

2025 年 02 月 18 日

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 02 月 17 日
收盘价（元）	193.21
一年内最高/最低（元）	256.99/115.50
总市值（百万元）	120,246.90
流通市值（百万元）	120,246.90
总股本（百万股）	622.36
资产负债率（%）	25.85
每股净资产（元/股）	29.25

资料来源：聚源数据

中微公司 (688012. SH)

——中国集成电路设备龙头，产品创新+高研发投入推动业务扩张，收入、订单持续增长

投资要点：

- **中微公司是国内集成电路设备龙头，专注于高端半导体和泛半导体设备的研发、生产和销售。**公司致力于为全球集成电路以及 LED 芯片制造商提供先进加工设备和工艺技术解决方案。公司的主要产品布局包括 CCP 电容性等离子体刻蚀设备、ICP 电感性等离子体刻蚀设备、深硅刻蚀设备、薄膜沉积设备及 MOCVD 设备等。
- **刻蚀设备技术领先，产品创新推动业务端扩张，收入与发货量双双高增长。**伴随芯片制程先进工艺的演进，存储器件由 2D 向 3D 结构转换，刻蚀机作为半导体前道关键核心设备在市场的战略地位和需求显著加深，中微作为国内领先的刻蚀设备供应商或将显著受益。在逻辑芯片制造方面，公司开发的 12 英寸高端刻蚀设备持续获得国际国内知名客户的订单，已经在从 65 纳米到 5 纳米及更先进的各个技术结点大量量产；在存储芯片制造环节，公司的等离子体刻蚀设备已大量用于先进三维闪存和动态随机存储器件的量产。公司致力于提供超高深宽比掩膜（ $\geq 40:1$ ）和超高深宽比介质刻蚀（ $\geq 60:1$ ）的全套解决方案，相应的开发了配备超低频偏压射频的 ICP 刻蚀机用于超高深宽比掩膜的刻蚀，并开发了配备超低频高功率偏压射频的 CCP 刻蚀机用于超高深宽比介质刻蚀。这两种设备都已验证成功，进入量产。技术的突破推动交付量持续走高，2024 年上半年公司 CCP 刻蚀设备付运量超过 700 个，超过 2023 年全年付运量，截至 2024 年 6 月公司累计生产交付超 3600 个 CCP 刻蚀设备。ICP 刻蚀设备方面，Primo Nanova® 系列产品近 3 年累计装机台数 CAGR 超 70%。公司 2023 年刻蚀设备营收 47.03 亿元，根据公司 2024 年年度业绩预告预测，公司预计实现 72.76 亿元刻蚀设备销售额，实现同比增长 54.71%。公司持续推进 5-3 纳米逻辑芯片制造的 ICP 刻蚀机设备研发，有望推动公司订单在先进制程领域持续放量。
- **薄膜设备产品矩阵加速完善，订单规模持续增长。**公司目前已有多款新型设备产品进入市场，其中部分设备已获得重复性订单，其他多个关键薄膜沉积设备研发项目正在顺利推进。公司钨系列薄膜沉积产品可覆盖存储器件所有钨应用，并已完成多家逻辑和存储客户对 CVD/HAR/ALDW 钨设备的验证，取得了客户订单。公司已规划多款 CVD 和 ALD 设备，增加薄膜设备的覆盖率，进一步拓展市场。公司自主研发的 EPI 设备已顺利进入客户验证阶段，以满足客户先进制程中锗硅外延生长工艺的电性和可靠性需求。根据公司 2024 年年度业绩预告，公司在 2024 年实现 LPCVD 设备首台销售，该设备累计出货量突破 100 个反应台，全年设备销售预计达 1.56 亿元。我们看好公司在薄膜沉积设备领域的持续突破，在持续高强度研发的支持下，薄膜设备的业绩与订单有望持续高增长。
- **营收高速增长，研发力度持续加大。**公司营业收入保持高速增长，自 2018 年 16.39 亿元增长至 2023 年的 62.64 亿元，复合年均增长达到 30.75%。根据公司 2024 年年度业绩预告，公司 2024 年全年预计实现营业收入 90.65 亿元，同比 2023 年预计增长约 44.73%。其业绩的主要驱动力是刻蚀业务的持续放量，2024 年该部分业务

预计增长至 72.76 亿元,年增长率达到 54.71%。2024 年四季度营业收入预计达 35.58 亿元,实现同比增长约 60%。公司持续多年进行高强度研发投入,2019 年至 2023 年,研发费率均保持在 12%以上。2024 年,预计公司全年研发投入 24.50 亿元,较 2023 年增长约 94.13%,全年研发投入占公司营收预计达 27.03%,整体金额实现 11.88 亿元增长。公司持续保持高水平的研发投入,完善公司在半导体前道工艺关键器件制造的产品布局,为业绩的持续高增长奠定坚实基础。

- **国内外半导体产业持续兴旺,微观加工设备需求旺盛赋能公司成长。**根据 SEMI 预测,受益于全球芯片需求增加,先进节点工艺和制程推动设备支出扩张,2025-2027 年全球 300mm 晶圆厂设备投资预计达 4000 亿美元,其中 Logic 与 Micro 投资额约 1730 亿美元,存储行业投资额超过 1200 亿美元。中国大陆预计到 2027 年持续保持全球 300mm 设备支出第一的地位,未来三年将投资超 1000 亿美元。中国大陆作为全球最大的集成电路设备市场,2023 年中国大陆设备出货额达 366 亿美元,在全球市场占比约 34.4%。依据 SEMI 预计,2024 年中国大陆出货额有望突破至 490 亿美元,全球出货额占比提升至 43.4%。同时根据 Gartner 数据,2018 至 2025 年全球芯片生产线建设共计 171 座新产线,其中 74 座位居中国大陆,市场扩张和产能增加赋能公司需求侧成长。公司作为国内刻蚀设备龙头,在刻蚀机和薄膜设备积累领先的专业技术和专利储备,有望持续投入研发提前布局产业发展,实现刻蚀设备和薄膜沉积设备产品大规模产业化应用,扩大公司产品覆盖优势,推动产品市占率增加和业务规模增长。
- **盈利预测与评级:**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 16.76/24.85/33.99 亿元,同比增速分别为 -6.15%/48.24%/36.80%,当前股价对应的 PE 分别为 71.75/48.40/35.38 倍。我们选取北方华创/拓荆科技/盛美上海/华海清科/中科飞测/芯源微为可比公司,可比公司 2024 年平均估值为 115.1 倍,鉴于公司在集成电路刻蚀设备制造领域的龙头地位,薄膜沉积领域的快速突破,高强度的研发支出和业绩的高速稳定增长,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示。**下游客户扩产不及预期;行业竞争风险加剧;新品研制及客户推广不及预期;地缘因素不确定性。

盈利预测与估值(人民币)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,740	6,264	9,065	12,100	16,058
同比增长率(%)	52.50%	32.15%	44.73%	33.48%	32.71%
归母净利润(百万元)	1,170	1,786	1,676	2,485	3,399
同比增长率(%)	15.66%	52.67%	-6.15%	48.24%	36.80%
每股收益(元/股)	1.88	2.87	2.69	3.99	5.46
ROE(%)	7.55%	10.02%	8.64%	11.42%	13.62%
市盈率(P/E)	102.79	67.33	71.75	48.40	35.38

资料来源:公司公告,华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,090	9,619	11,599	14,230	营业收入	6,264	9,065	12,100	16,058
应收票据及账款	1,250	1,714	2,288	3,037	营业成本	3,393	5,149	6,655	8,832
预付账款	112	97	129	171	税金及附加	12	34	45	60
其他应收款	10	39	52	69	销售费用	492	544	678	835
存货	4,260	6,143	7,940	10,537	管理费用	344	517	641	803
其他流动资产	2,364	2,327	2,480	2,680	研发费用	817	1,450	1,815	2,248
流动资产总计	15,087	19,938	24,488	30,724	财务费用	-87	-28	-36	-44
长期股权投资	1,020	1,015	1,010	1,006	资产减值损失	-11	-21	-28	-37
固定资产	2,013	2,756	2,679	2,614	信用减值损失	-10	-5	-7	-9
在建工程	849	100	117	67	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	687	842	1,016	988	投资收益	787	335	335	335
长期待摊费用	5	8	10	15	公允价值变动损益	-203	0	1	2
其他非流动资产	1,864	1,687	1,499	1,538	资产处置收益	0	-2	-2	-2
非流动资产合计	6,438	6,408	6,332	6,228	其他收益	124	140	140	140
资产总计	21,526	26,346	30,820	36,952	营业利润	1,980	1,847	2,741	3,753
短期借款	0	0	0	0	营业外收入	33	11	11	11
应付票据及账款	1,305	2,017	2,607	3,460	营业外支出	3	3	3	3
其他流动负债	2,319	4,850	6,394	8,471	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	3,624	6,867	9,001	11,930	利润总额	2,010	1,855	2,750	3,762
长期借款	17	17	17	17	所得税	226	181	268	366
其他非流动负债	62	62	62	62	净利润	1,784	1,674	2,482	3,396
非流动负债合计	79	79	79	79	少数股东损益	-2	-2	-2	-3
负债合计	3,702	6,946	9,080	12,009	归属母公司股东净利润	1,786	1,676	2,485	3,399
股本	619	622	622	622	EPS(元)	2.87	2.69	3.99	5.46
资本公积	13,317	13,314	13,315	13,317	主要财务比率				
留存收益	3,889	5,469	7,810	11,013	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归属母公司权益	17,826	19,405	21,748	24,953	成长能力				
少数股东权益	-3	-5	-7	-10	营收增长率	32.15%	44.73%	33.48%	32.71%
股东权益合计	17,823	19,401	21,741	24,942	营业利润增长率	56.81%	-6.76%	48.46%	36.91%
负债和股东权益合计	21,526	26,346	30,820	36,952	归母净利润增长率	52.67%	-6.15%	48.24%	36.80%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-258.37%	364.04%	-20.17%	33.38%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	盈利能力				
税后经营利润	1,784	1,240	2,047	2,960	毛利率	45.83%	43.20%	45.00%	45.00%
折旧与摊销	175	297	337	359	净利率	28.48%	18.47%	20.51%	21.15%
财务费用	-87	-28	-36	-44	ROE	10.02%	8.64%	11.42%	13.62%
投资损失	-787	-335	-335	-335	ROA	8.30%	6.36%	8.06%	9.20%
营运资金变动	-2,589	921	-435	-675	估值倍数				
其他经营现金流	527	486	483	483	P/E	67.33	71.75	48.40	35.38
经营性现金净流量	-977	2,581	2,060	2,748	P/S	19.20	13.26	9.94	7.49
投资性现金净流量	1,827	16	28	35	P/B	6.75	6.20	5.53	4.82
筹资性现金净流量	223	-68	-107	-152	股息率	0.26%	0.08%	0.12%	0.16%
现金流量净额	1,085	2,528	1,981	2,631	EV/EBITDA	41	51	35	26

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。