

广东利扬芯片测试股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【945】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

广东利扬芯片测试股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
利扬转债	A+	A+

评级观点

本次等级的评定是考虑到：广东利扬芯片测试股份有限公司（以下简称“利扬芯片”或“公司”，股票代码：688135.SH）维持一定规模的设备投入，并向晶圆磨切等业务小规模延伸，进一步丰富了公司技术服务的类型，且经营活动现金流表现较好。同时中证鹏元也关注到集成电路测试行业竞争激烈，公司订单结构性变化拖累业绩表现，且持续扩充产能将面临一定的产能消化及资金压力，债务规模快速增长以及核心设备依赖进口等风险因素。

评级日期

2025 年 7 月 24 日

联系方式

项目负责人：董斌
dongb@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	25.64	25.93	20.74	16.94
归母所有者权益	11.11	11.07	11.23	10.79
总债务	12.36	12.76	7.21	4.39
营业收入	1.30	4.88	5.03	4.52
净利润	-0.07	-0.59	0.25	0.32
经营活动现金流净额	0.43	2.04	1.96	2.60
净债务/EBITDA	--	4.74	3.15	1.28
EBITDA 利息保障倍数	--	4.37	9.65	18.60
总债务/总资本	52.31%	53.21%	38.85%	28.75%
FFO/净债务	--	10.37%	21.63%	65.68%
EBITDA 利润率	--	36.37%	39.71%	39.18%
总资产回报率	--	-0.93%	1.50%	2.29%
速动比率	1.43	1.65	0.82	1.42
现金短期债务比	1.23	1.60	0.41	1.29
销售毛利率	22.78%	20.90%	30.33%	37.24%
资产负债率	56.06%	56.74%	45.26%	35.84%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **公司持续扩大测试产能，具备一定的测试产能规模及平台优势，并向产业链延伸业务范围。**2024 年公司重点推进本期债券募投项目及上海测试中心建设，芯片成品测试产能与晶圆测试产能继续增长，其中新增产能以高可靠性芯片三温测试产能为主，可满足多种高可靠性芯片测试需求；此外公司向晶圆磨切等业务领域小规模投资，可满足全系列晶圆切割需求，进一步丰富了技术服务类型，将有助于协同集成电路测试业务发展。
- **测试服务类型多样，并继续与优质客户保持良好合作。**公司可测试的芯片类型广泛，在高算力、工业控制、5G 通信、特种芯片等订单下降的情况下，通过消费类及车规类客户测试需求的释放一定程度上弥补了单一领域收入下降的影响。同时，公司继续与汇顶科技、全志科技等企业保持良好的合作关系。
- **经营活动现金流表现较好。**2024 年公司消费类相关芯片测试收入同比大幅增长，经营活动现金流净流入 2.04 亿元，同比有所增长。

关注

- **较多集成电路产业链厂商均布局测试业务，行业竞争压力较大。**不同主体的晶圆测试（简称 CP）、芯片成品测试（简称 FT）业务技术特点和竞争优势各不相同，其中封测一体化厂商、晶圆代工厂具备获客便利优势，IDM 和芯片设计厂商主要测试资产芯片、技术针对性更强，近年中国大陆第三方专业测试厂商陆续通过资本市场融资扩充产能，未来行业竞争压力或加剧。
- **订单结构性变化等因素拖累业绩表现，经营压力较大。**2024 年受高算力、工业控制、5G 通信、特种芯片等订单下滑影响，公司测试服务均价出现较大幅度下降；同时新增产能折旧上升，2024 年公司销售毛利率下滑较多，短期内对公司利润形成压力。若未来下游需求无法持续改善，或行业竞争加剧，导致公司产能后续无法顺利消化，盈利能力存在进一步弱化压力。
- **在建产能资本投入较大，未来杠杆水平或将进一步上升。**2024 年公司发行本期债券后，短期偿债压力得到一定程度缓解；但随着产能扩张持续消耗账面现金类资产，2025 年 3 月末公司流动性比率整体呈下降趋势，且在建的上海和东莞测试中心资本投入较大，自由活动现金流持续净流出，公司未来仍将依赖外部融资弥补资金缺口。
- **核心测试设备依赖进口且采购集中度高。**公司测试设备绝大多数源于日本等国、且供应商较为集中，若未来国际贸易环境恶化，公司可能面临设备采购限制和外资客户需求下降等风险，进而导致生产受限、订单减少、成本增加，对业务和经营产生不利影响。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司积累了较多的测试平台和优质的客户资源，预计业务可持续性较好。

同业比较（单位：亿元）

指标	京元电子 (中国台湾)	矽格 (中国台湾)	伟测科技	利扬芯片	华岭股份
资产总计	193.28	88.35	49.19	25.93	13.17
资产负债率	48.44%	41.85%	46.76%	56.74%	16.53%
营业收入	59.59	40.77	10.77	4.88	2.76
销售毛利率	34.79%	26.11%	37.11%	20.90%	22.01%
净利润	17.34	6.18	1.28	-0.59	-0.15

应收账款周转天数（天）	90.50	81.24	110.60	114.13	104.15
-------------	-------	-------	--------	--------	--------

注：（1）以上各指标均为 2024 年数据；（2）京元电子、矽格财务数据采用历史汇率折算为人民币。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					A+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
利扬转债	5.20	4.86	2024-5-27	2030-7-2

注：债券余额系 2025 年 7 月 7 日数据。

一、 债券募集资金使用情况

公司于2024年7月公开发行6年期5.20亿元可转换公司债券，计划用于东城利扬芯片集成电路测试项目的建设及补充流动资金。截至2024年12月31日，“利扬转债”募投项目已累计投入募集资金2.62亿元，使用暂时闲置募集资金用于购买银行理财产品金额合计1.20亿元，“利扬转债”募集资金专户余额2.29亿元。

二、 发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人、董监高人员未发生变更，股本略有变化。截至2025年3月末，公司控股股东和实际控制人为黄江，通过直接及间接方式合计持有、控制公司股份比例为30.43%，实际控制人无股权质押情况，股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司仍作为国内独立第三方集成电路测试服务商，提供集成电路测试方案开发、晶圆测试服务、芯片成品测试服务以及与集成电路测试相关的配套服务。2024年公司新设立2家子公司，纳入合并范围，截至2024年末，公司合并范围的子公司共12家，具体如附录三所示。

表1 2024年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2024年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
珠海市利扬微电子有限公司	100%	500	集成电路测试业	设立
东莞市利扬微电子有限公司	100%	5,000	集成电路测试业	设立
2、2024年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
无				

资料来源：2024年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进

一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

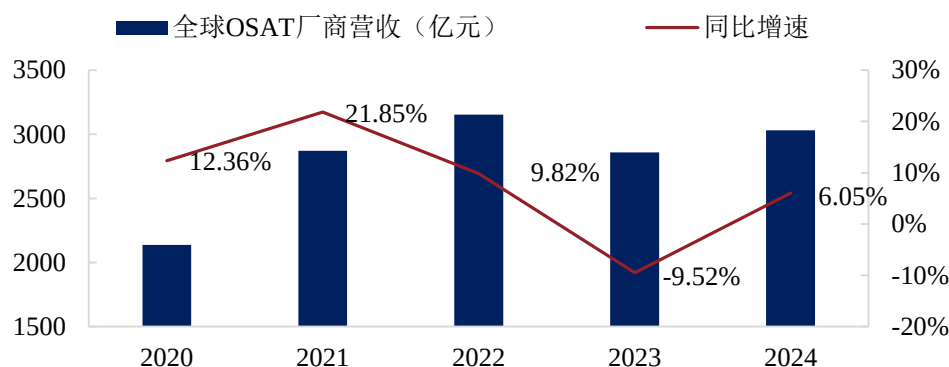
行业环境

2024年以来全球集成电路行业规模恢复增长，其中受益于先进封装扩产，中国大陆封测产业增长亮眼，且技术要求日益提升；目前内资独立测试厂商尚处于发展初期，专业分工深化及高端测试需求提升有望助力其市占率提升

集成电路行业实现结构性增长，未来AI和智能驾驶等将成为增长主要驱动力。根据世界集成电路协会报告，2024年全球半导体市场预计达到6,202亿美元，同比增长17%。作为全球最大的电子装备制造地区，中国大陆仍然是全球最大集成电路单一市场，2024年中国大陆集成电路市场规模为1,865亿美元，占全球半导体市场份额30.1%。从产品结构看，逻辑芯片和存储芯片分别增长21%和61.3%，而分立器件、光电器件、传感器和模拟芯片预计下滑2%-10%。从应用领域看，计算及通信是半导体产业主要两大增量市场，分别增长18.4%和17.9%；汽车市场排于第三，同比增长16.7%。未来人工智能和自动驾驶等将成为全球半导体市场的重要增长极，同时大容量、高速率存储、第三代半导体产业将加速发展。

全球封测产业营收恢复增长，其中内资厂商增长表现亮眼，未来先进封装渗透率提升将对封测环节提出更高技术要求。根据Gartner统计，封测行业中封装环节价值占比为80%-85%、测试环节价值占比为15%-20%。根据芯思想研究院的调研，2024年全球委外封测（简称OSAT）营业收入合计3,032亿元；成为继2022年3,154亿元之后的第二高纪录。根据TrendForce报告，2024年全球前十大封测厂合计营收为415.6亿美元、同比增长3%，其中受消费电子、汽车与工业应用复苏相对缓慢使得相关封测订单回升有限、行业竞争使得亚洲市场价格竞争加剧和部分客户推动测试自制化等因素影响，全球行业龙头日月光、安靠营收同比下滑；而长电科技、华天科技和通富微电等中国大陆OSAT龙头依托于先进封装产能扩产和部分客户订单转移，营业收入增速在全球前十大OSAT厂商中表现亮眼。封测业已从传统制造业转变为高度技术整合与研发导向的行业，未来具备先进封装能力和高端芯片测试方案开发能力的OSAT厂商将根据竞争优势。

图1 2024年以来全球 OSAT 营业收入恢复增长



资料来源：芯思想研究院，中证鹏元整理

集成电路测试行业参与者众多，其中独立第三方测试厂商在境内渗透率仍较低，随着专业分工深化及高端测试需求提升，内资独立测试厂商的市场份额有望提升。各类厂商的技术特点不同，体现出不同的竞争优劣势。中国台湾是最早形成规模化的独立第三方测试产业的地区，其拥有的第三方测试企业在数量、规模、技术和市场份额上均处于全球领先地位。根据中国台湾半导体产业协会统计，2023年规模最大的京元电子、欣铨、矽格三家独立测试厂商在中国台湾地区测试市场的占有率约为 33%。中国大陆的独立第三方测试产业起步较晚，2024年内资最大的三家独立第三方测试企业境内的测试市场规模仅为 18.41亿元人民币，渗透率仍处于相对较低水平。2024年5月京元电子将其在中国大陆的核心子公司京隆科技股权出售给通富微电、苏州工业园区产业投资基金（有限合伙）等企业，此出售行为或将为内资企业提供更多发展空间和赶超机会。未来随着测试产业链国产化进程加快、高端测试需求回流，内资独立第三方测试的市场规模还有很大提升空间。

表2 不同类型测试服务厂商业务特点

厂商类型	测试服务特点	代表企业
封测一体化厂商	主业聚焦专业封装，配套进行芯片测试，在测试订单获取方面存在便利	台资的日月光等、美资的安靠（Amkor）等；内资的长电科技、华天科技、通富微电等
晶圆代工厂	晶圆测试主要满足晶圆交付必须的允收测试及部分特殊产品的测试需求	中芯国际、华虹公司、盛合晶微等
第三方测试服务厂商	符合集成电路专业化分工趋势，在测试专业度和测试效率方面具备一定优势	台资的京元电子、矽格、欣铨等；内资的伟测科技、利扬芯片、华岭股份等

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

四、经营与竞争

受下游订单结构性变化影响，2024年公司营业收入及毛利率均出现不同程度下降。跟踪期内，公司收入仍主要来源于芯片成品测试及晶圆测试业务，受益于消费类（如 SoC、AIoT、存储、卫星通信等）及车规类客户测试需求增加，2024年相关芯片测试收入同比大幅增长，但高算力、工业控制、5G 通信、特种芯片等测试订单下降，当期公司营业收入同比出现下降。由于公司前期布局产能释放带来的固定资产折旧规模上升及消费类芯片辅料用量增加，2024年销售毛利率整体下滑较多。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
芯片成品测试	2.64	53.99%	23.32%	2.97	59.12%	34.42%
晶圆测试	1.87	38.27%	19.92%	1.88	37.29%	22.79%
其他收入	0.38	7.74%	8.81%	0.18	3.58%	41.27%
合计	4.88	100.00%	20.90%	5.03	100.00%	30.33%

注：其他收入中包含晶圆磨切、治具销售和测试设备租赁收入。

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司持续扩充测试产能，并围绕测试主业向产业链延伸，形成了一定的产能规模及测试平台优势，但同时也面临一定的产能消化及建设资金压力

公司持续推动测试产能建设，具备一定的测试产能规模及平台优势。2024年，公司重点推进本期债券募投项目及上海测试中心建设，目前公司已拥有东莞和上海两个测试中心，2024年末公司的芯片成品测试产能、晶圆测试产能同比分别增长8.48%、7.10%，其中新增产能以高可靠性芯片三温测试产能为主，可满足各种高可靠性芯片（包括GPU、CPU、AI、FPGA、车规芯片等）的量产化测试需求，包括ATE测试、SLT 测试、老炼测试等；此外，公司生产基地分别覆盖粤港澳大湾区和长三角，在地理上贴近半导体产业中心，一方面毗邻终端客户提供服务，同时也贴近前端晶圆和封装实现快速响应。

公司围绕测试主业向晶圆磨切等业务小规模投资，有助于协同集成电路测试业务发展，但该等业务尚处于起步阶段，需持续关注其对利润的影响。公司于2024 年 1 月成功完成晶圆激光隐切等系列技术工艺的调试并进入量产阶段，同时持续购入晶圆切割设备、晶圆研磨设备等，以满足全系列晶圆切割需求，有助于协同集成电路测试业务发展，截至2024年末公司晶圆磨切服务已投入资金0.95亿元。但公司晶圆磨切服务尚处于起步增长阶段，2024年相关收入仅849万元，且投入生产设备形成的折旧摊销较大，导致该业务毛利率大额为负，预计中短期内仍将对利润形成拖累。此外，为深化和上海叠铖光电科技有限公司¹（以下简称“叠铖光电”）战略合作关系，公司于2024年出资 1,000 万元，获得叠铖光电 1.82%股权。同年8月，公司子公司上海光瞳芯微电子有限公司（以下简称“光瞳芯”）与叠铖光电签订战略合作协议，约定由光瞳芯独家为叠铖光电提供超宽光谱叠层图像传感芯片的晶圆异质叠层以及测试等工艺技术服务，但短期内对公司收入贡献有限。

公司产能利用率有待改善，同时面临一定的建设资金压力。跟踪期内公司来自消费类订单增长较多，带动产能利用率提升，但该等订单单价相对较低且带来的辅料成本较多，对毛利率形成一定不利影响。未来新建产能投产后能否顺利消化受行业周期性波动、客户导入等多种因素影响而具有不确定性。此外，截至2025年3月末公司主要项目规划总投资规模较大，除部分资金来源于本期债券外，仍有较大资金缺口，

¹ 叠铖光电成立于 2021 年 10 月，主要从事“全天候超宽光谱图像传感器芯片”的开发，产品可应用于足辅助/自动驾驶、机器人眼睛的高精度和宽光谱智能识别，当前尚处于产品验证阶段，收入规模较小。

未来随着项目持续推进，将给供给带来一定的建设资金压力。

表4 公司晶圆测试和芯片成品测试产量及产能利用率情况

产品	项目	2024 年	2023 年
芯片成品测试	产能（小时）	2,655,312	2,447,808
	产量（小时）	1,330,472	1,070,275
	产能利用率	50.11%	43.72%
晶圆测试	产能（小时）	2,804,736	2,618,880
	产量（小时）	1,953,897	1,571,090
	产能利用率	69.66%	59.99%

资料来源：公司提供

表5 截至 2025 年 3 月末本期债券募投项目建设情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设内容
东城利扬芯片集成电路测试项目	13.15	3.54	新建 16,173.72 平方米的厂房，购置分选机、探针台、测试机等先进测试设备，项目建设完成后将新增 1,007,424.00 小时 CP 测试服务、1,146,816.00 小时 FT 测试服务产能
合计	13.15	3.54	-

注：已投资额仅为设备投入金额，不包括厂房等基础设施建设投入。

资料来源：公司提供

公司测试服务覆盖多个应用领域，但客户结构变化较大，测试服务价格下降、折旧增加导致毛利率下降较多；若未来需求发生不利波动或竞争加剧，将对公司盈利造成不利影响

公司测试服务类型和应用领域多样，但需关注行业竞争、需求波动对盈利的影响。公司可测试芯片类型广泛，涵盖消费类（如 SoC、AIoT、存储、卫星通信等）、车规级、高算力、工业控制、5G 通信、特种芯片等众多领域。中证鹏元注意到，2024 年以来消费类产品销量规模增长较快，公司测试服务均价下降较多，一定程度影响了公司的毛利率水平。若未来高算力、工业控制、特种芯片等需求领域复苏持续缓慢，或者行业竞争加剧，或将使得测试服务收入增长放缓或下降，这将对公司盈利造成不利影响。

表6 公司晶圆测试和芯片成品销售单价

服务类别	2024 年		2023 年	
	金额	涨幅	金额	涨幅
晶圆测试（元/片）	316.10	-22.09%	405.73	31.51%
成品测试（元/千片）	144.61	-26.16%	195.85	6.78%

资料来源：公司提供

公司客户集中度适中，但客户结构波动较大，需关注下游需求结构性变动对客户稳定性的影响。公司面向的客户群主要为集成电路设计领域的知名客户，与汇顶科技（603160.SH）、全志科技（300458.SZ）等众多行业内知名的芯片设计企业建立了长期的合作关系。2024 年随着下游消费类芯片需求增长，部分客户销售额增长较快，但高算力、特种芯片等客户需求下降较多，综合影响下公司前五大客户发生变动。

表7 报告期内公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年度	客户名称	销售金额	销售占比
2024 年	客户 A	5,711.77	11.70%
	客户 B	3,961.12	8.11%
	客户 C	3,635.66	7.45%
	客户 D	3,597.88	7.37%
	客户 E	3,193.87	6.54%
	合计	20,100.30	41.17%
2023 年	客户 B	8,173.35	16.25%
	客户 F	4,293.71	8.53%
	客户 A	3,062.07	6.09%
	客户 G	3,054.37	6.07%
	客户 C	2,953.82	5.87%
	合计	21,537.32	42.81%

资料来源：公司提供

公司核心测试设备依赖进口，且供应商集中高，未来需关注半导体相关设备的出口管制及供应商价格上涨所带来的经营风险

公司供应商集中度较高，核心设备依赖进口，不利于分散经营风险。2024年来公司维持一定规模设备投资，其中针对Advantest Corporation（日本企业）的采购金额占比较高。目前公司产能扩张所需进口的测试设备尚未受到进口管制及使用限制，但考虑到当前集成电路产业链的国际贸易环境较为复杂，若未来关税、出口限制等贸易政策发生恶化，公司可能面临设备采购限制等风险，进而导致公司生产受限、订单减少、成本增加，对公司的业务和经营产生不利影响。

2024年度公司营运效率相对稳定。公司直接材料成本占营业成本比重较低，存货周转对营运效率影响不大；2024年以来下游消费类需求同比有所回暖，但回款效率略有下降；2024年以来公司持续推动本期债券募投项目建设，期末应付设备采购、基建工程款项规模同比增长。综合影响下，2024年度公司净营业周期保持稳定。

表8 公司营运效率指标情况（单位：天）

项目	2024 年	2023 年
存货周转天数	22	24
应付账款周转天数	95	92
应收账款周转天数	114	110
净营业周期	41	41

数据来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

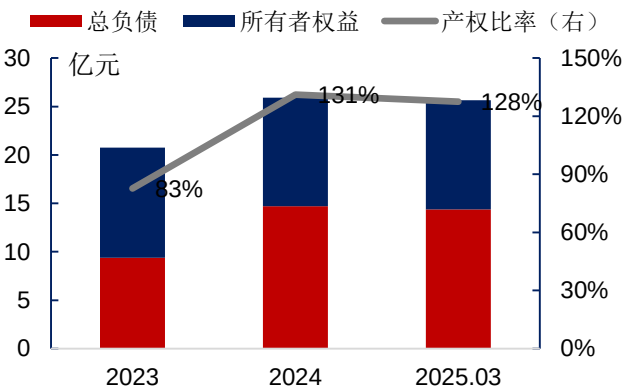
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月未经审计财务报表。

跟踪期内，公司以债务融资驱动产能扩张，资产及总债务规模均增长较快，经营净现金流表现较好，但受固定资产折旧对利润的侵蚀影响，盈利能力有所弱化，未来持续扩产将使得财务杠杆水平进一步攀升

资本实力与资产质量

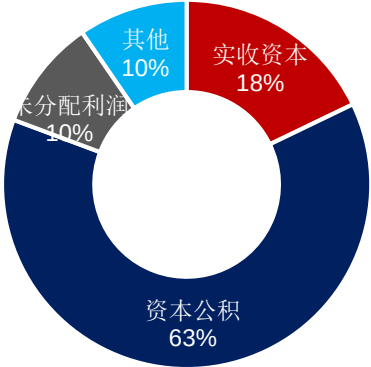
随着公司持续扩产，资产规模增长较快，固定资产折旧将对利润形成较大侵蚀。受利润亏损影响，2024年末公司权益规模略有下降，但债务扩张导致总资产规模增长较快。2025年3月末公司资产仍以固定资产、在建工程为主，符合主业资本密集特征。未来随着项目逐步建成投产，固定资产规模预计将会进一步增长，若未来产能无法消化，固定资产折旧将对利润形成较大侵蚀。截至2024年末，公司所有权或使用权受限资产合计4.01亿元，占期末总资产的15.45%，主要为用于借款抵押的固定资产、无形资产。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图3 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.17	12.35%	4.46	17.19%	1.04	4.99%
应收账款	1.63	6.35%	1.46	5.62%	1.64	7.90%
流动资产合计	6.48	25.27%	7.15	27.56%	3.61	17.40%
固定资产	13.19	51.43%	11.33	43.71%	11.02	53.11%
在建工程	2.33	9.07%	3.78	14.59%	2.56	12.36%
非流动资产合计	19.16	74.73%	18.78	72.44%	17.13	82.60%

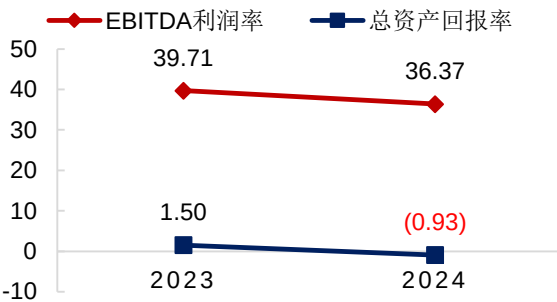
资产总计	25.64	100.00%	25.93	100.00%	20.74	100.00%
------	-------	---------	-------	---------	-------	---------

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司盈利能力表现弱化，且未来仍易受市场竞争状况等因素影响而波动。2024年公司收入规模有所下降，消费类及车规类客户测试需求增加，相关芯片测试收入同比大幅增长，但受高算力、工业控制、5G 通信、特种芯片等测试需求减少的影响，该类型测试收入出现不同程度的较大下滑，综合使得营业收入增长不及预期。由于前期布局的产能逐渐释放及消费类芯片出货量大幅增长带来辅料用量增加，公司当期毛利率下滑较多，导致EBITDA利润率和总资产回报率表现弱化。同时中证鹏元注意到，若未来下游需求无法持续复苏，或竞争对手在集成电路测试国产化背景下持续加大产能建设导致行业竞争加剧，公司产能无法顺利消化，盈利能力存在进一步弱化压力。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司通过债务融资扩张产能，2024年以来债务快速增长，存在一定的偿债压力。截至2024年末公司融资渠道以银行借款及债券融资为主，银行借款类型以保证及抵押借款融资为主，债务期限结构以长期为主，债务期限结构相对合理，但短期债务规模持续增长。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.73	5.05%	0.70	4.76%	0.84	8.89%
应付账款	1.13	7.89%	0.95	6.43%	1.09	11.62%
一年内到期的非流动负债	2.18	15.14%	2.10	14.29%	1.74	18.55%
流动负债合计	4.38	30.49%	4.18	28.40%	4.17	44.44%
长期借款	4.21	29.28%	4.47	30.41%	3.44	36.68%

应付债券	4.41	30.70%	4.49	30.53%	0.00	0.00%
长期应付款	0.52	3.59%	0.65	4.42%	0.93	9.95%
非流动负债合计	9.99	69.51%	10.53	71.60%	5.22	55.56%
负债合计	14.38	100.00%	14.71	100.00%	9.39	100.00%
总债务	12.36	85.97%	12.76	86.71%	7.21	76.81%
其中：短期债务	2.90	23.48%	2.80	21.97%	2.58	35.73%
长期债务	9.46	76.52%	9.95	78.03%	4.64	64.27%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司经营活动现金流表现较好，但随着产能扩张，财务杠杆水平整体呈上升趋势。2024年公司经营活动现金流净额仍维持较高规模，但同期公司盈利能力弱化，导致FFO规模下降较多。同时中证鹏元注意到，近年公司持续保持较大规模的资本开支，自由活动现金流持续净流出，未来随着公司主要在建项目的逐步实施，财务杠杆水平或将进一步攀升。

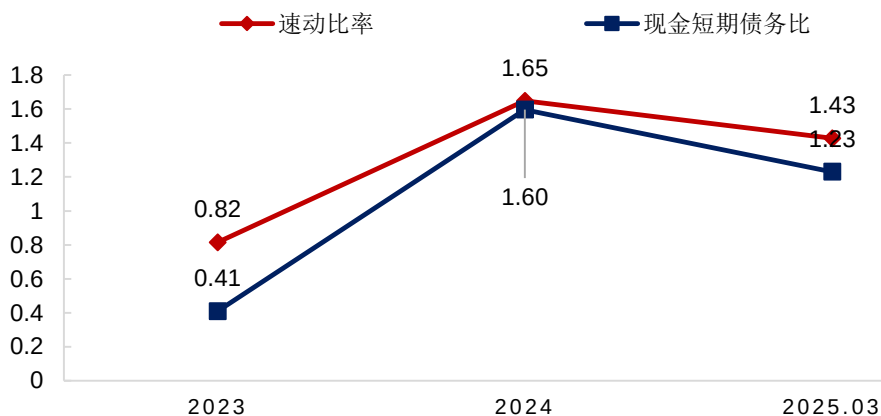
表11 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.43	2.04	1.96
FFO（亿元）	--	0.87	1.36
资产负债率	56.06%	56.74%	45.26%
净债务/EBITDA	--	4.74	3.15
EBITDA 利息保障倍数	--	4.37	9.65
总债务/总资本	52.31%	53.21%	38.85%
FFO/净债务	--	10.37%	21.63%
经营活动现金流净额/净债务	4.91%	24.26%	31.26%
自由现金流/净债务	-5.72%	-23.00%	-58.19%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率有所提升，获取流动性资源的能力一般。跟踪期内本期债券的成功发行一定程度缓解了公司短期偿债压力，2024年速动比率和现金短期债务比均有所提升，但随着产能扩张持续消耗公司账面现金类资产，2025年3月末公司流动性比率整体呈下降趋势。公司作为A股上市公司，融资渠道较为畅通，但受限资产规模较大，一定程度上限制公司融资能力。

图5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日为2025年6月17日）及重要子公司上海利扬（查询日为2025年6月16日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年7月7日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

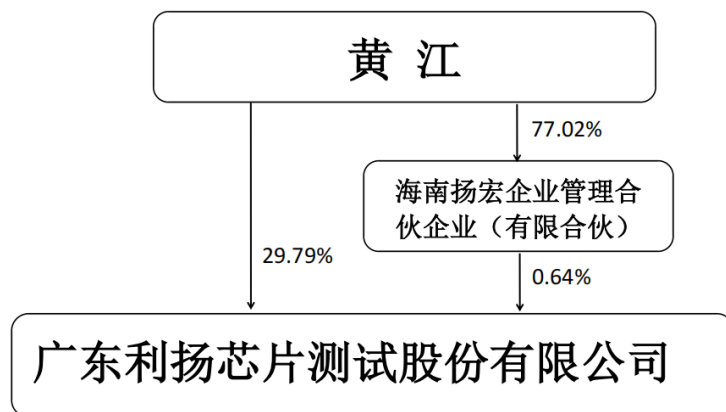
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	3.17	4.46	1.04	2.22
流动资产合计	6.48	7.15	3.61	4.24
固定资产	13.19	11.33	11.02	9.57
非流动资产合计	19.16	18.78	17.13	12.70
资产总计	25.64	25.93	20.74	16.94
短期借款	0.73	0.70	0.84	0.70
一年内到期的非流动负债	2.18	2.10	1.74	1.02
流动负债合计	4.38	4.18	4.17	2.81
长期借款	4.21	4.47	3.44	1.85
应付债券	4.41	4.49	0.00	0.00
长期应付款	0.52	0.65	0.93	0.68
非流动负债合计	9.99	10.53	5.22	3.26
负债合计	14.38	14.71	9.39	6.07
总债务	12.36	12.76	7.21	4.39
其中：短期债务	2.90	2.80	2.58	1.73
长期债务	9.46	9.95	4.64	2.66
所有者权益	11.27	11.22	11.35	10.87
营业收入	1.30	4.88	5.03	4.52
营业利润	-0.09	-0.56	0.10	0.25
净利润	-0.07	-0.59	0.25	0.32
经营活动产生的现金流量净额	0.43	2.04	1.96	2.60
投资活动产生的现金流量净额	-1.33	-4.07	-5.62	-4.62
筹资活动产生的现金流量净额	-0.40	5.45	2.47	2.87
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	1.78	2.00	1.77
FFO（亿元）	--	0.87	1.36	1.49
净债务（亿元）	8.82	8.42	6.29	2.27
销售毛利率	22.78%	20.90%	30.33%	37.24%
EBITDA 利润率	--	36.37%	39.71%	39.18%
总资产回报率	--	-0.93%	1.50%	2.29%
资产负债率	56.06%	56.74%	45.26%	35.84%
净债务/EBITDA	--	4.74	3.15	1.28
EBITDA 利息保障倍数	--	4.37	9.65	18.60
总债务/总资本	52.31%	53.21%	38.85%	28.75%
FFO/净债务	--	10.37%	21.63%	65.68%
经营活动现金流净额/净债务	4.91%	24.26%	31.26%	114.59%

速动比率	1.43	1.65	0.82	1.42
现金短期债务比	1.23	1.60	0.41	1.29

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2024 年末纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
东莞市利致软件科技有限公司	300.00	100.00%	测试软件开发
上海利扬创芯片测试有限公司	20,000.00	100.00%	集成电路测试业
利扬芯片(香港)测试有限公司	20 万港币	100.00%	贸易
东莞利扬芯片测试有限公司	15,000.00	100.00%	集成电路测试业
上海芯丑半导体设备有限公司	1,000.00	100.00%	集成电路设备技术开发及销售
海南利致信息科技有限公司	100.00	100.00%	测试软件开发
东莞市千颖电子有限公司	300.00	51.00%	集成电路测试业
上海光瞳芯微电子有限公司	10,000.00	100.00%	集成电路测试业
毅芯(上海)科技有限公司	5,000.00	100.00%	集成电路测试业
利阳芯(东莞)微电子有限公司	5,000.00	100.00%	晶圆减薄、切割
珠海市利扬微电子有限公司	500.00	100.00%	集成电路测试业
东莞市利扬微电子有限公司	5,000.00	100.00%	集成电路测试业

资料来源：公司 2024 年年度报告、公开资料，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号