

## 刻蚀设备营收和订单高增长，薄膜沉积设备开始贡献

### 核心观点

- 营收和订单快速增长：**24H1 营收同增 36%至 34.5 亿元，归母净利润同减 48%至 5.17 亿元，主要因为 23H1 投资收益税后净收益约 4.06 亿元及 24H1 研发费用同增 2.76 亿元。24H1 毛利率下滑至 41.3%，因公司根据会计准则变化，将预计产品质量保证损失 9,478 万元计入营业成本。24H1 公司新增订单同增 40%至 47.0 亿元，预计前三季超 75 亿元，同增超 50%；全年将达 110-130 亿元，全年付运台数将增长超 200%。公司生产专用设备 833 腔，同增约 420%，对应产值同增约 402%至 68.7 亿元，为全年出货及确认收入打下基础。发出商品余额 6 月末约 27.7 亿元，较期初增长 19.0 亿元；合同负债余额约 25.4 亿元，较期初增长约 17.6 亿元。
- 刻蚀设备持续高增长：**营收同增 57%至 27 亿元，新增订单同增 51%至 39.4 亿元。针对先进逻辑和存储器件制造中关键刻蚀工艺的高端产品新增付运量显著提升，CCP 和 ICP 刻蚀设备在国内主要客户芯片生产线上市占率大幅提升。公司大力投入先进芯片制造中关键刻蚀设备研发和验证，针对最关键刻蚀工艺的多款设备已在客户产线验证。公司自主开发的 PrimoUD-RIE 已在生产线验证出具有刻蚀 $\geq 60:1$ 深宽比结构的量产能力，公司积极布局超低温刻蚀技术，积极储备更高深宽比结构 ( $\geq 90:1$ ) 刻蚀的前卫技术。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批量订单。晶圆边缘 Bevel 刻蚀设备完成开发，将进入客户验证，TSV 硅通孔刻蚀设备更多应用在先进封装和 MEMS 器件生产。
- 薄膜沉积设备开始贡献：**公司新产品 LPCVD 设备实现首台销售，上半年收入 0.28 亿元，新增订单 1.68 亿元；已有多款新型薄膜沉积设备产品进入市场，其中部分设备已获重复性订单，其他多个关键薄膜沉积设备研发项目正顺利推进。公司钨系列薄膜沉积产品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验证，取得了客户订单。公司近期已规划多款 CVD 和 ALD 设备，增加薄膜设备的覆盖率。公司已形成 EPI 设备自主知识产权及创新的预处理和外延反应腔的设计方案，EPI 设备已顺利进入客户验证阶段，以满足先进制程中锗硅外延生长工艺的需求。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 14.4、23.1、31.3 亿元（原 24-25 年预测为 21.1、26.5 亿元，主要调整了毛利率和研发费用率），采用 DCF 估值法，给予 175.25 元目标价，维持买入评级。

### 风险提示

- 研发费用增长影响盈利；晶圆厂扩产进度影响后续新增订单增长；业绩不及预期。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,740	6,264	8,384	11,219	14,910
同比增长(%)	52%	32%	34%	34%	33%
营业利润(百万元)	1,263	1,980	1,577	2,538	3,460
同比增长(%)	11%	57%	-20%	61%	36%
归属母公司净利润(百万元)	1,170	1,786	1,444	2,310	3,133
同比增长(%)	16%	53%	-19%	60%	36%
每股收益(元)	1.88	2.87	2.32	3.72	5.04
毛利率(%)	45.7%	45.8%	41.5%	42.5%	43.4%
净利率(%)	24.7%	28.5%	17.2%	20.6%	21.0%
净资产收益率(%)	8.0%	10.7%	7.8%	11.4%	13.6%
市盈率	69	45	56	35	26
市净率	5.2	4.5	4.2	3.8	3.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年09月12日）	130.02元
目标价格	175.25元
52周最高价/最低价	175.6/104.68元
总股本/流通A股（万股）	62,131/62,131
A股市值（百万元）	80,782
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024年09月13日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	1.12	-14.8	-10.41	-11.5
相对表现%	3.74	-10.19	0.08	4.14
沪深300%	-2.62	-4.61	-10.49	-15.64



### 证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuajian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004

### 联系人

薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn
朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn

### 相关报告

23年业绩与新增订单超预期	2024-01-15
营收和毛利润高速增长	2023-10-30
业绩高速增长，平台型布局不断完善	2023-05-03

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 14.4、23.1、31.3 亿元（原 24-25 年预测为 21.1、26.5 亿元），主要根据 23 年年报和 24H1 半年报，结合公司经营发展情况，下调了毛利率并上调了研发费用率等。采用 DCF 估值法，给予 175.25 元目标价，维持买入评级。

图 1：绝对估值主要参数

估值假设主要参数	
所得税税率T	25.00%
永续增长率Gn(%)	3.00%
无风险利率Rf	2.15%
无杠杆影响的β系数	1.03
考虑杠杆因素的β系数	1.07
市场收益率Rm	9.18%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本(Ke)	9.69%
债务比率D/(D+E)	5.00%
债务利率rd	3.85%
WACC	9.35%

数据来源：wind、东方证券研究所

图 2：敏感性分析

FCFF目标价敏感性分析		永续增长率Gn(%)				
	175.25	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	7.35%	198.90	226.62	267.07	331.64	451.05
	7.85%	182.19	204.86	236.86	285.47	368.14
	8.35%	167.83	186.61	212.40	250.03	310.09
	8.85%	155.38	171.10	192.20	221.98	267.22
	9.35%	144.48	157.78	175.25	199.26	234.29
	9.85%	134.88	146.21	160.85	180.49	208.23
	10.35%	126.36	136.09	148.47	164.75	187.11
	10.85%	118.75	127.17	137.73	151.37	169.67
	11.35%	111.92	119.25	128.32	139.86	155.03

数据来源：wind、东方证券研究所

## 风险提示

研发费用增长影响盈利；晶圆厂扩产进度影响后续新增订单增长；业绩不及预期。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,326	7,090	5,714	5,665	6,559	营业收入	4,740	6,264	8,384	11,219	14,910
应收票据、账款及款项融资	713	1,213	1,624	2,173	2,888	营业成本	2,572	3,393	4,903	6,453	8,446
预付账款	35	112	151	201	268	销售费用	409	492	467	540	718
存货	3,402	4,260	5,665	6,811	8,071	管理费用	236	344	433	528	687
其他	3,180	2,411	2,427	2,448	2,476	研发费用	605	817	1,143	1,451	1,891
<b>流动资产合计</b>	<b>14,655</b>	<b>15,087</b>	<b>15,581</b>	<b>17,299</b>	<b>20,262</b>	财务费用	(151)	(87)	(70)	(33)	(37)
长期股权投资	979	1,020	1,020	1,020	1,020	资产、信用减值损失	26	21	35	35	35
固定资产	336	1,988	2,736	3,718	4,783	公允价值变动收益	63	(203)	(25)	150	150
在建工程	1,000	849	1,852	2,504	2,927	投资净收益	74	787	25	50	50
无形资产	590	687	589	491	393	其他	82	113	103	93	90
其他	2,474	1,895	1,842	1,840	1,839	<b>营业利润</b>	<b>1,263</b>	<b>1,980</b>	<b>1,577</b>	<b>2,538</b>	<b>3,460</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,380</b>	<b>6,438</b>	<b>8,038</b>	<b>9,573</b>	<b>10,961</b>	营业外收入	0	33	10	1	1
<b>资产总计</b>	<b>20,035</b>	<b>21,526</b>	<b>23,619</b>	<b>26,872</b>	<b>31,223</b>	营业外支出	5	3	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,259</b>	<b>2,010</b>	<b>1,585</b>	<b>2,536</b>	<b>3,458</b>
应付票据及应付账款	960	1,305	1,886	2,482	3,249	所得税	91	226	143	228	329
其他	2,959	2,319	2,580	2,929	3,384	<b>净利润</b>	<b>1,168</b>	<b>1,784</b>	<b>1,442</b>	<b>2,308</b>	<b>3,130</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,919</b>	<b>3,624</b>	<b>4,465</b>	<b>5,411</b>	<b>6,632</b>	少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)
长期借款	500	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,170</b>	<b>1,786</b>	<b>1,444</b>	<b>2,310</b>	<b>3,133</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.88	2.87	2.32	3.72	5.04
其他	133	79	79	79	79						
<b>非流动负债合计</b>	<b>633</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>79</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,552</b>	<b>3,702</b>	<b>4,544</b>	<b>5,490</b>	<b>6,711</b>						
少数股东权益	(1)	(3)	(5)	(7)	(10)	<b>主要财务比率</b>					
实收资本(或股本)	616	619	621	621	621						
资本公积	12,647	13,317	13,319	13,319	13,319	<b>成长能力</b>					
留存收益	2,218	3,880	5,138	7,449	10,582	营业收入	52%	32%	34%	34%	33%
其他	3	9	0	0	0	营业利润	11%	57%	-20%	61%	36%
<b>股东权益合计</b>	<b>15,483</b>	<b>17,823</b>	<b>19,074</b>	<b>21,382</b>	<b>24,512</b>	归属于母公司净利润	16%	53%	-19%	60%	36%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20,035</b>	<b>21,526</b>	<b>23,619</b>	<b>26,872</b>	<b>31,223</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率	45.7%	45.8%	41.5%	42.5%	43.4%
						净利率	24.7%	28.5%	17.2%	20.6%	21.0%
						ROE	8.0%	10.7%	7.8%	11.4%	13.6%
						ROIC	6.9%	9.8%	7.2%	11.0%	13.2%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	22.7%	17.2%	19.2%	20.4%	21.5%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	3.74	4.16	3.49	3.20	3.06
						速动比率	2.84	2.96	2.19	1.91	1.81
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	8.4	7.0	6.2	6.2	6.1
						存货周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
						总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.88	2.87	2.32	3.72	5.04
						每股经营现金流	1.00	-1.58	1.18	2.77	4.28
						每股净资产	24.92	28.69	30.71	34.43	39.47
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	69.1	45.2	55.9	35.0	25.8
						市净率	5.2	4.5	4.2	3.8	3.3
						EV/EBITDA	60.2	35.7	39.0	24.3	17.9
						EV/EBIT	65.0	38.2	48.0	28.9	21.1

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。