

评级：买入（维持）

市场价格：120.5 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

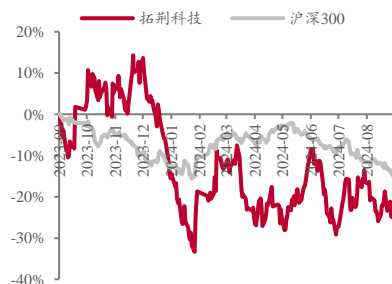
分析师：游凡

执业证书编号：S0740522120002

Email: youfan@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	278
流通股本(百万股)	154
市价(元)	120.50
市值(百万元)	33,538
流通市值(百万元)	18,538

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)	1,706	2,705	3,936	5,372	6,852
增长率 yoy%	125%	59%	45.5%	36.5%	27.5%
净利润(百万元)	369	663	780	1,093	1,479
增长率 yoy%	438%	80%	17.7%	40.2%	35.3%
每股收益(元)	1.32	2.38	2.80	3.93	5.31
每股现金流量	0.89	-5.95	7.67	1.51	1.65
净资产收益率	10%	14%	15%	17%	19%
P/E	91.0	50.6	42.3	30.2	22.3
P/B	9.0	7.3	6.2	5.2	4.2

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价按9月10日收盘价进行计算

投资要点
■ 【24H1】

公司实现营收 12.67 亿元，创历史同期新高，同增 26.22%；归母净利润 1.29 亿元，同增 3.64%；非经常性损益为 1.09 亿元，同增 83.78%，主要系政府补贴为 1.07 亿元，同增 0.48 亿元；扣非归母净利润 0.20 亿元，同降 69.38%；毛利率 47.05%，同降 2.38pcts；净利率 10.18%，同降 2.27pcts。

归母净利润增速低于营收增速与扣非净利下滑，主要系 24H1 期间费用率增加至 44.83%，同增 4.09pcts，其中：1) 24H1 研发费用达 3.14 亿元，同增 49.52%，研发费用率达 24.78%，同增 3.87pcts；2) 为支持业务规模增长及快速响应客户需求，销售人员薪酬等费用有所增加，销售费用达 1.60 亿元，同增 39.13%，销售费用率达 12.63%，同增 1.17pcts。

■ 【24Q2】

公司实现营收 7.95 亿元，创历史单二季度新高，同增 32.22%，环增 68.53%；归母净利润 1.19 亿元，同增 67.43%，环比大幅增长，24Q1 为 0.1 亿元；扣非后归母净利润 0.64 亿元，同增 40.90%，环比扭亏，24Q1 为 -0.44 亿元。毛利率 46.89%，同降 2.30pcts，环降 0.42pcts；净利率 14.97%，同增 3.15%，环增 12.85%。

24Q2 实现营收环比高增，主要系出货机型陆续实现收入转化带动，期间费用率摊薄至 39.12%，同比-1.81pcts，环比-15.12pcts，进而带动利润环比高增。

■ 新工艺持续拓宽+国产设备需求带动，公司成长动能充沛

受益于国内下游晶圆制造厂对国产半导体设备需求增加，同时，公司持续推进各系列产品的迭代升级与产业化应用，公司成长动能充沛，24H1 公司出货金额 32.49 亿元，同增 146.50%。截至 24H1 末，公司发出商品余额 31.62 亿元，较 23 年末增长 63.50%。公司 Q2 新签订单环比大幅增加。截止 24H1 末，公司在手订单充足，预收货款对应的合同负债达 20.38 亿元，较 23 年末增长 47.49%，为后续收入增长奠定良好基础。

从出货量来看，24 H1，公司出货超过 430 个反应腔。截至 24H1 末，公司累计出货超过 1940 个反应腔（包括超过 130 个新型反应腔 pX 和 Supra-D），进入超过 70 条生产线。预计公司 24 年全年出货超过 1000 个反应腔（23 年出货 460+反应腔），将创历史新高。

■ 深耕薄膜沉积领域，持续迭代拓展工艺覆盖度

在薄膜沉积领域，公司进一步扩大以 PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD 为主的薄膜工艺覆盖面。

1) **PECVD**: 公司首台 PECVD Bianca 工艺设备通过客户验证，实现了产业化应用，该设备为晶圆背面薄膜沉积设备，主要用于制造过程中对晶圆翘曲的纠正以及晶圆背面保护。截至 24H1 末，该设备获得超过 25 个反应腔订单，部分已出货至客户端；两款新型设备平台（PF-300T Plus 和 PF-300M）和两款新型反应腔（pX 和 Supra-D）持续获得客户订单并出货至多个客户端，验证进展顺利，两款新型设备平台机械产能可提高约 20%至 60%，新型反应腔可以满足高产能及更严格性能指标的需求。截止 24H1 末，公司累计超过 180 个新型反应腔（pX 和 Supra-D）获得客户订单，超过 130 个反应腔出货至客户端验证。

2) **ALD**: 首台 PE-ALD SiN 工艺设备（PF-300T Astra）通过客户验证，实现产业化应用，该设备进一步拓展了 PE-ALD 薄膜种类及工艺应用。

3) **SACVD**: 公司推出的等离子体增强 SAF 薄膜工艺应用设备在客户端验证进展顺利, 同时, 公司基于新型平台 PF-300T Plus 开发的 SAF 薄膜工艺应用设备获得客户订单并发货至客户端验证。

4) **HDPCVD**: 多台 HDPCVD FSG、STI 工艺设备通过客户验证, 实现了产业化应用, HDPCVD USG 工艺设备持续扩大量产规模, 公司 HDPCVD 设备持续获得客户重复订单。截至 24H1 末, 公司 HDPCVD 反应腔累计出货量达到 70 个, 并持续扩大量产规模, 在公司产品收入占比同比大幅提高。

5) **其他**: 公司自主研发并推出的超高深宽比沟槽填充 CVD 产品首台通过客户验证, 实现产业化应用, 并获得客户重复订单及不同客户订单, 陆续出货至客户端验证。截止 24H1 末, 相关的反应腔累计出货超过 15 个。

■ 拓展先进封装领域, 完善混合键合产品布局

随着 AI 芯片等对性能要求越来越高, 先进封装需求爆发, 其中芯片键合环节的微凸块连接间距逐步缩小, 当缩小至 10 微米间距以下时需要依靠混合键合。公司积极布局, 目前晶圆对晶圆键合产品 Dione 300 及芯片对晶圆混合键合前表面预处理产品 Propus 均实现产业化, 获得客户量产重复订单。同时, 公司自主研发键合套准精度量测产品 Crux 300。该设备产品可以实现晶圆对晶圆混合键合和芯片对晶圆混合键合后的键合精度量测, 解决客户未来混合键合技术迭代时量测精度不够、产能不足、兼容性不够等需求。目前, 该产品已获得客户订单。

■ 投资建议:

考虑到公司持续高研发投入, 为支持业务快速发展, 销售费用等期间费用有所增加等因素, 我们调整公司 2024-26 年归母净利润的预测为 8/11/15 亿元 (此前预测为 2024-26 年净利为 8/12/16 亿元), 对应 PE 为 42/30/22X。维持“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; 研报使用信息更新不及时。

资产负债表					单位:百万元				利润表				单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E		
货币资金	2,676	6,702	8,338	11,114	营业收入	2,705	3,936	5,372	6,852	营业成本	1,325	1,960	2,706	3,464		
应收票据	0	0	0	0	税金及附加	18	31	43	55	销售费用	281	382	483	548		
应收账款	530	640	870	1,155	管理费用	189	248	322	377	研发费用	576	728	994	1,062		
预付账款	192	0	0	0	财务费用	-12	51	70	172	信用减值损失	-8	-2	-3	-4		
存货	4,556	5,000	7,424	9,936	资产减值损失	-17	-5	-5	-5	公允价值变动收益	94	28	34	43		
合同资产	6	26	36	35	投资收益	3	4	5	7	其他收益	329	234	302	308		
其他流动资产	503	485	783	1,023	营业利润	729	795	1,093	1,527	营业外收入	0	5	37	14		
流动资产合计	8,457	12,827	17,415	23,227	营业外支出	0	0	0	0	利润总额	729	800	1,130	1,541		
其他长期投资	0	0	0	0	所得税	65	19	34	55	净利润	664	781	1,096	1,486		
长期股权投资	228	2	2	2	少数股东损益	1	1	3	7	归属母公司净利润	663	780	1,093	1,479		
固定资产	613	969	1,353	1,764	NOPLAT	653	831	1,164	1,652	EPS (按最新股本摊薄)	2.38	2.80	3.93	5.31		
在建工程	117	217	217	117	主要财务比率											
无形资产	92	104	120	141	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	成长能力						
其他非流动资产	463	78	94	112	营业收入增长率	58.6%	45.5%	36.5%	27.5%	EBIT增长率	107.2%	18.7%	40.9%	42.8%		
非流动资产合计	1,512	1,370	1,786	2,137	归母公司净利润增长率	79.8%	17.7%	40.2%	35.3%	获利能力						
资产合计	9,969	14,197	19,202	25,363	毛利率	51.0%	50.2%	49.6%	49.4%	净利率	24.5%	19.8%	20.4%	21.7%		
短期借款	70	1,716	2,918	5,132	ROE	14.4%	14.6%	17.1%	18.9%	ROIC	11.2%	8.8%	9.3%	10.1%		
应付票据	85	533	704	824	偿债能力											
应付账款	986	1,190	1,766	2,299	资产负债率	53.9%	62.4%	66.7%	69.1%	债务权益比	55.2%	82.1%	96.7%	116.7%		
预收款项	0	0	0	0	流动比率	2.8	2.1	1.8	1.7	速动比率	1.3	1.3	1.0	1.0		
合同负债	1,382	2,245	3,415	4,343	营运能力											
其他应付款	1	0	0	1	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	应收账款周转天数	53	53	51	53		
一年内到期的非流动负债	67	17	22	27	应收账款周转天数	53	53	51	53	应付账款周转天数	210	200	197	211		
其他流动负债	392	515	748	920	应付账款周转天数	210	200	197	211	存货周转天数	931	878	826	902		
流动负债合计	2,982	6,216	9,572	13,546	每股指标 (元)											
长期借款	1,871	2,339	2,923	3,654	每股收益	2.38	2.80	3.93	5.31	每股经营现金流	-5.95	7.67	1.51	1.65		
应付债券	0	0	0	0	每股净资产	16.51	19.17	22.95	28.11	估值比率						
其他非流动负债	525	307	316	331	P/E	51	42	30	22	P/B	7	6	5	4		
非流动负债合计	2,396	2,646	3,240	3,985	EV/EBITDA	71	59	42	29							
负债合计	5,378	8,862	12,812	17,531												
归属母公司所有者权益	4,594	5,336	6,387	7,823												
少数股东权益	-2	-1	2	10												
所有者权益合计	4,592	5,335	6,390	7,833												
负债和股东权益	9,969	14,197	19,202	25,363												

现金流量表					单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E				
经营活动现金流	-1,657	2,135	421	459				
现金收益	702	896	1,263	1,791				
存货影响	-2,260	-444	-2,424	-2,512				
经营性应收影响	-326	87	-225	-280				
经营性应付影响	200	652	747	654				
其他影响	27	944	1,060	805				
投资活动现金流	-836	130	-473	-433				
资本支出	-435	-533	-498	-465				
股权投资	-228	226	0	0				
其他长期资产变化	-173	437	25	32				
融资活动现金流	1,339	1,762	1,688	2,749				
借款增加	1,336	2,064	1,791	2,950				
股利及利息支付	-63	33	-316	-341				
股东融资	71	0	0	0				
其他影响	-5	-335	213	140				

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。