

## 迈为股份 (300751)

# 晶圆激光开槽设备累计订单突破百台，半导体先进封装领域加速布局

买入 (维持)

2024年08月21日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 李文意

执业证书: S0600524080005  
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4148	8089	14988	19725	21442
同比 (%)	34.01	94.99	85.30	31.60	8.71
归母净利润 (百万元)	861.95	913.90	1,524.00	2,277.36	2,883.10
同比 (%)	34.09	6.03	66.76	49.43	26.60
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.09	3.27	5.46	8.16	10.33
P/E (现价&最新摊薄)	27.18	25.63	15.37	10.29	8.12

关键词: #新产品、新技术、新客户

### 投资要点

■ **事件:** 近日, 迈为股份半导体晶圆激光开槽设备累计订单突破百台, 主要客户包括长电科技、华天科技、佰维存储等半导体封装领域知名企业。

■ **先进封装& 40nm 及以下芯片制程持续渗透是晶圆激光开槽设备需求增长的主要驱动力:** 半导体晶圆激光开槽设备是晶圆划片前形成切割道的重要设备, 主要应用于 40nm 及以下制程或先进封装应用下的 low-k 晶圆表面开槽。2022 年全球激光开槽设备市场规模约 4 亿美元, 其中半导体晶圆激光开槽设备市场规模为 3.5 亿美元, 国内市场规模约占全球的 30%。未来在先进制程及先进封装快速发展带动下, 该设备市场规模有望持续增长。竞争格局方面, 全球主要的晶圆激光开槽设备厂商包括 DISCO、ALSI、EO Technics、帝尔激光、德龙激光、Synova、迈为股份、镭鸣激光、大族激光等, DISCO 的份额最高, 2022 年 CR3 达 73%。

■ **迈为晶圆激光开槽设备技术水平与国内份额领先, 订单快速放量:** 自 2021 年 12 月首获晶圆激光开槽设备订单以来, 迈为股份以领先的产品优势, 成为国内第一家为长电科技等企业供应半导体晶圆激光开槽设备的制造商, 实现了该设备的国产化。截至目前, 公司已相继推出了多款半导体晶圆激光开槽设备, 精度、可靠性、稳定性等性能指标达到国际先进水平。近日该设备累计订单突破 100 台, 实现国内市场份额的领先。

■ **迈为磨划设备对标日本 DISCO, 他山之石, 或可攻玉:** DISCO 是全球半导体切磨抛设备与耗材龙头, 领先的技术优势+切磨抛设备与耗材全套解决方案+完善的服务体系共同构筑起 DISCO 的高大护城河。迈为相比国内对手已具前二, 迅速在半导体切磨抛设备这一小而美的细分赛道卡位, 具有一定先发优势。

■ **迈为已布局半导体硅片环节的研磨+封测环节的切磨抛和键合, 未来规划布局晶圆制造环节的 CMP&清洗:** 迈为依托真空、激光、精密控制三大技术从光伏设备拓展至半导体设备市场。近年来公司聚焦半导体泛切割与 2.5D/3D 先进封装, 在半导体封装特别是先进封装领域加速布局, 现已推出晶圆激光开槽、激光改质切割、刀轮切割、研磨等设备, 并提供半导体封装磨划设备+耗材+工艺完整解决方案。2024 年, 公司成功开发出全自动晶圆临时键合机、晶圆激光解键合机以及全自动混合键合机等多款新品, 在半导体先进键合设备领域取得突破。未来公司还规划进军晶圆制造环节的 CMP 和清洗设备市场, 进一步拓宽产品边界。

■ **盈利预测与投资评级:** 迈为股份作为 HJT 整线设备龙头受益于 HJT 电池加速扩产, 长期泛半导体领域布局打开成长空间。我们维持公司 2024-2026 年的归母净利润为 15.24/ 22.77/ 28.83 亿元, 对应当前股价 PE 为 15/10/8 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 下游扩产不及预期, 新品拓展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	83.90
一年最低/最高价	83.46/192.00
市净率(倍)	3.17
流通 A 股市值(百万元)	16,204.88
总市值(百万元)	23,424.70

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	26.45
资产负债率(% ,LF)	69.34
总股本(百万股)	279.20
流通 A 股(百万股)	193.15

### 相关研究

《迈为股份(300751): OLED 激光设备再度中标京东方项目, 泛半导体领域打开成长空间》

2024-05-27

《迈为股份(300751): 2023 年报&2024 年一季报点评: 盈利能力逐步修复, 泛半导体领域布局打开成长空间》

2024-04-25

## 内容目录

1. 晶圆激光开槽设备：赛道“小而美”，迈为国内份额领先 .....	4
1.1. 受益于先进制程和先进封装快速发展 .....	4
1.2. 国内市场规模约 1 亿美元，份额集中于 DISCO 等海外厂商 .....	5
1.3. 迈为该设备技术水平与国内份额领先，订单正快速放量 .....	6
2. 半导体封装设备：磨划设备对标日本 DISCO，先进键合设备研发突破 .....	6
2.1. 迈为聚焦 2.5D/3D 先进封装及磨划整体解决方案 .....	6
2.2. 迈为磨划设备布局对标日本 DISCO，他山之石，或可攻玉 .....	9
2.3. 迈为先进键合设备研发突破，适时迎合市场需求 .....	10
3. 风险提示 .....	11

## 图表目录

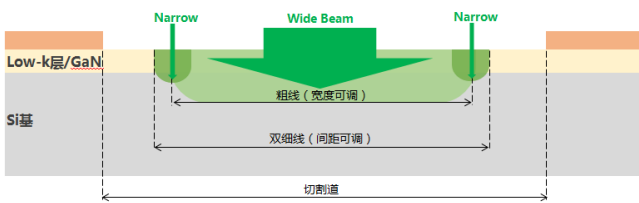
图 1: low-k 晶圆激光开槽过程示意图 .....	4
图 2: low-k 晶圆磨划加工工艺流程 .....	4
图 3: 激光开槽+砂轮切割工艺示意图 .....	4
图 4: 激光开槽+砂轮切割（左）与砂轮切割（右）对比 .....	4
图 5: 2022 年全球激光开槽设备市场规模约 4 亿美元.....	5
图 6: 2022 年全球半导体晶圆激光开槽设备 CR3 达 73%.....	5
图 7: 迈为已布局硅片环节的研磨+封测环节的切磨抛和键合，未来规划布局晶圆制造环节的 CMP&清洗.....	7
图 8: 迈为股份半导体磨划设备产品矩阵.....	7
图 9: 迈为股份在半导体后道磨划环节所布局的关键耗材.....	8
图 10: DISCO 产品矩阵包括划片机、研磨机、抛光机、精密加工工具等.....	9
图 11: 迈为股份可提供的半导体切磨抛工艺及装备解决方案.....	10
图 12: 临时键合与解键合是 2.5D/3D 先进封装的增量过程.....	11
表 1: 迈为和 DISCO 半导体晶圆激光开槽设备对比.....	6
表 2: 迈为股份半导体键合设备产品矩阵.....	8

## 1. 晶圆激光开槽设备：赛道“小而美”，迈为国内份额领先

### 1.1. 受益于先进制程和先进封装快速发展

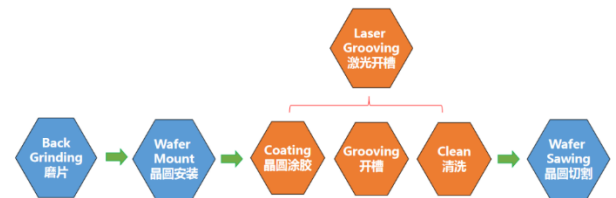
半导体晶圆激光开槽设备是晶圆划片前形成切割道的重要设备，主要应用于 40nm 及以下制程或先进封装应用下的 low-k 晶圆表面开槽。随着芯片制程的不断缩小（40nm 及以下）和芯片集成度的不断提高（以先进封装为代表），为提高芯片处理速度和降低互联电阻电容（RC）延迟，low-k 膜及铜质材料得到广泛应用。但对于 low-k 介质晶圆，传统的刀轮划片容易带来崩裂、膜层脱落等问题，而通过使用无机械负荷的激光开槽，可抑制脱层，实现高品质加工并提高生产效率。因此激光开槽设备主要用于 low-k 或金属材质的 U 型开槽，以便后续刀轮或激光进行划片切割，从而提升良率及切割效果。

图1: low-k 晶圆激光开槽过程示意图



数据来源：大族半导体官方微信公众号，东吴证券研究所

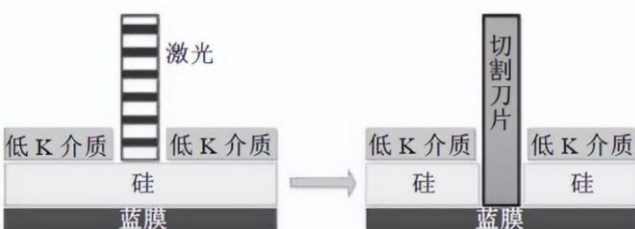
图2: low-k 晶圆磨划加工工艺流程



数据来源：大族半导体官方微信公众号，东吴证券研究所

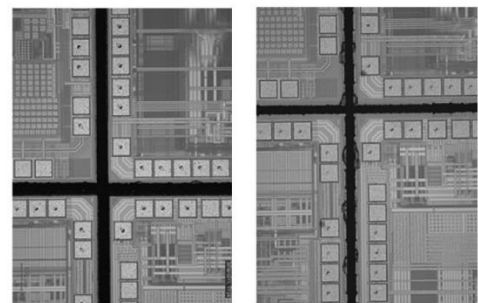
激光开槽设备可大大提高砂轮切割的质量和效率。常用的晶圆切割方式包括砂轮（或刀轮）切割、激光烧蚀切割、激光隐形切割等，其中激光切割的应用越来越广泛。激光切割也分为激光半切、激光全切、激光隐形切等工艺，激光开槽与砂轮切割相结合的方式属于激光半切的一种类型。在切割质量方面，相比仅采用砂轮切割，激光开槽与砂轮切割相结合的方式能够有效控制晶圆切割的正崩，提升加工质量，同时可将砂轮切割的速度提升 2~3 倍，从而大大提高加工效率。

图3: 激光开槽+砂轮切割工艺示意图



数据来源：微纳研究院，东吴证券研究所

图4: 激光开槽+砂轮切割（左）与砂轮切割（右）对比

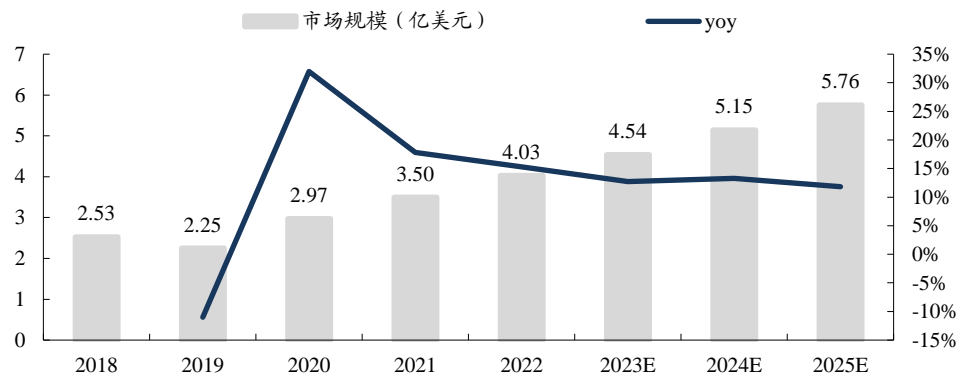


数据来源：梅志鹏等《晶圆激光开槽工艺研究》（2020，应用激光），东吴证券研究所

## 1.2. 国内市场规模约 1 亿美元，份额集中于 DISCO 等海外厂商

2022 年全球半导体晶圆激光开槽设备市场规模为 3.5 亿美元，国内市场规模约 1 亿美元。2022 年全球激光开槽设备市场规模约 4 亿美元，QY Research 预计 2025 年这一市场规模将增长至 5.76 亿美元，2023-2025 年 CAGR 达 13%。按地区看，中国的激光开槽设备市场在过去几年增长较快，2022 年市场规模为 1.2 亿美元，约占全球的 30%。按应用领域，2022 年全球半导体晶圆激光开槽设备市场规模为 3.5 亿美元，占据激光开槽设备市场接近 90% 的份额。在先进制程及先进封装快速发展带动下，该设备市场规模有望持续增长。

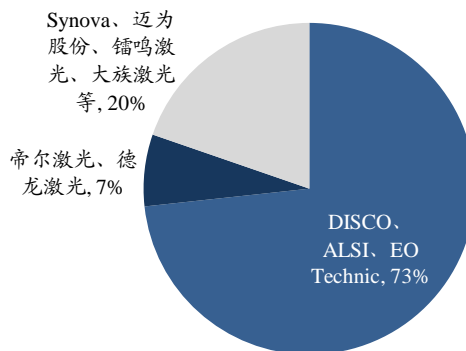
图5：2022 年全球激光开槽设备市场规模约 4 亿美元



数据来源：QY Research，东吴证券研究所

半导体晶圆激光开槽设备长期被 DISCO 等国外设备商垄断，2022 年 CR3 达 73%。由于半导体制造对晶圆激光开槽设备的精度和稳定性要求较高，该设备的研制难度较大，长期以来被具有技术先发优势的国外设备商垄断。全球主要的半导体晶圆激光开槽设备厂商包括 DISCO、ASMPT (ALSI)、EO Technics、帝尔激光、德龙激光、Synova、迈为股份、镭鸣激光、大族激光等，其中排名前三的厂商为 DISCO、ALSI 和 EO Technics，DISCO 的份额最高，2022 年 CR3 达 73%。

图6：2022 年全球半导体晶圆激光开槽设备 CR3 达 73%



数据来源：QY Research，东吴证券研究所



### 1.3. 迈为设备技术水平与国内份额领先，订单正快速放量

迈为股份半导体晶圆激光开槽设备重要技术指标和性能已达到国际先进水平，累积订单突破百台。自 2021 年 12 月首获晶圆激光开槽设备订单以来，迈为股份以领先的产品优势，成为了国内第一家为长电科技等企业供应半导体晶圆激光开槽设备的制造商，实现了该设备的国产化。截至目前，公司已相继推出了多款半导体晶圆激光开槽设备，精度、可靠性、稳定性等性能指标达到国际先进水平。近日该设备累计订单突破 100 台，实现国内市场份额的领先，客户包括长电科技、华天科技、佰维存储等半导体封装领域知名企业。

表1: 迈为和 DISCO 半导体晶圆激光开槽设备对比

设备型号	图例	基本参数	优势
<b>迈为</b> MX-SLG 半导体晶 圆激光开 槽设备		1、适用于 200-300mm low-k/CMOS 等半导体晶圆的表面刻线开槽； 2、采用紫外纳秒或者短脉冲定制激光器； 3、切割速度：0-1000mm/s； 4、开槽深度：≥10 μm； 5、加工方式：全自动	1. 配备高精度直线电机，高速度 X-Y 运动平台； 2. 采用特殊定制的激光器加工，切割槽型品质高，热影响小； 3. 单焦点实现宽光、细光自由组合的切割模式，加工精度高； 4. 采用背光切割载台，边缘识别效果更好； 5. 软件操作简单，设备维护便捷
<b>DISCO</b> DFL7161 半导体晶 圆激光开 槽设备		1、适用于 300mm 硅/化合物半导体晶圆，去除切割道上的 Low-k 膜及铜等金属布线； 2、采用短脉冲激光切割技术； 3、切割速度：1-1000mm/s； 4、加工方式：全自动	1、通过改进传输和处理轴性能，提高最大速度，实现更高的生产率； 2、能够自动检查和调整激光切割位置，实现稳定加工； 3、能够在开槽加工过程中最大限度地排除因发热所产生的影响； 4、配置了 LCD 触摸屏和图形化用户界面(GUI)，操作方便

数据来源：迈为股份官网，DISCO 官网，东吴证券研究所

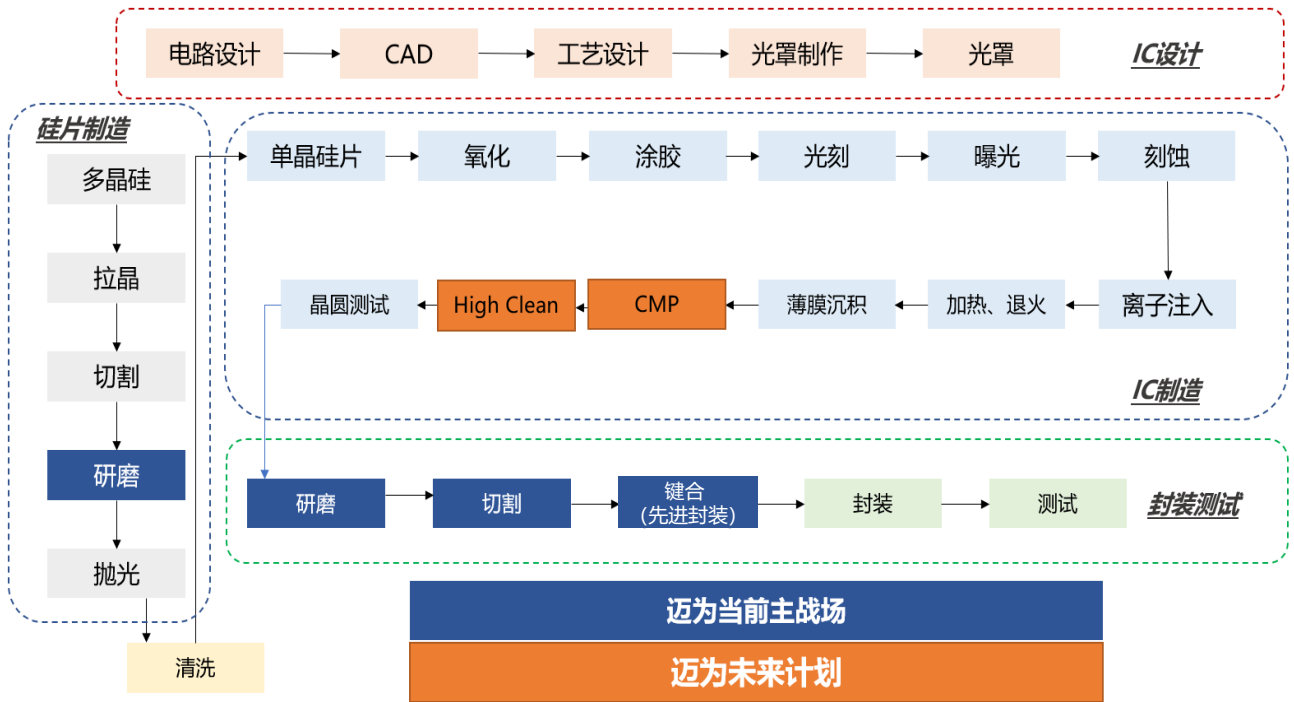
## 2. 半导体封装设备：磨划设备对标日本 DISCO，先进键合设备研发突破

### 2.1. 迈为聚焦 2.5D/3D 先进封装及磨划整体解决方案

迈为可提供半导体封装磨划设备+耗材+工艺完整解决方案，近期成功开发出先进键合设备。通过自主研发创新，公司率先实现激光开槽、激光改质切割、刀轮切割、研磨、磨抛一体设备（国内首款干抛式机台）等半导体晶圆磨划装备的国产化，聚焦半导体泛切割、2.5D/3D 先进封装，提供封装工艺整体解决方案。公司的多款半导体磨划装备已交付长电科技、华天科技、三安光电等客户并实现稳定量产。此外，公司还自主研发了主轴、超精密升降台等核心部件及磨轮、刀轮等主要耗材，可提供磨划设备+耗材+

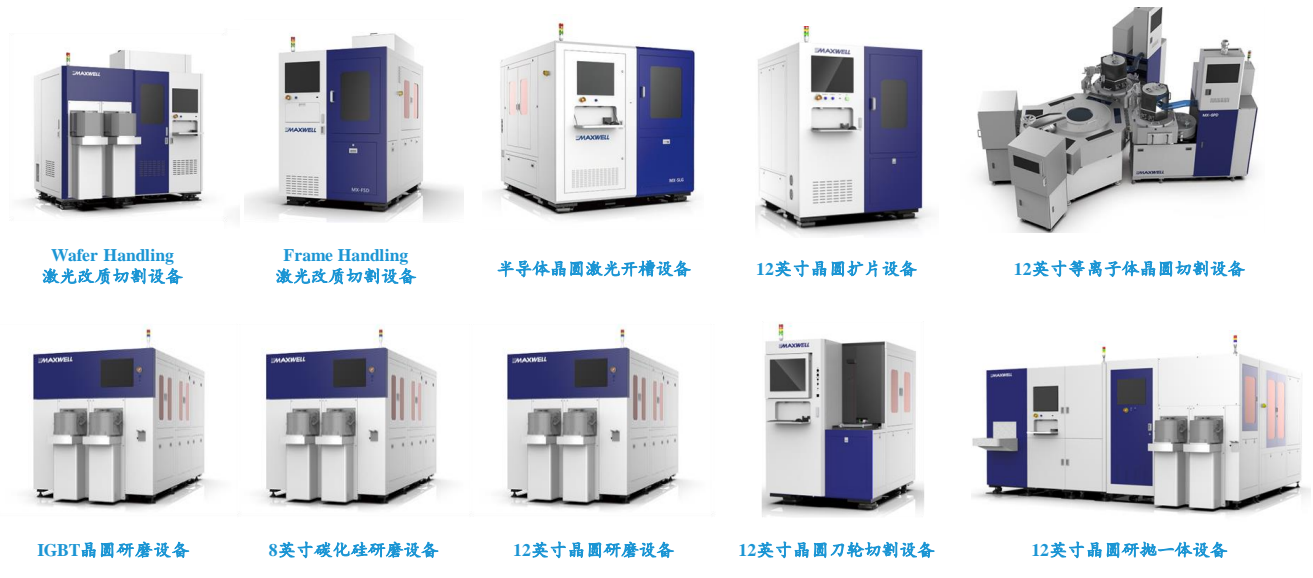
工艺完整解决方案。2024 年，公司成功开发出全自动晶圆临时键合机、晶圆激光解键合机以及全自动混合键合机等多款新品，在半导体先进键合设备领域取得突破。

图7：迈为已布局硅片环节的研磨+封测环节的切磨抛和键合，未来规划布局晶圆制造环节的 CMP&清洗



数据来源：迈为股份公告，东吴证券研究所

图8：迈为股份半导体磨划设备产品矩阵



数据来源：迈为股份官方微信公众号，东吴证券研究所

图9：迈为股份在半导体后道磨划环节所布局的关键耗材



数据来源：迈为股份官方微信公众号，东吴证券研究所

表2：迈为股份半导体键合设备产品矩阵

设备名称	图例	简介	优势
MX-21D1 晶圆临时键合设备		用于 300mm 晶圆级临时键合工艺，集成涂胶、洗边、晶圆翻转、预键合与键合等工艺单元。适用于 2.5D、3D 和 FO 12 英寸晶圆	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 具备高精度洗边功能；</li> <li>2. 一个预键合腔托两个键合腔，将键合效率提升 60%；</li> <li>3. 预键合配置光学识别；</li> <li>4. 键合配置主动与被动调平机构，键合 TTV ≤ 5um；</li> <li>5. 热板配置高，满足制程对烘烤产出的需求；</li> <li>6. 可兼容翘曲值 5mm 以下的晶圆加工</li> </ol>
MX-22D1 晶圆激光解键合设备		用于 300mm 晶圆级激光解键合工艺，集成包括激光烧蚀、载片与晶圆分离、晶圆清洗、玻璃翻转与回收等工艺单元，兼容 Frame 模式。适用于 2.5D、3D 和 FO 12 英寸晶圆	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 自主光路设计，平顶大激光光斑，激光加工效率高；</li> <li>2. 激光景深 5mm，具备光路变焦功能和垂直升降平台，具备大翘曲晶圆激光解键合能力；</li> <li>3. 激光能量/功率双监控；</li> <li>4. 标准双清洗腔配置，可按照客户需求增配，具备溶剂加热功能，可选配溶剂回收单元；</li> <li>5. 玻璃回收进 FOUP，方便部分玻璃晶圆的回收整理</li> </ol>
MX-11D1 晶圆熔融键合设备		用于 300mm 晶圆级熔融/混合键合工艺，集成 EFEM、等离子表面处理、表面亲水处理、高精度晶圆对准/键合、对准偏移红外量测、机械解键合等工艺单元。适用于 CIS、3D NAND、DRAM、Micro LED 等	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 整机模块化设计，方便安装调试和维护；</li> <li>2. 配备高精度主动找平机构，稳定性好；</li> <li>3. 超高精度微动/宏动台，Resolution &lt; 2nm；</li> <li>4. 内环境达 Class1 等级；</li> <li>5. 软件框架成熟，UI 设计简洁，逻辑清晰，功能丰富；</li> <li>6. 自制气浮块、柔性较链、微动/宏动台等关键部件</li> </ol>

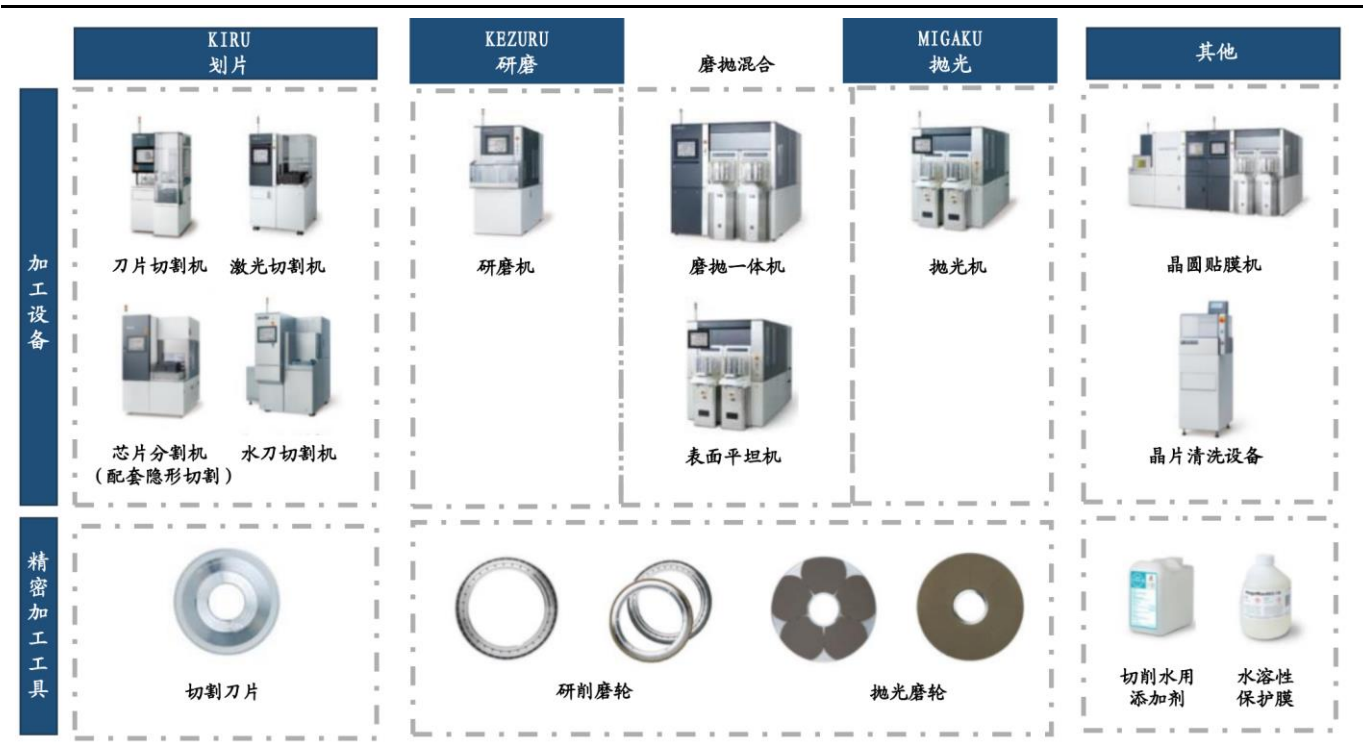
数据来源：迈为股份官方微信公众号，东吴证券研究所



## 2.2. 迈为磨划设备布局对标日本 DISCO，他山之石，或可攻玉

DISCO 是全球领先的半导体切磨抛设备+耗材龙头。日本 DISCO 成立于 1937 年，1956 年 DISCO 成功研发出日本首个超薄树脂砂轮，至此 DISCO 开始专注于半导体切割、研磨工具与设备领域，经过近 70 年发展，现已成为半导体后道所用划片与减薄设备的全球领军者。围绕“切、磨、抛”系列，公司主要设备产品包括划片机、研磨机、抛光机以及磨抛一体机，耗材产品包括切割刀片、研削磨轮、抛光磨轮等。划片机领域，公司在传统刀片切割、激光烧蚀切割（包括激光开槽）和激光隐形切割均有布局，可提供性能行业领先的划片机。磨抛领域，DISCO 独创出 TAIKO、DBG/SDBG 等更具优势的工艺。

图10: DISCO 产品矩阵包括划片机、研磨机、抛光机、精密加工工具等

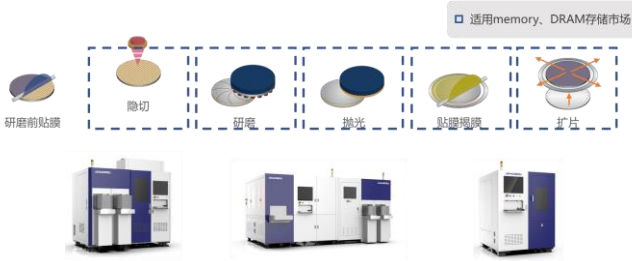


数据来源：DISCO 官网，东吴证券研究所

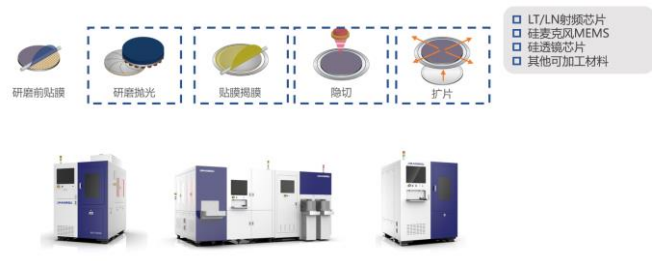
领先的技术优势+切磨抛设备与耗材全套解决方案+完善的服务体系共同构筑起 DISCO 的高大护城河，迈为相比国内对手已具前二。参考 DISCO 的成功经验，迈为作为国内唯一可提供“设备+耗材+TAIKO、SDBG、SDAG、DBG/DBAG 等优势工艺”全套解决方案的供应商，目前产品已获得华天科技、长电科技等国内龙头企业的验证和认可，公司已迅速在半导体切磨抛设备这一小而美的细分赛道卡位，具有一定先发优势。展望未来，公司依靠自身在光伏、显示两大泛半导体行业所积累的庞大客户资源有望快速抢占半导体切磨抛设备市场份额，中期（5~10 年）在服务粘性的不断增强下，公司半导体切磨抛整体解决方案有望形成在中国乃至全球范围内的核心竞争力。

图11: 迈为股份可提供的半导体切磨抛工艺及装备解决方案

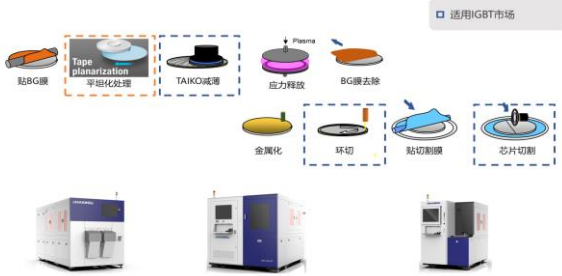
**SDBG 工艺及装备解决方案**



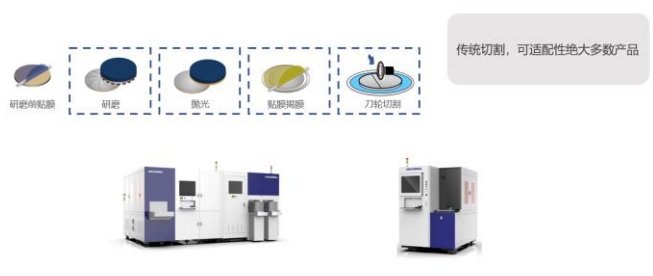
**SDAG 工艺及装备解决方案**



**TAIKO工艺及装备解决方案**



**DBAG 工艺及装备解决方案**

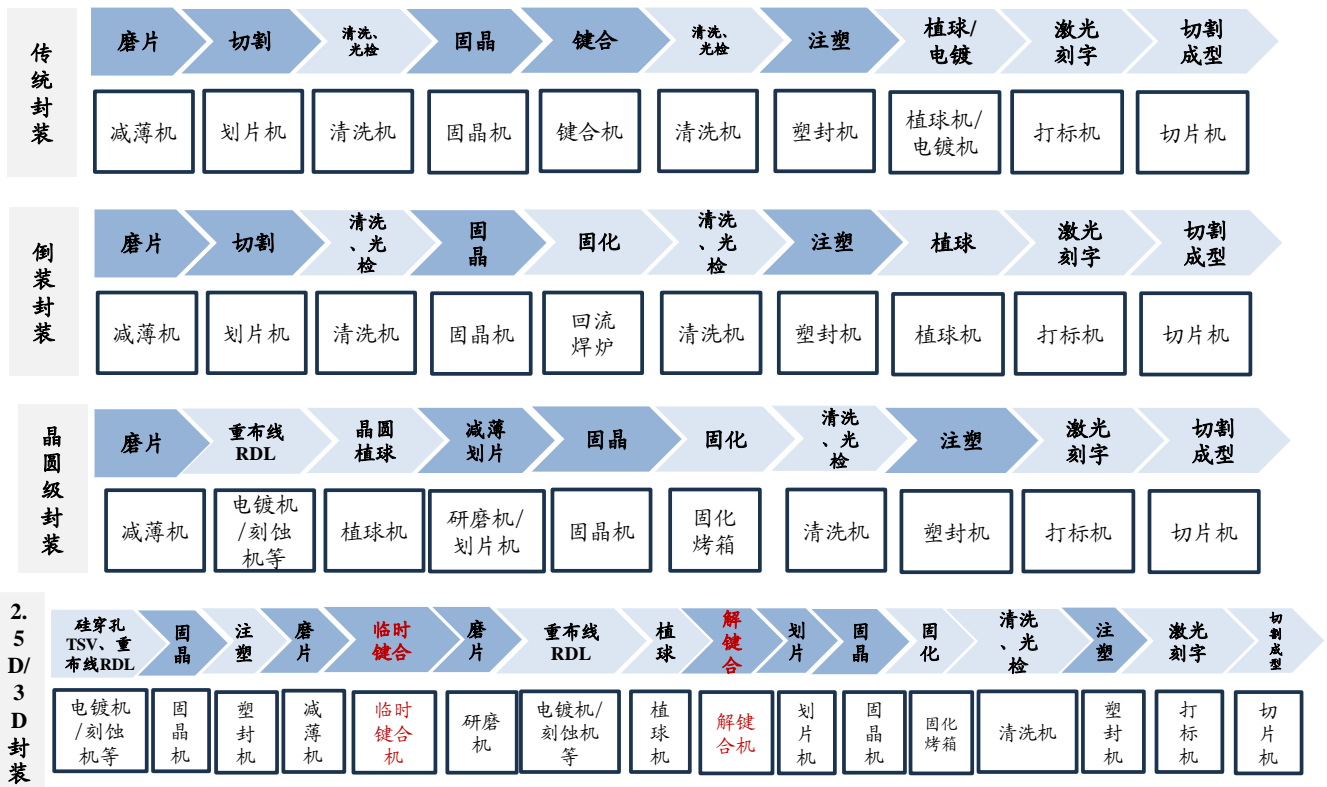


数据来源: 迈为股份官网, 东吴证券研究所

**2.3. 迈为先进键合设备研发突破, 适时迎合市场需求**

临时键合&解键合是2.5D/3D先进封装背景下处理超薄晶圆背面制程工艺的关键支撑手段。随着2.5D/3D先进封装的广泛应用, 晶圆朝着大尺寸、多芯片堆叠和超薄化方向发展, 以实现更小封装尺寸、更优器件性能与散热性能。晶圆减薄(低于100 μm)主要是为了满足TSV制造和多片晶圆3D堆叠键合总厚度受限的需求, 但大尺寸薄化晶圆的柔性和易脆性使其很容易发生翘曲和破损, 为了提高芯片制造的良率、加工精度和封装精度, 需要一种支撑系统来满足苛刻的背面制程工艺(如光刻、刻蚀、钝化、溅射、电镀、回流焊和划切工序等), 临时键合与解键合由此应运而生。

图12: 临时键合与解键合是 2.5D/3D 先进封装的增量过程



数据来源：灼识咨询，东吴证券研究所

混合键合将成为下一代 HBM 中的重要工艺，迈为适时推出相应设备迎合市场需求。

熔融/混合键合工艺主要用于实现芯片堆叠中的垂直互联，它最大的特点是无凸块，结合了氧化物键合和金属键合的实现方式，能够在微观尺度上实现芯片间的互联互通，同时提供优异的电性能。随着生成式 AI 技术的蓬勃兴起，HBM 和 AI 芯片的发展之势锐不可当，混合键合将成为下一代 HBM 中的重要工艺。迈为股份近期成功开发出全自动晶圆临时键合设备和晶圆激光解键合设备，以及全自动混合键合设备等多款新产品，适时迎合市场需求，一旦下游客户验证顺利，产品有望快速推向市场。

### 3. 风险提示

下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

## 迈为股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>19,503</b>	<b>32,395</b>	<b>42,591</b>	<b>47,937</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,089</b>	<b>14,988</b>	<b>19,725</b>	<b>21,442</b>
货币资金及交易性金融资产	4,252	8,547	12,158	15,373	营业成本(含金融类)	5,621	10,154	13,233	14,318
经营性应收款项	3,967	8,244	10,579	11,509	税金及附加	38	120	138	129
存货	10,781	15,022	19,215	20,399	销售费用	667	1,199	1,479	1,501
合同资产	0	0	0	0	管理费用	197	674	868	750
其他流动资产	503	582	638	656	研发费用	763	1,619	2,071	2,187
<b>非流动资产</b>	<b>3,714</b>	<b>3,745</b>	<b>3,721</b>	<b>3,574</b>	财务费用	(64)	6	8	8
长期股权投资	57	69	77	87	加:其他收益	196	420	552	600
固定资产及使用权资产	898	1,528	1,801	1,843	投资净收益	22	30	39	21
在建工程	1,320	710	405	207	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	271	270	270	270	减值损失	(119)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	0	0
长期待摊费用	59	59	59	59	<b>营业利润</b>	<b>967</b>	<b>1,666</b>	<b>2,519</b>	<b>3,171</b>
其他非流动资产	1,108	1,108	1,108	1,108	营业外净收支	6	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>23,217</b>	<b>36,140</b>	<b>46,312</b>	<b>51,511</b>	<b>利润总额</b>	<b>973</b>	<b>1,666</b>	<b>2,519</b>	<b>3,171</b>
<b>流动负债</b>	<b>15,208</b>	<b>26,674</b>	<b>34,667</b>	<b>37,107</b>	减:所得税	99	208	340	412
短期借款及一年内到期的非流动负债	594	217	197	177	<b>净利润</b>	<b>875</b>	<b>1,458</b>	<b>2,179</b>	<b>2,758</b>
经营性应付款项	4,822	9,378	12,477	13,205	减:少数股东损益	(39)	(66)	(98)	(125)
合同负债	8,455	15,275	19,907	21,540	<b>归属母公司净利润</b>	<b>914</b>	<b>1,524</b>	<b>2,277</b>	<b>2,883</b>
其他流动负债	1,337	1,804	2,086	2,184	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.27	5.46	8.16	10.33
非流动负债	951	951	951	951	EBIT	881	1,222	1,935	2,556
长期借款	811	811	811	811	EBITDA	1,004	1,407	2,173	2,826
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.51	32.25	32.91	33.22
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	11.30	10.17	11.55	13.45
其他非流动负债	135	135	135	135	收入增长率(%)	94.99	85.30	31.60	8.71
<b>负债合计</b>	<b>16,160</b>	<b>27,625</b>	<b>35,618</b>	<b>38,058</b>	归母净利润增长率(%)	6.03	66.76	49.43	26.60
归属母公司股东权益	7,119	8,643	10,921	13,804					
少数股东权益	(62)	(128)	(226)	(351)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,057</b>	<b>8,515</b>	<b>10,694</b>	<b>13,453</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>23,217</b>	<b>36,140</b>	<b>46,312</b>	<b>51,511</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	755	4,858	3,805	3,336	每股净资产(元)	25.51	30.97	39.13	49.46
投资活动现金流	(1,876)	(186)	(174)	(101)	最新发行在外股份(百万股)	279	279	279	279
筹资活动现金流	815	(376)	(20)	(20)	ROIC(%)	10.41	11.87	15.75	17.01
现金净增加额	(305)	4,295	3,611	3,215	ROE-摊薄(%)	12.84	17.63	20.85	20.89
折旧和摊销	123	185	238	269	资产负债率(%)	69.60	76.44	76.91	73.88
资本开支	(1,452)	(204)	(205)	(113)	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.63	15.37	10.29	8.12
营运资本变动	(337)	3,245	1,428	330	P/B(现价)	3.29	2.71	2.14	1.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 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>