

2025年11月05日

增持（下调）

报告原因：业绩点评

证券分析师

方霁 S0630523060001

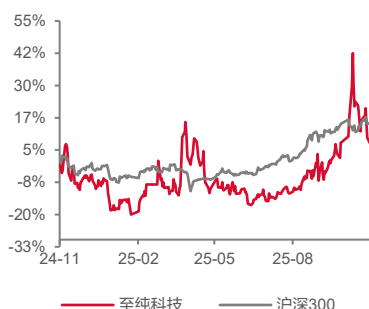
fangji@longone.com.cn

联系人

董经纬

djwei@longone.com.cn

数据日期	2025/11/04
收盘价	30.24
总股本(万股)	38,364
流通A股/B股(万股)	38,296/0
资产负债率(%)	64.88%
市净率(倍)	2.23
净资产收益率(加权)	1.72
12个月内最高/最低价	40.43/22.61



相关研究

1. 至纯科技（603690）：国产供应链有序切换，高阶设备与电子材料业务增长可期——公司简评报告

至纯科技（603690）：短期业绩承压，但毛利率环比改善显著

——公司简评报告

投资要点

- **事件概述：**根据至纯科技三季度公告，公司在2025年前三季度实现营业收入23.67亿元（yoy-10.33%），实现归母净利润0.85亿元（yoy-56.08%），实现扣非归母净利润0.34亿元（yoy-81.08%），综合毛利率31.64%（yoy-3.74pcts）。2025Q3，公司实现营业收入7.59亿元（yoy-31.74%，qoq-13.76%），实现归母净利润0.45亿元（yoy-61.91%，qoq+123.51%），实现扣非归母净利润0.15亿元（yoy-87.00%，qoq+57.05%），综合毛利率35.07%（yoy-1.83pcts，qoq+8.24pcts）。
- **公司客户聚焦于国内头部晶圆厂商，项目规模与金额持续扩大，但因项目周期拉长、收入需终验确认，导致公司短期业绩承压。**公司主营业务聚焦集成电路领域，为集成电路制造企业提供制程设备、高纯工艺设备及系统、电子材料、零部件及专业服务。目前，客户群体以12寸集成电路制造领域的客户为主，如上海华力、中芯国际、长江存储、长鑫科技等国内头部晶圆厂商。随着合同金额与项目规模逐年扩大，项目执行周期相应拉长，收入需在全部设备完成联调供应验收后方可确认，短期内对公司业绩形成一定压力。
- **公司第三季度毛利率环比提升8.24个百分点，同时持续加大研发投入，以增强市场竞争力。**2025Q3，公司第三季度毛利率为35.07%，环比增长8.24个百分点，产品结构优化与成本管控成效显著，带动归母净利润环比改善。公司持续加大研发投入，2025年Q1-Q3研发费用达1.66亿元，同比增长8.77%，产品竞争力不断增强。在核心设备领域，公司湿法设备28纳米节点已完成全线开发并获全部工艺订单；并更先进的制程节点，公司已成功突破部分由国际厂商垄断的关键工艺（如高温硫酸、FIN ETCH等），并取得订单。同时，自主品牌SAFETRON®业务量已占系统集成业务总量的近40%，成为国内高纯工艺系统关键设备供应商。在电子材料领域，国产化大宗气站等新业务拓展顺利，随着客户产能释放，有望形成新的稳定利润增长点，推动公司业务结构更加多元均衡。
- **公司合同负债与存货规模显著增长，反映订单充足及业务持续扩张。**2025年前三季度，公司合同负债为7.41亿元，同比增长34.63%；存货为38.01亿元，同比增长15.48%，环比二季度末提升4.08亿元。公司存货结构主要包括系统集成与材料业务的未完工项目，以及为保障业务连续性而储备的原材料与零部件。自2024年底被列入美国商务部“实体清单”以来，叠加外部行业环境变化，公司为应对供应链风险，采取了积极备货与推动在地化供应链建设等策略。该举措与国内同业在相似背景下的应对方式一致，存货增长符合业务需求，也与行业趋势相符。
- **投资建议：**2025年前三季度公司营收及归母净利润较预测前值有所下滑，主要系公司聚焦于国内集成电路头部客户，其单体项目规模日益扩大，项目周期拉长。我们预计公司2025、2026、2027年营收分别为32.63、37.65和43.61亿元（原预测值分别是44.61、53.43和62.15亿元），预计公司2025、2026、2027年归母净利润分别为1.29、2.52和3.48亿元（原预测值分别是3.29、4.44、5.99亿元），当前市值对应2025、2026、2027年PE为90、46、33倍。盈利预测调整为“增持”评级。
- **风险提示：**1）下游需求不及预期；2）地缘政治风险；3）产品研发及验证进展不及预期。

盈利预测与估值简表

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	3,049.53	3,151.03	3,604.68	3,263.09	3,764.52	4,360.79
同比增速(%)	46.32%	3.33%	14.40%	-9.48%	15.37%	15.84%
归母净利润(百万元)	282.44	377.28	23.60	129.31	252.31	347.77
同比增速(%)	0.24%	33.58%	-93.75%	447.99%	95.12%	37.83%
毛利率(%)	35.36%	33.81%	31.40%	31.53%	32.78%	34.14%
每股盈利(元)	0.74	0.98	0.06	0.34	0.66	0.91
ROE(%)	6.33%	7.71%	0.49%	2.74%	5.29%	7.18%
PE(倍)	41.08	30.75	491.64	89.72	45.98	33.36

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至2025/11/04）

附录：三大报表预测值

利润表

单位: (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,605	3,263	3,765	4,361
%同比增速	14%	-9%	15%	16%
营业成本	2,473	2,234	2,531	2,872
毛利	1,132	1,029	1,234	1,489
%营业收入	31%	32%	33%	34%
税金及附加	21	26	30	35
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	130	119	139	170
%营业收入	4%	4%	4%	4%
管理费用	383	354	429	488
%营业收入	11%	11%	11%	11%
研发费用	267	245	297	358
%营业收入	7%	8%	8%	8%
财务费用	213	180	201	215
%营业收入	6%	6%	5%	5%
资产减值损失	-40	-10	-10	-10
信用减值损失	-196	-40	50	50
其他收益	40	49	45	52
投资收益	28	33	38	44
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	30	0	0	0
资产处置收益	-3	-7	4	4
营业利润	-25	130	263	363
%营业收入	-1%	4%	7%	8%
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	-26	129	263	362
%营业收入	-1%	4%	7%	8%
所得税费用	30	26	53	72
净利润	-56	103	210	290
%同比增速	-117%	284%	103%	38%
归属于母公司的净利润	24	129	252	348
%营业收入	1%	4%	7%	8%
少数股东损益	-80	-26	-42	-58
EPS (元/股)	0.06	0.34	0.66	0.91

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.06	0.34	0.66	0.91
BVPS	12.59	12.31	12.44	12.62
PE	491.64	89.72	45.98	33.36
PEG	—	0.20	0.48	0.88
PB	2.40	2.46	2.43	2.40
EV/EBITDA	38.71	23.19	18.87	16.93
ROE	0%	3%	5%	7%
ROIC	3%	2%	3%	4%

资产负债表

单位: (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	870	991	1,341	1,559
交易性金融资产	3	3	3	3
应收账款及应收票据	2,870	3,169	3,393	3,730
存货	3,118	2,783	3,073	3,400
预付账款	336	559	506	546
其他流动资产	791	854	933	1,015
流动资产合计	7,988	8,357	9,250	10,253
长期股权投资	286	291	296	301
投资性房地产	442	442	442	442
固定资产合计	2,693	2,706	2,560	2,278
无形资产	494	560	573	583
商誉	223	233	233	233
递延所得税资产	148	152	152	152
其他非流动资产	1,300	1,262	1,233	1,231
资产总计	13,574	14,004	14,740	15,475
短期借款	3,073	3,573	4,073	4,573
应付票据及应付账款	1,424	1,552	1,617	1,596
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	50	45	51	57
应交税费	99	82	94	109
其他流动负债	1,918	1,818	1,863	1,987
流动负债合计	6,565	7,069	7,697	8,322
长期借款	1,555	1,655	1,755	1,855
应付债券	9	10	10	10
递延所得税负债	95	91	91	91
其他非流动负债	424	385	386	387
负债合计	8,647	9,210	9,939	10,665
归属于母公司的所有者权益	4,831	4,724	4,773	4,840
少数股东权益	96	70	28	-30
股东权益	4,927	4,794	4,801	4,810
负债及股东权益	13,574	14,004	14,740	15,475

现金流量表

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	-463	608	428	290
投资	-5	-75	-75	-75
资本性支出	-741	-329	-197	-96
其他	0	-53	28	34
投资活动现金流净额	-746	-457	-244	-138
债权融资	1,428	388	601	601
股权融资	9	7	0	0
支付股利及利息	-259	-311	-434	-536
其他	-54	-116	0	0
筹资活动现金流净额	1,125	-32	167	65
现金净流量	-88	120	351	217

资料来源：携宁，东海证券研究所，截至 2025 年 11 月 04 日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089