

# 收入端持续快速增长，合同负债等同比大幅提升

## 中微公司(688012)

评级:	买入	股票代码:	688012
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	256.99/115.5
目标价格:		总市值(亿)	1,168.10
最新收盘价:	187.46	自由流通市值(亿)	1,168.10
		自由流通股数(百万)	623.12

### 事件概述

公司发布一季报。

#### ► 收入端实现快速增长，合同负债/存货指引订单充足

2025Q1 公司实现营收 21.73 亿元，同比+35.40%，延续较快的增长势头，符合市场预期，报告期内针对先进逻辑和存储器件制造中关键刻蚀工艺的高端产品新增付运量显著提升，先进逻辑器件中段关键刻蚀工艺和先进存储器件超高深宽比刻蚀工艺实现量产，相关设备订单加速确认。截至 2025Q1 末，公司存货和合同负债分别为 74.48 亿元和 30.67 亿元，分别同比+33.38%和+162.35%，主要系刻蚀设备的产量和发货量以及新接订单大幅增长所致，指引了公司在手订单充足，有力支撑公司后续营收端快速增长。

#### ► 研发投入同比大幅提升，盈利水平略有下降

2025Q1 公司实现归母净利润/扣非后归母净利润为 3.13/2.98 亿元，同比+25.67%/+13.44%。2025Q1 公司净利率和扣非净利率分别为 13.48%和 13.73%，分别同比-1.32pct 和-2.65pct，盈利水平下滑与研发投入大幅提升有关：1) 毛利端：2025Q1 公司整体毛利率为 41.54%，同比-3.4pct，主要系会计准则调整，产品质保金计入营业成本，此外我们推测产品验证、客户结构对毛利率也有一定影响；2) 费用端：2025Q1 公司期间费用率为 28.84%，同比+4.49pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-4.18/-0.46/+8.03/+1.12pct，研发费用率大幅提升主要系研发投入加大，2025Q1 公司研发投入 6.87 亿元，同比+90.53%，研发费用 4.64 亿元，同比+116.80%；3) 2025Q1 以公允价值计量的股权投资本期盈利和的政府补助分别增加 0.45 亿元、0.43 亿元，一定程度增厚了利润端表现。

#### ► 加大薄膜沉积、量测等产品线研发，平台化布局顺利推进

公司平台化布局加速推进，引领半导体设备国产替代：①刻蚀设备：24 年 CCP&ICP 付运量同比翻倍，已具有量产 $\geq 60:1$ 深宽比刻蚀设备能力，并积极储备更高深宽比结构( $\geq 90:1$ )刻蚀技术，TSV 硅通孔刻蚀设备持续获得重复订单；②薄膜沉积设备：为先进存储器件和逻辑器件开发的六种薄膜设备已经顺利进入市场，并同步推进多款金属薄膜气相设备、新一代等离子体源的 PECVD 设备的开发，增加薄膜设备的覆盖率。③量测设备：公司已通过投资布局了光学检测设备板块，增资超微公司计划开发电子束检测设备，不断扩大覆盖度。④泛半导体设备：公司正在开发更多化合物半导体外延设备，陆续付运至客户端开展生产验证。

## 投资建议

我们维持 2025-2027 年营收预测分别为 120.28、159.77、205.59 亿元，同比增速分别为 32.7%、32.8%和 28.7%；略微调整归母净利润预测分别为 23.45、32.79 和 44.47 亿元（原值为 23.45、32.81 和 44.51 亿元），同比增速分别为 45.2%、39.8%和 35.6%；对应 EPS 分别为 3.77、5.27 元和 7.15 元。2025/4/24 股价 187.35 元对应 PE 分别为 50、36 和 26，维持“买入”评级。

## 风险提示

新品产业化进度不及预期、行业竞争格局恶化等。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,264	9,065	12,028	15,977	20,559
YoY (%)	32.1%	44.7%	32.7%	32.8%	28.7%
归母净利润(百万元)	1,786	1,616	2,345	3,279	4,447
YoY (%)	52.7%	-9.5%	45.2%	39.8%	35.6%
毛利率 (%)	43.8%	41.1%	42.9%	43.7%	43.7%
每股收益 (元)	2.89	2.61	3.77	5.27	7.15
ROE	10.0%	8.2%	10.6%	12.9%	14.9%
市盈率	64.83	71.78	49.72	35.56	26.22

资料来源：Wind，华西证券研究所

**分析师：黄瑞连**

邮箱：huangrli@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话：

华西机械&电子&中小盘联合覆盖

**分析师：单慧伟**

邮箱：shanhw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120004

联系电话：

**分析师：戚舒扬**

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523110001

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,065	12,028	15,977	20,559	净利润	1,614	2,345	3,279	4,447
YoY (%)	44.7%	32.7%	32.8%	28.7%	折旧和摊销	260	314	311	315
营业成本	5,343	6,864	8,990	11,579	营运资金变动	-212	-1,369	-824	-8,427
营业税金及附加	31	36	48	62	经营活动现金流	1,458	1,186	2,691	-3,794
销售费用	479	662	847	1,028	资本开支	-892	-976	-513	-500
管理费用	482	662	847	1,028	投资	2,232	-33	-28	-25
财务费用	-87	-83	-89	-134	投资活动现金流	646	-904	-364	-293
研发费用	1,418	1,684	2,157	2,673	股权募资	261	86	0	0
资产减值损失	-118	-20	-20	-20	债务募资	249	1	0	0
投资收益	88	137	180	232	筹资活动现金流	-2	20	-72	-72
营业利润	1,704	2,552	3,567	4,834	现金净流量	2,117	303	2,255	-4,159
营业外收支	5	-3	-3	0					
利润总额	1,709	2,549	3,564	4,834	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	95	204	285	387	<b>成长能力</b>				
净利润	1,614	2,345	3,279	4,447	营业收入增长率	44.7%	32.7%	32.8%	28.7%
归属于母公司净利润	1,616	2,345	3,279	4,447	净利润增长率	-9.5%	45.2%	39.8%	35.6%
YoY (%)	-9.5%	45.2%	39.8%	35.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	2.61	3.77	5.27	7.15	毛利率	41.1%	42.9%	43.7%	43.7%
					净利率	17.8%	19.5%	20.5%	21.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	6.2%	8.1%	9.6%	14.3%
货币资金	7,762	8,064	10,319	6,160	净资产收益率 ROE	8.2%	10.6%	12.9%	14.9%
预付款项	54	206	270	0	<b>偿债能力</b>				
存货	7,039	8,083	9,949	13,448	流动比率	3.18	3.33	3.17	86.40
其他流动资产	3,046	3,516	4,218	1,835	速动比率	<b>1.78</b>	<b>1.79</b>	<b>1.73</b>	<b>28.06</b>
流动资产合计	17,901	19,869	24,756	21,443	现金比率	1.38	1.35	1.32	24.82
长期股权投资	870	900	925	950	资产负债率	24.7%	23.5%	25.4%	3.5%
固定资产	2,716	3,007	3,002	2,986	<b>经营效率</b>				
无形资产	693	793	893	993	总资产周转率	0.38	0.44	0.51	0.63
非流动资产合计	8,317	9,113	9,343	9,552	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	26,218	28,982	34,099	30,995	每股收益	2.61	3.77	5.27	7.15
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	31.71	35.63	40.90	48.05
应付账款及票据	1,680	2,669	3,496	0	每股经营现金流	2.34	1.91	4.32	-6.10
其他流动负债	3,954	3,292	4,303	248	每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,634	5,961	7,799	248	<b>估值分析</b>				
长期借款	722	722	722	722	PE	71.78	49.72	35.56	26.22
其他长期负债	126	124	124	124	PB	5.96	5.26	4.58	3.90
非流动负债合计	848	846	846	846					
负债合计	6,482	6,807	8,645	1,094					
股本	622	622	622	622					
少数股东权益	-1	-1	-1	-1					
股东权益合计	19,736	22,175	25,454	29,901					
负债和股东权益合计	26,218	28,982	34,099	30,995					

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。