

# 并购电子材料标的，完善泛半导体业务布局

## 至纯科技(603690)

### 事件概述

2月27日，公司公告拟通过发行股份及支付现金的方式购买贵州威顿晶磷83.78%股份，并募集配套资金，交易完成后，威顿晶磷将成为公司控股子公司。本次收购将有助于推动公司导入泛半导体领域高纯电子材料业务，进一步完善公司业务版图。

### 1、国内高端半导体材料领先供应商，深度绑定头部客户引领国产替代

标的公司威顿晶磷成立于2006年，长期深耕电子化学材料产品，面向集成电路及光伏领域，已成功批量供货于中芯国际、华虹、长存、长鑫等知名晶圆代工厂商和隆基绿能、晶科能源等主要光伏生产商，引领高端半导体材料国产替代。

1) **主营业务方面**：公司核心产品为前驱体材料、掺杂/氧化类材料两大类，主要应用于扩散、薄膜沉积环节，是核心工艺材料。同时，公司能够根据客户不同产线及工艺需求，提供非标（不同规格、纯度）方案，高效满足客户需求，长期形成深度绑定。

2) **财务数据方面**：2024年威顿晶磷实现营收2.49亿元，归母净利润为6905万元，归母净利率为27.71%，盈利水平较高；净资产为4.9亿元，资产回报率良好，整体资产质量优秀。截至公告日，标的公司审计、预估及定价尚未完成，具体估值情况仍待进一步披露。

### 2、收购强化电子材料业务，进一步完善全产业链布局+增厚上市公司业绩

公司通过本次收购，有效强化电子材料领域的业务布局，进一步贯彻完善“半导体关键制程设备、工艺耗材及核心零部件”的产业链发展战略，同时并表有效增厚业绩。具体来看：

1) **业务协同方面**：公司目前主营构成仍为半导体清洗设备和高纯工艺系统为主，电子材料市场空间广阔，公司高度重视布局，投资建设了半导体级的大宗气体工

### 评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	
目标价格：	
最新收盘价：	25.73
股票代码：	603690
52周最高价/最低价：	32.93/17.12
总市值(亿)	98.71
自由流通市值(亿)	98.54
自由流通股数(百万)	382.96



分析师：黄瑞连  
邮箱：huangr1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120524030001  
联系电话：

### 相关研究

厂，为客户提供至少 15 年的高纯大宗气体整厂供应。而威顿晶磷作为国内领先高纯电子材料供应商，有效补充公司电子材料业务实力，丰富产品矩阵。

**2) 贯彻发展战略：**公司自上市以来不断拓展产业链，从最初的高纯工艺配套服务，向关键制程设备、工艺生产耗材、零部件及服务 etc 积极发展，致力于为泛半导体产业客户提供湿法工艺整体解决方案。本次收购符合公司一贯发展战略，提升市场竞争力。

**3) 业绩方面：**根据公司业绩预告，2024 年公司预计实现归母净利润 0.9-1.35 亿元，同比减少 64.22%至 76.14%，主要系公司研发费用增长、单项计提信用减值准备以及非经常性损益大幅下降。业绩有所承压背景下，标的公司威顿晶磷具有稳定的客户和业绩基础，并表后将持续增厚上市公司业绩，稳定市场信心。同时高端电子材料业务具有资金周转较快、经营性现金流相对稳定的特点，将持续提升公司盈利能力。

### 3、双方长期联系紧密，优质资产注入赋能加快发展

公司早期便已经同威顿晶磷建立联系，2020 年参与其 A 轮融资，投资金额为 6426 万元；2022 年追加投资 2499 万元，期末投资余额达到 1.15 亿元，因此双方较为熟悉，整体来收购方案确定性高，风险可控。上市公司与标的公司共同服务于泛半导体领域客户，本次收购完成后，标的公司的技术、人才、市场渠道等资源纳入上市公司体系，实现资源整合与优化配置。上市公司将充分发挥平台优势，从资金、经营管理、人才、市场等多个维度赋能标的公司，巩固其在泛半导体掺杂/氧化类材料的优势地位，加速其在集成电路前驱体材料的国产化替代进程。

#### 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 34.23、44.49 和 56.64 亿元，同比增速分别为 8.6%、30%和 27%；归母净利润为 1.11、3.48 和 4.88 亿元，同比增速分别为-71%、214%和 40%；EPS 为 0.29、0.90 和 1.26 元。公司作为本土优质半导体清洗设备国产供应商，同时纵向拓展零部件&晶圆再生业务，成长性较为突出，2025/3/12 股价 25.73 元对应 PE 分别为 89、28 和 20 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

#### 风险提示

本次收购尚存在不确定性风险，行业竞争加剧等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,050	3,151	3,423	4,449	5,664
YoY (%)	46.3%	3.3%	8.6%	30.0%	27.3%
归母净利润(百万元)	282	377	111	348	488
YoY (%)	0.2%	33.6%	-70.6%	213.9%	40.3%
毛利率 (%)	35.4%	33.8%	33.3%	33.6%	34.0%
每股收益 (元)	0.89	1.06	0.29	0.90	1.26
ROE	6.3%	7.7%	2.2%	6.5%	8.3%
市盈率	28.82	24.19	89.42	28.49	20.31

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 国内高纯工艺系统龙头，半导体清洗设备快速放量.....	5
2. 盈利预测与投资建议.....	6
3. 风险提示.....	8

## 图表目录

图 1 公司业务重心逐渐转向半导体行业，目前 80%业务为集成电路领域.....	5
图 2 公司半导体清洗设备产品线不断丰富完善.....	6
图 3 至纯科技 2024-2026 分产品盈利预测（单位：百万元）.....	8
图 4 可比公司估值表.....	8

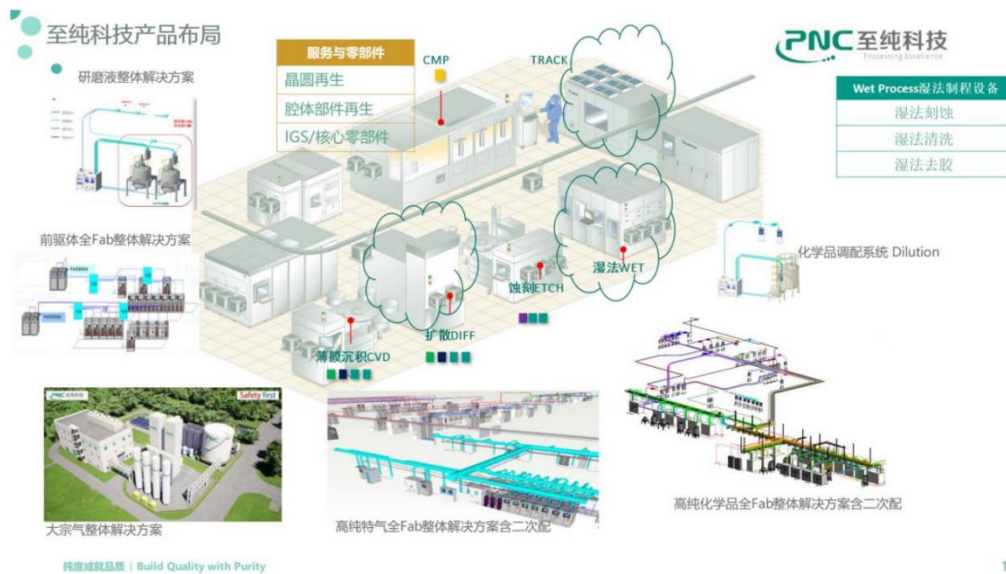
## 1. 国内高纯工艺系统龙头，半导体清洗设备快速放量

至纯科技成立于 2000 年，主要从事高纯工艺系统和半导体湿法清洗设备的研发、生产、销售及技术服务。

1) **高纯工艺系统**：主业包括为电子、生物医药及食品饮料等行业的先进制造业企业提供高纯工艺系统的整体解决方案，以及进行高纯气体供应设备和高纯化学品输送设备的销售。

2) **半导体装备**：公司提供湿法清洗设备，包括湿法槽式清洗设备及湿法单片式清洗设备，聚焦晶圆制造的前道工艺，主要应用于扩散、光刻、刻蚀、离子注入、薄膜沉积等关键工序段前后。高端产品包括 SPM 高温硫酸、去胶、晶背清洗等清洗设备。

图 1 公司业务重心逐渐转向半导体行业，目前 80%业务为集成电路领域



资料来源：公司公告，华西证券研究所

**公司半导体湿法设备快速突破。**公司湿法工艺设备所部署技术路线：槽式&单片设备覆盖国内成熟&先进工艺涉及的全部湿法工艺。此外，公司提供的湿法设备还可以应用于先进工艺，主要为存储（DRAM，3DFlash）、先进逻辑产品，还覆盖一些特殊工艺类，例如薄片工艺、化合物半导体、金属剥离制程等。在高温硫酸、FIN ETCH、单片磷酸等尚被国际厂商垄断的机台，公司验证交付进度处于国内领先。公司的 S300-SPM 机型为国产首台应用于 12 英寸量产线的硫酸清洗机，月产能最高可达 6 万片次，截至目前单机累计产量超过 70 万片次。

1) **单片高温 SPM**：在公司单片 SPM 获得突破之前，所有的单片 SPM 设备全部由国外厂商所垄断。此外公司开发硫酸回收系统与单片 SPM 设备搭配使用，最高可以实现 80%以上的硫酸回收，单台每年可为用户节省 160~180 万美金的硫酸费用，同时降低用户对危废排放的压力。公司单片清洗机台设计采用类国际一流设备的架构，拥有自己专

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

利和技术布局。目前产品的各项工艺指标与国际大厂设备是相匹配的，并可实现 40 纳米以下少于 20 个剩余颗粒的处理。

**2) 晶圆清洗：**公司目前已实现 Backside etch（背面蚀刻）功能，达到客户的验收标准。通过背面单片机电台清洗后，可实现 40 纳米以上少于 10 个剩余颗粒的处理。同时金属污染可控制在 1E+9（原子/平方厘米）以内。目前产品的各项工艺指标可对标国际大厂设备指标。

图 2 公司半导体清洗设备产品线不断丰富完善

S300-HS		覆盖 40-7nm 制程，重点应用于去胶清洗、离子注入后清洗、化学研磨后清洗、镍铂金属去除等工艺	·高温硫酸回收，有助于节约客户成本 ·高温/高浓度化学品稳定应用 ·高稳定化学品混配系统 ·反应腔模组化设计 ·高洁精度零部件
S300-BS		可覆盖全制程晶背清洗需求	·特有的晶圆翻转系统 ·良好的晶背刻蚀均匀性
S300-CL		覆盖 40-28nm 制程，重点应用于接触孔清洗、炉管前清洗、薄膜沉积前后清洗等工艺	·更好的机械设计，缩短等待时间 ·通过化学品回收有效为客户降低运营成本 ·工艺可随世代提升的显著优势
S300-SV		覆盖 90-7nm 制程，重点应用于后段有机物清洗及高介电常数金属清洗工艺	·高稳定化学品混配系统 ·良好的化学品回收能力 ·反应腔模组化设计 ·高洁精度零部件

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 盈利预测与投资建议

### 核心假设：

**1) 系统集成及材料：**国内先进制程扩产，公司材料业务快速发展，我们预计 2024-2026 年系统集成及材料营收分别为 24.99/32.49/42.24 亿元，同比提升 5%/30%/30%。毛利率方面，随着高毛利材料收入占比提升，规模效应释放，我们预计毛利率稳定在 36%。

**2) 半导体清洗设备：**国内先进制程扩产，我们预计 2024-2026 年公司半导体清洗设备营收分别为 9.17/11.92/14.31 亿元，同比增速为 20%/30%/20%；毛利率分别为 27%/27%/28%。

**3) 其他：**我们预计 2024-2026 年公司其他营收分别为 6.5/7.5/9.0 亿元，同比提升

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

10%/15%/20%；毛利率稳定在 30%。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 34.23、44.49 和 56.64 亿元，同比增速分别为 8.6%、30%和 27%；2024-2026 年归母净利润为 1.11、3.48 和 4.88 亿元，同比增速分别为-71%、214%和 40%；EPS 为 0.29、0.90 和 1.26 元。我们选取同为本土半导体设备公司的正帆科技、盛美上海、中微公司作为可比公司，2024-2026 年平均 PE 分别为 46、32 和 24。

公司作为本土优质半导体清洗设备国产供应商，同时纵向拓展零部件&晶圆再生业务，成长性较为突出，2025/3/12 股价 25.73 元对应 PE 分别为 89、28 和 20，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 3 至纯科技 2024-2026 分产品盈利预测（单位：百万元）

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
系统集成及材料	901.46	1,177.85	1,380.91	2,251.31	2,380.42	2,499.44	3,249.27	4,224.06
YOY		30.7%	17.2%	63.0%	5.7%	5.0%	30.0%	30.0%
毛利率	34.4%	38.1%	38.2%	36.4%	36.3%	36.0%	36.0%	36.0%
半导体设备（清洗机）	81.7	217.9	701.1	794.0	764.3	917.1	1,192.3	1,430.8
YOY		166.8%	222.1%	13.2%	110.0%	20.0%	30.0%	20.0%
毛利率	32.1%	29.9%	32.5%	32.3%	26.1%	26.0%	27.0%	28.0%
其他	3.32	1.36	2.07	4.2	5.9	6.5	7.5	9.0
YOY		-59%	52%	105%	50%	10%	15%	20%
毛利率	73.9%	48.5%	-25.9%	230.3%	51.5%	30.0%	30.0%	30.0%
营业收入合计	986.4	1,397.1	2,084.1	3,049.5	3,150.6	3,423.1	4,449.1	5,663.8
YOY	46.3%	41.6%	49.2%	46.3%	3%	9%	30%	27%
总营业成本			1329.89		2085.36	2284.14	2955.15	3739.83
综合毛利率	34.3%	36.8%	36.2%	35.4%	33.8%	33.3%	33.6%	34.0%

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 可比公司估值表

2025/3/12		收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
代码	公司			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
688596.SH	正帆科技	39.75	116.1	5.28	7.66	10.17	22	15	11
688082.SH	盛美上海	105.39	462.4	11.53	15.61	19.40	40	30	24
688012.SH	中微公司	200.86	1,250.1	16.26	24.90	33.41	77	50	37
	平均						46	32	24
603690.SH	至纯科技	25.73	98.7	1.1	3.5	4.9	89	28	20

资料来源：Wind，华西证券研究所（可比公司盈利预测均来自 Wind 一致盈利预测，最新收盘日为 2025/3/7）

### 3. 风险提示

本次收购尚存在不确定性风险，行业竞争加剧等。

## 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	3,151	3,423	4,449	5,664	净利润	328	111	348	488
YoY (%)	3.3%	8.6%	30.0%	27.3%	折旧和摊销	180	253	293	327
营业成本	2,086	2,284	2,955	3,740	营运资金变动	-1,327	995	-986	-1,144
营业税金及附加	23	17	44	57	经营活动现金流	-811	1,610	-123	-91
销售费用	103	103	133	170	资本开支	-638	-330	-330	-330
管理费用	338	377	489	623	投资	204	0	0	0
财务费用	185	144	134	145	投资活动现金流	-478	-365	-325	-323
研发费用	224	274	311	396	股权募资	39	0	0	0
资产减值损失	-32	-20	-11	-23	债务募资	1,302	125	130	90
投资收益	160	0	0	0	筹资活动现金流	1,085	-31	-32	-76
营业利润	412	130	409	574	现金净流量	-205	1,214	-479	-490
营业外收支	-1	0	0	0					
利润总额	411	130	409	574	<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
所得税	83	20	61	86	<b>成长能力</b>				
净利润	328	111	348	488	营业收入增长率	3.3%	8.6%	30.0%	27.3%
归属于母公司净利润	377	111	348	488	净利润增长率	33.6%	-70.6%	213.9%	40.3%
YoY (%)	33.6%	-70.6%	213.9%	40.3%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.06	0.29	0.90	1.26	毛利率	33.8%	33.3%	33.6%	34.0%
					净利率	10.4%	3.2%	7.8%	8.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	总资产收益率 ROA	3.2%	0.9%	2.6%	3.4%
货币资金	887	2,100	1,622	1,132	净资产收益率 ROE	7.7%	2.2%	6.5%	8.3%
预付款项	642	685	887	1,122	<b>偿债能力</b>				
存货	2,650	1,993	2,586	3,274	流动比率	1.51	1.52	1.52	1.55
其他流动资产	3,088	2,592	3,282	4,092	速动比率	<b>0.80</b>	<b>0.95</b>	<b>0.87</b>	<b>0.82</b>
流动资产合计	7,268	7,371	8,376	9,620	现金比率	0.18	0.43	0.30	0.18
长期股权投资	277	277	277	277	资产负债率	57.5%	57.2%	57.9%	58.0%
固定资产	1,679	2,046	2,217	2,278	<b>经营效率</b>				
无形资产	367	387	407	427	总资产周转率	0.26	0.28	0.34	0.39
非流动资产合计	4,652	4,739	4,781	4,788	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	11,919	12,110	13,157	14,408	每股收益	1.06	0.29	0.90	1.26
短期借款	2,227	2,327	2,407	2,457	每股净资产	12.65	12.96	13.87	15.18
应付账款及票据	1,104	957	1,239	1,568	每股经营现金流	-2.10	4.16	-0.32	-0.24
其他流动负债	1,490	1,557	1,849	2,185	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,822	4,841	5,495	6,210	<b>估值分析</b>				
长期借款	1,439	1,489	1,529	1,559	PE	24.19	89.42	28.49	20.31
其他长期负债	592	592	592	592	PB	2.03	1.98	1.85	1.69
非流动负债合计	2,031	2,081	2,121	2,151					
负债合计	6,853	6,923	7,616	8,361					
股本	387	387	387	387					
少数股东权益	176	176	176	176					
股东权益合计	5,066	5,187	5,541	6,047					
负债和股东权益合计	11,919	12,110	13,157	14,408					

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。