

华海清科：收购离子注入机业务方案落地，构筑公司第二成长曲线

华海清科(688120)

评级：	增持	股票代码：	688120
上次评级：	增持	52周最高价/最低价：	220.0/118.0
目标价格：		总市值(亿)	408.28
最新收盘价：	172.47	自由流通市值(亿)	293.15
		自由流通股数(百万)	169.97

事件概述

12月24日，公司公告拟用不超过10亿元收购子公司芯崙半导体剩余82%股权，收购完成后，芯崙半导体将成为公司全资子公司。

► 收购芯崙拓展离子注入业务，对赌补偿机制降低收购风险

芯崙半导体主营业务为集成电路离子注入机，公司通过本次收购，成功切入离子注入机领域，符合“装备+服务”的平台化战略，具体从交易细节来看：

1) 估值方面：芯崙半导体尚未实现稳定收入和盈利，整体估值12.25亿，以25年对赌收入测算PS为11.8倍，低于可比公司，结合离子注入国产化率不足10%，芯崙半导体的估值具备一定吸引力；

2) 业绩承诺：业绩承诺方(CHEN WEI、上海凯城、CHEN JIANG)交易对价并非一次性支付，将基于2024-2026年业绩表现分期支付：①考核标准一，芯崙未来收入不低于0.45、1.05和3.4亿元，且整机收入占比需超过80%，②考核标准二，2024、2025年分别交付不少于4、8台，若当年未完成考核标准，将根据未完成比例计算业绩补偿数额，以扣除支付费用或股份等方式进行支付进行业绩补偿。从对赌目标来看，收入端三年复合增速高达160%，交付方面同样要求不低，对赌补偿机制最大程度降低收购风险。此外，业绩承诺方以自身名义，按转让对价一定比例，通过上海证券交易所集中竞价方式，购买公司股票，充分体现了对未来发展的信心。

► BIS制裁新规落地，离子注入机环节受益加速国产替代

1) 行业层面：BIS制裁落地，国产设备加速导入，离子注入环节国产化率不足10%且美系垄断(Axcelix、AMAT)，价值量占比约前道设备的3%-5%，根据我们测算2025年市场规模约110亿元，其中低/中/高能注入机分别占比61%、20%、18%，是国产替代最迫切环节；

2) 公司层面：芯崙半导体核心技术团队从事离子注入行业超30年，主要产品低能大束流离子注入设备已实现商业化，相较同类竞品的晶圆颗粒污染控制效果、装载效率更优，且设备零部件的国产化率更高，目前已有部分机台验收，持续受益国产替代。除了业绩考核外，本次交易设置全面的超额奖励机制，若2024年超额完成业绩承诺，2025-2026年同样超额完成，将分别奖励1000万元-2000万元(2025年)、2000万元-3000万元(2026年)给核心团队，具体数字根据超额情况确定。此外，另外设置两台特点工艺设备交付奖励，一旦实现验收，直接奖励2000万元/台。除CMP、减薄等设备外，离子注入有望成为公司新的成长曲线。

► 立足CMP设备不断完善产品线，减薄、清洗、量测等设备取得积极进展

公司在巩固 CMP 竞争优势同时，不断丰富产品线布局，减薄、清洗、量测等设备取得积极进展。

1) 减薄设备：12 英寸超精密晶圆减薄机 Versatile-GP300 已取得多个领域头部企业的批量订单，9 月 Versatile-GP300 完成首台验证工作。晶圆减薄贴膜一体机 Versatile - GM300 已发往国内头部封测企业进行验证。2) 划切设备：12 英寸晶圆边缘切割设备已发往多家客户进行验证。3) 清洗设备：已批量用于公司晶圆再生生产，应用于 4/6/8 英寸化合物半导体的刷片清洗装备已通过客户端验收；应用于 4/6/8/12 英寸片盒清洗装备已取得小批量订单。4) 膜厚量测设备：应用于 Cu、Al、W、Co 等金属制程的薄厚量测设备已实现小批量出货，并取得某集成电路制造龙头企业的批量重复订单。

投资建议

我们维持 2024-2026 年营业收入预测分别为 35.00、47.40 和 60.34 亿元，同比+40%、+35%和+27%；2024-2026 年归母净利润分别为 10.09、13.36 和 17.02 亿元，同比+39%、+32%和+27%；2024-2026 年 EPS 为 4.26、5.64 和 7.19 元。2024/12/24 股价 172.47 元对应 PE 为 40、31、24 倍，维持“增持”评级。

风险提示

本次拟收购事项尚未完成，存在不确定性；下游扩产不及预期；半导体业务拓展不及预期；公司拟投资建设上海集成电路装备研发制造基地尚未完成，存在不确定性等。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,649	2,508	3,500	4,740	6,034
YoY (%)	104.9%	52.1%	39.5%	35.4%	27.3%
归母净利润(百万元)	502	724	1,009	1,336	1,702
YoY (%)	153.0%	44.3%	39.4%	32.4%	27.4%
毛利率 (%)	47.7%	46.0%	46.2%	46.3%	46.4%
每股收益 (元)	3.52	4.55	4.26	5.64	7.19
ROE	10.5%	13.1%	15.3%	16.8%	17.6%
市盈率	49.00	37.91	40.46	30.56	23.99

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)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,508	3,500	4,740	6,034	净利润	724	1,009	1,336	1,702
YoY (%)	52.1%	39.5%	35.4%	27.3%	折旧和摊销	73	105	121	135
营业成本	1,354	1,884	2,547	3,232	营运资金变动	-138	330	-32	12
营业税金及附加	18	28	38	48	经营活动现金流	653	1,457	1,478	1,918
销售费用	135	175	223	278	资本开支	-340	-341	-274	-214
管理费用	143	185	246	302	投资	-302	0	0	0
财务费用	-34	3	-12	-27	投资活动现金流	-579	-255	-214	-153
研发费用	304	385	498	603	股权募资	0	73	0	0
资产减值损失	-20	-25	-28	-30	债务募资	484	32	125	100
投资收益	53	70	59	60	筹资活动现金流	421	260	56	20
营业利润	790	1,097	1,452	1,850	现金净流量	495	1,463	1,320	1,785
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	790	1,097	1,452	1,850	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	66	88	116	148	成长能力				
净利润	724	1,009	1,336	1,702	营业收入增长率	52.1%	39.5%	35.4%	27.3%
归属于母公司净利润	724	1,009	1,336	1,702	净利润增长率	44.3%	39.4%	32.4%	27.4%
YoY (%)	44.3%	39.4%	32.4%	27.4%	盈利能力				
每股收益	4.55	4.26	5.64	7.19	毛利率	46.0%	46.2%	46.3%	46.4%
					净利率	28.9%	28.8%	28.2%	28.2%
					总资产收益率 ROA	7.9%	9.1%	10.0%	10.7%
					净资产收益率 ROE	13.1%	15.3%	16.8%	17.6%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
货币资金	2,565	4,027	5,348	7,132	流动比率	2.92	2.99	2.92	3.01
预付款项	30	57	76	97	速动比率	1.92	2.07	2.03	2.15
存货	2,415	2,596	3,143	3,531	现金比率	0.97	1.28	1.35	1.54
其他流动资产	2,675	2,738	2,962	3,192	资产负债率	39.5%	40.4%	40.5%	39.1%
流动资产合计	7,685	9,418	11,530	13,953	经营效率				
长期股权投资	131	131	131	131	总资产周转率	0.30	0.35	0.39	0.41
固定资产	693	782	845	883	每股指标 (元)				
无形资产	68	60	52	44	每股收益	4.55	4.26	5.64	7.19
非流动资产合计	1,432	1,664	1,817	1,897	每股净资产	34.72	27.90	33.57	40.80
资产合计	9,117	11,082	13,347	15,849	每股经营现金流	4.11	6.16	6.25	8.10
短期借款	0	0	0	0	每股股利	0.55	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	902	1,256	1,662	2,065	估值分析				
其他流动负债	1,734	1,897	2,287	2,574	PE	37.91	40.46	30.56	23.99
流动负债合计	2,635	3,152	3,949	4,639	PB	5.41	6.18	5.14	4.23
长期借款	473	623	748	848					
其他长期负债	491	703	703	703					
非流动负债合计	964	1,325	1,450	1,550					
负债合计	3,600	4,478	5,400	6,190					
股本	159	237	237	237					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	5,518	6,604	7,947	9,659					
负债和股东权益合计	9,117	11,082	13,347	15,849					

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。