

中微公司(688012)

报告日期: 2023年04月05日

# 日本管制+存储安全, 中微公司 $\alpha$ 尽显

## ——中微公司点评报告

### 投资要点

□ 刻蚀设备市场空间广阔/竞争集中度高/壁垒高, 中微公司作为国内龙头承担了关键刻蚀设备国产替代的重任, 近期日本设备出口限制落地以及“美光审查”事件进一步凸显了中微公司刻蚀设备重要性, 我们认为, 公司以刻蚀设备为基, 薄膜设备为矛, 有望效仿 AMAT/LAM 成长之路成为半导体设备平台化龙头。

□ 大马士革与极高深宽比刻蚀为“去J化”趋势和“美光审查”事件重点关注设备, 中微公司有望实现突破。

大马士革刻蚀是逻辑芯片生产中的关键技术, 在 28 纳米及以下的逻辑器件生产工艺中, 一体化大马士革刻蚀工艺, 需要一次完成通孔和沟槽的刻蚀, 是技术要求最高、市场占有率最大的刻蚀工艺之一, 日本 TEL (东京电子) 在该款产品寡头垄断, 中微公司大马士革刻蚀解决方案市场反馈良好, 近期日本政府宣布新增对 23 款半导体设备的出口管制政策, 大马士革刻蚀设备“去J化”进程有望提速; 此外, 极高深宽比刻蚀是 3D NAND 存储中最为困难和关键的工艺, 该工艺要求在多种膜结构上, 刻蚀出极高深宽比 (>40:1) 的深孔/深槽, 美日设备寡头垄断该市场, 中微公司进展良好, XD-RIE 系列产品已具备 60:1 的细孔刻蚀潜力, 对于国内 3D NAND 产线在 128 层及以上的设备国产化意义重大, 近期“美光审查”事件有望进一步推动存储国产化, 中微公司重要性凸显。

□ LPCVD/ALD/EPI 等新设备进展顺利, MOCVD 设备优势凸显静待市场回暖。薄膜沉积和刻蚀分属半导体前道设备两大核心环节, 均为腔体中的化学工艺, 中微公司正进一步开发 LPCVD、EPI 和 ALD 产品, 提升高端关键制程的覆盖率, 完善工艺整合方案。**CVD/ALD 设备方面:** 2022 年公司首台 CVD 钨设备付运到关键存储客户端验证评估, 同时公司在和更多逻辑和存储客户对接 CVD 钨设备的验证, 在金属钨 CVD 设备的基础上, 公司正在进一步开发新型号 CVD 钨和 ALD 钨设备来实现更高深宽比结构的材料填充, 目前已开始实验室测试同时和关键客户开始对接验证, 此外, 公司开发的应用于高端存储和逻辑器件的 ALD 氮化钛设备也在稳步推进, 已经进入实验室测试阶段; **EPI 设备方面,** 公司已完成研发团队组建并进入样机的设计、制造和调试阶段。根据 Gartner 数据, 2022 年 LPCVD/ALD/EPI/MOCVD 设备全球市场空间合计 73 亿美元, 约占薄膜设备 32% 的市场空间, 公司通过内生研发快速实现平台化拓张。

□ 外延控股上海睿励/参股拓荆科技, 随 AMAT/LAM 发展之路成就平台化龙头。中微公司通过参股拓荆科技进一步提升在薄膜沉积设备领域的布局, 同时在 2022 年对上海睿励进一步增资, 睿励自研 12 英寸光学测量设备 TFX3000 系列产品已应用在 65/55/40/28 纳米芯片生产线并进行了 14 纳米工艺验证, 在 3D 存储芯片产线支持 64 层 3D NAND 芯片的生产, 并正在验证 96 层 3D NAND 芯片的测量性能。**短期来看,**“去J化”趋势以及“美光审查”事件驱动公司成为焦点, 中微公司在高壁垒的大赛道重要性凸显, **中长期来看,** 经过复盘 AMAT、LAM 两家龙头公司的成长史, AMAT 以薄膜沉积工艺起家随后向刻蚀等工艺拓张构筑平台化壁垒; LAM 以刻蚀工艺起家随后向薄膜沉积等领域进军打开成长天花板, 均在发展早期成功卡位核心高壁垒大赛道, 同时两家龙头公司均有丰富的外延并购史, 这与中微公司的战略规划/发展趋势异曲同工。

### 盈利预测与估值

公司立足刻蚀设备, 内生外延高效推进半导体关键制程设备平台化, 日荷限制落地+存储国产化进程提速背景下, 有望受益于设备国产化率提升快速成长, 稳健预计公司未来三年营收分别为 63.13/81.85/105.50 亿元, 同比增长 33.19%/29.65%/28.89%; 实现归母净利润 14.74/18.56/24.06 亿元, 同比增长 25.96%/25.97%/29.61%, 对应 2023-2025 年 PE 分别为 69/55/42 倍。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 蒋高振  
 执业证书号: S1230520050002  
 jianggaozhen@stocke.com.cn

分析师: 厉秋迪  
 执业证书号: S1230523020001  
 liqiudi@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥165.80
总市值(百万元)	102,173.33
总股本(百万股)	616.24

### 股票走势图



### 相关报告

- **风险提示:** 海外制裁加剧; 国内晶圆厂扩产进度不及预期; 国产替代进展不及预期; 关键设备零部件耗材断供风险。

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4739.83	6313.09	8184.95	10549.62
(+/-) (%)	52.50%	33.19%	29.65%	28.89%
归母净利润	1169.79	1473.50	1856.14	2405.72
(+/-) (%)	15.84%	25.96%	25.97%	29.61%
每股收益(元)	1.90	2.39	3.01	3.90
P/E	87.34	69.34	55.05	42.47

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	14655	16299	18187	20531
现金	7326	9043	8930	9153
交易性金融资产	2939	2318	2589	2616
应收账款	713	1205	1481	1950
其它应收款	27	54	54	73
预付账款	35	43	57	72
存货	3402	3489	4903	6489
其他	214	147	172	178
<b>非流动资产</b>	5380	4704	5705	6520
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	979	653	729	787
固定资产	336	682	1069	1483
无形资产	590	625	690	702
在建工程	1000	1275	1494	1669
其他	2474	1470	1724	1878
<b>资产总计</b>	20035	21003	23892	27051
<b>流动负债</b>	3919	3364	4406	5177
短期借款	0	0	0	0
应付款项	960	1235	1689	2100
预收账款	0	0	0	0
其他	2959	2129	2717	3077
<b>非流动负债</b>	633	685	680	666
长期借款	500	500	500	500
其他	133	185	180	166
<b>负债合计</b>	4552	4049	5085	5843
少数股东权益	(1)	(4)	(7)	(11)
归属母公司股东权	15484	16957	18814	21219
<b>负债和股东权益</b>	20035	21003	23892	27051

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	618	1323	891	932
净利润	1168	1471	1853	2402
折旧摊销	129	103	132	164
财务费用	(151)	(62)	(55)	(54)
投资损失	(74)	(109)	(91)	(100)
营运资金变动	1074	(875)	754	294
其它	(1528)	795	(1702)	(1775)
<b>投资活动现金流</b>	(2887)	336	(1062)	(762)
资本支出	(710)	(653)	(664)	(676)
长期投资	(424)	326	(76)	(58)
其他	(1753)	663	(322)	(28)
<b>筹资活动现金流</b>	482	57	58	53
短期借款	0	0	0	0
长期借款	500	0	0	0
其他	(18)	57	58	53
<b>现金净增加额</b>	(1788)	1717	(113)	223

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4740	6313	8185	10550
营业成本	2572	3405	4393	5621
营业税金及附加	15	29	32	45
营业费用	409	505	622	760
管理费用	236	354	409	506
研发费用	605	789	1023	1319
财务费用	(151)	(62)	(55)	(54)
资产减值损失	26	18	34	37
公允价值变动损益	63	90	80	80
投资净收益	74	109	91	100
其他经营收益	97	145	121	133
<b>营业利润</b>	1263	1619	2020	2629
营业外收支	(4)	(2)	(3)	(3)
<b>利润总额</b>	1259	1616	2016	2626
所得税	91	145	163	224
<b>净利润</b>	1168	1471	1853	2402
少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(4)
<b>归属母公司净利润</b>	1170	1474	1856	2406
EBITDA	1308	1659	2099	2741
EPS (最新摊薄)	0.55	2.39	3.01	3.90

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	52.50%	33.19%	29.65%	28.89%
营业利润	11.60%	28.16%	24.78%	30.16%
归属母公司净利润	15.84%	25.96%	25.97%	29.61%
<b>获利能力</b>				
毛利率	45.74%	46.07%	46.33%	46.72%
净利率	24.64%	23.30%	22.64%	22.77%
ROE	7.95%	9.09%	10.38%	12.02%
ROIC	6.83%	8.11%	9.35%	10.84%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.72%	19.28%	21.28%	21.60%
净负债比率	11.26%	12.55%	10.05%	8.74%
流动比率	3.74	4.84	4.13	3.97
速动比率	2.87	3.81	3.02	2.71
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.26	0.31	0.36	0.41
应收账款周转率	8.41	8.16	7.93	7.98
应付账款周转率	3.04	3.10	3.00	2.97
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.90	2.39	3.01	3.90
每股经营现金	1.00	2.15	1.45	1.51
每股净资产	25.13	27.52	30.53	34.43
<b>估值比率</b>				
P/E	87.34	69.34	55.05	42.47
P/B	6.60	6.03	5.43	4.82
EV/EBITDA	38.73	55.03	43.43	33.17

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>