

评级：买入（首次）

市场价格：297.92元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

分析师：游凡

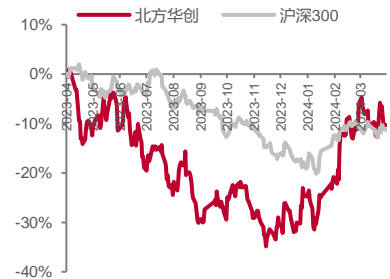
执业证书编号：S0740522120002

Email: youfan@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	530
流通股本(百万股)	530
市价(元)	297.92
市值(百万元)	157,985
流通市值(百万元)	157,837

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,683	14,688	22,080	29,990	39,640
增长率 yoy%	60%	52%	50.3%	35.8%	32.2%
净利润(百万元)	1,077	2,353	3,899	5,441	7,171
增长率 yoy%	101%	118%	65.7%	39.5%	31.8%
每股收益(元)	2.03	4.44	7.35	10.26	13.52
每股现金流量	-1.46	-1.37	13.56	11.93	12.42
净资产收益率	6%	12%	16%	18%	19%
P/E	146.6	67.1	40.5	29.0	22.0
P/B	9.3	8.0	6.7	5.5	4.4

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价按4月22日收盘价进行计算

投资要点

- 本土半导体设备龙头，一季度业绩预告亮眼。**北方华创由七星电子和北方微电子战略重组而成，逐步成长为以半导体设备为核心，布局真空装备和精密元器件领域的本土设备厂商龙头。4月12日，公司发布2024年一季度业绩预告，公司预计24Q1实现营业收入54.2-62.4亿元，YoY+40.0%-61.2%；归母净利润10.4-12.0亿元，YoY+75.8%-102.8%；扣非后归母净利润9.9-11.4亿元，YoY+85.5%-113.6%。业绩亮眼主要系公司应用于集成电路领域的刻蚀、薄膜沉积、清洗和炉管等工艺装备市场份额稳步攀升，且随着公司营收规模的持续扩大，规模效应逐渐显现，成本费用率稳定下降，公司盈利能力稳步增强。
- 大陆晶圆厂掀起扩产潮，打开国产设备广阔空间。**2023年全球半导体设备市场略降，但中国大陆实现逆势高增达366亿美元，展望未来，中国大陆有望引领全球半导体设备未来数年的支出，2024-27年维持在300亿美元以上的高位，开支规模居全球主要地区首位。本土大型晶圆厂积极扩产，将奠定国产设备订单增长坚实基础。
- 北方华创高端IC设备持续突破，有望充分受益晶圆厂扩产。**1)北方华创为国内少有的平台型设备公司，产品品类齐全，国产化受益面广。公司在IC设备里覆盖刻蚀、薄膜、热处理、湿法清洗等多个环节，且在每一环节单项设备上均居国产第一梯队，公司整体覆盖设备占整体设备价值量比重有望过半。2)核心产品技术优势突出。北方华创在ICP刻蚀、PVD等拳头产品上，其技术优势稳居国内领先地位。3)高度重视研发，高端产品不断突破。2023-24年，公司陆续实现外延、去胶、PVD工艺全覆盖，在刻蚀领域推出双大马士革CCP刻蚀机、在CVD领域推出多款ALD设备，显现了公司长期高强度研发后的厚积薄发。
- 投资建议：**我们预计2023-25年公司实现营业收入221/300/396亿元，同比增长50%/36%/32%；实现归母净利润39/54/72亿元，同比增长66%/40%/32%；对应PE分别为41/29/22倍。2024年可比公司平均PE估值为37倍，且考虑到公司在半导体设备领域的平台化优势，以及大陆晶圆制造升级的确定性，首次覆盖，结合公司估值情况，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**下游大型晶圆厂扩产不及预期；行业竞争加剧；行业规模测算偏差风险；研报使用信息更新不及时。

内容目录

一、本土半导体设备龙头，产品覆盖面广.....	- 3 -
1、本土半导体设备龙头，产品矩阵齐全.....	- 3 -
2、股权结构集中，管理团队经验丰富.....	- 4 -
3、营收持续高增，盈利能力稳步增强.....	- 5 -
二、大陆晶圆厂掀起扩产潮，北方华创优势显著.....	- 7 -
1、大陆晶圆厂掀起扩产潮.....	- 7 -
2、北方华创优势显著.....	- 8 -
3、其他泛半导体领域有望较快发展.....	- 10 -
三、投资建议.....	- 12 -
四、风险提示.....	- 14 -

一、本土半导体设备龙头，产品覆盖面广

1、本土半导体设备龙头，产品矩阵齐全

- 北方华创由七星电子和北方微电子战略重组而成，逐步成长为半导体设备龙头。北方华创前身七星电子由北京电控整合原国营 700 厂、706 厂、707 厂、718 厂、797 厂、798 厂的优质资产和业务，以七星集团为主发起人设立，主营半导体装备及精密电子元器件业务；前身北方微电子成立于 2001 年，由北京电控联合七星集团、清华大学、北京大学、中科院微电子所和中科院光电技术研究所共同出资设立，主营高端半导体装备业务。2016 年，七星电子与北方微电子战略重组，次年更名为“北方华创”，经过长期的发展，逐步成长为本土半导体设备领军者。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司拥有半导体设备、真空装备和精密元器件三大产品系列。1) 半导体工艺装备领域：主要产品包括刻蚀、薄膜、清洗、热处理、晶体生长等核心工艺装备，广泛应用于逻辑器件、存储器件、先进封装、第三代半导体、半导体照明、微机电系统、新型显示、新能源光伏、衬底材料等工艺制造过程；2) 真空及锂电装备领域：晶体生长设备、真空热处理设备、气氛保护热处理设备、连续式热处理设备、磁控溅射镀膜设备、多弧离子镀膜设备在材料热处理、真空电子、新能源光伏、半导体材料、磁性材料、新能源汽车等领域取得广泛应用；3) 精密电子元器件领域：石英晶体器件、石英微机电传感器、高精密度阻器、钽电容器、微波组件、模拟芯片、模块电源等产品应用于高铁、智能电网、通信、医疗电子、精密仪器、自动控制等领域。

图表 2：公司产品矩阵

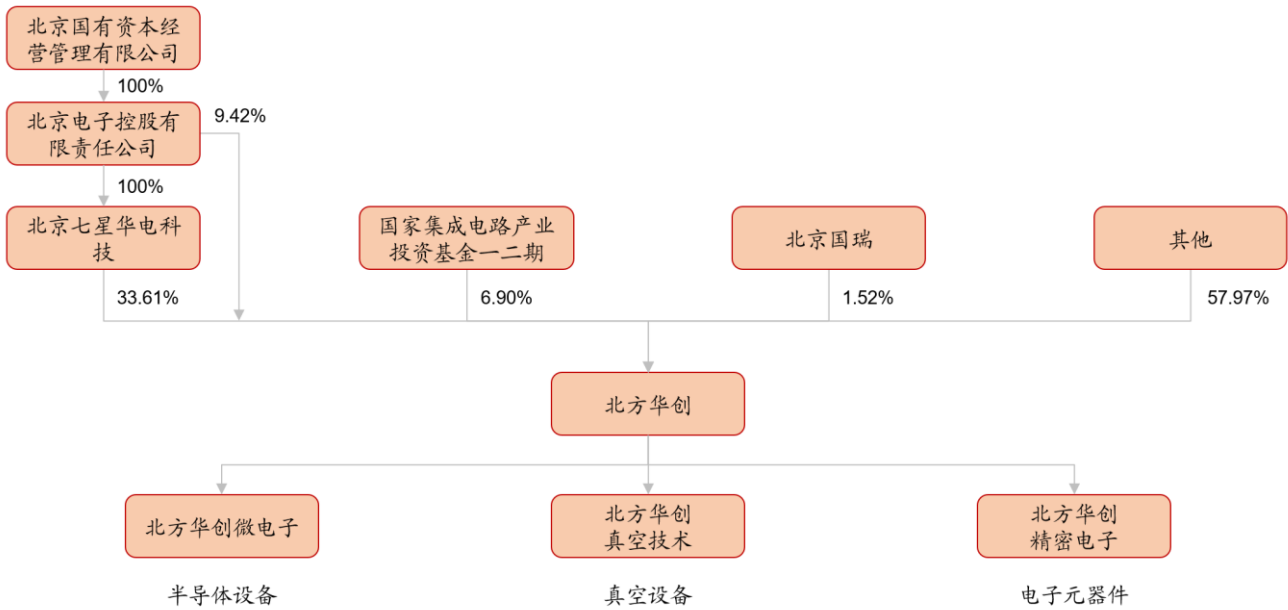
产品线	具体产品	应用
半导体工艺装备	刻蚀、薄膜、清洗、热处理、晶体生长等核心工艺装备	逻辑器件、存储器件、先进封装、第三代半导体、半导体照明、微机电系统、新型显示、新能源光伏、衬底材料等工艺制造过程
真空及锂电装备	晶体生长设备、真空热处理设备、气氛保护热处理设备、连续式热处理设备、磁控溅射镀膜设备、多弧离子镀膜设备	材料热处理、真空电子、新能源光伏、半导体材料、磁性材料、新能源汽车等领域
精密电子元器件	石英晶体器件、石英微机电传感器、高精密度阻器、钽电容器、微波组件、模拟芯片、模块电源等产品	高铁、智能电网、通信、医疗电子、精密仪器、自动控制等领域

来源：公司 2022 年报，中泰证券研究所

2、股权结构集中，管理团队经验丰富

- **优质国企，股权结构较为集中。**截至公司 2023 年三季报，公司实控人北京电控通过七星华电持有公司 33.61% 股份，并直接持有 9.42% 股份，合计 43.03%，大基金一二期持股 6.90%，北京国瑞持股 1.52%，其他持股 57.97%。公司通过北方华创微电子、北方华创真空技术和北方华创精密电子分别开展半导体设备、真空设备和电子元器件业务。

图表 3：公司股权结构及主要子公司/参股公司（截止 2023 年 9 月 30 日）



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

- **管理团队经验丰富，研发团队实力强劲。**北方华创高管团队长期深耕专业领域，拥有丰富的产业经验。公司积极自主培养本土科研团队，截至 2022 年末，公司研发人员共有 2929 名，占公司员工总数的 29.27%。截至 2023 年上半年，公司累计申请专利 7,200 余件，累计获得授权专利 4,100 余件；累计主导及参与制定国家标准、行业标准、团体标准共 34 项，其中 19 项已正式发布。

图表 4：公司高管介绍

姓名	职务	履历
赵晋荣	董事长、执行委员会主席	曾任北京建中机器厂总工程师、常务副厂长，北京七星华创电子股份有限公司副总经理、总经理，北京北方微电子基地设备工艺研究中心有限责任公司副总经理、总经理。现任中国电子专用设备工业协会理事长，中国集成电路装备创新联盟理事长，中国集成电路产业技术创新联盟副理事长。
陶海虹	执行委员会副主席、总裁	曾任北京建中机器厂真空设备设计所副所长，微电子设备分公司技术副经理，北京北方微电子基地设备工艺研究中心有限责任公司总裁助理、人力资源部部长、人力资源总监、副总经理。现任北京电子学会副理事长，中关村融信金融信息化产业联盟副理事长，北京经济技术开发区科学技术协会副主席。
唐飞	执行委员会委员、高级副总裁	曾任北京建中机器厂市场部副部长，北京七星华创电子股份有限公司战略发展部部长、副总经理、总经理。现任北京七星华创精密电子科技有限公司执行董事、总经理，北京飞行博达微电子技术有限公司执行董事、总经理。
顾为群	执行委员会委员、高级副总裁	曾任北京建中机器厂市场部部长，北京七星华创电子股份有限公司工业炉事业部总经理，北京七星华创电子股份有限公司副总经理。现任中国电子节能协会副理事长，中国上市公司协会新能源与智能汽车委员会委员，北京北方华创真空技术有限公司执行董事、总经理，北京北方华创新能源锂电装备技术有限公司执行董

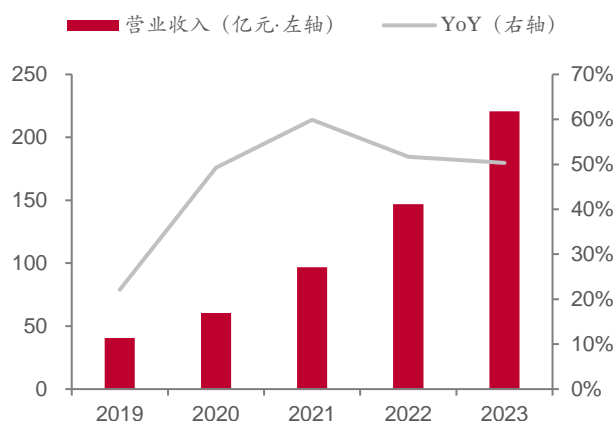
		事, 北京北方华创磁电科技有限公司董事长。
纪安宽	执行委员会委员、高级副总裁	曾任北京建中机器厂办公室主任、北京七星华创电子股份有限公司总裁办公室主任、北京北方微电子基地设备工艺研究中心有限责任公司总裁助理兼公共关系部部长、市场总监、营销总监兼销售中心总经理、营销副总裁。现任北京北方华创微电子装备有限公司执行董事、首席运营官、北京电子商会副会长, 中国半导体行业协会常务理事, 北京电子制造装备行业协会理事长, 北京集成电路学会副会长。
李延辉	执行委员会委员、首席财务官	曾任北京七星华创电子股份有限公司财务部部长、财务副总监、财务总监。
郑炜	执行委员会委员、副总裁	曾任北京电子控股有限责任公司战略发展部副部长, 现任北京飞行博达电子有限公司监事。
王晓宁	执行委员会委员、副总裁、董事会秘书	曾任北京电子控股有限责任公司投资证券部副总监, 北京京东方投资发展有限公司董事。现任北京北方华创微电子装备有限公司监事。
夏威	执行委员会委员、副总裁	曾任北京北方微电子基地设备工艺研究中心有限责任公司 PVD 事业部副总经理、市场总监。现任中国半导体行业协会半导体支撑分会副理事长、副秘书长。

来源: 公司 2022 年报, 中泰证券研究所

3、营收持续高增, 盈利能力稳步增强

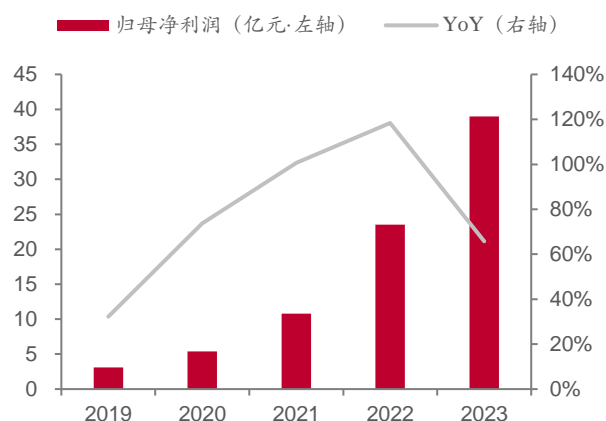
- 公司营业收入高速增长。**2023 年, 公司实现营业收入 220.8 亿元, 同比增长 50.3%; 归母净利润 39.0 亿元, 同比增长 65.7%; 扣非后归母净利润 35.8 亿元, 同比增长 70.1%。在 23 年行业景气度下行周期中, 公司刻蚀、薄膜沉积、清洗和炉管等数十种核心工艺装备进一步得到市场认可, 工艺覆盖度及市场占有率显著增长, 实现了逆势高增长, 凸显公司优秀质地。同时, 根据公司 24 年一季度业绩预告, 公司预计 24Q1 实现营业收入 54.2-62.4 亿元, 同比增长 40.0%-61.2%; 归母净利润 10.4-12.0 亿元, 同比增长 75.8%-102.8%; 扣非后归母净利润 9.9-11.4 亿元, 同比增长 85.5%-113.6%, 继续实现高增。

图表 5: 2019-23 年公司营收 (单位: 亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2019-23 年公司归母净利润 (单位: 亿元)

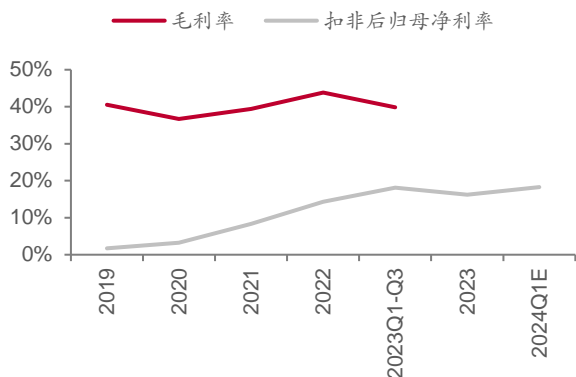


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 盈利能力稳步提升。**23 年前三季度公司实现毛利率 39.83%, 同比下降 4.15pcts, 主要与 23 年景气度下行有关。2019-23 年前三季度公司实现扣非后归母净利率 1.72%/3.25%/8.33%/14.34%/18.10%, 根据公司业绩预告中值计算, 24Q1 扣非后归母净利率为 18.27%, 同比提升 4.47pcts。公司盈利能力稳步提升, 主要系随着公司营收规模的持续扩大, 规模效应逐

渐显现，成本费用率稳定下降。

图表 7: 2019-24Q1 公司利润率情况

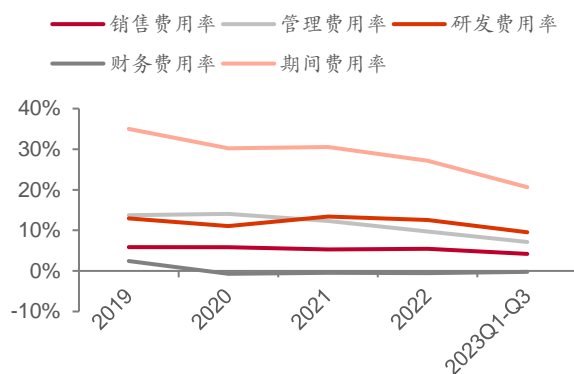


来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 公司当前仅发布 23 年业绩快报、24Q1 业绩预告, 仅有扣非净利率信息,

23Q4 和 24Q1 毛利率尚无公开信息

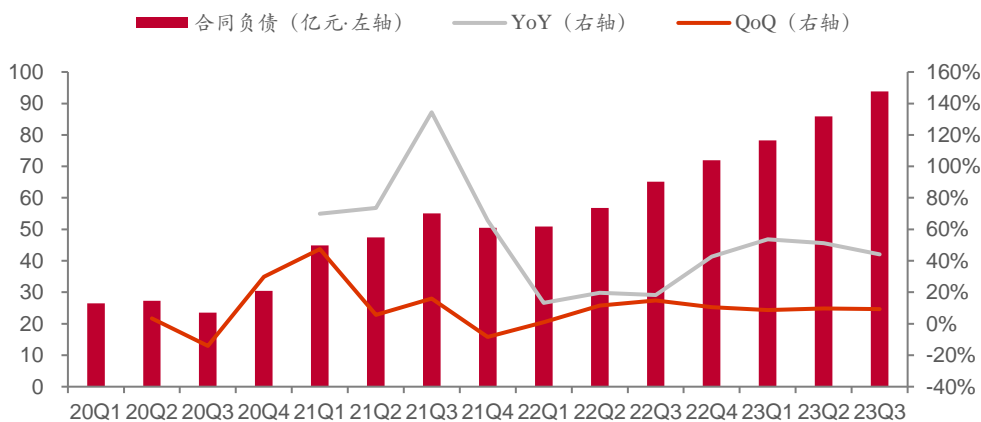
图表 8: 2019-23 年前三季度公司期间费用率



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 从合同负债看，公司成长动能强劲。**公司作为设备公司，其当期订单预示未来收入规模。客户在下单后，通常会支付部分金额，形成公司的合同负债（预收账款）。23Q3，公司在各报告期末的合同负债（预收账款）为 93.80 亿元，同比增长 44.04%，环比增长 9.25%，合同负债和新签订单高增，预示着公司充沛的成长动能。

图表 9: 2020-23Q3 年公司合同负债情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

二、大陆晶圆厂掀起扩产潮，北方华创优势显著

1、大陆晶圆厂掀起扩产潮

- 2023 年全球半导体设备市场略降，但中国大陆实现逆势高增达 366 亿美元。**据 SEMI，2023 年全球半导体设备市场规模达 1062.5 亿美元，yoy-1%，相比于 2022 年的 1076.4 亿元略有减少，主要系 2023 年全球半导体行业景气仍处于低迷状态、晶圆厂扩产动力不足。然而，在全球需求疲弱的大背景下，中国大陆 2023 年半导体设备市场空间由 2022 年的 282.7 亿美元大增 29%，至 366.0 亿美元，为全球增速最快的地区，其背后主要系大陆晶圆厂看好本土晶圆制造前景、积极扩产，带动对设备的需求高增。

图表 10：大陆 2023 年半导体设备市场增速全球最快（单位：亿美元）

地区	2023	2022	% (YoY)
中国	366.0	282.7	29%
韩国	199.4	215.1	-7%
中国台湾	196.2	268.2	-27%
北美	120.5	104.8	15%
日本	79.3	83.5	-5%
欧洲	64.6	62.8	3%
其他	36.5	59.5	-39%
总计	1062.5	1076.6	-1%

来源：SEMI，中泰证券研究所

- 展望未来，中国大陆有望引领全球半导体设备未来数年的支出，2024-27 年维持在 300 亿美元以上的高位。**据 SEMI，2024-27 年，中国大陆每年半导体设备投资规模均有望保持在 300 亿美元以上，规模居全球主要地区第一位，仍将继续引领全球半导体设备支出。而中国台湾、韩国地区则受益于 HPC 带动的先进制程扩张，以及存储市场复苏，2024 至 2027 年有望增加对半导体设备的投资。美国则在“芯片法案”等本土芯片法规扶持下，半导体晶圆制造有望实现较快增长，2024 年半导体设备开支预期在 120 亿美元，至 2027 年有望翻倍至 247 亿美元。

图表 11：大陆未来数年将持续引领全球设备支出（单位：亿美元）

地区	2024E	2027E
中国大陆	300+	300+
中国台湾	203	280
韩国	195	263
美国	120	247
日本及其他地区	/	279

来源：SEMI，中泰证券研究所

- 本土大型晶圆厂积极扩产，奠定国产设备订单增长坚实基础。**我们根据公开资料梳理，中芯国际当前重点在建项目主要为上海临港 12 寸晶圆代工项目、天津西青 12 寸晶圆厂项目，分别规划投资额在 573、500 亿元，合计超千亿元；华虹半导体无锡二期项目，规划投资接近 480 亿元，规

划产能在 8.3 万片特色工艺，体量较大；上海华力康桥二期，仅厂房和配套设施建设投资就接近 100 亿元，整体扩产规模亦有望较大；2023-24 年，存储大厂长江存储、武汉新芯、合肥长鑫均有不同规模的融资动作。本土大型逻辑、存储晶圆厂积极扩产，规模庞大且对国产设备验证、导入均较为积极，有望在未来数年奠定国产设备厂商订单增长的坚实基础。

图表 12：大陆大型晶圆厂扩产规划及相关融资动态

晶圆厂	重要在建项目或融资动态	规划投资 (亿元)	规划产能 (万片 12 寸/月)	工艺节点
中芯国际	临港 12 英寸晶圆代工	573	10	28nm 及以上
	天津西青项目	500	10	28-180nm
华虹半导体	无锡二期	480	8.3	特色工艺
上海华力	康桥二期	已知厂房及配套设施建设投资 99 亿元	/	/
长江存储	23 年 2 月，注册资本由约 562.7 亿元增至约 1052.7 亿元，同时大基金二期增资入股，认缴出资额为 128.87 亿元			
武汉新芯	24 年 4 月，引入近 30 家新股东，注册资本从 57.82 亿元增至约 84.79 亿元			
合肥长鑫	24 年 3 月，旗下子公司长鑫科技开展新一轮股权融资，融资规模 108 亿元			

来源：相关公司公告，上海市建设市场信息服务平台，集邦存储市场公众号，高净值热点评论公众号，CINNO 公众号，中泰证券研究所

2、北方华创优势显著

- 北方华创为国内少有的平台型设备公司，覆盖的 IC 设备占整体设备比重有望过半。在 IC 设备领域，北方华创产品横跨硅片生长、薄膜沉积、沟槽蚀刻、工艺处理等多个关键环节，其中又数薄膜沉积、沟槽蚀刻工艺价值量占比最大，二者合计占整体 IC 设备价值量的比重接近 40-50%，再加上其他环节的工艺设备，北方华创当前覆盖的 IC 设备占整体 IC 设备支出的比重有望超过 50%。
- 北方华创在 ICP 刻蚀、PVD 等拳头产品上，其技术优势稳居国内领先地位。ICP 刻蚀：公司是 ICP 刻蚀领域的国产龙头，至 2022 年末已完成数百道工艺的量产验证，ICP 刻蚀产品出货累计超过 2000 腔，金属刻蚀凭借稳定的量产性能成为国内主流客户优选机台。PVD：公司先后掌握了溅射源设计技术、等离子产生与控制技术、颗粒控制技术、腔室设计与仿真模拟技术等，为国内少数 PVD 厂商，可支持铝、铜、氮化钛等多种金属硬掩膜的沉积。此外，北方华创在热处理方面，深耕高压、高温、高真空技术，其氧化炉等热处理设备居国内领先地位。

图表 13：北方华创 IC 设备产品矩阵图

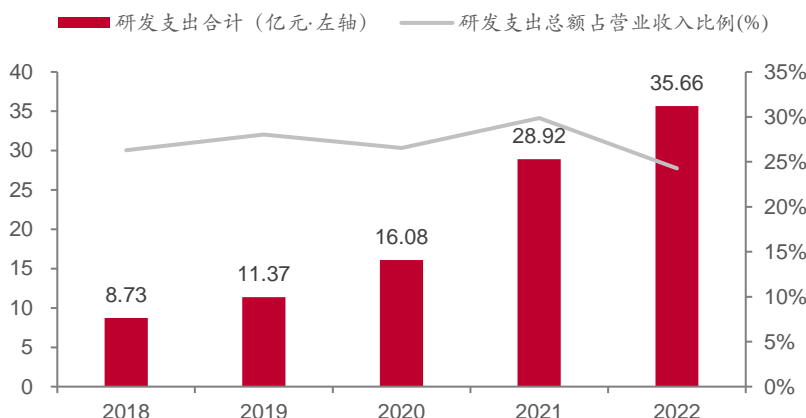
环节	IC 设备	具体产品系列
硅片生长	长晶炉	AGF (电阻式碳化硅长晶炉)、APS (感应式碳化硅长晶炉)
	物理气相沉积	eVictorPVD Al (金属铝薄膜)、eVictor (8 寸)
薄膜沉积	化学气相沉积	EPEE i200 (等离子体增强)、Esther E320R (8 寸单片减压硅外延)、Eris E120R (8 寸单片减压硅外延)
		NMC 508C/G (多晶硅)、NMC 508M (金属)、NMC 508RIE (介质)、NMC 508Gt (深槽)、NMC 612C (12 寸硅)、NMC 612D (12 寸硅)、NMC 612M (12 寸氮化钛)、NMC 612G (12 寸金属)、PSE V300 (深硅)、ACE i300 (去胶)
沟槽蚀刻	刻蚀	

氧化扩散	Hesper TO230R (12 寸单片减压湿法氧化)、THEORIS A302 (12 寸立式低温退火)、THEORIS A302C (12 寸立式 PI 固化)、THEORIS HO302D (12 寸立式低压 CVD 高温氧化硅)、THEORIS PY302U (12 寸立式低压 CVD 非掺杂多晶硅)、THEORIS SN302D (12 寸立式低压 CVD 氮化硅)、THEORIS X302H (12 寸立式高温氧化)、THEORIS X302P (12 寸立式中温氧化)、TENESIS X308P (12 寸立式大产能中温氧化)、FLOURIS A201 (8 寸立式低温退火)、FLOURIS X201P (8 寸立式中温氧化)、FLOURIS X201H (8 寸立式高温氧化)、Booster SWA (单片退火)
热处理和清洗等	SC3080 (12 寸单片)、Pinnacle300 (12 寸槽式)、GAMA (6/8 寸全自动槽式)、Bpure (立式/卧式管舟)、Pinnacle200 (8 寸槽式)
湿法	QL (气路系统)、DS300 (压力式质量流量控制器)、CS330 (数字式质量流量计)、CS230 (数字式质量流量计)
气体测量控制	

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 北方华创高度重视研发，高端领域不断突破、新产品不断推出：
- 1) 保持高强度研发投入，研发支出占收入比重维持高位。2018-22 年，公司研发支出从 8.73 亿元增至 35.66 亿元，CAGR 高达 42%，主要系：一方面公司营收高增带动公司有更大的资金投入下一阶段研发，另一方面系公司产品矩阵日益丰富、需要更高的投入来维持多品类的研发。研发支出占总收入的比重，2018-22 年均维持在 25%左右的水位，体现了公司对研发的重视。

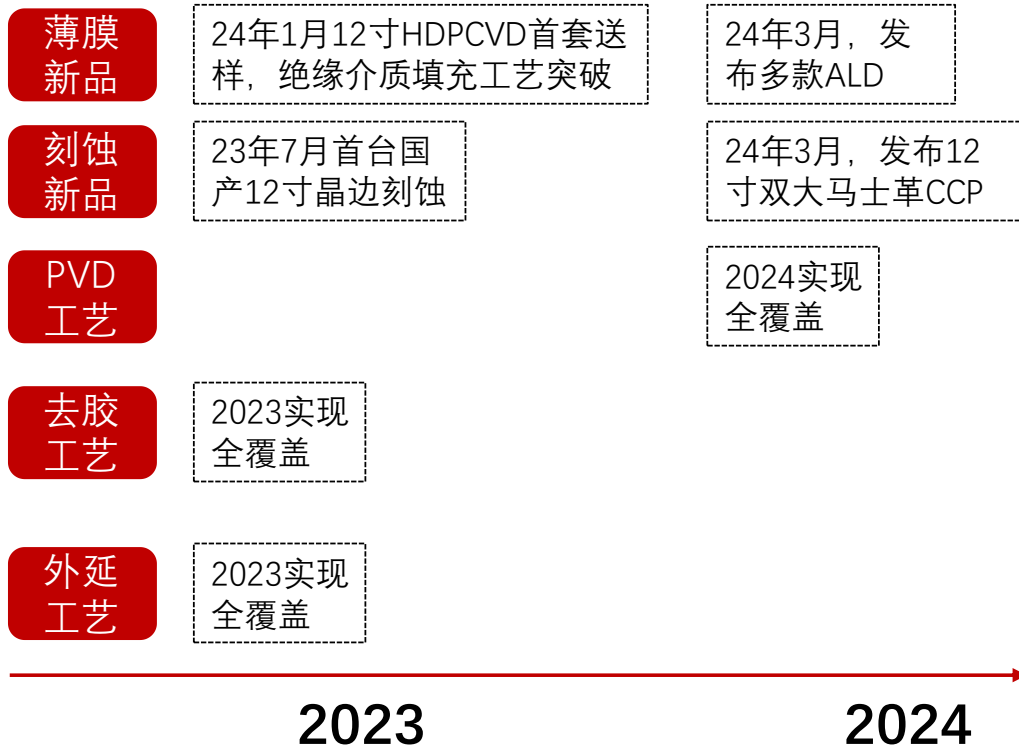
图表 14：2018-22 年公司研发支出合计占营收情况



来源：wind，中泰证券研究所

- 2) 新产品密集推出，高端领域不断突破。长期持续高强度研发，带来 2023-24 年公司新产品、新领域的不断突破。在公司长期深耕的外延、去胶和 PVD 工艺领域，公司于 2024 年初均实现了所有工艺的全覆盖，竞争优势进一步加强。在刻蚀设备领域，公司于 23 年 7 月发布国内首台 12 寸晶边刻蚀机，于 24 年 3 月发布双大马士革 CCP 刻蚀机——公司将产品领域向 CCP 刻蚀持续拓展；在 CVD 薄膜设备领域，24 年 1 月公司送样首台 HDPCVD，意味着绝缘介质填充工艺的突破，24 年 3 月公司发布多款 ALD 设备，在 ALD 领域的产品矩阵大大扩容。公司在新品、高端领域的突破，有利于公司把握下游晶圆厂扩产及工艺升级的趋势。

图表 15：2023-24 年北方华创新产品、新工艺不断突破

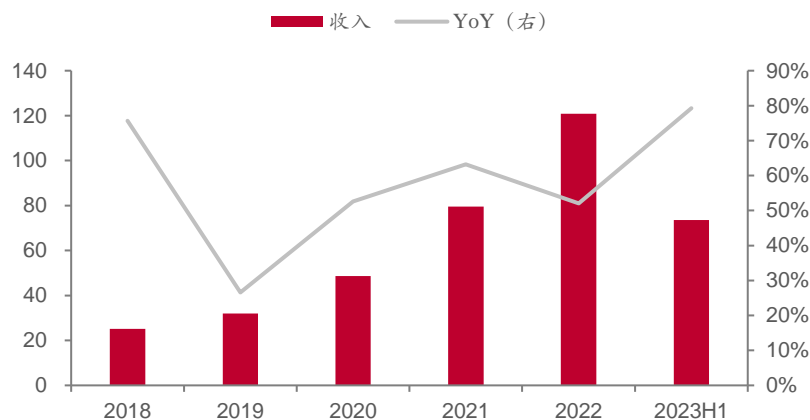


来源：公司官网，中泰证券研究所

3、其他泛半导体领域有望较快发展

- 公司整体泛半导体设备 2018-22 年营收 CAGR 高达 48%。据财报，2018 年公司泛半导体设备（电子装备）收入规模为 25.21 亿元，至 2022 年增至 120.84 亿元，2018-22 年 CAGR 高达 48%，23H1 公司该项业务收入为 73.49 亿元，YoY 达 79%——延续高增态势。

图表 16：2018-23H1 公司泛半导体设备收入及增速（单位：亿元）



来源：wind，中泰证券研究所

- 公司有望同时受益于新能源、新材料领域的需求催化。第三代半导体：公司将 IC 设备领域的技术优势发挥到第三代半导体领域，实现了其中薄膜、刻蚀等工艺环节的良好覆盖。第三代半导体在如今新能源车向 800V 升级的浪潮下，其需求有望爆发，相关设备的需求有望水涨船高。光伏：

“双碳”政策驱动，海内外光储市场整体保持较高景气，公司密切跟踪技术趋势，匹配市场需求，及时推出符合市场需求的新品，有望受益于新能源浪潮对上游设备需求的拉动。**新材料**：新型工业化的发展离不开新材料制备、高端材料热处理工艺的进步，公司将半导体领域对材料处理技术的积累迁移至其他工业领域，有望打开新的市场空间。

图表 17：北方华创工艺设备所覆盖的泛半导体领域一览

相关领域	核心环节	是否覆盖
IC	刻蚀	✓
	薄膜沉积	✓
	热处理	✓
	湿法清洗等	✓
	光刻	
	涂胶显影	
	离子注入	
	量/检测	
功率/化合物半导体	长晶	✓
	刻蚀	✓
	薄膜沉积	✓
	热处理	✓
	湿法清洗等	✓
	光刻	
	涂胶显影	
	离子注入	
先进封装	量/检测	
	刻蚀	✓
	薄膜沉积	✓
	热处理	✓
	湿法清洗等	✓
	电镀	✓
	键合	✓
	光刻	
	涂胶显影	
量/检测		
LED	长晶	✓
	刻蚀	✓
	薄膜沉积	✓
	热处理	✓
	湿法清洗等	✓
	光刻	
	涂胶显影	
	离子注入	
光伏	量/检测	
	硅片制备	✓

扩散	✓
光刻	
刻蚀	✓
金属化	✓
封测	

来源：公司官网，中泰证券研究所

三、投资建议

- 我们预计公司 2023-25 年有望实现营收为 221/300/396 亿元，YoY 分别为 50%/36%/32%，对应毛利率为 42%/43%/43%。分项来看：
- (1) 电子工艺装备业务，预计 2023-25 年营收为 193/266/356 亿元，YoY 分别为 60%/38%/34%，对应毛利率 38%/39%/40%。公司电子工艺装备业务主要为半导体、真空及锂电设备。半导体设备方面，随着公司应用于集成电路领域的刻蚀、薄膜沉积、清洗和炉管等数十种核心工艺装备市场认可度持续提升，工艺覆盖度及市场占有率持续增长，公司半导体装备销售额有望持续增长，且随着 24/25 年行业周期回暖，公司毛利率也得以有望提升；真空及锂电方面，随着公司在光伏、新能源汽车等领域持续开拓新品类，未来几年有望实现稳健成长。
- (2) 电子元器件业务，预计 2023-25 年营收为 27/32/39 亿元，YoY 分别为 5%/20%/20%，对应毛利率为 70%/71%/72%。公司在电子元器件业务中主要是石英晶体器件、石英微机电传感器、高精密度电阻器、钽电容器、微波组件、模拟芯片、模块电源等产品，23 年业绩主要受到行业景气度影响，后续随着公司产品品类持续拓展，下游需求回升，有望迎来进一步增长，且毛利率也有望得以提升。

图表 18：公司营业收入拆分预测

业务类型	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总计	营收 (亿元)	96.83	146.88	220.79	299.90	396.40
	YoY	60%	52%	50%	36%	32%
	毛利率	39%	44%	42%	43%	43%
电子工艺装备	营收 (亿元)	79.48	120.85	192.77	266.47	356.48
	YoY	63%	52%	60%	38%	34%
	毛利率	33.00%	37.70%	38.00%	39.00%	40.00%
电子元器件	营收 (亿元)	17.15	25.74	27.03	32.43	38.92
	YoY	47%	50%	5%	20%	20%
	毛利率	68.90%	72.53%	70.00%	71.00%	72.00%

来源：wind，中泰证券研究所

- 综上，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 221/300/396 亿元，YoY 分别为 50%/36%/32%，对应毛利率为 42%/43%/43%。归母净利润分别为 39/54/72 亿元，同比增长 66%/40%/32%。我们选取同为处于业务爆发期的设备公司芯源微、中微公司、拓荆科技作为公司的可比公司，可计算得可比公司 2023-25 年 PE 分别为 49/37/28 倍，同期公司 PE 为 41/29/22 倍，低于可比公司平均水平。考虑到公司在半导体设备领域的平台化优势，以及大陆晶圆制造升级的确定性，结合公司估值情况，给予公司“买入”评级。

图表 19: 可比公司估值表 (截至 2024 年 4 月 22 日)

代码	公司	市值	净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
688037.SH	芯源微	129.34	2.00	2.51	4.05	5.68	64.62	51.62	31.93	22.76
688012.SH	中微公司	833.94	11.70	17.86	21.17	26.81	71.29	46.70	39.39	31.11
688072.SH	拓荆科技	328.20	3.69	6.65	8.31	11.39	89.06	49.38	39.48	28.82
	行业平均						74.99	49.23	36.93	27.56
002371.SZ	北方华创	1579.85	23.53	38.99	54.41	71.71	67.15	40.52	29.04	22.03

来源: wind, 中泰证券研究所, 中微公司净利润预测来自中泰证券, 其余来自 Wind 一致预期。

四、风险提示

- 下游大型晶圆厂扩产不及预期：下游大型晶圆厂引领设备升级，并且奠定了设备板块基本的需求规模。若下游大型晶圆厂扩产不及预期，恐影响公司订单增长预期。
- 行业竞争加剧：国内拓荆科技、中微公司、微导纳米、盛美上海等公司亦布局相关产品，对公司形成竞争。
- 行业规模测算偏差风险：报告中的行业规模测算是基于一定的假设条件，存在不及预期风险。
- 研报使用信息更新不及时：研报使用信息为公开信息和调研数据，可能因为信息更新不及时产生一定影响。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	10,435	19,204	25,502	32,497	营业收入	14,688	22,080	29,990	39,640
应收票据	1,346	0	0	0	营业成本	8,250	12,802	17,235	22,516
应收账款	2,995	4,796	6,405	8,236	税金及附加	135	196	281	358
预付账款	1,551	0	0	0	销售费用	802	1,104	1,560	2,061
存货	13,041	18,417	24,482	32,722	管理费用	1,421	1,766	2,399	3,171
合同资产	391	529	897	1,100	研发费用	1,845	2,098	2,849	3,766
其他流动资产	1,751	2,246	3,535	4,620	财务费用	-83	-115	-246	-203
流动资产合计	31,117	44,663	59,924	78,076	信用减值损失	-85	-78	-20	-20
其他长期投资	57	60	60	59	资产减值损失	-18	-22	-27	-31
长期股权投资	2	2	2	2	公允价值变动收益	-3	0	0	0
固定资产	2,484	2,684	2,927	3,209	投资收益	0	0	0	0
在建工程	1,223	1,323	1,323	1,223	其他收益	667	677	700	700
无形资产	2,003	2,245	2,423	2,539	营业利润	2,867	4,805	6,571	8,625
其他非流动资产	5,664	3,453	3,906	4,289	营业外收入	14	18	17	16
非流动资产合计	11,434	9,767	10,640	11,321	营业外支出	27	2	0	0
资产合计	42,551	54,430	70,564	89,397	利润总额	2,854	4,821	6,588	8,641
短期借款	227	485	576	634	所得税	313	438	522	707
应付票据	297	1,280	1,757	1,851	净利润	2,541	4,383	6,066	7,934
应付账款	5,592	7,913	10,377	14,042	少数股东损益	188	484	625	763
预收款项	56	2,024	716	1,183	归属母公司净利润	2,353	3,899	5,441	7,171
合同负债	7,198	8,360	14,195	18,464	NOPLAT	2,467	4,278	5,840	7,748
其他应付款	163	159	185	179	EPS (按最新股本摊薄)	4.44	7.35	10.26	13.52
一年内到期的非流动负债	41	98	62	53					
其他流动负债	2,195	2,796	4,377	5,460	主要财务比率				
流动负债合计	15,770	23,114	32,245	41,865	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	3,740	4,593	5,463	6,826	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	51.7%	50.3%	35.8%	32.2%
其他非流动负债	3,057	2,462	2,646	2,683	EBIT增长率	129.7%	69.8%	34.8%	33.0%
非流动负债合计	6,797	7,055	8,109	9,509	归母公司净利润增长率	118.4%	65.7%	39.5%	31.8%
负债合计	22,567	30,169	40,353	51,374	获利能力				
归属母公司所有者权益	19,746	23,539	28,864	35,913	毛利率	43.8%	42.0%	42.5%	43.2%
少数股东权益	238	721	1,347	2,110	净利率	17.3%	19.8%	20.2%	20.0%
所有者权益合计	19,984	24,261	30,211	38,023	ROE	11.8%	16.1%	18.0%	18.9%
负债和股东权益	42,551	54,430	70,564	89,397	ROIC	12.9%	16.4%	18.0%	19.1%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	53.0%	55.4%	57.2%	57.5%
					债务权益比	35.4%	31.5%	29.0%	26.8%
					流动比率	2.0	1.9	1.9	1.9
					速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转天数	60	64	67	66
					应付账款周转天数	198	190	191	195
					存货周转天数	460	442	448	457
					每股指标 (元)				
					每股收益	4.44	7.35	10.26	13.52
					每股经营现金流	-1.37	13.56	11.93	12.42
					每股净资产	37.24	44.39	54.43	67.72
					估值比率				
					P/E	67	41	29	22
					P/B	8	7	5	4
					EV/EBITDA	139	89	67	51

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。