

ASMPT 太平洋科技 (522 HK)

全球领先的先进封装及 SMT 解决方案供应商

ASMPT 太平洋科技, 简称 ASMPT, 是一家为电子产品生产的所有工艺步骤提供优质设备的电子部件制造商。据集团 3Q21 季报显示, 其 3Q21 收入录得 62 亿港元 (同比增长 70%/环比增长 20.4%), 超出管理层指引。集团毛利率为 40.6%, 同预期一致。其净利润达 10 亿港元, 同比增长 481%/环比增长 37.1%。订单量则环比下滑 21.9% (然而同比增长 42.8%), 这使得市场担心该轮周期已见顶。鉴于此, 我们预计集团每股盈利将于 FY22 回落至正常水平, 但从长期来看, 在强劲的长期增长趋势驱动下其将维持乐观。我们首予“买入”评级, 将目标价设定为 103.8 港元。

3Q21 收入同比增长 70%/环比增长 20.4%。 集团收入 62.3 亿港元创历史新高, 超出管理层指引。其 SEMI (半导体) /SMT (表面贴装工艺) 板块表现良好。在 SEMI 板块, 由于丝焊工艺/贴片工艺设备, 以及先进倒转焊接配置占出货量的绝大部分且同比增幅强劲, 这使得该板块收入主要来自 IC (集成电路) /离散器件业务单位。显示器/一般照明/光伏业务则推动集团光电业务录得同比/环比增幅。高端智能手机 CIS 业务单位则表现良好。

主流高端配置所需工具引领 SMT 业务板块。 同样, 集团 AP 工具, 包括系统封装工具、穿戴装置、连接性装置和设备在付运上录得强劲同比增幅。主流印刷工具录得稳健同比增幅。

集团订单量环比下滑 21.9%至 57.2 亿港元。 SEMI 订单量环比下滑 17.5%, 而 SMT 订单量则环比下滑 28.3%。尽管 2021 年初订单量达到较高水平, 其后接连两季的下滑使得市场出现忧虑。我们认为订单量下滑有季节性的因素, 但随着客户对订单量不断消耗, 其将于 FY22 恢复至正常水平。

汽车/工业应用将持续成为主要动力来源。 随着计算应用不断发展, 这两个领域的设备订单量都呈现强劲势态, 同长期趋势相背。此外, 集团收购了车载摄像头动态对齐领域的领先设备制造商 AEi, 这将确保 ASMPT 获得这一大规模的总潜在市场。

首予“买入”评级。 我们认为 ASMPT 往绩收购表现良好。尽管订单量表现疲软, 但我们认为其 AP/汽车设备销售将按年增长 11%/9%+, 这将推动收入/净利润于 2021-25 期间按复合年均增长率 7.6%/6.3%增长。我们将目标价设定为 103.8 港元, 对应 FY22 预测市盈率 16 倍, FY22 约市净率 2.5 倍。

投资总结

| 年结于 12 月 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营收 (百万港元) | 15,883 | 16,887 | 21,780 | 22,524 | 24,280 |
| 变化 (%) | (18.8) | 6.3 | 29.0 | 3.4 | 7.8 |
| 净利润 (百万港元) | 619 | 1,622 | 2,909 | 2,650 | 2,532 |
| 变化 (%) | (72.1) | 161.9 | 79.4 | (8.9) | (4.5) |
| 每股盈利 (港元) | 1.52 | 3.97 | 7.08 | 6.42 | 6.10 |
| 变化 (%) | (72.2) | 161.2 | 78.4 | (9.4) | (5.0) |
| 市盈率 (倍) | 54.7 | 20.9 | 11.7 | 12.9 | 13.6 |
| 市净率 (倍) | 2.9 | 2.6 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| 市值/经营现金流 (倍) | 11.9 | 12.7 | 17.0 | 10.0 | 10.1 |
| 企业价值/息税折摊前利润 (倍) | 17.1 | 17.1 | 7.6 | 8.4 | 8.7 |
| 每股股息 (港元) | 2.0 | 2.7 | 3.5 | 3.2 | 3.1 |
| 股息回报率 (%) | 2.4 | 3.2 | 4.3 | 3.9 | 3.7 |

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

买入

目前股价
HK\$83.1
目标股价
HK\$103.8

香港股市 / 科技 / 半导体

2021 年 12 月 13 日

冯皓霆 (SFC CE: BKB324)

(852) 3519 1201

ht.fung@dfzq.com.hk

最新主要数据

| | |
|-----------------------|--------|
| 已发行股份总数 (百万股) | 411 |
| 市值 (百万港元) | 34,137 |
| 企业价值 (百万港元) | 34,730 |
| 12 个月内日均成交额 (百万港元) | 177 |
| 12 个月波动率 (%) | 44 |
| FY21-23 预测市盈率 (倍) | - |
| FY18-20A 预测平均净资产收益率 | 11.8 |
| FY21E 预测市净率 (倍) | 2.2 |
| FY21E 预测净负债-股东权益比 (%) | 净现金 |

股价表现 (%)

| | 1 个 | 本年 12 个月 |
|------|-----|----------|
| 绝对值 | 1 | (17) (3) |
| 相对恒指 | 4 | (2) 9 |

主要股东持股 (%)

| | |
|----------------------|----|
| ASM International NV | 25 |
|----------------------|----|

审计师

德勤·关黄陈方会计师事务所

股价走势图



资料来源: 彭博资讯、东方证券 (香港)

图 1：公司主要数据

| ASMPT | |
|------------|---------|
| 成立年份 | 1975 |
| 上市年份 | 1987 |
| 半导体后端设备排名 | #1 |
| SMT 解决方案排名 | #2 |
| 雇员人数 | 14,000+ |
| 研发成员 | 2,000+ |
| 覆盖国家 | 30+ |
| 研发中心 | 11 |
| 主要生产基地 | 12 |
| 主要领先科技专利数 | 1,500+ |

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

ASMPT 为全球领先的电子设备制造商

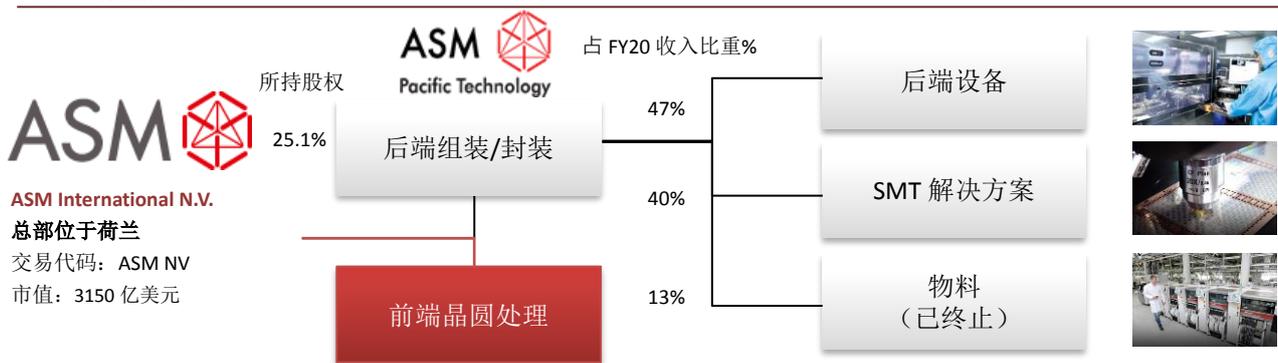
ASM 太平洋科技（522 HK），简称 ASMPT，是一家总部设于新加坡、为电子产品生产的所有工艺步骤提供技术和解决方案的设备制造商，包括从半导体封装材料和后端（芯片集成、焊接、封装）到 SMT 表面贴装工艺。其产品覆盖全球超过 30 个国家，ASMPT 凭借其全面的产品组合及精湛的生产技术在全球舞台独树一帜。

ASMPT 集团主要经营三个业务板块：1) 后端设备制造，2) SMT 解决方案及 3) 物料/框架材料（已终止）。其后端设备制造业务所涉及的产品范围十分广泛，其中包括焊接、塑模、切筋及成型，其将这些工艺融入微电子、半导体、光电子及光电行业形成完整的一体化生产系统。集团的 SMT 解决方案板块开发出并销售 SMT、半导体及太阳能市场上最好的 DEK 印刷机，此外，集团还生产出如今市面上 SIPLACE SMT 最好的替代方案。集团的物料板块（已终止）则为消费者提供了多元化的框架材料，如装嵌及冲压材料及先进的封装材料。

集团由行业资深专家团队管理

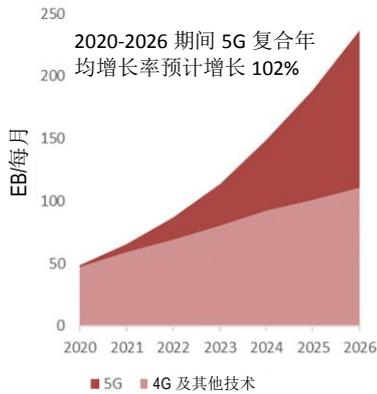
黄梓达先生于 2020 年 5 月 12 日被任命为 ASMPT 集团的执行董事。黄梓达先生自 2011 年 4 月 28 日起便担任集团执行董事。在此之前，黄梓达先生为集团财务总监，直至 2010 年 2 月 1 日其被任命为集团执行董事。就学术背景而言，黄梓达先生拥有新加坡国立大学会计专业学士学位及英国德比大学的法律硕士学位（商法）。此外，其本人有逾 30 年的财务、审计、会计从业经验，工作经验丰富，而且是新加坡特许会计师协会成员。

Guenter Walter Lauber 先生自 2020 年 5 月 12 日起便担任 ASMPT 集团的执行董事。其同时也是集团执行副董事长及集团 SMT 解决方案业务板块的执行董事。就工作背景而言，Lauber 先生有超过 20 年的 SMT 行业从业经验，在该领域工作经验十分丰富。2007 年，Lauber 先生开始着手负责 SMT 业务板块，而该业务板块则于 2011 年被 ASMPT 集团所收购。Lauber 先生随后也加入到 ASMPT 集团中。就学术背景而言，Lauber 先生拥有德国安斯巴赫应用技术大学电子工程学位。

图 2：集团构架


资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 3: 数据增幅



资料来源: 2021 爱立信移动报告、东方证券 (香港)

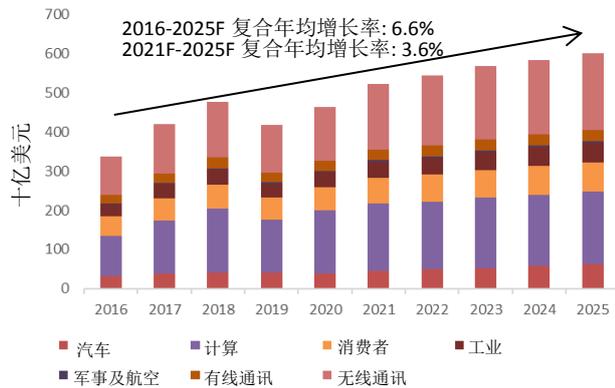
全球 5G 及汽车技术研发费用不断看涨

全球技术开支预计将持续超过世界各国 GDP 水平, 诸如区块链、IoT (物联网)、机器人技术、AR/VR 技术等新技术的推动下, 技术开支不断增长。未来几年, 即使是用于硬件、软件、电讯服务等传统技术的开支也将同各国 GDP 水平相持平。

新兴市场快速转型, 将重点落在投资回报较高的新技术快速应用上, 满足诸如在中国及亚洲其他国家对物联网的展开运用、制造行业机器人解决方案等领域上的运用需求。面对这些市场需求, 政府同样也渴望加大对新技术领域、领先智能城市方案及将通讯信息技术同经济发展计划相结合上的投资。在过去十年间, 中国在技术上的开支增长速度是世界各国的两倍, 我们认为其将在技术开始上持续保持领先。

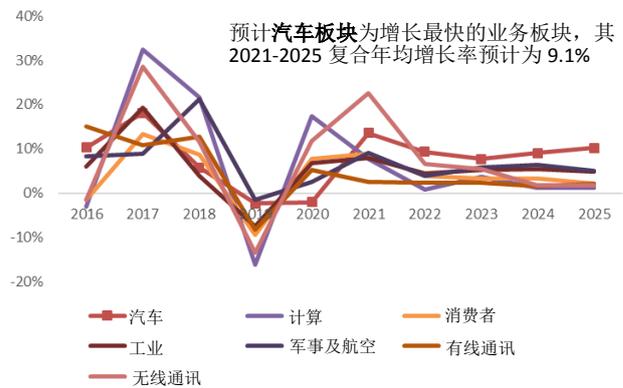
5G 升级使得通讯领域可靠程度大幅提升, 计算能力及新感应设备升级将提升开支有效性, 成为推动 IoT 设备应用的另一催化剂。传统技术与新技术自然交融将刺激两者同步发展, 比如, 随着后端及在云技术、通讯技术、社媒、分析上 AI 技术投资的加大, 传统服务器/储存器开支占比增加以支持 IoT 应用及后端用户 AR/VR 体验的改善。

图 4: 全球科技费用开支 (按市场板块)



资料来源: 彭博资讯、东方证券 (香港)

图 5: 全球科技费用开支同比增幅 (按板块)



资料来源: 彭博资讯、东方证券 (香港)

图 6: 全球电动汽车股票数



资料来源: IEA 报告 (2021 年 4 月)、东方证券 (香港)

2020 年为电动汽车的创纪录之年

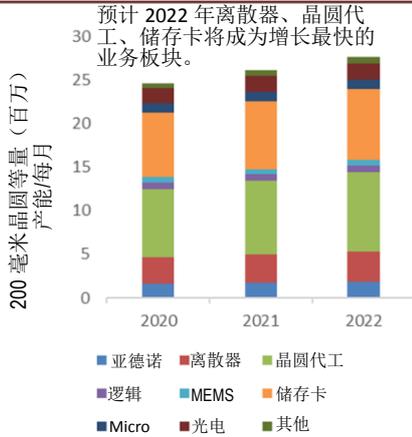
历经数载强劲增长, 全球电动汽车股数量达到 1,000 万, 较 2019 年同比增长 43%, 但仍仅占汽车股票市场的 1%。受 2020 年疫情影响, 全球各类型汽车注册数量较 1H20 同比下跌三分之一, 截至 2H20 市场回暖前, 全球汽车市场 2020 年注册量同比下跌 16%。然而电动汽车市场却逆风而上, 2020 年全球电动汽车销售激增 70%, 占全球汽车股票市场的 4.6%, 创历史新高。

这其中有多元化因素推动, 包括一些国家政府出台的财政激励以及补贴增长的优惠政策, 使得电动汽车成为市场上越来越实惠的选择, 推动电动汽车销售逆风而上。

2020 年中国整体汽车市场是受疫情影响最小, 新车注册量仅同比下滑 9%。购买补贴方案下滑 10%, 计划于 2020 年停止发放, 将延期至 2022 年。

受惠于半导体价值链本土化，集团业务录得增长

图 7：全球产能（按业务板块）



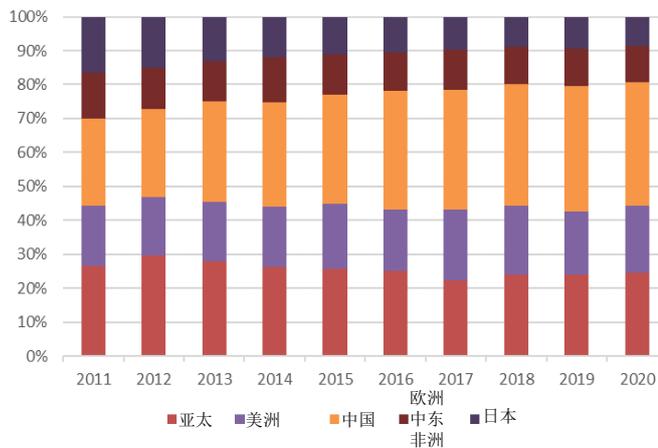
资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

无论是通讯、消费电子产品、汽车还是工业领域，于半导体市场而言都充满了增长契机，预计未来五年全球半导体市场增长将赶超世界各国 GDP 水平。无线通讯及 IoT 设备的发展将成为半导体市场不断发展的主要动力。此外，对汽车先进安全性能、人工智能及机器学习需求的不断增长也将推动能够半导体市场反战。随着全球芯片出现严重短缺，半导体市场在经历 2H18 的疲软增长后期后步入 1H19，其新增长领域（5G/IoT）呈现可喜态势。随着闪存卡库存减少，其价格也开始逐步趋稳。

中国在全球集成电路的消费占比快速增长，国内生产迎头并进以满足市场需求。

我们认为中国将持续成为世界上最大的集成电路消费国，这主要得益于其电子产品的高产量及大规模的消费市场。2018 年有价值约 2,400 亿美元的半导体产品运往中国，占全球半导体总价值的 48.6%。中国的集成电路市场也在快速扩张，于 2018 年达到 330 亿美元，同比增长 26.9% 预计其将于 2018-22 年按复合年均增长率 20% 增长。受益于此，全球晶圆代工收入于 2018 年增长 4.55%，预计其将在 2018-22 年按符合年均增长率 4.62% 增长。（资料来源：IHS Markit）

图 8：全球科技费用支出（按区域）



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 9：费用复合年均增长率（按区域）

| 2011-2020 复合年均增长率 | |
|-------------------|-------|
| 亚太地区 | 4.0% |
| 美洲 | 6.0% |
| 中国 | 9.2% |
| 欧洲、中东、非洲 | 2.0% |
| 日本 | -2.2% |
| 2020 同比增幅 | |
| 亚太地区 | 13.4% |
| 美洲 | 17.0% |
| 中国 | 9.6% |
| 欧洲、中东、非洲 | 5.0% |
| 日本 | 3.4% |

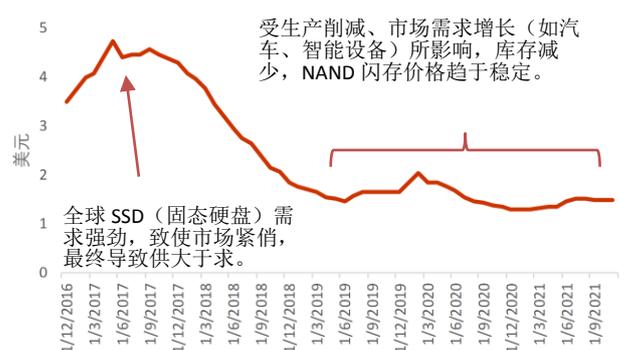
资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 10：DRAM 存储器价格



资料来源：inSpectrum Tech Inc DRAM Spot Price DDR4 4Gb 512Mx8 2133/2400 MHz、彭博资讯、东方证券（香港）

图 11：NAND 闪存价格



资料来源：inSpectrum Tech Inc NAND FLASH Spot Price TLC Flash 128Gb、彭博资讯、东方证券（香港）

区块链共识机制向 PoS 扩展有利于逻辑处理器出货量增长

截至 2021 年 9 月 10 日，全球加密货币市值指数激增至 2.13 万亿美元，较一年前市值年初至今增长 181% 或同比激增 538%。加密资产增长不仅局限于诸如比特币和以太币这类的加密代币，也包含诸如 USDT（泰达币）及 USDC 等稳定币。此外，比特币的市场主导地位（市值占比）从 2017 年前的逾 80% 下跌至~40%。可见加密货币的币种愈发多元化，用户在加密货币市场的使用方式也愈发多样。

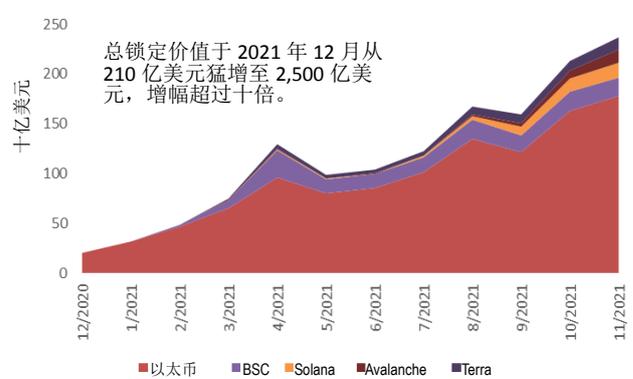
新兴的区块链工作机制开始从 PoW（工作量证明）转向 PoS（权益证明），提升效率，减少能量消耗。我们认为这一转变将降低对 GPU 矿机的依赖性，提高逻辑处理效率，不断向 CPU 挖矿方案转型。

图 12: 比特币/以太币市值



资料来源: The Block、东方证券（香港）

图 13: 总锁定价值增幅（按区块链）



资料来源: Defillama、东方证券（香港）

我们认为新一代区块链将推动逻辑处理器、IoT、金融科技、移动设备的发展进入一个新的增长纪元。部分区块链机制（如去中心化订单簿）对吞吐量有较高的要求，这使得市场对快闪存储器及服务器记忆卡的需求量增加。与此同时，其他应用如档案数据储存（如 NFT、艺术长廊、图书馆）、现场直播及数据隧道需要快速且冗余地储存大量数据，这将进一步加大对逻辑门 NAND 及 NOR 的需求量。

根据 Defillama 数据显示，以太网 TVL 总价值锁定为约 2,700 亿美元，时下市场占比为 66%，然而其 2021 年 1 月的市场占比近乎 98%，跌幅明显。PoS 区块链的快速崛起，如 Binance Smart Chain、Solana 及 Avalanche，其市场占比从 2021 年 1 月的近乎为零升至如今的 7.15%、5.32% 及 4.87%。

图 14: 区块链比较

| | 比特币 | 以太币 | Solana | 波卡币 | Avalanche |
|-------------|-----------------|-----------------|-----------|------------|-----------|
| 总锁定价值（十亿美元） | - | 176 | 14 | - | 13 |
| 交易吞吐量 | 7 tps | 14 tps | 50k+ tps | 1,500 tps | 4,500 tps |
| 交易可终结性 | 60 分 | 6 分 | 13 秒 | 60 秒 | < 2 秒 |
| 能量效率 | 否; ASIC 适用 | 否; GPU 适用 | 是; CPU 适用 | 是; CPU 适用 | 是; CPU 适用 |
| 验证者数量 | 3 池 w/ >51% 哈希率 | 2 池 w/ >51% 哈希率 | 数千节点 | <200 节点中继链 | 数千节点 |
| 保护机制 | PoW | PoW | PoS | PoS | PoS |

资料来源: Dfinity、Defillama、Avalabs、彭博资讯、东方证券（香港）

半导体行业呈周期性变化

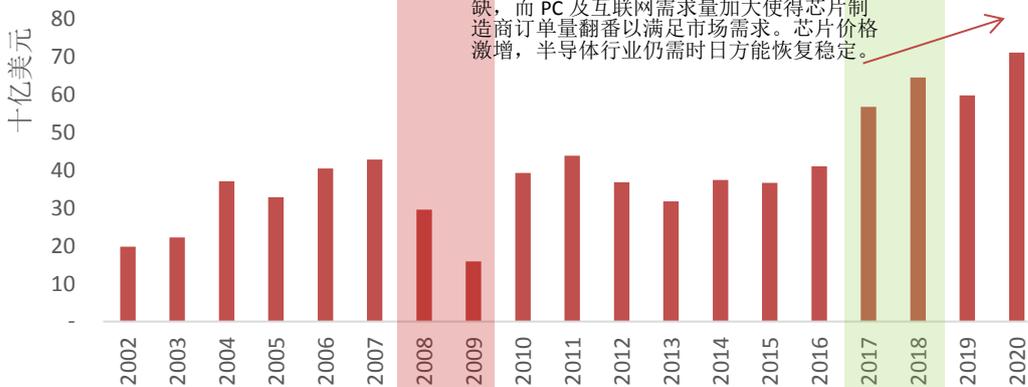
ASMPT股票价格



我们的观点:

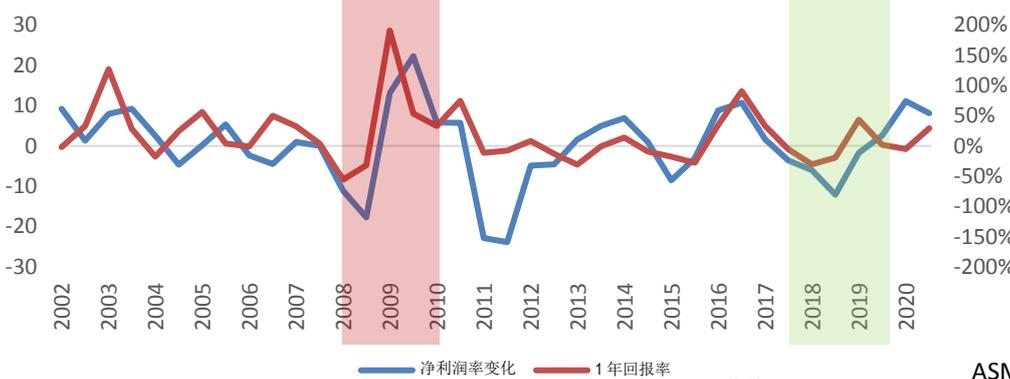
半导体行业一直以来被认为具有周期性，且 Beta 系数较高。因此，周期性的高低起伏将放大股价盈利得失。从长期来看，收入及全球 GDP/通胀率增长将带动股价增长。新冠疫情致使半导体供给受到较大波动，PC 及互联网需求量激增。

全球半导体制造设备订单



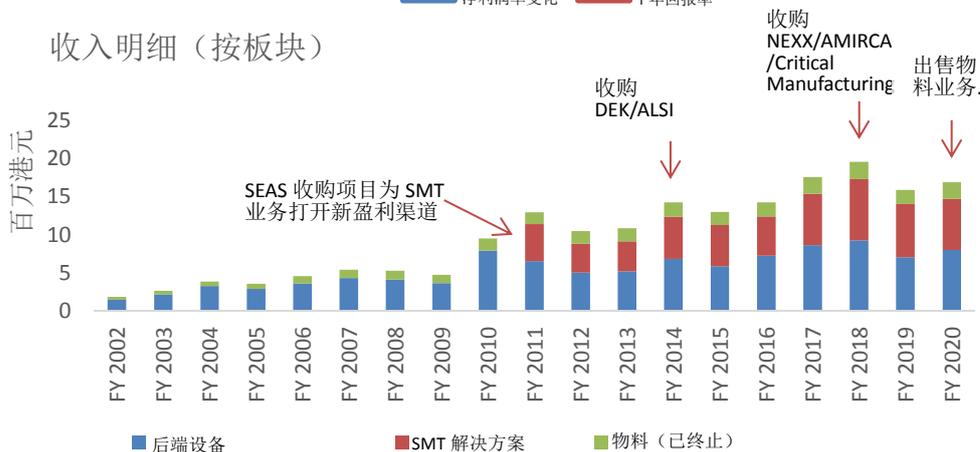
全球半导体订单量是反应全球科技需求的强劲指标，用到的产品包括处理器、储存芯片、计算及网络部件。半导体订单量的起伏同经济周期一致。由于科学技术在不断发展，因此半导体订单量长期以来保持上行趋势。

净利润率 vs. 股价同比变化率



大规模半导体制造商股价总体上同全球经济起伏一致，撇开大势影响的价格区间则显示同比变化率能够在一定程度上反应经营杠杆系数的增减。通常，经济上行时，芯片平均售价通常较高，利润率也较高；经济下行时，库存下游产品面临清仓，芯片平均售价及利润率均受压下滑。

收入明细 (按板块)



ASMPT 不仅自身业务有机增长，其同时收购掌握关键技术的小公司，这对推动集团进入下一增长阶段及维持其全球市场份额而言尤为必要。通常，合并收购将实现资产增值，如收购德国西门子旗下 SEAS 业务即是集团在全球经济下行阶段完成的收购项目，一年后该收购项目重新估值达 11 亿港元。对 2018 年而言，未来两年的行业前景是 5G 技术的应用及数据使用技术高点。集团所收购的 AMIRCA 所产的半导体光伏硅片则能够实现数据中心间数据的超快速传递。

资料来源：彭博资讯、公司、东方证券（香港）

ASMPT 拥有丰富的成功并购经验

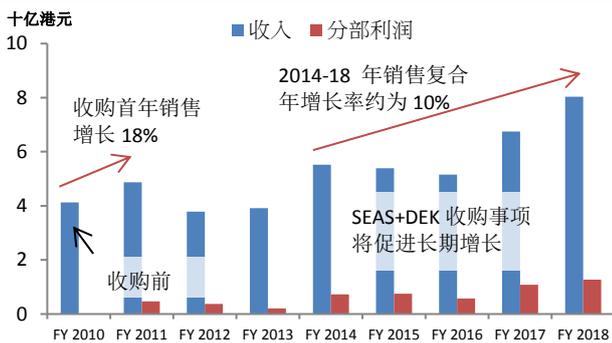
尽管半导体行业具有周期性，但 ASMPT 能够通过增值并购交易在周期中增长。公司遍布全球的资源 and 设施，加上位于新加坡的全球总部，以及深厚的技术专长，帮助其确定关键收购标的并建立强大客户群。回顾过往经验，收购项目均已实现增值，公司将继续寻找专注新增长领域的投资标的，例如电动车。

划算的买卖

ASMPT 于 2011 年 1 月 7 日以 3,590 万欧元（约 3.73 亿港元）的价格从西门子子公司手中收购西门子电子装配系统（SEAS）业务，当时该业务因经济环境挑战已多年亏损，市场价值处于低位。收购完成后，ASMPT 已实现收益约 11 亿港元。

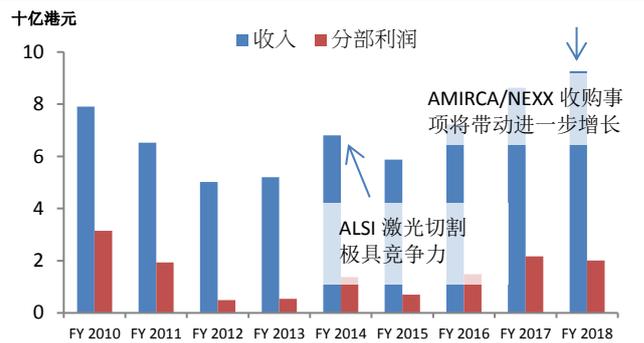
ASMPT 于 2014 年以 1.7 亿美元（13 亿港元）收购全球领先的印刷设备供应商 DEK。

图 15: SMT 财务数据



资料来源: 彭博资讯、东方证券 (香港)

图 16: 后端设备财务数据



资料来源: 彭博资讯、东方证券 (香港)

ALSI 使 ASMPT 遥遥领先

ASMPT 以 210 万欧元（220 亿港元）收购 ALSI 后，ALSI 不仅能够利用 ASMPT 在亚洲的财务支持和销售网络，而且 ALSI 的多光束技术确立了 ASMPT 在激光切割领域的领导地位。激光切割对于减少薄晶圆中芯片分离的步骤数量至关重要，并且引领闪存和高级封装改进的趋势。2018 年，ALSI 的销售额同比翻番，创历史新高。

超快数据传输芯片

ASMPT 于 2018 年初以 5200 万欧元（5.02 亿港元）收购 AMIRCA，AMIRCA 是硅光子领域的领导者。数据增长将导致对硅光子芯片适用的超快速数据传输的需求增加，预计该项目将取得较好收益。

ASMPT 于 2018 年第四季度以 1.04 亿美元（8.14 亿港元）收购 NEXX，为先进封装订单做出巨大贡献。

为物料/引线框架业务开辟新增长路径

ASMPT 就设计和制造引线框架开辟物料分部，与智路资本有限公司和 Asia-IO Capital Management Limited 成立战略合营公司（SJV）。ASMPT 保留合营公司 44.4% 的所有权，该合营公司已更名为 Advanced Assembly Materials International Limited（AAMI）。

物料分部过往订单领先周期。我们观察到该分部利润率起伏不定，业绩也波动明显。公司就该分部成立合营公司，允许其独立运营，同时不再将其纳入合并。

AAMI 作为 ASMPT 的一个业务分部已运营 40 多年，为半导体封装行业提供全面的引线框架产品和材料解决方案。AAMI 总部位于香港，在中国深圳、滁州以及马来西亚设有生产基地，是全球领先的引线框架供应商之一。

与合作伙伴的战略合营将为 AAMI 开启一个新的增长时代，因为该公司将独立于集团运营。AAMI 的财务业绩不再纳入 ASMPT 的合并报表中。

图 17: 物料业务收入（终止经营）



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 18: 物料业务经营利润（终止经营）



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

对核心竞争力的适时战略投资

2021 年 9 月 30 日，ASMPT 与 Mycronic 签署了一项协议，以全现金交易收购自动化工程（AEi），这是一家在美国/欧盟市场拥有十多年业务的汽车摄像头主动对准工具（AA）供应商。此次收购将使 ASMPT 在汽车领域占据强势地位，2021 年汽车摄像头组装和测试解决方案的潜在市场将达到 6000 万美元。此外，该业务为自动化和可扩展的端到端相机模块组装提供整体解决方案，为 ASMPT 服务全球一级和二级汽车零部件供应商铺平道路。另外，我们预计 ASMPT 可进入安全监控、无人机、激光雷达等相关市场，预计到 2025 年总可用市场将达到 4.6 亿美元。

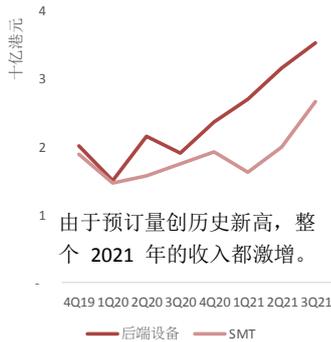
2020 年 7 月，ASMPT 对 SKTMax 进行了战略投资，SKTMax 是一家总部位于深圳的公司，拥有完善的制造执行系统（“MES”）解决方案。该项目有助于 ASMPT 在中国内地保持强大影响力，并加强其在关键制造 MES 领域的的能力。

先进封装及汽车工具将引领增长

图 19: 收入明细


2019 年半导体行业相对疲软，因为 2017-18 周期需求过热，贸易不确定性导致库存积压。但是，我们预计 2022 年之后汽车/工业应用扩大将促进先进封装的增长。

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 20: 按季收入


由于预订量创历史新高，整个 2021 年的收入都激增。

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

2016-20 年总收入复合年增长率为 4.4%

过去 5 年经调整收入复合年增长率为 4.4%，其中 SMT 解决方案的复合年增长率达 6.9%，而同期后端设备分部的复合年增长率仅为 2.5%。物料/引线框架业务历来表现不稳，被视为行业趋势的领先指标。该业务已在 2020 年末已分拆成为合营公司。因此，我们预计未来订单/收入将更加稳定。

AP/汽车工具引领下一个增长时代

我们预计总收入在 2021-2025 年期间将按年增长 7.6%，主要由于对先进封装工具的需求强劲（预计按年增长 11%），以及汽车相关工具的年增长率料将达 9%。收购 AEi 将有助于推动汽车市场增长，该市场的目标定位在汽车摄像头主动对准行业。

受益于多元化的客户群

ASMPT 提供全面的 AP 解决方案支援客户的各项需求，其中包括 2.5D、3D-IC、晶圆级扇入及扇出封装及系统封装（SiP）工具。预计 FY21，其广泛的客户群（其中包括一级高密度互连基板制造商、先进的逻辑集成设备制造商、外判半导体封装及测试商（OSAT）、以及产品设计和晶圆代工公司）对集团 SEMI 及 SMT 分部的 AP 工具作出庞大的资本投资。

2021 年第一季度订单迎来高景气周期，料将回落正常

半导体行业在 2020-21 年期间处于高景气周期，主要受到芯片短缺、封锁以及远程办公/隔离措施导致技术需求增加的刺激。我们认为，长期动力包括数字化转型、车辆电气化及物联网增长。该等因素在未来几年仍将占据主导地位。随着客户消化设备库存并调整订单，我们与市场看法一致，对中长期减速表示担忧。

图 21: 主要增长假设

| 百万港元 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2021E-24E CAGR |
|--------------|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|
| 收入 | 21,780.16 | 22,523.93 | 24,279.60 | 26,223.76 | 6.4% |
| 后端设备 | 12744.16 | 13126.49 | 13848.44 | 14540.87 | 4.5% |
| SMT | 9036.00 | 9397.44 | 10431.16 | 11682.90 | 8.9% |
| 同比 | 48.2% | 3.4% | 7.8% | 8.0% | - |
| 后端设备 | 60.0% | 3.0% | 5.5% | 5.0% | - |
| SMT | 34.2% | 4.0% | 11.0% | 12.0% | - |
| 毛利率 | 40.1% | 39.4% | 38.0% | 40.0% | - |
| 后端设备 | 43.8% | 42.9% | 41.9% | 44.0% | - |
| SMT | 34.8% | 34.5% | 32.8% | 35.0% | - |
| 综合毛利率 | 13.4% | 11.8% | 10.4% | 12.6% | - |

资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）

采用混合键合取代传统键合

我们认为，随着对先进节点的需求扩大及芯片尺寸的缩小，前端将继续扩充产能。主流工具将逐渐淡出，取而代之的是 AP 工具。该行业仍然面临一个难题，即直接升级到铜混合铜键合还是继续使用铜微凸块直到在 10 μm 处碰壁。

20 纳米出现问题的首个迹象是平面器件未能符合摩尔定律。但 2015 年，14 纳米 FinFET 实现缩放。当进入 10-17 纳米时，多图案成本上升。小芯片的先进封装将有助于解决超过 3 纳米时 EUV 及 finFET 双重图案化的可扩展性。

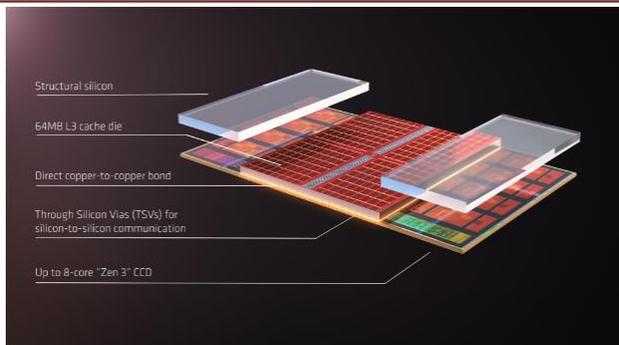
此外，对于生产不需要先进互连的 RAM 或芯片，传统的芯片键合及引线键合仍颇具成本效益。ASMPT 服务于 AP 及传统工具市场，因此我们相信公司享有较大的上升优势。

该行业的客户相当注重成本，可能不会很快转向混合键合，因此传统工具仍将是一个重要市场。我们看到年底英特尔仍采用微凸块，随后转向混合键合，而 AMD/TSMC 计划在年底推出 3DV-Cache，这是一种基于 SRAM 的缓存设备，使用混合键合堆叠在处理器上。

将摩尔定律推向极限

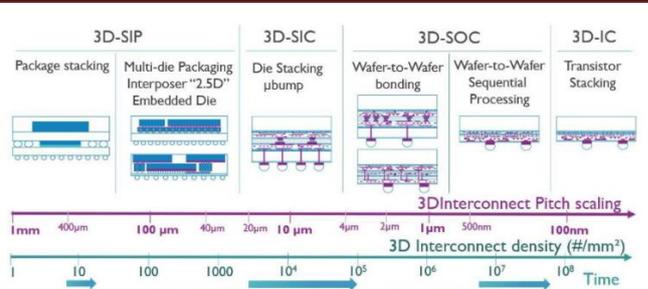
数十年来，IC 产量符合摩尔定律，每 1.5-2 年芯片中的晶体管密度就会翻番，但在过去十年开始具有挑战性的是芯片制造商转向 20 纳米以下节点 finFET 来控制泄漏。由于 finFET 更复杂，设计/制造成本攀升，设计 7 纳米芯片的成本为 2.17 亿美元，而设计 28 纳米芯片的成本仅为 4000 万美元。（资料来源：IBS）

图 22：AMD 的 3D V-Cache 堆叠缓存技术



资料来源：AMD、东方证券（香港）

图 23：3D 集成的发展



资料来源：Imec、东方证券（香港）

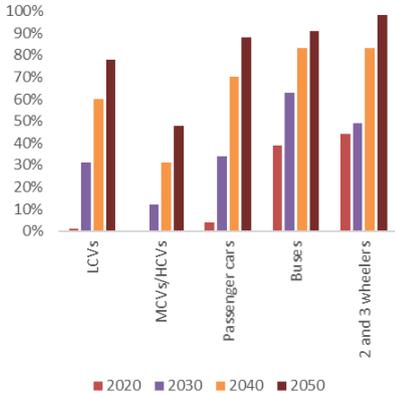
小芯片属于具有成本效益的替代设计

对于 7 纳米以下的芯片，设计生产的成本效益低下，因为功率/性能受到收益递减的影响。IC 制造商并未在提供通用解决方案的单片 SoC 上填充更多功能，而是转向小芯片，一种异构集成解决方案。

小芯片提供灵活性，因为高级 SoC 可分解为更小的小芯片并将其整合到一个封装中。这种模块化方法可使系统针对特定用途进行优化。芯片集成方式有多种，包括扇出、2.5D 及 3D。

随着电动车销售份额上升，汽车工具成为关注焦点

图 24：预计电动车销售份额



资料来源：彭博新能源财经、东方证券（香港）

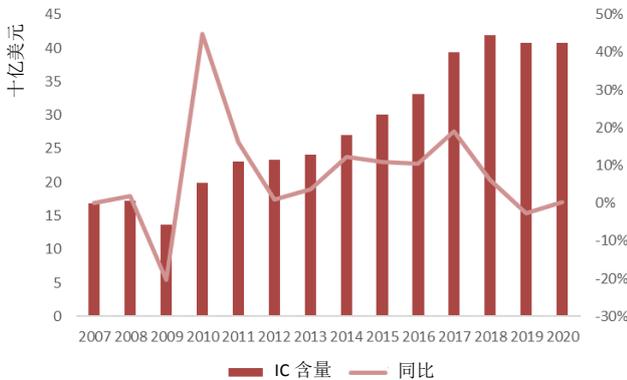
从加热座椅到信息娱乐屏幕，从摄像头到手机充电再到高级音响系统，芯片短缺已影响汽车生产，同时也凸显出汽车将成为未来几年芯片需求的重要来源，尤其是当汽车采用辅助驾驶系统。

ASMPT 在收购 AEi 后处于有利地位，AEi 成立于 1990 年，总部位于美国马萨诸塞州。AEi 是全球公认的汽车摄像头主动对准市场绝对的领导者，将帮助公司捕捉组成高级辅助驾驶系统（ADAS）的快速增长的摄像头需求。

我们认为，2021 年 AEi 的潜在市场约为 6000 万美元，为自动化和可扩展的端到端相机模块组装提供整体解决方案，客户群包括全球一级和二级汽车零部件供应商。随着 AEi 溢出到安全监控、无人机及激光雷达等相关市场，我们预计到 2025 年总可用市场将达到 4.6 亿美元。AEi 还将能够利用 ASMPT 广泛的全球销售/履行服务网络，尤其是在亚洲，加快把握新机遇，双方客户群将能够受惠于 ASMPT 高度专注于整合工业 4.0 至其解决方案能力。

我们估计汽车工具在 2021-2025 年期间的复合年增长率为 9%，跟 AP 工具增速相约，反映了我们对下一代智能汽车的积极看法。

图 25：已安装的集成电路芯片含量（总收入）



资料来源：IDC、东方证券（香港）

图 26：已安装的集成电路芯片含量（收入复合年增长率）

| 类型 | 2011-2020 | |
|-------------------------|-----------|--------|
| | 复合年增长率 | 复合年增长率 |
| 分立器件、传感器、执行器 | 7.3% | 3.9% |
| 模拟集成电路 | 5.1% | 5.0% |
| 媒体、视频、音频、图形 (ASSP+ASIC) | 17.4% | 25.6% |
| 动态随机存取存储器 | 13.1% | 12.4% |
| 光电 | 11.7% | 7.7% |
| 闪存 (NAND、NOR) | 18.3% | 30.0% |
| 微控制器 | -0.7% | -0.4% |

资料来源：IDC、东方证券（香港）

芯片含量增加将带动汽车工具增长

过去十年，传统微控制器出现小幅负增长，但更先进的芯片（如专用于视频/相机/闪存存储的芯片）在同一时期经历了巨大增长。我们认为未来十年，电动车将成为主流，汽车芯片含量将大幅增加，对更先进汽车工具的需求也会相应扩大。

图 27: 毛利率变动



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

产品组合优化将提振毛利率

综合毛利率总体稳定, FY2021 显著上升, 主要由于产品组合优化导致经营杠杆增加。ASMPT 的终端客户在行业及地域方面都非常多样化。SMT 第三季度毛利率上升, 主要由于对汽车/工业终端客户的占比增加, 同时部分被智能手机客户的疲软所抵销。

2021 年第三季度毛利率大幅上升至 40.6% (同比增长 5.43 个百分点)

2021 年第三季度整体毛利率升至 40.6%, 同比增长 5.43 个百分点, 环比持平。毛利率上升带动净利润增长至 10 亿港元 (同比飙升 480%), 主要由于 SEMI 分部的收入贡献相对较高, 以及战略举措带来若干积极的利润率增长效应。然而, 不利因素包括主流工具仍在外部制造中占相对较高的比例, 以及加强与半导体供应链弹性相关的成本较高。

第三季度后端/SMT 业务毛利率同比增长 3.59 个百分点/6.75 个百分点

由于订单强劲, 后端设备分部的毛利率同比上升 3.59 个百分点至 43.6%, 主要由于产量增加、产能利用率提高、员工生产力优化等综合改善运营优势。SMT 毛利率同样大幅提升 6.75 个百分点至 36.6%, 主要由于产量扩大、制造利用率提高及产品组合强化, 推高经营杠杆。

图 28: 分部利润率



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 29: 毛利率预测

| 业务分部 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 后端设备 | 43.8% | 42.9% | 41.9% | 44.0% | 45.0% |
| SMT 解决方案 | 34.8% | 34.5% | 32.8% | 35.0% | 36.0% |
| 综合毛利率 | 40.1% | 39.4% | 38.0% | 40.0% | 40.7% |
| 同比变动(基点): | | | | | |
| 后端设备 | 560 | (90) | (100) | 210 | 100 |
| SMT 解决方案 | 370 | (30) | (170) | 220 | 100 |
| 综合同比 | 761 | (67) | (140) | 200 | 68 |

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

审慎乐观的前景

全球半导体行业正经历 COVID-19 引致的停产以及供应/电力限制, 这些中断将考验 ASMPT 采购重要原料及替代品的能力。我们认为, 尽管面临上述挑战, 但受到订单积压的支持, 预计 ASMPT 第四季度收入将同比增长 35.7%, 而毛利率将保持稳定, 主要由于 ASMPT 的终端客户基础广泛及产品组合优化仍在发挥作用。

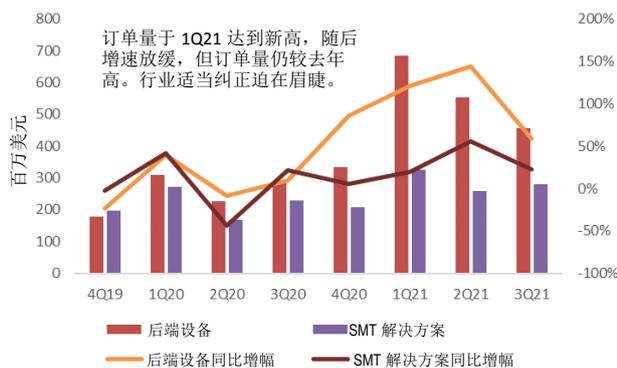
我们认为, 半导体行业向更先进封装工具将带来强劲的长期力量, 而汽车工具将成为一个强大驱动力。因此, 我们认为毛利率可能会随着 2022-2025 期间收入增长而走高。

订单量达至周期高点，适当调整有利行业发展

中国经济刚从 2018-19 年的贸易战中获得喘息，其便开始将重点落在推动其半导体产业以实现自给自足。这使得芯片生产本土化的需求大幅增长。随即而来的新冠疫情则给经济造成重创，数码设备及互联网设备需求量激增，而劳动力供给则出现不足。半导体行业各公司面临芯片短缺的困局。我们认为最终客户将不得不翻番其订单量以在芯片供给不足的情况下增加其芯片配置。尽管集团后端设备/SMT 解决方案业务录得显著增幅，但客户的设备利用率低于 80%-85%，这将继续推动设备订单量继续增长，直至其能够满足客户需求。

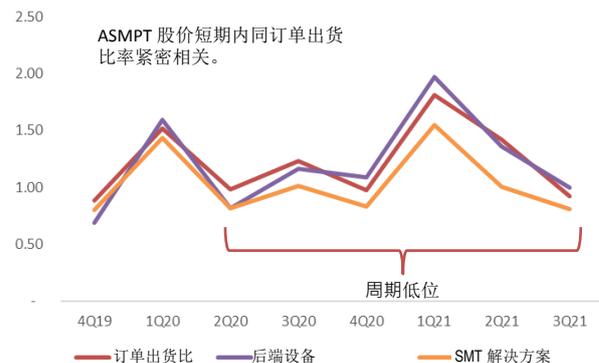
由于这些设备购置所需资本支出较大，客户出于成本考虑或将延缓购置使用更为先进的设备，直至使用需求强烈时方购置。然而，我们相信大方向还是会有越来越多的客户使用新设备，半导体行业也在不断遵循摩尔定律轨迹向前发展，保持行业竞争力，晶圆代工/外包半导体封装测试等领域在接入点 (AP) /SMT 设备上加大投资的可能性较高。

图 30: 往绩订单量变动



资料来源: 资料来源、东方证券 (香港)

图 31: 往绩订单出货比率

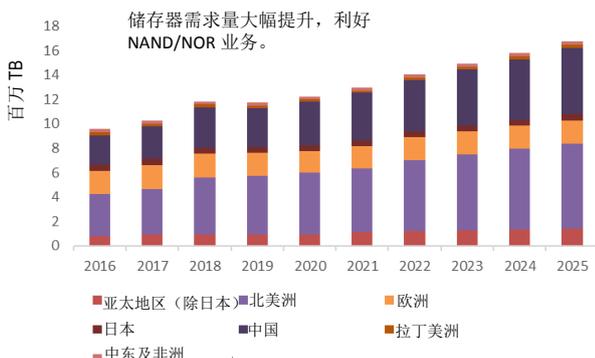


资料来源: IDC、东方证券 (香港)

订单出货比率创两年新低，但仍保持高位

尽管订单出货比率创两年新低，但订单量及出货量仍同比保持高位。我们认为受多重积极因素影响芯片需求大幅提升，这使得这一周期高点订单数较大。未来，我们预计半导体行业发展趋势将保持不变，而终端客户将需要些时日方能消耗掉库存。长期来看，服务器/储存器出货量预测将持续增长，利好 ASMP 业务发展。

图 32: 储存器需求量预测



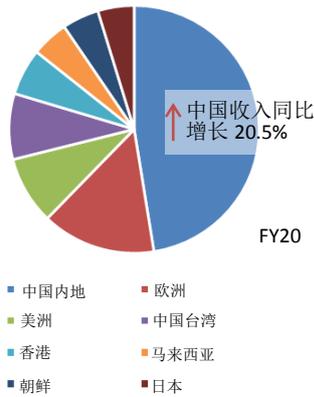
资料来源: 彭博资讯、东方证券 (香港)

图 33: 服务器货运量预测



资料来源: IDC、东方证券 (香港)

图 34: 收入明细 (按区域)



资料来源: 资料来源、东方证券 (香港)

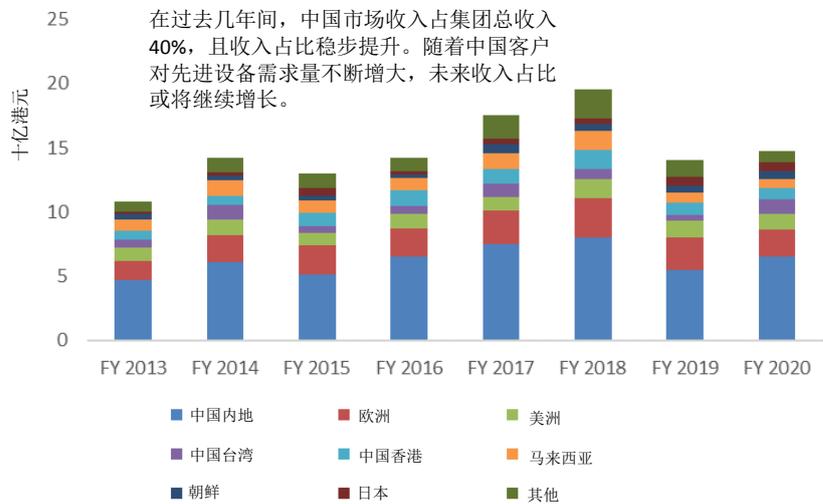
客户全球化多元化, 重点关注内地客户市场

ASMPT 为来自全球数个国家大范围的客户提供服务, 其 FY20 前五大客户收入贡献不足 13.7%。公司在逾 30 个国家开展经营, 全球供应商超过 2,100 家。中国 (包括香港在内)、欧洲、美洲、台湾及马来西亚为集团 FY20 全球五大市场。

中国市场为 2021-2025 及未来的主要增长动力

中国市场为集团最大的市场, 占 FY20 总收入的 44.7% 其收入同比增长 20.5%。在集团 3Q21 财报电话会议上, 其重点指出中国客户对传统及先进封装设备的订单量将不断提升。这有利于中国市场向先进晶圆代工流程转型, 推动半导体产业本土化进程。

图 35: 收入变化趋势 (按区域)



资料来源: 资料来源、东方证券 (香港)

图 36: 收入复合年均增长率 (按区域)

| 区域 | 2015-2020 CAGR |
|------|----------------|
| 中国内地 | 4.9% |
| 欧洲 | -1.9% |
| 美洲 | 5.7% |
| 中国台湾 | 16.8% |
| 中国香港 | -5.0% |
| 马来西亚 | -5.7% |
| 朝鲜 | 10.6% |
| 日本 | 3.2% |

受惠于生产链本土化, 东亚 (包括中国在内) 收入录得强劲增幅。

资料来源: 资料来源、东方证券 (香港)

集团正处于周期高点, 各指标表现强劲

受长期趋势及新冠疫情造成的芯片供给短缺所影响, 半导体订单量于 1Q21 达到高峰, 后端设备订单量开始下滑。我们认为长期来看, 除了库存消耗所需短期时日, 整体势态将长期保持不变。

我们发现美国及欧洲客户于 3Q21 对 SMT 业务的需求量较大, 而台湾/朝鲜则在先进封装设备订单上表现强劲。

图 37: FY20 业绩对外汇敏感度

| 汇率 (港元) | 兑换 | 外汇储备 |
|---------|---------|-------|
| 欧元 | 0.756 | - |
| 美元 | -66.677 | 30.8 |
| 人民币 | -7.688 | - |
| 日元 | -4.072 | - |
| 新加坡元 | 6.99 | - |
| 英镑 | 2.134 | -15.9 |

这张表格显示功能性货币增值 5% 的情况下对港元兑换率/外汇储备的影响。

资料来源: 资料来源、东方证券 (香港)

受惠于中国半导体链本土化

目前全球宏观经济局势主要表现为不断升级的地域冲突及经济波动。在冲突升级中, 中国正不断朝着半导体自给自足的方向发展, 包括建立起完整的半导体设计及制造生态系统, 地方及中央政府也不断出台利好政策支持半导体链本土化。我们认为凭借其在全球半导体市场的一席之地, ASMPT 在维持其全球生产为世界各国客户提供服务同时还能从中国的半导体本土化中获得相关增长契机。

净利润预测于 2021-25 期间按复合年均增长率 6.3% 增长

图 38: 净利润预测



资料来源: 资料来源、东方证券 (香港)

得益于集团营收增长, 特别是在芯片复杂化程度不断加深、客户对封装设备需求愈发严苛的情况下, 集团不断满足全球半导体需求, 这使得 ASMPT 净收入录得大幅增长。此外, 通过不间断的合并收购, 将 ASMPT 置于半导体技术变迁的最前端, 使其能够为客户提供多元的半导体产品选择。

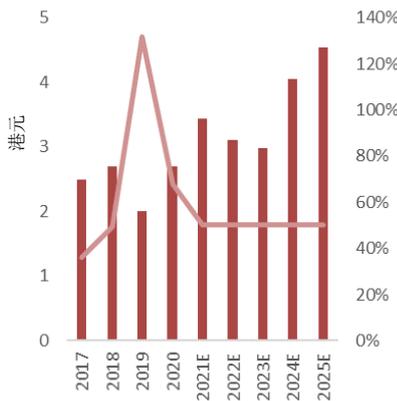
历经多重周期后往绩增幅稳健

集团净利润于 2013-2020 年间按复合年均增长率 13.8% 增长, 其收入则在这一阶段按年化增长率 6.5% 增长。从往绩来看, ASMPT 在一次次周期中均达到新峰值, 利好其长期基本面评估。

我们预计历经 FY21 后市场需要时日方能恢复正常

我们能够感受到集团管理层对未来市场接入点 (AP) 及汽车部件的需求量充满信心, 特别是在集团收购 AEi 之后, 该收购使得集团在汽车领域同在摄像头对齐市场上一样占据优势。我们同样认为在长期趋势驱动下, 集团在 IoT、电动汽车、5G 相关市场业务上将录得稳健增长。我们注意到受订单量在过往两个季度录得大幅下滑, 市场对于订单量峰值的担忧。因此, 我们预计 FY22-FY23 集团每股盈利/毛利率将回归到正常水平, 但于 FY24-FY25 期间将恢复增长。

图 39: 往绩股息及预测



资料来源: 资料来源、东方证券 (香港)

业务长期增长利好每股盈利/每股股息增长

我们预测 FY22/FY23 净利润达到 26.5 亿港元/25.3 亿港元, 同比下滑 9.4%/5.0%。预计 FY22/FY23 净利润率为 11.8%/10.4%, 下滑 1.6/1.3 个百分点。我们预计半导体行业将清楚冗余设备, 并自 FY24 起开始投资新产能与新技术以满足来自电动汽车/能源设备/IoT/数据中心的设备需求。我们预计 2021-2025 集团收入/净利润复合年均增长率将为 7.6%/6.3%。同期净利润均值将达到 12.2%。

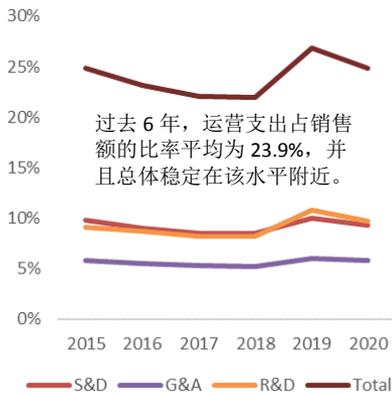
我们预计每股盈利/每股股息于 FY25 达到 8.9/4.4 港元, 派息率将稳定在 50%。

图 40: 过往财务数据

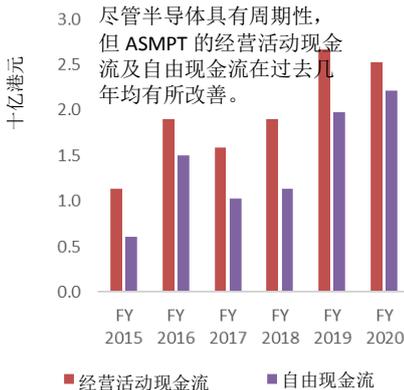
| 百万港元 | FY2015 | FY2016 | FY2017 | FY2018 | FY2019 | FY2020 | 1H2021 | 同比 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|--------|
| 收入 | 12,977.29 | 14,249.09 | 17,522.71 | 19,550.59 | 15,883.04 | 16,887.24 | 9,514 | 41.5% |
| 毛利 | 4,715.38 | 5,357.48 | 7,051.37 | 7,436.78 | 5,523.88 | 5,481.69 | 3,816.5 | 43.8% |
| 毛利率 (%) | 36.3% | 37.6% | 40.2% | 38.0% | 34.8% | 32.5% | 40.1% | 5.6ppt |
| 總分部利潤 | 1,594.57 | 2,236.07 | 3,381.62 | 3,399.09 | 1,461.53 | 1,345.90 | 1,712.1 | 120% |
| 净利润 | 956.19 | 1,463.86 | 2,815.47 | 2,216.06 | 619.25 | 1,621.52 | 1,252.1 | 222% |
| 净利润率 (%) | 7.4% | 10.3% | 16.1% | 11.3% | 3.9% | 9.6% | 13.2% | 8.1ppt |
| 每股盈利 (港元) | 2.38 | 3.61 | 6.90 | 5.47 | 1.52 | 3.97 | 3.05 | 221% |
| 每股股息 (港元) | | | 2.5 | 2.7 | 2 | 2.7 | 1.3 | - |

资料来源: 彭博资讯、资料来源、东方证券 (香港)

控制固定成本及灵活的制造成本以降低成本

图 41: 运营支出占收入%


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 42: 年度现金流变化


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 43: 资本支出占销售%


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

为实现收入及盈利持续增长, ASMPT 承诺每年将其设备收入约 10% 用于研发。公司对技术创新的持续投资使其能够逐步深化并扩大其在主流、先进封装及工业 4.0 领域整体解决方案的领导地位。

致力于研发并保持和技术最前沿

2021 年上半年, ASMPT 将其设备收入的 9.4% (即 8.902 亿港元) 用于研发。迄今为止, 公司已获得 1,500 多项前沿技术专利。截至 2021 年上半年, ASMPT 在全球各大主要城市设有 11 个研发中心, 分别位于美洲(波士顿)、亚洲(成都、香港、深圳、新加坡及桃园)及欧洲(伯宁恩、慕尼黑、波尔图、雷根斯堡及韦茅斯), 聘请了 2,000 多名研发人员。

面对经济挑战保持灵活的劳动力

公司员工总数达到 11,900 人, 其中不包括约 2,700 名临时或短期合同员工及外包工人。在 11,900 名员工中, 约有 1,100 人在香港, 5,300 人在中国内地, 1,500 人在新加坡, 1,100 人在德国, 1,000 人在马来西亚, 400 人在英国, 300 人在美国, 其余员工在世界其他地区。

融资并购/合作伙伴关系可补充其增长策略

ASMPT 专注于外生增长(并购/合作伙伴关系)。如前所述, 公司在并购方面取得了非常成功的往绩记录。该策略作为内生增长的补充, 可增强公司在前沿/领先技术方面的优势。最近, ASMPT 正积极寻找人工智能芯片开发、混合键合及先进制造软件解决方案等前沿领域的标的。

良好的客户关系及预付款可强化资产负债表

ASMPT 保持着良好的客户关系, 最近因其应对 COVID-19 的努力获得了英特尔公司颁发的“2020 年杰出供应商成就奖”, 证明了公司在经济压力时期的交付能力。我们认为部分客户可能同时是其供应商, 因此存在互利/良性循环。

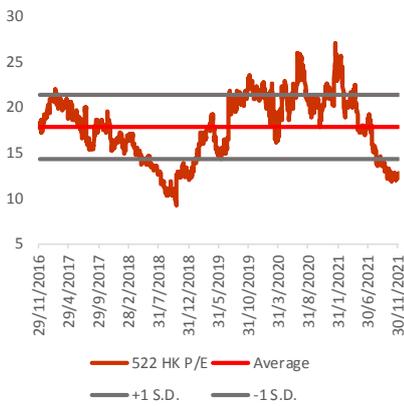
此外, 为应对“双重预订”的影响, 设备采购需要预付定金, 据业内人士透露, 最高可达 50%。此外, ASMPT 的终端客户多元化, 跨越不同的垂直领域, 如通讯、消费、工业、汽车等。

维护服务以高利润率促进收入增长

目前市场低估了 AP/SMT 工具的维护业务。我们认为, 维护服务将对设备销售作出有意义的低双位数贡献, 由于固定成本较低, 利润率可能相对较高, 而市场却忽略了这一点。

首予买入评级，目标价为 103.8 港元

图 44: 市盈率

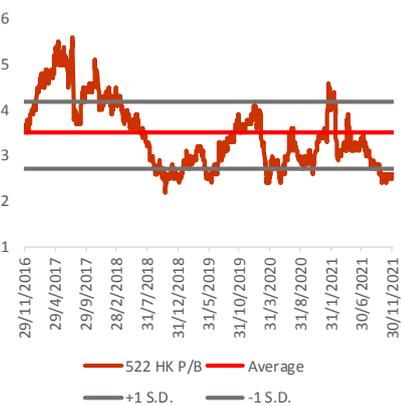


资料来源: 彭博资讯

ASMPT 具备实力为电子制造过程的所有主要工序提供高质量的设备, 从芯片互连的载体到芯片组装及封装, 再到 SMT。我们相信, ASMPT 拥有无可比拟的优势, 包括在 30 个国家/地区布局全球业务、并购往绩记录良好及行业专业知识深厚。

我们长期看好 ASMPT 在后端设备及传统/先进工具解决方案方面的技术能力。短期内, 我们认为订单在达到周期高点后一直下降, 因此我们预计 FY22 总收入/每股盈利将分别放缓至 225 亿港元/6.42 港元(同比增长 3.4%/下滑-9.4%), FY22 毛利率下降 0.7 个百分点至 39.4%。从过往业绩来看, ASMPT 通常在高增速之后会出现一段增长放缓/回落时期, 这是我们在 FY21 早期看到的情况。尽管如此, ASMPT 已经能够一个接一个周期地持续增长以突破新的业绩水平。

图 45: 市净率



资料来源: 彭博资讯

我们采用 15 倍 FY22 估计每股盈利 (较历史平均值 18 倍低 1 个标准差) 进行市盈率估值得出目标价 96.3 港元, 采用 2.7 倍 FY20 账面价值 (较历史平均值 3.5 倍低 1 个标准差) 进行市净率估值得出目标价 111.4 港元, 按同等权重计算最终目标价为 103.8 港元。我们认为两种估值倍数均属保守, 并且反映了在潜在下行周期中应该对何种公司进行估值。

图 46: ASMPT 按市盈率估值

| FY22E 收入 | FY22E 净利润 | FY22E 每股盈利 (港元) | 隐含股价(港元) (1.34 倍市盈率) |
|----------|-----------|-----------------|----------------------|
| 22,524 | 2,650 | 6.42 | 96.3 |

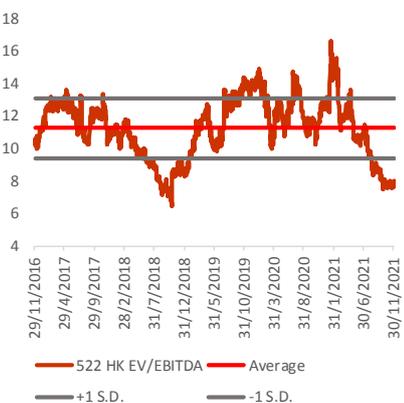
资料来源: 公司资料、彭博资讯、东方证券 (香港)

图 47: ASMPT 按市净率估值

| FY22E 企业价值 (百万港元) | 少数股东权益 (百万港元) | FY22E 每股企业价值(港元) | 隐含股价(港元) (1.34 倍市净率) |
|-------------------|---------------|------------------|----------------------|
| 17,063 | 33 | 41.25 | 111.4 |

资料来源: 公司资料、彭博资讯、东方证券 (香港)

图 48: 企业价值/息税折摊前利润



资料来源: 彭博资讯

图 49: 关键增长假设

| 百万港元 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2021E-24E 复合年均增长率 |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------------|
| 收入 | 21,780.16 | 22,523.93 | 24,279.60 | 26,223.76 | 6.4% |
| 同比增长 | 29.0% | 3.4% | 7.8% | 8.0% | - |
| 毛利率 | 40.1% | 39.4% | 38.0% | 40.0% | - |
| 净利润 | 2,909.39 | 2,650.46 | 2,531.80 | 3,299.51 | 4.3% |
| 同比增长 | 79.4% | -8.9% | -4.5% | 30.3% | - |
| 净利润率 | 13.4% | 11.8% | 10.4% | 12.6% | - |
| 基本每股盈利 | 7.08 | 6.42 | 6.10 | 7.91 | 3.8% |
| 每股股息 | 3.54 | 3.21 | 3.05 | 3.96 | 3.8% |

资料来源: 公司资料、彭博资讯、东方证券 (香港)

DCF 模型及同业估值

为取得更长时期的估值作为参考，我们计算了以 2021-2025 为明确年份的 DCF 模型。由于半导体业务的周期性，收益波动较大，加权平均资本成本（主要是股权成本）普遍高于市场其他板块显示其不确定性。我们将永续增长率设为 3%，以反映半导体行业的长期增长前景。

我们得出的 DCF 股价为 114.1 港元，与我们的等权市盈率和市盈率法相比，有大约 10% 的上涨空间。

图 50: DCF 模型的假设

| | |
|---------------------|--------------|
| 加权平均资本成本 | 14% |
| 自由现金流现值 (2019F-22F) | 9,080 |
| 永续增长率 | 3% |
| 每股自由现金流 | 22.1 |
| 每股终值 | 89.4 |
| 每股净现金 | 2.6 |
| 每股折现现金流 (港元) | 114.1 |

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 51: ASMPT 的 DCF 模型估值

| 百万港元 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 税前利润 | 3,673 | 3,265 | 3,081 | 4,115 | 4,800 |
| 已付税项 | (735) | (588) | (524) | (782) | (1,042) |
| 折旧及摊销 | 767 | 749 | 749 | 773 | 791 |
| 营运资本变动 | (2,164) | (488) | (450) | (1,402) | 3,776 |
| 资本支出 | (644) | (613) | (752) | (743) | (775) |
| 自由现金流 (百万港元) | 788 | 1,789 | 1,421 | 1,161 | 3,921 |

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

Figure 52: 同业估值比较

| 公司名称 | 股票代码 | 市值 (十亿美元) | 市盈率 | | | 企业价值/息税折摊前利润 | | 市净率 | 股息回报率 | 股本回报率 3Yr Avg | 净负债率 | 市销率 | | | 毛利率 2021E |
|-----------------------------|-----------|-----------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|------------|------------|---------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E | | | | | 2020A | 2021E | 2022E | |
| ASM PACIFIC TECHNOLOGY | 522 HK | 4.4 | 20.9 | 11.7 | 12.9 | 7.6 | 8.4 | 2.2 | 3.9 | 11.8 | 2.1 | 2.0 | 1.6 | 1.5 | 40.1 |
| 北京华峰测控技术股份有限公司 | 688200 CH | 4.9 | 109.9 | 67.6 | 48.2 | 57.1 | 40.9 | 12.8 | 0.5 | - | NC | 55.1 | 32.7 | 23.5 | 80.1 |
| KULICKE & SOFFA INDUSTRIES | KLIC US | 3.7 | 26.0 | 9.6 | 10.1 | 6.3 | 7.0 | 3.3 | - | 16.0 | NC | 2.2 | 2.4 | 2.4 | 45.9 |
| 杭州长川科技股份有限公司 | 300604 CH | 5.7 | 111.6 | 158.0 | 117.2 | 181.7 | 130.2 | 32.5 | 0.3 | 6.0 | NC | 11.7 | 25.7 | 18.9 | 51.0 |
| BE SEMICONDUCTOR INDUSTRIES | BESI NA | 6.6 | 27.2 | 22.5 | 21.1 | 16.6 | 16.0 | 11.7 | 4.1 | 40.7 | NC | 8.3 | 8.1 | 7.8 | 60.4 |
| HANMI SEMICONDUCTOR CO LTD | 042700 KS | 1.6 | 18.0 | 19.8 | 17.4 | 14.7 | 12.9 | 5.9 | 1.5 | 19.4 | NC | 3.5 | 4.9 | 4.3 | 45.9 |
| TERADYNE INC | TER US | 24.9 | 28.9 | 25.9 | 23.9 | 17.7 | 16.5 | 9.8 | 0.3 | 38.5 | NC | 6.4 | 6.7 | 6.2 | 59.6 |
| COHU INC | COHU US | 1.6 | 434.0 | 10.7 | 10.9 | 6.9 | 6.9 | 1.8 | 0.0 | -4.3 | 35.4 | 2.6 | 1.8 | 1.8 | 43.6 |
| RORZE CORP | 6323 JP | 1.8 | 10.5 | 29.2 | 17.5 | 12.8 | 10.7 | 5.5 | 0.6 | 24.9 | NC | 1.5 | 4.2 | 3.1 | 32.3 |
| ASM INTERNATIONAL NV | ASM NA | 20.1 | 30.8 | 36.3 | 31.8 | 29.4 | 24.4 | 8.3 | 0.9 | 18.1 | NC | 6.6 | 10.9 | 9.1 | 47.6 |
| ADVANTEST CORP | 6857 JP | 17.5 | 16.1 | 32.9 | 23.2 | 14.8 | 12.6 | 6.8 | 1.5 | 27.0 | NC | 3.1 | 6.5 | 4.9 | 54.1 |
| TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR | TSM US | 617.9 | 26.5 | 32.5 | 27.1 | 15.4 | 12.5 | 7.2 | 1.4 | 26.5 | NC | 10.3 | 10.8 | 9.1 | 51.5 |
| 联华电子股份有限公司 | 2303 TT | 30.3 | 19.5 | 15.1 | 13.0 | 8.2 | 7.0 | 3.2 | 4.8 | 11.2 | NC | 3.2 | 4.0 | 3.5 | 33.5 |
| 稳懋半导体股份有限公司 | 3105 TT | 5.4 | 22.4 | 28.3 | 22.1 | 15.6 | 12.5 | 4.6 | 2.9 | 17.2 | 8.4 | 5.7 | 5.8 | 5.0 | 36.9 |
| 华虹半导体有限公司 | 1347 HK | 8.1 | 73.7 | 42.6 | 33.4 | 16.9 | 12.6 | 3.0 | 0.5 | 6.6 | NC | 7.6 | 5.1 | 3.9 | 25.6 |
| 华润微电子股份有限公司 | 688396 CH | 14.4 | 74.7 | 41.2 | 37.3 | 26.5 | 24.4 | 5.5 | 0.3 | - | NC | 10.3 | 9.7 | 8.2 | 35.4 |
| 世界先进积体电路股份有限公司 | 5347 TT | 9.8 | 30.1 | 23.2 | 18.5 | 14.5 | 11.4 | 8.5 | 3.7 | 25.6 | NC | 5.7 | 6.2 | 5.2 | 43.3 |
| ENTEGRIS INC | ENTG US | 19.7 | 43.3 | 43.2 | 37.1 | 29.7 | 25.3 | 12.2 | 0.2 | 24.4 | 40.2 | 7.0 | 8.9 | 7.8 | 46.0 |
| 瑞芯微电子股份有限公司 | 603893 CH | 9.6 | 91.6 | 104.0 | 71.3 | - | - | 23.8 | 0.6 | - | NC | 15.7 | 20.0 | 14.4 | 41.3 |
| S.O.I.T.E.C. | SOI FP | 8.7 | 19.2 | 98.1 | 51.3 | 27.9 | 21.9 | 9.5 | - | 20.5 | NC | 3.6 | 13.1 | 9.4 | 31.1 |
| MKS INSTRUMENTS INC | MKSI US | 8.6 | 23.1 | 13.9 | 12.9 | 10.3 | 9.6 | 3.2 | 0.6 | 14.3 | 8.3 | 3.6 | 2.9 | 2.7 | 46.7 |
| 晶晨半导体(上海)股份有限公司 | 688099 CH | 7.7 | 281.2 | 73.9 | 51.8 | 58.2 | 43.0 | 14.0 | 0.3 | - | NC | 11.8 | 10.4 | 7.9 | 35.2 |
| 平均值 | | | 28.1 | 30.9 | 23.5 | 15.6 | 12.6 | 7.0 | 0.6 | 18.7 | 8.4 | 6.1 | 6.6 | 5.7 | 44.7 |

资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）

财务报表及预测

损益表 (合并报表)

| 年结于12月31日 (百万港元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 收入 | 15,883 | 16,887 | 21,780 | 22,524 | 24,280 |
| 半导体解决方案 | 7,003 | 7,967 | 12,744 | 13,126 | 13,848 |
| SMT解决方案 | 7,027 | 6,733 | 9,036 | 9,397 | 10,431 |
| 物料(终止经营) | 1,853 | 2,187 | - | - | - |
| 销货成本 | (10,359) | (11,406) | (13,054) | (13,651) | (15,056) |
| 毛利 | 5,524 | 5,482 | 8,726 | 8,873 | 9,224 |
| 其他收益及利得净额 | (71) | (125) | 65 | 68 | 73 |
| 销售及分销费用 | (1,590) | (1,572) | (1,851) | (2,027) | (2,307) |
| 一般及行政费用 | (961) | (978) | (1,133) | (1,261) | (1,384) |
| 研发费用 | (1,711) | (1,639) | (2,004) | (2,252) | (2,379) |
| 经营利润 | 1,191 | 1,168 | 3,804 | 3,400 | 3,227 |
| 视作销售附属公司的利得 | - | 859 | - | - | - |
| 财务收入/(成本) | (215) | (170) | (240) | (248) | (267) |
| 分占合营公司业绩 | - | - | 109 | 113 | 121 |
| 税前利润 | 976 | 1,857 | 3,673 | 3,265 | 3,081 |
| 所得税开支 | (353) | (226) | (735) | (588) | (524) |
| 少数股东权益 | (3) | (9) | (29) | (27) | (26) |
| 净利润 | 619 | 1,622 | 2,909 | 2,650 | 2,532 |
| 息税折摊前利润 | 2,033 | 2,029 | 4,571 | 4,149 | 3,975 |
| 息税前利润 | 976 | 1,857 | 3,673 | 3,265 | 3,081 |
| 基本每股盈利(港元) | 1.52 | 3.97 | 7.08 | 6.42 | 6.10 |
| 每股股息(港元) | 2.00 | 2.70 | 3.54 | 3.21 | 3.05 |

资产负债表 (合并报表)

| 年结于12月31日 (百万港元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 13,381 | 14,799 | 17,482 | 19,653 | 21,538 |
| 存货 | 6,291 | 5,773 | 7,102 | 7,484 | 8,191 |
| 应收账款 | 4,710 | 4,305 | 5,967 | 6,479 | 6,585 |
| 现金及现金等价物 | 2,318 | 4,451 | 4,143 | 5,420 | 6,492 |
| 其他流动资产 | 62 | 270 | 270 | 270 | 270 |
| 非流动资产 | 7,464 | 8,365 | 8,464 | 8,556 | 8,797 |
| 物业、厂房及设备 | 2,916 | 2,407 | 2,492 | 2,541 | 2,719 |
| 使用权资产 | 1,633 | 1,602 | 1,499 | 1,420 | 1,351 |
| 无形资产 | 1,190 | 1,139 | 1,151 | 1,162 | 1,174 |
| 商誉 | 1,048 | 1,159 | 1,159 | 1,159 | 1,159 |
| 合营公司权益 | - | 1,240 | 1,349 | 1,462 | 1,583 |
| 其他非流动资产 | 677 | 817 | 814 | 812 | 810 |
| 总资产 | 20,846 | 23,164 | 25,946 | 28,210 | 30,335 |
| 流动负债 | 4,432 | 5,336 | 6,162 | 6,569 | 6,932 |
| 应付账款、其他应付款及应付费用 | 2,670 | 2,785 | 3,326 | 3,590 | 4,042 |
| 客户预付款 | 862 | 1,239 | 1,525 | 1,667 | 1,578 |
| 其他流动负债 | 579 | 764 | 764 | 764 | 764 |
| 计息银行借款 | 321 | 547 | 547 | 547 | 547 |
| 非流动负债 | 4,782 | 4,634 | 4,578 | 4,578 | 4,578 |
| 递延税项负债 | 234 | 232 | 232 | 232 | 232 |
| 金融租赁及其他 | 1,826 | 1,901 | 1,845 | 1,845 | 1,845 |
| 长期银行借款 | 2,722 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 |
| 总负债 | 9,214 | 9,970 | 10,740 | 11,147 | 11,510 |
| 股本 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 股本溢价及储备 | 11,587 | 13,129 | 15,133 | 16,989 | 18,748 |
| 少数股东权益 | -3 | 25 | 32 | 33 | 35 |
| 总权益 | 11,632 | 13,194 | 15,206 | 17,063 | 18,824 |
| 总负债及权益 | 20,846 | 23,164 | 25,946 | 28,210 | 30,335 |
| 净现金/(负债) | (726) | 1,403 | 1,095 | 2,373 | 3,444 |
| 营运资本 | 8,949 | 9,464 | 11,320 | 13,085 | 14,606 |
| 净负债率(%) | 6% | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 每股账面价值(港元) | 28.62 | 32.22 | 36.94 | 41.25 | 45.28 |

现金流量表 (合并报表)

| 年结于12月31日 (百万港元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 税前利润 | 976 | 1,857 | 3,673 | 3,265 | 3,081 |
| 已付税项 | (403) | (496) | (735) | (588) | (524) |
| 折旧 | 735 | 753 | 664 | 646 | 644 |
| 无形资产摊销 | 108 | 109 | 103 | 104 | 105 |
| 营运资本变动 | 795 | 763 | (2,164) | (488) | (450) |
| 股份支付 | 196 | 161 | 249 | 277 | 303 |
| 其他 | 427 | (468) | 220 | 228 | 247 |
| 经营活动现金流 | 2,834 | 2,677 | 2,011 | 3,444 | 3,407 |
| 资本支出 | (806) | (447) | (644) | (613) | (823) |
| 出售事项 | 40 | 846 | - | - | - |
| 其他 | (30) | (88) | 20 | 20 | 20 |
| 投资活动现金流 | (796) | 312 | (624) | (594) | (803) |
| 债务变动 | (465) | (24) | - | - | - |
| 已付股息 | (1,098) | (572) | (1,455) | (1,325) | (1,266) |
| 发行股份 | - | - | - | - | - |
| 已付利息 | (189) | (170) | (240) | (248) | (267) |
| 其他 | (184) | (203) | - | - | - |
| 融资活动现金流 | (1,935) | (969) | (1,694) | (1,573) | (1,533) |
| 自由现金流 | 2,068 | 3,077 | 1,367 | 2,831 | 2,585 |
| 净现金流 | 102 | 2,019 | (308) | 1,277 | 1,071 |

半年度明细 (合并报表)

| 年结于12月31日 (百万港元) | 2H19 | 1H20 | 2H20 | 1H21 | 2H21E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 收入 | 8,608 | 7,702 | 9,186 | 9,514 | 12,266 |
| 毛利 | 2,992 | 2,654 | 2,828 | 3,817 | 4,910 |
| 经营利润 | 890 | 779 | 641 | 1,712 | 2,027 |
| 税前利润 | 2,605 | 512 | 1,344 | 1,617 | 2,057 |
| 税项 | (571) | (121) | (105) | (356) | (379) |
| 净利润 | 440 | 389 | 1,232 | 1,252 | 1,657 |
| 毛利率(%) | 34.8 | 34.5 | 30.8 | 40.1 | 40.0 |
| 经营利润率(%) | 10.3 | 10.1 | 7.0 | 18.0 | 16.5 |
| 实际税率(%) | 6.6 | 1.6 | 1.1 | 3.7 | 3.1 |
| 净利润率(%) | 5.1 | 5.1 | 13.4 | 13.2 | 13.5 |
| 基本每股盈利(港元) | 1.08 | 0.95 | 6.13 | 3.05 | 3.05 |
| 每股股息(港元) | 1.08 | 0.95 | 6.10 | 3.05 | 3.03 |

主要比率

| 年结于12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|-------|-------|--------|-------|
| 增长率(%) | | | | | |
| 收入 | (18.8) | 6.3 | 29.0 | 3.4 | 7.8 |
| 毛利 | (25.7) | (0.8) | 59.2 | 1.7 | 4.0 |
| 息税折摊前利润 | - | (0.2) | 125.3 | (9.2) | (4.2) |
| 息税前利润 | - | 90.3 | 97.9 | (11.1) | (5.6) |
| 净利润 | (72.1) | 161.9 | 79.4 | (8.9) | (4.5) |
| 基本每股盈利 | (72.2) | 161.2 | 78.4 | (9.4) | (5.0) |
| 利润率(%) | | | | | |
| 毛利率 | 34.8 | 32.5 | 40.1 | 39.4 | 38.0 |
| 息税折摊前利润率 | 12.8 | 12.0 | 21.0 | 18.4 | 16.4 |
| 息税前利润率 | 13.9 | 23.3 | 28.8 | 24.9 | 22.2 |
| 净利润率 | 3.90 | 9.60 | 13.36 | 11.77 | 10.43 |
| 其他(%) | | | | | |
| 实际税率 | 36.2 | 12.2 | 20.0 | 18.0 | 17.0 |
| 派息率 | 132 | 68 | 50 | 50 | 50 |
| 资产回报率 | 3.0 | 7.0 | 11.2 | 9.4 | 8.3 |

主要假设

| 年结于12月31日 (同比%) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 半导体解决方案 | (24.4) | 13.8 | 60.0 | 3.0 | 5.5 |
| SMT解决方案 | (12.6) | (4.2) | 34.2 | 4.0 | 11.0 |

资料来源：公司资料、东方证券(香港)

分析员核证

分析员，冯皓霆，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

重要披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。东方证券(香港)有限公司或其集团公司可能持有相等于或高于本报告所评论之公司的市场资本值、已发行股本或已发行单位的 1%的财务权益。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

东方证券(香港)有限公司可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方证券(香港)有限公司或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。

在过去12个月，东方证券(香港)有限公司及其公司集团与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

本研究报告仅为东方证券(香港)有限公司的客户的信息。