

半导体行业点评报告

大基金三期募资落地，晶圆厂 CAPEX 加速+长期利好设备环节

增持（维持）

2024 年 05 月 28 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 李文意

执业证书：S0600122080043

liwenyi@dwzq.com.cn

投资要点

- **大基金三期募资落地，规模 3440 亿元创新纪录为历史之最。**一期 1387.2 亿元（投资期 2014 年到 2019 年），二期 2041.5 亿元（投资期 2019 年到 2024 年）。此次广东国资，天津国资都是【新增】的出资单位（上海国盛、北京亦庄上一轮也是出资单位），未来我们判断对当地项目返投的投资比例会较大幅度上升。
- **重资产特点的晶圆厂是最直接受益方向（先进制程 FAB 扩产会加速）；设备属于间接受益。**市场认为，成熟制程扩产告一段落，先进制程扩产会是长周期的缓慢变化。我们认为，随着 AI 应用加速等催化，国内需求拐点将向上，故国内存储大厂+逻辑大厂的扩产有望得到大基金较大支持。过去 5 年 IC 设计公司上市进度加快，且其轻资产模式可吸纳投资额有限。而设备和材料环节各个赛道龙头公司逐渐明晰，且设备和材料属于轻资产+长周期+快迭代+慢见效的发展逻辑，现阶段缺少的不是资金，而是 FAB 扩产带来的试用和验证机会。新增的产线是设备国产化最好的新增订单来源。我们认为，重点投资方向还是先进制程 FAB，如果新产线加速 CAPEX，设备环节将会间接受益。我们整体观点还是存量龙头继续提高国产化份额的逻辑，新成立的设备公司后续客户验证的最佳时间窗口已逐渐在减少。
- **我们看好前道核心的刻蚀和薄膜 2 大核心设备环节，也看好国产化率低的涂胶显影和量测环节。**前道环节—我们首先最看好设备需求量最大的刻蚀和薄膜 2 大核心环节。薄膜和刻蚀前道份额分别最大，仅次于光刻，设备价值量分别是 23%左右，且该赛道技术壁垒高+竞争格局好，龙头示范效应明显，我们最看好【北方华创】+【中微公司】。且随着芯片结构从 2D 向 3D 转变，薄膜和刻蚀设备的用量占比，还在持续提升。**低国产化率环节—我们最看好涂胶显影、量测环节、薄膜。**1) **涂胶显影：**市场认为，由于 TEL 是日本公司，可能涂胶显影国产化率紧迫程度不高，但是由于其和光刻机前后道工序的独特性，未来 3-5 年是其国产化率加速的核心时间窗口，我们看好国产龙头【芯源微】客户端的订单加速。2) **量测：**市场认为，量测真实市场空间不大，国产化可以触及的主要是较为简单的膜厚设备。但由于量测格局非常集中&每个细分方向研发要求高&细分市场均不大&设备价值量高，无形的技术壁垒很高，所以存量龙头长期最为受益，故我们看好【中科飞测】、【精测电子】的长期成长性。3) **薄膜：**市场认为，薄膜环节玩家增加，竞争开始激烈。但其实各家公司薄膜领域的拓展，属于差异化竞争阶段，各个非常细分工艺上，可能有 2-3 家供应商，差异化发展是当前最优选择。我们看好北方华创、拓荆科技、微导纳米的长期研发能力和拓品类的能力。
- **核心零部件最看好射频电源、真空泵的国产化大机遇。**零部件的长期逻辑是晶圆厂先工艺跑通，再考虑设备国产化。然后在设备国产化之后，才会考虑零部件降本和供应链稳定，故零部件整个周期靠后。且相比结构件而言，射频电源和真空泵的研发要求高，固定资产的资本投入大。我们看好【英杰电气】、【汉钟精机】的长期发展机会。
- **投资建议：**重点推荐前道平台化布局刻蚀+薄膜设备的北方华创、中微

行业走势



公司，低国产化率环节的涂胶显影设备芯源微、量测设备的中科飞测&精测电子，薄膜沉积设备的拓荆科技、微导纳米，零部件的英杰电气、汉钟精机。

■ 风险提示：晶圆厂资本开支低于预期；竞争格局激烈等。

图1：重点公司估值（截至 2024/05/27）

		股价	市值	营业收入（亿元）			PS			归母净利润（亿元）			PE		
		（元）	（亿元）	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002371.SZ	北方华创	304.00	1614	290.8	358.4	426.1	6	5	4	56.0	73.4	91.7	29	22	18
688012.SH	中微公司	129.41	802	81.2	104.6	133.2	10	8	6	20.8	25.8	36.4	39	31	22
688072.SH	拓荆科技	191.50	360	39.4	51.1	61.3	9	7	6	8.3	11.8	14.1	44	31	26
688147.SH	微导纳米	29.08	132	40.3	51.3	57.3	3	3	2	6.3	8.3	9.2	21	16	14
688037.SH	芯源微	91.49	126	23.5	31.7	40.8	5	4	3	3.3	4.3	5.5	38	29	23
688200.SH	华峰测控	107.68	146	9.1	11.6	13.4	16	13	11	3.4	4.6	5.4	42	32	27
300751.SZ	迈为股份	134.63	376	149.9	197.3	214.4	3	2	2	15.2	22.8	28.8	25	17	13
300820.SZ	英杰电气	44.26	97.53	25	31.5	39.4	3.9	3	2	6	7.1	8.4	16.2	14	12
002158.SZ	汉钟精机	19.32	103	41.1	46.3	54.1	3	2	2	9.4	10.8	13.0	11	10	8

数据来源：Wind，东吴证券研究所（备注：以上公司盈利均为东吴预测）

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>