

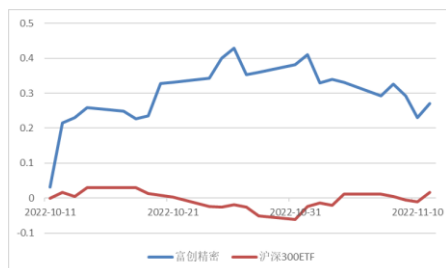
半导体精密零部件广覆盖，深层国产化先行者

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-11-15

收盘价（元） **135.92**
近 12 个月最高/最低（元） **154.47/99.00**
总股本（亿股） **2.09**
流通股本（亿股） **0.45**
流通股比例（%） **21.53%**
总市值（亿元） **284**
流通市值（亿元） **61**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

邮箱：huy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● **半导体产业链国产化的根基，设备零部件环节战略意义巨大。**

设备国产化进程的过程中，供应链体系的安全和合理性考量会将设备国产化推入新阶段。设备零部件环节实现国产化是未来保证半导体设备行业能够完全独立自主的基础。根据国内外设备上市公司的招股书所披露的统计数据，半导体设备的成本 80%-90%为原材料采购，包括机械类，电气类，仪表类等零部件。庞杂繁复的零部件体系确保不同品类设备在产线平台上得以稳定运行。国产化的演变趋势是渐进式向上游传导，从产线国产化，到设备国产化，再到零部件国产化，中国大陆产业链最上游的零部件公司正在多种零部件层面进行突破。

● **新形势下美系零部件供应减少，国产零部件亟需加速拓展份额**

随着美系设备的出口禁令趋紧，美系零部件的供应状况愈发紧张。国产设备及零部件需要迅速填补美系设备/零部件供应减少产生的空白。因此，国产公司亟需在更加核心，更先进制程的元件和零部件层面突破。根据 SEMI 数据，2022 年半导体设备市场规模预计将达到 1175 亿美元，预计将比 2021 年提升 14.7%。刻蚀，薄膜，抛光等多品类的制程设备部分重要的核心零部件仍需进口，国产零部件仍有在结构和体量上继续突破的空间。

● **乘国产化东风打开国内市场，主要产品 7nm 制程竞争壁垒高**

现阶段，富创精密的主要客户仍以海外大客户为主，近年来，其海外营收的比例逐步降低，21 年海外营收占比约为 60%，随着公司南通工厂的建设的推进，公司将会有更充足的产能释放以匹配国内客户，公司业绩将跟随国内设备厂商的产品的导入同步放量。今年以来，公司在持续为北方华创供应的同时，营收在拓荆科技，华海清科等客户端均有增长，明年国内客户端的增速预计将维持在较高水平。半导体设备精密零部件行业所需的资本和研发投入门槛较高，经过多年研发积累，公司累计量产产品超过千种，相应产品应用于多个前道半导体设备品类。目前，公司已具备百级和千级洁净间和半导体级别的洁净检测能力，精密零部件产品的高精密、高洁净、超强耐腐蚀能力、耐击穿电压性能优异。四大产品类别中的工艺零部件、结构零部件中部分产品已应用于 7nm 制程的半导体设备，成为全球范围内为数不多的具备 7nm 制程工艺的精密零部件厂商。

● **投资建议**

公司主要业务为半导体设备零部件业务，是高成长属性的核心赛道。2022 年可比公司 PE 平均值为 53 倍。考虑到可比上市公司中仅公司一家业务以半导体设备零部件为主，且 7nm 先进制程产品稳定出货给重要客户，我们给予相对更高估值。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为

2.19、3.56、5.20 亿元，对应 EPS 分别 1.05 元、1.70 元和 2.49 元，最新收盘价对应 PE 为 130x、80x 和 55x，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

晶圆厂扩产进度不及预期；下游客户拓展不及预期；行业竞争加剧；

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8.4	14.6	23.0	33.5
收入同比 (%)	75.2%	73.4%	57.0%	46.0%
归属母公司净利润	1.26	2.19	3.56	5.20
净利润同比 (%)	35.3%	73.4%	62.3%	46.1%
毛利率 (%)	32.0%	32.3%	33.1%	33.2%
ROE (%)	12.1%	4.7%	7.1%	9.4%
每股收益 (元)	0.81	1.05	1.70	2.49
P/E	-	129.55	79.80	54.63
P/B	-	6.09	5.66	5.13
EV/EBITDA	0.85	-6.51	-4.23	-2.63

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 国产半导体精密零部件龙头供应商.....	5
1.1 深耕半导体精密零部件领域，逐步突破先进制程.....	5
1.2 股权结构较为集中，团队产业背景丰富.....	6
1.3 业绩飞速提升，国内市场助推新增长.....	8
2 半导体设备行业支撑，百亿市场空间待释放.....	9
3 专注突破先进制程，持续发展优质客户.....	11
4 盈利预测与估值.....	13
4.1 盈利预测.....	13
4.2 估值.....	15
风险提示：.....	16
财务报表与盈利预测.....	17

图表目录

图表 1 富创精密发展历程	5
图表 2 公司产品基本情况	6
图表 3 富创精密股权结构	7
图表 4 公司部分高管与核心技术人员情况	7
图表 5 公司营业收入及同比	8
图表 6 主营业务收入市场区域占比	8
图表 7 公司归母净利润及同比	9
图表 8 公司及产品毛利率变化	9
图表 9 半导体设备行业产业链	9
图表 10 半导体设备成本构成	10
图表 11 全球半导体设备销售额及同比	11
图表 12 公司已应用于 7NM 制程的工艺零部件产品	11
图表 13 公司四大产品产销量（单位：件）	12
图表 14 公司下游客户	13
图表 15 公司业务拆分（单位：亿元）	14
图表 16 可比公司估值	15

1 国产半导体精密零部件龙头供应商

1.1 深耕半导体精密零部件领域，逐步突破先进制程

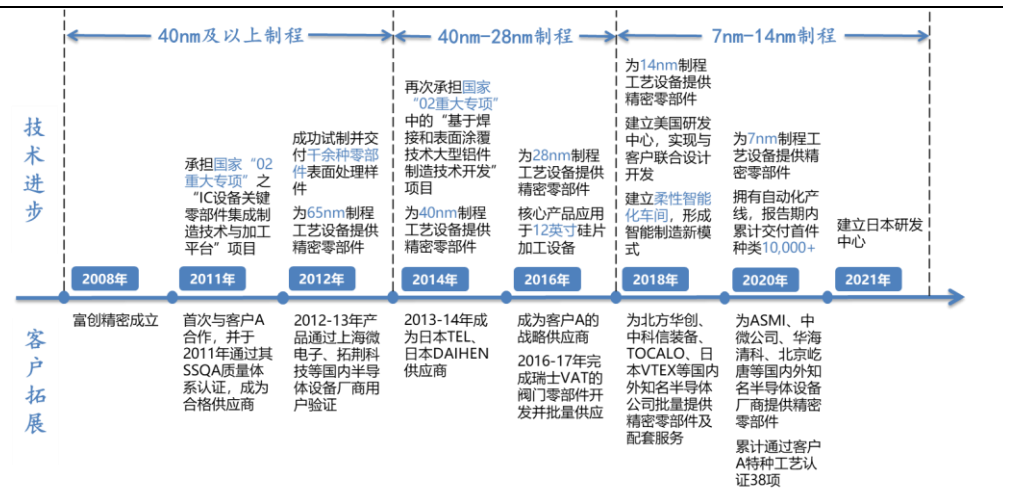
公司成立于 2008 年，专注于金属材料零部件精密制造技术的研发。十几年间，公司先后经历技术积累、产品供应、规模扩张三个阶段。

(1) 技术积累阶段（公司成立-2014 年）：公司成立之初引进行业专家，带来技术经验与专业能力，自研产品多为 90 纳米以上制程半导体设备的工艺零部件和不直接参与晶圆反应过程的外围结构零部件。公司于 2011 年承担国家“02 重大专项”之“IC 设备关键零部件集成制造技术与加工平台”项目，自主研发掌握部分精密零部件制造技术，并取得相应专利保护。同年，公司向国际半导体设备龙头客户 A 交付了首款零部件产品并通过质量认证，成功成为合格供应商。此后，公司接连交付千余种零部件表面处理样件给北方微电子、上海微电子、拓荆科技等国内半导体设备厂商，并顺利通过用户验证。2014 年，完成技术积累与应用验证，实现了半导体设备 65 纳米制程部分精密零部件国产化的自主可控。

(2) 产品供应阶段（2014-2018 年）：2014 年，公司再次承担国家“02 重大专项”中的“基于焊接和表面涂覆技术大型铝件制造技术开发”项目。通过持续研发投入，公司先后实现为 40 纳米、28 纳米制程工艺设备提供精密零部件的突破，核心产品应用于 12 英寸硅片加工设备。在此期间，公司成为客户 A 的战略供应商，成为日本 TEL、日本 DAIHEN 的供应商，同时为瑞士 VAT 批量供应阀门零部件，为北方华创、中科信装备、TOCALO、日本 VTEX 等国内外知名半导体公司提供精密零部件及配套服务。

(3) 规模扩张阶段（2018 年至今）：自 2018 年以来，公司进入 HITACHI High-Tech、ASMI 等多个全球半导体设备龙头厂商供应链体系，累计通过客户 A 特种工艺认证 38 项。并设立美国研发中心，实现与客户联合设计开发。2020 年，公司取得 7 纳米先进制程的重大突破，拥有自动化产线与柔性智能化车间，截至招股说明书发布之日，累计交付收件种类达万余件。同时，公司气体管路和模组功能部件制造能力日趋完善，并在江苏南通和北京亦庄等地积极扩大产能。

图表 1 富创精密发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，华安证券研究所

经过多年技术与客户积累，公司现已形成完善的产品矩阵。公司的产品为半导体设备、泛半导体设备及其他领域的精密零部件，具体包括工艺零部件、结构零部件、模组产品和气体管路。

图表 2 公司产品基本情况

产品分类	工作环境及应用	性能要求
工艺零部件	在半导体设备中与晶圆直接接触或直接参与晶圆反应。一般在密闭腔室的复杂工艺环境中参与晶圆制程，起到延长设备的使用寿命，提升晶圆制造良率的作用	具备高精密、高洁净、超强耐腐蚀、耐击穿电压等特点，工艺制程复杂
结构零部件	在半导体设备中一般起连接、支撑和冷却等作用，种类繁多，应用较为广泛。在半导体设备中一般不直接参与晶圆接触或参与晶圆反应	对机械加工的精度（主要是平面度、平行度和表面粗糙度等性能）要求较高。部分结构零部件基于下游设备定制化要求同样需要具备高洁净、强耐腐蚀和耐击穿电压等性能，工艺制程相对简单
气体管路	用于半导体设备中的特殊工艺气体传送，是连接气源到反应腔的传输管道。管路内壁直接接触的特殊工艺气体一般具有纯度高、腐蚀性强、易燃易爆及毒性的特点	对管路的密封性、洁净度及耐腐蚀能力有较高要求，工艺制程相对标准化程度较高
模组产品	公司通过组装、测试等环节将公司生产的工艺零部件、结构零部件、气体管路产品和外购的电子标准件和机械标准件进行装配，形成实现部分半导体设备核心功能的模组产品	模组产品包含相应的工艺零部件、结构零部件和气体管路产品需满足各自的性能要求。此外，与外购零部件结合后，模组产品整体性能需达到客户定制化要求

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

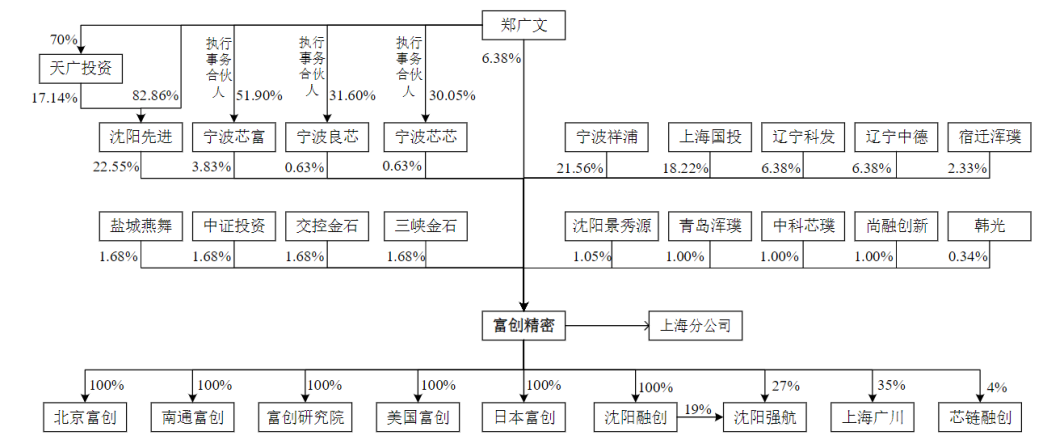
1.2 股权结构较为集中，团队产业背景丰富

公司股权集中于实控人，利于统筹决策，提供发展激励。截至招股说明书签署之日（2022 年 9 月 28 日），公司第一大股东为沈阳先进，持股 22.55%，实际控制人郑广文。其余持有公司 5% 股份以上的股东包括宁波祥浦、上海国投、辽宁中德、辽宁科发，分别持股 21.56%、18.22%、6.38%、6.38%。郑广文通过名下各子公司合计持股 34.03%，股权相对集中；并担任公司董事长、总经理，对公司生产经营、重大决策具有实际控制力。一方面，股权的相对集中，有利于高层统筹决策，提升管理效率，使得公司专注于技术钻研，提升产品竞争力。另一方面，公司利益与高层利益的高度一致，形成良性激励，不断加快公司发展步伐，提升盈利水平。

设立员工持股平台，提升粘性、激发团队潜能。2017 年 12 月，富创有限股东会同意实施员工股权激励方案。2018 年 1 月，三家员工持股平台宁波芯富、宁波芯芯、宁波良芯成立。2018 年 12 月，三家员工持股平台增资入股富创有限。截至招

股说明书签署之日，三家持股平台出资额合计 4000 万元，合伙人涵盖管理、生产、研发、销售各职能类别，每年股权激励人数均在 40-45 人。股权激励有利于公司管理团队和人才队伍稳定，进一步推动公司繁荣发展。

图表 3 富创精密股权结构



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

团队产业背景丰富，研发实力卓越。公司拥有产业经验丰富的管理团队，人员构成包括产业投资、工程制造、产品研发、企业管理等各方面的人才。丰富的产业经验使得管理团队能够准确把握市场需求、灵活调整研发方向。核心技术人员具有多年从业经验，带领团队多次取得突破，提升公司产品核心竞争力。

图表 4 公司部分高管与核心技术人员情况

姓名	职位	经历
郑广文	董事长、总经理	毕业于吉林工业大学（现吉林大学）技术经济专业，本科学历。曾任辽宁省汽车贸易集团科长。2008 年 6 月通过沈阳先进投资设立富创有限。2008 年 1 月至今，郑广文先后任沈阳先进董事、总经理、执行董事等职务；2006 年 5 月至今，任芯源微董事；2009 年 11 月至今，任富创有限/富创精密董事长、总经理
倪世文	副总经理	毕业于湖南省浏阳高级技工学校，钳工专业。先后任鸿准精密模具（昆山）有限公司制造工程师、富士迈半导体精密工业（上海）有限公司生产经理、昆山茂琦精密模具有限公司生产副总经理、富创有限副总经理；2020 年 10 月至今，任富创精密董事、副总经理
宋岩松	副总经理	清华大学电气工程专业，硕士研究生学历。先后任沈阳变压器厂研究员、科长、副总工程师、特变电工沈阳变压器集团有限公司专家、副总工程师、富创有限/富创精密副总经理
李吉亮	技术研发中心高级技术专家（精密机械制造方向）	毕业于辽宁工业大学机械制造与数控专业。曾任富士迈半导体精密工业（上海）有限公司制造工程师，现任公司技术研发中心精密机械制造方向高级技术专家。拥有 15 年半导体设备精密零部件产品开发经验，致力于工艺开发、程序设计、刀具及治具的开发设计、数控机械制造等一系列机械制造技术
褚依辉	技术研发中心技术专家	毕业于北京航空航天大学工业工程专业，硕士研究生学历。曾任沈阳黎明航空发动机集团有限责任公司工装工程师，现任公

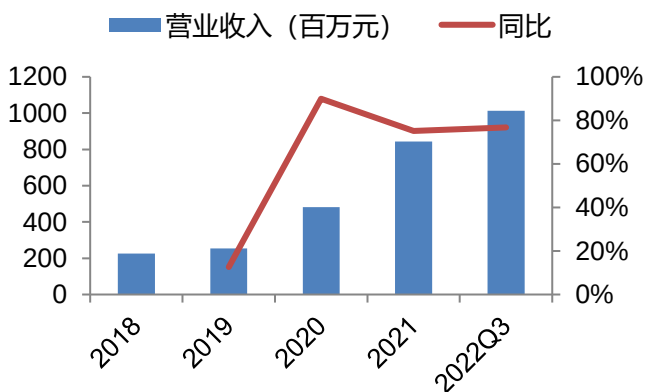
姓名	职位	经历
	(精密机械制造方向)	司技术研发中心精密机械制造方向技术专家。褚依辉从事机械工程领域相关工作 17 年，对机械制造、焊接、组装和检测工装、组合夹具均有丰富的设计经验，作为发明人获得专利 17 项。
张少杰	技术研发中心技术专家 (表面处理方向)	毕业于哈尔滨工业大学化学工程与工艺（电化学）专业，本科学历。现任公司技术研发中心表面处理方向技术专家。主导公司表面处理生产线的规划及建设，并负责千余项首件研制，作为发明人获得专利 5 项
安朋娜	技术研发中心技术专家 (表面处理方向)	毕业于哈尔滨工业大学化学工程与技术专业，硕士研究生学历。现任公司技术研发中心表面处理方向技术专家，带领团队成功攻克刻蚀设备中核心部件内衬的膜层荧光、倒角膜层崩裂等关键问题，保证了产品高耐腐蚀性以及高洁净度的要求
李生智	技术研发中心技术专家 (焊接方向)	毕业于沈阳大学材料成型及控制工程（焊接）专业，本科学历。曾任沈阳远大机电装备有限公司焊接工程师，现任公司技术研发中心焊接方向技术专家，并取得国际焊接工程师资格

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

1.3 业绩飞速提升，国内市场助推新增长

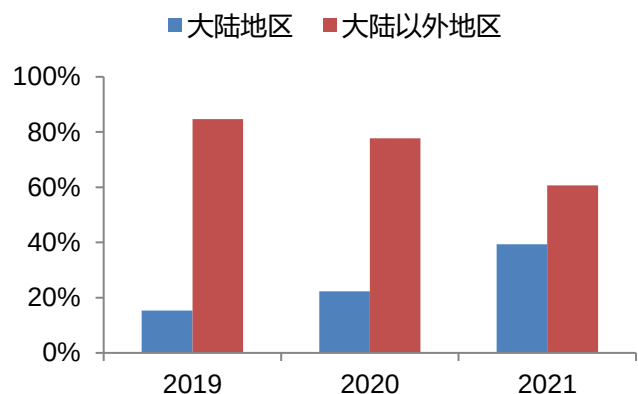
国内市场打开，公司营收有望持续增长。2018 年公司进入规模扩张阶段，营业收入随之显著上升，2019、2020、2021 三年营收分别同比增长 12.63%、89.94%、75.21%。2022 年三季度，公司实现营业收入 10.13 亿元，已赶超 21 年全年营收之和，同比增速 76.70%，仍处于高位。此外，2019-2021 年三年，公司主营业务收入来自大陆地区的比例从 15.34%提升至 39.32%，上升 23.98pct。随着公司成为越来越多的国产客户的合格供应商，借助国内市场空间的巨大潜力，未来业绩预计还将实现新增长。

图表 5 公司营业收入及同比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 主营业务收入市场区域占比

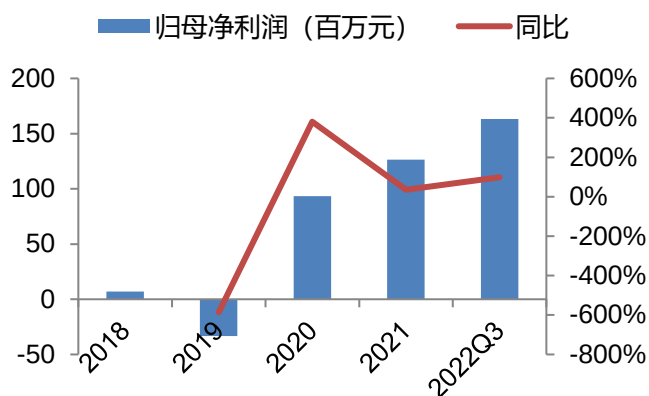


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

盈利能力飞速提升，产品毛利稳处高位。从公司整体来看，2019 年行业景气度羸弱，且当年预投产能转固大幅增加折旧与摊销，产能利用率较低，各类产品及整体毛利率处于较低水平，公司亏损 3334 万元。2020 年和 2021 年随着行业景气度

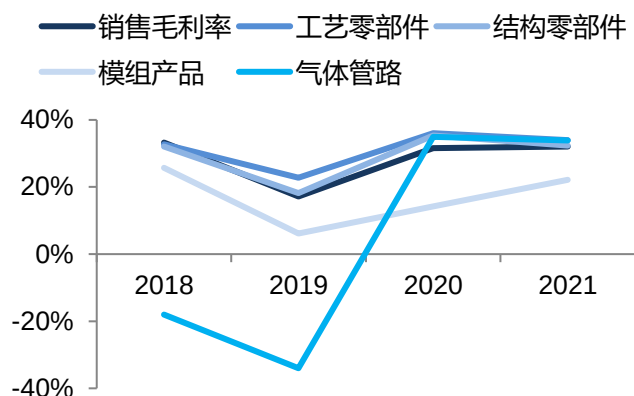
回升带动产能利用率提高，公司毛利率同比 2019 年大幅提高。2022 年三季度已实现归母净利润 1.63 亿元，同比大增 98.37%。分产品来看，工艺零部件及结构零部件产品毛利率表现较好，与公司整体处于同一水平；气体管路及模组产品业务毛利率虽然稍低，但近年来不断提升，特别是气体管路产品，2020 年毛利率同比大幅增长至 34.95%，超过公司整体毛利率 32.04%，未来潜力巨大。

图表 7 公司归母净利润及同比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司及产品毛利率变化



资料来源：wind，华安证券研究所

2 半导体设备行业支撑，百亿市场空间待释放

作为半导体核心技术物化的载体，精密零部件是半导体设备行业的支撑。半导体设备厂商往往为轻资产模式运营，其绝大部分关键核心技术需要物化在精密零部件上，或以精密零部件作为载体来实现。半导体设备精密零部件具有高精密、高洁净、超强耐腐蚀能力、耐击穿电压等特性，生产工艺涉及精密机械制造、工程材料、表面处理特种工艺、电子电机整合及工程设计等多个领域和学科，是半导体设备核心技术的直接保障。因此，半导体设备的升级迭代很大程度上有赖于精密零部件的技术突破，从而半导体精密零部件不仅是半导体设备制造环节中难度较大、技术含量较高的环节之一，也是国内半导体设备企业“卡脖子”的环节之一，其支撑着半导体设备行业，继而支撑半导体芯片制造和整个现代电子信息产业。

图表 9 半导体设备行业产业链



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

精密零部件具有高价值比重，在半导体设备成本端价值占比超过一半。根据国内外半导体设备厂商公开披露信息，设备成本构成中一般 90%以上为原材料（即不同类型的精密零部件产品），考虑国际半导体设备公司毛利率一般在 40%-45%左右，从而全部精密零部件市场约为全球半导体设备市场规模的 50%-55%。这些精密零部件产品中，既包括公司涉及的工艺零部件及结构零部件、气体管路和模组产品，也包括公司不涉及的仪器仪表类（如气体流量计等）、电气类（如射频电源等）、光学类（光学元件、光栅等）产品。

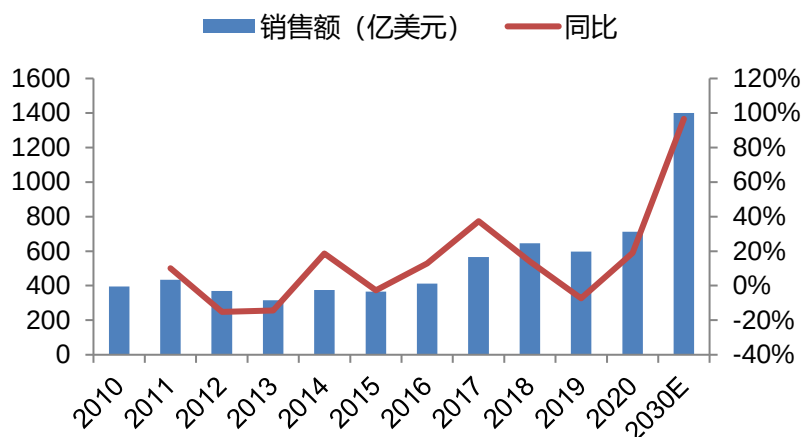
图表 10 半导体设备成本构成

零部件分类	成本占比	零部件具体类别
机械类	20%-40%	金属工艺件：反应腔、传输腔、过渡腔、内衬、匀气盘等 金属结构件：托盘、冷却板、底座、铸钢平台等 非金属机械件：石英、陶瓷件、硅部件、静电卡盘、橡胶密封件等
电气类	10%-20%	射频电源、射频匹配器、远程等离子源、供电系统、工控电脑等
机电一体类	10%-25%	对管路的密封性、洁净度及耐腐蚀 EFEM、机械手、加热带、腔体模组、阀体模组、双工机台、浸液系统、温控系统等
气体/液体/真空系统类	10%-30%	气体输送系统类：气柜、气体管路、管路焊接件等 真空系统类：干泵、分子泵、真空阀门等 气动液压系统类：阀门、接头、过滤器、液体管路等
仪器仪表类	1%-3%	气体流量计、真空压力计等
光学类	55%	光学元件、光栅、激光源、物镜等
其他	3%-5%	定制装置、耗材等

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

全球市场规模稳步上升叠加竞争格局分散，大陆厂商迎来国产化替代新机遇。近年，全球半导体设备市场规模不断扩张，半导体设备的市场景气度与半导体市场规模高度相关。根据 SEMI 统计，全球半导体设备销售规模从 2010 年 395 亿美元增长到 2020 年的 712 亿美元（SEMI 在 2022 年 7 月发布的最新统计半导体设备市场规模预计在 1175 亿美元左右），预计到 2030 年全球半导体设备销售额将增长至 1,400 亿美元。根据招股说明书披露，公司所涉及的精密零部件产品市场保守估计超过全球半导体设备市场规模的 20%，若以 2020 年公司所涉及产品种类占全球市场规模的比例（22%）测算，那么 2030 年公司主要产品全球市场规模将超过 300 亿美元。此外，半导体设备本身结构复杂，对加工精度、一致性、稳定性要求较高，导致精密零部件制造工序繁琐，技术难度大，行业内多数企业只专注于个别生产工艺，或专注于特定精密零部件产品，行业相对分散。在全球半导体精密零部件市场显著增长，中国大陆市场重要性不断提升的大环境下，国产厂商有望把握国产化替代新机遇，潜心技术、抢占市场，实现弯道超车。

图表 11 全球半导体设备销售额及同比

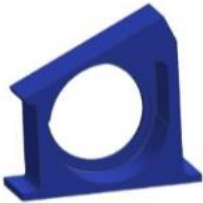
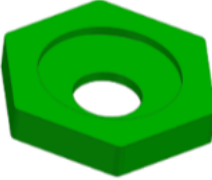


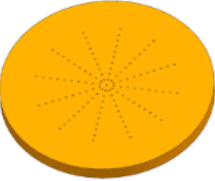
资料来源: SEMI, 招股说明书, 华安证券研究所

3 专注突破先进制程, 持续发展优质客户

部分主要产品突破 7nm 制程, 显著提升公司竞争力。半导体设备精密零部件行业所需的资本和研发投入门槛较高, 经过多年潜心研发, 公司累计量产产品超过千种, 相应产品应用于多个前道半导体设备品类。目前, 公司已具备百级和千级洁净间和半导体级别的洁净检测能力, 精密零部件产品的高精密、高洁净、超强耐腐蚀能力、耐击穿电压性能优异。值得一提的是, 四大产品类别中的工艺零部件、结构零部件中部分产品已应用于 7nm 制程的半导体设备, 成为全球范围内为数不多的具备 7nm 制程工艺的精密零部件厂商。

图表 12 公司已应用于 7nm 制程的工艺零部件产品

代表性产品	图示	主要应用设备	产品在设备中所起的主要作用和性能要求
过渡腔		刻蚀设备、薄膜沉积设备, 公司产品已应用于 7 纳米制程半导体设备	过渡腔是设备中晶圆真空环境入口。晶圆从外部运输至设备入口, 经过前端模块 (EFEM) 后进入过渡腔, 再从大气环境转换为真空环境, 后续晶圆从过渡腔再进入真空环境的传输腔、反应腔进行工艺反应。过渡腔需要保证真空度、密封性以及晶圆经过不能发生污染, 需要公司的高精密多工位复杂型面制造技术和耐腐蚀阳极氧化技术等核心技术
传输腔		刻蚀设备、薄膜沉积设备, 公司产品已应用于 7 纳米制程半导体设备	传输腔是晶圆在过渡腔和反应腔之间进行转移的中间平台。若是传输腔密封区域加工不良, 腔体无法保证真空, 将会影响晶圆生产。公司通过高精密多工位复杂型面制造技术来保证传输腔的密封性和真空度。同时因传输腔需要与不同工艺的反应腔连接, 公司采用不同的表面处理特种工艺来保证传输腔的洁净度和耐腐蚀性, 以延长其使用寿命并保证晶圆流转环境不受污染

代表性产品	图示	主要应用设备	产品在设备中所起的主要作用和性能要求
反应腔		刻蚀设备、薄膜沉积设备, 公司产品已应用于7纳米制程半导体设备	反应腔是晶圆加工和生产的工作空间。在晶圆加工过程中, 会有多种工艺气体流入反应腔内, 发生化学反应, 从而其对洁净度和耐腐蚀性要求较高。尤其是先进制程对于反应腔的洁净度要求更高, 公司需要通过高洁净度精密清洗技术来确保反应腔的洁净度, 避免化学粒子产生, 为晶圆生产创造洁净环境。此外, 为保证设备的使用寿命、提高生产效率, 公司需要通过耐腐蚀阳极氧化技术等表面处理特种工艺技术来增强其耐腐蚀及耐击穿电压性能
内衬		刻蚀设备, 公司产品已应用于7纳米制程半导体设备	内衬是反应腔体内的核心零件, 通过内衬表面的高致密涂层可以保护反应腔体表面, 延长反应腔寿命, 降低设备的维护时间。内衬比反应腔更接近晶圆反应过程, 因此对洁净度、耐腐蚀度要求较反应腔更高, 且需定期更换, 如果洁净度和耐腐蚀性未达到标准, 都将导致颗粒产生, 造成晶圆污染。公司通过高洁净度精密清洗技术, 改善阳极氧化工艺, 研发氧化钽涂层制造技术, 保证公司产品符合要求。同时, 部分内衬产品需要公司的焊接技术保证焊道无气孔、无裂痕, 以保证阳极氧化后的耐腐蚀性要求
匀气盘		刻蚀设备、薄膜沉积设备, 公司产品已应用于7纳米制程半导体设备	特种工艺气体通过匀气盘上的小孔后均匀沉积在晶圆表面, 保证晶圆表面膜层的均匀性和一致性。因此, 对匀气盘零件上孔径一致性及其零件高洁净度有严苛要求, 同时需定期更换。如果匀气盘的成千上万个孔(孔径仅0.5-0.7毫米)一致性差或任一孔的内壁存在毛刺, 会导致沉积到晶圆表面的气体不均匀, 影响晶圆良率。此外, 匀气盘直接参与晶圆反应, 如果其洁净度不达到要求, 液态粒子和金属粒子超标, 会在晶圆反应过程中导致颗粒产生, 也会影响晶圆良率。公司通过研发高精密微孔制造技术和高洁净度精密清洗技术, 以满足匀气盘严苛的性能要求

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

以销定产模式下, 产销规模同步高速提升。2019-2021年, 公司陆续成为多个半导体设备厂商的合格供应商, 产品销量取得大幅增长, 工艺零部件、结构零部件、模组产品、气体管路销量分别大幅增长242.85%、105.97%、56.07%、2162.88%。由于下游客户对供应商和产品的认证周期较长, 后续销量维持稳定得到保障。此外, 公司采取以销定产的生产模式, 根据客户的订单情况制定生产计划并组织生产。近年来, 各产品产销率维持在较好水平。随着公司更多种类产品通过客户认证, 产能利用率也显著提升。

图表 13 公司四大产品产销量 (单位: 件)

产品	指标	2021 年	2020 年	2019 年
工艺零部件	产量	19,399	10,253	6,616
	销量	17,372	10,260	5,067
	产销率	89.55%	100.07%	76.59%

结构零部件	产量	501,224	340,993	238,913
	销量	466,639	322,398	226,557
	产销率	93.10%	94.55%	94.83%
模组产品	产量	6,093	3,483	3,085
	销量	5,539	2,996	3,549
	产销率	90.91%	86.02%	115.04%
气体管路	产量	113,721	41,971	6,554
	销量	102,305	36,117	4,521
	产销率	89.96%	86.05%	68.98%

资料来源：招股说明书，华安证券研究所

深度绑定战略客户 A，积极开拓国内外半导体设备厂商。由于半导体设备厂商对所选用的精密零部件要求极为苛刻，一旦确定合作关系往往长期深度绑定；同时，一旦通过全球主流设备厂家认证，行业内其他厂家会相继跟进。公司发展的客户的道路便是如此。公司 2008 年成立之初就将客户 A 作为目标，2011 年成为其合格供应商，2016 年与其签署《战略合作协议》，成为其战略供应商，直至目前仍在延续，执行状况良好。2021 年，公司营业收入的 55.97% 来自客户 A。与客户 A 的合作提升了公司的知名度与行业认可度，公司目前已进入的客户供应链体系既包括国际知名半导体龙头设备商，又包括国内主流半导体设备厂商，持续发展优质客户资源。

图表 14 公司下游客户



资料来源：各公司官网，华安证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

随着国产设备客户自身的业绩放量，叠加产业链自主可控趋势，预计富创精密各项业务将在未来几年国产化的重要窗口期保持较快增长。

工艺零部件：在半导体设备中与晶圆直接接触或直接参与晶圆反应，其技术要求高，工艺制程复杂。随着工艺的持续迭代与推进，公司工艺零部件收入呈现渐进式增长。我们预计 2022-2024 年工艺零部件业务增速分别为 62%、55%、41%。

结构零部件：结构零部件工艺制程相对简单，技术要求相比较低于工艺零部件，且

公司与客户的合作往往从结构零部件开始，随着更多国产客户的逐步导入，预计结构零部件收入将较快增长，我们预计 2022-2024 年结构零部件业务增速分别为 62%、51%、37%。

气体管路：用于半导体设备中的特殊工艺气体传送，与工艺、结构零部件生产工艺有较大差别，工艺制程相对标准化，也具备较高得技术要求。气体管路类产品一旦通过验证容易批量化生产，能够更快拉动公司收入和利润规模。我们预计 2022-2024 年气体管路业务增速分别为 133%、75%、64%。

模组：模组产品不仅需满足自制零部件的技术要求，还需满足组装后产品定制化要求。与气体管路类业务类似，模组属于公司近年来切入的新业务板块，随着公司逐步推动模组产品和气体管路的开发和业务承接，我们预计 2022-2024 年模组业务增速分别为 62%、52%、49%。

图表 15 公司业务拆分（单位：亿元）

主营业务	2021	2022E	2023E	2024E
结构件				
收入	3.52	5.71	8.63	11.78
增速	78.88%	62.15%	51.20%	36.50%
成本	2.38	3.82	5.61	7.66
毛利	1.14	1.88	3.02	4.12
毛利率(%)	32%	33%	35%	35%
业务收入比例(%)	42%	39%	38%	35%
工艺件				
收入	1.78	2.88	4.47	6.28
增速	52.52%	61.50%	55.20%	40.65%
成本	1.18	1.90	2.95	4.08
毛利	0.61	0.98	1.52	2.20
毛利率(%)	34%	34%	34%	35%
业务收入比例(%)	21%	20%	19%	19%
模组类				
收入	1.61	2.61	3.97	5.89
增速	60.66%	61.82%	52.25%	48.50%
成本	1.25	1.98	2.98	4.36
毛利	0.36	0.63	0.99	1.53
毛利率(%)	22%	24%	25%	26%
业务收入比例(%)	19%	18%	17%	18%
气体类				
收入	1.38	3.21	5.60	9.19
增速	134.01%	132.75%	74.56%	64.16%
成本	0.91	2.08	3.64	5.97
毛利	0.47	1.12	1.96	3.22
毛利率(%)	34%	35%	35%	35%
业务收入比例(%)	16%	22%	24%	27%
其他业务				
收入	0.14	0.22	0.29	0.38

主营业务	2021	2022E	2023E	2024E
增速	75%	60%	30%	30%
成本	0.01	0.07	0.09	0.11
毛利	0.13	0.16	0.20	0.27
毛利率 (%)	95%	70%	70%	70%
业务收入比例 (%)	2%	2%	1%	1%
总计		14.62	22.96	33.53

资料来源: wind, 华安证券研究所整理

4.2 估值

公司主要业务为半导体设备零部件业务, 可比公司中, 江丰电子主营业务为半导体材料业务, 万业企业同时具备半导体设备及房地产业务, 新莱应材同时具备食品, 生物医药等业务板块, 与公司业务均存在一定差异, 2022 年可比公司 PE 均值为 53 倍。考虑到可比上市公司中仅公司一家业务以半导体设备零部件为主, 且 7nm 先进制程产品稳定出货给重要客户公司, 我们给予其更高估值水平。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 2.19、3.56、5.20 亿元, 对应 EPS 分别 1.05 元、1.70 元和 2.49 元, 最新收盘价对应 PE 为 130x、80x 和 55x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 16 可比公司估值

公司	证券代码	总市值 (亿元)	pe2022	pe2023	pe2024	EPS2022	EPS2023	EPS2024
江丰电子	300666	211.15	71.31	51.68	39.54	1.16	1.60	2.09
正帆科技	688596	111.17	43.16	28.30	20.46	0.96	1.47	2.03
万业企业	600641	181.43	37.51	29.88	25.20	0.51	0.63	0.75
新莱应材	300260	214.53	58.80	41.20	30.71	1.61	2.30	3.08
平均	-	-	52.69	37.77	28.98	1.06	1.50	1.99

资料来源: wind 一致预期, 华安证券研究所整理

风险提示:

晶圆厂扩产进度不及预期；下游客户拓展不及预期；行业竞争加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:亿元		
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10	42	49	50
现金	3	33	33	31
应收账款	3	4	8	8
其他应收款	0	0	0	1
预付账款	0	0	0	0
存货	3	4	6	9
其他流动资产	0	1	0	1
非流动资产	15	19	23	26
长期投资	0	0	0	0
固定资产	8	10	11	12
无形资产	1	2	2	3
其他非流动资产	6	7	9	11
资产总计	25	61	71	76
流动负债	6	6	13	13
短期借款	2	2	3	3
应付账款	2	2	5	5
其他流动负债	3	2	6	5
非流动负债	8	8	8	8
长期借款	4	4	4	4
其他非流动负债	4	4	4	4
负债合计	14	14	21	21
少数股东权益	0	0	0	0
股本	2	2	2	2
资本公积	7	41	41	41
留存收益	2	4	7	13
归属母公司股东权	10	47	50	55
负债和股东权益	25	61	71	76

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2	1	5	3
净利润	1	2	3	5
折旧摊销	1	1	2	2
财务费用	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-1	-3	-1	-5
其他经营现金流	2	5	4	10
投资活动现金流	-6	-5	-5	-6
资本支出	-6	-5	-5	-6
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	5	34	1	1
短期借款	1	0	1	1
长期借款	3	0	0	0
普通股增加	0	1	0	0
资本公积增加	0	33	0	0
其他筹资现金流	1	0	0	0
现金净增加额	0	30	0	-3

资料来源：公司公告，华安证券研究所

利润表	单位:亿元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8	15	23	34
营业成本	6	10	15	22
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	1
管理费用	1	1	2	3
财务费用	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	1	2	4	6
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	1	2	4	6
所得税	0	0	0	1
净利润	1	2	3	5
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1	2	4	5
EBITDA	2	4	6	8
EPS（元）	0.81	1.05	1.70	2.49

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	75.2%	73.4%	57.0%	46.0%
营业利润	25.5%	81.5%	59.7%	47.5%
归属于母公司净利	35.3%	73.4%	62.3%	46.1%
获利能力				
毛利率 (%)	32.0%	32.3%	33.1%	33.2%
净利率 (%)	15.0%	15.0%	15.5%	15.5%
ROE (%)	12.1%	4.7%	7.1%	9.4%
ROIC (%)	8.2%	4.3%	6.3%	8.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	56.0%	22.9%	29.1%	27.1%
净负债比率 (%)	127.3%	29.7%	41.0%	37.1%
流动比率	1.56	6.57	3.70	3.82
速动比率	1.10	5.83	3.18	3.06
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.34	0.35	0.45
应收账款周转率	3.61	4.20	3.88	4.04
应付账款周转率	4.27	4.80	4.52	4.66
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	1.05	1.70	2.49
每股经营现金流薄)	0.75	0.34	2.22	1.23
每股净资产	6.68	22.30	24.00	26.49
估值比率				
P/E		129.55	79.80	54.63
P/B		6.09	5.66	5.13
EV/EBITDA	0.85	-6.51	-4.23	-2.63

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。