

业绩强劲增长，股权激励彰显信心

核心观点

- **业绩增长态势强劲，研发持续高投入。**公司前三季度实现营收 9.9 亿元，同比增 165%，实现归母净利润 2.4 亿元，同比增 310%；其中第三季度实现营收 4.7 亿元，同比增 79%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比增 66%。前三季度毛利率 48.3%，维持较高水平。前三季度研发费用 2.2 亿元，占营业收入比重达 22%，长期成长动能足。
- **PECVD 国内核心玩家，ALD、SACVD 设备持续开拓。**公司 PECVD 产品基本可以实现 28nm 及以上制程的各种类薄膜工艺的覆盖，包括通用介质薄膜、先进介质薄膜和硬掩膜等。受益于客户扩产及设备国产化持续推进，前三季度公司 PECVD 设备实现收入 8.9 亿元，较去年同期增长 175%。ALD 设备方面，公司 PEALD 设备可以覆盖逻辑芯片 55-14nm SADP、STI 工艺及存储领域，该产品已实现产业化应用；Thermal ALD 主要应用于 28nm 以下制程逻辑芯片，目前根据客户指标进行优化设计和验证测试。SACVD 设备可以覆盖 12 英寸 40/28nm 以及 8 英寸 90nm 以上的逻辑芯片制造工艺需求。
- **股权激励彰显信心。**10 月 1 日，公司发布股权激励草案，拟向高级管理人员、核心技术人员等不超过 517 人授予 280 万股限制性股票，同时向高级管理人员 3 人授予 40 万份股票增值权，授予价格均为 105 元。此外，本次股权激励设置了较高的解锁条件：2022-2025 年收入较 2021 年增长不低于 100/200/300/400%，对应收入分别为 15.16/22.74/30.32/37.90 亿元，归母净利润（剔除本激励计划及后续激励计划产生的股份支付费用影响）较 2021 年增长目标分别为 270/490/700/900%，对应归母净利润分别为 2.53/4.04/5.48/6.85 亿元，激励计划中利润端增速解锁条件较收入端更加严苛，彰显了公司对中长期盈利能力向好的信心。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.38、3.48、5.20 元（原 22-24 年预期为 0.92、1.72、2.86 元，主要由于公司业务推进进展、盈利能力改善超预期上调了收入、毛利率假设，下调了销售和研发费用率假设），由于薄膜沉积设备国产化空间广阔，采用 DCF 估值法，对应目标价为 321.83 元，维持买入评级。

风险提示

- 半导体设备行业景气度不及预期；客户验证进展不及预期；零部件断供风险；市场份额提升不及预期；政府补助持续性风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	436	758	1,520	2,587	3,547
同比增长(%)	73.4%	74.0%	100.5%	70.2%	37.1%
营业利润(百万元)	(14)	56	303	443	774
同比增长(%)	29.0%	509.2%	438.4%	46.2%	74.6%
归属母公司净利润(百万元)	(11)	68	301	440	658
同比增长(%)	40.7%	696.1%	339.5%	46.2%	49.4%
每股收益(元)	(0.09)	0.54	2.38	3.48	5.20
毛利率(%)	34.1%	44.0%	48.0%	48.0%	48.0%
净利率(%)	-2.6%	9.0%	19.8%	17.0%	18.5%
净资产收益率(%)	-1.2%	5.9%	12.5%	11.5%	15.0%
市盈率	(2,521.0)	422.9	96.2	65.8	44.0
市净率	25.8	24.3	8.0	7.1	6.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年11月14日）	229元
目标价格	321.83元
52周最高价/最低价	327/88.1元
总股本/流通A股（万股）	12,648/2,759
A股市值（百万元）	28,964
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022年11月14日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-12.34	2.03	-14.05	
相对表现	-12.84	3.29	-4.57	
沪深300	0.5	-1.26	-9.48	-22.39



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

联系人

杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn

相关报告

国内 PECVD 设备龙头，受益国产替代加速 2022-05-13

投资建议

我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.38、3.48、5.20 元（原 22-24 年预期为 0.92、1.72、2.86 元，主要由于公司业务推进进展、盈利能力改善超预期上调了收入、毛利率假设，下调了销售和研发费用率假设），由于薄膜沉积设备国产化空间广阔，采用 DCF 估值法，对应目标价为 321.83 元，维持买入评级。

图 1：主要估值参数假设

估值假设主要参数	
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	2.70%
无杠杆影响的 β 系数	0.60
考虑杠杆因素的 β 系数	0.65
市场收益率 Rm	9.40%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	7.08%
债务比率 D/(D+E)	10.00%
债务利率 rd	4.30%
WACC	6.70%

数据来源：wind、东方证券研究所

图 2：FCFF 目标价敏感性分析

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率Gn(%)				
	321.83	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
WACC(%)	4.70%	486.39	584.83	741.29	1028.47	1727.79
	5.20%	404.36	469.60	564.52	715.40	992.33
	5.70%	344.66	390.55	453.47	545.02	690.53
	6.20%	299.29	333.01	377.29	437.98	526.29
	6.70%	263.68	289.29	321.83	364.54	423.10
	7.20%	235.01	254.97	279.68	311.08	352.29
	7.70%	211.45	227.33	246.59	270.44	300.74
	8.20%	191.76	204.62	219.94	238.54	261.56
	8.70%	175.08	185.63	198.04	212.84	230.79

数据来源：东方证券研究所

图 3：盈利预测调整前后对比表

主要财务信息	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,239	1,842	2,535	1,520	2,587	3,547
变动幅度				22.7%	40.4%	39.9%
营业利润(百万元)	117	229	402	303	443	774
变动幅度				159.0%	93.5%	92.5%
归属母公司净利润(百万元)	116	218	362	301	440	658
变动幅度				159.5%	101.9%	81.7%
每股收益(元)	0.92	1.72	2.86	2.38	3.48	5.20
变动幅度				158.7%	102.4%	81.8%
毛利率(%)	42.9%	42.9%	43.3%	48.0%	48.0%	48.0%
变动幅度				5.1%	5.1%	4.7%
净利率(%)	9.4%	11.8%	14.3%	19.8%	17.0%	18.5%
变动幅度				10.4%	5.2%	4.2%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：收入分类预测表

收入分类预测表	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
PECVD设备						
销售收入(百万元)	1,104	1,641	2,247	1,380	2,362	3,230
变动幅度				25.0%	44.0%	43.7%
毛利率	42.6%	42.6%	43.1%	48.0%	48.0%	48.0%
变动幅度				5.4%	5.4%	4.9%
SACVD设备						
销售收入(百万元)	62	93	139	62	93	139
变动幅度				0.1%	0.0%	0.0%
毛利率	45.0%	45.0%	45.0%	48.0%	48.0%	48.0%
变动幅度				3.0%	3.0%	3.0%
ALD设备						
销售收入(百万元)	52	78	107	52	87	117
变动幅度				0.0%	12.5%	9.7%
毛利率	40.0%	40.0%	40.0%	45.0%	45.0%	45.0%
变动幅度				5.0%	5.0%	5.0%
其他业务						
销售收入(百万元)	21	31	42	26	45	61
变动幅度				25.2%	43.9%	43.8%
毛利率	55.2%	55.2%	55.2%	55.2%	55.2%	55.2%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
合计						
销售收入(百万元)	1,239	1,842	2,535	1,520	2,587	3,547
变动幅度				22.7%	40.5%	39.9%
综合毛利率	42.9%	42.9%	43.3%	48.0%	48.0%	48.0%
变动幅度				5.1%	5.1%	4.7%

数据来源：东方证券研究所

风险提示

半导体设备行业景气度不及预期；客户验证进展不及预期；零部件断供风险；市场份额提升不及预期；政府补助持续性风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,004	965	1,626	1,375	1,393	营业收入	436	758	1,520	2,587	3,547
应收票据、账款及款项融资	72	104	208	354	486	营业成本	287	424	790	1,345	1,843
预付账款	4	53	106	180	247	营业税金及附加	2	7	13	23	31
存货	512	953	1,422	2,017	2,212	销售费用	66	97	189	220	288
其他	17	100	1,609	1,623	1,635	管理费用及研发费用	151	333	382	736	791
流动资产合计	1,609	2,175	4,971	5,549	5,973	财务费用	(10)	(19)	(13)	(15)	(14)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	4	5	6	5	4
固定资产	165	216	420	710	1,023	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	73	344	506	582	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	38	43	40	37	35	其他	51	145	150	170	170
其他	2	11	11	11	11	营业利润	(14)	56	303	443	774
非流动资产合计	205	343	815	1,265	1,651	营业外收入	2	11	0	0	0
资产总计	1,814	2,518	5,786	6,814	7,624	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	(12)	67	303	443	774
应付票据及应付账款	214	406	756	1,287	1,764	所得税	0	0	2	3	116
其他	180	610	1,100	1,157	832	净利润	(12)	67	301	440	658
流动负债合计	394	1,016	1,856	2,444	2,595	少数股东损益	(0)	(2)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(11)	68	301	440	658
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.09	0.54	2.38	3.48	5.20
其他	298	309	309	309	309						
非流动负债合计	298	309	309	309	309	主要财务比率					
负债合计	692	1,324	2,164	2,752	2,904		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	1	1	1	1	成长能力					
实收资本(或股本)	95	95	126	126	126	营业收入	73.4%	74.0%	100.5%	70.2%	37.1%
资本公积	1,281	1,003	3,099	3,099	3,099	营业利润	29.0%	509.2%	438.4%	46.2%	74.6%
留存收益	(253)	95	396	836	1,494	归属于母公司净利润	40.7%	696.1%	339.5%	46.2%	49.4%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,122	1,193	3,622	4,062	4,720	毛利率	34.1%	44.0%	48.0%	48.0%	48.0%
负债和股东权益总计	1,814	2,518	5,786	6,814	7,624	净利率	-2.6%	9.0%	19.8%	17.0%	18.5%
						ROE	-1.2%	5.9%	12.5%	11.5%	15.0%
						ROIC	-2.5%	3.2%	12.0%	11.1%	14.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	38.1%	52.6%	37.4%	40.4%	38.1%
净利润	(12)	67	301	440	658	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	16	17	28	50	78	流动比率	4.09	2.14	2.68	2.27	2.30
财务费用	(10)	(19)	(13)	(15)	(14)	速动比率	2.79	1.20	1.91	1.45	1.45
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	82	18	204	(241)	(254)	应收账款周转率	4.3	8.7	9.9	9.3	8.5
其它	232	55	0	0	0	存货周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
经营活动现金流	309	137	520	234	468	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
资本支出	1	(145)	(500)	(500)	(464)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	-0.09	0.54	2.38	3.48	5.20
其他	(7)	(5)	(1,500)	0	0	每股经营现金流	3.26	1.45	4.11	1.85	3.70
投资活动现金流	(6)	(150)	(2,000)	(500)	(464)	每股净资产	8.87	9.43	28.63	32.11	37.31
债权融资	0	1	0	0	0	估值比率					
股权融资	319	(278)	2,128	0	0	市盈率	-2,521.0	422.9	96.2	65.8	44.0
其他	(17)	275	13	15	14	市净率	25.8	24.3	8.0	7.1	6.1
筹资活动现金流	302	(3)	2,141	15	14	EV/EBITDA	-3,605.5	518.5	88.0	58.6	33.4
汇率变动影响	(1)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	-1,161.0	757.2	96.5	65.4	36.8
现金净增加额	604	(15)	661	(251)	18						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn