

2023年11月28日

富创精密 (688409.SH)

公司快报

结构优化致业绩短期承压，扩产&国产替代塑造供需两旺

电子 | 半导体设备III

投资评级

增持-A(首次)

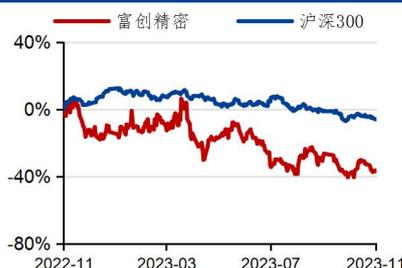
股价(2023-11-28)

80.25元

交易数据

总市值(百万元)	16,776.53
流通市值(百万元)	9,667.26
总股本(百万股)	209.05
流通股本(百万股)	120.46
12个月价格区间	133.33/77.61

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.98	7.67	-32.48
绝对收益	2.75	2.53	-39.29

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.cn

相关报告

投资要点

◆ **半导体市场需求&零部件国产化需求助力营收同比大幅增长，产品结构调整/持续研发投入致使公司业绩承压。**公司专注于金属材料零部件精密制造技术，掌握可满足严苛标准的精密机械制造、表面处理特种工艺、焊接、组装、检测等多种制造工艺，主要产品包括工艺零部件、结构零部件、模组产品和气体管路四大类，应用于半导体设备、泛半导体设备及其他领域。在半导体领域内，公司相关产品广泛应用于晶圆制造环节最核心的刻蚀、薄膜沉积、光刻及涂胶显影、化学机械抛光、离子注入等前道先进制程设备。2023Q3 公司实现营业收入 5.61 亿，同比增长 35.37%；2023Q1-Q3，公司实现营业收入 13.90 亿，同比增长 37.28%；公司营收增长主要受益于国内半导体市场需求以及零部件国产化需求拉动。2023Q3 公司归母净利润为 0.36 亿元，同比下降 42.13%；2023Q1-Q3 归母净利润为 1.32 亿元，同比下降 19.15%；主要原因是：（1）公司为南通、北京工厂提前储备人才，截至 2023Q3 人工成本同比增加 0.31 亿元，折旧摊销费用增加 0.16 亿元。

（2）公司产品结构发生变化，原材料成本占比较高且毛利相对较低的模组类产品收入占比大幅增加。占用机器设备较多的零部件类产品收入增长不及预期，公司提前投入的机器设备达产节奏与行业景气度错配，规模效应暂未体现；（3）公司持续加大研发费用的投入，研发费用及占比大幅增加，2023Q1-Q3 公司研发投入 0.57 亿元，同比增长 75.73%，占营业收入 10.22%，较 2022Q1-Q3 增长 2.35 个百分点。（4）非经常性损益增加。

◆ **全部品类设备零部件占全球半导体设备市场 50% 以上，公司主要涉及机械类零部件、机电一体类、气体/液体/真空系统类等三大细分领域。**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%。公司主要涉及机械类零部件、机电一体类、气体/液体/真空系统类等三大细分领域。（1）**械类零部件（包括工艺及结构零部件）**：公司专注于金属机械零部件，目前不涉及非金属材料机械零部件。占设备成本的比例 20%-40%，设备中起到构建整体框架、基础结构、晶圆反应环境和实现零部件特殊功能的作用，保证反应良率，延长设备使用寿命等作用。公司为该细分领域为数不多进入国际半导体设备厂商的内资供应商，可实现部分应用于 7 纳米制程前道设备零部件的量产，直接与国际厂商竞争。（2）**机电一体类（包括非气柜模组的模组类产品）**：占设备成本的比例 10%-25%。在设备中起到实现晶圆装载、传输、运动控制、温度控制的作用，部分产品包含机械类产品。公司主要涉及腔体模组、刻蚀阀体模组等功能相对简单的模组产品，与京鼎精密等国际厂商相比尚有一定差距。此外，国内半导体设备厂商仍然以采购非模组零部件，自行组装为主，从而从事与公司可对标产品业务的国内厂商较少。（3）**气体/液体/真空系统类（对应气体管路和气柜模组产品）**：占设备成本比例的 10%-30%，在设备中起到传输和控制特种气体、液体和保持真空的作用。其中气体输送/真空系统类主要应用于薄膜沉积设备、刻蚀设备和离子注入设备等干法设备。气动液压系统类主要应用于化学机械抛光设备、清洗设备。

◆ **产品持续向模组类优化，各工厂建设/产能释放有序进行。**（1）**产品结构方面**：2023H1，公司产品结构不断由单件定制化向模组化优化，模组产品及气体管路合计主营业务收入占比较 2022H1 提升 94.89%；未来公司气体管路和模组产品的占比将会持续提高，且随着这类产品规模优势扩大，公司在供应链端议价能力会逐步提升，相关原材料采购成本也会随着降低。模块化采购是中国半导体产业主流趋势，受益于国内半导体设备企业数量持续增加，模组采购量有望增长，故公司 2024 年模组增速有望大于零部件增速。（2）**工厂建设/产能释放方面**：截至 2023 年 9 月 1 日，公司国内的生产基地包括沈阳工厂、北京工厂、南通工厂。南通工厂今年开始投产，2025 年达产，年产能规划 20 亿元。公司海外工厂布局正在按计划进行，能够体现全球化的价值，并为海外客户业务的连续性和风险对冲



提供保障。目前新加坡和美国工厂正在按照计划有序建设中，预计 2024 年陆续开始投产。海外工厂的建设能够推动公司整个国际供应链的发展，为公司的模组业务、关键物料保供提供支持 and 帮助，从而实现经营目标。

- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 19.44/27.33/38.87 亿元，增速分别为 25.9%/40.6%/42.3%；归母净利润分别为 2.06/3.28/4.31 亿元，增速分别-16.3%/59.6%/31.2%；对应 PE 分别 81.6/51.1/39.0。考虑到富创精密是全球为数不多能够量产应用于 7 纳米工艺制程半导体设备的精密零部件制造商，随着国内对半导体设备需求的不断提高，综合考虑我国的政策支持及技术突破，在半导体核心产业链自主可控背景下，有望加速半导体设备国产替代进程，为公司发展提供历史机遇，首次覆盖，给予增持-A 建议。
- ◆ **风险提示：**国际贸易摩擦风险；市场竞争风险；晶圆制造厂商新建晶圆厂及扩产速度不及预期；公司研发进展不及预期；研发不能紧跟工艺制程演进及半导体设备更新迭代的风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	843	1,544	1,944	2,733	3,887
YoY(%)	75.2	83.2	25.9	40.6	42.3
归母净利润(百万元)	126	246	206	328	431
YoY(%)	35.3	94.2	-16.3	59.6	31.2
毛利率(%)	32.0	32.7	32.1	32.8	34.0
EPS(摊薄/元)	0.61	1.18	0.98	1.57	2.06
ROE(%)	11.1	4.9	4.2	6.2	7.6
P/E(倍)	132.6	68.3	81.6	51.1	39.0
P/B(倍)	16.0	3.6	3.6	3.4	3.1
净利率(%)	15.0	15.9	10.6	12.0	11.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

公司是国内半导体设备精密零部件的领军企业，也是全球为数不多能够量产应用于 7 纳米工艺制程半导体设备的精密零部件制造商。公司专注于金属材料零部件精密制造技术，掌握了可满足严苛标准的精密机械制造、表面处理特种工艺、焊接、组装、检测等多种制造工艺，主要产品包括工艺零部件、结构零部件、模组产品和气体管路四大类，应用于半导体设备、泛半导体设备及其他领域。

半导体设备行业迅速增长，中国大陆成为全球最大需求方。 半导体设备包括光刻设备、刻蚀设备、薄膜沉积设备、清洗设备、离子注入设备、化学机械抛光设备、封装设备、测试设备等。近年，全球半导体设备市场规模逐步扩张。据 WSTS 统计，2010 年到 2020 年，全球半导体产品市场规模从 2,983 亿美元迅速提升至 4,404 亿美元，预计到 2030 年，全球半导体市场规模有望达到万亿美元。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，预计到 2030 年全球半导体设备销售额将增长至 1,400 亿美元。2020 年中国大陆半导体设备的销售额达 187.2 亿美元，成为全球半导体设备第一大市场。随着国内对半导体设备需求的不断提高，综合考虑我国的政策支持及技术突破，全球半导体设备厂商对国产半导体设备精密零部件的采购比例预计会不断提升。

(1) 结构零部件：结构零部件应用于半导体设备、面板及光伏等泛半导体设备和其他领域中，一般起连接、支撑和冷却等作用，对平面度和平行度有较高的要求，部分结构零部件同样需要具备高洁净、强耐腐蚀能力和耐击穿电压等性能。公司代表性结构零部件包括托盘轴、铸钢平台、流量计底座、定子冷却套、冷却板等。我们预计 2023-2025 年结构零部件营业收入为 559.49/661.54/798.39 百万元。

(2) 模组产品：工艺零部件、结构零部件等自制零部件与外购的电子标准件和机械标准件等经过组装、测试等环节，可以制成具有特定功能的模组产品，主要应用于半导体设备。公司主要模组产品包括离子注入机模组、传输腔模组、过渡腔模组、刻蚀阀体模组和气柜模组。受益于国内半导体设备企业数量持续增加，模组采购量有望增长，公司产品结构不断由单件定制化向模组化优化。我们预计 2023-2025 年模组产品营业收入为 552.49/820.03/1,256.28 百万元。

(3) 工艺制品：工艺零部件主要是半导体设备中晶圆制备工艺的关键零部件，少量应用于泛半导体设备及其他领域。工艺零部件主要应用于刻蚀设备、薄膜沉积设备，也少量应用于离子注入设备和高温扩散设备等。公司代表性工艺零部件包括腔体（按使用功能分为过渡腔、传输腔和反应腔）、内衬和匀气盘。我们预计 2023-2025 年工艺制品营业收入为 509.53/731.77/1,019.95 百万元。

(4) 气体产品：气体管路产品主要应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。我们预计 2023-2025 年气体产品营业收入为 290.11/485.02/758.74 百万元。

表 1: 富创精密业务盈利预测 (百万元/%)

产品	指标	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
结构零部件	收入	118.31	196.82	352.08	499.69	559.49	661.54	798.39
	YoY	-3.67%	66.36%	78.88%	41.93%	11.97%	18.24%	20.69%
	成本	96.79	127.24	238.08	336.12	385.21	459.37	563.26
	毛利率	18.19%	35.35%	32.38%	32.73%	31.15%	30.56%	29.45%
模组产品	收入	58.76	100.36	161.24	408.96	552.49	820.03	1256.28
	YoY	151.51%	70.81%	60.66%	153.64%	35.09%	48.42%	53.20%
	成本	55.14	86.11	125.46	302.19	408.07	586.73	864.82
	毛利率	6.15%	14.20%	22.19%	26.11%	26.14%	28.45%	31.16%
工艺制品	收入	66.62	116.93	178.34	407.82	509.53	731.77	1019.95
	YoY	-6.82%	75.53%	52.52%	128.68%	24.94%	43.62%	39.38%
	成本	51.45	74.78	117.67	262.43	329.92	468.55	650.62
	毛利率	22.77%	36.04%	34.02%	35.65%	35.25%	35.97%	36.21%
气体产品	收入	5.58	58.90	137.84	211.77	290.11	485.02	758.74
	YoY	1075.41%	955.87%	134.01%	53.64%	36.99%	67.19%	56.43%
	成本	5.60	38.32	91.18	135.86	191.90	317.63	479.15
	毛利率	-0.34%	34.95%	33.85%	35.84%	33.85%	34.51%	36.85%
其他	收入	4.09	8.20	13.64	16.23	32.41	34.16	53.64
	YoY	-39.75%	100.47%	66.33%	19.00%	99.67%	5.40%	57.04%
	成本	0.83	2.81	0.62	3.20	5.77	4.55	6.32
	毛利率	79.62%	65.67%	95.49%	80.31%	82.21%	86.68%	88.21%
合计	收入	253.35	481.22	843.13	1544.46	1944.02	2732.51	3886.99
	YoY	12.63%	89.94%	75.21%	83.18%	25.87%	40.56%	42.25%
	成本	209.82	329.27	573.01	1039.79	1320.86	1836.83	2564.18
	毛利率	17.18%	31.58%	32.04%	32.68%	32.05%	32.78%	34.03%

资料来源: Wind、华金证券研究所预测

二、可比公司估值与投资建议

鉴于 A 股上市公司中并无可比公司, 公司属于半导体设备制造的重要环节且公司的模组产品生产工序与半导体设备类似, 相比公司其他产品更接近设备整机最终形态, 因此选取公司下游的主要半导体前道设备公司进行比较。

我们预测公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 19.44/27.33/38.87 亿元, 增速分别为 25.9%/40.6%/42.3%; 归母净利润分别为 2.06/3.28/4.31 亿元, 增速分别-16.3%/59.6%/31.2%; 对应 PE 分别 81.6/51.1/39.0。考虑到富创精密是全球为数不多能够量产应用于 7 纳米工艺制程半导体设备的精密零部件制造商, 随着国内对半导体设备需求的不断提高, 综合考虑我国的政策支持及技术突破, 在半导体核心产业链自主可控背景下, 有望加速半导体设备国产替代进程, 为公司发展提供历史机遇, 首次覆盖, 给予增持-A 建议。

表 2: 可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002371.SZ	北方华创	1,273.88	37.40	50.85	65.50	34.06	25.05	19.45
688012.SH	中微公司	1,029.86	15.75	18.71	23.67	65.37	55.04	43.51
688037.SH	芯源微	208.98	2.86	4.08	5.81	73.08	51.26	35.97
688082.SH	盛美上海	493.70	8.67	10.95	13.82	56.92	45.07	35.73
688072.SH	拓荆科技	475.27	5.04	7.85	10.75	94.30	60.51	44.22
688120.SH	华海清科	347.63	7.59	10.21	13.25	45.78	34.07	26.25
	均值		12.89	17.11	22.13	61.59	45.17	34.19
688409.SH	富创精密	166.30	2.06	3.28	4.31	81.57	51.12	38.97

资料来源: Wind 一致预期, 富创精密盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2023 年 11 月 28 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	996	4417	3767	3811	4168	营业收入	843	1544	1944	2733	3887
现金	347	1989	2174	1011	1187	营业成本	573	1040	1321	1837	2564
应收票据及应收账款	345	571	489	1050	1133	营业税金及附加	4	7	10	14	19
预付账款	13	34	12	56	42	营业费用	16	29	38	56	75
存货	256	533	422	913	960	管理费用	65	111	194	220	320
其他流动资产	36	1290	669	781	845	研发费用	74	122	190	233	340
非流动资产	1490	2223	2743	3685	4921	财务费用	11	17	-27	3	67
长期投资	3	11	11	13	16	资产减值损失	-17	-31	-59	-74	-99
固定资产	767	1065	1617	2515	3590	公允价值变动收益	0	3	1	1	1
无形资产	136	139	152	167	178	投资净收益	-4	12	-0	0	2
其他非流动资产	584	1008	964	991	1137	营业利润	136	273	223	362	471
资产总计	2487	6640	6510	7496	9089	营业外收入	0	1	0	0	0
流动负债	637	845	798	1496	2699	营业外支出	0	6	2	2	3
短期借款	176	65	102	102	1300	利润总额	136	267	222	360	469
应付票据及应付账款	375	605	472	1112	1088	所得税	14	33	22	41	51
其他流动负债	87	174	224	282	311	税后利润	121	235	200	319	417
非流动负债	755	1027	889	895	913	少数股东损益	-5	-11	-5	-9	-13
长期借款	355	519	462	445	462	归属母公司净利润	126	246	206	328	431
其他非流动负债	400	507	427	450	452	EBITDA	239	362	307	532	792
负债合计	1393	1872	1687	2391	3613	主要财务比率					
少数股东权益	46	124	119	109	96	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	157	209	209	209	209	成长能力					
资本公积	725	4024	4024	4024	4024	营业收入(%)	75.2	83.2	25.9	40.6	42.3
留存收益	167	412	583	842	1162	营业利润(%)	25.5	101.0	-18.2	62.0	30.1
归属母公司股东权益	1048	4645	4704	4996	5381	归属于母公司净利润(%)	35.3	94.2	-16.3	59.6	31.2
负债和股东权益	2487	6640	6510	7496	9089	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	32.0	32.7	32.1	32.8	34.0
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率(%)	15.0	15.9	10.6	12.0	11.1
经营活动现金流	157	-22	376	79	612	ROE(%)	11.1	4.9	4.2	6.2	7.6
净利润	121	235	200	319	417	ROIC(%)	7.2	3.8	2.8	4.8	5.7
折旧摊销	80	116	127	199	298	偿债能力					
财务费用	11	17	-27	3	67	资产负债率(%)	56.0	28.2	25.9	31.9	39.7
投资损失	4	-12	0	-0	-2	流动比率	1.6	5.2	4.7	2.5	1.5
营运资金变动	-74	-444	75	-439	-167	速动比率	1.1	4.4	4.1	1.8	1.1
其他经营现金流	16	66	-0	-2	-1	营运能力					
投资活动现金流	-627	-1938	-73	-1233	-1579	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
筹资活动现金流	471	3637	-117	-9	-61	应收账款周转率	3.6	3.4	3.7	3.6	3.6
						应付账款周转率	2.3	2.1	2.5	2.3	2.3
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.61	1.18	0.98	1.57	2.06	P/E	132.6	68.3	81.6	51.1	39.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	-0.11	1.80	0.38	2.93	P/B	16.0	3.6	3.6	3.4	3.1
每股净资产(最新摊薄)	5.01	22.22	22.50	23.90	25.74	EV/EBITDA	72.8	41.1	49.6	30.7	21.9

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn