

中微公司 (688012 CH, 买入, 目标价: RMB288.00)

买入

持有

卖出

目标价: RMB288.00 当前股价: RMB188.03

股价上行/下行空间 +53%

52 周最高/最低价 (RMB) 256.99/115.50

市值 (US\$mn) 15,999

当前发行数量(百万股) 622

三个月平均日交易额 (US\$mn) 233

流通盘占比 (%) 62

主要股东 (%)

上海创业投资有限公司 14

翼鑫(上海)投资 13

华夏基金 5

按 2025 年 4 月 23 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (RMB)	288.00	276.00	4%
2025E EPS (RMB)	4.43	4.23	5%
2026E EPS (RMB)	6.23	6.21	0%
2027E EPS (RMB)	7.03	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	12,235 (+0%)	15,888 (+1%)
EPS (RMB)	4.06 (+9%)	5.64 (+10%)

注: 所示市场预测来源于 FactSet。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

4Q24 收入超市场预期; 2025-26 年利润率有望改善

- 我们认为中微在关键设备的重复性订单有望进一步夯实其 2025 年的收入增长基础。
- 我们看好公司利润率在 2025-2026 年逐步改善。
- 重申“买入”评级, 目标价上调至人民币 288.00 元。

根据中微公司 2024 年业绩电话会, 公司 2024 年收入同比增长 45%至 90.7 亿元, 归母净利润同比减少 10%至 16.2 亿元。4Q24 实现收入 35.6 亿元, 同/环比增长 60%/73%, 超出市场预期。4Q24 合同负债达到 25.9 亿元。随着 2024-2026 年国内先进存储芯片和逻辑芯片产能提升, 我们看好中微公司持续获得刻蚀设备和其他类型设备订单的潜力。

我们认为订单强劲增长有望提升公司收入增长的可预见性。一方面, 公司多个关键设备产品获得客户重复性订单。根据中微公司 2024 年业绩电话会, 用于深紫外 LED 生产的 MOCVD 设备在 2024 年获得了重复性订单, 且当期用于薄膜沉积的 LPCVD 设备获得了 4.8 亿元批量订单。同时, 公司 ICP 技术设备中的 8 英寸和 12 英寸深硅刻蚀设备 Primo TSV200E 和 Primo TSV300E 在晶圆级先进封装、2.5D 封装和微机电系统芯片生产线等成熟市场继续获得重复订单。另一方面, 公司 2024 年财报显示合同负债从 2024 年初的 7.7 亿元增长到 2024 年底的 25.9 亿元。我们认为公司在关键设备领域重复获得增量订单, 叠加合同负债同比增长, 有望进一步夯实其 2025 年的收入增长基础。

看好利润率在 2025-2026 年逐步改善的趋势。管理层在业绩电话会上提到 4Q24 毛利率为 39.3%, 环比下跌 4.5%。然而, 随着 LPCVD 和深硅刻蚀设备毛利率的逐步改善, 叠加高毛利率产品占收入比例的扩大, 我们看好公司毛利率在 2025-2026 年提升的潜力。同时, 管理层在 2024 年业绩电话会上表示, 公司 2024 年新增研发人员超 800 人, 使得 2024 年经营利润承压。我们认为随着公司进一步提升研发效率, 研发费用占收入比例有望逐步下降, 从而利好中长期利润率增长。

重申“买入”评级, 目标价上调至人民币 288.00 元。我们的目标估值对应 65 倍 2025 年预期 P/E, 这是因为我们更看好公司 2025-2026 年的收入和利润增长潜力。风险提示: 下游需求不及预期, 美国对中国半导体行业进一步限制, 半导体设备竞争加剧。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	6,264	9,065	12,265	16,016	18,898
每股收益 (RMB)	2.88	2.60	4.43	6.23	7.03
市盈率 (x)	50.7	59.6	42.4	30.2	26.7
市净率 (x)	5.1	4.9	5.3	4.6	4.0
股本回报率 (%)	10.0	8.2	12.4	15.3	15.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 公司公告, 华兴证券预测

研究团队

王国略, 分析师

证书编号: S1680524080001

电话: +86 21 6015 6827

电邮地址: ghwang@huaxingsec.com

盈利预测修正

根据中微公司 2024 年财报，公司 4Q24 收入为 35.6 亿元，同比增长 60%、环比增长 73%，超出市场预期 5%。我们认为公司合同负债的显著增加（从 2024 年年初的 7.7 亿元增至年底的 25.9 亿元）进一步提升了 2025 年收入的可预见性。

根据 2024 年财报，中微公司在多个关键设备产品获得重复性订单，包括用于深紫外 LED 生产的 MOCVD 设备，用于薄膜沉积的 LPCVD 设备、以及 ICP 技术设备中的 8 英寸和 12 英寸深硅刻蚀设备 Primo TSV 200E 和 Primo TSV 300E。我们认为公司在关键设备领域重复获得增量订单，叠加合同负债同比增长，有望进一步夯实其 2025 年的收入增长基础。

伴随半导体设备的强劲销售，我们预计中微公司 2025/2026/2027 年收入分别同比增长 35%/ 31%/ 18%。随着 2025-2026 年的经营费用控制和经营效率的提升，我们预计公司 2025/2026 年毛利率分别达到 49.0%/ 49.2%，净利率分别达到 22.5%/ 24.2%。

图表 1：中微公司—财务摘要

(人民币百万元)	2H23	2H24	YoY	4Q24	4Q24E FactSet 一致预测	差异
收入	3,737	5,617	50%	3,558	3,400	5%
毛利润	1,711	3,320	94%	1,397	1,240	13%
销售费用	298	277	-7%	160	130	23%
管理费用	223	290	30%	170	160	7%
研发费用	525	850	62%	504	500	1%
净利润	783	1,139	46%	743	650	14%

资料来源：公司公告，FactSet，华兴证券整理

图表 2：中微公司--预测修正

(人民币百万元)	调整后			调整前			变化		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
总收入	12,265	16,016	18,898	11,933	15,418	N/A	2.8%	3.9%	N/A
同比增长率	35%	31%	18%	49%	29%				
毛利润	6,008	7,872	9,207	5,384	7,189	N/A	11.6%	9.5%	N/A
同比增长率	61%	31%	17%	53%	34%				
毛利率	49.0%	49.2%	48.7%	45.1%	46.6%				
净利润	2,757	3,877	4,378	2,622	3,852	N/A	5.1%	0.6%	N/A
同比增长率	71%	41%	13%	42%	47%				
净利率	22.5%	24.2%	23.2%	22.0%	25.0%				
摊薄每股收益 (人民币元)	4.43	6.23	7.03	4.23	6.21	N/A	4.7%	0.3%	N/A
同比增长率	71%	41%	13%	41%	47%				

资料来源：华兴证券预测

图表 3：中微公司--华兴预测 vs 一致预期

(人民币 百万元)	华兴预测			FactSet 一致预测			变化		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
总收入	12,265	16,016	18,898	12,235	15,888	18,687	0.3%	0.8%	1.1%
同比增长率	35%	31%	18%	35%	30%	18%			
毛利润	6,008	7,872	9,207	6,002	8,176	9,344	0.1%	-3.7%	-1.5%
同比增长率	61%	31%	17%	56%	36%	14%			
毛利率	49.0%	49.2%	48.7%	49.1%	51.5%	50.0%	-0.2%	-4.5%	-2.6%
净利润	2,757	3,877	4,378	2,517	3,482	4,175	9.5%	11.3%	4.9%
同比增长率	71%	41%	13%	56%	38%	20%			
净利润率	22.5%	24.2%	23.2%	20.6%	21.9%	22.3%			
摊薄每股收益 (人民币元)	4.43	6.23	7.03	4.06	5.64	6.72	9.0%	10.4%	4.7%
同比增长率	71%	41%	13%	56%	39%	19%			

资料来源：FactSet，华兴证券预测

估值

我们重申对中微公司的“买入”评级，将目标价从人民币 276.00 元上调至人民币 288.00 元。我们继续采用 P/E 对中微公司进行估值。我们的目标倍数维持 65 倍 2025 年 P/E（不变）。我们预测中微公司 2024-27 年的净利润增速为 39%，高于其他同业公司的平均增速（34%），这是我们认为中微公司相对行业平均享受估值溢价的原因。

图表 4：中微公司 -- 同业估值对比（行业平均值不包括中微公司）

	代码	收盘价 (本地货币)	市值 (百万人民币)	净利润				P/E		2024-27E	
				2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	net profit CAGR	2025E PEG
中微公司	688012 CH	188.03	117,023	1,616	2,757	3,877	4,378	42.4	30.2	39%	1.08
北方华创	002371 CH	455.79	243,347	6,021	7,849	10,070	12000	31.0	24.2	26%	1.20
芯源微	688037 CH	94.00	18,907	243	380	530	600	49.8	35.7	35%	1.42
盛美上海	688082 CH	101.51	44,795	1,153	1,548	1,918	2,179	28.9	23.4	24%	1.22
长川科技	300604 CH	41.57	26,208	482	708	905	1,055	37.0	29.0	30%	1.24
万业股份	600641 CH	14.64	13,624	37	123	129	160	110.8	105.6	63%	1.76
拓荆科技	688072 CH	155.48	43,492	640	1,015	1,389	1,560	42.8	31.3	35%	1.24
华海清科	688120 CH	168.90	39,983	1,023	1,358	1,692	1,958	29.4	23.6	24%	1.22
平均值				1,371	1,854	2,376	2,787	47.11	38.96	34%	1.33

注：股价截至 2025 年 4 月 23 日。中微公司、北方华创、芯源微来自华兴预测。其他公司数据来自 FactSet。

资料来源：FactSet，华兴证券预测

风险提示

- **下游需求不及预期：**由于下游需求与设备公司的业绩表现紧密相连，若半导体市场整体增速放缓，那么晶圆厂的投资进程将会放缓，从而直接影响上游设备厂商的订单和需求，导致中微公司收入不及预期。
- **美国对中国半导体行业进一步施加限制：**根据美国工业和安全局（BIS）官网，北方华创于 2024 年 12 月 2 日被 BIS 列入实体清单，这表明涉及该公司的任何先进计算和半导体制造项目的出口、再出口和转让都需要额外的许可证。若 BIS 进一步扩大限制范围，将中微公司列入实体清单，那么其经营可能会遭受负面影响。
- **半导体设备竞争加剧：**更多国内半导体设备厂商的产品开始量产和销售，国外厂商为了维持其市场份额可能会让竞争加剧。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
刻蚀设备收入	6,667	10,105	13,243	10,379
MOCVD设备收入	345	594	844	728
其他收入	2,054	1,566	1,928	7,791
营业收入	9,065	12,265	16,016	18,898
营业成本	(5,343)	(6,258)	(8,144)	(9,691)
毛利润	3,722	6,008	7,872	9,207
管理及销售费用	(2,378)	(3,278)	(3,825)	(4,573)
其中：研发支出	(1,418)	(2,004)	(2,357)	(2,835)
其中：市场营销支出	(479)	(685)	(709)	(794)
其中：管理支出	(482)	(589)	(759)	(945)
息税前利润	1,313	2,718	4,035	4,625
息税折旧及摊销前利润	1,657	3,471	4,786	5,415
利息收入	106	72	72	72
利息支出	(15)	(15)	(15)	(15)
税前利润	1,769	3,243	4,561	5,150
所得税	(95)	(487)	(684)	(773)
净利润	1,616	2,757	3,877	4,378
基本每股收益 (RMB)	2.60	4.43	6.23	7.03

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,901	20,981	24,573	27,660
货币资金	7,762	13,235	10,695	16,484
应收账款	1,445	2,327	2,598	3,214
存货	7,039	3,763	9,624	6,306
其他流动资产	1,656	1,656	1,656	1,656
非流动资产	8,317	7,558	8,032	8,467
固定资产	2,716	1,946	1,760	1,620
无形资产	693	2,026	2,687	3,261
商誉	0	0	0	0
其他	1,322	0	0	(1)
资产	26,218	28,539	32,605	36,127
流动负债	5,634	5,531	6,392	6,294
短期借款	36	36	36	36
预收账款	0	0	0	0
应付账款	1,680	1,578	2,439	2,341
长期借款	722	722	722	722
非流动负债	848	848	848	848
负债	6,482	6,380	7,241	7,143
股份	0	0	0	0
资本公积	14,424	14,424	14,424	14,424
未分配利润	5,311	7,735	10,940	14,559
归属于母公司所有者权益	19,737	22,161	25,366	28,986
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)
负债及所有者权益	26,218	28,539	32,605	36,127

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,616	2,757	3,877	4,378
折旧摊销	344	753	751	791
利息（收入）/支出	0	0	0	0
其他非现金科目	1,266	0	0	0
其他	0	0	0	0
营运资本变动	(1,767)	2,291	(5,271)	2,604
经营活动产生的现金流量	1,458	5,801	(644)	7,773
资本支出	(895)	(1,172)	(1,225)	(1,225)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	1
其他	(691)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	646	150	(1,225)	(1,225)
股利支出	(200)	(477)	(671)	(758)
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	199	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(2)	(477)	(671)	(758)
现金及现金等价物净增加额	2,117	5,473	(2,540)	5,790
自由现金流	563	4,629	(1,869)	6,548

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
专用设备（百万元人民币）	7,011	10,699	14,088	11,107
备品备件和服务（百万元人民币）	2,054	1,566	1,928	7,791

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	44.7	35.3	30.6	18.0
毛利润	29.7	61.4	31.0	17.0
息税折旧及摊销前利润	21.2	109.5	37.9	13.1
净利润	(9.5)	70.6	40.6	12.9
稀释每股调整收益	(10.2)	70.6	40.6	12.9
盈利率 (%)				
毛利率	41.1	49.0	49.2	48.7
息税折旧摊销前利润率	18.3	28.3	29.9	28.7
息税前利润率	14.5	22.2	25.2	24.5
净利率	17.8	22.5	24.2	23.2
净资产收益率	8.2	12.4	15.3	15.1
总资产收益率	6.2	9.7	11.9	12.1
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.2	3.8	3.8	4.4
速动比率	1.9	3.1	2.3	3.4
估值比率 (x)				
市盈率	59.6	42.4	30.2	26.7
市净率	4.9	5.3	4.6	4.0
市销率	12.9	9.5	7.3	6.2

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取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和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。