

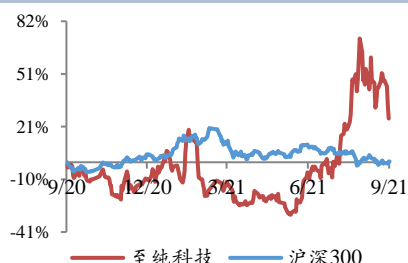
半导体业务稳步发展，打造装备及材料供应商

投资评级：增持（首次）

报告日期：2021-09-02

收盘价（元）	50.38
近 12 个月最高/最低（元）	69.13/27.90
总股本（百万股）	319
流通股本（百万股）	308
流通股比例（%）	96.55
总市值（亿元）	160
流通市值（亿元）	155

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

主要观点：

● **事件：**2021 年 8 月 31 日，公司发布中报。上半年公司实现营收 9.21 亿元，同比增长 76.51%；归母净利润 1.51 亿元，同比增长 395.51%；扣非归母净利润 0.43 亿元，同比增长 69.06%。单 Q2，实现营业收入 6.89 亿元，同比增长 68.85%；归母净利润 0.76 亿元，同比增长 67.12%；扣非归母净利润 0.40 亿元，同比增速-7.34%。

● 上半年业绩符合预期，营收大幅增厚

上半年公司实现营收 9.21 亿元，yoy+76.51%，营收大幅增厚，主要系集成电路产业景气所带来的高纯系统业务及半导体设备业务订单大幅增加；归母净利润 1.51 亿元，yoy+395.51%，主要系公司收入规模整体增加、公司公允价值变动损益及补贴收入增加所致，上半年公司非经营损益合计 1.08 亿元，其中非流动资产处置损益 1402 万元、政府补助 7802 万元、金融资产公允价值变动 4118 万元。扣非归母净利润 0.43 亿元，yoy+69.06%。

● 在手订单充裕，业绩前瞻性指标屡创新高，奠定全年高增长

公司在手订单充裕，半导体板块订单旺盛。截至 2021 年 6 月 30 日，公司整体业务新增订单达到 17.2 亿元，达去年全年的 88%，其中半导体板块订单旺盛，达 14.2 亿元，占比 82.6%，公司半导体业务继续行驶在发展快车道上。

业绩前瞻性指标存货、合同负债屡创新高，主要系公司业务规模增加。中报披露公司存货 9.75 亿元，同比增长 39.5%，较年初增长 22.7%，其中未完工项目 4.11 亿元，发出商品 3328 万元，合计占比 45.57%，完成验收后将确认收入；合同负债 2.52 亿元，同比增长 59.93%，较年初增长 47.62%。业绩前瞻性指标屡创新高，印证了公司业务订单旺盛，奠定全年高增长。

● 各业务板块发展加快，产品端&客户端均有所突破

(1) 高纯工艺集成系统：新增订单 9.8 亿元，技术攻关顺利。①新增订单大幅增长主要系一线客户持续扩展产能。②技术攻关顺利，深化介质系统国产化程度：公司新产品半导体级先进前驱体物料供应系统 (LDS)、干式特殊气体排放处理设备 (Dry Scrubber) 等已顺利接到客户订单，并已启动半导体制程设备侧气体供应模块 (IGS) 的研发项目，随着研发进程的推进，公司高纯工艺集成系统业务板块将持续稳健增长。

(2) 湿法清洗设备：单片湿法设备认证顺利，新老客户订单不断突破。

①单片设备认证顺利，工艺覆盖面再度拓宽：公司具备提供 28nm 节点的全部湿法工艺设备能力，重视 12 寸单片设备发展，目前首批单片设备已交付并顺利通过验证，下半年将有 7 台套 12 寸槽式设备和 8 台套

12 寸单片设备分别交付到中芯、华虹集团、燕东科技等主流客户产线。

②公司订单与客户同步突破：湿法设备新增订单达 4.3 亿元，达去年全年 85%，其中单片设备 2 亿元。上半年新增订单中有 17 台套是中国大陆（中芯宁波、中芯绍兴、中芯天津、华为、燕东科技）以及中国台湾（力积电）等老客户的重复订单；11 台套是化合物半导体、大硅片以及先进封装领域的销售新突破（绿能芯创、天岳、英诺赛科、晶方等）。

(3) 晶圆再生：7 月已正式量产，有望推动再生晶圆国产化进程。公司晶圆再生项目有望在 2021 年度贡献 2 个月度的产值，随着该项业务突破，将有效解决高阶晶圆制造中晶圆再生依靠出口处理的问题，推动半导体产业链材料端国产替代进程。

● 公司发展战略清晰，朝工艺装备及材料核心供应商稳步迈进

从发展战略来看，公司以高纯工艺集成系统起家，并以此为核心，不断沿产业链向上游延伸，切入半导体制造核心设备与半导体材料领域。我们认为公司从工程配套系统业务逐渐转向设备、材料等核心业务，业务结构逐渐优化，商业模式的变迁将改变公司产业链地位，打开成长空间。未来公司将从高纯工艺系统配套服务商升级成为工艺装备及材料核心供应商，并积极向部分细分新兴下游产业链延伸。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别 1.06/1.39/1.59 元，对应 PE 47.39/36.37/31.70X。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

下游晶圆厂资本开支不及预期，行业竞争加剧、全球贸易摩擦深化带来半导体全产业不确定性

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1397	1874	2407	2882
收入同比 (%)	41.6%	34.2%	28.4%	19.7%
归属母公司净利润	261	339	441	506
净利润同比 (%)	136.4%	29.9%	30.3%	14.7%
毛利率 (%)	36.8%	38.1%	38.5%	38.4%
ROE (%)	8.3%	9.7%	11.2%	11.4%
每股收益 (元)	1.01	1.06	1.39	1.59
P/E	38.82	47.39	36.37	31.70
P/B	3.98	4.60	4.08	3.61
EV/EBITDA	45.35	28.81	23.54	20.36

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 公司介绍：知名高纯工艺集成系统供应商，半导体行业国产替代参与者.....	5
1.1 至纯科技致力于提供高纯工艺系统及半导体湿法工艺设备，内生外延不断开拓新业务.....	5
1.2 股权结构分散，实际控制人直接参与公司经营.....	5
1.3 核心高管多为公司元老，人均行业从业年限达 20 年.....	6
2 围绕国产替代主线，四大业务条线协同发展.....	6
2.1 高纯工艺集成系统：目前公司营收主要来源，平稳发展.....	6
2.2 光传感器&医药：补全光电子版图，横向扩张，赋能高纯工艺集成系统.....	7
2.3 湿法清洗设备：渐入佳境，进入放量期.....	8
2.4 晶圆再生：切入材料端，填补国内半导体制造空白.....	8
3 与时俱进，业务领域与商业模式不断升级.....	9
3.1 围绕“进口替代”主线，业务布局上根据行业变化与客户需求及时调整.....	9
3.2 公司业务不断向上延伸，产品结构优化，商业模式变迁，打开公司成长空间.....	10
4 财务分析：收入放量，多因素叠加盈利改善.....	11
4.1 收入维持高速增长，19、20 年利润端受并表及公允价值变动影响较大.....	11
4.2 收入前瞻性指标存货、合同负债屡创新高.....	12
投资建议.....	13
风险提示.....	13
财务报表与盈利预测.....	14

图表目录

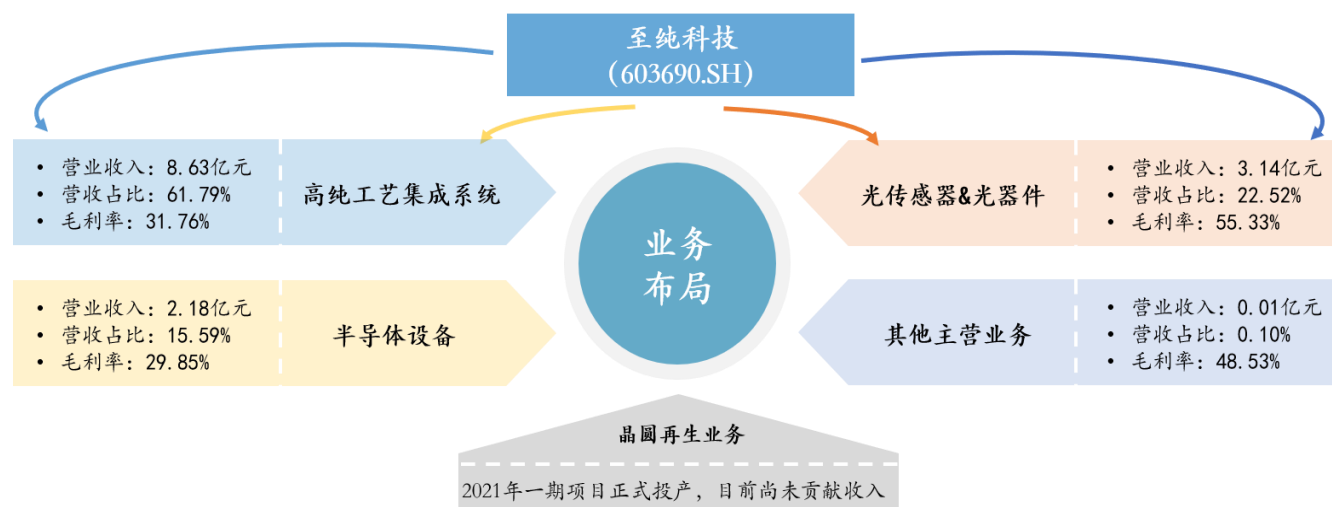
图表 1 公司主营业务包括高纯工艺集成系统、光传感器&光器件、半导体湿法清洗业务，并不断拓展	5
图表 2 公司股权结构较为分散，实际控制人直接参与公司经营	6
图表 3 核心高管多为公司元老，人均行业从业年限达 20 年	6
图表 4 高纯工艺系统用于掺杂、刻蚀等多个核心步骤	7
图表 5 高纯工艺集成系统业务是公司业绩主要支撑	7
图表 6 技术协同与纵向延伸赋能高纯工艺系统业务，有望迎来新突破	8
图表 7 至纯清洗设备发展与产能储备	8
图表 8 测试片包括控片 (MONITOR WAFER) 和挡片 (DUMMY WAFER)	9
图表 9 晶圆再生是指将损耗的测试片加工处理为可用测试片	9
图表 10 公司战略路线逐渐清晰，客户结构从分散逐渐集中于光伏、医药、光电子、半导体行业	10
图表 11 高纯工艺系统是公司收入的主要支撑	10
图表 12 公司业务不断向上延伸	10
图表 13 公司历年营收及增速情况	11
图表 14 公司历年归母净利润及增速情况	11
图表 15 公司毛利率&净利率变动情况	12
图表 16 公司期间费用变动情况	12
图表 17 公司存货构成 (2021H1)	12
图表 18 公司存货变动情况	12
图表 19 公司合同负债变动情况	12
图表 20 公司应收账款变动情况	12

1 公司介绍：知名高纯工艺集成系统供应商，半导体行业国产替代参与者

1.1 至纯科技致力于提供高纯工艺系统及半导体湿法工艺设备，内生外延不断开拓新业务

至纯科技成立于2000年，2016年前专注于高纯工艺系统，逐步向湿法工艺设备、光纤传感器及光电子器件、晶圆再生等领域布局。公司通过多年的经验积累和技术开发，产品和服务不断完善，在行业中形成了良好的口碑和信誉，并在各下游行业积累了一批高端客户和合作伙伴。公司提供的产品和服务紧紧围绕“进口替代”，为用户成长过程中提供性价比高的核心工艺关键配套设备和系统，目前公司高纯工艺系统业务运行稳定，半导体设备板块空间广阔，光传感器&光器件业务发展良好，晶圆再生业务开展顺利。不同业务条线分属不同生命周期，多元化的业务布局增加了单一行业波动时公司的抗风险能力。

图表1 公司主营业务包括高纯工艺集成系统、光传感器&光器件、半导体湿法清洗业务，并不断拓展

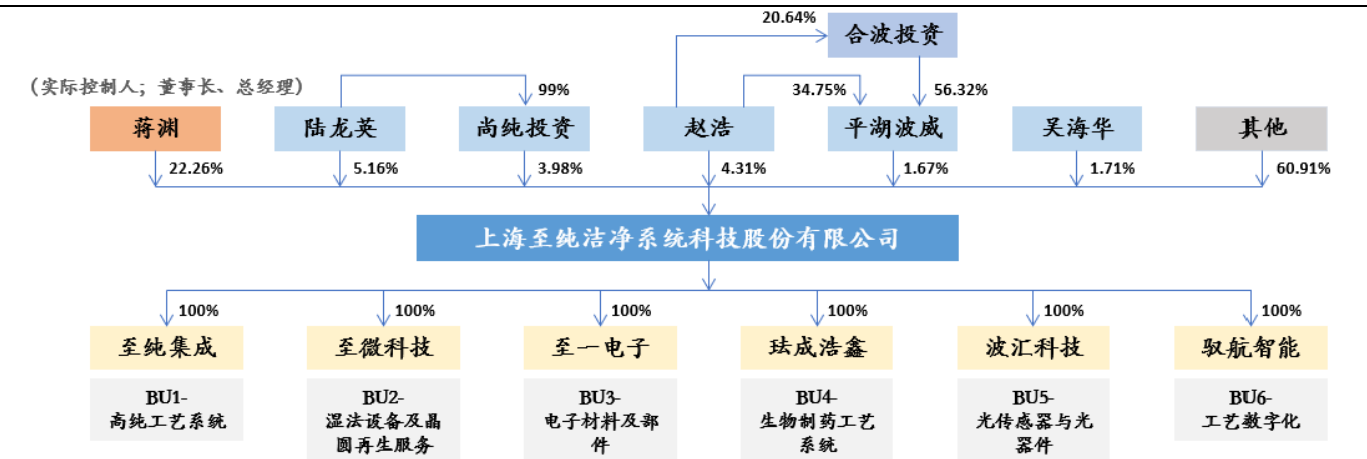


资料来源：华安证券研究所绘制（注：营收、营收占比、毛利率采用2020年年报数据）

1.2 股权结构分散，实际控制人直接参与公司经营

公司股权结构分散，蒋渊为公司实际控制人，直接参与公司经营。蒋渊直接持股22.26%，蒋渊之母陆龙英女士直接持股5.16%，通过尚纯投资间接持股3.98%，故蒋渊与其母陆龙英合计持股31.4%。此外，至纯副总经理、波汇科技董事长赵浩直接持股4.31%，间接持股0.77%，合计持股比例为5.08%；公司核心技术人员吴海华持股1.71%。公司控股或参股子公司众多，至纯围绕高纯工艺系统、湿法设备及晶圆再生服务、电子材料及部件、生物制药工艺系统、光传感器与光器件、工艺数字化六大事业部的发展规划，分别设立或收购相应子公司，各司其职，有序运作。

图表2 公司股权结构较为分散，实际控制人直接参与公司经营



资料来源：华安证券研究所绘制

1.3 核心高管多为公司元老，人均行业从业年限达 20 年

核心高管多为公司元老，蒋渊（董事长、总经理）、吴海华（核心技术人员）、沈一林（副总经理）均在公司创办初期加入上海至纯，赵浩（副总经理）兼任波汇科技董事长，于 2019 年加入至纯科技。公司核心高管人均行业从业年限达 20 年，具有丰富的管理经验与技术储备。上市以来公司共发布三期股权激励计划，激励范围广、力度大，绑定核心技术人员的同时彰显公司未来发展信心。

图表3 核心高管多为公司元老，人均行业从业年限达 20 年

姓名	职务	进入公司时间	学历	直接持股比例	工作经历
蒋渊	董事长、董事、总经理	2000	硕士	22.26%	1995年至1998年在上海市静安区经贸委宣传科任科员；1998年至2000年在凯耐第斯工艺系统(上海)有限公司销售中心任职，最后职位为营销总监；2000年至今担任公司总经理，2011年9月至今兼任公司董事长。
吴海华	董事、核心技术人员	2004	硕士	1.71%	2000年至2001年在法特洁净系统工程(上海)有限公司任助理工程师；2001年至2002年在安思特管道系统工程(上海)有限公司任设计工程师；2002年至2004年在上海新帆纯超净技术有限公司任项目经理；2004年至今任公司技术总监。2006年6月至2011年5月兼任公司监事，2011年9月3日任公司董事、研发总监。
赵浩	董事、副总经理	2019	博士	4.31%	1999年至2002年，担任美国康宁公司技术市场经理；2002年至2005年，担任美国旭电科技集团全球光器件供应链管理经理；2005年至2015年，担任海波汇科技(上海)有限公司董事长；2015年至今，担任上海波汇科技(上海)有限公司董事长。
沈一林	副总经理	2012	——	——	2002年7月至2003年5月就职于上海新帆纯超净技术有限公司；2003年5月至2005年4月就职于上海至纯洁净系统有限公司；2005年5月至2012年就职于液化空气(中国)投资有限公司；2012年8月至今就职于上海至纯洁净系统科技股份有限公司，任公司副总经理。
陆磊	副总经理、财务总监	2010	本科	——	2003年至2010年12月在北京天华会计师事务所(均富国际成员所)任审计员、高级审计员、项目经理，其中2008年至2009年在均富香港会计师事务所(均富国际成员所)任助理审计经理；2010年12月至今任公司财务总监；2011年9月至2012年1月兼任公司董事会秘书。
柴心明	董事会秘书	2017	硕士	——	2001年至2017年任上海市政府第四办公室宏观经济研究员；2017年3月至今任上海至纯洁净系统科技股份有限公司董事会秘书。
施振业	独立董事	——	硕士	——	历任台湾积体电路制造股份有限公司技术经理，中芯国际集成电路制造有限公司厂长，上海宏力半导体制造有限公司资深处长，茂迪(苏州)新能源有限公司副总裁，新日光源科技股份有限公司资深处长，北京北方微电子基地设备工艺研究中心有限责任公司事业部总经理，汉民科技(上海)有限公司顾问，2019年至今任安徽江控创富基金管理有限公司副总经理。
周国华	独立董事	——	专科	——	中国国籍，中共党员，大专学历，高级会计师。曾任宁波富达股份有限公司财务总监，宁波汇峰聚威科技股份有限公司副总经理，现任宁波汇峰新材有限公司执行董事兼总经理，宁波康强电子股份有限公司监事会主席，宁波中百股份有限公司独立董事，上海至纯洁净系统科技股份有限公司独立董事和大恒新纪元科技股份有限公司独立董事。

资料来源：Wind，公司年报，华安证券研究所

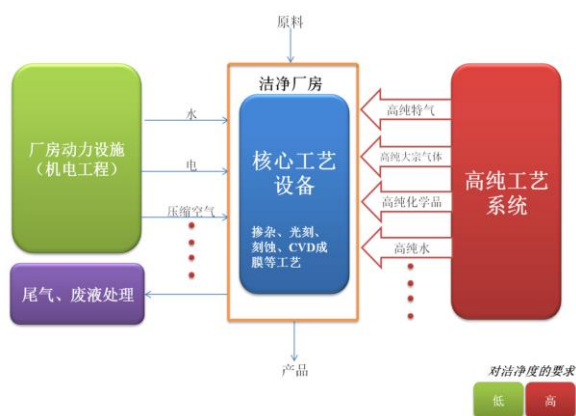
2 围绕国产替代主线，四大业务条线协同发展

2.1 高纯工艺集成系统：目前公司营收主要来源，平稳发展

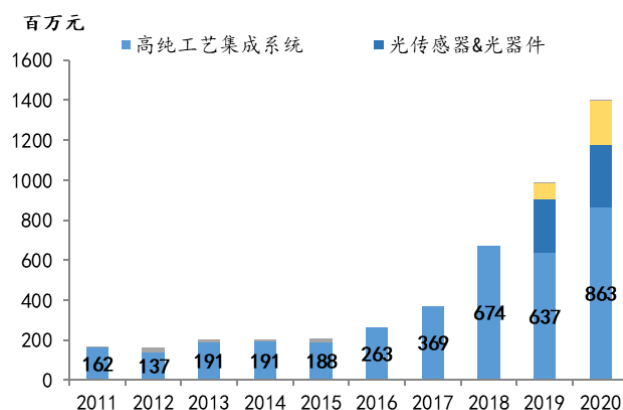
高纯工艺系统指先进制造中气体、化学品、水等工艺介质的储存、输送与分配

过程设备、管道和部件的总称，目前广泛应用于泛半导体（集成电路、平板显示、光伏、LED 等）和生物医药等领域。简而言之，就是针对生产工艺流程，进行微污染控制的系统，是直接保证行业产品工艺精度与良率的关键配套系统，约占相关生产线固定资产投资总额的 5-8%。2005 年以来，公司长期致力于高纯工艺系统领域，并不断扩张应用领域。2020 年，公司高纯工艺系统实现营收 8.63 亿元，占比 61.79%，是公司最大的收入来源与重要业绩支点。同时，公司通过收购将公司业务延伸至下游应用及配套技术领域，进一步强化公司高纯工艺系统竞争力，并致力于从高纯工艺系统整体解决方案向智慧工厂运营商转型升级。

图表 4 高纯工艺系统用于掺杂、刻蚀等多个核心步骤



图表 5 高纯工艺集成系统业务是公司业绩主要支撑



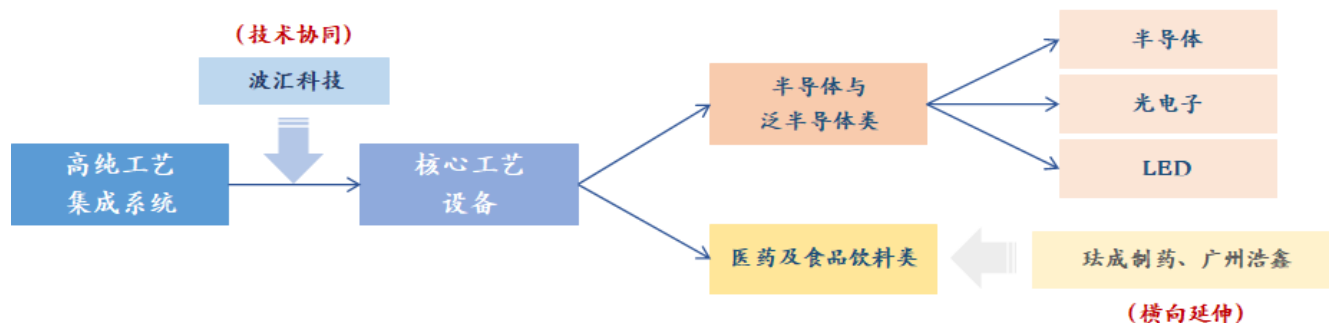
资料来源：招股说明书，Wind，华安证券研究所

资料来源：招股说明书，Wind，华安证券研究所

2.2 光传感器&医药：补全光电子版图，横向扩张，赋能高纯工艺集成系统

高纯工艺系统作为公司的主要收入来源，起到业绩支撑作用。为应对下游资本开支的风险，同时完善六大事业部建设，公司通过兼收并购的方式丰富产品结构，提高产品力。①增强技术协同，助力 BU5-光传感器与光器件发展。公司通过兼收并购波汇科技，丰富产品结构，增强技术协同，提高产品力。2020 年公司基于分布式光纤传感技术和激光气体探测技术的“油气站场+线路+高后果区”的全方位保护的一体化智慧管网整体解决方案，在国家油气主管网及省管网取得重大突破，进入规模化应用阶段。并且智慧安全城市解决方案完成阶段性成果，开始在智慧燃气、智慧管廊等城市重大基础设施安全项目中发挥重大作用。②整合 BU4 生物制药工艺系统，深化医药行业布局。2019-2020 年收购整合珐成制药、广州浩鑫两家医药企业，进行横向延伸，大力发展模块化工艺系统。2020 年顺利完成君实生物临港工厂的智能化系统交付工作、承接英国利洁时太仓新工厂整套工艺系统模块化项目、完成重庆市重点项目极泽生物人造熊胆粉系统工程，获得客户一致好评。

图表 6 技术协同与纵向延伸赋能高纯工艺系统业务，有望迎来新突破



资料来源：华安证券研究所绘制

2.3 湿法清洗设备：渐入佳境，进入放量期

至纯科技于 2015 年启动湿法工艺装备研发，2016 年成立院士工作站，2017 年成立独立的半导体湿法事业部，2018 年获得中芯、万国、燕东等正式订单。2019 年获得中芯等客户的重复订单，并新增华虹、中车、台湾力晶、湖南楚微等新用户订单。至纯科技的半导体湿法设备主要由安徽合肥与江苏启东两地开展。安徽合肥厂区预计达产后产能可达 40 台，其中槽式 30 台、单片式 10 台。江苏启东厂区目前仍处于产能爬坡阶段，计划达产后产能为年产 96 台。2020 年全年出机超过 30 台，公司全年实现营业收入约为 13.96 亿，其中半导体湿法设备营业收入约为 2.18 亿，占比约 15.61%，同比增长达 166.77%。公司湿法清洗设备获得下游主流晶圆厂认可，公司清洗业务产能储备充裕，随着下游产能扩张，公司清洗设备业务进入放量期。

图表 7 至纯清洗设备发展与产能储备



注：截至2019年年报，公司启东生产基地已达到符合年产48台装备的车间与配套人才及供应链，并已实际投入湿法清洗装备的生产。

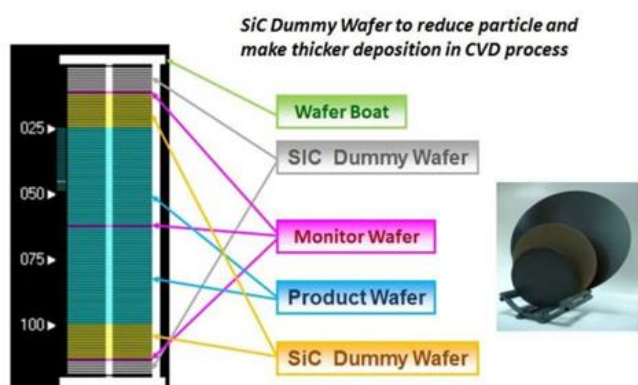
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.4 晶圆再生：切入材料端，填补国内半导体制造空白

常见晶圆可以分为正片与测试片，其中测试片可再分为控片和挡片。①控片：主要用来监控产线的稳定性和可靠性，在产品投产前和生产过程中都需要用到控片。1.离线测试，在产品投产之前用控片进行试加工，检验产线稳定性，即离线测试；2.在线测试，在产品生产过程中，在正片中混杂一些控片，工艺完成后用控片判断该

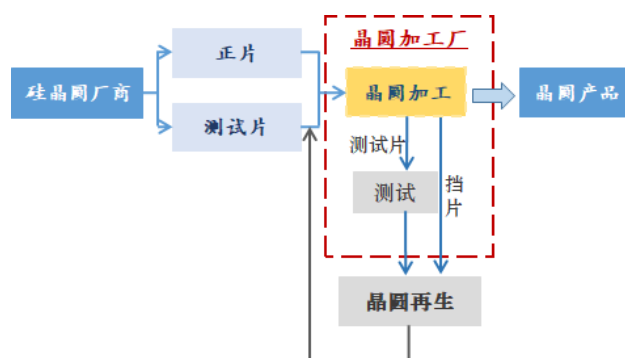
批次是否正常。②挡片：在产品加工过程中，如果该批次的片子不满，留有的空隙可能会影响气流稳定性和均匀性，因此需要加一些挡片把空余位置填充起来，特别在 PVD/CVD/氧化扩散等炉管设备中尤其重要。晶圆再生是将测试片回收，化学浸泡、物理研磨等去掉氧化膜和残留进行二次加工，将用过的测试片复原，达到重复利用的目的。目前至纯科技半导体晶圆再生一期项目在 2021 年 4 月正式开始试投产，产能为 84 万片/年，项目全面达产后，可形成每年 168 万片晶圆再生及 120 万件零部件清洗的能力，满产后年产值可超过 6 亿元。

图表 8 测试片包括控片(Monitor Wafer)和挡片(Dummy Wafer)



资料来源：华安证券研究所绘制

图表 9 晶圆再生是指将损耗的测试片加工处理为可用测试片



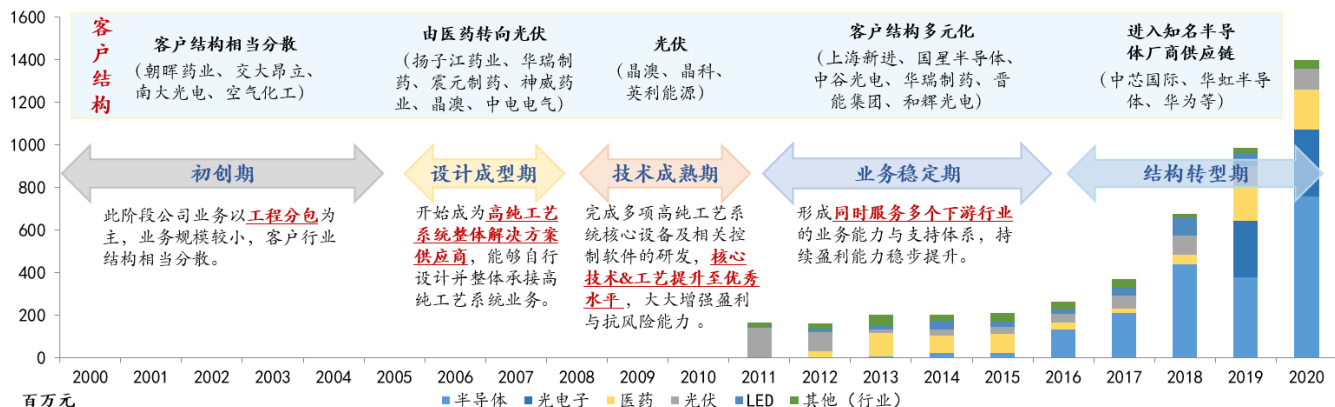
资料来源：华安证券研究所绘制

3 与时俱进，业务领域与商业模式不断升级

3.1 围绕“进口替代”主线，业务布局上根据行业变化与客户需求及时调整

公司发展路线清晰，业务布局方面不断拓宽“进口替代”的深度与广度。公司发展阶段可分为 5 个阶段：①初创探索期（2000-2005）：此阶段公司业务以工程分包为主，业务规模较小，客户结构相当分散。②设计成型期（2005-2008）：涉足业务高纯工艺系统整体解决方案，针对生产工艺流程进行微污染控制以保证良品率。③技术成熟期（2008-2011）：此阶段公司加强了研发投入，完成多项高纯工艺系统核心设备及相关控制软件的研发，核心技术&工艺提升至优秀水平，并借助全球光伏产业发展的热潮，将下游客户开拓至晶澳、晶科、英利能源等光伏制造领域代表性企业。④业务稳定期（2011-2016）：公司业务能力与支持体系同时覆盖多个下游行业，客户结构呈现多元化，代表性客户涵盖上海先进、国星半导体、中谷光电、华瑞制药、晋能集团、和辉光电等。⑤结构转型期（2016-今）：顺应电子信息产业发展浪潮，业务重心朝半导体、光电器件及传感器领域转型，代表性客户包括上海华力、中芯国际、长江存储、合肥长鑫、士兰微、西安三星、无锡海力士等。

图表 10 公司战略路线逐渐清晰，客户结构从分散逐渐集中于光伏、医药、光电子、半导体行业

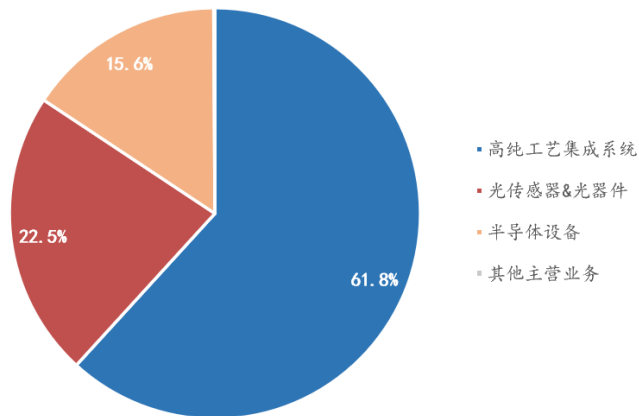


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

3.2 公司业务不断向上延伸，产品结构优化，商业模式变迁，打开公司成长空间

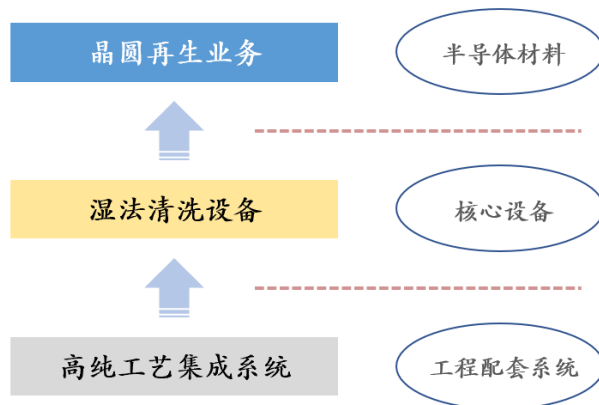
高纯工艺系统为业绩支撑业务，湿法清洗&晶圆再生业务提供新增长点。1) 高纯工艺集成系统业务：公司以此起家，至今仍是公司第一大收入来源，公司在保证自身优势的同时通过收购兼并补全光传感器业务、积极向下游延伸，有望依靠技术&产业链协同性取得重大突破，可以预见该业务仍将为公司业绩做出突出贡献。2) 湿法清洗&晶圆再生业务：高纯工艺集成系统作为工程配套系统，具有回款周期长、后期投入大的特点，公司切入半导体制造核心设备与半导体材料领域，沿产业链向上游延伸，瞄准政策驱动、高技术附加值产业。业务结构优化，商业模式变迁。从工程配套系统业务逐渐转向设备、材料等核心业务，商业模式的变化将改变公司产业链地位，打开成长空间。从议价能力与抗风险能力来看，对下游资本开支的依赖度降低，同时放大半导体产业产能扩张对公司的推动作用。

图表 11 高纯工艺系统是公司收入的主要支撑



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 12 公司业务不断向上延伸



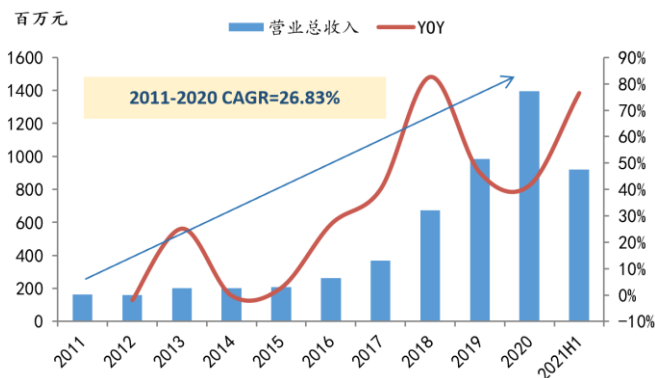
资料来源：Wind，华安证券研究所

4 财务分析：收入放量，多因素叠加盈利改善

4.1 收入维持高速增长，19、20 年利润端受并表及公允价值变动影响较大

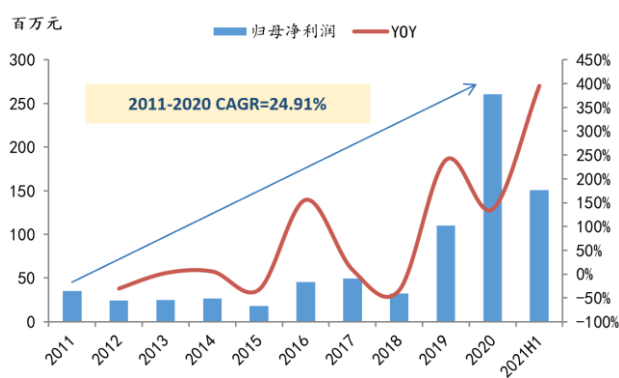
近年来，公司营收及归母净利润均保持高速增长。2016-2020 年，公司分别实现销售收入 2.63/3.69/6.74/9.86/13.97 亿元，CAGR 达 51.81%，分别实现归母净利润 0.45/0.49/0.32/1.10/2.61 亿元，CAGR 达 55.19%。2019 年，公司营收大幅增厚，同比增长 46.34%，主要系收购波汇科技并表其光传感及光器件收入贡献及半导体设备业务板块收入贡献。归母净利润同比增长 239.88%，主要系公司规模整体增加的同时波汇科技并表利润贡献。2020 年公司收入同比增长 41.63%，主要系半导体产业国产化浪潮下高纯工艺业务板块以及半导体设备业务板块开始放量。归母净利润同比增长 136.36%，主要系公司收入规模整体增加及公允价值变动损益带来的贡献（2020 年，公司出资 1 亿人民币投资青岛聚源芯星股权投资合伙企业，作为中芯国际战略配售方。根据中芯国际科创板收盘价，考虑流动性因素，所投资股权在 2020 年 12 月 31 日公允价值为 264,053,441.28 元）。2021H1 公司实现营收 9.21 亿元，yoy+76.51%，营收大幅增厚，主要系集成电路产业景气所带来的高纯系统业务及半导体设备业务订单大幅增加归母净利润 1.51 亿元，yoy+395.51%，主要系公司收入规模整体增加，公司公允价值变动损益及补贴收入增加所致，上半年公司非经营损益合计 1.08 亿元，其中非流动资产处置损益 1402 万元、政府补助 7802 万元、金融资产公允价值变动 4118 万元。扣非归母净利润 0.43 亿元，yoy+69.06%。

图表 13 公司历年营收及增速情况



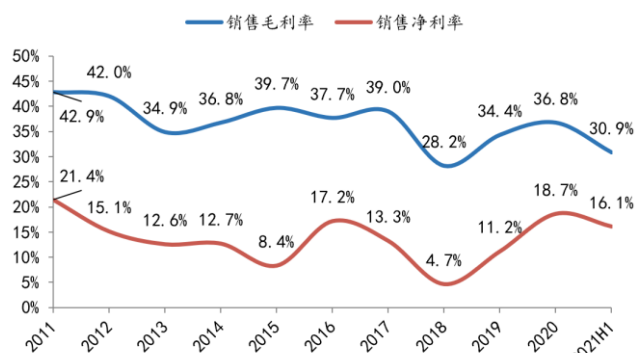
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 14 公司历年归母净利润及增速情况



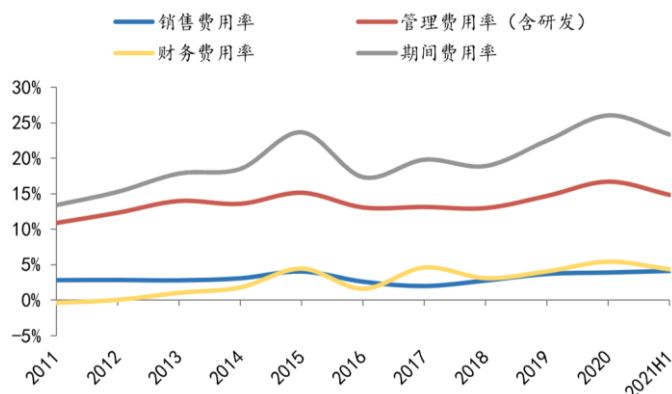
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 15 公司毛利率&净利率变动情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 公司期间费用变动情况

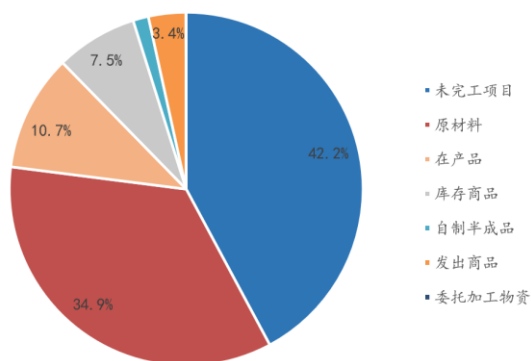


资料来源: Wind, 华安证券研究所

4.2 收入前瞻性指标存货、合同负债屡创新高

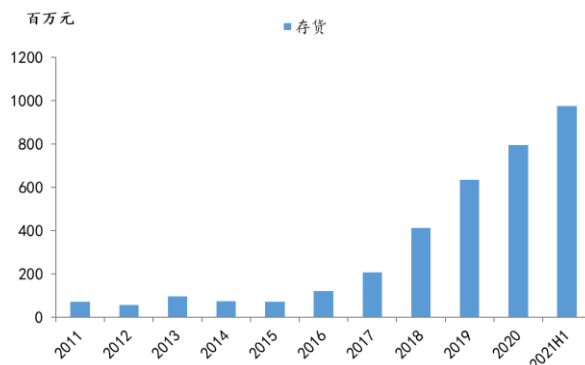
2021 年中报披露公司存货 9.75 亿元, 同比增长 39.5%, 较年初增长 22.7%, 其中未完工项目 4.11 亿元, 发出商品 3328 万元, 合计占比 45.57%, 完成验收后将确认收入; 合同负债 2.52 亿元, 同比增长 59.93%, 较年初增长 47.62%。业绩前瞻性指标屡创新高, 印证了公司业务订单旺盛, 奠定全年高增。

图表 17 公司存货构成 (2021H1)



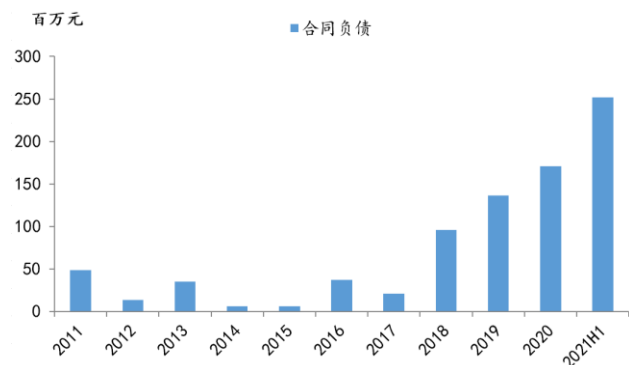
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 18 公司存货变动情况



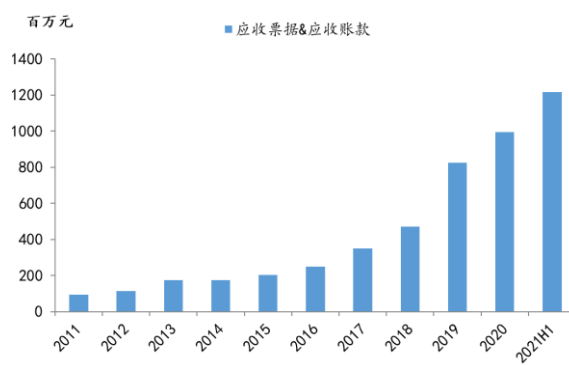
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 19 公司合同负债变动情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 20 公司应收账款变动情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

投资建议

预计公司 2021-2023 年 EPS 分别 1.06/1.39/1.59 元, 对应 PE 47.39/36.37/31.70X。
首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示

下游晶圆厂资本开支不及预期, 行业竞争加剧、全球贸易摩擦深化带来半导体全产业不确定性。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3751	3383	4035	4805	营业收入	1397	1874	2407	2882
现金	1503	412	295	336	营业成本	883	1160	1481	1776
应收账款	980	1392	1755	2114	营业税金及附加	10	13	17	20
其他应收款	61	79	102	122	销售费用	54	75	96	115
预付账款	199	229	306	361	管理费用	138	150	193	231
存货	794	1075	1359	1635	财务费用	76	48	38	38
其他流动资产	215	196	218	236	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	2205	2264	2284	2273	公允价值变动收益	150	0	0	0
长期投资	231	231	231	231	投资净收益	22	37	48	58
固定资产	530	605	642	648	营业利润	297	381	499	571
无形资产	124	108	91	74	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	1320	1320	1320	1320	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	5957	5647	6319	7078	利润总额	298	381	499	571
流动负债	1810	1151	1382	1634	所得税	37	42	57	65
短期借款	959	0	0	0	净利润	261	339	441	507
应付账款	345	509	626	761	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	506	642	755	873	归属母公司净利润	261	339	441	506
非流动负债	986	986	986	986	EBITDA	276	576	710	818
长期借款	588	588	588	588	EPS (元)	0.00	1.06	1.39	1.59
其他非流动负债	398	398	398	398					
负债合计	2796	2137	2368	2620					
少数股东权益	18	18	18	19					
股本	308	319	319	319					
资本公积	2246	2246	2246	2246					
留存收益	589	928	1369	1875					
归属母公司股东权益	3143	3492	3933	4439					
负债和股东权益	5957	5647	6319	7078					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2023E
经营活动现金流	-281	89	70	224	成长能力				
净利润	261	339	441	506	营业收入	41.6%	34.2%	28.4%	19.7%
折旧摊销	48	147	173	209	营业利润	148.8%	28.2%	31.1%	14.5%
财务费用	61	63	43	43	归属于母公司净利	136.4%	29.9%	30.3%	14.7%
投资损失	-22	-37	-48	-58	获利能力				
营运资金变动	-522	-422	-539	-477	毛利率 (%)	36.8%	38.1%	38.5%	38.4%
其他经营现金流	676	761	981	984	净利率 (%)	18.7%	18.1%	18.3%	17.6%
投资活动现金流	-909	-168	-145	-140	ROE (%)	8.3%	9.7%	11.2%	11.4%
资本支出	-583	-206	-193	-198	ROIC (%)	3.9%	8.6%	9.7%	10.0%
长期投资	-348	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	22	37	48	58	资产负债率 (%)	46.9%	37.8%	37.5%	37.0%
筹资活动现金流	2218	-1011	-43	-43	净负债比率 (%)	88.5%	60.9%	59.9%	58.8%
短期借款	396	-959	0	0	流动比率	2.07	2.94	2.92	2.94
长期借款	363	0	0	0	速动比率	1.50	1.81	1.72	1.72
普通股增加	49	11	0	0	营运能力				
资本公积增加	1369	0	0	0	总资产周转率	0.23	0.33	0.38	0.41
其他筹资现金流	41	-63	-43	-43	应收账款周转率	1.43	1.35	1.37	1.36
现金净增加额	1028	-1090	-118	41	应付账款周转率	2.56	2.28	2.36	2.33

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	1.01	1.06	1.39	1.59	P/E	38.82	47.39	36.37	31.70
每股经营现金流薄)	-0.88	0.28	0.22	0.70	P/B	3.98	4.60	4.08	3.61
每股净资产	9.87	10.96	12.35	13.94	EV/EBITDA	45.35	28.81	23.54	20.36

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩，郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018 年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。