

中微公司 (688012. SH) / 电子

证券研究报告/公司点评

2024 年 9 月 10 日

评级：买入（维持）

市场价格：127.45 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

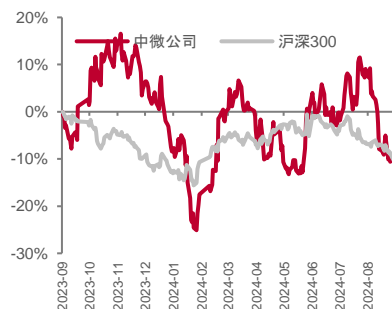
执业证书编号：S0740522120002

Email: youfan@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	621
流通股本(百万股)	621
市价(元)	127.45
市值(百万元)	79,185
流通市值(百万元)	79,185

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,740	6,264	8,452	10,989	14,108
增长率 yoy%	52%	32%	35%	30%	28%
净利润 (百万元)	1,170	1,786	1,800	2,420	3,340
增长率 yoy%	16%	53%	1%	34%	38%
每股收益 (元)	1.88	2.87	2.90	3.89	5.38
每股现金流量	0.99	-1.57	0.45	0.59	2.27
净资产收益率	8%	10%	9%	11%	13%
P/E	67.7	44.3	44.0	32.7	23.7
P/B	5.1	4.4	4.0	3.6	3.2

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价按 9 月 9 日收盘价进行计算

投资要点

■ #事件：公司发布 24H1 中报及 2024 年订单情况

【24H1】收入 34.48 亿元，同增 36%；归母净利润 5.17 亿元，同减 48%；扣非归母净利 4.83 亿元，同减 7%；毛利率 41.32%，同减 2.59pcts。

净利率 14.97%，同减 24.70pcts；净利率同减程度较大，主要系：1) 23H1 公司出售部分持有的拓荆科技股权，产生较大体量的投资收益，使得 23H1 基数较高。该项出售产生 4.77 亿元的投资收益，对同期净利率产生近 19pcts 的正向贡献——而 24H1 公司投资收益仅为 0.12 亿元。2) 含税金的期间费用率同比增 4.74pcts，其中研发费用率从 23H1 的 11.55% 提升至 24H1 的 16.47%，带来 4.92pcts 的提升，24H1 销售费用率同比降 1.83pcts 部分抵消了研发费用率对净利率的压力。3) 24H1 毛利率同减 2.59pcts，毛利率减少系客户、产品结构带来的正常波动。

【24Q2】收入 18.43 亿元，同增 41%、环增 15%；归母净利 2.68 亿元，同减 63%、环增 7%；同比减少主要系公司出售部分持有的拓荆科技股权，发生在 23Q2，使得 23Q2 归母净利基数较高；扣非归母净利 2.20 亿元，同减 24%、环减 16%；24Q2 公司执行新的会计准则，将质保费用从原来的销售费用挪入营业成本，使得表观毛利率为 38.17%。与 23Q2 和 24Q1 同口径比较，需从营业成本中减去质保费用 9477.58 万元，减去质保费用后的毛利率为 43.31%，同减 2.59pcts、环减 1.63pcts。净利率 14.51%，同减 41.29pcts——主要因 23Q2 出售股权带来的巨额净收益造成的单季净利率高基数，环减 0.99pcts。

【订单】据公告，公司 24H1 新签订单 47 亿，同增 40%；24 年前三季度新增订单 75 亿，同比增超 50%。公司预计 2024 年新签订单在 110 至 130 亿元，较 2023 年新签的 83.6 亿元增长 32%至 56%。

■ 收入、订单、合同负债、产量共同指向高增态势，高强研发使得净利承压

1) **营收**。24H1 和 24Q2，公司营收分别同增 36%、41%，呈现加速态势。2) **订单**。半导体设备订单交付期较长，通常指引下一年营收体量。24H1、24Q1-03、2024 全年公司新签订单增速分别为 40%、超 50%、32%至 56%，24H2 相比 24H1 亦呈现加速态势。3) **合同负债**。24H1 末公司合同负债（预收款）25.35 亿元，相较于 2023 年末的 7.72 亿元增长 17.63 亿元，显现良好的在手订单增长态势。4) **产量**。24H1 公司生产专用设备 833 腔，同增 420%；对应产值 68.65 亿元，同增 402%，为本年度出货及确收奠定良好基础。与此同时，公司保持高强度研发，使得净利有所承压：24H1 公司研发费用 5.68 亿元，同增 95%，占营收比重达 16.47%、同比升 4.92pcts。研发费用对应研发队伍的快速壮大，截至 24Q2 季末，公司研发人员数量 967 人，较去年同期的 634 人增长 53%。

■ 先进设备研发取得重要突破，高深宽比刻蚀在 24H1 验证成功、进入量产

1) **高端存储**：超高深宽比设备进入量产状态。24H1，超低频偏压射频的 ICP 刻蚀机 ($\geq 40:1$) 和超低频高功率偏压射频的 CCP 刻蚀机 ($\geq 60:1$) 均已验证成功，进入量产状态。超高深宽比刻蚀设备用于先进存储最关键的超高深宽比结构刻蚀的制造，有望打破国外设备公司的垄断。同时，公司积极布局超低温刻蚀技术，在超低温静电吸盘和新型刻蚀气体研究上投入大量资源，积极储备更高深宽比结构 ($\geq 90:1$) 刻蚀的前卫技术。2) **先进逻辑**：CCP 多台 Beta 机通过客户验证、ICP Beta 机在客户开展更多验证。公司用于 7nm 以下逻辑的 CCP 刻蚀机处于工艺开发阶段，多台 Beta 机已交付客户并通过了客户验证，用于 5-3nm 逻辑的 ICP 刻蚀机，其 Beta 机台继续在客户端开展更多制程的验证。公司多款 ICP 设备在先进逻辑芯片、先进 DRAM 和 3D NAND 产线验证推进顺利并陆续取得客户批量订单。3) **薄膜设备**：多款新品进入市场。钨系列薄膜可覆盖存储器件所有钨应用，并已完成多家逻辑和存储客户

对 CVD/HAR/ALD W 钨设备的验证，取得了客户订单；公司近期还规划多款 CVD 和 ALD 设备，增加覆盖度；公司 EPI 设备已顺利进入客户验证阶段。4) MOCVD 新兴领域拓展顺利。Micro-LED 专用设备开发顺利，送至客户验证；碳化硅外延设备付运客户验证；氮化镓 MOCVD 设备按计划顺利开发。

■ 先进封装+化合物拓宽赛道

【先进封装 TSV 刻蚀有望高增】 TSV 工艺为 2.5D CoWoS 和 3D SoIC 封装的必备工艺，随着 AI 芯片需求爆发，有望带来对公司 TSV 设备需求的快速增长。公司的 TSV 硅通孔刻蚀设备也越来越多地应用在先进封装生产，此外公司先进封装用 PVD 设备已完成 3D design fix。

【碳化硅助力 MOCVD 成长】 公司碳化硅外延设备已于本期付运到客户端开展验证测试；制造 Micro-LED 应用的新型 MOCVD 设备也已在客户端验证测试。

【超构透镜和微机电系统取得良好进展】 公司与国际领先客户合作，在超构透镜 (Metalenses) 和基于 12 英寸晶圆的微机电系统制造等方面都取得良好进展，公司设备已经在相应的生产线上进行最新技术的研发和试产。

■ 盈利预测：

鉴于公司 24H1 毛利率波动对净利的影 响，我们调整公司 2024-26 年净利预测至 18.0/24.2/33.4 亿元（原预测为 21.2/26.8/34.7 亿元），对应 PE 分别为 44/33/24X。展望 2024 年公司订单饱满，业绩向上趋势显著，维持“买入”评级。

■ 风险提示：

刻蚀/MOCVD 设备新品市场开拓不及预期；先进封装需求不及预期；下游客户招标不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,090	9,567	12,440	15,971	营业收入	6,264	8,452	10,989	14,108
应收票据	48	65	85	109	营业成本	3,393	4,648	6,044	7,759
应收账款	1,165	1,506	1,873	2,363	税金及附加	12	16	55	85
预付账款	112	154	200	257	销售费用	492	592	769	974
存货	4,260	5,691	7,743	9,728	管理费用	344	423	549	684
合同资产	37	50	65	84	研发费用	817	1,395	1,593	1,764
其他流动资产	2,411	2,600	2,820	3,090	财务费用	-87	-150	-126	-42
流动资产合计	15,087	19,585	25,161	31,517	信用减值损失	-10	-10	-10	-10
其他长期投资	30	39	49	61	资产减值损失	-11	-2	-2	-2
长期股权投资	1,020	1,020	1,020	1,020	公允价值变动收益	-203	51	-30	-61
固定资产	1,988	1,961	1,937	1,913	投资收益	787	302	417	505
在建工程	849	929	1,009	1,089	其他收益	124	109	112	107
无形资产	687	814	928	1,031	营业利润	1,980	2,027	2,660	3,649
其他非流动资产	1,865	1,865	1,865	1,865	营业外收入	33	0	65	110
非流动资产合计	6,438	6,627	6,806	6,978	营业外支出	3	0	1	0
资产合计	21,526	26,212	31,967	38,495	利润总额	2,010	2,027	2,724	3,759
短期借款	0	2,091	4,579	6,712	所得税	226	228	307	423
应付票据	0	0	0	0	净利润	1,784	1,799	2,417	3,336
应付账款	1,305	1,788	2,325	2,984	少数股东损益	-2	-2	-3	-4
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,786	1,801	2,420	3,340
合同负债	772	1,041	1,354	1,738	NOPLAT	1,707	1,665	2,306	3,299
其他应付款	469	469	469	469	EPS (按最新股本摊薄)	2.87	2.90	3.89	5.38
一年内到期的非流动负债	510	510	510	510					
其他流动负债	568	665	805	961					
流动负债合计	3,624	6,564	10,043	13,374	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	79	79	79	79	营业收入增长率	32.1%	34.9%	30.0%	28.4%
非流动负债合计	79	79	79	79	EBIT增长率	73.7%	-2.4%	38.5%	43.1%
负债合计	3,702	6,643	10,121	13,453	归母公司净利润增长率	52.7%	0.8%	34.4%	38.0%
归属母公司所有者权益	17,826	19,574	21,853	25,053	获利能力				
少数股东权益	-3	-5	-8	-11	毛利率	45.8%	45.0%	45.0%	45.0%
所有者权益合计	17,823	19,569	21,846	25,042	净利率	28.5%	21.3%	22.0%	23.6%
负债和股东权益	21,526	26,212	31,967	38,495	ROE	10.0%	9.2%	11.1%	13.3%
					ROIC	13.9%	10.7%	11.4%	13.1%
					偿债能力				
					资产负债率	17.2%	25.3%	31.7%	34.9%
					债务权益比	3.3%	13.7%	23.7%	29.2%
					流动比率	4.2	3.0	2.5	2.4
					速动比率	3.0	2.1	1.7	1.6
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
					应收账款周转天数	51	57	55	54
					应付账款周转天数	120	120	122	123
					存货周转天数	406	385	400	405
					每股指标(元)				
					每股收益	2.87	2.90	3.89	5.38
					每股经营现金流	-1.58	0.46	0.59	2.27
					每股净资产	28.79	31.61	35.29	40.46
					估值比率				
					P/E	44.3	44.0	32.7	23.7
					P/B	4	4	4	3
					EV/EBITDA	33	34	25	18

来源: wind, 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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。