

2024年12月12日

# C 先锋 (688605.SH)

## 公司快报

电子 | 半导体设备III

**增持(首次)**

投资评级

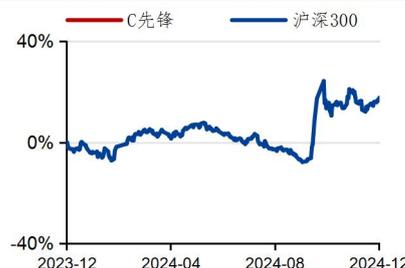
股价(2024-12-12)

71.56 元

### 交易数据

总市值(百万元)	14,482.30
流通市值(百万元)	2,722.51
总股本(百万股)	202.38
流通股本(百万股)	38.05
12个月价格区间	69.00/86.90

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	536.32	507.4	516.02
绝对收益	533.84	533.84	533.84

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001  
 sunyuanfeng@huajinsc.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005  
 wanghaiwei@huajinsc.cn

报告联系人

宋鹏

songpeng@huajinsc.cn

### 相关报告

C 先锋: 华金证券-新股-新股专题覆盖报告  
 (先锋精科)-2024年第85期-总第512期  
 2024.11.23

## 刻蚀/薄膜沉积零部件专家,将持续受益设备国产化

### 投资要点

◆ 半导体市场重入上行周期/国产进程持续推进,共促 24 前三季度公司营收/业绩同比大幅增长。2024 年前三季度公司营收为 8.69 亿元,同比增长 133.12%;归母净利润为 1.75 亿元,同比增长 249.03%,主要原因系:2023 年前三季度,受下游行业周期性波动影响,公司收入和净利润下降较多,随着 2023 年下半年起下游半导体设备市场重新步入上行周期及国产化进程持续推进,2024 年前三季度公司营业收入和净利润水平大幅增长。根据《先锋精科招股说明书》披露,2024 年公司预计实现营收 10 亿元-11 亿元,同比增长 79.30%-97.23%;预计实现扣非归母净利润 2.05 亿元-2.15 亿元,同比增长 156.94%-169.47%,主要来源于半导体领域核心产品的持续增长。

◆ 专注刻蚀/薄膜沉积等半导体核心设备中核心零部件,营收占比在 80%左右。刻蚀设备、薄膜沉积设备是半导体晶圆前道生产的重要设备,两大类设备价值量合计约占半导体设备市场的 40%,制造技术难度仅次于光刻设备。公司是国内半导体刻蚀和薄膜沉积设备细分领域关键零部件的精密制造专家,尤其在刻蚀设备领域,公司是国内少数已量产供应 7nm 及以下国产刻蚀设备关键零部件的供应商,直接与国际厂商竞争。目前,公司产品已经批量应用于国内头部半导体设备制造商,并成为该等客户同类产品的重要供应商之一。例如,在中微公司批量生产的应用于 7nm 及以下制程芯片生产线的 CCP 刻蚀设备及其氮化镓基 LED MOCVD 设备领域,公司是关键工艺部件——腔体、匀气盘的核心供应商,在国内半导体刻蚀和薄膜沉积设备的核心金属零部件领域占据重要地位。在刻蚀领域,公司主要提供以反应腔室、内衬为主的系列核心配套件;在薄膜沉积领域,公司主要提供加热器、匀气盘等核心零部件及配套产品。2021-2024Q1 应用于刻蚀设备和薄膜沉积设备的收入占比分别为 82.37%、88.63%、77.46%和 82.04%。2023 年,公司应用于刻蚀/薄膜沉积两大设备的收入金额绝对值未下降,但占比有所下降,主要原因系 2023 年应用于光伏领域的收入金额和占比大幅上升。

◆ 关键工艺零部件质量直接影响晶圆工艺良率,公司国内相应领域渗透率仍有较大提升空间。公司核心产品为腔体、内衬、加热器、匀气盘等关键工艺部件,这些精密零部件构成半导体刻蚀设备和薄膜沉积设备核心反应工作区的一部分,一般在密闭真空腔室内的复杂工作环境中与晶圆接触或参与晶圆反应,零部件质量会影响晶圆工艺良率,是半导体设备金属精密零部件中技术要求最高、工艺制程最复杂、技术难度最大的一类零部件。公司整体对应的半导体设备机械金属类零部件的国内市场规模约为 160.13 亿元;其中,公司目前已量产的关键工艺部件应用在刻蚀设备、薄膜沉积设备的国内细分市场规模约为 18.97 亿元,已量产的工艺部件、结构部件的国内细分市场规模约为 46.60 亿元,合计规模约为 65.57 亿元。(1)用于刻蚀设备:2023 年,公司已量产销售的应用在刻蚀设备的关键工艺部件在中国境内同类产品的细分市场规模约为 7.77 亿元,细分市场占比超过 15%。随着中国境内刻蚀设备规模不断增长叠加国产化率提升,未来公司应用在刻蚀设备的关键工艺部件对应的细分市场规模将进一步提高。(2)薄膜沉积设备:2023 年,公司已量产销



售的应用在薄膜沉积设备的关键工艺部件在中国境内同类产品的细分市场规模约为 11.20 亿元，细分市场占比超过 6%。占比相对较低，主要原因系公司主要生产和销售匀气盘和加热器产品，腔体和内衬销售较少。根据公司对主要客户的了解及战略规划，未来 3 年公司同类加热器在国内龙头半导体装备企业的市场占比预计可达 40%。

◆ **投资建议：**我们预计 2024-2026 年，公司营收分别为 10.48/13.46/15.78 亿元，增速分别为 88.0%/28.4%/17.3%，归母净利润分别为 2.19/2.54/3.21 亿元，增速分别为 173.0%/15.7%/26.7%；PE 分别为 66.1/57.1/45.1。考虑到公司是 A 股专门从事半导体刻蚀和薄膜沉积设备细分领域关键零部件稀缺性标的，且为国内少数已量产供应 7nm 及以下国产刻蚀设备关键零部件供应商。未来，公司将充分利用国产化浪潮机会，深耕半导体产业链“卡脖子”领域，筑牢国产半导体设备供应链安全基础，积极推动国内大循环。首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**下游终端需求不及预期；新建晶圆厂进程不及预期；公司研发进展不及预期；国内外同行业竞争加剧，造成人才流失风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	470	558	1,048	1,346	1,578
YoY(%)	10.9	18.7	88.0	28.4	17.3
归母净利润(百万元)	105	80	219	254	321
YoY(%)	-0.4	-23.4	173.0	15.7	26.7
毛利率(%)	39.2	29.9	34.4	33.3	34.9
EPS(摊薄/元)	0.52	0.40	1.08	1.25	1.59
ROE(%)	16.1	10.8	14.9	14.7	15.7
P/E(倍)	138.2	180.4	66.1	57.1	45.1
P/B(倍)	22.2	19.5	9.8	8.4	7.1
净利率(%)	22.3	14.4	20.9	18.8	20.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 1、盈利预测

(1) 精密零部件：公司自设立时起即确立专注刻蚀设备、薄膜沉积设备等半导体核心设备中的核心零部件的“双核”产品路线。在刻蚀设备方面，以等离子体刻蚀设备为例，该设备是在芯片上进行微观雕刻工序，仅以刻孔为例，其直径是头发丝的几千分之一，加工精度、均匀性、重复性要达到数万分之一，每台刻蚀设备每年需刻蚀百万万亿个既细又深的接触孔或者线条，工作量巨大的同时还要求合格率达到 99.99% 以上。因此，刻蚀设备对腔体、内衬等核心零部件的耐腐蚀性、洁净度、致密性等均有严苛要求。在薄膜沉积设备方面，其工艺是通过在反应室内的物理化学作用，使介质在晶圆上沉积形成高性能、高致密性薄膜。由于极高的功能性和均匀性要求，作为关键工艺部件的匀气盘和加热器，在气体分配、混合、反应以及温度调节的控制中起着重要作用，因此对匀气盘、加热器等零部件的加工精度、平面度、洁净度及温度场控制等方面都提出了极致的工艺要求。半导体设备市场增长受益于半导体制造需求，5G/IoT/AI 等高新技术的发展，为下游半导体消费产品带来新的增量需求，同时，随着半导体微缩制程要求提高，半导体设备的需求和价格持续高涨，未来半导体设备市场规模将随纳米制程持续精进而进一步扩大。对于半导体设备及零部件行业巨大的需求将为半导体设备及精密零部件供应商提供广阔的发展机遇。我们预计 2024-2026 年，公司精密零部件营收分别为 10.02/12.88/15.10 亿元。

(2) 模组产品：模组产品是工艺零部件、结构零部件等自制零部件与外购的电子标准件和机械标准件等经过组装、测试等环节后，制成的具有特定功能的产品，可以帮助客户在降低管理成本的同时，减少质量管控的负荷，为轻资产的半导体装备公司提供更好的解决方案，同时也有利于增强公司与客户的粘性，提升不可替代性。随着半导体行业的发展，半导体设备厂商出于降低成本和提升效率的目的，对标准化、模块化、流程化会提出更高要求。模组产品优化了半导体设备的生产流程和交付周期，未来半导体设备厂商对模组产品的需求会进一步提升。我们预计 2024-2026 年，公司模组产品营收分别为 0.26/0.29/0.37 亿元。

(3) 表面处理：公司通过综合运用阳极氧化、化学镀镍和高洁净度清洗等多项表面处理工艺，赋予了半导体零部件超高洁净度、超强耐腐蚀能力、高抗裂性等特殊能力，大幅提高了产品的使用寿命和性能。公司在合理分配自身产能的基础上，利用表面处理车间部分空余产能承接少量外来表面处理业务。我们预计 2024-2026 年，公司模组产品营收分别为 0.07/0.12/0.18 亿元。

表 1: 公司业务预测 (百万元/%)

产品	指标	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
精密零部件	收入	190.77	408.87	454.85	531.46	1,002.37	1,288.39	1,509.53
	YoY		114.33%	11.25%	16.84%	89.39%	28.00%	17.16%
	成本	117.54	255.39	279.16	374.01	659.20	862.79	981.87
	毛利率	38.39%	37.54%	38.63%	29.63%	34.24%	33.03%	34.96%
模组产品	收入				11.94	25.68	28.53	36.92
	YoY					115.09%	11.07%	29.42%
	成本				11.53	23.08	25.46	33.15
	毛利率				3.45%	10.12%	10.76%	10.21%
表面处理	收入	8.22	10.36	8.61	6.62	6.81	11.57	17.83
	YoY		26.07%	-16.86%	-23.07%	2.86%	69.83%	54.06%
	成本	5.07	6.01	6.57	4.29	4.08	6.85	10.47
	毛利率	38.26%	41.99%	23.68%	35.28%	40.12%	40.78%	41.25%
其他业务	收入	2.56	4.42	6.25	7.69	13.42	17.09	13.41
	YoY		72.75%	41.35%	22.95%	74.54%	27.36%	-21.53%
	成本	-	-	-	0.94	1.79	2.49	2.05
	毛利率				87.77%	86.67%	85.45%	84.75%
总计	收入	201.55	423.65	469.72	557.72	1,048.28	1,345.58	1,577.69
	YoY		110.20%	10.87%	18.73%	87.96%	28.36%	17.25%
	成本	122.61	261.40	285.74	390.77	688.16	897.58	1,027.53
	毛利率	39.16%	38.30%	39.17%	29.93%	34.35%	33.29%	34.87%

资料来源: Wind、华金证券研究所

## 2、可比公司估值与投资建议

公司是国内半导体刻蚀和薄膜沉积设备细分领域关键零部件的精密制造专家,尤其在行业公认的技术难度仅次于光刻设备的刻蚀设备领域,公司是国内少数已量产供应 7nm 及以下国产刻蚀设备关键零部件的供应商,直接与国际厂商竞争。我们选取所处行业及产品较为相似的富创精密、珂玛科技作为同行业可比公司。富创精密是国内半导体设备金属精密零部件的领军企业,也是全球为数不多的部分产品通过直接客户间接应用于 7nm 工艺制程半导体设备的金属精密零部件制造商。珂玛科技主营业务为先进陶瓷材料零部件的研发、制造、销售、服务以及泛半导体设备表面处理服务,是国内本土先进陶瓷材料及零部件的领先企业之一,产品已批量生产用于 14nm 和 28nm 制程设备中。

公司是 A 股专门从事半导体刻蚀和薄膜沉积设备细分领域关键零部件稀缺性标的,且为国内少数已量产供应 7nm 及以下国产刻蚀设备关键零部件供应商。公司自设立时起即与行业头部企业北方华创和中微公司开展密切合作,作为核心零部件的重要供应商协助客户诸多设备经历了研发、定型、量产和迭代至先进制程的完整历程。同时,公司还与拓荆科技、华海清科、中芯国际、屹唐股份等其他行业头部企业和终端晶圆制造企业建立长期稳定战略合作关系。未来,公司将充分利用国产化浪潮机会,深耕半导体产业链“卡脖子”领域,筑牢国产半导体设备供应链安全基础,积极推动国内大循环。首次覆盖,给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688409.SH	富创精密	189.68	2.91	4.32	5.76	65.11	43.94	32.93
301611.SZ	珂玛科技	284.14	2.86	3.89	4.85	99.27	73.00	58.61
	均值		2.89	4.11	5.30	82.19	58.47	45.77
688605.SH	C 先锋	144.82	2.19	2.54	3.21	66.09	57.12	45.10

资料来源: Wind 一致预期, 先锋精科盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2024 年 12 月 12 日收盘价

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	615	726	1638	1797	2230	<b>营业收入</b>	470	558	1048	1346	1578
现金	265	282	686	940	1014	营业成本	286	391	688	898	1028
应收票据及应收账款	144	230	486	431	642	营业税金及附加	3	5	8	11	12
预付账款	2	2	6	4	8	营业费用	5	5	6	9	13
存货	173	177	420	385	525	管理费用	27	36	44	60	71
其他流动资产	31	36	40	37	40	研发费用	31	36	59	77	92
<b>非流动资产</b>	294	345	432	496	543	财务费用	-5	-4	-12	-8	-14
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-8	-6	-17	-22	-23
固定资产	218	253	327	381	424	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
无形资产	27	37	43	50	53	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	49	54	62	65	66	<b>营业利润</b>	120	90	248	286	362
<b>资产总计</b>	909	1071	2071	2293	2773	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	220	293	560	529	688	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	44	30	40	37	37	<b>利润总额</b>	119	89	248	286	361
应付票据及应付账款	164	244	497	474	630	所得税	15	9	29	32	40
其他流动负债	12	19	23	18	22	<b>税后利润</b>	105	80	219	254	321
<b>非流动负债</b>	38	34	36	36	35	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	105	80	219	254	321
其他非流动负债	38	34	36	36	35	EBITDA	135	114	264	301	380
<b>负债合计</b>	258	327	596	564	724						
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	152	152	202	202	202	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	455	467	929	929	929	<b>成长能力</b>					
留存收益	45	125	344	598	919	营业收入(%)	10.9	18.7	88.0	28.4	17.3
归属母公司股东权益	651	744	1475	1728	2050	营业利润(%)	-3.3	-24.9	175.8	15.2	26.5
<b>负债和股东权益</b>	909	1071	2071	2293	2773	归属于母公司净利润(%)	-0.4	-23.4	173.0	15.7	26.7
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	39.2	29.9	34.4	33.3	34.9
						净利率(%)	22.3	14.4	20.9	18.8	20.4
						ROE(%)	16.1	10.8	14.9	14.7	15.7
						ROIC(%)	13.7	9.2	13.4	13.0	14.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	28.4	30.5	28.8	24.6	26.1
						流动比率	2.8	2.5	2.9	3.4	3.2
						速动比率	1.9	1.8	2.1	2.6	2.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6
						应收账款周转率	2.9	3.0	2.9	2.9	2.9
						应付账款周转率	1.7	1.9	1.9	1.8	1.9
						<b>估值比率</b>					
						P/E	138.2	180.4	66.1	57.1	45.1
						P/B	22.2	19.5	9.8	8.4	7.1
						EV/EBITDA	106.2	125.1	52.5	45.2	35.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)