

华海清科 (688120.SH)

增持 (维持)

拟收购芯睿半导体剩余股权，平台化布局持续完善

华海清科发布公告称，将收购参股子公司芯睿半导体（上海）剩余 82% 的股权。芯睿半导体聚焦离子注入机，技术实力国内领先，低能大束流离子注入设备已发往客户端验证。本次业务整合将进一步提升华海清科平台化实力，拓展公司面向的市场空间，维持“增持”投资评级。

□ 公司拟收购芯睿半导体剩余全部股权，整合离子注入机业务。华海清科发布公告称，公司将和/或全资子公司华海清科（上海）拟使用自有资金不超过 100450 万元，收购华海清科参股子公司芯睿半导体（上海）剩余 82% 的股权。芯睿半导体聚焦半导体离子注入机设备，本次交易完成后，芯睿半导体将成为华海清科全资子公司。

□ 离子注入机国产化率极低，芯睿半导体技术实力和商业化进度国内领先。离子注入机技术涉及高压电子、机械、电气、计算机控制、等离子体物理等基础科学，理论门槛高，系统集成难度大。全球超 90% 份额被美国 AMAT、Axcelis 占据，国内主要厂商为芯睿半导体、北京中科信、万业企业（凯世通）、青岛四方思锐等，国产化率极低。芯睿半导体核心技术团队从业 30 余年，不断积累机台 know-how，目前低能大束流离子注入设备实现商业化，相关产品已发往客户端验证。

□ 华海清科面向的市场空间将进一步拓展，平台化布局逐步完善。根据 SEMI，离子注入机台面向市场空间占全球半导体设备市场规模的比例为 3-5%，本次交易进一步拓展公司面向的市场空间。同时华海清科其他新品验证及出货顺利，晶圆减薄机获得批量订单、减薄贴膜一体机在头部客户验证、切割机验证顺利、金属薄膜量测设备获得重复订单，公司“装备+服务”平台化布局逐步完善。

□ 业绩对赌协议彰显长期发展信心，未来机台出货量有望快速提升。芯睿半导体 2023 年、2024 年 1-5 月实现收入 362 万、78 万元，截至 2024 年 5 月 31 日，公司离子注入机台尚未实现收入，截至目前，已有部分机台实现验收。华海清科和芯睿半导体签订业绩对赌协议，对其设定两个业绩承诺考核标准，1) 芯睿半导体 2024-2026 年收入将分别不低于 0.45 亿元、1.05 亿元、3.4 亿元，其中各年度离子注入机验收后确认的收入占比至少 80%；2) 2024-2025 年度，芯睿半导体将分别发布并交付不少于 4 台、8 台离子注入机台给终端客户并进入客户设备验证或验收程序。

□ 华海清科盈利能力保持高位，芯睿半导体并表后对利润影响预计有限。芯睿半导体 2023 年、2024 年 1-5 月归母净利润亏损 2442 万元、亏损 1516.7 万元。华海清科前期研发的大单品 CMP 设备、减薄设备等逐步放量或获得批量订单，公司研发费用率得到较好控制，同时公司耗材维保业务利润随 CMP 机台保有量提升而增厚，整体看公司具备较强盈利能力。从利润率来看，华海清科长期维持 20% 以上扣非净利率，2024 前三季度扣非净利率达 25%，亦明显高于国内半导体设备公司平均水平。因此，尽管芯睿半导体短期内或仍将亏损，但并表后预计对华海清科利润影响有限。

□ 投资建议。芯睿半导体技术实力国内领先，低能大束流产品已经发往客户端验证，本次收购完成后，华海清科市场空间将进一步拓展，平台化布局持续完善。我们预计公司 2024/2025/2026 年收入为 33.3/43.1/54.3 亿元，预计归母净利润为 10.0/13.0/16.4 亿元，对应 PE 为 40.9/31.3/24.9 倍，维持“增持”投资评级。

□ 风险提示：下游晶圆厂扩产不及预期，美国半导体设备出口管制加剧，新品

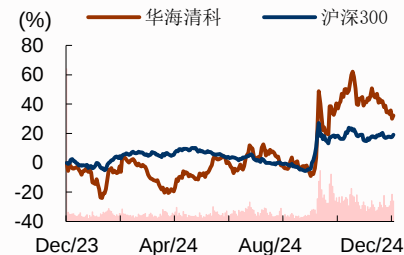
TMT 及中小盘/电子
当前股价：172.47 元

基础数据

总股本（百万股）	237
已上市流通股（百万股）	170
总市值（十亿元）	40.8
流通市值（十亿元）	29.3
每股净资产（MRQ）	26.0
ROE（TTM）	14.3
资产负债率	43.6%
主要股东	清控创业投资有限公司
主要股东持股比例	28.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	24	21
相对表现	-12	11	3



相关报告

- 《华海清科（688120）：盈利能力维持高位，各新品验证进展顺利》2024-10-29
- 《华海清科（688120）—24Q2 收入创历史新高，持续推进平台化战略布局》2024-08-18
- 《华海清科（688120）—24Q2 收入创历史新高，各领域新品加速突破》2024-07-15
- 《华海清科（688120）—华海清科（688120）—24Q1 收入同比稳健增长，利润率保持高水平》2024-04-29

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
谌薇 S1090524070008
shenwei3@cmschina.com.cn
王虹宇 研究助理
wanghongyu@cmschina.com.cn

研发不及预期，行业竞争加剧的风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1649	2508	3334	4311	5425
同比增长	105%	52%	33%	29%	26%
营业利润(百万元)	557	790	1108	1446	1818
同比增长	172%	42%	40%	31%	26%
归母净利润(百万元)	502	724	998	1302	1637
同比增长	153%	44%	38%	31%	26%
每股收益(元)	2.12	3.06	4.22	5.50	6.92
PE	81.4	56.4	40.9	31.3	24.9
PB	8.5	7.4	6.8	5.8	4.8

资料来源：公司数据、招商证券



附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7122	7685	8536	10292	12478
现金	2057	2565	2431	3066	4006
交易性投资	2103	2022	2022	2022	2022
应收票据	8	0	0	0	0
应收款项	420	477	609	788	991
其它应收款	8	8	11	14	18
存货	2361	2415	3201	4063	5016
其他	164	198	263	339	425
非流动资产	704	1432	1563	1681	1789
长期股权投资	0	131	131	131	131
固定资产	546	693	831	955	1068
无形资产商誉	76	68	61	55	49
其他	82	540	540	540	540
资产总计	7827	9117	10099	11973	14267
流动负债	2476	2635	3170	3978	4872
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1018	902	1199	1522	1879
预收账款	1304	1328	1766	2241	2767
其他	155	406	205	215	226
长期负债	560	964	964	964	964
长期借款	180	473	473	473	473
其他	380	491	491	491	491
负债合计	3036	3600	4134	4942	5836
股本	107	159	237	237	237
资本公积金	3888	3884	3806	3806	3806
留存收益	796	1475	1922	2988	4388
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4791	5518	5965	7031	8431
负债及权益合计	7827	9117	10099	11973	14267

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	25	653	551	830	1207
净利润	502	724	998	1302	1637
折旧摊销	52	71	72	84	96
财务费用	5	9	(32)	(39)	(45)
投资收益	(26)	(53)	(250)	(210)	(130)
营运资金变动	(505)	(88)	(249)	(322)	(364)
其它	(2)	(11)	11	13	14
投资活动现金流	(2017)	(579)	44	4	(76)
资本支出	(175)	(340)	(206)	(206)	(206)
其他投资	(1842)	(240)	250	210	130
筹资活动现金流	3374	421	(729)	(198)	(191)
借款变动	138	677	(210)	0	0
普通股增加	27	52	78	0	0
资本公积增加	3464	(4)	(78)	0	0
股利分配	(315)	(454)	(550)	(237)	(237)
其他	59	150	32	39	45
现金净增加额	1382	495	(134)	636	940

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1649	2508	3334	4311	5425
营业成本	862	1354	1800	2285	2821
营业税金及附加	16	18	8	10	12
营业费用	100	135	183	194	217
管理费用	100	143	183	194	217
研发费用	217	304	333	431	515
财务费用	(11)	(34)	(32)	(39)	(45)
资产减值损失	(11)	(32)	0	0	0
公允价值变动收益	33	(17)	20	20	20
其他收益	144	196	220	180	100
投资收益	26	53	10	10	10
营业利润	557	790	1108	1446	1818
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	557	790	1108	1446	1818
所得税	55	66	110	144	181
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	502	724	998	1302	1637

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	105%	52%	33%	29%	26%
营业利润	172%	42%	40%	31%	26%
归母净利润	153%	44%	38%	31%	26%
获利能力					
毛利率	47.7%	46.0%	46.0%	47.0%	48.0%
净利率	30.4%	28.9%	29.9%	30.2%	30.2%
ROE	17.9%	14.0%	17.4%	20.0%	21.2%
ROIC	16.0%	12.3%	15.3%	18.2%	19.4%
偿债能力					
资产负债率	38.8%	39.5%	40.9%	41.3%	40.9%
净负债比率	2.5%	7.5%	4.7%	3.9%	3.3%
流动比率	2.9	2.9	2.7	2.6	2.6
速动比率	1.9	2.0	1.7	1.6	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	6.3	5.5	6.1	6.2	6.1
应付账款周转率	1.0	1.4	1.7	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	2.12	3.06	4.22	5.50	6.92
每股经营净现金	0.11	2.76	2.33	3.51	5.10
每股净资产	20.24	23.31	25.20	29.70	35.61
每股股利	0.20	0.04	0.50	0.50	0.50
估值比率					
PE	81.4	56.4	40.9	31.3	24.9
PB	8.5	7.4	6.8	5.8	4.8
EV/EBITDA	33.1	23.8	16.9	13.0	10.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。