

营收同比高增，新品收入确认节奏加快

核心观点

- 前三季度营收稳步提升，出货量同比高增。**公司 2024 年第三季度实现营业收入 10.11 亿元，同比增长约 45%，实现归母净利润 1.42 亿，同比略降 3%。公司 2024 年前三季度实现营业收入 22.8 亿元，同比增长 34%，实现归母净利润 2.71 亿元，同比基本持平。公司 2024 年 9 月末存货金额 70.8 亿元，较年初存货增长 55%，主要为发出商品增加，2024 年 1-9 月公司出货金额同比增长超过 160%。
- PECVD 产品持续提升核心竞争力。**公司已实现全系列 PECVD 介质薄膜材料的覆盖，通用介质薄膜材料和先进介质薄膜材料均已实现产业化应用，广泛应用于国内集成电路制造产线。24 年第三季度，公司多款基于新型设备平台（PF-300M 和 PF-300T Plus）及新型反应腔（Supra-D）开发的工艺设备实现收入确认。
- 新产品及新工艺机台在客户端验证取得突破性进展，量产规模不断扩大。**受益于持续高强度的研发投入，公司 PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD、超高深宽比沟槽填充 CVD 等系列产品量产规模不断扩大。ALD 产品方面，公司 PE-ALD SiO₂、SiN 等设备均已实现产业化，持续扩大量产规模。2024 年上半年，首台 PE-ALDSiN 设备通过验证，实现产业化应用，Thermal-ALD 获得重复订单，客户验证进展顺利。SACVD 量产应用规模持续扩大；HDPCVD 产品方面，公司多台 FSG、STI 设备在 2024 年上半年已通过验证，实现产业化应用。据官网 8 月 22 日消息，HDPCVD 反应腔累计装机量已超过 70 个，2024 年底预计将突破 100 个。
- 布局混合键合设备，进一步打开成长空间。**随着先进逻辑和先进存储从 2D 向 3D 芯片设计架构发展，应用于三维集成领域的半导体设备需求增长。面向新的技术趋势和市场需求，公司积极布局并成功进军高端半导体设备的前沿技术领域，推出了应用于晶圆级三维集成领域的混合键合（Hybrid Bonding）设备产品系列，该产品已获得客户订单。

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 5.37、9.14、12.91 亿元（原 24-25 年预测为 7.76、10.63 亿元，主要下调了主营业务毛利率预测），根据 DCF 估值法，给予 236.13 元目标价，维持买入评级。

风险提示

- 半导体设备行业景气度不及预期；客户验证进展不及预期；零部件断供风险；市场份额提升不及预期；政府补助持续性风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,706	2,705	3,833	5,416	7,053
同比增长(%)	125.0%	58.6%	41.7%	41.3%	30.2%
营业利润(百万元)	357	729	529	943	1,405
同比增长(%)	533.4%	104.5%	-27.4%	78.1%	49.0%
归属母公司净利润(百万元)	368	663	537	914	1,291
同比增长(%)	438.0%	79.8%	-18.9%	70.1%	41.3%
每股收益(元)	1.32	2.38	1.93	3.28	4.64
毛利率(%)	49.3%	51.0%	45.1%	47.1%	48.3%
净利率(%)	21.6%	24.5%	14.0%	16.9%	18.3%
净资产收益率(%)	15.0%	16.0%	11.1%	16.6%	20.0%
市盈率	139.0	77.3	95.3	56.1	39.7
市净率	13.8	11.1	10.1	8.6	7.3

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11月15日）	184元
目标价格	236.13元
52周最高价/最低价	216.52/98.89元
总股本/流通A股（万股）	27,832/15,384
A股市值（百万元）	51,211
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024年11月19日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-2.53	28.63	46.38	9.58
相对表现%	0.76	25.7	27.62	-0.44
沪深300%	-3.29	2.93	18.76	10.02



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
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

业绩符合预期，PECVD持续放量	2023-11-12
------------------	------------

投资建议

我们预测公司 24-26 年归母净利润分别为 5.37、9.14、12.91 亿元（原 24-25 年预测为 7.76、10.63 亿元）。主要根据 24 年半年报和 24Q3 季报，新产品及新工艺在客户验证过程成本相对较高，受新品于新产品及新工艺的收入占比增加影响，下调了主营业务毛利率预测。根据 DCF 估值法，给予 236.13 元目标价，维持买入评级。

图 1: DCF 主要参数假设

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	0.89
考虑杠杆因素的 β 系数	0.96
市场收益率 Rm	9.18%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	8.91%
债务比率 D/(D+E)	10.00%
债务利率 rd	3.60%
WACC	8.29%

数据来源: wind、东方证券研究所

图 2: FCFF 目标价敏感性分析

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
	236.13	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	6.29%	270.83	322.96	406.80	563.96	965.41
	6.79%	243.01	284.16	347.04	455.05	683.95
	7.29%	219.71	252.81	301.34	379.41	525.75
	7.79%	199.92	226.96	265.28	323.85	424.46
	8.29%	182.92	205.30	236.13	281.35	354.10
	8.79%	168.17	186.90	212.09	247.82	302.41
	9.29%	155.26	171.09	191.95	220.70	262.86
	9.79%	143.88	157.37	174.83	198.33	231.65
	10.29%	133.77	145.36	160.12	179.58	206.41

数据来源: 东方证券研究所

风险提示

半导体设备行业景气度不及预期；客户验证进展不及预期；零部件断供风险；市场份额提升不及预期；政府补助持续性风险。

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	3,827	2,676	1,150	1,625	2,116	营业收入	1,706	2,705	3,833	5,416	7,053
应收票据、账款及款项融资	283	530	751	1,061	1,381	营业成本	865	1,325	2,102	2,866	3,647
预付账款	96	192	272	384	501	销售费用	192	281	363	481	619
存货	2,297	4,556	8,655	10,030	10,941	管理费用	81	189	195	258	333
其他	318	503	509	517	526	研发费用	379	576	796	949	1,094
流动资产合计	6,820	8,457	11,337	13,617	15,464	财务费用	(18)	(12)	94	148	177
长期股权投资	0	228	228	228	228	资产、信用减值损失	26	25	25	25	25
固定资产	382	613	856	1,216	1,631	公允价值变动收益	16	94	120	100	100
在建工程	11	117	441	648	776	投资净收益	14	3	(5)	0	0
无形资产	44	92	86	80	74	其他	146	312	158	153	147
其他	57	463	461	460	458	营业利润	357	729	529	943	1,405
非流动资产合计	493	1,512	2,073	2,632	3,168	营业外收入	8	0	0	0	0
资产总计	7,314	9,969	13,409	16,248	18,632	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	400	70	1,857	2,775	3,831	利润总额	364	729	529	943	1,405
应付票据及应付账款	871	1,070	1,698	2,314	2,946	所得税	0	65	8	47	126
其他	1,675	1,841	2,417	2,880	2,529	净利润	364	664	521	896	1,279
流动负债合计	2,947	2,982	5,972	7,969	9,305	少数股东损益	(4)	1	(16)	(18)	(13)
长期借款	270	1,871	1,871	1,871	1,871	归属于母公司净利润	368	663	537	914	1,291
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	1.32	2.38	1.93	3.28	4.64
其他	389	525	519	519	519						
非流动负债合计	659	2,396	2,390	2,390	2,390	主要财务比率					
负债合计	3,606	5,378	8,362	10,359	11,695		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	(4)	(2)	(18)	(36)	(49)	成长能力					
实收资本 (或股本)	126	188	279	279	279	营业收入	125.0%	58.6%	41.7%	41.3%	30.2%
资本公积	3,122	3,313	3,222	3,222	3,222	营业利润	533.4%	104.5%	-27.4%	78.1%	49.0%
留存收益	463	1,093	1,564	2,424	3,484	归属于母公司净利润	438.0%	79.8%	-18.9%	70.1%	41.3%
其他	0	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,708	4,592	5,047	5,889	6,937	毛利率	49.3%	51.0%	45.1%	47.1%	48.3%
负债和股东权益总计	7,314	9,969	13,409	16,248	18,632	净利率	21.6%	24.5%	14.0%	16.9%	18.3%
						ROE	15.0%	16.0%	11.1%	16.6%	20.0%
						ROIC	12.1%	11.9%	8.0%	10.7%	12.4%
						偿债能力					
						资产负债率	49.3%	53.9%	62.4%	63.8%	62.8%
						净负债率	0.0%	0.0%	52.4%	52.1%	52.0%
						流动比率	2.31	2.84	1.90	1.71	1.66
						速动比率	1.52	1.29	0.43	0.44	0.47
						营运能力					
						应收账款周转率	9.4	6.8	6.0	6.0	5.8
						存货周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
						每股指标 (元)					
						每股收益	1.32	2.38	1.93	3.28	4.64
						每股经营现金流	1.96	-8.81	-9.52	1.13	1.51
						每股净资产	13.34	16.51	18.20	21.29	25.10
						估值比率					
						市盈率	139.0	77.3	95.3	56.1	39.7
						市净率	13.8	11.1	10.1	8.6	7.3
						EV/EBITDA	141.6	67.5	76.1	44.3	30.6
						EV/EBIT	153.2	72.3	83.1	47.5	32.7

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

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。