

Q3 业绩略低于预期, 清洗设备龙头增长动力充足 增持 (维持)

事件 1: 公司 2020 年前三季度实现营收 7.6 亿元, 同比+24.15%; 归母净利润 0.83 亿元, 同比+10.76%; 扣非归母净利润 0.41 亿元, 同比-30.08%。
事件 2: 10 月 30 日公司公布第三期股权激励计划, 拟向 133 名激励对象授予限制性股票及股票期权总计 600 万份, 占总股本的 2.31%, 其中首次授予 510 万份。

投资要点

■ Q3 收入小幅下滑, 在手订单逐步释放将推动后续业绩修复

单三季度公司实现收入 2.39 亿元, 同比-14.8%。Q3 公司收入同比小幅下滑, 但受益于二季度湿法设备陆续交付并确认收入, 整体来看前三季度收入实现稳定增长。我们认为在半导体设备行业景气持续, 清洗设备国产替代加速的背景下, 公司清洗设备产品的供需结构没有改变, 只是收入确认周期带来季度间业绩的不平衡性。随着在手清洗设备订单逐步释放, 将推动业绩稳步增长。

单三季度归母净利润 0.52 亿元, 同比+65.4%; 扣非归母净利润 0.16 亿元, 同比-49.5%。Q3 非经常性损益达 0.37 亿元, 较去年同期的 61 万增长 5860%, 主要原因为间接持有的中芯国际股票带来的公允价值变动净损益达 0.42 亿元, 而去年同期无此项目。

■ Q3 毛利率大幅增长, 清洗设备业务拓展致费用率小幅上升

前三季度综合毛利率 35.8%, 同比+1.8pct, 环比+1.7pct; Q3 单季毛利率 39.5%, 同比+4.5pct, 环比+6.5pct, Q3 毛利率实现大幅增长, 我们预计主要因为高毛利的清洗机业务开始确认收入。

前三季度净利率为 10.7%, 同比-0.9pct; Q3 单季净利率 22.2%, 同比+10.8%。前三季度费用率为 27.4%, 同比+3.8pct。其中管理费用率(含研发) 17.7%, 同比+2.1pct, 主要系湿法设备业务板块团队继续扩容、人员成本上升所致; 销售费用率 4.5%, 同比+0.3pct; 主要原因为公司增加了湿法设备、高纯业务等业务板块的销售力度; 财务费用率 5.2%, 同比+1.3pct, 主要系可转债利息费用增加所致。

截至 Q3 末公司合同负债达 4.9 亿元, 同比大幅增长 86.2%; 存货 8.7 亿元, 同比+26.9%。预计公司在手订单充足, 将支持后续业绩增长。

■ 激励方案业绩考核彰显未来发展信心

第三期股权激励计划拟向公司董事、高级管理人员、核心技术骨干共计 133 人授予权益 600 万份(占公司总股本的 2.31%)。其中包括: 1) 期权 557 万份(占公司总股本的 2.14%), 首次授予 467 万份, 行权价格为 35.52 元; 2) 股票 43 万份(占公司总股本的 0.17%), 首次授予 43 万股, 授予价格 17.76 元。本次股权激励计划分三期解锁, 考核目标均为 2021-2023 年归母净利润达到 1.3 亿元/1.8 亿元/2.3 亿元, 解除限售比例均为 30%/30%/40%, 若 2023 年达成目标, 则对应 2019-2023 年归母净利润复合增速为 20%。

公司第三期股票激励预留股票的授予价格为 17.76 亿元, 较预留权益公告前一日 32.57 元收盘价折价率约 45%, 激励力度较大, 将有效调动参与对象共同完成公司经营目标的积极性。同时股权激励方案的推出以及相应的业绩考核要求也彰显了公司对中长期发展的高度信心。

■ 盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.34/1.83/2.56 亿, 对应当前股价 PE 为 63、46、33 倍, 维持“增持”评级。

■ 风险提示: 半导体业务进展不及预期; 毛利率波动风险。

2020 年 10 月 31 日

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号: S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.57
一年最低/最高价	21.17/63.50
市净率(倍)	5.26
流通 A 股市值(百万元)	7891.78

基础数据

每股净资产(元)	6.19
资产负债率(%)	60.28
总股本(百万股)	260.05
流通 A 股(百万股)	242.30

相关研究

1、《至纯科技 (603690): Q2 收入大幅增长, 清洗设备订单持续兑现》2020-08-30

2、《至纯科技 (603690): 薄资扩产突破产能瓶颈, 清洗设备业务持续看好》2020-08-19

3、《至纯科技 (603690): 参与中芯国际战略配售, 深度绑定发展加速》2020-07-07

1. Q3 收入小幅下滑，在手订单逐步释放将推动后续业绩修复

单三季度公司实现收入 2.39 亿元，同比-14.8%。Q3 公司收入同比小幅下滑，但受益于二季度湿法设备陆续交付并确认收入，整体来看前三季度收入实现稳定增长。我们认为在半导体设备行业景气持续，清洗设备国产替代加速的背景下，公司清洗设备产品的供需结构没有改变，只是收入确认周期带来季度间业绩的不平衡性。随着在手清洗设备订单逐步释放，将推动业绩稳步增长。

单三季度归母净利润 0.52 亿元，同比+65.4%；扣非归母净利润 0.16 亿元，同比-49.5%。Q3 非经常性损益达 0.37 亿元，较去年同期的 61 万增长 5860%，主要原因为间接持有的中芯国际股票带来的公允价值变动净损益达 0.42 亿元，而去年同期无此项目。

图 1：前三季度实现营收 7.6 亿元，同比+24.15%

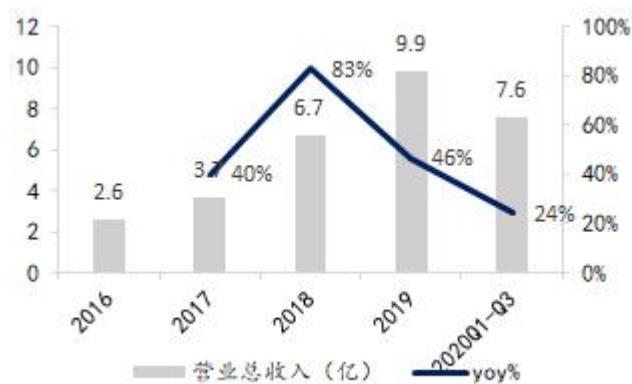


图 2：前三季度实现归母净利润 0.83 亿元，同比+10.76%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

数据来源：WIND，东吴证券研究所

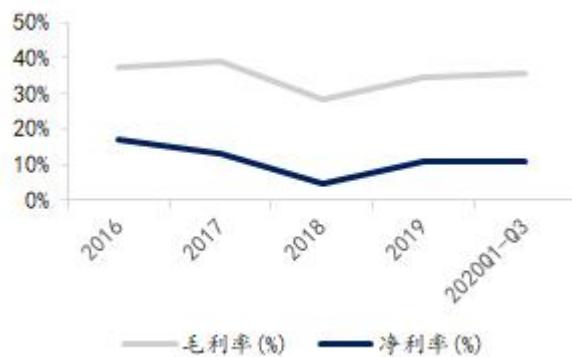
2. Q3 毛利率大幅增长，清洗设备业务拓展致费用率小幅上升

前三季度综合毛利率 35.8%，同比+1.8pct，环比+1.7pct；Q3 单季毛利率 39.5%，同比+4.5pct，环比+6.5pct，Q3 毛利率实现大幅增长，我们预计主要因为高毛利的清洗机业务开始确认收入。

前三季度净利率为 10.7%，同比-0.9pct；Q3 单季净利率 22.2%，同比+10.8%。前三季度费用率为 27.4%，同比+3.8pct。其中管理费用率（含研发）17.7%，同比+2.1pct，主要系湿法设备业务板块团队继续扩容、人员成本上升所致；销售费用率 4.5%，同比+0.3pct；主要原因为公司增加了湿法设备、高纯业务等业务板块的销售力度；财务费用率 5.2%，同比+1.3pct，主要系可转债利息费用增加所致。

截至 Q3 末公司合同负债达 4.9 亿元，同比大幅增长 86.2%；存货 8.7 亿元。同比+26.9%。预计公司在手订单充足，将支持后续业绩增长。

图 3: 前三季度实现综合毛利率 35.8%，同比+1.8pct；
净利率 10.7%，同比-0.9pct



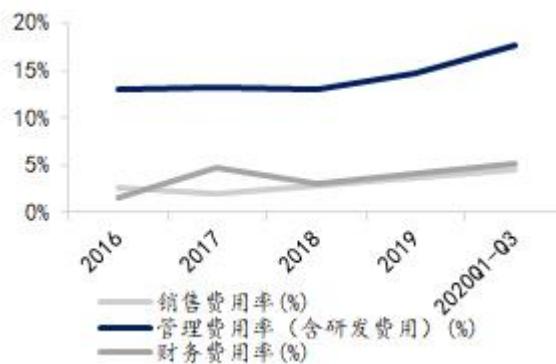
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: 前三季度合同负债达 4.9 亿元，同比+86.2%



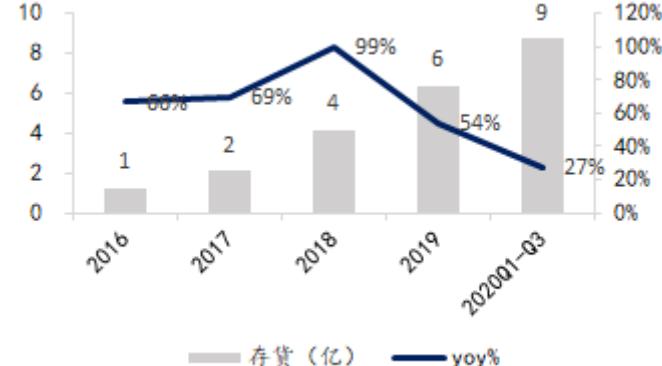
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: 前三季度费用率为 27.4%，同比+3.8pct



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: 前三季度存货 8.7 亿元。同比+26.9%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

3. 激励方案业绩考核彰显未来发展信心

第三期股权激励计划拟向公司董事、高级管理人员、核心技术骨干共计 133 人授予权益 600 万份（占公司总股本的 2.31%）。其中包括：1) 期权 557 万份（占公司总股本的 2.14%），首次授予 467 万份，行权价格为 35.52 元；2) 股票 43 万份（占公司总股本的 0.17%），首次授予 43 万股，授予价格 17.76 元。本次股权激励计划分三期解锁，考核目标均为 2021-2023 年归母净利润达到 1.3 亿元/1.8 亿元/2.3 亿元，解除限售比例均为 30%/30%/40%，若 2023 年达成目标，则对应 2019-2023 年归母净利润复合增速为 20%。

公司第三期股票激励预留股票的授予价格为 17.76 亿元，较预留权益公告前一日 32.57 元收盘价折价率约 45%，激励力度较大，将有效调动参与对象共同完成公司经营目标的积极性。同时股权激励方案的推出以及相应的业绩考核要求也彰显了公司对中长

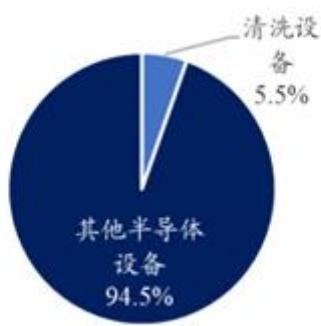
期发展的高度信心。

4. 看好清洗设备：赛道好空间大，容易率先实现大部分国产化

目前清洗设备在半导体设备市场中价值量占比约 5%-6%，较光刻、刻蚀等核心设备价值量较低。但随着晶圆制程工艺的复杂化，清洗机的占比整线的比例未来有望提高至 10%。

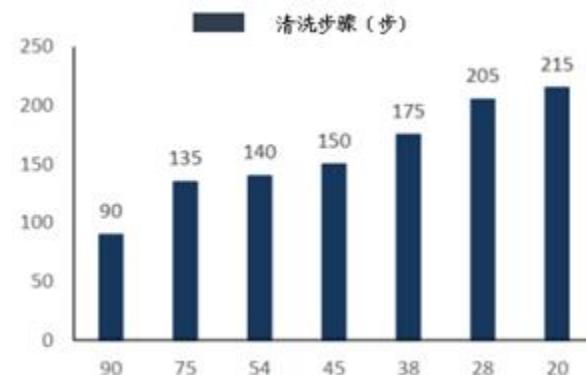
同时由于清洗机的技术门槛相对较低，我们认为比较容易率先实现全面国产化。我们预计中国大陆地区每年的湿法清洗设备的空间在 15-20 亿美元，目前除长江存储之外的各家晶圆厂，清洗机的国产化率均在 10%以内，假设到 2023 年清洗机的国产化率可达 40%-50%，预计国产设备的每年的市场空间在 40-70 亿元。

图 7：2019 年全球清洗设备价值量占比约 5.5%



数据来源：盛美半导体，东吴证券研究所

图 8：随着制程推进，清洗步骤不断增加



数据来源：盛美半导体，东吴证券研究所

5. 公司清洗设备国内龙头地位稳固

公司的半导体清洗设备主要包括湿法槽式清洗设备(难度低)和单片式清洗设备(难度高)。2019 年起开始批量出货，目前槽式清洗设备和单片式清洗设备均能应用于 8 寸及 12 寸的晶圆。公司凭借技术优势，迅速积累了中芯国际、北京燕东、TI、华润等高端客户资源，2019 年湿法工艺装备新增订单总额达 1.7 亿元(截止 2019 年末，累计已取得近 40 台正式订单，已完成近 20 台设备装机)。此外公司的核心优势体现在深入布局中国高端供应链，包括阀件等零部件的技术储备，以后在市场竞争及价格方面会占据主动。因此我们认为至纯科技与盛美半导体双龙头占据国内清洗设备高端市场的竞争格局比较稳定，在国产替代浪潮下至纯科技受益最明显。

6. 盈利预测与投资评级

我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 1.34/1.83/2.56 亿，对应当前股价 PE 为 63、46、33 倍，维持“增持”评级。

7. 风险提示

半导体业务进展不及预期；行业竞争加剧风险。

至纯科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2151	2669	3377	4296	营业收入	986	1324	1785	2388
现金	463	600	600	600	减: 营业成本	648	865	1153	1521
应收账款	865	1088	1467	1963	营业税金及附加	6	8	11	14
存货	635	782	1043	1375	营业费用	37	66	80	107
其他流动资产	187	199	268	358	管理费用	93	243	311	422
非流动资产	1106	1151	1139	1104	财务费用	40	51	55	69
长期股权投资	105	144	144	144	资产减值损失	-3	0	0	0
固定资产	456	467	459	428	加: 投资净收益	1	50	20	20
在建工程	59	24	13	4	其他收益	-47	4	4	4
无形资产	132	127	123	118	营业利润	119	146	199	279
其他非流动资产	354	390	401	410	加: 营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	3257	3820	4517	5400	利润总额	120	146	199	279
流动负债	1247	1943	2548	3303	减: 所得税费用	9	12	16	22
短期借款	585	788	1015	1276	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	367	711	948	1250	归属母公司净利润	110	134	183	256
其他流动负债	294	445	585	777	EBIT	210	146	234	328
非流动负债	509	309	309	309	EBITDA	238	195	288	385
长期借款	225	25	25	25					
其他非流动负债	284	284	284	284	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1756	2253	2857	3612	每股收益(元)	0.43	0.52	0.70	0.99
少数股东权益	18	18	18	18	每股净资产(元)	5.73	5.96	6.31	6.81
归属母公司股东权益	1483	1550	1641	1770	发行在外股份(百万股)	259	260	260	260
负债和股东权益	3257	3820	4517	5400	ROIC(%)	11.7%	5.4%	8.1%	10.0%
					ROE(%)	7.4%	8.6%	11.2%	14.5%
现金流量表 (百万元)									
	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	34.3%	34.6%	35.4%	36.3%
经营活动现金流	-111	281	-94	-111	销售净利率(%)	11.2%	10.1%	10.3%	10.7%
投资活动现金流	-519	-79	-42	-22	资产负债率(%)	53.9%	59.0%	63.3%	66.9%
筹资活动现金流	969	-65	136	133	收入增长率(%)	46.3%	34.2%	34.8%	33.8%
现金净增加额	339	137	0	0	净利润增长率(%)	239.9%	21.5%	36.6%	40.0%
折旧和摊销	27	49	54	58	P/E	76.48	63.20	46.26	33.05
资本开支	-257	-41	-42	-22	P/B	5.69	5.46	5.16	4.79
营运资本变动	-896	98	-331	-424	EV/EBITDA	42.88	54.82	39.24	31.28

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>