仅供内部参考，请勿外传

广发研究 GF RESEARCH

强一股份（688809.SH）

高端探针卡国产龙头，乘下游扩产与国产替代之风而起

公司评级

买入

当前价格 529.50 元

合理价值 656.65 元

公司是高端探针卡的国产替代龙头。公司产品布局主要围绕探针卡展开，用于半导体芯片晶圆 CP 测试环节。根据公司招股说明书，24 年公司探针卡全球份额约为 3.25%，是唯一跻身全球前十大厂商的中国大陆本土公司，在国内的领先优势显著。公司 26H1 实现收入 6.2 亿元，同比+66.7%；实现归母净利润 2.2 亿元，同比+61.3%。8 月 31 日公司发布新一轮股权激励计划草案，26-28 年业绩考核目标为收入 16 亿元、25 亿元、38 亿元，充分彰显了公司对于业绩长期稳定增长的信心。

AI Capex 驱动下游逻辑+存储持续扩产，探针卡作为耗材环节充分受益。探针卡主要用于芯片晶圆测试（CP 测试）环节，配合测试机 ATE 和探针台使用，根据公司 26 年 9 月投资者关系活动记录表，2D MEMS 理论寿命约 100 万次下压，满负荷 24 小时运转约 3 个月更换，属于半导体设备中少有的耗材属性。在 AI 需求驱动下，全球逻辑+存储芯片产能持续扩张，同时叠加芯片制程和封装复杂度的提升，探针卡环节有望实现“量价齐升”，全球探针卡市场规模已经进入持续扩容阶段。

2.5D MEMS 探针卡突破在即，有望进一步强化公司长期增长动力。根据公司 26 年 9 月投资者关系活动记录表，逻辑芯片 2D MEMS 探针卡是公司当前的主力产品和核心收入来源，与大客户合作方长期稳定。2.5D MEMS 探针卡主要面向 NAND/NORFlash、DRAM 及 HBM 等存储芯片测试，目前已通过多家厂商的产品验证，部分客户已进入小批量交付阶段，随着后续从小批量阶段转向批量采购阶段，存储相关收入贡献预计将在后续季度逐步体现，构筑公司中长期的重要增长极。

盈利预测和投资建议。我们预计强一股份 2026-2028 年营业收入为 16.60/25.62/38.23 亿元，同期归母净利润为 5.98/9.45/14.30 亿元。结合可比公司的估值水平，考虑公司是高端探针卡领域的国产替代先锋，技术领先优势显著，有望充分受益于下游逻辑+存储扩产带来的探针卡需求增长，因此给予公司 27 年 90 倍的 PE 估值，对应合理价值 656.65 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示。技术迭代风险，市场拓展不及预期风险，下游行业周期性波动风险，客户集中度较高风险。

盈利预测

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	641	1,012	**1,660**	2,562	3,823
增长率（%）	81.0%	57.8%	**64.1%**	54.3%	49.3%
EBITDA	337	539	**810**	1,253	1,875
归母净利润	233	395	**598**	945	1,430
增长率（%）	1,149.3%	69.4%	**51.3%**	58.2%	51.3%
EPS（元/股）	**-**	**3.05**	**4.61**	**7.30**	**11.04**
市盈率（P/E）	-	84.2	**114.8**	72.6	48.0
ROE（%）	20.8%	9.7%	**13.4%**	18.5%	23.6%
EV/EBITDA	-	56.8	**82.0**	52.8	35.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	129.56/25.91
总市值/流通市值(百万元)	67889/13577
一年内最高/最低(元)	626.00/226.01
30 日日均成交量/成交额(百万)	1.83/847.26
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	-8.88/50.59

相对市场表现



耿正
SAC 执证号：S0260520090002
gengzheng@gf.com.cn

孙柏阳
SAC 执证号：S0260520080002
sunboyang@gf.com.cn

汪家豪
SAC 执证号：S0260522120004
SFC CE No. BWR740
wangjiahao@gf.com.cn

王宁
SAC 执证号：S0260523070004
shwangning@gf.com.cn
请注意，耿正,孙柏阳,王宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

仅供内部参考，请勿外传

目录索引

一、强一股份：国产探针卡领军企业，受益于国产替代加速和高端产品放量.....4
（一）业务情况：公司是国内晶圆测试探针卡领头羊.....4
（二）财务分析：经营质量近两年大幅提升，2D MEMS 探针卡为主要增长动力.....6
二、探针卡：逻辑与存储双轮驱动，国产替代正当时.....9
（一）探针卡是连接测试机与晶圆的“关键耗材”，MEMS 工艺成为市场主流.....9
（二）逻辑芯片驱动探针卡量价齐升，存储扩产贡献规模增量.....11
（三）海外龙头高度垄断，国产替代进程加速，强一股份有望深度受益于国产化进程.....15
三、盈利预测和投资建议.....17
四、风险提示.....20
（一）技术迭代风险.....20
（二）市场拓展不及预期风险.....20
（三）下游行业周期性波动风险.....20
（四）客户集中度较高的风险.....20

仅供内部参考，请勿外传

图表索引

图 1：强一股份发展历程 4
图 2：强一股份产品矩阵 5
图 3：强一股份股权结构（截至 26 年中报） 5
图 4：公司营收与归母净利润情况（亿元） 7
图 5：公司毛利率和净利率 7
图 6：公司收入结构变化（亿元） 7
图 7：公司各产品毛利率对比 7
图 8：公司三费费率变化情况 8
图 9：公司研发投入和占比情况（亿元） 8
图 10：晶圆 CP 测试系统示意图，包括测试机、探针台和探针卡 9
图 11：清洁过程会造成探针针尖磨损 10
图 12：随着 Touchdown 次数增加，探针位置精度逐渐漂移 10
图 13：悬臂探针卡结构图 10
图 14：垂直探针卡结构图 10
图 15：MEMS 探针工艺 11
图 16：全球探针卡市场分类占比 11
图 17：全球半导体市场规模将不断扩大（亿美元） 11
图 18：预计 2029 年全球探针卡市场规模增长至 39.72 亿美元 11
图 19：全球探针卡行业逻辑芯片领域细分市场规模（亿美元） 12
图 20：全球头部 CSP 厂商季度 Capex 增速持续提高（亿美元） 13
图 21：AI 服务器需求持续放量（万台） 13
图 22：HPC 芯片导致更多引脚数、更高功率和温度 13
图 23：随着引脚数提升，探针卡的 AOT（实际压缩行程）较预期值下降 70% 13
图 24：全球探针卡行业存储领域细分市场规模（亿美元） 14
图 25：2024 年全球探针卡厂商市场占有率 15

表 1：强一股份募投项目规划建设情况 6
表 2：强一股份股权激励计划目标 6
表 3：不同测试环节对比 9
表 4：三种探针卡的对比 10
表 5：全球主要存储厂商扩产情况 14
表 6：全球领先厂商主要产品参数对比 15
表 7：强一股份主要在研项目与行业领先参数对比 16
表 8：强一股份分业务收入和毛利预测（百万元） 18
表 9：强一股份可比公司估值 19

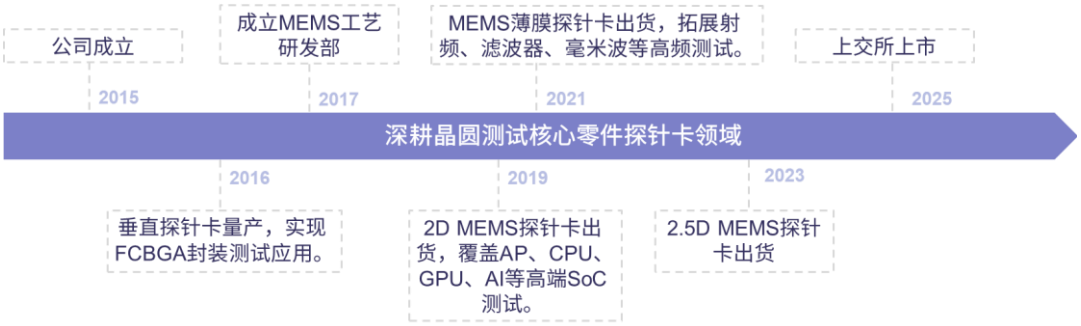
仅供内部参考，请勿外传

一、强一股份：国产探针卡领军企业，受益于国产替代加速和高端产品放量

（一）业务情况：公司是国内晶圆测试探针卡领头羊

强一股份成立于 2015 年，持续布局 MEMS 探针卡领域。根据公司招股说明书，公司成立于 2015 年，创始团队拥有十余年探针卡及半导体产业经验，公司成立初期定位于半导体设计与制造领域的专业探针卡供应商，2015—2016 年以悬臂探针卡为主，并逐步拓展垂直探针卡业务，与瑞芯微、华虹集团、中芯国际等客户建立合作。2017 年，公司在持续拓展悬臂探针卡客户的同时，加快垂直探针卡业务发展，并设立研发部门，进一步提升悬臂探针卡、垂直探针卡的设计与制造能力，同时启动 MEMS 探针及探针卡技术研发。随后，2018 年公司建成 MEMS 工艺车间，为 MEMS 探针卡研发及产业化奠定基础；2019 年，公司完成 2D MEMS 探针卡样卡研制，并持续拓展晶晨股份、紫光国微、长电科技等优质客户。此后，随着国产替代进程加速，2020 年公司实现自主 2D MEMS 探针卡量产并形成批量交付能力；2021 年，2D MEMS 探针卡通过头部客户认证，市场拓展进一步提速。近年来，公司持续保持较高研发投入，在不断提升 2D MEMS 探针卡性能的同时，实现 MEMS 薄膜探针卡量产，并于 2024 年完成 2.5D MEMS 探针卡验证，产品矩阵不断完善，综合竞争力持续增强。

图 1：强一股份发展历程



数据来源：强一股份官网，广发证券发展研究中心

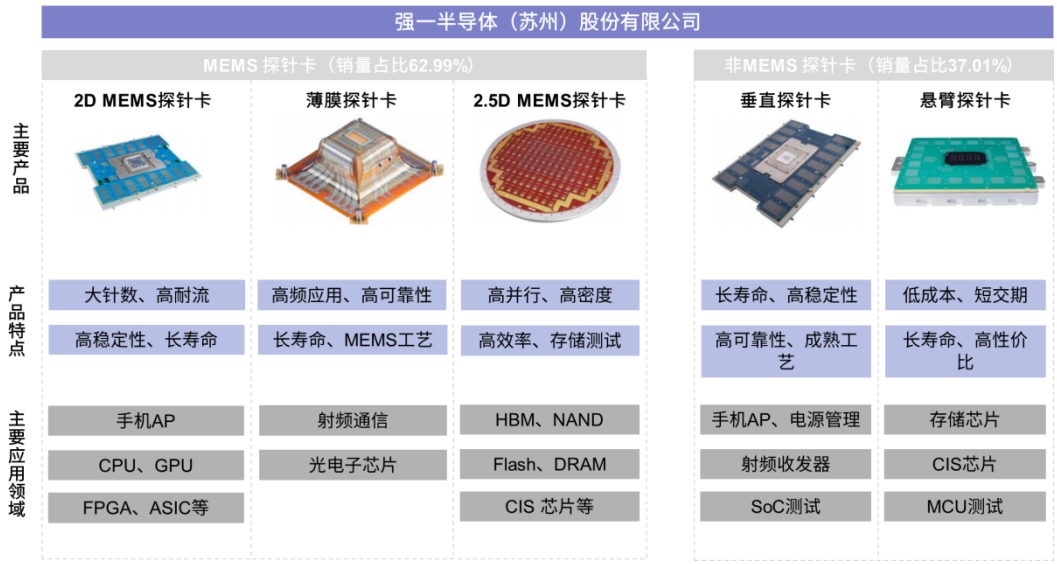
根据探针的制造是否采用了 MEMS 工艺，公司探针卡产品可以分为 MEMS 探针卡和非 MEMS 探针卡。

MEMS 探针卡：公司围绕 MEMS 探针卡构建了完整的技术体系，掌握 MEMS 探针制造、探针检测、探针卡设计装配及空间转接基板加工等核心技术，形成 2D MEMS 探针卡、MEMS 薄膜探针卡和 2.5D MEMS 探针卡等产品矩阵，可广泛应用于逻辑、射频及存储芯片测试。根据 QYResearch 统计，2025 年公司位列全球 MEMS 探针卡厂商第五位。

非 MEMS 探针卡：公司在非 MEMS 探针卡领域拥有探针卡设计、装配及空间转接基板加工等核心能力，并提供维修保养等配套服务。产品主要包括垂直探针卡和悬臂探针卡，其中垂直探针卡采用机械加工探针，悬臂探针卡采用机械弯折探针。由于非 MEMS 探针制造技术较为成熟，公司主要采购探针，并自主完成探针卡设计、组装及检测。

仅供内部参考，请勿外传

图 2：强一股份产品矩阵

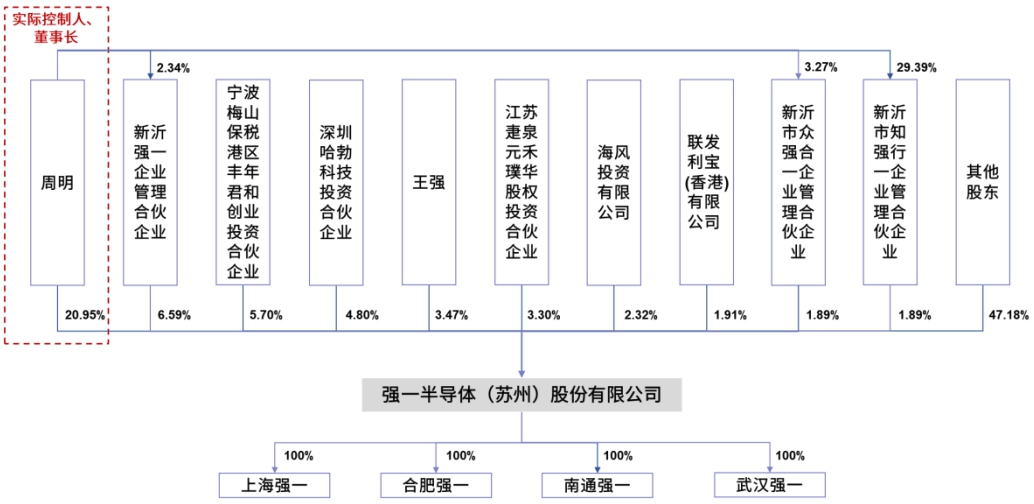


数据来源：公司官网，公司 25 年年报，Wind，广发证券发展研究中心

注：销量占比为 25 年年报口径

公司创始人、董事长、实际控制人均为周明，股权结构稳定。截至 2026 年中报披露，周明直接持股 20.95%，并通过担任新沂强一等三家公司执行事务合伙人间接持股 10.37%。此外，周明还通过与刘明星、徐剑的一致行动关系控制公司股份 3,553,754 股，占公司总股本的 2.74%；子公司布局方面，截至 2026 年中报，公司下有全资子公司 4 个，其中上海强一主营 MEMS 探针以及空间转接基板的研发，合肥强一负责悬臂探针卡生产、销售以及 MEMS 探针卡的研发，南通强一主要从事 MEMS 探针卡的研发、生产以及销售。

图 3：强一股份股权结构（截至 26 年中报）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

积极布局研发中心建设，加速国产化替代。公司根据自身的发展规划及战略，积极建设研发中心。根据招股书，一是南通探针卡研发及生产项目，新建生产用房与配套设施，引入光刻机、电镀、匀胶显影设备，落地 2D/2.5D MEMS、薄膜探针卡产线，扩大产品供货规模、提升市场占有率，补齐产线自动化短板，完善产品布局；二是苏州总部及研发中心项目，租赁场地搭建专业实验室，配套研发检测设备与仿真设计软件，吸纳行业高端技术

仅供内部参考，请勿外传

人才，针对细间距探针卡、DRAM 探针卡、陶瓷基板、贵金属电镀液、Micro LED 探针单元等前沿材料产品开展专项技术研发。

表 1：强一股份募投项目规划建设情况

地区	投资项目	项目性质	总投资额	拟使用募集资金	预估投产时间
南通、上海	南通探针卡研发及生产项目(IPO募投项目)	生产建设	24.68 亿元	12 亿元	2027年12月
苏州、上海	苏州总部及研发中心建设项目(IPO募投项目)	研发	4.42 亿元	3 亿元	2027年11月

数据来源：公司招股说明书，公司 25 年年报，广发证券发展研究中心

公司公布最新一期股权激励计划草案，业绩考核基准较高。根据公司 2026 年限制性股票激励计划（草案），本激励计划拟向激励对象授予 65.25 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告日公司股本总额 12,955.93 万股的 0.50%。其中，首次授予限制性股票 52.20 万股，约占本激励计划草案公布日公司股本总额的 0.40%；预留 13.05 万股，约占本激励计划草案公布日公司股本总额的 0.10%。首次授予限制性股票的业绩考核年度为 2026-2028 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，26-28 年营收目标分别为 16 亿元、25 亿元、38 亿元，净利润相较 25 年基准年的增长率目标分别为 35%、110%、200%。

表 2：强一股份股权激励计划目标

归属期	考核年度	营业收入（A）（亿元）		净利润增长率（B，以 2025 年为基数）		
		目标值（Am）	触发值（An）	目标值（Bm）	目标净利润（亿元）	触发值（Bn）
第一个归属期	2026年	16	14	35%	5.3	18%
第二个归属期	2027年	25	21	110%	8.3	75%
第三个归属期	2028年	38	32	200%	11.8	150%

数据来源：公司 2026 年限制性股票激励计划（草案），广发证券发展研究中心

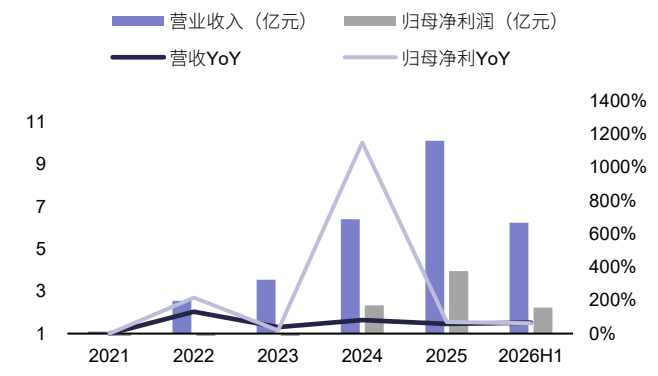
（二）财务分析：经营质量近两年大幅提升，2D MEMS 探针卡为主要增长动力

探针卡国产化替代加速+行业高度景气，公司营收、归母净利润持续高增。2025 年公司实现营收 10.12 亿元，同比增长 57.81%，2022-2025 年 CAGR 达到 58.5%；实现归母净利润 3.95 亿元，同比增长 69.43%，2022-2025 年 CAGR 达到 193.5%。公司 26H1 实现营收 6.24 亿元，同比增长 66.70%；实现归母净利润 2.22 亿元，同比增长 61.30%。公司近年来收入水平的持续高增主要得益于公司积极布局 MEMS 探针卡赛道，紧抓国产化替代机遇，半导体行业高景气度下带动相关收入持续高增。

公司盈利能力不断提高。2025 年公司整体毛利率和净利率分别为 65.03%和 39.02%，均稳定在高位；26H1 公司毛利率和净利率分别为 64.54%和 39.33%，相较 2021 年，公司整体毛利率和净利率分别提高了 29.1pct 和 51.2pct，主要驱动力在于 MEMS 探针卡产品毛利率高，随着相关收入占比提高而带来的结构性提升。

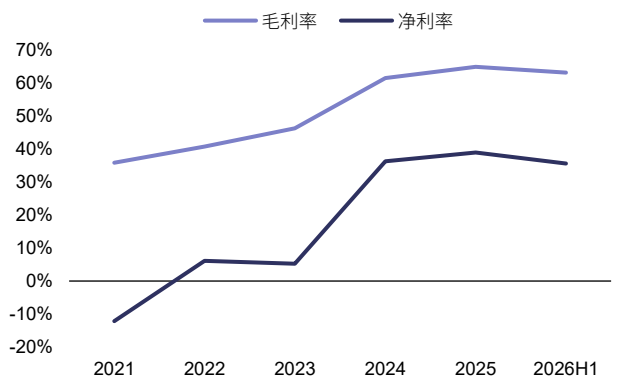
仅供内部参考，请勿外传

图 4：公司营收与归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

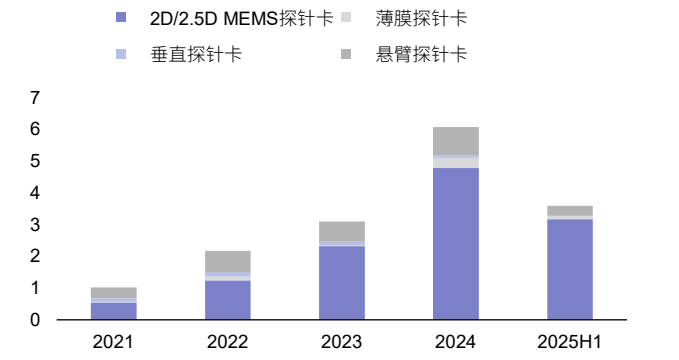
图 5：公司毛利率和净利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

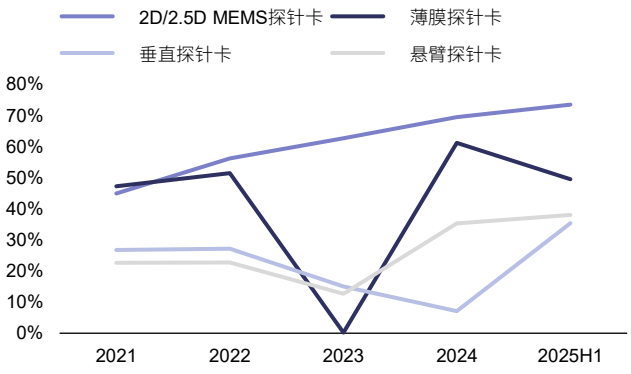
分产品来看，2D MEMS 探针卡是公司的主要收入来源。MEMS 探针卡 2024 年实现销售收入 4.8 亿元，同比+106%，占比达到 74.6%，是公司最大的收入来源且收入占比不断提高，主要系企业具备自主 MEMS 探针量产能力，打破境外厂商垄断，依托半导体国产替代持续扩大市场份额；非 MEMS 探针卡产品 2024 年实现销售收入 1.3 亿元，占比有所下滑。

图 6：公司收入结构变化（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：公司各产品毛利率对比

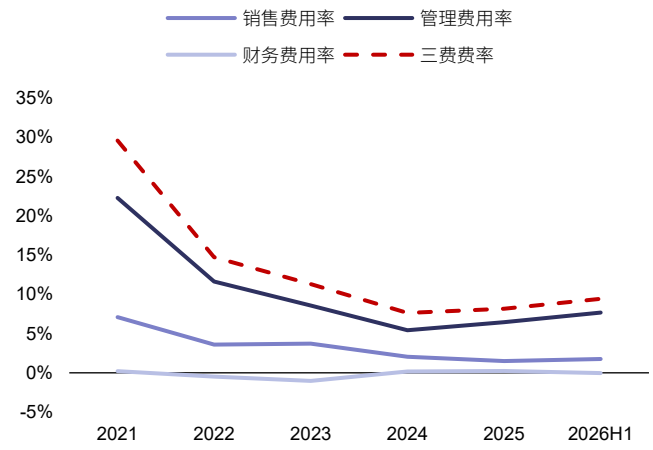


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司费用端控制能力强，研发投入稳定。2025 年公司三费费率为 8.16%，相较 2021 年的 29.58%下降约 21.41pct，主要系公司营收快速增长带来费用摊薄效应。同时，公司也高度重视技术研发，研发投入从 2021 年的 0.20 亿元扩大至 2025 年的 1.32 亿元，研发费用率始终维持在 12%以上。

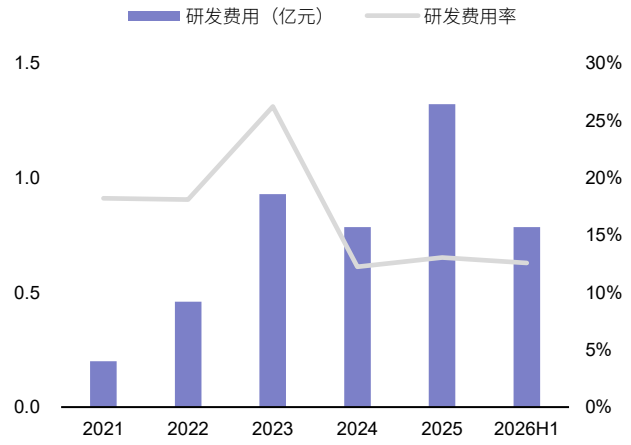
仅供内部参考，请勿外传

图 8：公司三费费率变化情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：公司研发投入和占比情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

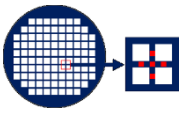
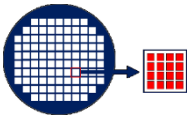
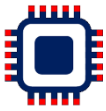
仅供内部参考，请勿外传

二、探针卡：逻辑与存储双轮驱动，国产替代正当时

（一）探针卡是连接测试机与晶圆的“关键耗材”，MEMS 工艺成为市场主流

探针卡主要应用于晶圆 CP 测试环节，是晶圆制造与芯片封装之间的关键测试耗材。从半导体测试流程来看，主要分为晶圆接受测试（WAT）、晶圆测试（CP）与成品测试（FT）三大环节。其中，晶圆 CP 测试发生在晶圆制造完成后、芯片封装前，主要目的是对晶圆上的每颗裸片进行电参数及基本功能测试，提前识别制造缺陷并筛除不良裸片，**涉及的设备包括测试机 ATE、探针台和探针卡**。随着芯片性能和集成度不断提升，晶圆测试对接触精度、电气性能和测试效率提出了更高要求，使其成为探针卡最核心的应用场景。

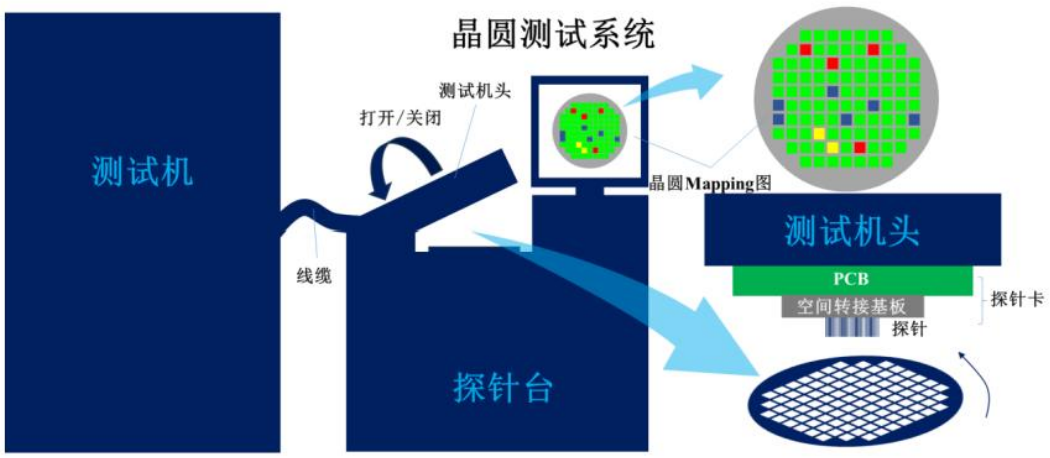
表 3：不同测试环节对比

制造流程	晶圆接受测试（WAT）	晶圆测试（CP）	成品测试（FT）
对应环节	晶圆制造环节	晶圆制造完成后，封装前	芯片完成封装后
测试对象	特定测试图形	裸片	芯片/器件
示例			
测试方式	抽检	全检为主	全检
测试工具	高精度测试机、探针台、探针卡	测试机、探针台、探针卡	测试机、分选机、测试插座
芯片接触媒介	探针卡， 装针数较少（<30只）	探针卡， 装针数较多（数百只到数十万只）	测试插座

数据来源：强一股份问询函、广发证券发展研究中心

探针卡的核心作用是建立测试机与待测晶圆之间的电气连接。具体来看，探针卡主要由 PCB、空间转接基板和探针组成：PCB 负责连接测试机并传输测试信号；空间转接基板负责将 PCB 端较大间距的触点转换为晶圆端微小间距的探针排列；探针则需精准接触晶圆表面的焊垫，将测试机的电信号传输至芯片内部，并接收反馈信号。

图 10：晶圆 CP 测试系统示意图，包括测试机、探针台和探针卡



数据来源：强一股份招股说明书，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

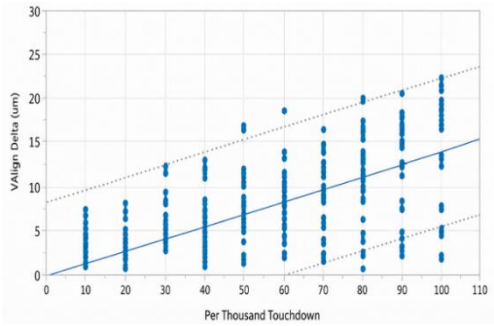
探针卡具有明确的耗材属性，约 3-6 个月更换一次。晶圆测试过程中，探针需要反复接触晶圆表面的焊盘或凸点，并定期清洁针尖附着物；反复接触会造成针尖磨损、污染和变形，清洁频率过高或操作不当也会加快材料损耗。随着接触次数（Touchdown）增加，探针的位置精度和电气性能逐渐下降，超过允许范围后便需要维修或更换。因此，探针卡具有明确的耗材属性，根据强一股份问询函数据，业内一般以 50-150 万次 touchdown 为设计寿命。根据公司 26 年 9 月投资者关系活动记录表，2D MEMS 理论寿命约 100 万次下压，满负荷 24 小时运转约 3 个月更换，正常使用约半年；2.5D MEMS 单颗测试耗时更长，更换周期相应更长。此外，芯片快速迭代也可能导致探针卡提前替换。

图 11：清洁过程会造成探针针尖磨损



数据来源：SWTEST，广发证券发展研究中心

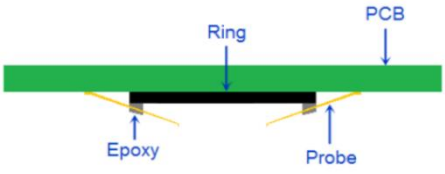
图 12：随着 Touchdown 次数增加，探针位置精度逐渐漂移



数据来源：Qualcomm，FormFactor，广发证券发展研究中心

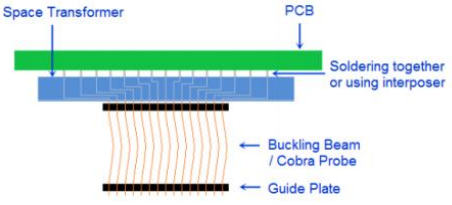
探针卡可以分为悬臂探针卡、垂直探针卡和 MEMS 探针卡。悬臂探针卡主要应用于对性能要求不高、设计和结构相对简单的芯片晶圆测试，因此其一般装配的探针数较小，且单针价格相对经济；垂直探针卡主要应用于性能相对较强的芯片晶圆测试；MEMS 探针卡因性能优势显著，广泛应用于中高端芯片以及最先进制程芯片的晶圆测试。

图 13：悬臂探针卡结构图



数据来源：强一股份问询函，广发证券发展研究中心

图 14：垂直探针卡结构图



数据来源：强一股份问询函，广发证券发展研究中心

表 4：三种探针卡的对比

项目	悬臂探针卡	垂直探针卡	MEMS 探针卡
生产工艺	机械加工工艺	机械加工工艺	MEMS工艺
探针材料	铼、钨等	钯、镍、铜等	钯合金、镍合金等
最小探针直径	针身 2 密耳	针身 1.5 密耳	针身 1.2 密耳

仅供内部参考，请勿外传

装针数	数支至数千支	数百支至 2-3 万支	数千支至十万支以上
加工精度误差	数微米至数十微米	数微米至数十微米	数微米
测试间距	11 微米	80 微米	40 微米

数据来源：强一股份问询函、广发证券发展研究中心

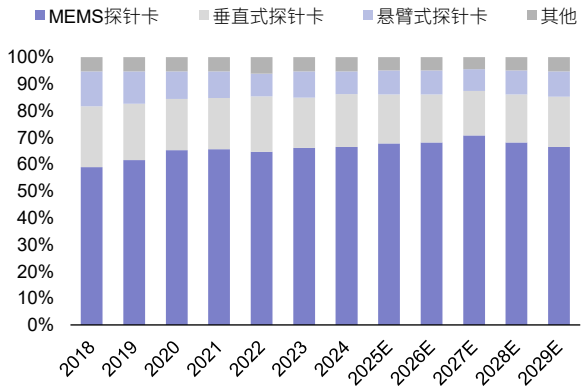
MEMS 探针卡正成为市场主流。基于光刻、微电铸等工艺。MEMS 探针卡具有精密度高、测试效率高、耐用性强、稳定性好等优势，系目前行业主导产品。根据强一股份问询函援引 TechInsights 数据，MEMS 探针卡全球市场规模由 2018 年的 10.20 亿美元快速增长至 2024 年的 18.50 亿美元，是探针卡行业核心增长来源，并预计至 2029 年达 27.72 亿美元。

图 15：MEMS 探针工艺



数据来源：和林微纳募资说明书，广发证券发展研究中心

图 16：全球探针卡市场分类占比

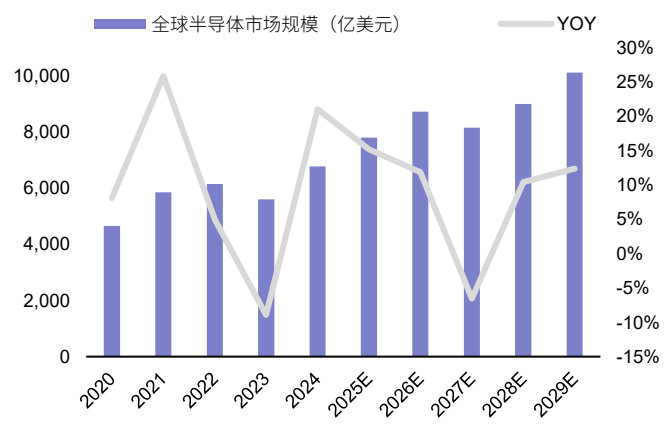


数据来源：强一股份问询函，广发证券发展研究中心

（二）逻辑芯片驱动探针卡量价齐升，存储扩产贡献规模增量

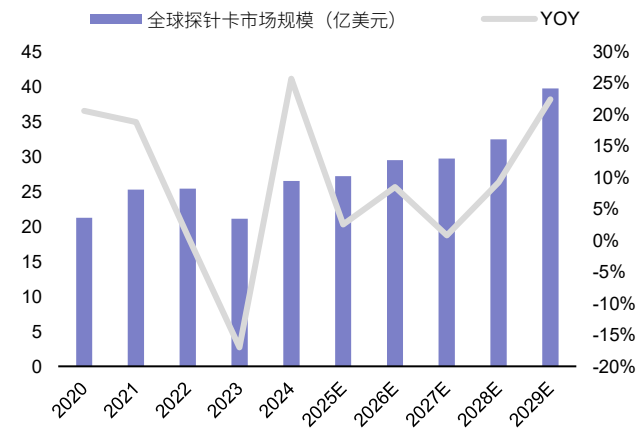
受益于全球半导体市场景气度回升，探针卡市场规模不断扩大。随着半导体产业景气度回升以及晶圆测试重要性的增加，全球探针卡行业市场规模保持较快增长。根据强一股份问询函援引 TechInsights 数据，2024 年全球半导体探针卡行业市场规模达到 26.51 亿美元，并且预计 2029 年增长至 39.72 亿美元。

图 17：全球半导体市场规模将不断扩大（亿美元）



数据来源：强一股份问询函，TechInsights，广发证券发展研究中心

图 18：预计 2029 年全球探针卡市场规模增长至 39.72 亿美元



数据来源：强一股份问询函，TechInsights，广发证券发展研究中心

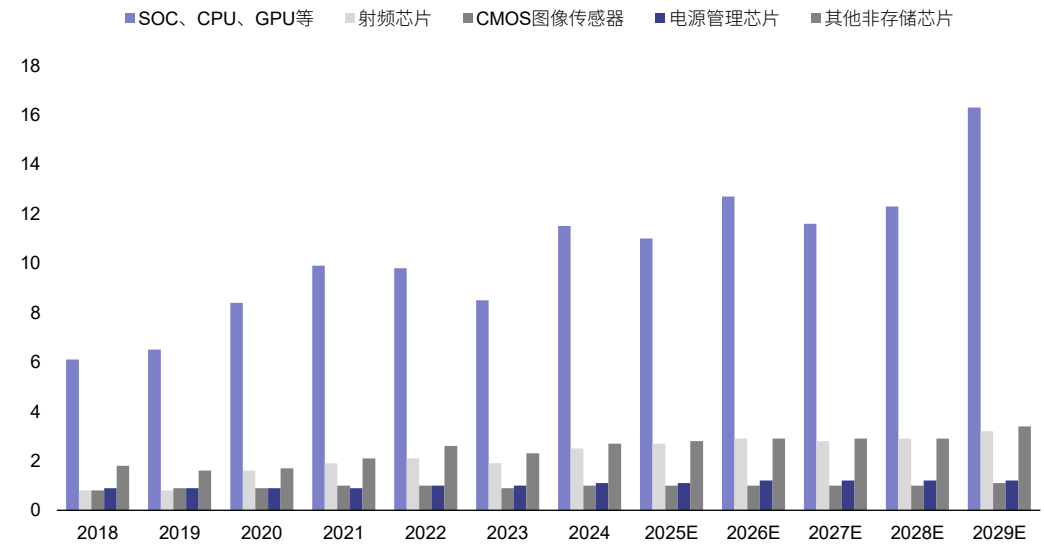
仅供内部参考，请勿外传

从下游需求端看，逻辑芯片和存储芯片构成了探针卡市场的两大核心增长引擎。

1. **逻辑芯片：AI 算力需求推动探针卡“量价齐升”**

在终端应用数量和性能持续提升的推动下，逻辑芯片领域探针卡市场规模近年整体增长。根据强一股份招股说明书，2024 年全球逻辑芯片领域探针卡市场规模回升至 18.38 亿美元，预计 2029 年将达到 25.16 亿美元。从细分市场看，SoC、CPU、GPU 等高端逻辑芯片是需求增量的主要来源，根据强一股份招股说明书，预计 2029 年该细分领域市场规模将达 16.29 亿美元，占总体市场规模约 65%。

图 19：全球探针卡行业逻辑芯片领域细分市场规模（亿美元）

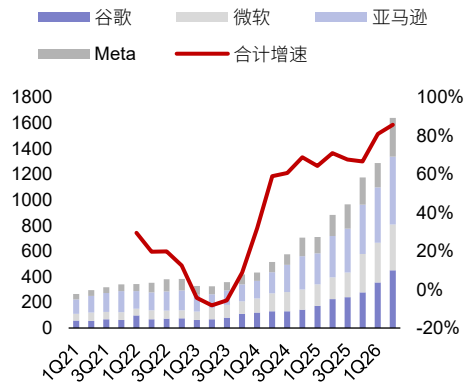


数据来源：强一股份招股说明书，广发证券发展研究中心

从“量”的层面看，AI Capex 高企正持续驱动逻辑芯片及晶圆需求量激增。目前四大 CSP 厂的 Capex 增速仍在加速，并未看到边际趋缓的信号，26Q2 合计 Capex 达到 1639 亿美元，同比+85.8%。巨额投入直接拉动 AI 服务器需求持续放量，根据艾媒咨询，全球 AI 服务器出货量预计将从 2024 年的 50 万台增长至 2030 年的 344 万台，年复合增长率达 37.23%。服务器的大规模放量，直接传导至上游晶圆制造环节，高性能逻辑芯片的晶圆需求量同步迎来爆发式增长，为晶圆测试环节的探针卡带来了持续的增量需求。

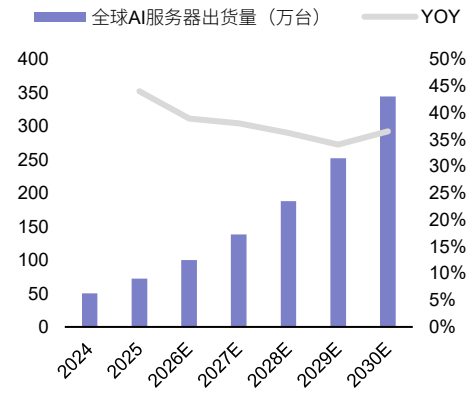
仅供内部参考，请勿外传

图 20：全球头部 CSP 厂商季度 Capex 增速持续提高（亿美元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

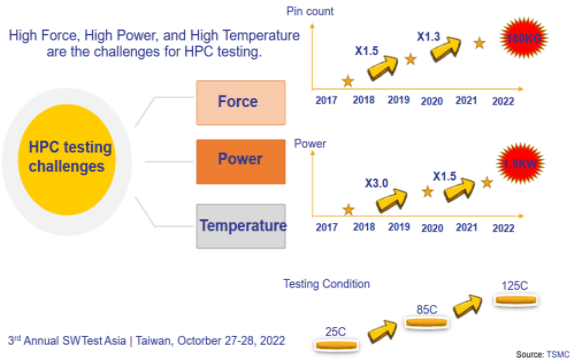
图 21：AI 服务器需求持续放量（万台）



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

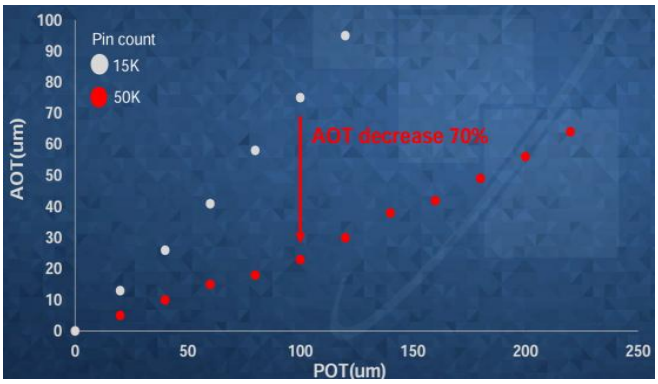
从“价”的层面看，先进制程与先进封装抬升测试价值量。随着 AI 芯片向 2.5D/3D 及 Chiplet 演进，测试面临“高引脚、高功率、高温”三重挑战。以高引脚数为例，根据《Challenges and Improvement Actions for HPC Wafer Testing》（Oscar Lee），当探针卡引脚数增加至 50K 时，其实际压缩行程（AOT）较预期值大幅下降 70%，这一损耗的根源在于密集引脚产生的高推力导致 PCB 发生严重翘曲变形，进而倒逼探针卡必须引入新型结构及高性能材料以补偿形变。因此，极端的物理损耗与技术门槛使得探针卡突破传统耗材属性，从简单的连接器全面演变为高价值的精密测试系统。

图 22：HPC 芯片导致更多引脚数、更高功率和温度



数据来源：《Challenges and Improvement Actions for HPC Wafer Testing》（Oscar Lee），广发证券发展研究中心

图 23：随着引脚数提升，探针卡的 AOT（实际压缩行程）较预期值下降 70%



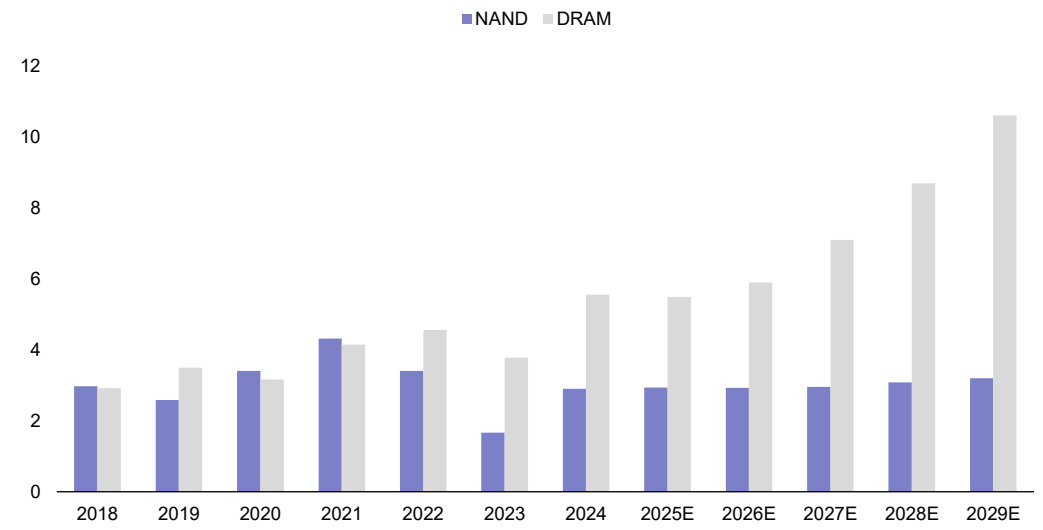
数据来源：《Challenges and Improvement Actions for HPC Wafer Testing》（Oscar Lee），广发证券发展研究中心

2. 存储芯片：海外大厂扩产提速，晶圆测试增量稳固

存储领域探针卡应用需求主要来自 NAND 和 DRAM。其中，DRAM 存储芯片广泛应用于手机、计算机以及服务器等，其需求变化与消费电子产品的需求变动以及人工智能技术的快速发展直接相关。受益于人工智能的技术驱动，DRAM 细分市场增幅显著。根据强一股份招股说明书，2023 年全球 DRAM 探针卡市场规模为 3.78 亿美元，预计到 2029 年将增长至 10.61 亿美元。

仅供内部参考，请勿外传

图 24：全球探针卡行业存储领域细分市场规模（亿美元）



数据来源：强一股份招股说明书，广发证券发展研究中心

从“量”的层面看，存储大厂 Capex 扩张直接拉动晶圆测试需求放量。在 HBM 及 DDR5 等高性能产品需求持续旺盛的推动下，海外存储巨头正开启新一轮产能扩张周期。根据 CFM 数据，SK 海力士计划 2030 年至 2031 年间，将其 DRAM 晶圆月产能从目前的 55 万片大幅提升至 100 万片，实现产能翻倍。由此带来的晶圆测试需求增量，将直接转化为探针卡采购订单的持续放量。国内方面，根据长鑫科技招股说明书，公司本次 IPO 发行募资约 345 亿元，全部投入存储晶圆量产线技术升级改造、DRAM 存储器技术升级项目以及动态随机存储器前瞻研究与开发项目，有望拉动国内存储产能的持续扩张。

表 5：全球主要存储厂商扩产情况

厂商	核心扩产项目/地点	预计投产/量产	产品	产能目标
三星	韩国平泽 P4 工厂	2026年底（原计划2027Q1，已提前）	DRAM / NAND	满产后：DRAM月产能10-12万片，NAND Flash月产能5-6万片
	韩国平泽 P5 工厂	2028年投产，2030年满产	DRAM / NAND	早期建设阶段，具体产能规模尚未最终确定
	韩国华城 17号线	制程升级扩建，2026年底满产	DRAM	新增3-4万片/月，该产线总产能达8-10万片/月
SK海力士	韩国龙仁半导体集群一期	2027年2月起陆续投产	DRAM	规划3年间新增DRAM月产能至36万片
	韩国清州 M15X	2026-2027年	DRAM / HBM	2027年产能增长至8万片/月
	美国印第安纳州	2028年下半年	HBM	负责HBM与先进封装，强化北美供应链
美光	美国爱达荷州	2027-2030年	DRAM / HBM	满产后月产能可达10万片最先进DRAM晶圆
	美国纽约州	2028年下半年投产	DRAM	规划最多4座晶圆厂，建设期20年以上
	日本广岛	2028年6-8月开始出货	DRAM / HBM	月产能4万片
	新加坡 HBM封装	2027年投入运营	HBM	HBM封装预计2027年大规模量产
	中国台湾铜锣晶圆厂	2028年下半年投产，2030年前后满产	NAND	投产后产能增加50%
铠侠/闪迪	日本北上 Fab2 (K2)	2026年上半年产能爬坡	DRAM / HBM	FY2026启动扩建，完成后12英寸无尘室达57万平方英尺
	北上新工厂	评估新建	NAND	K2满载后，北上工厂整体产能翻倍

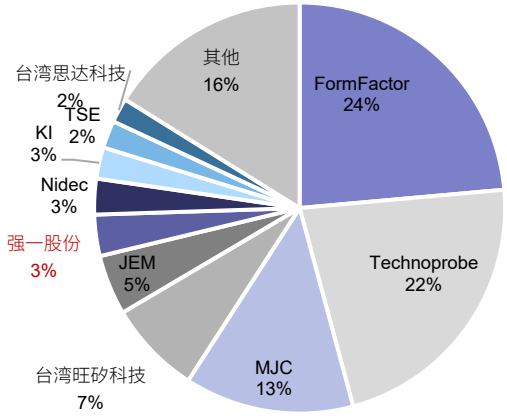
数据来源：CFM，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

（三）海外龙头高度垄断，国产替代进程加速，强一股份有望深度受益于国产化进程

探针卡行业由境外厂商主导，强一是唯一跻身全球前十大厂商的中国大陆本土公司。 探针卡行业属于技术、资金密集型行业，人才壁垒较高，近年来全球市场集中度保持高位。根据强一股份招股说明书，全球前十大探针卡厂商合计市场份额超 80%，且长期由境外巨头主导。其中，前五大厂商排名基本稳固，合计市场份额约为 70%。其中强一股份份额约为 3.25%，是唯一跻身全球前十大厂商的中国大陆本土公司。

图 25：2024 年全球探针卡厂商市场占有率



数据来源：强一股份招股说明书，广发证券发展研究中心

国产探针卡正加速实现技术追赶，国产替代进程有望提速。从现有产品参数看，根据强一股份问询函，其 2D MEMS 探针卡耐电流能力已达 2000mA，超越 FormFactor 及 Technoprobe 等国际龙头，达到行业领先水平；从在研项目来看，公司于 DRAM 晶圆探针卡、垂直式 MEMS 探针卡、高频薄膜探针卡等方向持续布局，已在针尖水平度、探针尺寸精度等关键指标上追平行业领先参数，且部分性能已反超行业领先水平。国产探针卡厂商正逐步缩小与国际龙头的全维度差距，国产替代进程有望持续加速。

表 6：全球领先厂商主要产品参数对比

产品类型	核心指标	FormFactor	Technoprobe	旺矽科技	中华精测	强一股份
2D MEMS探针卡	装针数（支）	**64000**	50000		50000	38000
	耐电流（mA）	1800	1500		2000	**2000**
	测试间距（wm）	**40**	40		50	50
2.5D/3D MEMS探针卡	同测数（枚）	**3200**				1819
	工作温度（℃）	**-40至175**				-40至125
薄膜探针卡	测试频率（GHz）	**81**				67
垂直探针卡	测试间距（wm）	**80**		80		90

数据来源：强一股份问询函、广发证券发展研究中心

注：标注部分为主要厂商最高水平

仅供内部参考，请勿外传

表 7：强一股份主要在研项目与行业领先参数对比

在研产品	核心指标	项目实现参数	行业领先参数	与业内领先参数比较
DRAM晶圆探针卡	最小测试间距	60μm	50μm	未达
	耐电流	1000mA	900mA	超越
	装针数量	6万支	10万支	未达
	针尖水平度	≤30μm	≤30μm	持平
	针位置度	±5μm	±5μm	持平
	接触次数	2次接触	1次接触	未达
垂直式MEMS探针卡	耐电流 70μm间距	600mA	600 mA	持平
	耐电流 80μm间距	800mA	800 mA	持平
	耐电流 100μm间距	1000mA	1,000 mA	持平
	探针表面粗糙度	<0.5μm	<1μm	超越
	探针尺寸精度	±2μm	±2μm	持平
	针尖水平度	<25μm	<25μm	持平
	针尖位置度	±8μm	±10μm	超越
高频薄膜探针卡	probe face（最大）	10mm×10mm	10mm×10mm	持平
	并测数	12sites	6sites	超越
	带宽	90GHz	81GHz	超越
	回损	<10dB	<10dB	持平
	插损	<10dB	<10dB	持平

数据来源：强一股份问询函回复的公告，广发证券发展研究中心

2D MEMS 探针卡持续放量，2.5DMEMS 探针卡即将迈入收获期。根据公司 26 年 9 月投资者关系活动记录表，**（1）逻辑芯片 2D MEMS 探针卡是公司当前的主力产品和核心收入来源。**大客户合作方面，公司与 2D MEMS 领域的核心大客户保持长期稳定的合作关系，合作深度和广度持续提升，该客户的订单交付正常推进，双方在新产品验证、产能保障等方面的协作不断深化。随着 AI 算力需求持续旺盛，公司将持续提升在 GPU、ASIC 等高端算力芯片测试领域的产品竞争力和市场份额。**（2）存储芯片测试 2.5D MEMS 探针卡目前整体进展符合预期。**第一，产品覆盖方面，公司 2.5D MEMS 探针卡已完成面向 NAND/NORFlash、DRAM 及 HBM 等存储芯片测试用产品的小批量出货。第二，客户验证方面，公司 2.5D MEMS 存储类探针卡已通过多家厂商的产品验证，部分客户已进入小批量交付阶段。随着验证客户从“送样验证”逐步转入“批量下单”，存储业务的收入贡献预计将在后续季度逐步体现。目前该产品是公司中长期重要的增长极之一，当前处于验证转量产的关键窗口期。

公司已经开始大规模产能扩张计划，以匹配快速增长的行业需求。根据公司 26 年 9 月投资者关系活动记录表，公司正在加快合肥工厂产能建设，预计 27 年 5 月投产，建成后将有效解决产能瓶颈，充分利用合肥市集成电路产业集群优势，贴近下游客户需求，提升产品交付效率和属地化服务能力，进一步巩固公司在华东市场的核心竞争力。

仅供内部参考，请勿外传

三、盈利预测和投资建议

公司专注于半导体设计与制造领域的专业探针卡环节。结合下游行业发展的情况以及公司自身的情况，对公司的具体预测如下：

1. **探针卡销售：**主要包括 2D、2.5D MEMS 探针卡、悬臂探针卡、薄膜探针卡、垂直探针卡等产品，下游涵盖射频、功率、手机芯片、逻辑芯片、存储芯片等 CP 测试场景。23-25 年公司相关收入分别为 3.1 亿元、6.1 亿元、9.6 亿元，主要受益于探针卡国产化率提高以及下游需求的扩张，业务收入维持较高增速。展望后续趋势：（1）随着下游国产算力和国产存储的持续扩产，2D、2.5D MEMS 探针卡作为耗材环节深度受益于产能的持续提升，探针卡的年用量有望实现持续增长；（2）芯片复杂度的提升带来了探针卡价值量的增长，根据公司 26 年 9 月投资者关系活动记录表，先进制程及先进封装芯片的测试复杂度、测试点数和 I/O 密度显著增加，对应的探针卡在微间距控制、信号完整性、耐流能力等方面的技术门槛持续提高，单颗芯片对应的探针卡用量和技术附加值总体呈提升趋势。（3）国产化率正在持续提升，公司是唯一跻身全球前十大厂商的中国大陆本土公司，技术能力在国产厂商中优势显著。目前逻辑芯片 2D MEMS 探针卡已经成为公司的主力产品和核心收入来源，未来随着存储芯片测试 2.5D MEMS 探针卡突破，存储业务的收入贡献预计将在后续季度逐步体现。基于以上几点，我们预估公司该业务收入增速将显著高于下游行业资本开支增速，预估该业务收入 26-28 年增速为 65%/55%/50%。毛利率方面，根据公司招股说明书，随着公司营业收入快速增长且 MEMS 探针卡收入占比持续提高，公司通过自建产线生产 MEMS 探针，较大程度上提升了 MEMS 探针卡的技术附加值，公司 MEMS 探针卡毛利率总体显著高于其他传统探针卡；同时，公司销售的 2D/2.5DMEMS 探针卡平均探针数量快速增长，带动其毛利率进一步提高。我们预估 26-28 年毛利率将稳中略升，分别为 64.5%/ 66%/ 67%。

2. **晶圆测试板：**根据客户需求直接销售半导体测试板，主要包括晶圆测试板、芯片测试板以及功能板等，其中，晶圆测试板系探针卡所需的 PCB，公司根据业务需要将晶圆测试板进一步装配为探针卡产品或直接销售；芯片测试板系用于成品测试环节的 PCB，主要包括成品测试的负载板、老化测试板等；功能板系用于测试机相关的 PCB，相关业务收入来自部分客户的特殊需求，我们预估该业务收入 26-28 年增速为 50%/ 40%/ 30%；毛利率方面，我们预计未来该业务整体保持稳定的毛利率，预计 26-28 年毛利率稳定在 57%。

3. **探针卡维修：**主要包括已销售的探针卡的相关维修需求。该业务板块收入与公司在市场中的存量探针卡的维修替换相关，随着存量规模不断提高提升，该板块收入也将保持增长。因此，我们给予该业务 26-28 年 50%/ 40%/ 30%的增速，预计毛利率维持在 43%。

4. **其他业务：**主要包括与主营业务的配套服务等业务。我们给予该业务 26-28 年 30%/ 30%/ 30%的增速，毛利率预计维持稳定，预计其他业务毛利率维持在 60%。

5. **期间费用率：**公司 24-25 年期间费用率分别为 19.9%和 21.2%，比例较高的原因主要为公司业务发展初期费用较为刚性，且公司处于研发投入的高峰期。我们预计未来随着公司业务快速放量，公司管理费用率、销售费用率会随规模效应而逐步下降；考虑到公司产品技术迭代需求较高，预计公司未来研发费用率整体保持稳定。我们预计公司 26-28 年期间费用率分别为 22.2%/21.8%/21.6%。

仅供内部参考，请勿外传

表 8：强一股份分业务收入和毛利预测（百万元）

单位：百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	641.4	1012.1	1660.4	2561.7	3823.5
增长率	81.0%	57.8%	64.1%	54.3%	49.3%
成本	245.9	353.9	595.2	880.4	1275.2
毛利	395.5	658.2	1065.3	1681.4	2548.3
毛利率	61.7%	65.0%	64.2%	65.6%	66.6%
探针卡销售					
收入	606.6	964.2	1591.0	2466.0	3699.0
增长率	95.8%	58.9%	65.0%	55.0%	50.0%
成本	223.3	333.2	564.8	838.4	1220.7
毛利	383.3	631.0	1026.2	1627.6	2478.3
毛利率	63.2%	65.4%	64.5%	66.0%	67.0%
晶圆测试板					
收入	19.6	31.6	47.4	66.4	86.3
增长率	139.1%	61.3%	50.0%	40.0%	30.0%
成本	12.8	13.5	20.4	28.6	37.1
毛利	6.8	18.2	27.0	37.9	49.2
毛利率	34.6%	57.4%	57.0%	57.0%	57.0%
探针卡维修					
收入	4.4	4.6	6.8	9.6	12.4
增长率	158.6%	3.6%	50.0%	40.0%	30.0%
成本	1.9	2.6	3.9	5.5	7.1
毛利	2.5	1.9	2.9	4.1	5.4
毛利率	56.2%	42.7%	43.0%	43.0%	43.0%
其他业务					
收入	10.7	11.7	15.2	19.8	25.7
增长率	-69.0%	9.0%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	7.8	4.6	6.1	7.9	10.3
毛利	2.9	7.1	9.1	11.9	15.4
毛利率	27.2%	60.3%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们选取了同属半导体测试设备的和林微纳、矽电股份、精智达、长川科技作为可比公司，具体如下：

1. **和林微纳：**公司主要业务包括 MEMS（微机电系统）精微电子零部件、半导体芯片测试探针及微型传动系统，在半导体芯片测试探针卡领域与强一股份具有可比性。

2. **矽电股份：**公司专注于半导体探针测试技术领域，是境内领先的探针台设备制造企业。公司核心技术团队拥有超过 30 年的探针测试技术研发经验，掌握了探针测试核心技术，打破海外厂商垄断在探针台领域成为中国大陆市场重要的设备厂商，在 CP 测试设备领域与强一股份具有可比性。

仅供内部参考，请勿外传

3. **精智达：**公司是国内领先的半导体测试检测设备创新型企业，专注于半导体存储器测试与新型显示器件检测，为全球客户提供系统化、全站点的测试检测解决方案，同时提供探针卡等产品的销售。在探针卡领域与强一股份具有可比性。

4. **长川科技：**主营产品包括测试机、分选机、探针台及 AOI 设备，涵盖功率器件测试设备、数模测试设备、SoC 测试设备等后道测试环节，在 SoC 测试领域与强一股份具有可比性。

上述可比公司之间的估值差异主要体现在各公司的产品布局以及处于的业绩放量阶段，产品布局较好，整体业绩刚进入释放期的公司估值相对较高。

我们预计强一股份 2026-2028 年营业收入为 16.60/25.62/38.23 亿元，同期归母净利润为 5.98/9.45/14.30 亿元。结合可比公司的估值水平，考虑公司是高端探针卡领域的国产替代先锋，技术领先优势显著，有望充分受益于下游逻辑+存储扩产带来的探针卡需求增长。我们认为公司目前所处的业绩放量阶段以及产品布局与和林微纳、精智达、矽电股份具有可比性，同时公司在探针卡领域的竞争优势更为显著，因此给予公司 27 年 90 倍的 PE 估值，对应合理价值 656.65 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：强一股份可比公司估值

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE 估值水平		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
和林微纳	688661.SH	半导体设备	153	0.3	1.2	2.5	263.9	131.1	61.0
矽电股份	301629.SZ	半导体设备	115	0.5	0.9	1.3	172.4	123.6	86.0
精智达	688627.SH	半导体设备	427.8	0.7	2.6	4.2	321.3	163.6	102.6
长川科技	300604.SZ	半导体设备	1,725.3	13.3	21.9	32.4	48.3	78.8	53.3

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：盈利预测均来自 Wind 一致预期，截至 2026.9.15 收盘

仅供内部参考，请勿外传

四、风险提示

（一）技术迭代风险

随着芯片性能的不断发展，晶圆测试要求和难度不断提升：更为极端的电气性能、显著减小的接触焊盘间距、不断增加的接触焊盘密度、更严苛的机械精度、更极限的工作温度、更紧凑的生产周期、同时测试多个芯片的高并行性等。探针卡相关技术亦不断随之发展，逐步由传统机械加工方式发展为综合了先进激光技术和光刻工艺以构建微米尺寸零部件的 MEMS 工艺。若公司技术未能紧跟如先进制程和先进封装等半导体技术的发展，公司产品竞争力将有下降的风险。

（二）市场拓展不及预期风险

公司目前主要收入来源于境内市场，新产品推广及客户认证均存在一定不确定性，若未来境内市场需求波动、行业竞争加剧，将对公司经营业绩产生不利影响。

（三）下游行业周期性波动风险

探针卡行业与半导体行业息息相关，诸如芯片设计厂商的新产品研制、量产产品的出货以及晶圆制造厂商的产能及稼动率等因素均会影响探针卡行业的发展。半导体行业具有周期性，其特点是产品供需波动较大，主要与产品和技术的更迭、产能周期以及宏观经济走势有关。当行业处于下行周期时，终端需求疲软可能会对公司的收入、毛利率产生不利影响。

（四）客户集中度较高的风险

公司的经营业绩与主要客户经营情况相关性较高。若未来公司主要客户经营情况发生重大问题或公司与客户合作关系发生变化，公司将面临客户订单减少或流失等风险，进而影响公司生产经营，对公司的经营业绩造成不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**625**	**3,476**	**3,549**	**4,033**	**4,973**
货币资金	222	2,739	2,300	2,406	2,917
应收及预付	239	362	497	743	1,022
存货	85	177	331	440	567
其他	79	198	421	444	468
非流动资产总额	**651**	**985**	**1,274**	**1,409**	**1,520**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	337	546	730	832	948
在建工程	160	296	376	396	376
使用权资产	28	24	24	24	24
无形资产	26	26	26	26	26
其他	100	94	119	132	147
资产总额	**1,277**	**4,461**	**4,823**	**5,442**	**6,494**
流动负债总额	**110**	**373**	**336**	**320**	**412**
短期借款	0	100	93	0	0
应付及预收	59	130	203	277	366
其他	52	143	40	43	46
非流动负债总额	**44**	**22**	**21**	**23**	**24**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	44	22	21	23	24
负债总额	**154**	**395**	**357**	**343**	**436**
股本	97	130	130	130	130
其他	1,025	3,936	4,337	4,970	5,928
归母权益合计	1,123	4,066	4,466	5,100	6,058
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	**1,277**	**4,461**	**4,823**	**5,442**	**6,494**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**641**	**1,012**	**1,660**	**2,562**	**3,823**
营业成本	246	354	595	880	1,275
营业税金及附加	8	3	5	8	11
销售费用	13	15	30	38	57
管理费用	35	65	116	174	252
研发费用	79	132	224	346	516
财务费用	1	2	-2	-1	-1
资产信用减值损失	-18	-19	-24	-30	-40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	2	2	3	3
营业利润	**259**	**442**	**689**	**1,102**	**1,685**
营业外收支	-1	0	-2	-2	-3
利润总额	258	442	687	1,099	1,682
所得税费用	24	47	89	154	252
合并净利润	**233**	**395**	**598**	**945**	**1,430**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	**233**	**395**	**598**	**945**	**1,430**
EPS（元/股）	-	3.05	4.61	7.30	11.04

现金流量表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**280**	**385**	**387**	**790**	**1,263**
合并净利润	233	395	598	945	1,430
折旧摊销	61	77	96	118	144
营运资金变动	-28	-107	-335	-310	-356
其他	0	0	-32	-1	-3
投资活动现金流净额	**-186**	**-514**	**-600**	**-279**	**-281**
资本性开支	-244	-408	-360	-240	-240
投资	50	-110	-222	-22	-22
其他	8	4	-18	-17	-19
融资活动现金流净额	**-16**	**2,639**	**-219**	**-404**	**-471**
股本融资	0	2,566	0	0	0
债权融资	0	100	-17	-92	0
股利分配与偿付利息	0	-1	-201	-314	-472
其他	-16	-26	-2	1	1
现金净增加额	**78**	**2,510**	**-432**	**106**	**511**
期初现金余额	**145**	**222**	**2,732**	**2,300**	**2,406**
期末现金余额	**222**	**2,732**	**2,300**	**2,406**	**2,917**

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	81.0%	57.8%	64.1%	54.3%	49.3%
营业利润增长率	1,317.5%	70.8%	56.0%	59.9%	53.0%
归母净利增长率	1,149.3%	69.4%	51.3%	58.2%	51.3%
获利能力					
毛利率	61.7%	65.0%	64.2%	65.6%	66.6%
净利率	36.3%	39.0%	36.0%	36.9%	37.4%
ROE	20.8%	9.7%	13.4%	18.5%	23.6%
偿债能力					
资产负债率	12.1%	8.9%	7.4%	6.3%	6.7%
有息负债率	0.0%	2.2%	1.9%	0.0%	0.0%
流动比率	5.7	9.3	10.6	12.6	12.1
利息保障倍数	539.8	245.7	214.3	612.3	3606.2
营运能力					
应收账款周转率	3.2	3.6	3.6	3.7	4.0
存货周转率	2.9	2.0	1.8	2.0	2.3
应付账款周转率	4.2	2.8	3.0	3.3	3.6
每股指标					
每股收益	-	3.05	4.61	7.30	11.04
每股净资产	-	31.38	34.47	39.36	46.76
每股经营现金流	-	2.97	2.99	6.09	9.75
估值比率					
PE	-	84.2			
PB	-	8.2			
EV/EBITDA	-	56.8			

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

广发机械行业研究小组

孙柏阳 ：首席分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

汪家豪 ：联席首席分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

范方舟 ：资深分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

王 宁 ：资深分析师，北京大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

蒲明琪 ：资深分析师，纽约大学计量金融硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

黄晓萍 ：资深分析师，复旦大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

张智林 ：高级分析师，同济大学建筑学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

许贝尔 ：研究员，伦敦政治经济学院金融学硕士，2026 年加入广发证券发展研究中心。

陈沛宇 ：研究员，上海财经大学金融硕士，2026 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



耿正

SAC 执证号：S0260520090002
gengzheng@gf.com.cn



孙柏阳

SAC 执证号：S0260520080002
sunboyang@gf.com.cn



汪家豪

SAC 执证号：S0260522120004
SFC CE No. BWR740
wangjiahao@gf.com.cn



王宁

SAC 执证号：S0260523070004
shwangning@gf.com.cn

请注意，耿正,孙柏阳,王宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：
许贝尔 021-38003597
xubeier@gf.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

仅供内部参考，请勿外传

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。