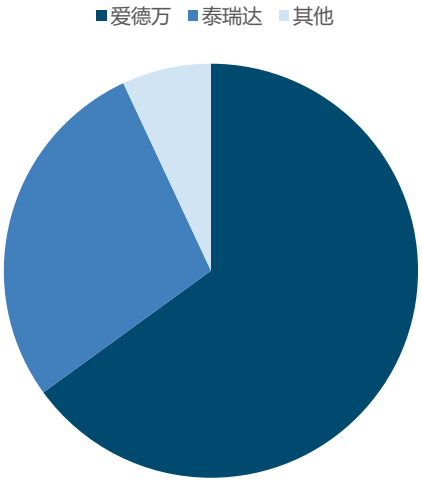


来源：泰瑞达公告、国金证券研究所

2.3 全球 ATE 市场双寡头格局延续，国产替代势在必行

全球半导体测试机市场呈现出高度集中的双寡头垄断格局，头部设备厂商凭借深厚的先发优势与生态壁垒占据了绝对的产业主导权。根据爱德万 2025 年年报，爱德万整体市场份额攀升至 65%左右，泰瑞达则占据约 28%的市场份额，两大海外巨头合计掌控了全球逾 90%的测试机市场。这种高度集中的竞争态势，主要由于高端自动化测试设备（ATE）在复杂芯片验证中面临的严苛技术门槛，以及下游核心客户对既有测试平台较高的转换成本。我们认为，双寡头格局在印证高端测试设备赛道具备较强盈利壁垒的同时，也为本土测试设备厂商提供了明确的突围方向；长远而言，随着国内企业在核心技术节点的持续突破，这种高度依赖海外供应链的现状将逐步迎来重塑，进而为国内优秀设备企业释放出可观的国产替代空间。

图表25：截至 2025 年，全球测试机市场 9 成左右被海外两大供应商垄断

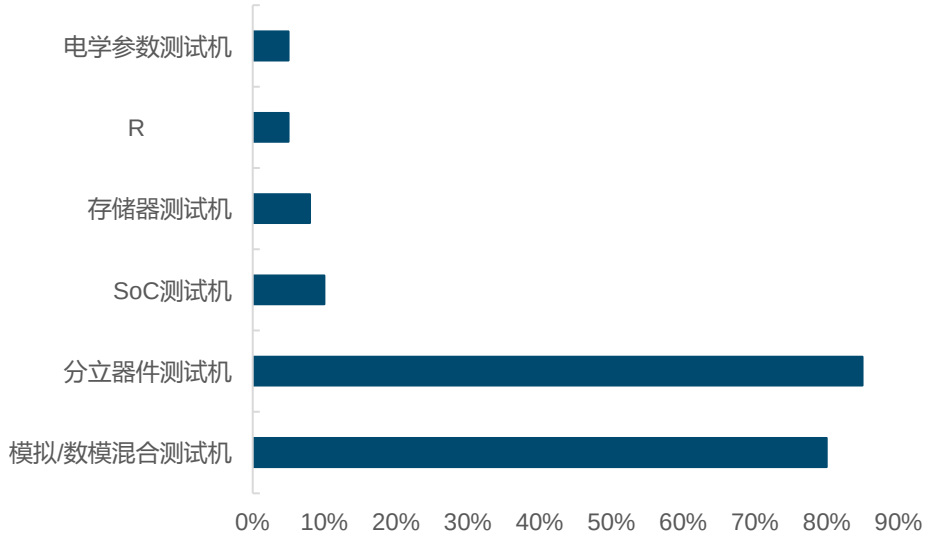


来源：爱德万测试公告、国金证券研究所 （注：泰瑞达市场份额根据其半导体测试业务收入测算）

国内半导体测试设备市场的国产化进程结构性分化特征，高端核心赛道的国产替代空间依然广阔。根据华经产业研究院的统计数据，2024 年我国在模拟/数模混合、分立器件等成熟测试机领域的国产化率均已突破 80%，基本实现自主可控；然而在高技术壁垒、高价值量的 SoC 测试与存储器测试赛道，其国产化率分别仅约为 10%与 8%，与高端市场体量的持续扩大形成了产业“剪刀差”。国内设备厂商在先进制程与复杂芯片测试环节，仍拥有庞大的潜在可达市场（TAM）与份额追赶空间。在供应链安全要求日益提升的宏观背景下，叠加本土设备厂商不断凸显的性价比与服务响应优势，国内封测龙头与 IDM 厂商正实质性地加快核心测试设备的国产导入节奏。长远来看，这种由安全诉求与商业逻辑双轮驱动的替代浪潮，将直接催化本土优质测试设备企业在 SoC、存储等细分赛道的渗透率步入快速

爬坡期，并有望在未来三年的存量产线替换与新增产能配置中持续兑现业绩的快速增长。

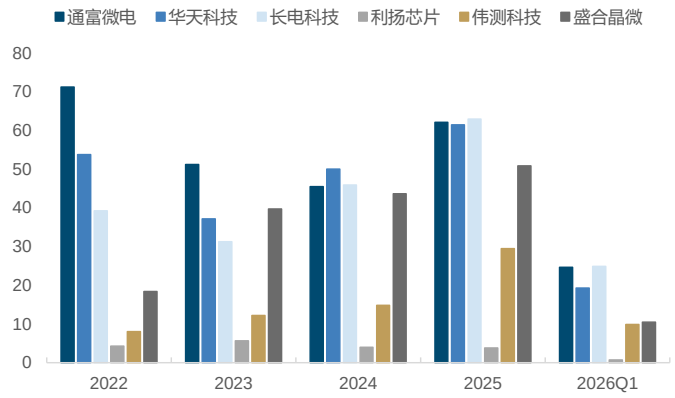
图表26：我国存储、SoC测试机国产化率依旧较低（2024年）



来源：华经产业研究院、国金证券研究所

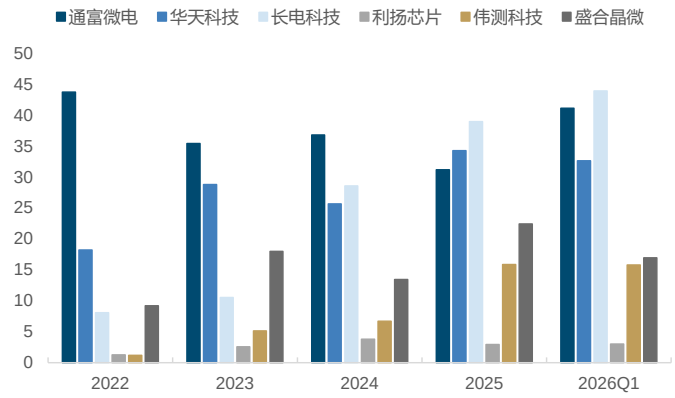
国内核心封测厂商处于新一轮的产能扩张周期，为上游半导体设备环节的订单放量构筑了高度确定的需求支撑。从资本开支的先行指标来看，2025年长电科技、通富微电与华天科技三大封测龙头的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”分别大幅跃升至62.98亿元、62.11亿元与61.46亿元，且这一积极的扩产态势在2026年Q1得到延续；与此同时，产业链中伟测科技、盛合晶微等独立测试与特色封装企业的在建工程资产规模亦呈现出陡峭的增长曲线，如长电科技与伟测科技2025年的在建工程账面价值分别达到38.94亿元与15.85亿元，并在2026年初稳步探高。封测厂购建现金流的显著改善与在建工程的加速转固，是设备采购需求实质性落地的前瞻信号；下游充沛且具备连续性的资本开支，将直接转化为核心测试及分选设备供应商的增量订单，进而为国产设备龙头企业在未来的业绩兑现提供坚实的景气支撑。

图表27：下游封测厂商处于新一轮扩产周期（购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，单位：亿元）



来源：ifind、国金证券研究所

图表28：封测厂商在建工程规模逐渐积累（单位：亿元）



来源：ifind、国金证券研究所

三、AI测试设备产品矩阵成型，订单进入兑现期

长川科技通过全面覆盖半导体后道核心测试设备，构筑了国内同业中具备较高稀缺性的平台化产品矩阵。横向对比国内核心设备厂商的产品布局，华峰测控与金海通主要深耕测试机或分选机等单一环节，联动科技与精测电子亦仅覆盖部分设备门类；相较之下，长川科

下载日志已记录，仅供内部参考

技是国内少数同时打通测试机、分选机、探针台以及 AOI 光学检测四大核心门类的企业，平台化轮廓十分清晰。完整的设备供应能力不仅意味着更广阔的可达市场空间，其内在的软硬件协同价值更能在下游封测产线中得到实质性释放。半导体后道工序对不同机台间的物理对接、软件协同与数据交互要求严苛，一站式的平台化供应能够有效降低客户的多源采购协调负担与联合调试成本。我们预测，随着先进封装与复杂芯粒（Chiplet）技术的加速演进，封测客户对多设备协同及系统级综合测试解决方案的依赖度正日益提升；在此趋势下，公司凭借相对完整的品类拼图，有望在下游产线的整包配置中获得更大的采购倾斜，进而进一步强化客户粘性并拓宽中长期的成长边界。

图表29：对比同行业其他公司，长川科技产品布局最广

产品种类	长川科技	华峰测控	金海通	联动科技	精测电子
测试机	✓	✓	✗	✓	✓
分选机	✓	✗	✓	✓	✗
探针台	✓	✗	✗	✓	✗
AOI 光学检测	✓	✗	✗	✗	✓

来源：各公司公告、国金证券研究所

公司定增募资持续加码核心半导体设备研发，为公司在高端测试与检测领域的技术迭代及国产替代进程注入了资本动能。根据公司发布的 2025 年度定增募集说明书，本次拟募集资金总额不超过 31.27 亿元，主要用于半导体设备研发项目及补充流动资金；其中，核心的研发项目拟投入募集资金达 21.92 亿元，重点聚焦于测试机与 AOI 等关键设备的迭代开发，旨在通过购置先进研发设备及扩充专业人才团队，全方位升级现有的技术体系。这一前瞻性的资本布局不仅是对当前国内关键集成电路设备自主可控战略的积极响应，也是公司完善产品矩阵、满足市场多样化需求的重要举措。

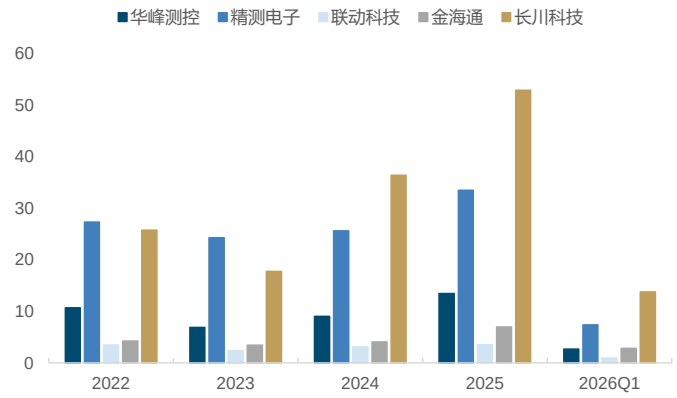
图表30：公司定增募资以迭代开发测试机、AOI 设备

序号	项目名称	投资金额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
1	半导体设备研发项目	383,958.72	219,243.05
2	补充流动资金	93,960.00	93,460.00
合计		477,918.72	312,703.05

来源：公司公告、国金证券研究所

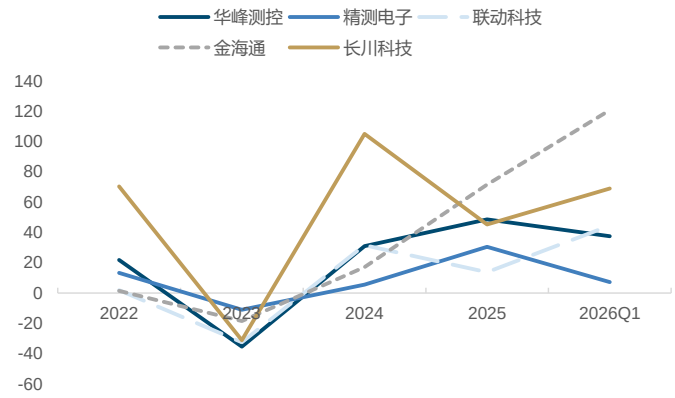
长川科技在营收规模上具备明显的同业领先优势，并在较高基数下维持了良好的增长动能。纵观可比公司财务数据，2025 年长川科技实现营收 52.92 亿元，在绝对体量上领先于精测电子（33.48 亿元）、华峰测控（13.46 亿元）及金海通（9.98 亿元）等核心同业厂商；进入 2026Q1，公司单季营收达到 13.78 亿元，规模护城河依然稳固。从收入增速维度来看，伴随半导体测试设备市场的整体回暖，2025 年及 2026Q1 同业厂商普遍实现正向修复，而长川科技在较大营收基数的前提下，2025 年与 2026Q1 仍分别实现 45.31%与 69.09%的同比增幅，增速表现持续处于行业前列。

图表31：公司营收规模处于行业领先地位（单位：亿元）



来源：ifind、国金证券研究所

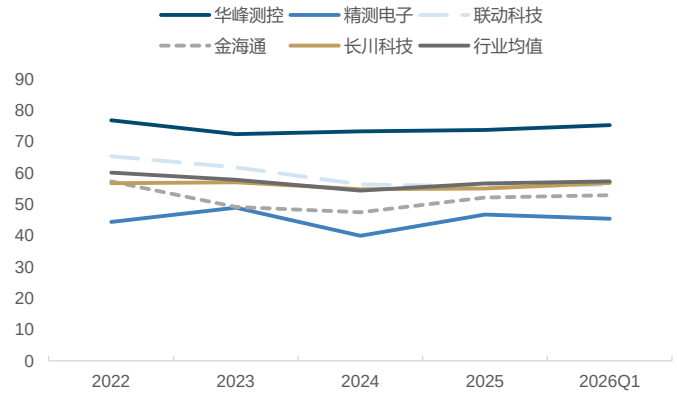
图表32：公司营收增速位于行业前列（单位：%）



来源：ifind、国金证券研究所

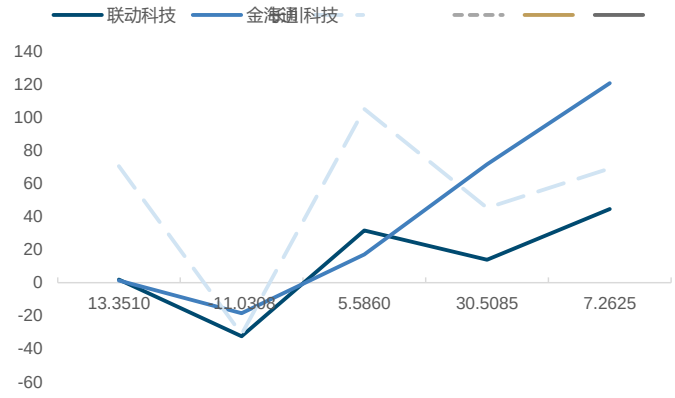
公司的毛利率与研发费用率反映了其依托数字类测试机及分选机平台化布局所处的特定发展阶段与产品结构特征。从同业数据对比来看，2025 年及 2026Q1，公司综合毛利率分别保持在 55.05%与 56.81%的稳健水平，基本贴合 56%至 57%的行业均值走势，但相较于深耕模拟及数模混合测试赛道的华峰测控（同期毛利率超 73%）存在明显差距；同时，在前期营收规模快速增长的稀释效应下，公司 2025 年研发费用率稳步回落至 17.69%，略低于约 20.47%的行业平均水平。不同公司盈利能力的差异本质上归因于底层产品技术路线的区别：长川科技主力突破的数字类 SoC 测试系统，在硬件架构中对高价值、高精度半导体元器件的依赖度更重，且配套软件与测试接口开发较为复杂，导致其整体制造成本先天高于模拟类测试设备。随着公司核心高端机型的量产成熟度进一步夯实以及规模效应在研发端的持续显现，其整体盈利质量有望在当前的健康水位上实现进一步优化。

图表33：公司毛利率接近行业平均水平（单位：%）



来源：ifind、国金证券研究所

图表34：公司营收规模稀释下，研发费用率低于行业平均水平（单位：%）



来源：ifind、国金证券研究所

四、盈利预测

4.1 盈利预测

半导体后道测试设备作为把控最终芯片良率与产品可靠性的核心支撑环节，其战略重要性正伴随集成电路先进制程的微缩与三维先进封装工艺的深化演进，被提升至前所未有的高度。根据国际半导体产业协会（SEMI）的统计数据，在全行业温和复苏与结构性创新周期的双重共振下，2025 年全球半导体设备销售额达到 1350.6 亿美元，同比增长 15%；与此同时，中国大陆作为全球最大的单体专用设备市场，2025 年半导体市场规模高达 493.1 亿美元，规模持续稳居首位并维持高景气运行。在全球人工智能算力集群建设及高性能计算（HPC）需求的持续催化下，单颗 AI 加速芯片的晶体管密度呈指数级攀升，叠加多芯粒

（Chiplet）异构集成带来的测试图形暴增与单机台测试时长的显著拉长，直接推动了高端自动化测试系统（ATE）的大规模装机需求。据行业龙头爱德万测试预计，全球 SoC 测试设备市场规模在 2026 年将扩容至 85 亿至 95 亿美元的庞大体量。我们认为，芯片物理架构复杂度的非线性跃升推高了下游晶圆代工与封测厂对大容量、高并发高端测试机台的采购需求，这种由底层技术迭代与良率经济学共同驱动的资本开支，正确定性地转化为本土设备龙头在国产替代深水区中的增量订单。立足于上述的产业扩张逻辑与宏观景气背景，结合公司日益完善的多品类平台化布局与订单转化节奏，我们对公司各核心业务线在未来三年的财务表现与盈利释放轨迹给出如下预测：

测试机业务：作为公司业绩增长的主引擎，该板块深度绑定于半导体架构的底层创新。受 Chiplet 异构集成及大算力 AI 芯片对测试通道数、高频并发能力及测试时长的要求拉动，高端数字及 SoC 测试机的需求呈现出快速增长；公司的 D9000 测试机较国内同行拥有先发优势。我们预测该业务在 2026 至 2028 年将分别实现营业收入 51.07 亿元、71.65 亿元、98.22 亿元，同比增速维持在 59.43%、40.32%与 37.08%的高速扩张区间。在毛利率端，得益于高端机型单台价值量的系统性跃升，以及核心零部件本土化和规模化采购带来的 BOM（物料清单）成本优化，预计同期毛利率将分别达到 62.80%、60.18%与 60.44%；其中后期毛利率的微幅波动，反映了高端测试赛道参与者增加所带来的适度定价博弈，但整体凭借技术壁垒依然保持高位韧性。

分选机业务：作为公司的传统优势业务，分选机的需求回暖高度同步于下游封测产线稼动率的实质性修复。随着终端消费电子复苏及汽车电子对三温（高低温）复杂测试环境要求的提升，公司该类标准化设备正迎来稳健的复苏周期。预计 2026 至 2028 年，分选机业务将分别实现营收 20.10 亿元、24.78 亿元、30.53 亿元，同比增速稳步保持在 28.12%、23.33%与 23.18%。盈利能力方面，随着出货量的持续攀升，制造端的规模效应与各项固定费用的摊薄效果将持续显现，预计同期毛利率将稳步改善并企稳于 41.75%、42.31%与 42.82%。

其他业务（涵盖探针台与 AOI 光学检测设备）：探针台与 AOI 光学检测设备代表了测试环节中对精密机电控制与底层光学算法协同要求较高的细分领域。随着相关机型在核心客户产线验证的陆续通过，高价值量设备推动该板块从研发投入期正式步入规模化放量与业绩兑现期。我们预计 2026 至 2028 年该部分营收将分别达到 6.98 亿元、9.44 亿元与 12.88 亿元，同比增速分别为 34.15%、35.28%与 36.47%。同时，高技术壁垒机型的起量将直接释放其内生的高毛利特性，预计同期该板块毛利率将分别实现 52.10%、52.81%与 53.15%的跨越式抬升。

图表35：分业务营收拆分

	单位	2024	2025	2026E	2027E	2028E
测试机						
营收	百万元	2062.59	3202.97	5106.5	7165.44	9822.39
YoY	%	205.13%	55.29%	59.43%	32%	37.08%
占比	%	56.64%	60.53%	65.35%	67.68%	69.35%
毛利率	%	66.61%	62.25%	62.80%	60.18%	60.44%
分选机						
营收	百万元	1190.4	1568.47	2009.53	2478.35	3052.83
YoY	%	45.22%	31.76%	28.12%	23.33%	23.18%
占比	%	32.69%	29.64%	25.72%	23.41%	21.55%
毛利率	%	36.35%	41.34%	41.75%	42.31%	42.82%
其他业务						
营收	百万元	388.53	520.1	697.71	943.86	1288.09
YoY	%	39.07%	33.86%	34.15%	35.28%	36.47%
占比	%	10.67%	9.83%	8.93%	8.91%	9.09%
毛利率	%	49.12%	52.09%	52.10%	52.81%	53.15%
合计						
营业总收入	百万元	3641.53	5291.54	7813.74	10587.7	14163.3
YoY	%	105.15%	45.31%	47.66%	35.50%	33.77%

销售毛利率	%	54.85%	55.05%	56.43%	55.34%	55.98%

来源：ifind、国金证券研究所

期间费用情况：半导体测试设备属于典型的技术密集型行业，为满足下游先进封装及大算力芯片对高端测试的需求，公司需持续保持高强度的资金投入以推进 SoC 测试机、探针台及 AOI 等新产品的迭代与验证。尽管绝对研发投入维持高位，但得益于新增半导体设备研发项目满足资本化条件使得资本化研发支出增加，叠加营收体量快速扩容带来的规模稀释效应，公司研发费用率整体呈现出稳步下降的趋势，预计 2026-2028 年将分别为 16.62%、16.12%与 15.33%。销售费用方面，2025 年公司销售费用率已优化至 4.73%，未来随着公司平台化产品矩阵的放量、营收规模的快速扩张以及在核心封测大客户中市场份额的进一步巩固，销售端的规模效应将持续显现，我们预测公司 2026-2028 年销售费用率将稳中有降，分别为 4.46%、4.38%与 4.25%。管理费用方面，2025 年公司管理费用率为 7.39%，随着前期新基地搬迁等阶段性支出的影响逐渐消除，以及公司平台治理与内部运营效率的持续提升，管理费用率有望步入平稳回落通道，预计 2026-2028 年分别为 7.01%、6.92%与 6.89%。

图表36：2025-2028E 公司三费情况

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	*5.60%*	*4.73%*	*4.46%*	*4.38%*	*4.25%*
管理费用率	*8.54%*	*7.39%*	*7.01%*	%	*6.89%*
研发费用率	*26.55%*	*17.69%*	*16.62%*	*16.12%*	*15.33%*

来源：ifind，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

我们选取了 A 股中主营业务同为半导体后道测试设备的金海通、联动科技、华峰测控和精测电子作为可比公司。上述四家公司分别在分选机、模拟及大功率测试机、以及存储检测等细分领域占据核心地位，与长川科技同处半导体封测设备赛道，共享下游晶圆厂与封测厂扩产以及先进封装技术演进带来的设备采购红利。这些公司面临相似的技术壁垒与客户验证周期，其估值对长川科技具有较强的参考意义。

在半导体测试设备供应链本土化加速的背景下，长川科技具备显著的平台化卡位优势与稀缺性：公司是国内少数全面覆盖测试机、分选机、探针台及 AOI 光学检测四大核心门类的综合型后道设备企业。其核心的高端 SoC 数字测试机已成功实现国产突围，深度协同国内核心封测龙头与高端芯片设计厂商，实质性受益于 AI 算力芯片与 Chiplet 复杂架构带来的单机测试时长拉长与需求激增。

根据盈利预测，4 家可比公司 2026 年 PE 的平均数为 117.85 倍，中位数为 109.27 倍。充分考虑公司作为国内半导体测试设备平台型龙头的稀缺布局、高端 SoC 测试机放量带来的显著业绩弹性，以及未来在先进封装测试领域的广阔渗透空间，我们给予公司 2026 年 100 倍 PE 估值，对应目标价为 325.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表37：可比公司估值比较

股票名称	股价	EPS					PE				
	（元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
金海通	339.80	1.31	2.94	4.66	7.59	12.26	55.11	47.72	72.98	44.74	27.72
联动科技	214.81	0.29	0.48	1.99	4.86	8.80	179.99	281.65	107.95	44.22	24.42
华峰测控	409.90	2.47	3.96	3.69	4.68	5.86	42.39	48.09	110.59	87.15	69.59
精测电子	213.80	-0.36	0.29	1.19	1.99	3.18	-180.64	311.05	179.88	107.20	67.18
平均数									117.85	70.83	47.23
中位数									109.27	65.95	47.45
长川科技	268.49	0.73	2.10	3.25	4.48	6.37	60.34	48.27	81.19	58.95	41.49

来源：ifind、国金证券研究所 （2026 年 6 月 22 日股价，除公司数据外均为 ifind 一致预期）

下载日志已记录，仅供内部参考

五、风险提示

下游封测及晶圆制造产能扩充不及预期的风险

公司测试机与分选机等核心设备的需求高度依赖半导体行业的景气度及下游客户的产能规划。若未来全球宏观经济波动导致终端半导体需求复苏乏力，或头部封测厂（OSAT）及集成电路制造商（IDM）出于战略保守等考量，大幅削减资本开支规划或放缓扩产节奏，将直接导致公司新增设备订单减少或存量订单延期交付，进而对公司整体业绩增长造成不利影响。

国际贸易摩擦加剧及海外业务拓展受阻的风险

公司通过内生发展与外延并购积极布局全球市场，旗下产品远销日月光、安靠、美光等国际顶级半导体厂商，2025 年公司外销收入在整体营收中占据 15.45%。若未来全球地缘政治格局持续动荡，国际贸易摩擦进一步加剧，或相关国家及地区在半导体关键设备进出口、技术交流及供应链层面出台更为严苛的出口管制与逆全球化政策，可能导致公司面临核心零部件采购受阻、海外客户订单流失或关税等摩擦成本上升的困境，从而对公司的全球化经营与外销盈利空间带来冲击。

核心技术迭代与高端新产品客户验证不及预期的风险

高端 SoC 测试机、探针台等核心后道设备技术壁垒较高且研发周期较长。随着下游产线向复杂 Chiplet 先进封装及大算力 AI 芯片演进，对测试设备的并发处理能力、测试精度及系统稳定性提出了更严苛的要求。若公司在关键底层技术研发上未能取得实质性突破，或探针台等新产品的客户端验证导入进度意外拉长，将削弱公司在高端测试赛道的相对竞争力，进而拖累其平台化战略的推进及长期市占率的提升节奏。

市场竞争加剧导致综合毛利率承压的风险

随着国内半导体测试设备市场的快速发展及国产替代红利的持续兑现，行业内现有竞争者正不断加大技术投入以抢占份额，同时可能面临海外双寡头为稳固自身市场主导权而发起的激烈商业竞争。若未来细分赛道（如传统分选机市场）爆发激烈的价格战，且公司未能通过高阶测试机产品占比的提升及内部规模效应有效摊薄制造成本，可能导致公司面临产品销售价格下调与综合毛利率下滑的压力。

限售股解禁的风险

公司于 2026 年 3 月 27 日解禁了股权激励一般股份的限售股 1.6 万股，股票解禁将对公司股价造成影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

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	**1,775**	**3,642**	**5,292**	**7,814**	**10,588**	**14,163**
增长率		105.2%	45.3%	47.7%	35.5%	33.8%
主营业务成本	-762	-1,644	-2,378	-3,405	-4,729	-6,235
%销售收入	42.9%	45.1%	44.9%	43.6%	44.7%	44.0%
毛利	1,013	1,997	2,913	4,409	5,859	7,928
%销售收入	57.1%	54.9%	55.1%	56.4%	55.3%	56.0%
营业税金及附加	-15	-31	-47	-70	-95	-127
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-156	-204	-251	-348	-464	-602
%销售收入	8.8%	5.6%	4.7%	4.5%	4.4%	4.3%
管理费用	-224	-311	-391	-548	-733	-976
%销售收入	12.6%	8.5%	7.4%	7.0%	6.9%	6.9%
研发费用	-715	-967	-936	-1,299	-1,707	-2,171
%销售收入	40.3%	26.6%	17.7%	16.6%	16.1%	15.3%
息税前利润（EBIT）	-98	484	1,289	2,144	2,861	4,052
%销售收入	n.a	13.3%	24.4%	27.4%	27.0%	28.6%
财务费用	-16	-6	-70	-27	-12	7
%销售收入	0.9%	0.2%	1.3%	0.3%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-68	-203	-166	-83	-32	-32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	5	61	50	50	50
%税前利润	13.8%	1.0%	4.6%	2.4%	1.7%	1.2%
营业利润	-35	484	1,336	2,084	2,867	4,076
营业利润率	n.a	13.3%	25.2%	26.7%	27.1%	28.8%
营业外收支	81	-8	-5	0	0	0
税前利润	46	476	1,331	2,084	2,867	4,076
利润率	2.6%	13.1%	25.1%	26.7%	27.1%	28.8%
所得税	14	-9	13	-21	-29	-41
所得税率	-31.2%	2.0%	-1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润	61	467	1,344	2,063	2,838	4,036
少数股东损益	15	9	12	0	0	0
归属于母公司的净利润	**45**	**458**	**1,331**	**2,063**	**2,838**	**4,036**
净利率	2.5%	12.6%	25.2%	26.4%	26.8%	28.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	61	467	1,344	2,063	2,838	4,036
少数股东损益	15	9	12	0	0	0
非现金支出	148	316	302	216	200	236
非经营收益		8	-4	126	-12	-12
营运资金变动		-165	-1,079	-1,088	-1,291	-1,332
经营活动现金净流	**-744**	**626**	**562**	**1,317**	**1,736**	**2,927**
资本开支	-331	-293	-554	-261	-532	-490
投资	120	-122	38	0	0	0
其他	210	0	2	50	50	50
投资活动现金净流	**-1**	**-415**	**-515**	**-211**	**-482**	**-440**
股权募资	272	0	353	0	0	0
债权募资	802	405	655	-1,132	0	0
其他	-122	-443	-88	-147	-173	-230
筹资活动现金净流	**952**	**-38**	**919**	**-1,279**	**-173**	**-230**
现金净流量	**200**	**180**	**960**	**-173**	**1,081**	**2,257**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	836	1,017	2,051	1,873	2,951	5,206
应收款项	1,139	1,564	2,134	2,707	3,662	4,887
存货	2,159	2,234	3,557	4,060	5,627	7,200
其他流动资产	149	280	459	458	480	507
流动资产	4,283	5,094	8,200	9,099	12,720	17,800
%总资产	72.6%	70.2%	75.1%	77.0%	80.5%	84.1%
长期投资	177	189	138	138	138	138
固定资产	669	1,069	1,261	1,556	1,836	2,041
%总资产	11.3%	14.7%	11.5%	13.2%	11.6%	9.6%
无形资产	641	746	1,150	988	1,073	1,156
非流动资产	1,618	2,163	2,717	2,713	3,077	3,364
%总资产	27.4%	29.8%	24.9%	23.0%	19.5%	15.9%
资产总计	**5,902**	**7,257**	**10,917**	**11,813**	**15,797**	**21,163**
短期借款	742	781	1,077	0	0	0
应付款项	1,082	1,737	2,689	2,833	3,959	5,301
其他流动负债	198	317	550	479	637	820
流动负债	2,022	2,836	4,316	3,311	4,596	6,120
长期贷款	323	688	1,079	1,079	1,079	1,079
其他长期负债	87	87	176	112	108	106
负债	2,431	3,611	5,571	4,502	5,783	7,305
普通股股东权益	2,879	3,294	4,734	6,699	9,403	13,247
其中：股本	622	625	633	633	633	633
未分配利润	725	1,049	2,244	4,210	6,913	10,757
少数股东权益	592	353	611	611	611	611
负债股东权益合计	**5,902**	**7,257**	**10,917**	**11,813**	**15,797**	**21,163**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.072	0.731	2.099	3.252	4.474	6.361
每股净资产	4.619	5.255	7.462	10.560	14.821	20.880
每股经营现金净流	-1.194	0.998	0.886	2.076	2.737	4.614
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.155	0.213	0.303
回报率						
净资产收益率	1.57%	13.92%	28.12%	30.80%	30.19%	30.47%
总资产收益率	0.77%	6.32%	12.20%	17.47%	17.97%	19.07%
投入资本收益率	-2.82%	9.26%	17.33%	25.30%	25.53%	26.85%
增长率						
主营业务收入增长率	-31.11%	105.15%	45.31%	47.66%	35.50%	33.77%
EBIT增长率	N/A	-595.70%	166.11%	66.37%	33.42%	41.64%
净利润增长率	-90.21%	915.14%	190.42%	54.98%	37.56%	42.18%
总资产增长率	25.80%	22.97%	50.42%	8.21%	33.73%	33.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	202.9	127.2	120.9	120.8	120.6	120.3
存货周转天数	903.6	487.7	444.4	444.2	443.2	430.1
应付账款周转天数	293.9	183.6	173.4	178.8	180.2	181.8
固定资产周转天数	72.7	53.2	84.9	70.8	61.7	51.3
偿债能力						
净负债/股东权益	6.57%	12.40%	1.97%	-10.86%	-18.69%	-29.78%
EBIT利息保障倍数	-6.1	83.5	18.4	79.5	245.6	-596.0
资产负债率	41.20%	49.75%	51.03%	38.11%	36.61%	34.52%

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	1	2	6	7	15
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.25**	**1.22**	**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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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、观点及分析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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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