

# 伟测科技 (688372.SH)

## 二季度收入创季度新高，毛利率环比回升

优于大市

### 核心观点

**第三方集成电路测试企业，包括晶圆测试和芯片成品测试。**公司是独立的第三方集成电路测试企业，主营业务包括晶圆测试、芯片成品测试以及与集成电路测试相关的配套服务，目前拥有晶圆测试、芯片成品测试及测试方案开发、SLT 测试、老化测试等全流程测试服务，测试的晶圆和成品芯片在类型涵盖 CPU、GPU、MCU、FPGA、SoC 芯片、AI 芯片、射频芯片、存储芯片、传感器芯片、功率芯片等芯片种类，在工艺上涵盖各类制程，在晶圆尺寸上涵盖 12 英寸、8 英寸、6 英寸等主流产品。2024 年上半年收入中，晶圆测试占比 55%，芯片成品测试占比 34%，其他收入占比 11%。

**二季度收入创季度新高，环比扭亏为盈。**受益于市场复苏对测试需求增加和部分新客户进入量产，公司 2024 上半年实现收入 4.30 亿元 (YoY +37.85%)，归母净利润 1086 万元 (YoY -84.66%)，扣非归母净利润 422 万元 (YoY -91.99%)；由于新建产能的产能利用率处于爬坡期，毛利率同比下降 9.3cpt 至 28.56%；研发费用同比增长 67%至 6450 万元，研发费率同比提高 2.6pct 至 15%。其中 2Q24 实现收入 2.46 亿元 (YoY +43%，QoQ +34%)，创季度新高，归母净利润 1116 万元 (YoY -74%)，扣非归母净利润 834 万元 (YoY -74%)，环比扭亏为盈；毛利率为 30.06% (YoY -8.7pct，QoQ +3.5pct)。

**客户数量 200 余家，逆周期扩充测试产能。**成立以来公司积累了广泛的客户资源，目前客户数量 200 余家，涵盖芯片设计、制造、封装、IDM 等类型的企业。公司积极把握集成电路行业国产化替代的机会，一方面快速扩充高端测试产能，2023 年逆周期扩张的新建产能在 2024 年发挥作用，6 月以来位于上海及无锡的测试基地的中高端集成电路测试的产能利用率已经达到较为饱满的状态；另一方面加大研发投入，重点突破 5G 射频芯片、高性能 CPU 芯片、高性能算力芯片、FPGA 芯片、复杂 SoC 芯片等各类高端芯片的测试工艺难点，成为中国各大芯片设计公司高端芯片测试的自主可控的重要供应商之一。

**投资建议：**给予“优于大市”评级

公司是国内独立第三方集成电路测试企业，受益于半导体周期上行和高端芯片国产化趋势，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润同比增长 -58.52%/+109.02%/+79.23%至 0.49/1.02/1.83 亿元，对应 2024 年 9 月 6 日股价的 PE 分别为 91/43/24x，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**新技术研发不及预期；下游需求不及预期；行业竞争加剧。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	733	737	997	1,292	1,614
(+/-%)	48.6%	0.5%	35.4%	29.5%	24.9%
归母净利润(百万元)	243	118	49	102	183
(+/-%)	84.1%	-51.5%	-58.5%	109.0%	79.2%
每股收益(元)	2.79	1.04	0.43	0.90	1.61
EBIT Margin	32.0%	14.3%	6.9%	11.5%	14.6%
净资产收益率 (ROE)	10.2%	4.8%	2.0%	4.0%	6.7%
市盈率 (PE)	14.0	37.4	90.6	43.3	24.2
EV/EBITDA	12.6	17.5	16.4	11.8	9.4
市净率 (PB)	1.43	1.80	1.77	1.71	1.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

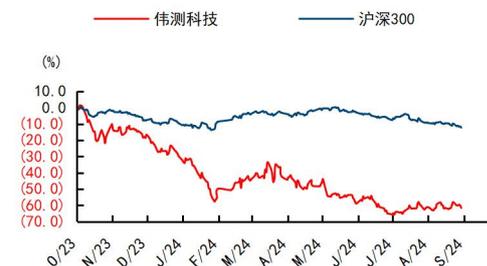
010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	38.94 元
总市值/流通市值	4433/3020 百万元
52 周最高价/最低价	118.42/33.97 元
近 3 个月日均成交额	80.38 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 第三方集成电路测试企业，收入逐年增长

**独立的第三方集成电路测试企业。**公司成立于 2016 年，2022 年 10 月在上交所上市，主营业务包括晶圆测试、芯片成品测试以及与集成电路测试相关的配套服务，坚持“以中高端晶圆及成品测试为核心，积极拓展工业级、车规级及高算力产品测试”的发展策略，聚焦高算力芯片（CPU、GPU、AI、FPGA）、先进架构及先进封装芯片（SoC、Chiplet、SiP）、高可靠性芯片（车规级、工业级）的测试需求，重点服务于我国的人工智能、云计算、物联网、5G、高端装备、新能源电动车、自动驾驶、高端消费电子等战略新兴行业的发展。

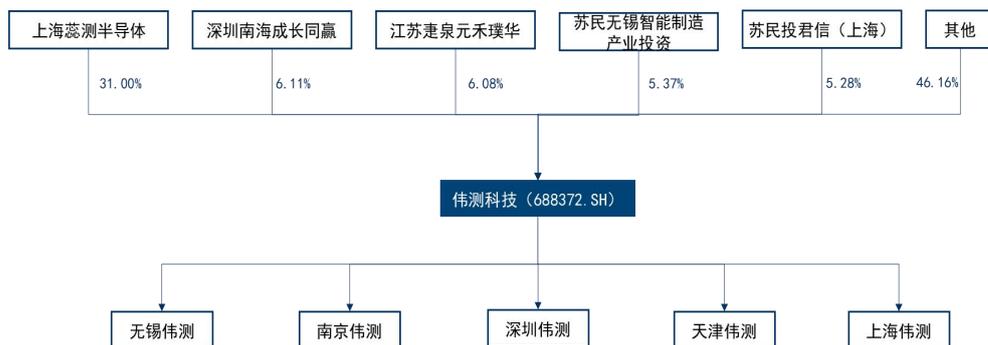
图1: 集成电路测试



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

截至 2024 年二季度末，公司第一大股东是上海蕊测半导体科技有限公司，持股比例为 31%；**实际控制人为骈文胜**，其通过上海蕊测半导体科技有限公司及员工持股平台宁波芯伟半导体科技合伙企业（有限合伙）合计间接持有公司 16.79% 的股份。公司共有 5 家全资子公司，分别在无锡、南京、深圳、天津、上海，其中无锡、南京、深圳三家子公司从事集成电路测试，天津子公司从事技术开发，上海子公司设立后尚未开展具体业务。

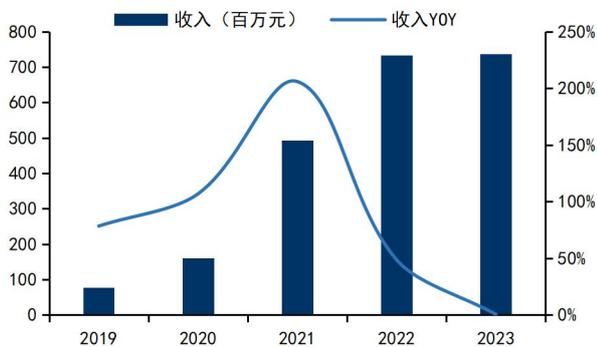
图2：公司股权结构（截至 2024 年二季度末）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2019–2023 年收入 CAGR 为 75%，2024 上半年同比增长 37.85%。公司 2019 年以来收入持续保持正增长，从 2019 年的 7793 万元增长到 2023 年的 7.37 亿元，CAGR 为 75%。2024 上半年收入为 4.30 亿元，同比增长 37.85%，其中晶圆测试占比 55%，芯片成品测试占比 34%，其他占比 11%；2Q24 收入为 2.46 亿元，同比增长 43%，环比增长 34%。

图3：公司营收及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

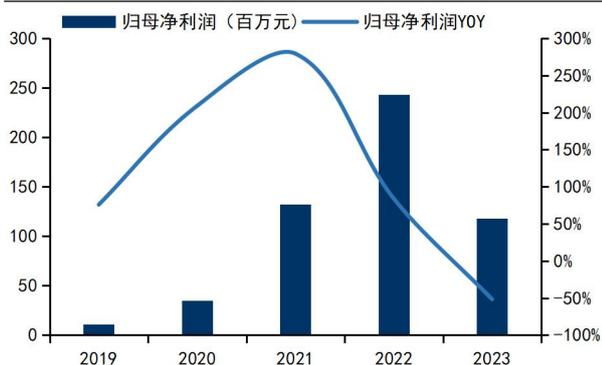
图4：公司季度营收及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2019–2023 年归母净利润 CAGR 为 80%，2024 上半年同比减少 85%。公司 2019–2022 年归母净利润每年保持正增长，从 2019 年的 1128 万元增长到 2022 年的 2.43 亿元，2023 年同比减少 52%至 1.18 亿元，2019–2023 年 CAGR 为 80%。2024 上半年归母净利润为 1086 万元，同比减少 85%；其中 2Q24 归母净利润为 1116 万元，同比减少 74%，环比扭亏为盈。

图5：公司营收及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

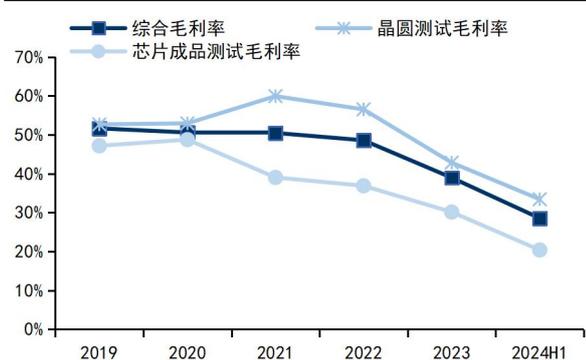
图6：公司季度营收及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

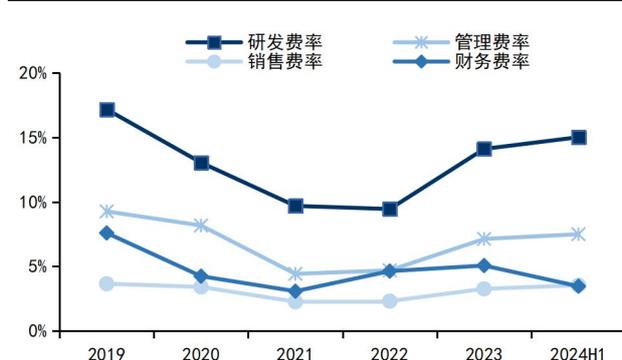
毛利率近年呈下降趋势，晶圆测试毛利率高于芯片成品测试毛利率。公司综合毛利率从2019年的51.63%逐年下降至2023年的38.96%，2024上半年为28.56%。其中晶圆测试毛利率从2019年的52.66%提高至2021年的59.91%，后降至2023年的42.84%，2024上半年为33.42%；芯片成品测试毛利率从2019年的47.16%提高至2020年的48.75%，后降至2023年的30.14%，2024上半年为20.38%。毛利率下降主要是由于产品结构和产能利用率变化。

图7：公司毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司主要期间费率



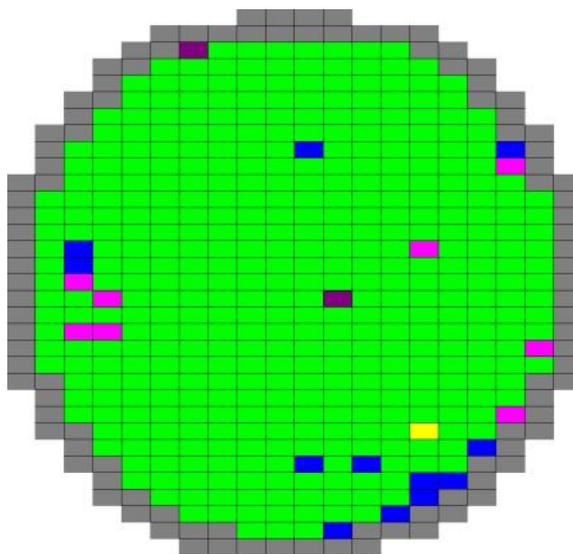
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 高端测试和高可靠性测试增加测试需求

### 公司主要业务是晶圆测试和芯片成品测试

晶圆测试 (Chip Probing, 简称 CP) 是指通过探针台和测试机的配合使用, 对晶圆上的裸芯片进行功能和电参数测试, 其测试过程为: 探针台将晶圆逐片自动传送至测试位置, 芯片的端点通过探针、专用连接线与测试机的功能模块进行连接, 测试机对芯片施加输入信号并采集输出信号, 判断芯片功能和性能是否达到设计规范要求。测试结果通过通信接口传送给探针台, 探针台据此对芯片进行打点标记, 形成晶圆的 Mapping, 即晶圆的电性测试结果。

图9: Mapping 示意图

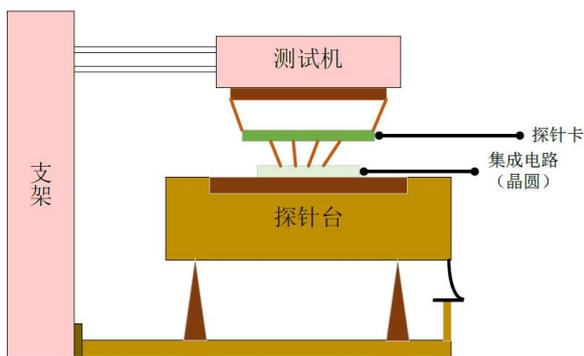


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**芯片成品测试（Final Test，简称 FT）是指通过分选机和测试机的配合使用，对封装完成后的芯片进行功能和电参数测试，其测试过程为：分选机将被测芯片逐个自动传送至测试工位，被测芯片的引脚通过测试工位上的基座、专用连接线与测试机的功能模块进行连接，测试机对芯片施加输入信号并采集输出信号，判断芯片功能和性能是否达到设计规范要求。测试结果通过通信接口传送给分选机，分选机据此对被测芯片进行标记、分选、收料或编带。**

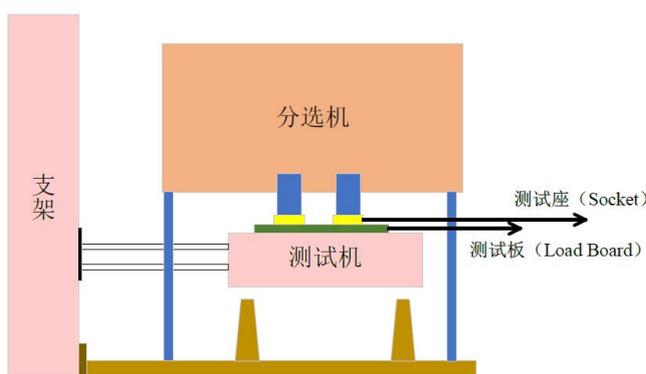
晶圆测试系统通常由支架、测试机、探针台、探针卡等组成，芯片成品测试系统通常由测试机、分选机、测试座组成。

图10: 晶圆测试系统示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

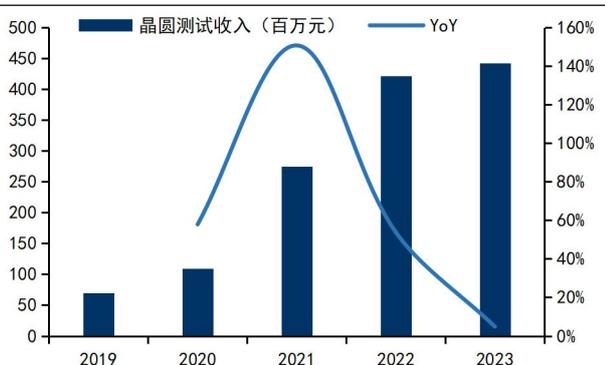
图11: 芯片成品测试系统示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

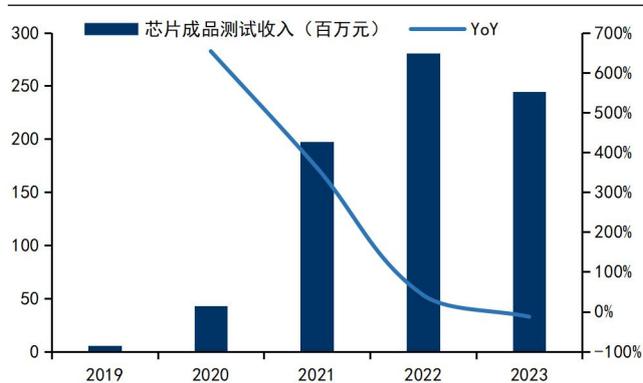
2019 年以来公司晶圆测试收入逐年增长，芯片成品测试收入仅 2023 年减少。公司晶圆测试收入由 2019 年的 6932 万元逐年增长到 2023 年的 4.43 亿元；芯片成品测试收入由 2019 年的 569 万元增长到 2023 年的 2.44 亿元，其中 2023 年由于半导体行业下行同比减少 13%，其他年份均保持增长。

图12: 晶圆测试收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 芯片成品测试收入及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 独立第三方测试在我国发展空间大, “高端测试”和“高可靠性测试”提供增量

我国的独立第三方测试产业起步较晚, 2018 年以后才进入快速发展期。从渗透率的角度来看, 2023 年我国最大的三家内资独立第三方测试企业占我国的测试市场份额仅 4.06%, 市场渗透率还有很大提升空间。公司积极把握集成电路行业国产化替代的历史机遇, 一方面快速扩充高端测试产能, 另一方面加大研发投入, 重点突破 5G 射频芯片、高性能 CPU 芯片、高性能算力芯片、FPGA 芯片、复杂 SoC 芯片等各类高端芯片的测试工艺难点, 成为中国各大芯片设计公司高端芯片测试的自主可控的重要供应商之一。目前公司客户数量 200 余家, 客户涵盖芯片设计、制造、封装、IDM 等类型的企业。

表1: 公司典型客户

客户类型	典型客户
芯片设计公司	紫光展锐、中兴微电子、晶晨股份、兆易创新、复旦微电、安路科技、合肥智芯、卓胜微、普冉股份、瑞芯微、纳芯微、集创北方、富瀚微、翱捷科技、恒玄科技、唯捷创芯、国芯科技、中颖电子、北京君正
封测厂	长电科技、甬矽电子、华天科技、通富微电
晶圆厂	中芯国际、武汉新芯

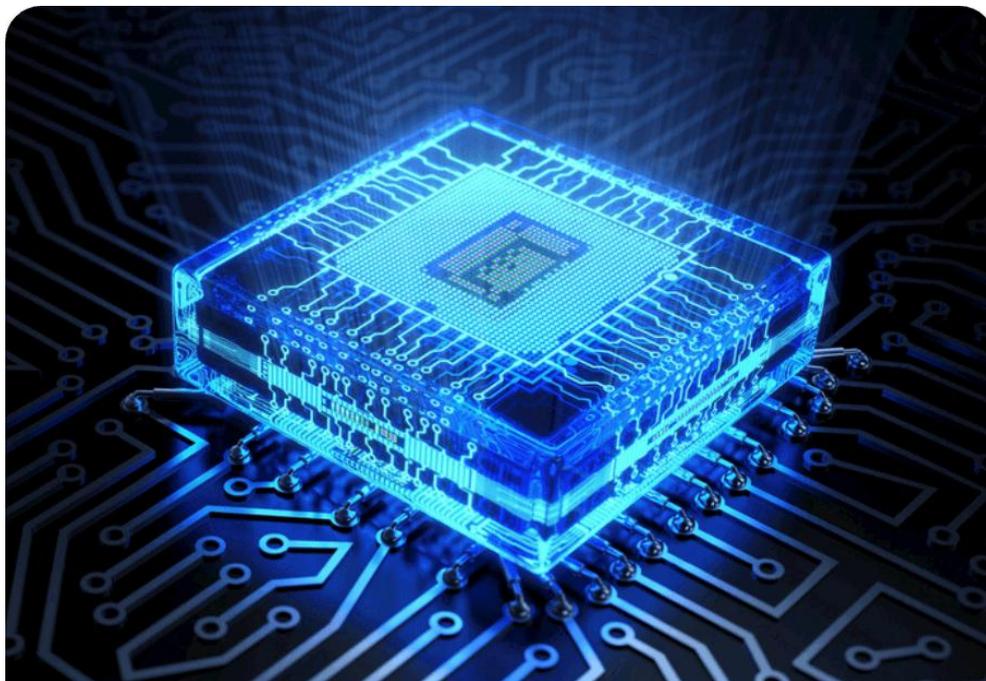
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**国产高端芯片量产将推动高端芯片测试需求。**2018 年以后, 国产 SoC 主控芯片、CPU、GPU、AI、FPGA 等各类高端芯片经过研发迭代、持续升级, 部分产品已经进入量产阶段, 未来几年有望陆续进入大规模量产, 对应的高端芯片测试需求也将增长, 测试要求也将提高, 近几年测试行业针对高算力芯片和 Chiplet 芯片的测试难点进行了创新。

- 高算力芯片通常指的是能够提供高计算性能的集成电路, 通常用于数据中心、高性能计算、人工智能应用、图形处理、超级计算机等领域, 以支持复杂的计算任务和实时数据分析等。高算力芯片的测试难点主要体现在高性能运算需要的数据仪表高速数据吞吐, 大测试向量深度, 以及测试过程中产生的高功耗, 瞬间大电流的测试以及相应产生的芯片散热, 高精度的温度控制等测试难点及挑战。针对高算力芯片的测试难点, 部分测试厂商优化了算法, 降低了对测试硬件特别是存储深度的需求, 提高了测试效率, 降低了测试成本。

通过优化主被动散热系统设计，提高了温度控制的精度，有效的降低了测试过程中芯片核心温度的变化幅度，提高了测试准确度和有效性，降低了测试成本。

图14: 鲲鹏 920 处理器

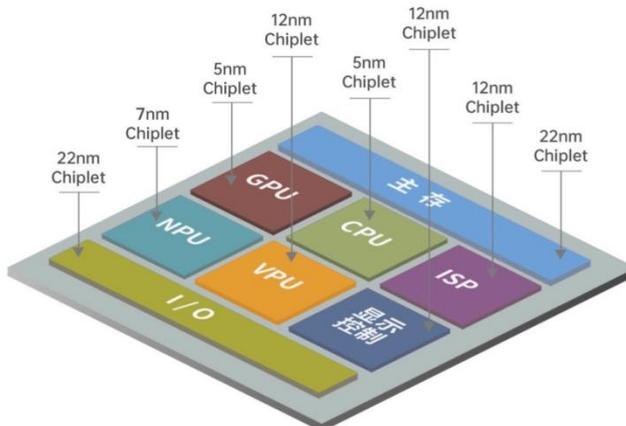


资料来源：海思官网，国信证券经济研究所整理

- Chiplet 为短期内破局先进制程限制提供了一种新的可能，但 Chiplet 将一颗大的 SoC 芯片拆分成多个芯粒，因此其相较于测试完整芯片难度更大，尤其是当测试某些并不具备独立功能的 Chiplet 时，测试程序更为复杂。众多芯粒的测试需要在晶圆阶段完成，这就需要更多的探针来同时完成测试。特别是对于 3D IC 来说，从外部来看，其内部就是一个“黑盒子”，测试探针只能通过表面的一些点来获取有限的的数据量，这对 3D IC 的分析测试带来了很大的挑战。同时，为了提升合封后的整体良率，Chiplet 也对测试和质量管控提出了更高的要求，包括互连线路的信号质量验证、互操作性功能验证、测试覆盖率等考虑，此外也对晶圆级 CP 与 Chiplet 合封后成品 FT 测试流程和测试设备提出更高挑战。

针对于高性能 Chiplet 芯片的测试难点，测试行业创新性的开发了多种测试方案来满足相应需求：针对高性能 Chiplet CPU 芯片成品测试，可以使用高端测试机配合适当的高性能测试接口板实现完整的测试。针对高性能 Chiplet PMIC（电源管理芯片）芯片成品测试，可以使用高端的模拟测试板卡配合合适的测试接口板设计来完成完整测试。此外针对不同型号 Chiplet 小芯片相互连接的信号质量，相互操作性等测试难点，部分测试厂商开发了 SLT 的综合测试方案，建立了对应的测试模块库，对于高性能 Chiplet 芯片的成品测试所属的相关项目设计相应的测试方案，提高了测试的整体覆盖率，完整覆盖了产品的需求。

图15: 基于 Chiplet 的异构架构应用处理器示意图

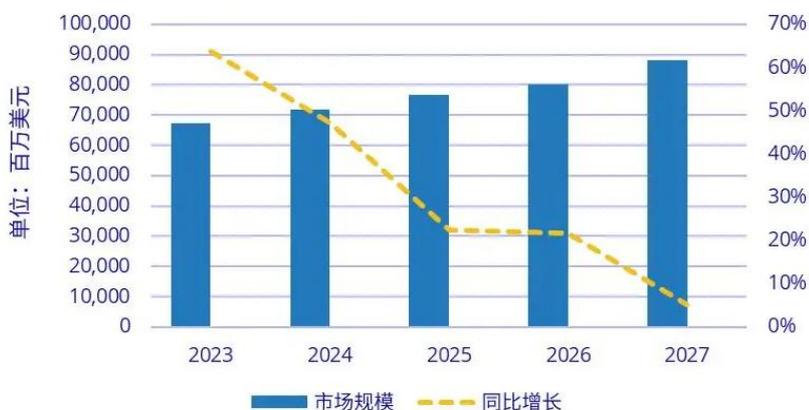


资料来源：芯原股份公告，国信证券经济研究所整理

**“高可靠性测试” 受益于车规级芯片国产化趋势。**车规级芯片是专门为汽车电子系统设计和制造的集成电路，汽车电动化和智能化推动了车规级芯片的用量，从而增加了车规级芯片测试需求。车规级芯片与普通商用芯片的主要区别在于其更高的可靠性、安全性和耐久性要求。对于按照国际标准（美国制定的汽车电子标准）Grade-0&1 类的产品来说，需要产品的缺陷率为 0。面对车规级芯片“0 缺陷”的要求，传统的测试技术存在各种的覆盖率的缺陷或者稳定性和可靠性风险，车规级芯片对可靠性的要求十分苛刻，其测试过程需要使用三温探针台、三温分选机和老化测试设备，因此又被称为“高可靠性测试”。

为了满足车规级芯片的测试需求，部分测试厂商建立了一整套高稳定验证的老化测试技术和方案，配置了高可靠性测试相对应的高、中、低功耗老化平台，并对应提出了对车规级芯片完整的管控流程，提高了测试的覆盖率，增强了可靠性缺陷的检测能力。通过完善的测试流程管控和数据分析，在人机料法环多个维度的系统升级，加强车规芯片测试的量产稳定性，实现“0 缺陷”的测试需求。

图16: 全球汽车半导体市场规模



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

2023 年半导体行业周期下行,对第三方测试需求降低,2024 年行业进入上行周期,测试需求有所恢复,上半年公司实现收入 4.30 亿元,同比增长 37.85%。公司产品主要包括晶圆测试、芯片成品测试和其他,我们的盈利预测基于以下假设条件:

**晶圆测试:** 2024 年上半年收入 2.35 亿元,同比增长 21.63%,占比 54.7%,毛利率 33.42%。随着半导体周期进入上行阶段以及国产高端芯片的需求增加,我们预计 2024-2026 年公司晶圆测试收入增速分别为+30%/+28%/+25%,随着产能利用率提高和高端产品占比提升,毛利率分别为 36%/38%/40%。

**芯片成品测试:** 2024 年上半年收入 1.48 亿元,同比增长 46.12%,占比 34.5%,毛利率 20.38%。随着半导体周期进入上行阶段以及国产高端芯片的需求增加,我们预计 2024-2026 年公司芯片成品测试收入增速分别为+32%/+26%/+23%,随着产能利用率提高和高端产品占比提升,毛利率分别为 22%/24%/25%。

**其他:** 为了更好地服务客户、增强客户粘性,公司还会向客户提供测试设备租赁、测试辅材的销售等服务。2024 年上半年收入 0.46 亿元,同比增长 173%,占比 10.8%,毛利率 29.98%。随着半导体周期进入上行阶段以及公司测试业务的增长,我们预计 2024-2026 年公司其他收入增速分别为+100%/+50%/+30%,毛利率分别为 31%/32%/32%。

综上所述,预计公司 2024-2026 年营收分别为 9.97/12.92/16.14 亿元,同比+35.38%/+29.54%/+24.95%,毛利率为 30.97%/32.90%/34.39%。

表2: 公司业务拆分预估和主要费率预估

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>晶圆测试</b>	收入(百万元)	421.98	442.51	575.26	736.34	920.42
	YOY	53.81%	4.87%	30.00%	28.00%	25.00%
	占比	57.57%	60.08%	57.69%	57.01%	57.03%
	毛利率	56.51%	42.84%	36.00%	38.00%	40.00%
<b>芯片成品测试</b>	收入(百万元)	280.47	244.42	322.63	406.52	500.02
	YOY	41.82%	-12.85%	32.00%	26.00%	23.00%
	占比	38.26%	33.19%	32.36%	31.47%	30.98%
	毛利率	36.88%	30.14%	22.00%	24.00%	25.00%
<b>其他</b>	收入(百万元)	30.57	49.59	99.18	148.77	193.40
	YOY	45.36%	62.22%	100.00%	50.00%	30.00%
	占比	4.17%	6.73%	9.95%	11.52%	11.98%
	毛利率	46.22%	47.81%	31.00%	32.00%	32.00%
<b>合计</b>	收入(百万元)	<b>733.02</b>	<b>736.52</b>	<b>997.08</b>	<b>1291.63</b>	<b>1613.84</b>
	YOY	<b>48.64%</b>	<b>0.48%</b>	<b>35.38%</b>	<b>29.54%</b>	<b>24.95%</b>
	毛利率	<b>48.57%</b>	<b>38.96%</b>	<b>30.97%</b>	<b>32.90%</b>	<b>34.39%</b>
<b>销售费率</b>		2.31%	3.26%	3.20%	3.10%	3.00%
<b>管理费率</b>		4.69%	7.12%	6.66%	6.13%	5.60%
<b>研发费率</b>		9.44%	14.09%	14.00%	12.00%	11.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

## 未来 3 年业绩预测

**研发费率：**随着半导体周期上行和公司收入增长，我们认为研发费率将逐步下降，假设 2024-2026 年研发费率分别为 14%/12%/11%。

**管理费率：**随着半导体周期上行和公司收入增长，我们认为管理费率将逐步下降，假设 2024-2026 年管理费率分别为 6.66%/6.13%/5.60%。

**销售费率：**随着半导体周期上行和公司收入增长，我们认为销售费率将逐步下降，假设 2024-2026 年销售费率分别为 3.2%/3.1%/3.0%。

表3: 未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	737	997	1292	1614
营业成本	450	688	867	1059
销售费用	24	32	40	48
管理费用	52	66	79	90
研发费用	104	140	155	178
财务费用	37	39	54	55
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
营业利润	96	44	108	193
利润总额	96	44	108	193
归属于母公司净利润	118	49	102	183
EPS (摊薄)	1.04	0.43	0.90	1.61
ROE (摊薄)	5%	2%	4%	7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上，我们预计 2024-2026 年公司营收同比增长+35.38%/+29.54%/+24.95%至 9.97/12.92/16.14 亿元，归母净利润同比增长-58.52%/+109.02%/+79.23%至 0.49/1.02/1.83 亿元。

## 盈利预测的情景分析

我们对盈利预测进行情景分析，以前述假设为中性预测，乐观预测将营收增速和毛利率分别提高 5pct 和 2pct；悲观预测将营收增速和毛利率分别降低 5pct 和 2pct。

表4: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	733	737	1034	1391	1808
(+/-%)	48.64%	0.48%	40.38%	34.54%	29.95%
毛利率	48.57%	38.96%	32.97%	34.90%	36.39%
归母净利润(百万元)	243	118	74	140	246
(+/-%)	84.09%	-51.51%	-36.89%	88.12%	75.74%
摊薄 EPS	2.79	1.04	0.65	1.23	2.16
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	733	737	997	1292	1614
(+/-%)	48.64%	0.48%	35.38%	29.54%	24.95%
毛利率	48.57%	38.96%	30.97%	32.90%	34.39%
归母净利润(百万元)	243	118	49	102	183

(+/-%)	84.09%	-51.51%	-58.52%	109.02%	79.23%
摊薄 EPS (元)	2.79	1.04	0.43	0.90	1.61
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	733	737	960	1196	1434
(+/-%)	48.64%	0.48%	30.38%	24.54%	19.95%
毛利率	48.57%	38.96%	28.97%	30.90%	32.39%
归母净利润(百万元)	243	118	25	69	129
(+/-%)	84.09%	-51.51%	-78.79%	174.15%	88.54%
摊薄 EPS	2.79	1.04	0.22	0.60	1.14
总股本(百万股)	87	113	114	114	114

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好半导体周期上行和国产高端芯片、车规级芯片需求增长对第三方测试的需求，预计2024-2026年公司营收同比增长+35.38%/+29.54%/+24.95%至9.97/12.92/16.14亿元，归母净利润同比增长-58.52%/+109.02%/+79.23%至0.49/1.02/1.83亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

### 市场风险

**集成电路行业增速降低的风险：**2022年下半年以来，以消费电子为代表的部分芯片的需求整体处于下滑的趋势，相关设计公司因其库存较高而处在去库存的阶段。尽管公司集成电路测试产品用途的覆盖范围包括汽车电子、工业控制、消费电子等多种产品，且公司持续增大高端测试产能的投入，同时继续重视研发投入，紧跟行业发展步伐，抗行业波动能力相对较强，但如果集成电路行业整体增长减缓甚至停滞，将对公司业绩造成不利影响。

**集成电路测试行业竞争加剧的风险：**随着集成电路测试需求的不断扩大，独立第三方测试企业和封测企业等各类测试服务商继续扩大产能、增加投入，市场竞争变得日趋激烈。若公司未来无法在上述几个方面不断缩小与封测企业和独立第三方测试头部企业之间的差距，将有可能在竞争中处于不利地位。

### 经营风险

**进口设备依赖的风险：**公司现有机器设备以进口设备为主，主要供应商包括Advantest（爱德万）、Teradyne（泰瑞达）、Semics等国际知名测试设备厂商。公司进口设备主要是测试机、探针台、分选机及相关配件，是公司测试业务的关键设备。截至目前，公司现有进口设备及募集资金投资项目所需进口设备未受到管制。若未来国际贸易摩擦特别是中美贸易冲突加剧，美国进一步加大对半导体生产设备的出口管制力度和范围，从而使公司所需的测试设备出现进口受限的情形，将对公司生产经营产生不利影响。

**技术更新不及时与研发失败风险：**随着集成电路行业自身的发展以及下游产品更新迭代的速度加快，高性能、多功能的复杂SoC以及各类先进架构和先进封装芯片（Chiplet、Sip等）渐成主流，公司研发的测试方案需要不断满足高端芯片对测试的有效性、可靠性、稳定性以及经济性的需求，研发难度大大增加。此外，客户的测试需求也在不断变化，各类定制化要求层出不穷，公司要随之更新测试技术以适应市场的变化。如果公司未能在技术研发上持续投入，未能吸引和培养更加优秀的技术人才，可能存在研发的测试方案或开发的测试技术不能达到新型芯片产品的测试指标，导致研发失败的风险，进而对公司的经营造成不利影响。

**研发与技术人才短缺或流失的风险：**集成电路测试行业属于技术密集型产业，测试方案开发、测试量产都依赖于理论知识和工程经验丰富的技术人员。目前，与广阔的市场空间相比，专业测试研发技术人员相对匮乏。此外，同行业竞争对手可能通过更优厚的待遇吸引公司技术人才，同时，公司可能会受其他因素影响导致技术人才流失。上述情况将对公司测试方案的研发以及测试技术能力、测试技术人才的储备造成不利影响，进而对公司的盈利能力产

生一定的不利影响。

## 财务风险

**主营业务毛利率下降的风险：**公司主营业务毛利率与产能利用率、测试设备折旧、人力成本、市场供需关系等经营层面变化直接相关。同时，由于公司测试平台及配置种类较多，不同平台和配置的单价及成本差异较大，因此平台和配置的结构变化也会对公司主营业务毛利率产生较大影响。若未来上述因素发生不利变化比如产能利用率下降、设备折旧增加、人力成本上升或市场需求萎缩导致服务价格下降、成本上升，则公司主营业务毛利率可能出现下降的风险。

**投入资金不足的风险：**集成电路测试行业属于资本密集型的重资产行业，测试产能规模是测试企业核心竞争力的重要体现之一。在对行业发展趋势保持清晰认知的基础上，公司为了维持自身核心竞争力需持续扩大测试设备规模，从而保证测试产能的充足，满足客户的不同测试需求。因此，公司需不断购置测试机、探针台和分选机等测试设备。与此同时，公司购置的测试机中，绝大部分是采购价格相对昂贵、交付周期相对较长的高端测试机，高端测试机对公司持续满足客户需求、公司自身测试相关的研发等方面都有着较大的影响，因此，如果公司未来融资渠道、融资规模受限，导致发展资金短缺，可能对公司的持续发展和市场地位造成不利影响。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	648	252	252	252	252	营业收入	733	737	997	1292	1614
应收款项	249	328	328	425	531	营业成本	377	450	688	867	1059
存货净额	5	5	8	9	12	营业税金及附加	1	2	2	3	4
其他流动资产	745	270	327	390	460	销售费用	17	24	32	40	48
<b>流动资产合计</b>	<b>1647</b>	<b>855</b>	<b>914</b>	<b>1076</b>	<b>1255</b>	管理费用	34	52	66	79	90
固定资产	1426	2478	3072	3275	3224	研发费用	69	104	140	155	178
无形资产及其他	32	41	39	38	36	财务费用	34	37	39	54	55
其他长期资产	280	234	234	234	234	投资收益	1	14	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3385</b>	<b>3608</b>	<b>4259</b>	<b>4623</b>	<b>4749</b>	其他	43	14	13	12	10
短期借款及交易性金融负债	272	252	293	481	315	营业利润	245	96	44	108	193
应付款项	93	227	363	446	577	营业外净收支	(0)	(0)	0	(0)	(0)
其他流动负债	46	45	68	84	107	<b>利润总额</b>	<b>245</b>	<b>96</b>	<b>44</b>	<b>108</b>	<b>193</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>411</b>	<b>523</b>	<b>723</b>	<b>1010</b>	<b>999</b>	所得税费用	1	(22)	(4)	5	10
长期借款及应付债券	476	477	877	877	877	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	118	149	149	149	149	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>243</b>	<b>118</b>	<b>49</b>	<b>102</b>	<b>183</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>595</b>	<b>626</b>	<b>1026</b>	<b>1026</b>	<b>1026</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1006</b>	<b>1149</b>	<b>1750</b>	<b>2037</b>	<b>2026</b>	净利润	243	118	49	102	183
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	5	0	0	0	0
股东权益	2379	2459	2509	2586	2723	折旧摊销	114	213	308	399	452
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3385</b>	<b>3608</b>	<b>4259</b>	<b>4623</b>	<b>4749</b>	公允价值变动损失	0	(0)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	40	42	39	54	55
每股收益	2.79	1.04	0.43	0.90	1.61	营运资本变动	(57)	105	101	(64)	(24)
每股红利	0.85	0.32	0.11	0.22	0.40	其他	154	(16)	(39)	(54)	(55)
每股净资产	27.28	21.69	22.04	22.72	23.92	<b>经营活动现金流</b>	<b>500</b>	<b>463</b>	<b>458</b>	<b>437</b>	<b>611</b>
ROIC	12%	5%	2%	4%	6%	资本开支	(802)	(1222)	(900)	(600)	(400)
ROE	10%	5%	2%	4%	7%	其它投资现金流	(666)	536	0	0	0
毛利率	49%	39%	31%	33%	34%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1469)</b>	<b>(685)</b>	<b>(900)</b>	<b>(600)</b>	<b>(400)</b>
EBIT Margin	32%	14%	7%	11%	15%	权益性融资	1341	0	14	0	0
EBITDA Margin	48%	43%	38%	42%	43%	负债净变化	310	1	400	0	0
收入增长	49%	0%	35%	30%	25%	支付股利、利息	(22)	(104)	(12)	(26)	(46)
净利润增长率	84%	-52%	-59%	109%	79%	其它融资现金流	(156)	(69)	41	188	(165)
资产负债率	30%	32%	41%	44%	43%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1473</b>	<b>(173)</b>	<b>442</b>	<b>163</b>	<b>(211)</b>
息率	1.7%	0.8%	0.3%	0.6%	1.0%	<b>现金净变动</b>	<b>505</b>	<b>(396)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	14.0	37.4	90.6	43.3	24.2	货币资金的期初余额	143	648	252	252	252
P/B	1.4	1.8	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	648	252	252	252	252
EV/EBITDA	12.6	17.5	16.4	11.8	9.4	企业自由现金流	(512)	(773)	(416)	(124)	251
						权益自由现金流	(358)	(842)	(18)	12	34

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032