

营收持续高增，打造设备平台化布局

核心观点

- 营收持续高增，合同负债大幅增长昭示订单预期。**公司发布 24 年年报。公司 2024 年实现营收 90.7 亿元，同比增长 45%；实现归母净利润 16.2 亿元，同比下降约 10%；实现扣非归母净利润 13.9 亿元，同比增长约 17%。由于市场对中微开发多种新设备的需求急剧增长，2024 年公司显著加大研发力度，2024 年公司研发投入约 24.5 亿元，同比增长约 94%。2024 年公司毛利率下滑至 41.1%，主要是由于今年客户的结构性变化，公司给予了部分的客户一定的销售折扣。24 年底公司合同负债余额约 25.9 亿元，较期初的 7.72 亿元大幅增长 235%。
- 刻蚀设备持续高增长：**2024 年公司 CCP 和 ICP 刻蚀设备的销售增长和在国内主要客户芯片生产线上市占率均大幅提升。公司 CCP 刻蚀设备已广泛应用于国内外一线客户的生产线，2024 年全年生产付运超过 1200 反应台，创历史新高。具有动态可调电极间距功能的双反应台 Primo SD-RIE 进入先进逻辑生产线验证关键工艺；用于高精度高选择比刻蚀工艺的单反应台产品 Primo HD-RIEe 和用于超高深宽比刻蚀工艺的 Primo UD-RIE 实现规模付运。公司 ICP 刻蚀设备在涵盖逻辑和存储 50 多个客户的生产线上量产，并继续验证更多 ICP 刻蚀工艺。2024 年，ICP 刻蚀设备在客户端的累计安装数达到 1025 个反应台，近四年年均增长大于 100%。
- 薄膜沉积设备贡献营收：**公司近两年新开发的沉积各种导体薄膜的 LPCVD 设备和 ALD 设备，目前有多款顺利进入市场并获重复性订单。公司钨系列薄膜沉积产品在全部类别的应用场景中填充能力均达到国际先进水平，能够覆盖所有逻辑和存储相关应用。目前 LPCVD 设备出货量已突破 150 多个反应台，2024 年得到约 4.76 亿元批量订单，其他二十多种导体薄膜沉积设备也将陆续进入市场，能够覆盖全部类别的先进金属应用。公司 EPI 设备已顺利进入客户验证阶段，以满足先进制程中锗硅外延生长工艺的需求。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 24.3、33.6、44.6 亿元（原 25-26 年预测为 23.1、31.3 亿元，主要调整了主营业务收入），采用 DCF 估值法，给予 226.67 元目标价，维持买入评级。

风险提示

- 研发费用增长影响盈利；晶圆厂扩产进度影响后续新增订单增长；业绩不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,264	9,065	12,049	15,624	20,009
同比增长(%)	32%	45%	33%	30%	28%
营业利润(百万元)	1,980	1,704	2,584	3,715	5,083
同比增长(%)	57%	-14%	52%	44%	37%
归属母公司净利润(百万元)	1,786	1,616	2,433	3,359	4,463
同比增长(%)	53%	-10%	51%	38%	33%
每股收益(元)	2.87	2.60	3.91	5.40	7.17
毛利率(%)	45.8%	41.1%	42.3%	43.5%	44.3%
净利率(%)	28.5%	17.8%	20.2%	21.5%	22.3%
净资产收益率(%)	10.7%	8.6%	11.5%	13.9%	15.9%
市盈率	66	73	49	35	26
市净率	6.6	6.0	5.3	4.6	3.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年04月18日）	190 元
目标价格	226.67 元
52 周最高价/最低价	256.99/115.5 元
总股本/流通 A 股（万股）	62,236/62,236
A 股市值（百万元）	118,249
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 04 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.59	-6.86	0.74	38.12
相对表现%	0	-0.99	1.78	32.44
沪深 300%	0.59	-5.87	-1.04	5.68



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

刻蚀设备营收和订单高增长，薄膜沉积设备开始贡献	2024-09-13
23 年业绩与新增订单超预期	2024-01-15
营收和毛利润高增长	2023-10-30

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 24.3、33.6、44.6 亿元（原 25-26 年预测为 23.1、31.3 亿元），主要根据 24 年年报，调整了主营业务收入。我们采用 DCF 估值法，给予 226.67 元目标价，维持买入评级。

图 1：绝对估值主要参数

估值假设主要参数	
所得税税率T	25.00%
永续增长率Gn(%)	3.00%
无风险利率Rf	1.64%
无杠杆影响的 β 系数	1.04
考虑杠杆因素的 β 系数	1.09
市场收益率Rm	8.58%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	9.18%
债务比率D/(D+E)	5.00%
债务利率rd	3.60%
WACC	8.85%

数据来源：wind、东方证券研究所

图 2：敏感性分析

FCFF目标价敏感性分析						
	226.67	永续增长率Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	6.85%	258.36	296.66	354.82	453.76	659.41
	7.35%	235.87	266.65	311.58	383.30	515.95
	7.85%	216.74	241.87	277.35	331.24	422.90
	8.35%	200.29	221.07	249.60	291.24	357.71
	8.85%	186.01	203.38	226.67	259.57	309.53
	9.35%	173.50	188.16	207.42	233.89	272.51
	9.85%	162.47	174.94	191.05	212.66	243.18
	10.35%	152.67	163.36	176.96	194.84	219.40
	10.85%	143.91	153.13	164.71	179.67	199.74

数据来源：wind、东方证券研究所

风险提示

研发费用增长影响盈利；晶圆厂扩产进度影响后续新增订单增长；业绩不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,090	7,762	8,518	10,076	13,053
应收票据、账款及款项融资	1,213	1,445	1,921	2,490	3,189
预付账款	112	54	72	94	120
存货	4,260	7,039	8,463	9,859	11,332
其他	2,411	1,601	1,614	1,630	1,649
流动资产合计	15,087	17,901	20,589	24,150	29,344
长期股权投资	1,020	870	870	870	870
固定资产	1,988	2,716	3,292	4,118	5,030
在建工程	849	652	1,725	2,422	2,875
无形资产	687	693	577	462	346
其他	1,895	3,386	3,254	3,252	3,251
非流动资产合计	6,438	8,317	9,717	11,124	12,372
资产总计	21,526	26,218	30,306	35,274	41,716
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,305	1,680	2,186	2,774	3,502
其他	2,319	3,954	4,805	5,825	7,076
流动负债合计	3,624	5,634	6,991	8,600	10,579
长期借款	0	722	722	722	722
应付债券	0	0	0	0	0
其他	79	126	126	126	126
非流动负债合计	79	848	848	848	848
负债合计	3,702	6,482	7,839	9,448	11,427
少数股东权益	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)
实收资本（或股本）	619	622	622	622	622
资本公积	13,317	13,802	14,102	14,102	14,102
留存收益	3,880	5,311	7,744	11,103	15,566
其他	9	2	0	0	0
股东权益合计	17,823	19,736	22,467	25,826	30,289
负债和股东权益总计	21,526	26,218	30,306	35,274	41,716

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,784	1,614	2,433	3,359	4,463
折旧摊销	133	234	471	595	753
财务费用	(87)	(87)	(94)	(112)	(146)
投资损失	(787)	(88)	(110)	(110)	(110)
营运资金变动	(2,532)	(802)	(565)	(443)	(292)
其它	512	586	119	48	54
经营活动现金流	(977)	1,458	2,253	3,338	4,722
资本支出	(1,630)	(636)	(2,001)	(2,001)	(2,001)
长期投资	(40)	150	0	0	0
其他	3,497	1,132	110	110	110
投资活动现金流	1,827	646	(1,891)	(1,891)	(1,891)
债权融资	(3)	248	0	0	0
股权融资	673	487	301	0	0
其他	(448)	(736)	94	112	146
筹资活动现金流	223	(2)	395	112	146
汇率变动影响	12	14	-0	-0	-0
现金净增加额	1,085	2,117	757	1,558	2,977

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,264	9,065	12,049	15,624	20,009
营业成本	3,393	5,343	6,952	8,824	11,139
销售费用	492	479	579	735	901
管理费用	344	482	596	773	989
研发费用	817	1,418	1,704	2,053	2,484
财务费用	(87)	(87)	(94)	(112)	(146)
资产、信用减值损失	21	139	66	48	54
公允价值变动收益	(203)	153	0	0	0
投资净收益	787	88	110	110	110
其他	113	171	227	301	386
营业利润	1,980	1,704	2,584	3,715	5,083
营业外收入	33	10	20	20	20
营业外支出	3	5	2	2	2
利润总额	2,010	1,709	2,602	3,733	5,101
所得税	226	95	169	373	638
净利润	1,784	1,614	2,433	3,359	4,463
少数股东损益	(2)	(1)	0	0	0
归属于母公司净利润	1,786	1,616	2,433	3,359	4,463
每股收益（元）	2.87	2.60	3.91	5.40	7.17

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	32%	45%	33%	30%	28%
营业利润	57%	-14%	52%	44%	37%
归属于母公司净利润	53%	-10%	51%	38%	33%
获利能力					
毛利率	45.8%	41.1%	42.3%	43.5%	44.3%
净利率	28.5%	17.8%	20.2%	21.5%	22.3%
ROE	10.7%	8.6%	11.5%	13.9%	15.9%
ROIC	9.8%	7.9%	10.6%	13.0%	15.0%
偿债能力					
资产负债率	17.2%	24.7%	25.9%	26.8%	27.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.16	3.18	2.95	2.81	2.77
速动比率	2.96	1.89	1.71	1.64	1.68
营运能力					
应收账款周转率	6.8	7.0	7.4	7.3	7.3
存货周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	2.87	2.60	3.91	5.40	7.17
每股经营现金流	-1.58	2.34	3.62	5.36	7.59
每股净资产	28.64	31.71	36.10	41.50	48.67
估值比率					
市盈率	66.2	73.2	48.6	35.2	26.5
市净率	6.6	6.0	5.3	4.6	3.9
EV/EBITDA	53.6	58.7	36.7	25.9	19.1
EV/EBIT	57.4	67.2	43.6	30.2	22.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。