



华亚智能 (003043.SZ)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

向综合制造服务转型的结构件供应商

投资逻辑

公司产品下游应用广泛，需求端恢复有望带动公司营收及业绩增速逐步修复。公司主要产品为精密金属结构件，产品广泛应用于半导体设备、新能源及电力设备和医疗设备等领域。客户覆盖超科林、AMAT、屹唐、中微、北方华创、SMA、迈柯唯、爱士惟等龙头厂商。1H23 公司实现营收 2.44 亿元，同比-15.23%，实现归母净利润 0.50 亿元，同比-32.23%，公司业绩短期承压。

公司产品对应全球半导体刻蚀、薄膜沉积、晶圆检测等设备工艺和结构件市场空间约百亿美元，国内市场 23~25 年复合增速达 15%。外部环境未有好转美国对国内半导体设备出口限制或将进一步加码，产业链自主可控叠加海外资本开支于 2024 年恢复正增长。根据我们测算，25 年国内刻蚀、薄膜沉积和晶圆检测设备用工艺和结构件市场规模为 37 亿美元，23~25 年复合增速约 15%。

1H23 半导体设备海内外需求分化，公司国内业务占比提升显著。公司业务以出口为主，受海外半导体资本开支下行影响，1H23 公司海外业务占比下滑至 33%。根据 Wind 的数据，1H23 公司半导体设备领域大客户超科林和 ICHOR 的应计负债分别较 2022 年底-25%/-26%。中微公司 1H23 合同负债和在建工程较 2022 年底-18%/+3%，国内设备商客户订单降幅小于海外客户，在建工程仍保持增长。在国产替代背景下，公司在国内客户的份额有望提升。发行可转债突破产能限制，收购冠鸿智能向综合制造服务商转型。公司可转债于 2023 年 1 月上市，发行规模 3.4 亿元，当前转股价 55.69 元/股，项目达产可新增半导体设备等领域结构件年产能约 2.30 万套/件。23 年 7 月，公司公告拟通过发行股份及支付现金方式以不超过 4.08 亿元购买冠鸿智能 51% 股权，冠鸿智能主业为打造智能工厂提供一站式服务，冠鸿智能 1H23 实现营收 1.09 亿元，净利润 2214.92 万元，收购完成后将与公司形成协同效应。

盈利预测、估值和评级

不考虑收购对公司业绩的影响，我们预测公司 23~25 年营收分别为 5.34/7.52/10.13 亿元(YoY-14%/+41%/+35%)，归母净利润分别为 1.25/1.82/2.55 亿元(YoY-17%/+45%/+40%)。2023~2025 年 EPS 分别为 1.57、2.27、3.18 元，对应 PE 33、22、16 倍。公司金属结构件盈利能力行业领先，首次覆盖给予公司 2024 年 26 倍 PE，对应市值 47.32 亿元，“增持”评级，目标价 59.15 元/股。

风险提示

市场竞争加剧的风险；下游需求恢复不及预期的风险；汇率波动的风险；客户产业转移的风险；可转债转股压力的风险。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

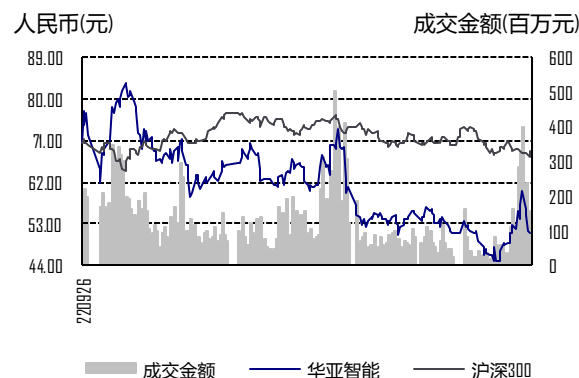
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：赵晋 (执业 S1130520080004)

zhaojin1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：51.10 元

目标价 (人民币)：59.15 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	530	619	534	752	1,013
营业收入增长率	43.93%	16.83%	-13.73%	40.68%	34.76%
归母净利润(百万元)	111	150	125	182	255
归母净利润增长率	54.67%	35.25%	-16.64%	45.32%	39.98%
摊薄每股收益(元)	1.389	1.878	1.565	2.275	3.185
每股经营性现金流净额	0.83	2.18	1.58	2.36	3.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.93%	13.88%	11.60%	14.90%	17.84%
P/E	57.77	32.48	32.64	22.46	16.05
P/B	7.47	4.51	3.79	3.35	2.86

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、国内领先的半导体设备精密金属结构件供应商.....	5
1.1 公司产品下游应用多元，是国内领先的精密金属结构件供应商.....	5
1.2 半导体设备板块贡献主要营收，下游大客户多为各领域海内外龙头厂商.....	6
1.3 公司期间费用管控良好，运营指标相对稳定.....	8
二、半导体行业复苏在即，多元布局增强抗风险能力.....	11
2.1 半导体晶圆厂 24 年回复增长，国内设备行业国产替代进程加速.....	11
2.2 新能源领域光伏、储能及电力设备的需求持续增长.....	16
2.3 轨道交通领域市场需求稳中有增，医疗器械市场发展前景良好.....	18
三、募投项目打破产能瓶颈，收购冠鸿智能向综合服务商转型.....	20
3.1 IPO 及可转债募投项目扩充产能，马来西亚子公司产能释放促进海外业务拓展.....	20
3.2 拟收购冠鸿智能向综合配套制造服务商转型.....	21
四、盈利预测与投资建议.....	22
4.1 盈利预测.....	22
4.2 投资建议及估值.....	24
五、风险提示.....	25

图表目录

图表 1：公司产品下游应用广泛，主要业务来源为半导体设备领域.....	5
图表 2：半导体设备领域营收占比呈上升趋势（单位：%）.....	5
图表 3：半导体设备领域贡献公司主要毛利（单位：%）.....	5
图表 4：近年来公司主营业务收入保持稳健增长，2020-2022 年 CAGR 达 26%.....	6
图表 5：2020-2022 年归母净利润复合增速达 39%，1H23 海外业务下滑利润短期承压.....	6
图表 6：公司产品直接或间接供应至海内外半导体设备商，核心客户均为行业龙头.....	7
图表 7：18-22 年海外营收占比逐年上升，1H23 海外半导体需求较差导致国内营收占比大幅提升（单位：%）.....	7
图表 8：公司在港澳台及海外业务的毛利率显著高于中国大陆地区（单位：%）.....	7
图表 9：2021 年公司前五大客户均为各行业龙头，其中前三家半导体设备客户合计占比达 56%（单位：%）..	8
图表 10：1H22 公司前五大客户构成基本稳定，客户集中度相对较高，前五大客户合计占比为 77%（单位：%）.....	8
图表 11：从营收体量来看，公司收入规模小于同行业可比公司，但近几年增长相对稳定（单位：百万元）..	8
图表 12：从收入同比增速来看，1H23 海外半导体设备需求偏弱，公司收入增速同比下滑达 15%（单位：%）..	8
图表 13：受下游需求和销售结构变化影响，公司毛利率有所下滑但仍行业领先（单位：%）.....	9
图表 14：1H23 公司存货周转天数略有上升，但仍低于同行业公司平均水平（单位：天）.....	9
图表 15：公司半导体设备收入占比提升，半导体领域客户回款较慢导致应收账款周转天数有所上升（单位：天）.....	9



.....	10
图表 16: 公司应付账款主要为原材料采购款和外协加工款, 近年来公司应付账款周转天数保持稳定 (单位: 天)	10
.....	10
图表 17: 公司加大在国内的销售推广力度, 1H23 销售费用率略有上升达 2.22%仍低于行业平均水平 (单位: %)	10
.....	10
图表 18: 公司结构精简管理费用率处行业较低水平, 1H23 业绩承压公司进一步加强对管理费用的支出 (单位: %)	10
.....	10
图表 19: 公司初期业务以钣金件为主, 研发费用率较为稳定略低于行业平均水平 (单位: %)	11
图表 20: 2Q22 全球半导体销售额同比下滑 17.3%, 6 月全球半导体销量环比增长 1.7%	11
图表 21: 费城半导体指数于 4Q22 恢复上行趋势	12
图表 22: 2Q23 全球半导体设备出货金额开始触底回升, 全球半导体厂商资本开支有望于 2024 年恢复增长	12
图表 23: SEMI 预计 2026 年全球 300mm 晶圆厂设备支出有望达到 1190 亿美元	13
图表 24: 1H23 国内半导体设备市场相对景气, 公司海外半导体客户营收同比降幅均超 25%	13
图表 25: 超科林和 ICHOR 固定资产-物业, 厂房及设备保持稳定增长	14
图表 26: 1H23 中微公司在建工程较 22 年底仍有小幅增长	14
图表 27: 23-25 年公司产品对应国内刻蚀、薄膜沉积、晶圆检测设备中工艺和结构件市场空间复合增速达 15%	15
.....	15
图表 28: 公司产品在半导体设备领域的三大核心竞争优势	16
图表 29: 公司拥有完善的行业质量认证和严苛的合格供应商认证	16
图表 30: CPIA 预测 2025 年全球光伏新增装机量将达到 386GW (乐观预测)	16
图表 31: 2021 年亚太地区占全球光伏逆变器出货量比例达 52%, 远超全球其他地区	17
图表 32: 2021-2031 年中国市场有望在全球逆变器市场出货量位居第一	17
图表 33: 2013-2022 年全国光伏发电新增装机容量概况	17
图表 34: 2020-2022 年爱士惟营收复合增速达 65%	17
图表 35: 2022 年国内已投运的电力储能项目累计装机达 59.4GW	18
图表 36: 2022 年新型储能政策陆续出台	18
图表 37: 21-23 年中国轨道交通装备市场规模 CAGR 约 9%	19
图表 38: 铁路交通装备占国内轨交装备市场近一半	19
图表 39: 艾媒咨询预测 2025 年中国医疗器械市场规模将达到 18414 亿元	19
图表 40: 公司医疗器械领域主要客户之一迈瑞医疗近年来营收和利润均保持高速增长	20
图表 41: 公司在轨交领域营收呈逐年下降趋势, 在医疗器械领域营收规模趋于稳定	20
图表 42: IPO 募集资金规模及投资项目概述	20
图表 43: 可转债募集资金规模及投资项目概述	21
图表 44: 标的公司冠鸿智能主业为打造专属智能工厂提供一站式服务	21
图表 45: 标的公司冠鸿智能 1H23 业绩大幅增长, 营收超过 22 年全年水平	22



图表 46: 2H23 中国铝锭市场价格已从高点回落并保持相对稳定.....	22
图表 47: 2Q23 国内 304 冷轧不锈钢卷价格呈快速下降趋势随后保持稳定.....	22
图表 48: 公司分业务收入预测.....	23
图表 49: 可比公司估值比较（市盈率法）.....	24



一、国内领先的半导体设备精密金属结构件供应商

1.1 公司产品下游应用多元，是国内领先的精密金属结构件供应商

华亚智能成立于1998年，公司于2021年在深圳证券交易所上市。公司以半导体设备领域为发展核心，在半导体设备领域是国内领先的集精密金属结构件制造、设备装配及维修服务为一体的综合解决方案服务商。目前，公司生产的金属结构件主要应用于半导体设备、新能源及电力设备、通用设备、轨道交通装备和医疗器械等其他设备领域。

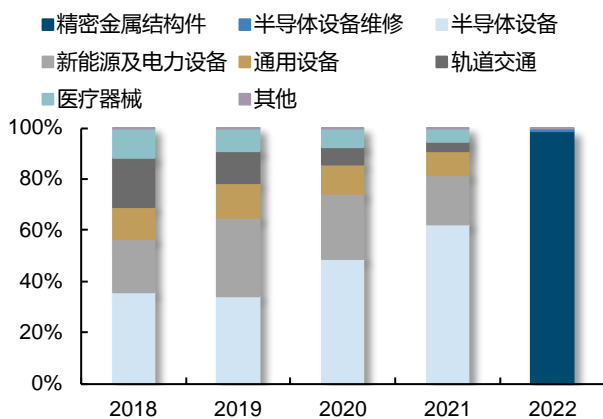
图表1：公司产品下游应用广泛，主要业务来源为半导体设备领域



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

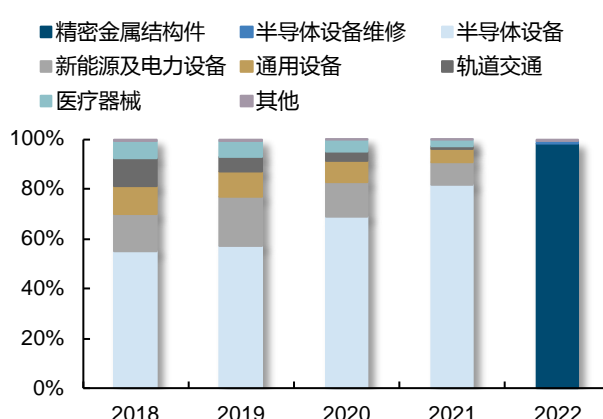
公司下游应用领域的核心为半导体设备。半导体设备结构件是公司的核心业务，也为公司贡献了主要利润。根据公司可转债募集说明书的数据，2021年，公司半导体设备领域结构件的营收为3.31亿元，占公司总营收的62.45%；半导体设备领域毛利率高达51.73%，2021年半导体设备结构件为公司贡献近八成的毛利润，实现毛利润1.71亿元。

图表2：半导体设备领域营收占比呈上升趋势（单位：%） 图表3：半导体设备领域贡献公司主要毛利（单位：%）



来源：Wind，公司可转债募集说明书，国金证券研究所

注：公司自2021年起将产品收入对外披露口径更改为精密金属结构件和半导体设备维修两大类，2021年细分产品收入数据来源为可转债募集说明书



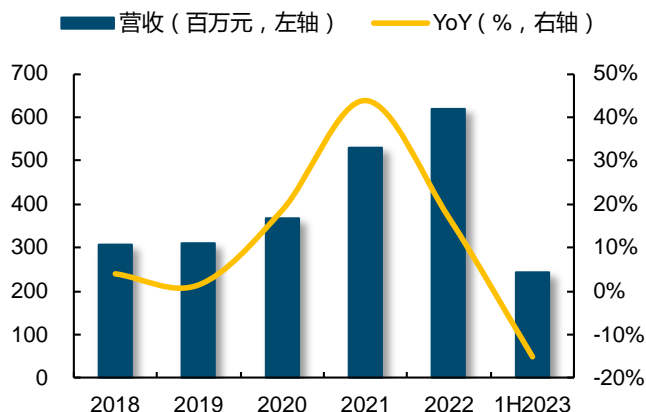
来源：Wind，公司可转债募集说明书，国金证券研究所

注：公司自2021年起将产品毛利对外披露口径更改为精密金属结构件和半导体设备维修两大类，2021年细分产品毛利数据来源为可转债募集说明书



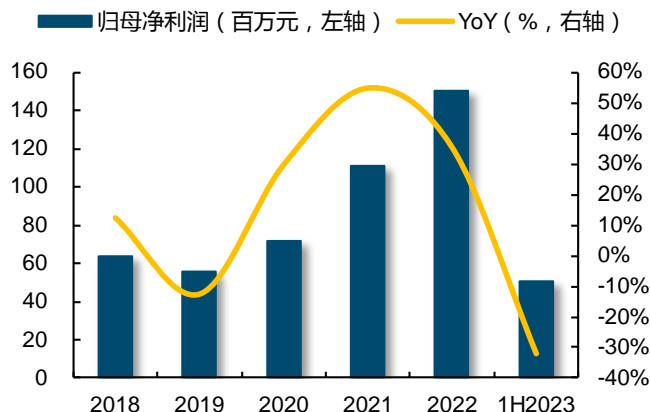
2021 年，公司新能源及电力设备、通用设备、轨道交通和医疗器械领域结构件收入占总营收的比例分别为 18.98%/9.48%/3.53%/5.15%。新能源及电力设备、通用设备、轨道交通和医疗器械业务在 2021 年的毛利率分别为 18.36%/22.31%/11.05%/20.05%，公司半导体设备营收占比呈逐年上升趋势，而新能源及电力设备、通用设备、轨道交通和医疗器械领域结构收入占比逐年下降。

图表4：近年来公司主营业务收入保持稳健增长，2020-2022 年 CAGR 达 26%



来源：Wind，国金证券研究所

图表5：2020-2022 年归母净利润复合增速达 39%，1H23 海外业务下滑利润短期承压



来源：Wind，国金证券研究所

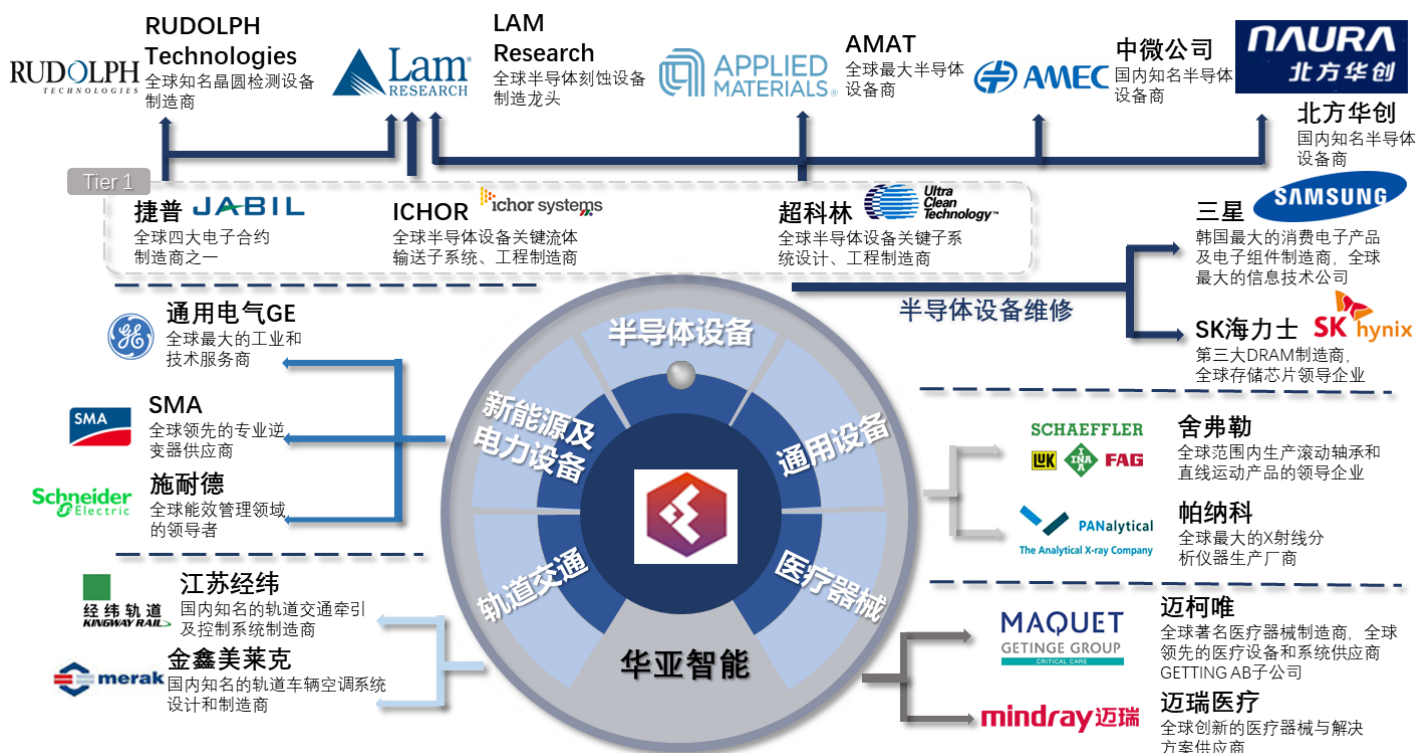
受海外半导体设备市场需求下滑，1H23 公司业绩承压。2020~2022 年公司营收和业绩保持稳定增长，2020~2022 年主营业务收入的 CAGR 为 25.87%，归母净利润 CAGR 为 39.44%。1H23 年公司实现营收 2.44 亿元，同比-15.23%；实现归母净利润 0.50 亿元，同比-32.23%。从 2Q2023 单季度来看，公司 2Q23 实现营业收入 1.27 亿元，同比下滑 18.29%；归母净利润 0.28 亿元，同比下滑 41.48%。2023 年上半年，由于公司半导体业务占比较高，受海外半导体设备市场需求较弱的影响，公司业绩出现下滑。

1.2 半导体设备板块贡献主要营收，下游大客户多为各领域海内外龙头厂商

公司主要为国内外各领域的知名企业提供精密金属结构件。在半导体设备领域，公司的直接客户为超科林、捷普、ICHOR、中微公司、北方华创、屹唐等设备及零部件制造商，公司产品通过 Tier 1 间接进入半导体晶圆制造设备国际巨头 AMAT 和 Lam Research 供应链体系，为高端半导体刻蚀、沉积等设备提供精密金属结构件，公司另成立了子公司布局半导体设备部件维修业务领域，提高公司在半导体设备领域的配套服务水平。在新能源及电力设备领域，公司与知名的逆变器制造商 SMA、全球最大的工业与技术服务商通用电气和全球知名电气厂商施耐德建立了长期稳定的合作关系；在通用设备领域，公司近年来成功开发全球生产滚动轴承的领导企业舍弗勒；在医疗器械领域，公司与全球领先的医疗设备和系统供应商瑞典洁定集团子公司迈柯唯合作多年。



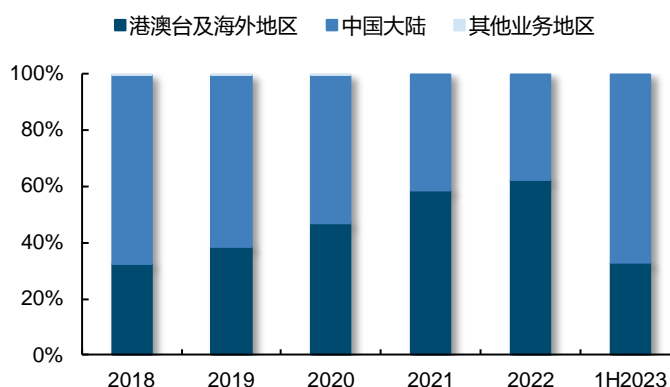
图表6：公司产品直接或间接供应至海内外半导体设备商，核心客户均为行业龙头



来源：公司可转债募集说明书，国金证券研究所

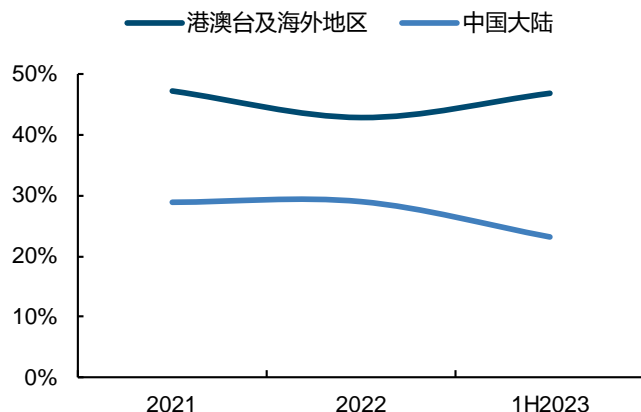
公司境外营收比例较高，其中主要来自半导体领域大客户。公司境外营收占比由 2018 年的 32.35% 提升至 2022 年的 62.52%。公司在境外业务的毛利率显著高于中国大陆市场，根据 Wind 的数据，1H23 公司在中国大陆的主营业务毛利率下降至 23.32%，虽然港澳台及海外地区的业务营收在 2023 年上半年有所下滑，但毛利率不降反升，恢复至 2021 年全年的毛利率水平（约 47%）。

图表7：18-22 年海外营收占比逐年上升，1H23 海外半导体需求较差导致国内营收占比大幅提升（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：公司在港澳台及海外业务的毛利率显著高于中国大陆地区（单位：%）

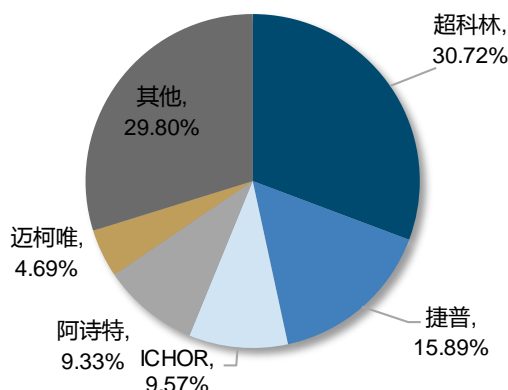


来源：Wind，国金证券研究所

根据公司可转债募集说明书的数据，2021 年公司前五大客户中有三家均为境外的半导体领域龙头厂商（超科林、捷普、ICHOR），合计收入占总营收比重达 56%。1H22 公司前五大客户的营收合计占比达 77%，其中 54% 由超科林、捷普和 ICHOR 这三家半导体领域客户贡献。

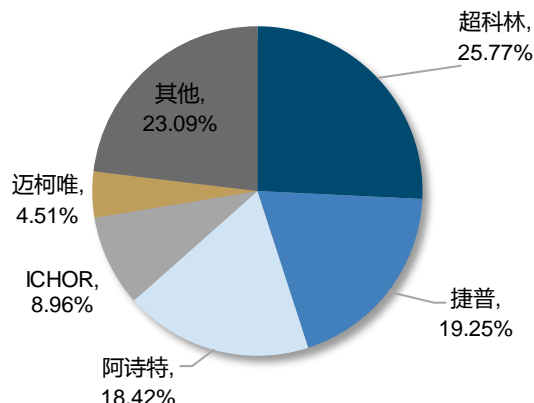


图表9：2021 年公司前五大客户均为各行业龙头，其中前三家半导体设备客户合计占比达 56%（单位：%）



来源：公司可转债募集说明书，国金证券研究所

图表10：1H22 公司前五大客户构成基本稳定，客户集中度相对较高，前五大客户合计占比为 77%（单位：%）

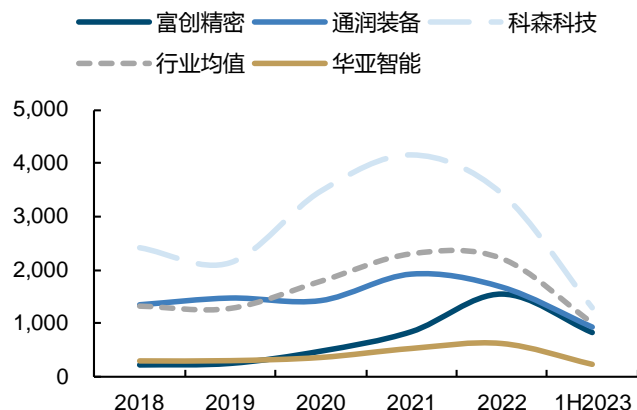


来源：公司可转债募集说明书，国金证券研究所

1.3 公司期间费用管控良好，运营指标相对稳定

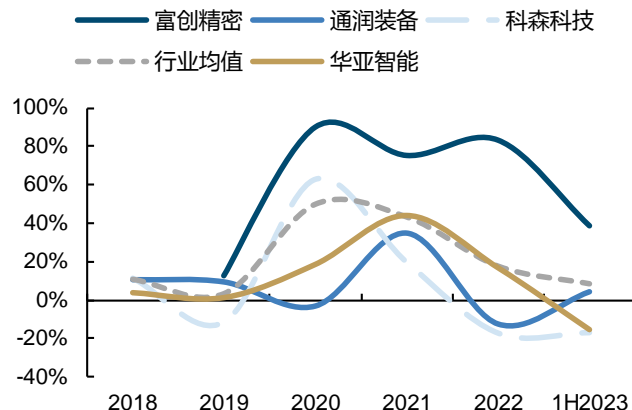
公司近年来营收增长相对稳定，但体量小于同行业竞争对手。从收入增速来看，公司近几年的收入增速与行业平均水平接近，富创精密专注于国内外半导体设备零部件，近几年实现了营收的快速增长，而科森科技和通润装备下游以消费电子、新能源和工业类为主，收入增速与公司接近，由于公司境外业务占比较大，且主要营收均来自半导体设备领域的大客户，2023 年，海外半导体厂商资本开支仍处于下行阶段，设备需求不佳，2Q23 公司收入增速下滑至同比-18.29%。

图表11：从营收体量来看，公司收入规模小于同行业可比公司，但近几年增长相对稳定（单位：百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：从收入同比增速来看，1H23 海外半导体设备需求偏弱，公司收入增速同比下滑达 15%（单位：%）

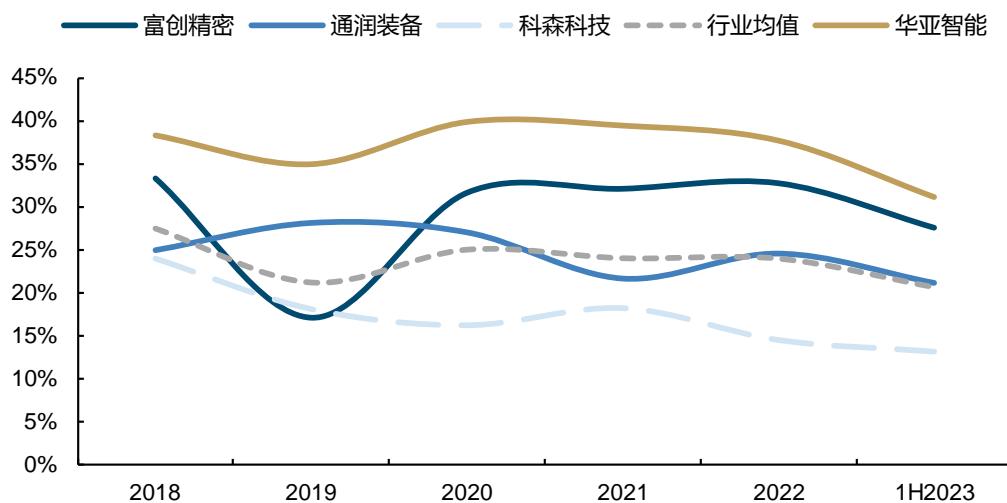


来源：Wind，国金证券研究所

公司专注于高毛利的半导体设备业务领域，目前产品已广泛应用于半导体晶圆制造及检测等高端装备中。同时，公司的半导体设备精密金属结构件主要用于外销，使得公司整体的毛利率水平显著高于行业平均水平。公司业务中“小批量、多品种、工艺复杂、精密度高”的定制化产品占比更高，因此毛利率也高于批量化标准品。2020~2022 年，公司综合毛利率稳定在 40%左右，由于 1H23 海外业务下滑导致国内业务占比提升，拉低了公司综合毛利率，1H23 公司毛利率降至 31.07%。



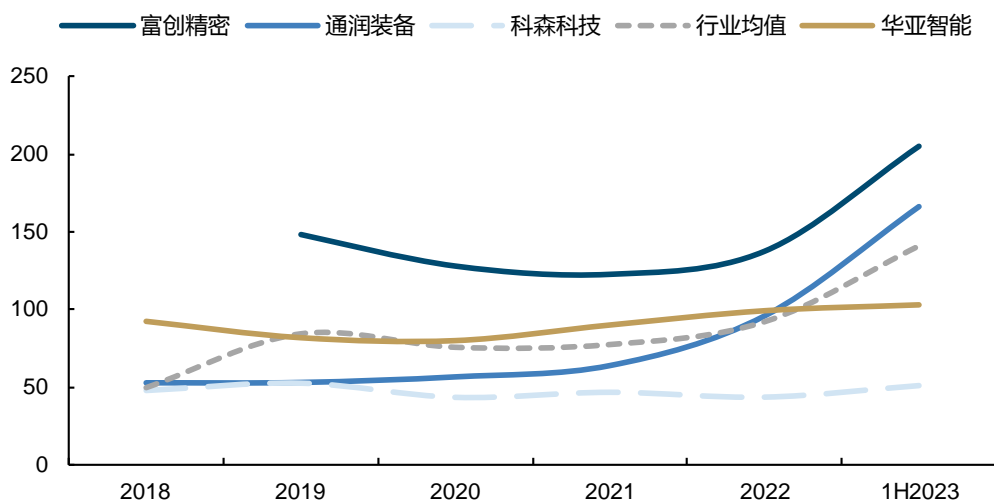
图表13：受下游需求和销售结构变化影响，公司毛利率有所下滑但仍行业领先（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

2018-2022 年，公司的存货周转天数与同行业可比上市公司的平均水平基本一致。科森科技、通润装备偏重于批量化产品的生产，生产周期较短，公司产品具有“小批量、多品种、工艺复杂、精密度高”的定制化特点，产品生产周期略长于科森科技和通润装备。富创精密和公司同为专注于半导体设备的零部件供应商，但富创精密的业务模式为直供 AMAT 和 LAM Research 等海外半导体设备商，海运周期较长，存货周转天数也较公司更高。1H23 公司的存货周转天数为 103 天，低于同行业可比公司的平均水平。

图表14：1H23 公司存货周转天数略有上升，但仍低于同行业公司平均水平（单位：天）

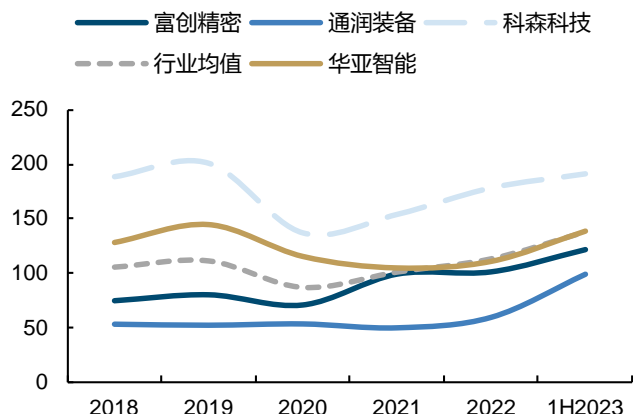


来源：Wind，国金证券研究所

公司应收账款周转天数低于科森科技，与富创精密相近，主要系公司客户均为各领域内信誉较高的知名企业，公司通常会给予 30~120 天的信用期，通润装备的产品更偏重于消费市场，因此应收账款周转天数较少。

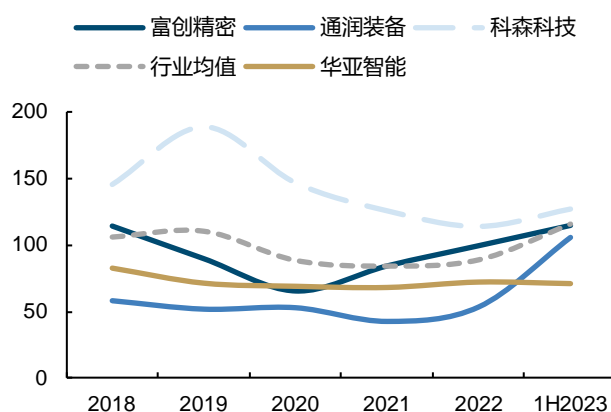


图表15：公司半导体设备收入占比提升，半导体领域客户回款较慢导致应收账款周转天数有所上升（单位：天）



来源：Wind，国金证券研究所

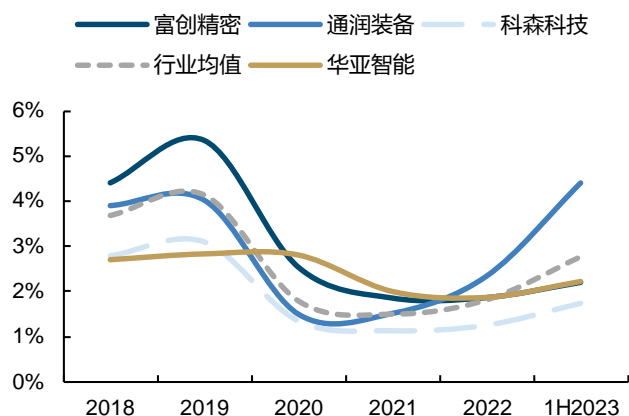
图表16：公司应付账款主要为原材料采购款和外协加工款，近年来公司应付账款周转天数保持稳定（单位：天）



来源：Wind，国金证券研究所

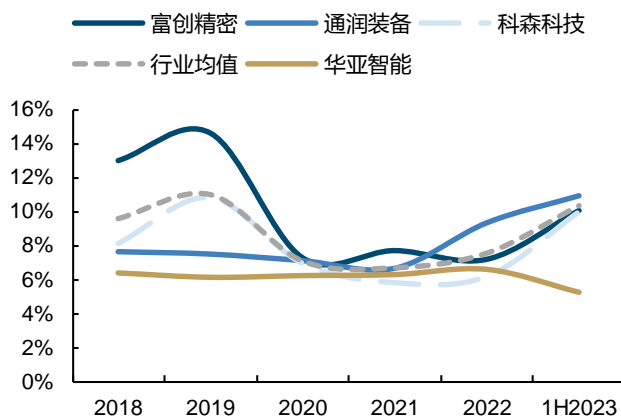
2018~2022 年，公司应付账款周转天数分别为 82.45、71.23、68.91、68.03 和 72.05，公司应付账款主要为原材料的采购款和外协加工款，近年来公司应付账款周转天数基本保持稳定且略低于行业平均水平，1H23 公司的应付账款周转天数略有下降至 70.91 天。

图表17：公司加大在国内的销售推广力度，1H23 销售费用率略有上升达 2.22%仍低于行业平均水平（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表18：公司结构精简管理费用率处行业较低水平，1H23 业绩承压公司进一步加强对管理费用的支出（单位：%）

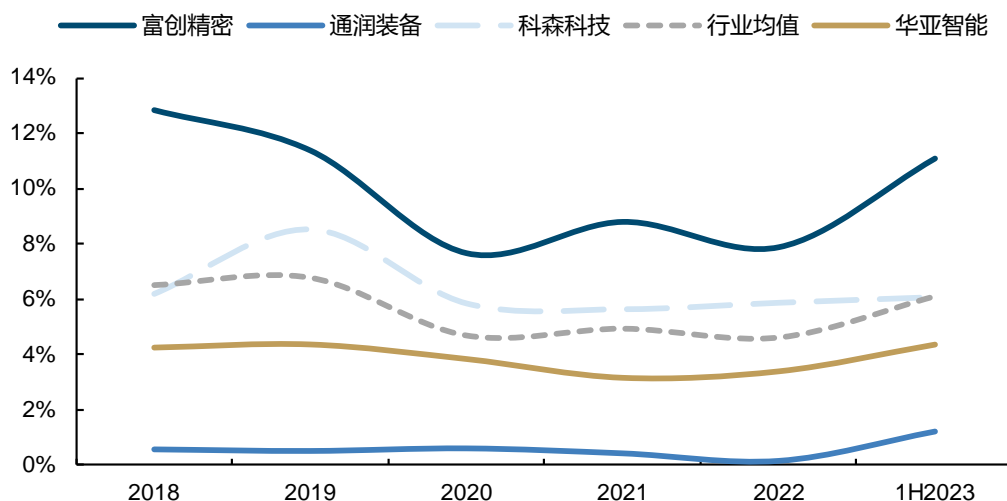


来源：Wind，国金证券研究所

2020~2022 年，公司期间费用率有所下降，分别为 14.96%、12.57%和 5.78%。2020~2022 年，公司销售费用率和管理费用率均呈波动下降趋势。2023 年上半年，公司期间费用率进一步下降达到了 4.91%。由于公司的主要产品为精密金属结构件产品，公司研发费用率低于同行业可比上市公司的平均水平，2022 年公司研发费用率为 3.39%，1H2023 公司研发费用率有所提升，达到了 4.37%。



图表19：公司初期业务以钣金件为主，研发费用率较为稳定略低于行业平均水平(单位：%)



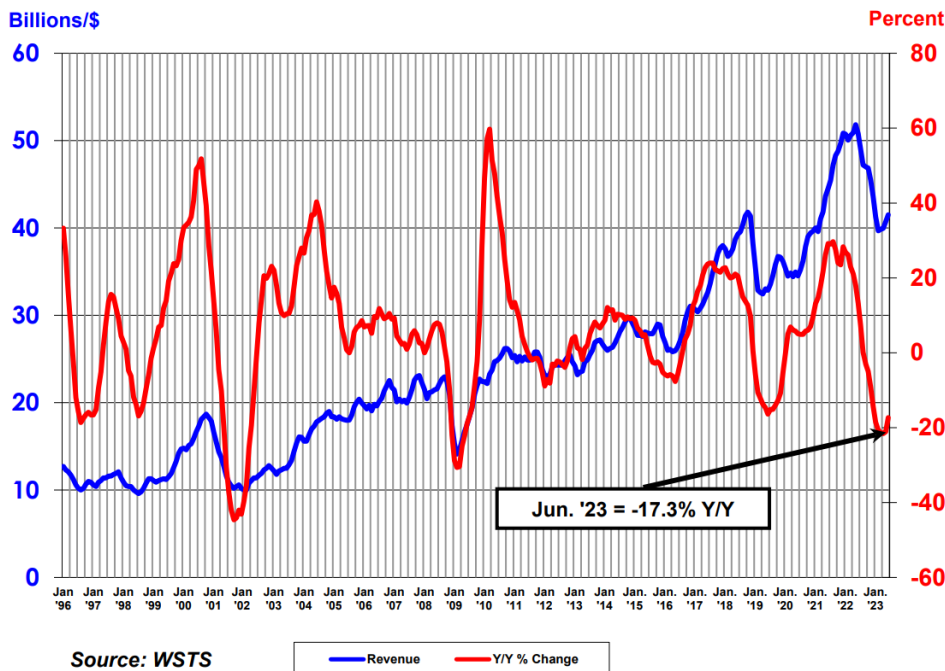
来源：Wind，国金证券研究所

二、半导体行业复苏在即，多元布局增强抗风险能力

2.1 半导体晶圆厂 24 年回复增长，国内设备行业国产替代进程加速

2023 年半导体行业寒冬仍在继续，2024 年行业周期有望触底回升。根据半导体行业协会 (SIA) 的数据，2023 年第二季度全球半导体销售额共计 1,245 亿美元，较 2023 年第一季度环比增长 4.7%，但同比 2022 年第二季度下降 17.3%。2023 年 6 月单月度的销售额为 415 亿美元，环比增长 1.7%。根据 Gartner 于 2023 年 4 月的预测，2023 年全球半导体行业的收入将下降 11.2%，规模为 5,320 亿美元，半导体市场短期前景将进一步恶化，预计下游需求将在 2024 年复苏，市场规模恢复至 6,309 亿，同比+18.5%。

图表20：2022 全球半导体销售额同比下滑 17.3%，6 月全球半导体销量环比增长 1.7%



Source: WSTS

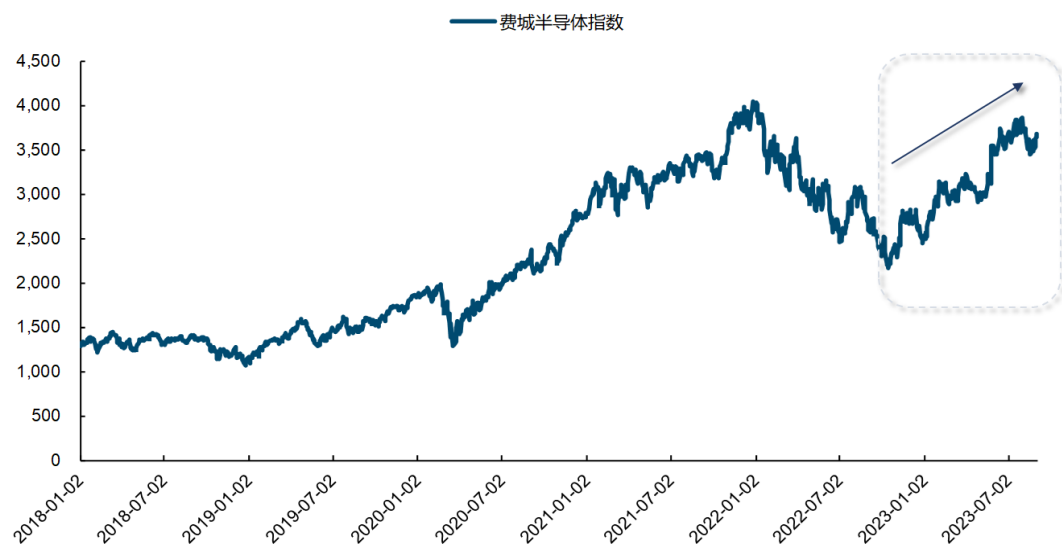
来源：WSTS，国金证券研究所

费城半导体指数 (Philadelphia Semiconductor Index, 缩写 SOX) 是由美国费城证券交易所管理和发布的半导体行业股票指数。指数由欧美和亚洲地区 30 家细分领域最具代表性的半导体公司构成。SOX 指数被视为衡量半导体行业走势的重要指标之一。从全球半导体出货量看，一个完整的半导体周期的持续长度为平均 40 个月左右。半导体晶圆制造环节在经历 2022 年较高的景气度后，受需求疲软影响，产能利用率开始下降，SOX 指数



从 4Q21 进入下行周期,并于 4Q22 触底,2023 年全球半导体厂商的资本开支有所放缓。设备环节与下游晶圆厂资本开支规模及增速密切相关,海外半导体设备商跟随晶圆厂 Capex 的放缓而增速收窄。1H23 海外半导体设备环节的收入和净利润均出现不同程度的下滑,库存去化仍在进行。费城半导体指数已于 4Q22 触底回升,随着大厂主动减产和库存去化,2H23 行业回升可期。

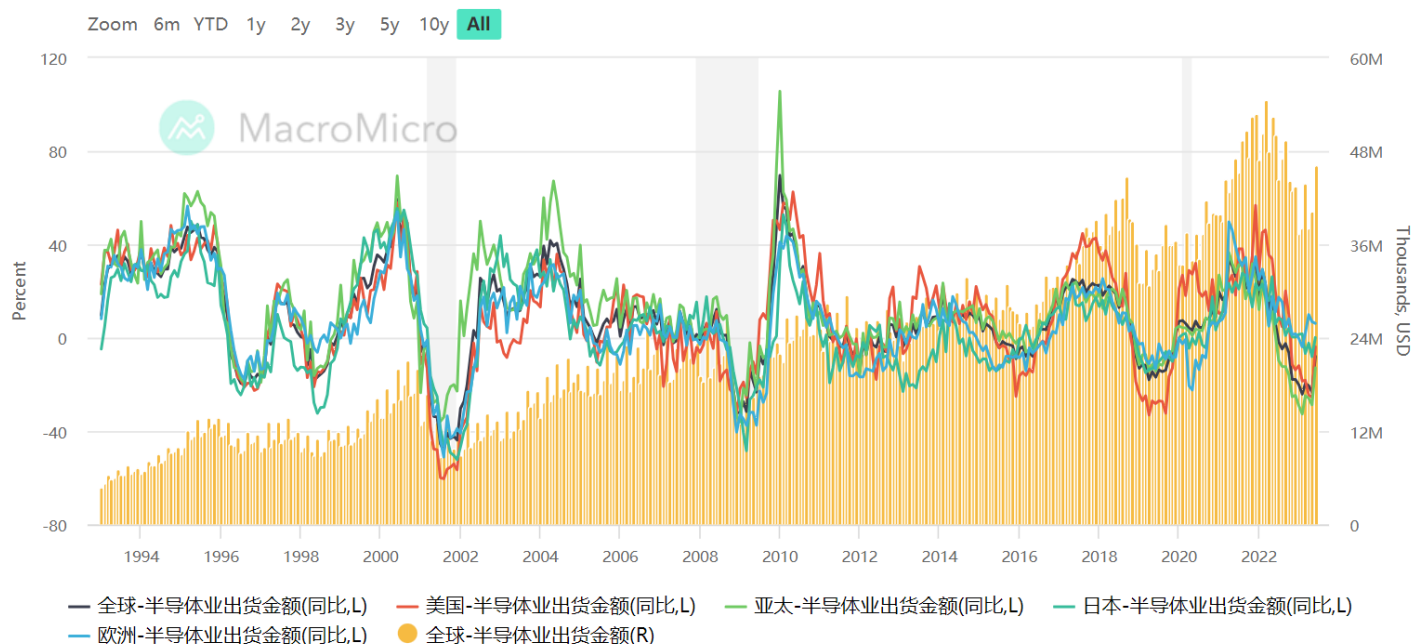
图表21: 费城半导体指数于 4Q22 恢复上行趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

设备端的厂商受国产化和政策驱动,自主可控加速进行。需求端设备国产替代的催化:1) 美国对国内半导体设备出口限制持续收紧,国产设备得以验证导入,半导体设备和零部件有望深度受益国产替代;2) 国家层面对半导体产业的支持力度加大,大基金未来将重点投向国产化率仍处于较低水平的设备、材料和零部件。资本开支源于需求上升预期:受 AI、高性能计算和汽车电动化、智能化等领域对半导体需求的拉动,全球新一轮资本开支周期有望在 2024 年开启。

图表22: 2023 全球半导体设备出货金额开始触底回升, 全球半导体厂商资本开支有望于 2024 年恢复增长



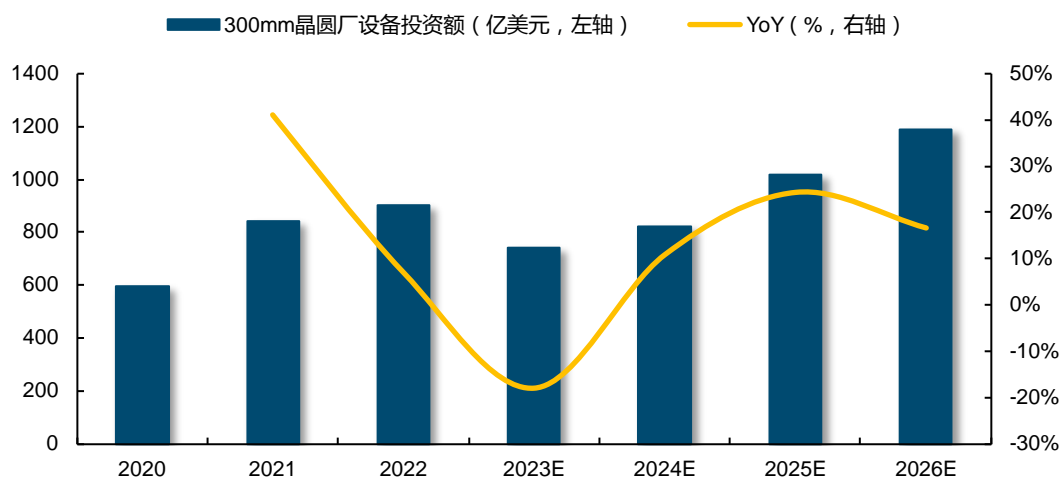
来源: MacroMicro, 国金证券研究所

根据 IC Insights 的数据,2022 年全球半导体厂商的资本开支为 1817 亿美元,同比+19%,预计 2023 年全球半导体资本开支将下滑 19%至 1466 亿美元。根据我们的预测,半导体产业产品更新与需求复苏将推动半导体产业恢复增长,在行业景气度逐步复苏的背景下,



全球半导体晶圆厂的资本开支将在 2024 年恢复正增长，市场规模将达到 1583 亿美元。继 2023 年设备投资额下降之后，从 2024 年开始全球前端的 300mm（12 英寸）晶圆厂设备支出将开始恢复增长，根据 SEMI 的预计，2026 年关于 300mm 晶圆厂的设备投资额将达到 1,190 亿美元的历史新高。对高性能计算、汽车应用的强劲需求和对存储器需求的提升将推动支出增长。预计今年将下降 18% 至 740 亿美元后，2024 年全球 300mm 晶圆厂设备支出预计将同比增长 12% 至 820 亿美元，2025 年将同比增长 24% 至 1019 亿美元，2026 年将同比增长 17% 至 1188 亿美元。

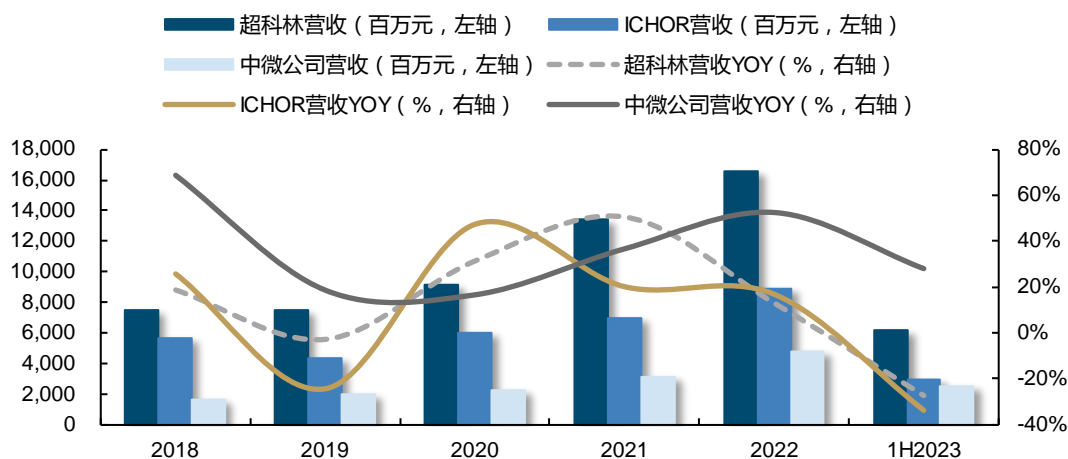
图表23: SEMI 预计 2026 年全球 300mm 晶圆厂设备支出有望达到 1190 亿美元



来源：SEMI，国金证券研究所

1H23 海外半导体设备商业绩下滑，国内晶圆制造设备厂商保持相对高增速。根据 Wind 的数据，公司在半导体设备领域的大客户超科林和 ICHOR 在 2023 年上半年营收分别为 61.77 和 29.69 亿元，较上一同期的降幅分别为 27.12% 和 34.02%。

图表24: 1H23 国内半导体设备市场相对景气，公司海外半导体客户营收同比降幅均超 25%



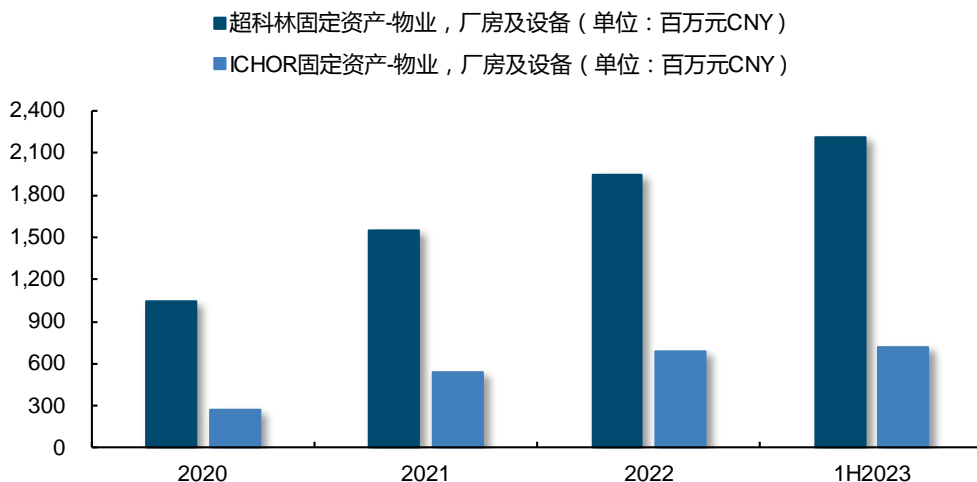
来源：Wind，国金证券研究所

注：超科林和 ICHOR 收入数据均为 Wind 换算单位为 CNY

超科林 1H23 固定资产-物业，厂房及设备从 2022 年底的 19.47 亿元增长至 22.15 亿元，ICHOR 的固定资产-物业，厂房及设备从 2022 年底的 6.83 亿元增长至 7.15 亿元分别同比 +13.2%/+44.40%，海外半导体设备厂商客户 2023 年上半年虽然受到需求不景气的影响，营收同比出现下滑，但固定资产的投入仍在稳步推进。



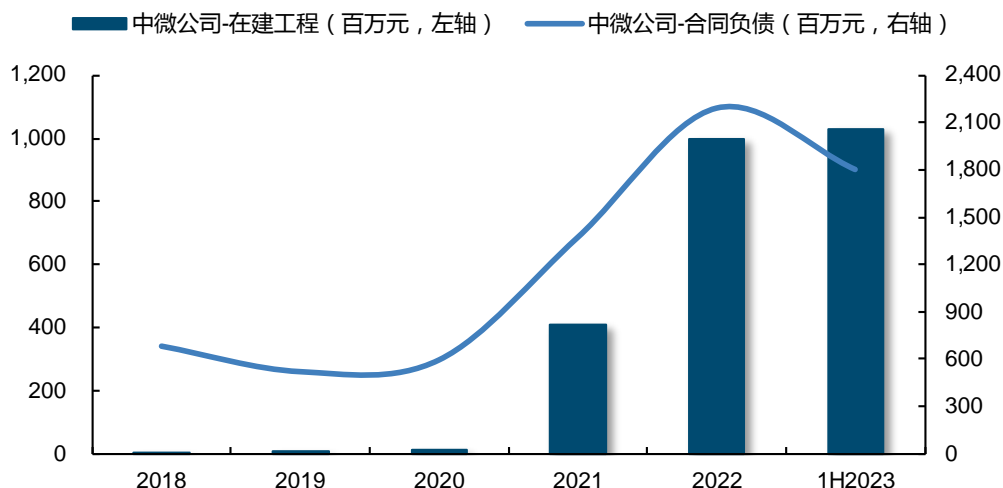
图表25: 超科林和 ICHOR 固定资产-物业, 厂房及设备保持稳定增长



来源: Wind, 国金证券研究所

我们认为在国产替代的大背景下, 公司在国内客户份额有望提升。中微公司 1H23 合同负债和在建工程分别同比+13%/+44%, 达到 18 亿元和 10 亿元, 国内下游设备厂商客户的在手订单和在建工程同比呈增长态势, 产能扩张步伐未见放缓。

图表26: 1H23 中微公司在建工程较 22 年底仍有小幅增长



来源: Wind, 国金证券研究所

根据我们测算公司产品对应国内刻蚀、薄膜沉积、晶圆检测设备中工艺和结构件市场空间将从 2023 年的 27 亿美元增长至 2025 年 37 亿美元, CAGR 达 15%。根据 SEMI 的数据, 全球半导体设备销售额从 2012 年的 369 亿美元增长至 2022 年的 1076 亿美元, CAGR 达 11%, 其中, 中国大陆的半导体设备销售额从 2012 年的 25 亿美元增长至 2022 年的 283 亿美元, CAGR 为 28%, 增速远超世界平均水平。2020~2022 年中国大陆连续三年成为全球最大的半导体设备市场。根据富创精密招股说明书的口径, 工艺和结构零部件在刻蚀、薄膜沉积和晶圆检测设备中的价值量占比分别为 20%、14%和 5%。根据 SEMI 的预测, 2023 年全球半导体设备市场规模将从 2022 年的 1076 亿美元下滑 15%至 912 亿美元, 我们预测 24、25 年全球半导体市场增速分别为 17.5%和 20.0%, 假设国内半导体设备市场占全球半导体设备市场约 1/3, 则 23~25 年国内半导体设备市场规模将分别为 304、357 和 429 亿美元, 对应国内刻蚀、薄膜沉积、晶圆检测设备中工艺和结构件合计的市场规模分别为 27、31 和 37 亿元, 23~25 年复合增速达 15%。


图表27：23-25 年公司产品对应国内刻蚀、薄膜沉积、晶圆检测设备中工艺和结构件市场空间复合增速达 15%

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
① 全球半导体设备市场规模 (亿美元)	1026	1076	912	1072	1286
② 刻蚀设备在晶圆制造设备投资占比 (%)	22%	22%	22%	22%	22%
③=①*② 全球刻蚀设备市场规模 (亿美元)	226	237	201	236	283
④ 刻蚀设备中工艺和结构零部件占比 (%)	20%	20%	20%	20%	20%
⑤=③*④ 全球刻蚀设备工艺和结构件市场规模 (亿美元)	44	46	39	46	55
⑥ 薄膜沉积设备在晶圆制造设备投资占比 (%)	27%	27%	27%	27%	27%
⑦=①*⑥ 全球薄膜沉积设备市场规模 (亿美元)	277	291	246	289	347
⑧ 薄膜沉积设备中工艺和结构零部件占比 (%)	14%	14%	14%	14%	14%
⑨=⑦*⑧ 全球薄膜沉积设备工艺和结构件市场规模 (亿美元)	39	41	34	41	49
⑩ 晶圆检测设备在晶圆制造设备投资占比 (%)	13%	13%	13%	13%	13%
⑪=①*⑩ 全球晶圆检测设备市场规模 (亿美元)	133	140	119	139	167
⑫ 晶圆检测设备中工艺和结构零部件占比 (%)	5%	5%	5%	5%	5%
⑬=⑪*⑫ 全球晶圆检测设备工艺和结构件市场规模 (亿美元)	7	7	6	7	8
⑭=⑤+⑨+⑬ 全球上述设备工艺和结构件市场规模(亿美元)	89	94	80	93	112
① 中国半导体设备市场规模 (亿美元)	296	283	304	357	429
② 刻蚀设备在晶圆制造设备投资占比 (%)	22%	22%	22%	22%	22%
③=①*② 中国刻蚀设备市场规模 (亿美元)	65	62	67	79	94
④ 刻蚀设备中工艺和结构零部件占比 (%)	20%	20%	20%	20%	20%
⑤=③*④ 中国刻蚀设备工艺和结构件市场规模 (亿美元)	13	12	13	15	18
⑥ 薄膜沉积设备在晶圆制造设备投资占比 (%)	27%	27%	27%	27%	27%
⑦=①*⑥ 中国薄膜沉积设备市场规模 (亿美元)	80	76	82	96	116
⑧ 薄膜沉积设备中工艺和结构零部件占比 (%)	14%	14%	14%	14%	14%
⑨=⑦*⑧ 中国薄膜沉积设备工艺和结构件市场规模 (亿美元)	11	11	11	14	16
⑩ 晶圆检测设备在晶圆制造设备投资占比 (%)	13%	13%	13%	13%	13%
⑪=①*⑩ 中国晶圆检测设备市场规模 (亿美元)	38	37	40	46	56
⑫ 晶圆检测设备中工艺和结构零部件占比 (%)	5%	5%	5%	5%	5%
⑬=⑪*⑫ 中国晶圆检测设备工艺和结构件市场规模 (亿美元)	2	2	2	2	3
⑭=⑤+⑨+⑬ 中国上述设备工艺和结构件市场规模(亿美元)	26	25	27	31	37

来源：公司招股说明书，富创精密招股说明书，集微网，36 氪，SEMI，Gartner，国金证券研究所

目前，公司的高端精密金属结构件已经应用于半导体晶圆制造设备国际巨头 AMAT、Lam Research，晶圆检测设备国际知名制造商 Rudolph Technologies 和国内领先制造商中微半导体等的主导产品。在国际市场，公司产品应用于全球最大的半导体设备制造商 AMAT 生产的晶圆成膜（PECVD）设备气体输送平台装置、全球晶圆刻蚀设备行业龙头 Lam Research 生产的半导体晶圆刻蚀控制、检测设备和国际知名的晶圆检测设备制造商 Rudolph Technologies 生产的晶圆检测设备 AWX Series。在国内市场，公司的产品应用于国内领先的半导体设备制造商中微公司生产的 MOCVD 设备。

公司在生产制造方面积累了精密焊接、表面处理、精密机械加工等多类精密金属核心制造技术。1) 专业优势，公司长期专注精密金属制造业务领域，主要技术均围绕公司现有成熟技术的运用与改进，工艺技术依赖长期的实践经验积累。公司有 2 人具备国际焊接工程师资质，有 10 人持有 PMP（项目管理专业人员资格认证）证书；2) 品质优势，公司已取得全球三大认证机构之一的莱茵 TUV 认证的各项准入证书，同时在半导体设备维修领域，子公司澳科泰克取得针对半导体设备真空阀门维修的 ISO9001:2015 质量管理体系认证；3) 工艺优势，焊接工艺方面公司精密焊接实力在业内享有较高声誉。公司拥有江苏省（华亚）焊接自动化工程技术研究中心和国家级博士后科研工作站两个高端研究焊接技术的研发机构，致力于焊接工艺的研发与创新。金属表面处理方面，公司具有喷涂 Everslik 有机溶剂漆的喷漆技术和静电粉末喷涂技术，均已通过国外知名半导体设备公司 AMAT 的认证，是国内为数不多的通过国外知名半导体设备公司认证的技术。



图表28：公司产品在半导体设备领域的三大核心竞争优势



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表29：公司拥有完善的行业质量认证和严苛的合格供应商认证

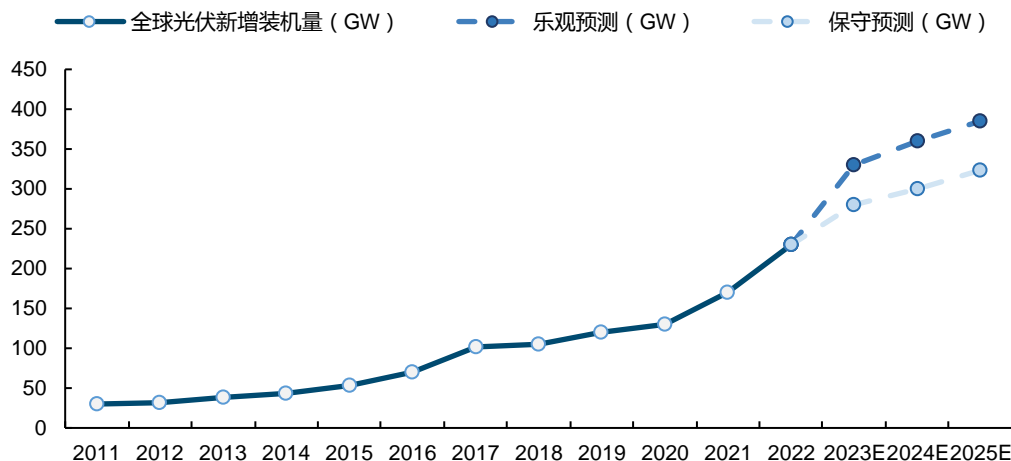


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 新能源领域光伏、储能及电力设备的需求持续增长

全球光伏新增装机规模的持续增长，将带动光伏逆变器新增需求迸发。根据中国光伏行业协会（CPIA）的统计和预测，全球光伏年度新增装机规模已从 2011 年的 30.2GW 增长至 2022 年的 230GW，并且未来仍将保持快速增长的趋势，至 2030 年有望达到 436-516GW，装机量是 2022 年的 1.9~2.2 倍。

图表30：CPIA 预测 2025 年全球光伏新增装机量将达到 386GW（乐观预测）

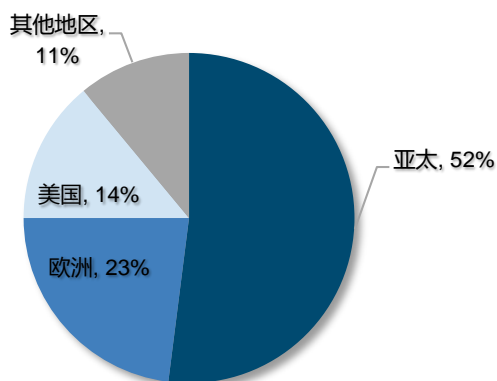


来源：CPIA，爱士惟招股说明书，国金证券研究所

亚太地区、欧洲、美国作为光伏产业发展最迅速的国家和地区，也是全球光伏逆变器出货量占比最大的市场。根据 Wood Mackenzie 的数据，2021 年，亚太地区、欧洲、美国在光伏逆变器全球出货量的占比分别为 52%、23%和 14%。其中，2021 年全球光伏逆变器出货量一半以上来自亚太地区的消费，主要源于中国、印度和澳大利亚等地的需求增长。2021 年，欧洲市场逆变器出货量同比增长 52%，主要得益于德国、意大利、荷兰和波兰等国家的需求增长。



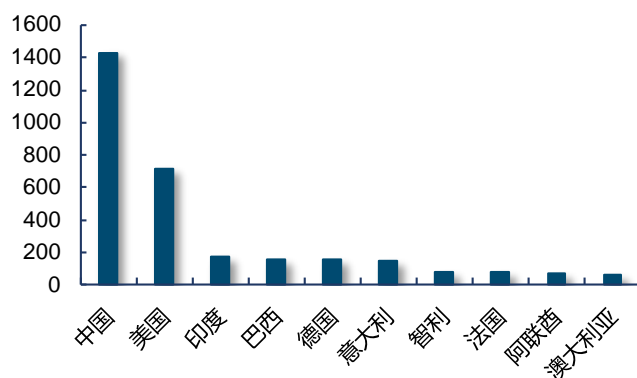
图表31：2021年亚太地区占全球光伏逆变器出货量比例达52%，远超全球其他地区



来源：Wood Mackenzie, 爱士惟招股说明书, 国金证券研究所

图表32：2021-2031年中国市场有望在全球逆变器市场出货量位居第一

■ 2021-2031全球逆变器累计出货量前十大市场预测 (GW)



来源：Wood Mackenzie, 爱士惟招股说明书, 国金证券研究所

全球已有多个国家提出了“零碳”或“碳中和”的气候目标，各国在政策支持方面都予以较大倾斜，未来中国、美国及欧洲等主要逆变器市场的出货量仍将有较大增长空间。根据 Wood Mackenzie 的预测数据，2021~2031 年，主要市场逆变器出货量将持续保持较高水平，其中，中国市场逆变器出货量将大幅领先，期间预计累计出货 1,426GW；美国紧随其后，逆变器累计出货预计达 713GW；德国、意大利等欧洲国家逆变器出货量累计将超过 500GW。

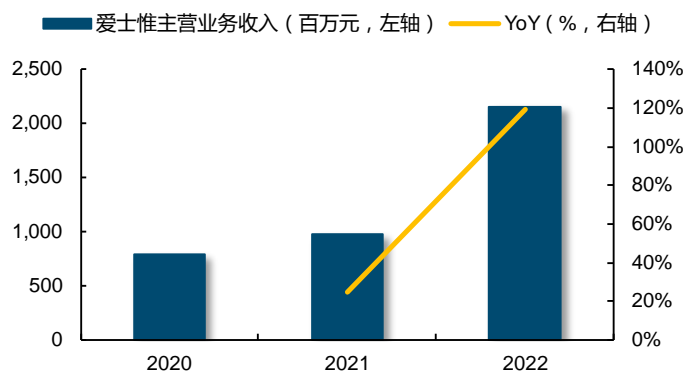
根据国家能源局的数据，2022 年我国新增光伏装机容量 87.41GW，其中分布式光伏约 51.11GW，占 2022 年新增光伏装机容量的比例为 58.48%，较 2021 年增长 75%。在新增分布式光伏装机中，户用光伏新增装机 25.25GW，创历史新高。近年来，我国分布式光伏实现快速发展，新增分布式光伏从 2013 年占比仅为 6%，到 2021 年占比首次超过集中式光伏，并且在 2022 年继续保持大幅增长，我国光伏产业的发展也正从集中式向分布式转换。公司在新能源光伏、储能逆变器领域的大客户爱士惟主营业务收入总体呈快速增长趋势，2022 年爱士惟实现营收 21.5 亿元，同比增幅达 119.24%，2020~2022 年爱士惟营收复合增速达 65%。

图表33：2013-2022年全国光伏发电新增装机容量概况



来源：国家能源局, 爱士惟招股说明书, 国金证券研究所

图表34：2020-2022年爱士惟营收复合增速达65%

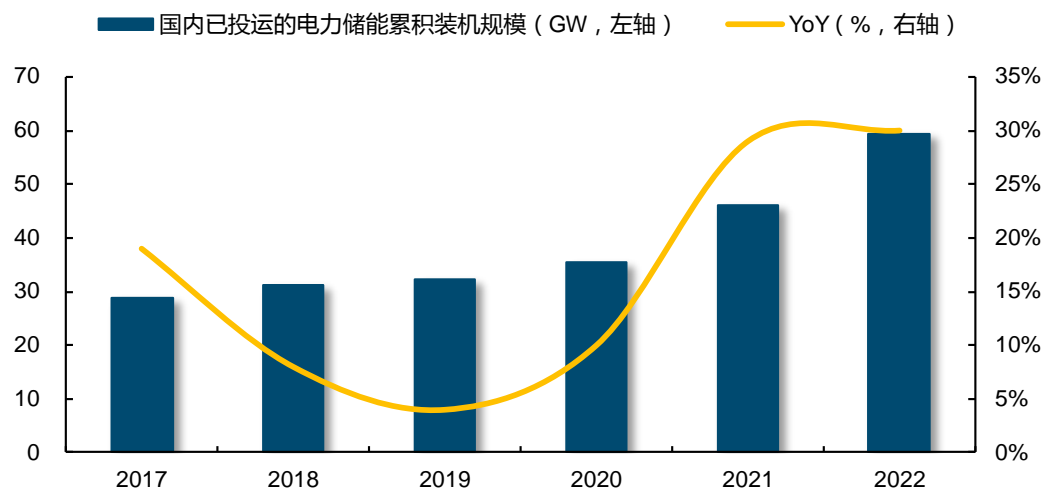


来源：爱士惟招股说明书, 国金证券研究所

随着我国新能源装机的不断增加，“新能源+储能”模式已成为解决新能源消纳难题的有效途径。根据 CNESA 全球储能数据库的统计，截至 2022 年底，中国已投运的电力储能项目累计装机达 59.4GW，其中新型储能累计装机规模达到 12.7GW。2022 年国内新增投运新型储能项目装机规模达 6.9GW/15.3GWh，单个项目规模与以往相比大幅提升。



图表35：2022 年国内已投运的电力储能项目累计装机达 59.4GW



来源：CNESA, 国金证券研究所

2022 年新型储能政策陆续出台，加速催化。《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》明确新型储能可作为独立储能参与电力市场；《“十四五”能源领域科技创新规划》公布了储能技术路线图；《“十四五”新型储能发展实施方案》是推动新型储能规模化、产业化、市场化发展的核心指导方案；《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》提及要加快完善新型储能技术标准；《加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划》提出推进风电、太阳能、氢能、储能等 10 个领域电力装备绿色低碳发展。

图表36：2022 年新型储能政策陆续出台

推出时间	政策名称	主要内容
2022.03	《“十四五”新型储能发展实施方案》	到 2025 年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段，具备大规模商业化应用条件。电化学储能技术性能进一步提升，系统成本降低 30% 以上。到 2030 年，新型储能全面市场化发展
2022.04	《“十四五”能源领域科技创新规划》	发布了先进可再生能源发电及综合利用技术、新型电力系统及其支撑技术、能源系统数字化智能化技术等 5 大技术路线图
2022.06	《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》	鼓励新型储能自主选择参与电力市场、适度拉大峰谷价差，为用户侧储能发展创造空间
2022.10	《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》	加快完善新型储能技术标准、细化储能电站接入电网和应用场景类型、结合新型储能技术创新和应用场景拓展，及时开展相关标准制修订

来源：中国能源局，中国能源网，国金证券研究所

2.3 轨道交通领域市场需求稳中有增，医疗器械市场前景良好

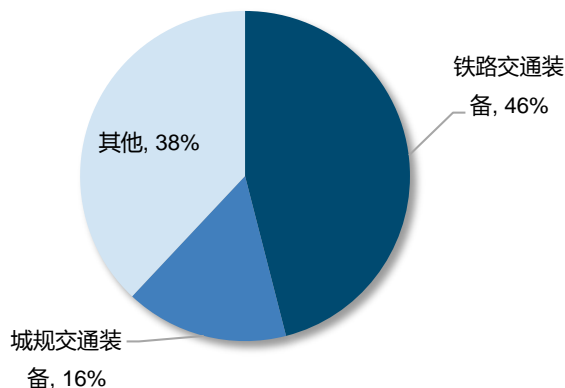
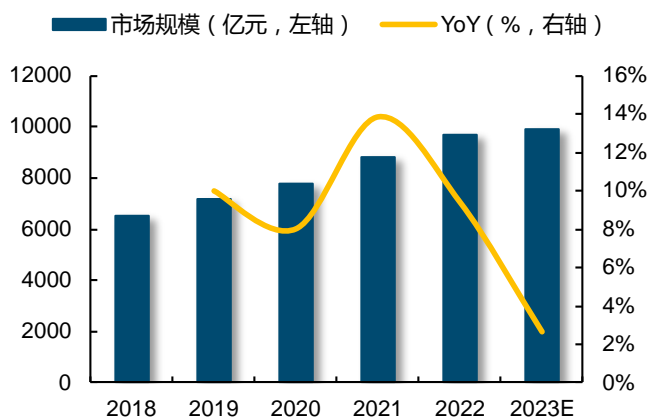
在轨道交通领域结构件业务中，公司主要生产高铁座椅、高铁空调风道系统以及城市轨道交通牵引系统的精密金属结构件。

从细分市场结构来看，我国轨道交通装备行业可分成铁路交通装备和城轨交通装备。根据中商产业研究院的数据，铁路交通装备占比最大，占轨道交通装备市场的 46%，城轨交通装备占比为 16%。根据国家铁路局的数据，“十三五”期间，我国高铁动车组保有量从 2,586 标准组增至 3,918 标准组，年均复合增长率 10.95%。随着高铁动车组库存消耗完毕以及“复兴号”高铁动车组的需求持续增长。根据基本技术特征的不同，城市轨道交通可分为：地铁、轻轨交通、单轨铁路、有轨电车、市郊铁路、磁悬浮铁路等类型。“十三五”期间，城市轨道交通市场已进入高速增长期。2017~2019 年，全国城市轨道交通行业完成投资金额分别为 4,762 亿元、5,470 亿元和 5,959 亿元，年均复合增长率达 11.86%。根据中商产业研究院的数据，我国轨道交通装备行业市场规模由 2018 年的 6,537 亿元增长到 2022 年的 9,673 亿元，年均复合增长率达 10.3%。根据中商产业研究院预测，2023 年我国轨道交通装备行业市场规模将达 9,928 亿元。



图表37：21-23 年中国轨道交通装备市场规模 CAGR 约 9%

图表38：铁路交通装备占国内轨交装备市场近一半



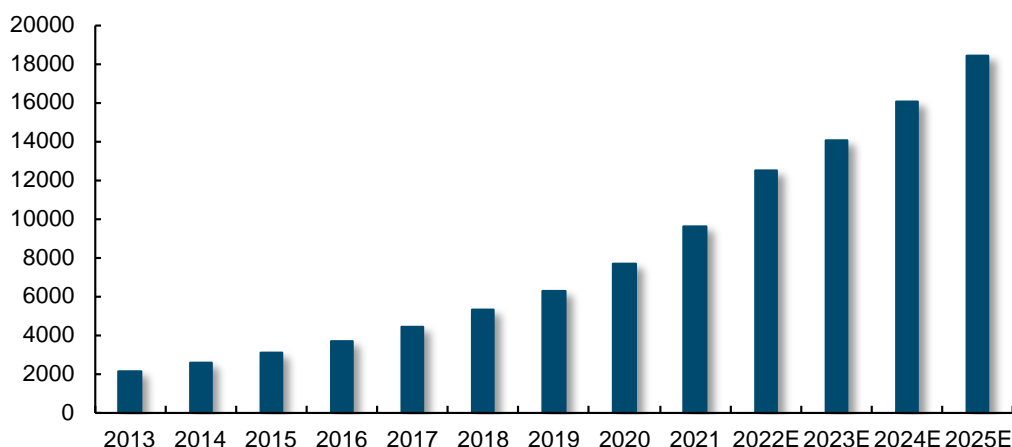
来源：中商产业研究院，国金证券研究所

来源：中商产业研究院，国金证券研究所

随着我国经济建设不断发展，轨道交通网络持续扩大，截至 2022 年末，全国铁路营业里程 15.5 万公里，其中高铁营业里程 4.2 万公里。全国铁路路网密度 161.1 公里/万平方公里，比上年末增加 4.4 公里/万平方公里。全国 55 个城市开通了城市轨道交通项目，运营总里程达到 10291.95 公里，其中地铁 8012.85 公里，占比 77.85%。

图表39：艾媒咨询预测 2025 年中国医疗器械市场规模将达到 18414 亿元

中国医疗器械行业市场规模 (单位：亿元)



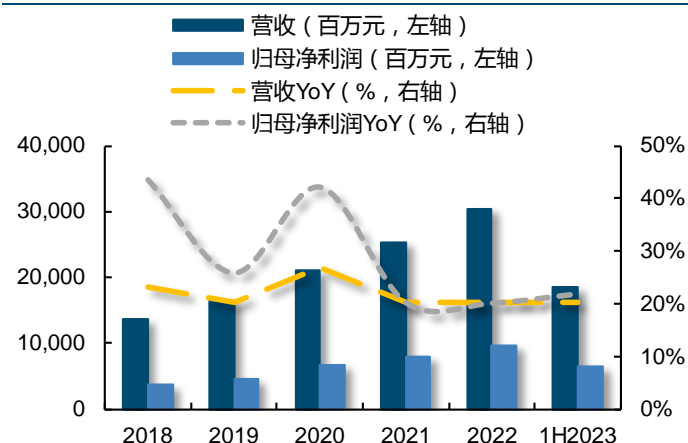
来源：艾媒咨询，国金证券研究所

在医疗器械领域结构件业务中，公司主要生产各类手术室用医疗器械组件，如手术床结构件、手术无影灯臂、医用吊塔结构件等，下游需求稳定增长。

预计我国医疗器械行业需求未来仍将保持增长。从需求看，人口基数和人口老龄化决定了国民医疗消费需求的增长。我国庞大的人口基数决定了医疗器械行业持续的刚性需求，并且随着我国人口逐步进入老龄化，老年人作为疾病多发群体，将带动护理、康复以及老年健康产业的需求。根据国家统计局的数据，2013 年后我国居民的人均医疗保健支出金额快速上升，2019~2020 年，国内人均医疗保健支出金额呈略微下降趋势。我国人均医疗保健支出金额从 2014 年的 1044.8 元增长到 2022 年的 2119.9 元，期间复合增速达 9.8%。随着我国人均医疗保健消费市场的增加，医疗器械装备行业也随之壮大。根据艾媒咨询的数据，2021 年我国医疗器械行业市场规模为 9630 亿元，艾媒咨询预测，我国医疗器械行业的市场规模将从 2022 年的 12529 亿元增长至 2025 年的 18414 亿元，CAGR 约 18%。

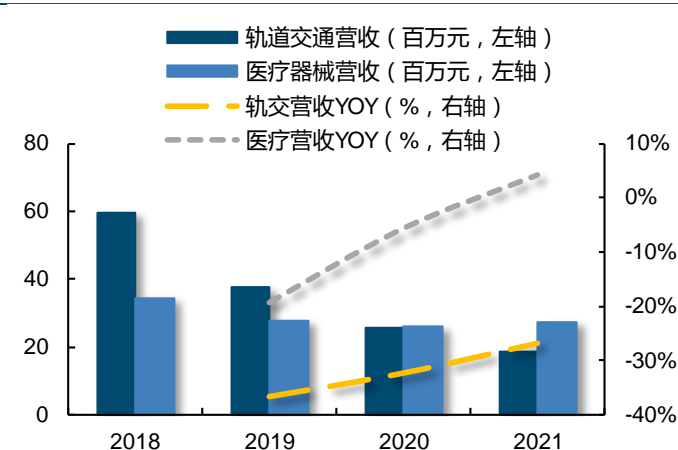


图表40：公司医疗器械领域主要客户之一迈瑞医疗近年来营收和利润均保持高速增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表41：公司在轨交领域营收呈逐年下降趋势，在医疗器械领域营收规模趋于稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

公司医疗器械类产品主要客户包括瑞典迈柯唯和迈瑞医疗等医疗设备供应商，根据 Wind 的数据，迈瑞医疗 2018~2022 年营收及归母净利润均保持相对高速增长，公司 2021 年在医疗器械领域的营收为 0.27 亿元，同比小幅增长 4.11%。在轨交领域公司客户主要为金鑫美莱克、江苏经纬以及坦达集团等轨交设备制造商。2018~2021 年，公司轨交领域结构件收入分别 0.60、0.38、0.26 和 0.19 亿元，呈逐年下降趋势。

三、募投项目打破产能瓶颈，收购冠鸿智能向综合服务商转型

3.1 IPO 及可转债募投项目扩充产能，马来西亚子公司产能释放促进海外业务拓展

公司持续募集资金推进扩产，对各领域设备结构件产能形成有效支撑。2021 年公司 IPO 募投项目为精密金属结构件扩建项目，项目总投资额为 31,659.70 万元，项目建设周期为 2 年，预计新增产能为半导体设备结构件 3,900 套、新能源及电力设备结构件 71,800 台、通用设备结构件 44,000 台、轨道交通结构件 250 列、医疗设备结构件 27,000 台。项目已于 2023 年启动建筑工程建设，预计 2024 年上半年达到预计可使用状态。

图表42：IPO 募集资金规模及投资项目概述

序号	项目名称	总投资	募集金额	项目概况
1	精密金属结构件扩建项目	31,659.70	31,659.70	项目建设周期 2 年，项目建成达产后，预计每年新增产能可达：半导体设备结构件 3,900 套、新能源及电力设备结构件 71,800 台、轨道交通结构件 250 列、机械结构件 44,000 台、医疗设备结构件 27,000 台
2	精密金属制造服务智能化研发中心项目	3,299.38	3,299.38	精密金属制造服务智能化研发中心建设，在现有技术部基础上重点关注智能焊接技术、高精度加工技术、高精度装配技术、精密测量技术等基础性技术研究
合计		34,959.08	34,959.08	

来源：公司公告，国金证券研究所

2022 年可转债募投项目为半导体设备等精密金属部件智能化生产新建项目，项目总投资 3.80 亿元，建设周期 2 年，预计新增产能为半导体设备等精密金属部件约 2.30 万套/件。可转债项目在 2023 年完成建设和设备安装，进入试生产。华亚转债发行规模为 3.4 亿元，上市日期为 2023 年 1 月 16 日，到期日期为 2028 年 12 月 16 日。华亚转债当前余额 3.40 亿元，当前转股价为 55.69 元。



图表43：可转债募集资金规模及投资项目概述

序号	项目名称	总投资	募集金额	项目概况
1	半导体设备等领域精密金属部件智能化生产新建项目	38,000.00	38,000.00	项目建设周期 2 年，主要产品为半导体设备等领域精密金属部件，主要供应给半导体设备等领域的终端产品生产企业。项目正常年可达到年产半导体设备等领域精密金属部件约 2.30 万套/件的生产规模

来源：公司公告，国金证券研究所

马来西亚子公司预计 2023 年具备一定的规模生产能力，海外业务有望进一步拓展。2021 年 8 月 24 日，公司公告对外投资不超过 430 万美元设立马来西亚子公司（华亚精密制造有限公司）。根据 2022 年 9 月的公告，由于疫情等原因马来西亚公司投资进程放缓，2022 年已进入体系认证或产品认证阶段、试生产阶段。

3.2 拟收购冠鸿智能向综合配套制造服务商转型

公司拟收购智能装备系统制造商冠鸿智能，向综合配套制造服务商转型。2023 年 7 月，公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，拟通过发行股份及支付现金的方式以不超过 4.08 亿元的交易对价购买苏州冠鸿智能 51% 股权，其中以发行股份方式支付交易对价的 70%，以现金方式支付交易对价的 30%。

图表44：标的公司冠鸿智能主业为打造专属智能工厂提供一站式服务



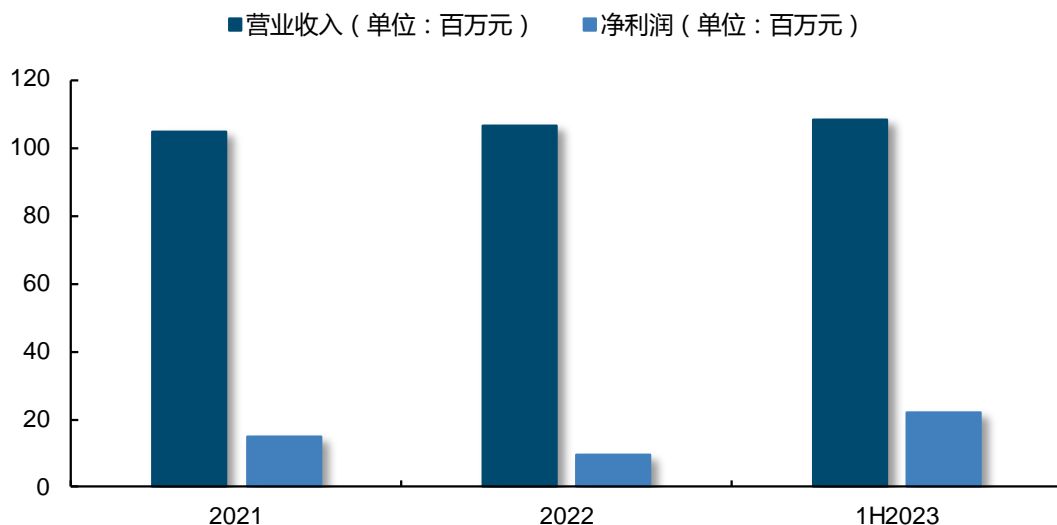
来源：冠宏智能官网，国金证券研究所

收购完成后公司将与冠鸿智能在业务、应用领域及技术方面形成协同效应，冠鸿智能有望贡献业绩增量。1) 业务方面，推动实现生产辅助智能装备系统在半导体设备制造领域的应用和拓展，提升半导体设备国产化的智能化水平；2) 应用领域方面，公司可借助冠鸿智能在动力和储能电池等领域积累的客户资源，实现精密金属制造的应用领域延伸，提高收入规模；3) 技术方面，公司已成立自动化装配事业部，提高半导体设备等专业领域的集成装配能力，重点支持和满足国内半导体设备厂商的需求，公司将融合冠鸿智能在集成方面的技术优势，推动自身从精密金属制造商向具备集成能力的综合配套制造服务商转型。

冠鸿智能 1H2023 营收和净利润均实现高增。根据公司公告，2022 年全年冠鸿智能共实现营业收入 1.06 亿元，实现净利润 955.43 万元；2023 年上半年标的公司冠鸿智能实现营收 1.09 亿元，净利润高达 2214.92 万元。



图表45：标的公司冠鸿智能 1H23 业绩大幅增长，营收超过 22 年全年水平



来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司产品对应全球市场空间约百亿美元，国内市场 23~25 年复合增速达 15%。1) 从需求端来看，美日荷对国内半导体设备出口限制或将持续收紧，产业链自主可控加速进行叠加海外资本开支将于 24 年恢复正增长；2) 根据我们测算，25 年国内刻蚀、薄膜沉积和晶圆检测设备用工艺和结构件市场规模 37 亿美元，23~25 年复合增速约 15%。

1H23 半导体设备海内外需求分化，收购冠鸿智能向综合制造服务商转型。根据 Wind 数据，1H23 公司半导体设备领域大客户超科林和 ICHOR 应计负债分别较 22 年底 -25%/-26%。中微公司 1H23 合同负债和在建工程较 22 年底 -18%/+3%，国内设备商客户订单降幅小于海外客户，在建工程仍保持增长。

图表46：2H23 中国铝锭市场价格已从高点回落并保持相对稳定



来源：Wind，国金证券研究所

图表47：2Q23 国内 304 冷轧不锈钢卷价格呈快速下降趋势随后保持稳定



来源：Wind，国金证券研究所

得益于国产半导体设备商和晶圆厂等旺盛的下游需求，且公司产品具有较强的竞争力，我们预测 2023~2025 年公司精密金属结构件业务营收分别为 525、741 和 1000 百万元，分别同比-14%/+41%/+35%；半导体设备维修业务营收分别为 651 万元、812 万元和 974 万元，分别同比+2%/+25%/+20%。公司主要原材料为碳钢、不锈钢、铝等金属原材料，根据 Wind 的数据，国内铝锭和 304 冷轧不锈钢卷价格均已从高点回落且保持相对稳定，由于公司业务结构变化，2023 年毛利率相对较低的国内业务占比提升将导致 2023 年全年的综合毛利率有所降低，2024 年海外半导体设备需求回暖，公司海外业务有望恢复带



动毛利率逐步提升,我们预测公司 2023~2025 年精密金属结构件的毛利率分别为 32.65%、34.04%、35.30%。

期间费用率假设:未来随着公司业务体量的增加,我们认为公司销售费用率和管理费用率将保持稳定,预计 2023~2025 年,销售费用率和管理费用率分别为 1.5%、1.5%、1.5%和 4.5%、4.5%、4.5%。我们预计未来公司将继续保持研发方面的投入比例,预计公司未来三年的研发费用率将保持在 3.0%。

暂不考虑收购冠鸿智能对公司业绩造成的影响,我们预测 2023~2025 年公司将分别实现营业收入 5.34 亿、7.52 亿和 10.13 亿元,分别同比-13.73%/+40.68%/+34.76%。

图表48: 公司分业务收入预测

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
精密金属结构件						
营收	百万元	521	611	525	741	1000
YoY	%		17%	-14%	41%	35%
占比	%	98%	99%	98%	99%	99%
毛利率	%	39%	37%	33%	34%	35%
半导体设备维修						
营收	百万元	7	6	6	8	10
YoY	%		-7%	2%	25%	20%
占比	%	1%	1%	1%	1%	1%
毛利率	%	46%	46%	43%	43%	46%
其他业务						
营收	百万元	2	2	3	3	3
YoY	%		1%	15%	15%	15%
毛利率	%	23%	80%	84%	88%	91%
合计						
营收	百万元	530	619	534	752	1013
YoY	%		17%	-14%	41%	35%
毛利率	%	39%	38%	33%	34%	36%

来源: Wind, 国金证券研究所

预测 2023~2025 年公司分别实现归母净利润 1.25 亿、1.82 亿和 2.55 亿元,同比-16.64%、45.32%和 39.98%。



4.2 投资建议及估值

我们预测公司 2023~2025 年 EPS 分别为 1.57、2.27、3.18 元，对应 PE 32.64、22.46 和 16.05 倍。我们选取同样覆盖半导体设备零组件业务的富创精密和新莱应材、下游设备厂商中微公司和北方华创作为可比公司，考虑到公司产品平台化发展，海外业务占比相对较高，盈利能力行业领先，未来在下游设备厂商需求拉动下成长可期，故选取 PE 估值法，首次覆盖给予公司 2024 年 26 倍 PE，“增持”评级，对应市值 47.32 亿元，目标价 59.15 元/股。

图表49：可比公司估值比较（市盈率法）

股票名称	股价（元）	EPS					PE				
		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
富创精密	90.62	0.81	1.18	1.33	2.15	2.78	-	92.01	68.14	42.15	32.60
新莱应材	34.47	0.75	1.52	0.77	1.23	1.77	62.93	44.09	44.77	28.02	19.47
中微公司	141.12	1.64	1.90	2.78	2.98	3.64	77.14	51.63	50.76	47.36	38.77
北方华创	234.5	2.05	4.45	6.9	9.8	12.34	122.91	55.16	33.99	23.93	19.00
平均数							87.66	60.72	49.41	35.36	27.46
中位数							77.14	53.40	47.76	35.09	26.04
华亚智能	51.10	1.39	1.88	1.57	2.27	3.18	57.77	32.48	32.64	22.46	16.05

来源：Wind，国金证券研究所（截至 2023 年 9 月 22 日）

注：可比公司数据均为国金证券研究所预测值



五、风险提示

市场竞争加剧的风险：精密金属制造行业公司众多，下游应用领域广泛，市场竞争日益加剧。公司竞争对手包括半导体设备领域的浙江嘉丰机电、常州伟泰，以及其他业务领域内从事精密金属制造的厂商如东山精密、科森科技和通润装备等。若公司无法维持在技术研发、产品及服务质量、客户资源等方面优势，将导致公司未来的业绩表现不达预期；

下游需求恢复不及预期的风险：公司精密金属结构件主要业务来自海外半导体设备市场，2023 年全球半导体行业尚处下行周期，海外晶圆厂下修资本开支，AMAT、Lam Research、超科林、ICHOR 等海外半导体设备商客户业绩均受直接影响。若未来行业景气度恢复不明显，将导致公司在半导体设备领域的精密结构件业务增长不及预期；

汇率波动的风险：2022 年公司主营业务中近六成来自海外市场，1H23 公司业务近三成来自海外市场，因此以外币结算的业务受汇率波动影响较大，未来若人民币汇率上涨将对公司业绩造成不利影响；

客户产业转移的风险：在半导体设备领域结构件业务，公司直接客户为超科林、捷普、ICHOR 及中微公司等，间接客户为 AMAT、Lam Research 等海外半导体设备商；在新能源及电力设备领域结构件，公司与知名逆变器制造商 SMA、全球最大工业与技术服务商通用电气和知名电气厂商施耐德建立长期稳定的合作关系。通用电气、施耐德等客户均为跨国企业在华分支机构，主要分布于长三角地区。未来若该类客户生产基地或生产重心发生转移，超出公司服务范围，将导致公司在客户端份额提升不达预期；

可转债转股压力的风险：根据公司公告，公司可转债于 2023 年 1 月发行上市，发行规模 3.4 亿元，转股日期为 2023 年 6 月 26 日至 2028 年 12 月 15 日，当前转股价格为 55.69 元/股，当前余额为 3.4 亿元，公司可转债转股面临价格压力。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	368	530	619	534	752	1,013
增长率		43.9%	16.8%	-13.7%	40.7%	34.8%
主营业务成本	-222	-321	-386	-358	-494	-652
%销售收入	60.1%	60.6%	62.3%	67.0%	65.7%	64.4%
毛利	147	209	233	176	258	360
%销售收入	39.9%	39.4%	37.7%	33.0%	34.3%	35.6%
营业税金及附加	-3	-4	-5	-3	-4	-5
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-10	-11	-11	-8	-11	-15
%销售收入	2.8%	2.0%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-23	-33	-41	-24	-34	-46
%销售收入	6.2%	6.3%	6.6%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	-14	-17	-21	-16	-23	-30
%销售收入	3.8%	3.2%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	96	144	155	126	187	264
%销售收入	26.0%	27.2%	25.0%	23.5%	24.8%	26.1%
财务费用	-8	-6	38	18	16	24
%销售收入	2.1%	1.1%	-6.1%	-3.4%	-2.1%	-2.4%
资产减值损失	-8	-14	-17	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	3	2	0	0	0
投资收益	1	4	-2	3	7	10
%税前利润	0.8%	2.7%	n.a	2.0%	3.3%	3.3%
营业利润	84	131	175	148	214	300
营业利润率	22.8%	24.7%	28.3%	27.7%	28.5%	29.6%
营业外收支	0	0	-1	-1	0	0
税前利润	84	131	174	147	214	300
利润率	22.8%	24.6%	28.2%	27.6%	28.5%	29.6%
所得税	-12	-19	-24	-22	-32	-45
所得税率	14.7%	14.8%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	72	111	150	125	182	255
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	72	111	150	125	182	255
净利率	19.5%	21.0%	24.3%	23.4%	24.2%	25.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	72	111	150	125	182	255
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	20	27	34	19	27	35
非经营收益	7	1	-21	6	12	7
营运资金变动	3	-73	11	-23	-31	-23
经营活动现金净流	103	66	174	127	189	274
资本开支	-7	-22	-133	-171	-207	-162
投资	19	-300	-12	0	0	0
其他	0	-7	9	3	7	10
投资活动现金净流	11	-329	-136	-168	-200	-152
股权募资	0	372	0	-96	0	0
债权募资	-10	0	338	129	-16	-38
其他	-19	-21	-26	-47	-59	-65
筹资活动现金净流	-29	351	311	-14	-75	-103
现金净流量	80	84	371	-54	-85	19

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	176	279	657	601	514	532
应收款项	142	212	188	189	244	302
存货	51	110	104	96	126	158
其他流动资产	6	311	305	313	315	319
流动资产	375	912	1,254	1,199	1,199	1,310
%总资产	77.9%	88.5%	83.2%	74.9%	67.3%	64.8%
长期投资	0	0	12	12	12	12
固定资产	79	86	137	351	532	659
%总资产	16.5%	8.4%	9.1%	21.9%	29.8%	32.6%
无形资产	19	18	29	30	30	31
非流动资产	107	118	254	403	583	710
%总资产	22.1%	11.5%	16.8%	25.1%	32.7%	35.2%
资产总计	482	1,030	1,508	1,602	1,782	2,020
短期借款	0	1	2	132	116	78
应付款项	65	128	138	120	165	219
其他流动负债	17	36	41	39	50	67
流动负债	82	165	182	291	331	364
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	4	243	230	228	227
负债	82	169	424	521	559	591
普通股股东权益	399	859	1,083	1,080	1,222	1,428
其中：股本	60	80	80	80	80	80
未分配利润	151	251	372	465	607	814
少数股东权益	1	1	1	1	1	1
负债股东权益合计	482	1,030	1,508	1,602	1,782	2,020

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.197	1.389	1.878	1.565	2.275	3.185
每股净资产	6.649	10.743	13.533	13.496	15.269	17.851
每股经营现金净流	1.713	0.828	2.179	1.580	2.357	3.405
每股股利	0.000	0.300	0.400	0.400	0.500	0.600
回报率						
净资产收益率	18.00%	12.93%	13.88%	11.60%	14.90%	17.84%
总资产收益率	14.91%	10.79%	9.96%	7.82%	10.21%	12.61%
投入资本收益率	20.47%	14.26%	10.11%	7.44%	10.16%	12.98%
增长率						
主营业务收入增长率	18.60%	43.93%	16.83%	-13.73%	40.68%	34.76%
EBIT 增长率	49.85%	50.36%	7.48%	-18.92%	48.60%	41.50%
净利润增长率	29.61%	54.67%	35.25%	-16.64%	45.32%	39.98%
总资产增长率	12.25%	113.77%	46.44%	6.21%	11.25%	13.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	117.3	106.8	112.8	120.0	110.0	100.0
存货周转天数	81.1	91.4	100.9	100.0	95.0	90.0
应付账款周转天数	69.9	69.0	73.1	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	78.7	59.2	51.5	103.9	98.3	82.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.96%	-67.22%	-67.54%	-50.53%	-38.87%	-37.14%
EBIT 利息保障倍数	12.6	24.2	-4.1	-6.9	-11.7	-11.0
资产负债率	17.00%	16.44%	28.14%	32.52%	31.39%	29.25%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究