

# 清洗机业务批量交货，长期受益于清洗机国产化率提高

买入 (上调)

2021年02月09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

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	986	1,451	2,046	2,767
同比 (%)	46.3%	47.1%	41.0%	35.2%
归母净利润 (百万元)	110	215	305	396
同比 (%)	239.9%	94.8%	42.1%	29.6%
每股收益 (元/股)	0.43	0.68	0.96	1.25
P/E (倍)	79.09	49.82	35.05	27.05

## 投资要点

### ■ 至纯科技清洗设备国内龙头地位稳固，具备卡位优势

目前至纯已成长为国内半导体清洗设备两家龙头之一。(1)从订单金额上来看，公司 S300 单片湿法设备的订单超过 10 台 (超 3 亿元)。我们预计 2021 年新接清洗机订单金额将会继续快速增长，至纯与盛美将会共同占据国内清洗设备高端市场的双龙头地位；(2)从技术上看，至纯已在技术难度更高的单片式设备上获得突破，并在几个特殊工艺上 (晶背清洗、高温硫酸、异丙醇干燥) 弥补了国内空白。(3)从交付能力上看，2020 年至纯的单片设备和槽式设备全年出机超过了 30 台。对于 5 年 (2018-2022) 200 台的目标，2018-20 年至纯已累计出货小 70 台，我们预计 2022 年累计 200 台的目标将顺利完成。至纯科技在清洗机上具备人才+技术+客户的先发优势，行业新进入者的零部件供应+新型机台验证较困难，因此我们判断至纯目前的龙头地位具备延续性。

### ■ 清洗设备赛道好空间大，有望率先实现全面国产化

相比于刻蚀机、光刻机和 CVD 设备，技术门槛较低的清洗机有望率先实现未来 3-5 年的全面国产化。我们预计中国大陆地区每年的湿法清洗设备空间在 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。我们假设到 2023 年清洗机的国产化率可达 40%-50%，则国产设备每年的市场空间在 40-70 亿元；我们判断 2025 年左右可以实现绝大多数清洗机机型的国产化，则国产设备市场空间约 100-130 亿元。作为国内龙头，公司的清洗机已覆盖 0.35um 到 28nm 线宽的制程工艺，我们看好中长期至纯清洗机逐步突破高制程工艺技术。

■ 传统主业高纯工艺系统：国内龙头地位稳定，为公司贡献稳定现金流  
至纯高纯工艺系统国内龙头地位逐步稳固，客户选择系统供应商非常谨慎、客户粘性强，预计未来可保持年化 10%-20% 的复合增长。目前行业内技术领先且具有承接大项目实力与经验的本土企业较少，呈现出高等级市场集中度较高 (主要为国外龙头)、低等级市场较为分散的竞争格局。我们判断该业务未来三年有望保持 15% 的复合增速，我们预计 2020-2022 年高纯工艺系统收入分别为 7.3、8.4、9.7 亿元。

### ■ 晶圆再生业务：至纯竞争优势显著，静待晶圆再生业务空间打开

至纯晶圆再生业务团队来自于成熟的技术团队，具备业务经验及技术优势。(1) 相比于海外竞争对手，至纯具备距离优势，直接为客户节约物流费用；(2) 相比于国内竞争对手，至纯具备成本优势。我们判断，伴随下游晶圆市场放量，晶圆再生业务空间即将打开，集距离优势、技术优势及成本优势于一身的至纯将充分受益。

■ 盈利预测与投资评级：我们考虑到下游晶圆厂的设备国产化进程加速和至纯的清洗机业务进入客户订单放量阶段，我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 2.15/3.05/3.96 亿，对应当前股价 PE 为 50、35、27 倍，上调至“买入”评级。

■ 风险提示：半导体业务进展不及预期；行业竞争加剧风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	33.68
一年最低/最高价	27.94/63.50
市净率(倍)	5.71
流通 A 股市值(百万元)	8494.10

## 基础数据

每股净资产(元)	5.90
资产负债率(%)	60.28
总股本(百万股)	318.13
流通 A 股(百万股)	252.20

## 相关研究

- 1、《至纯科技 (603690)：Q3 业绩略低于预期，清洗设备龙头增长动力充足》2020-10-31
- 2、《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
- 3、《至纯科技 (603690)：募资产突破产能瓶颈，清洗设备业务持续看好》2020-08-19

## 1. 至纯科技清洗设备国内龙头地位稳固，具备卡位优势

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。

目前至纯已成长为国内半导体清洗设备两家龙头之一。(1)从订单金额上来看，根据公司微信公众号12月31日的推送消息，S300单片湿法设备的订单超过10台，单片式湿法设备合同金额超过3亿元。我们预计2021年新接清洗机订单金额将会继续快速增长，至纯科技与盛美将会共同占据国内清洗设备高端市场的双龙头地位；(2)从技术上看，至纯已在技术难度更高的单片式设备上获得突破，首批单片湿法设备交付并多工艺顺利通过验证。疫情背景下至微科技的单片湿法设备和槽式湿法设备全年出机超过了30台，并在几个特殊工艺上(晶背清洗、高温硫酸、异丙醇干燥)弥补了国内空白。根据4-6个月的回款周期来推算，该3亿元订单将在2021上半年为公司贡献业绩增量。(3)从交付能力上看，根据至纯科技微信公众号消息，2020年的单片设备和槽式设备全年出机超过了30台。对于5年(2018-2022)200台的目标，2018-2020年至纯已累计出货小70台，我们预计2022年的累计200台目标将顺利完成。

至纯科技在清洗机上具备人才+技术+客户的先发优势。清洗机行业后发竞争对手不具备优势的原因有三点：1)人才优势。清洗机的生产和研发，软件是关键，缺乏对应综合性人才。清洗机是跨学科的综合能力的体现，化学学科，电子学科和机械自动化学科。对这些基础学科都有了解的人才，再经过几年锻炼，才会能做清洗机设备。包括至纯科技在内的清洗机生产厂家，目前都在逐步培养技术人才梯队，至纯上市至今已经做过三期期权形式的股权激励(其中第三期激励名单在2021年1月公布，覆盖核心技术人员124人，对应466万股，授予价格17.76元)，人才优势明显。2)技术优势。新进入者需要至少3年来实现技术突破+通过各家下游FAB厂的型号和工艺认证，但预计3年后至纯已深入布局国内高端产品的整个供应链体系，规模效应下，产品成本控制和零部件供应链方面会具备先发优势，行业新进入者的零部件供应+新型机台验证较困难，因此我们判断至纯目前的龙头地位具备延续性。3)客户优势。至纯在涉足清洗机业务之前，就已经依托高纯工艺系统业务和众多晶圆厂是长期合作和关系密切的客户关系，如中芯，华力，海力士，长鑫，士兰微等。因此，至纯的清洗机业务的拓展具有先天的客户优势。

## 2. 清洗设备赛道好空间大，有望率先实现全面国产化

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%。

相比于刻蚀机、光刻机和 CVD 设备，技术门槛较低的清洗机有望率先实现未来 3-5 年的全面国产化。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%，我们预计国产设备每年的市场空间在 40-70 亿元；我们判断 2025 年左右可以实现绝大多数清洗机机型的国产化，则国产设备市场空间约 100-130 亿元。作为国内龙头，公司的清洗机已覆盖 0.35um 到 28nm 线宽的制程工艺，可以用来从事先进工艺、功率器件、微机电器件、以及第三代化合物半导体等集成电路的制造与研发，我们看好中长期至纯清洗机逐步突破高制程工艺技术。

### 3. 传统主业高纯工艺系统：国内龙头地位稳定，为公司贡献稳定现金流

至纯高纯工艺系统国内龙头地位逐步稳固，客户选择系统供应商非常谨慎、客户粘性高，预计未来可保持年化 10%-20% 的复合增长。目前行业内技术领先且具有承接大项目实力与经验的本土企业较少，呈现出高等级市场集中度较高（主要为国外龙头）、低等级市场较为分散的竞争格局。2012 年-2019 年高纯工艺系统收入从 1.37 亿元增长到 6.37 亿元，复合增速为 25%，该业务主要下游为医疗、光伏、半导体等，订单增长与下游客户的固定资产投资紧密相关，我们预计未来三年有望保持 15% 的复合增速。我们预计 2020-2022 年高纯工艺系统收入分别为 7.3、8.4、9.7 亿元。

### 4. 晶圆再生业务：至纯竞争优势显著，静待晶圆再生业务空间打开

至纯晶圆再生业务团队来自于成熟的技术团队，具备业务经验及技术优势。（1）相比于海外竞争对手，至纯具备距离优势，直接为客户节约物流费用（运输费用约占总成本 30%）；（2）相比于国内竞争对手，至纯具备成本优势：至纯已基本实现晶圆再生业务成本自主可控，可自产晶圆再生系统及湿法设备，CMP 设备供应商为国内的华海清科，整个晶圆再生业务所需的设备和材料中，需要进口的只有量测设备。

至纯科技晶圆再生项目基地基础设施建设全面推进，于 2020 年 12 月底进入设备调试阶段。此次项目建成后，将形成年产 168 万片晶圆再生和 120 万件半导体零部件再生产能。我们判断，伴随下游晶圆市场放量，晶圆再生业务空间即将打开，集距离优势、技术优势及成本优势于一身的至纯将充分受益。

## 5. 盈利预测与投资评级

我们考虑到下游晶圆厂的设备国产化进程加速和至纯的清洗机业务进入客户订单放量阶段，我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 2.15/3.05/3.96 亿，对应当前股价 PE 为 50、35、27 倍，上调至“买入”评级。

## 6. 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
<b>流动资产</b>	<b>2151</b>	<b>4273</b>	<b>4386</b>	<b>4861</b>	<b>营业收入</b>	<b>986</b>	<b>1451</b>	<b>2046</b>	<b>2767</b>
现金	463	1901	1121	600	减:营业成本	648	908	1294	1737
应收账款	865	1431	1682	2275	营业税金及附加	6	10	12	17
存货	635	796	1277	1571	营业费用	37	68	88	119
其他流动资产	187	145	307	415	管理费用	93	244	342	461
<b>非流动资产</b>	<b>1106</b>	<b>1229</b>	<b>1777</b>	<b>2301</b>	财务费用	40	37	33	59
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	544	1097	1625	加:投资净收益	1	1	1	1
在建工程	59	48	194	238	其他收益	-47	49	54	54
无形资产	132	127	123	118	<b>营业利润</b>	<b>119</b>	<b>233</b>	<b>332</b>	<b>430</b>
其他非流动资产	354	366	219	175	加:营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3257</b>	<b>5502</b>	<b>6163</b>	<b>7162</b>	<b>利润总额</b>	<b>120</b>	<b>233</b>	<b>332</b>	<b>430</b>
<b>流动负债</b>	<b>1247</b>	<b>2208</b>	<b>2717</b>	<b>3518</b>	减:所得税费用	9	19	27	34
短期借款	585	1000	1000	1211	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	367	746	1064	1428	<b>归属母公司净利润</b>	<b>110</b>	<b>215</b>	<b>305</b>	<b>396</b>
其他流动负债	294	462	654	879	EBIT	210	225	314	438
<b>非流动负债</b>	<b>509</b>	<b>309</b>	<b>309</b>	<b>309</b>	EBITDA	238	276	390	559
长期借款	225	25	25	25					
其他非流动负债	284	284	284	284	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1756</b>	<b>2518</b>	<b>3026</b>	<b>3827</b>	每股收益(元)	0.43	0.68	0.96	1.25
少数股东权益	18	18	18	18	每股净资产(元)	5.73	9.34	9.82	10.44
归属母公司股东权益	1483	2966	3119	3317	发行在外股份(百万股)	259	318	318	318
<b>负债和股东权益</b>	<b>3257</b>	<b>5502</b>	<b>6163</b>	<b>7162</b>	ROIC(%)	11.7%	7.8%	8.8%	9.6%
					ROE(%)	7.4%	7.2%	9.8%	11.9%
					毛利率(%)	34.3%	37.4%	36.7%	37.2%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	销售净利率(%)	11.2%	14.8%	14.9%	14.3%
经营活动现金流	-111	114	-3	111	资产负债率(%)	53.9%	45.8%	49.1%	53.4%
投资活动现金流	-519	-159	-625	-645	收入增长率(%)	46.3%	47.1%	41.0%	35.2%
筹资活动现金流	969	1483	-153	13	净利润增长率(%)	239.9%	94.8%	42.1%	29.6%
现金净增加额	339	1438	-780	-521	P/E	79.09	49.82	35.05	27.05
折旧和摊销	27	51	76	121	P/B	5.88	3.61	3.43	3.23
资本开支	-257	-121	-625	-645	EV/EBITDA	44.09	40.74	30.08	22.43
营运资本变动	-896	-152	-384	-406					

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>