

2024年11月28日

实控人变更，助力半导体业务加速发展

万业企业(600641)

| | | | |
|--------|-------|-------------|------------|
| 评级: | 增持 | 股票代码: | 600641 |
| 上次评级: | 增持 | 52周最高价/最低价: | 20.65/9.14 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 192.18 |
| 最新收盘价: | 20.65 | 自由流通市值(亿) | 192.18 |
| | | 自由流通股数(百万) | 930.63 |

事件:

11月28日，公司公告实控人变更事项，并于明日复牌。宏天元管理（GP）以及申宏元管理等11名有限合伙人（LP）分别向广州先导科技、先导稀材转让宏天元合伙的全部份额，合计作价24.97亿元。公告前，“宏天元合伙”控股上海浦科51%股份、“上海浦科”控股万业企业24%股份。因此本次权益变动后，先导科技、先导猎宇将持有宏天元合伙100%份额，通过上海浦科间接持有万业企业24.27%的股权；实控人变更为朱世会先生，朱世会先生为先导电子科技董事长，同时为先导科技、先导猎宇实控人。

▶ 股东为全球唯一稀散金属全产业链龙头，半导体产业资源丰富+资金实力雄厚

根据先导科技官网，先导科技是全球唯一实现覆盖稀散金属全产业链的公司，拥有从高纯材料-衬底-外延-芯片-资源回收的完整半导体工艺服务能力，可提供包括高纯金属、MO源前驱体、半导体气体、半导体靶材、离子注入源、半导体零部件等在内的材料与器件，广泛应用于集成电路装备、光伏等下游新兴市场领域。根据爱集微和中国海关信息，先导科技拥有自有矿源，稀散金属如镓、锗、铟产量全球领先，部分材料为中美争端核心产品，业务具有极强的国家战略意义。从客户来看，公司已覆盖全球头部半导体客户如台积电、三星、中芯国际、应用材料、SK海力士等。从财务端看，截至24Q3，先导科技总资产为422.74亿元，净资产为209.54亿元，前三季度营业收入为283.72亿元。因此，不论是新股东资金实力、还是其下游晶圆厂大客户都可以为公司半导体设备业务发展提供重要支持。

▶ 贴合万业“外延并购+产业整合”战略，材料、器件、装备形成业务协同互补

公司参控股公司凯世通、Compart Systems与先导科技布局产业属于上下游关系，且先导科技承诺未来不新设或收购与万业企业相同的经营主体，未来双方半导体业务的协同互补效应显著：1) 电子材料：离子注入过程中需要对晶圆精准掺杂，对金属材料与半导体零部件有广泛的需求，凯世通为国内领先12英寸离子注入机公司，先导集团的离子注入源、超高纯材料、电子化学品等产品，可契合半导体逻辑、存储等制造领域的高端应用需求。2) 气体零件：Compart Systems主要提供BTP组件、表面贴装件以及质量流量控制器（MFC）底座等关键零部件，全球领先；而先导科技同样涉足设备零部件业务，产品涵盖了质量流量控制器（MFC）、喷淋头、腔体及加热盘等，未来有望共同打开国产零部件下游机会。3) 规模效应：万业和先导同时布局半导体业务，且属于产业链上下游不同环节，同一体系下成本优势将逐步显现。

▶ 立足离子注入机，“1+N”半导体设备平台化快速扩张

1) 2020年至今凯世通累计签署12英寸集成电路离子注入机设备订单总数近60台，订单总金额近14亿元，已完成交付30台，服务于先进逻辑、存储、功率器件、CIS图像传感器等应用领域。2024年至今，凯世通已有3家头部客户给予批量重复订单，并新增开拓2家新客户订单，低能大束流离子注入机客户突破10家以上，超低温离子注入机客户突破7家，高能离子注入机客户也突破2家，2024年10月凯世通联合重点应用企业共同完成的“离子注入机技术与应用产业化”项目荣获2023年度上海市科技进步奖一等奖，进一步突出了凯世通在离子注入机领域的竞争力。2) 截止24Q3末在手货币资金+交易性金融资产36亿元，充足的账上现金是公司围绕半导体设备行业做大做强的重要支撑：2020年12月牵头收购全球半导体设备零部件龙头Compart Systems，夯实核心竞争力；2021年公司设立嘉芯半导体，覆盖薄膜沉积、刻蚀等设备。新“国九条”出台

后，证监会多措并举激发并购重组市场活力，以进一步优化重组政策环境，基于公司充足的账上现金以及新股东的产业资源优势，持续看好公司围绕集成电路行业的外延并购。

投资建议

我们维持公司 2024-2026 年营业收入预测分别为 8.58、11.83 和 14.93 亿元，归母净利润预测分别为 1.67、2.18 和 2.74 亿元，EPS 分别为 0.18、0.23 和 0.29 元。2024/11/28 日收盘价 20.65 元对应 PE 分别为 115、88 和 70 倍，维持“增持”评级。

风险提示

半导体行业景气度下降、新业务&客户拓展不及预期等。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,158 | 965 | 858 | 1,183 | 1,493 |
| YoY (%) | 31.6% | -16.7% | -11.1% | 37.9% | 26.2% |
| 归母净利润(百万元) | 424 | 151 | 167 | 218 | 274 |
| YoY (%) | 12.5% | -64.3% | 10.2% | 30.7% | 25.9% |
| 毛利率 (%) | 54.4% | 47.0% | 41.4% | 39.1% | 39.0% |
| 每股收益 (元) | 0.46 | 0.16 | 0.18 | 0.23 | 0.29 |
| ROE | 5.1% | 1.8% | 1.9% | 2.4% | 2.9% |
| 市盈率 | 45.36 | 127.16 | 115.32 | 88.25 | 70.09 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：黄瑞连

邮箱：huangr1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 965 | 858 | 1,183 | 1,493 | 净利润 | 84 | 123 | 168 | 219 |
| YoY (%) | -16.7% | -11.1% | 37.9% | 26.2% | 折旧和摊销 | 52 | 38 | 38 | 38 |
| 营业成本 | 512 | 503 | 721 | 911 | 营运资金变动 | -213 | 44 | -223 | -140 |
| 营业税金及附加 | 55 | 51 | 71 | 90 | 经营活动现金流 | -241 | 89 | -108 | 12 |
| 销售费用 | 27 | 21 | 24 | 27 | 资本开支 | -692 | -40 | -40 | -40 |
| 管理费用 | 198 | 146 | 189 | 224 | 投资 | 589 | -99 | -99 | -99 |
| 财务费用 | -36 | -18 | -35 | -29 | 投资活动现金流 | -40 | 609 | -44 | -34 |
| 研发费用 | 163 | 120 | 142 | 149 | 股权募资 | 340 | 288 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -15 | -5 | -8 | -10 | 债务募资 | 400 | 84 | 80 | 50 |
| 投资收益 | 110 | 172 | 95 | 104 | 筹资活动现金流 | 583 | 324 | 33 | 0 |
| 营业利润 | 178 | 159 | 217 | 286 | 现金净流量 | 302 | 1,021 | -119 | -22 |
| 营业外收支 | -9 | 3 | 3 | 3 | | | | | |
| 利润总额 | 169 | 162 | 220 | 289 | 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 所得税 | 85 | 39 | 53 | 69 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 84 | 123 | 168 | 219 | 营业收入增长率 | -16.7% | -11.1% | 37.9% | 26.2% |
| 归属于母公司净利润 | 151 | 167 | 218 | 274 | 净利润增长率 | -64.3% | 10.2% | 30.7% | 25.9% |
| YoY (%) | -64.3% | 10.2% | 30.7% | 25.9% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 0.16 | 0.18 | 0.23 | 0.29 | 毛利率 | 47.0% | 41.4% | 39.1% | 39.0% |
| | | | | | 净利率 | 15.7% | 19.4% | 18.4% | 18.4% |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 总资产收益率 ROA | 1.4% | 1.5% | 1.9% | 2.3% |
| 货币资金 | 3,049 | 4,070 | 3,951 | 3,930 | 净资产收益率 ROE | 1.8% | 1.9% | 2.4% | 2.9% |
| 预付款项 | 56 | 251 | 360 | 455 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 1,103 | 763 | 988 | 1,116 | 流动比率 | 5.13 | 6.24 | 5.21 | 4.71 |
| 其他流动资产 | 968 | 871 | 969 | 1,076 | 速动比率 | 3.86 | 5.05 | 3.99 | 3.50 |
| 流动资产合计 | 5,175 | 5,956 | 6,269 | 6,577 | 现金比率 | 3.02 | 4.27 | 3.28 | 2.81 |
| 长期股权投资 | 786 | 886 | 986 | 1,086 | 资产负债率 | 16.8% | 15.7% | 17.3% | 18.4% |
| 固定资产 | 142 | 134 | 126 | 118 | 经营效率 | | | | |
| 无形资产 | 110 | 120 | 130 | 140 | 总资产周转率 | 0.09 | 0.08 | 0.11 | 0.13 |
| 非流动资产合计 | 5,411 | 4,976 | 5,080 | 5,184 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 10,586 | 10,931 | 11,349 | 11,761 | 每股收益 | 0.16 | 0.18 | 0.23 | 0.29 |
| 短期借款 | 352 | 452 | 532 | 582 | 每股净资产 | 8.99 | 9.47 | 9.71 | 10.00 |
| 应付账款及票据 | 300 | 140 | 180 | 202 | 每股经营现金流 | -0.26 | 0.10 | -0.12 | 0.01 |
| 其他流动负债 | 357 | 362 | 491 | 612 | 每股股利 | 0.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 1,009 | 954 | 1,204 | 1,396 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 245 | 245 | 245 | 245 | PE | 127.16 | 115.32 | 88.25 | 70.09 |
| 其他长期负债 | 525 | 517 | 517 | 517 | PB | 1.92 | 2.18 | 2.13 | 2.06 |
| 非流动负债合计 | 770 | 762 | 762 | 762 | | | | | |
| 负债合计 | 1,779 | 1,716 | 1,966 | 2,159 | | | | | |
| 股本 | 931 | 931 | 931 | 931 | | | | | |
| 少数股东权益 | 442 | 398 | 348 | 293 | | | | | |
| 股东权益合计 | 8,807 | 9,215 | 9,383 | 9,602 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 10,586 | 10,931 | 11,349 | 11,761 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|----------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。