

持续推动高端产品突破

核心观点

- 公司全新一代前道涂胶显影机推进顺利，成长空间广阔。**部分投资者担忧公司在前道涂胶显影机高端产品上突破有限，难以突破海外厂商的垄断。我们认为，公司全新一代前道涂胶显影机推进顺利，有望持续打开成长空间。公司是目前国内唯一可以提供量产型前道涂胶显影机的厂商。目前，公司新一代机型整体推进顺利，处在司内做调试和验证的阶段，有望快速在客户端导入验证，新一代架构高产能前道涂胶显影机有望在明年在客户端看到整体表现和效果。公司现有前道涂胶显影产品已经获得国内头部逻辑、存储等客户订单，offline、I-line、KrF 机台在多家客户端量产跑片数据良好。未来随着新一代产品持续突破，公司有望进一步提升客户认可度。
- 公司持续实现清洗品类高端产品突破，高温 SPM 机台打破国外垄断。**部分投资者认为清洗品类国产化率的提升已经到瓶颈期，未来增速可能放缓。我们认为，公司持续突破高端品类，有望打开清洗品类成长空间。在化学清洗设备方面，目前公司化学清洗机已获得国内多家大客户订单及验证性订单，新签订单实现较快增长。其中，高温 SPM 清洗工艺被业界公认为 28nm/14nm 制程性能要求最高的工艺之一，目前高温 SPM 设备市场被海外厂商高度垄断。公司高温 SPM 机台经过客户端数月的量产跑片监控，在核心指标上可对标海外龙头，目前该机台已成功通过客户工艺验证，成功打破国外垄断。
- 北方华创全面赋能公司经营，有望持续发挥协同效应。**2025 年，国内半导体设备龙头企业北方华创成为公司控股股东，截至 2025 年三季报持有公司 17.8%的股权。我们认为，北方华创成为公司控股股东后可实现对公司经营的全面赋能，推动公司内部管理精细度持续提升。展望未来，公司与北方华创持续发挥协同效应，有望助力公司实现前道 track 的快速突破，并加大前道化学清洗新品的客户端导入力度。

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 1.24、3.08、5.79 亿元（原 25-26 年预测为 3.99、5.72 亿元，主要调整了营业收入、毛利率与费用率），根据 DCF 估值法，给予 131.93 元目标价，维持买入评级。

风险提示

半导体设备行业景气度不及预期；客户验证进展不及预期；零部件断供风险；盈利能力改善不及预期；市场份额提升不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,717	1,754	1,950	2,561	3,496
同比增长(%)	24.0%	2.1%	11.2%	31.4%	36.5%
营业利润(百万元)	279	222	139	344	647
同比增长(%)	58.8%	-20.6%	-37.5%	148.2%	88.1%
归属母公司净利润(百万元)	251	203	124	308	579
同比增长(%)	25.2%	-19.1%	-38.9%	148.4%	88.2%
每股收益（元）	1.24	1.01	0.61	1.53	2.87
毛利率(%)	38.5%	37.7%	36.1%	39.7%	40.8%
净利率(%)	14.6%	11.6%	6.4%	12.0%	16.6%
净资产收益率(%)	11.2%	8.0%	4.5%	10.4%	17.1%
市盈率	96.5	119.2	195.3	78.6	41.8
市净率	10.2	9.0	8.6	7.8	6.6

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。

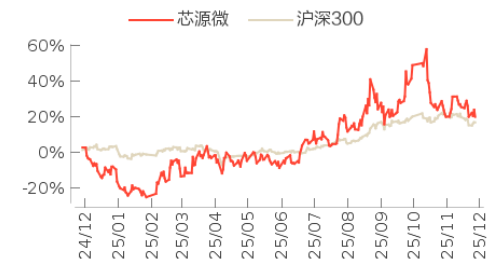
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025 年 11 月 27 日）	119.93 元
目标价格	131.93 元
52 周最高价/最低价	158.88/74.03 元
总股本/流通 A 股（万股）	20,163/20,163
A 股市值（百万元）	24,181
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 11 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.86	-6.86	-6.45	15.52
相对表现%	-3.77	-2.61	-9.4	-0.05
沪深 300%	-1.09	-4.25	2.95	15.57



证券分析师

薛宏伟	执业证书编号：S0860524110001 xuehongwei@orientsec.com.cn 021-63326320
蒯剑	执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856 kuaijian@orientsec.com.cn 021-63326320
韩潇锐	执业证书编号：S0860523080004 hanxiaorui@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人

李晋杰	执业证书编号：S0860125070012 lijinjie@orientsec.com.cn 021-63326320
-----	--

相关报告

24Q2 业绩环比高增，在手订单创新高	2024-09-04
---------------------	------------

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 1.24、3.08、5.79 亿元（原 25-26 年预测为 3.99、5.72 亿元，主要调整了营业收入、毛利率与费用率），根据 DCF 估值法，给予 131.93 元目标价，维持买入评级。

表 1：DCF 估值模型假设

估值假设	假设值
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 Gn(%)	3.00%
无风险利率 Rf	1.83%
无杠杆影响的 β 系数	0.96
考虑杠杆因素的 β 系数	1.01
市场收益率 Rm	8.77%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	8.82%
债务比率 D/(D+E)	5.82%
债务利率 rd	3.50%
WACC	8.46%

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：永续增长率和 WACC 的敏感性分析

	永续增长率 Gn(%)					
	131.93	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
WACC (%)	6.46%	179.04	198.43	223.42	256.86	303.91
	6.96%	158.10	173.03	191.73	215.85	248.12
	7.46%	141.06	152.83	167.24	185.30	208.58
	7.96%	126.95	136.41	147.77	161.68	179.11
	8.46%	115.08	122.80	131.93	142.90	156.34
	8.96%	104.97	111.36	118.81	127.62	138.22
	9.46%	96.27	101.61	107.77	114.96	123.48
	9.96%	88.70	93.21	98.36	104.31	111.27
	10.46%	82.07	85.90	90.26	95.24	100.99

数据来源：东方证券研究所

风险提示

半导体设备行业景气度不及预期；客户验证进展不及预期；零部件断供风险；盈利能力改善不及预期；市场份额提升不及预期。

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	743	1,583	1,831	2,112	2,673
应收票据、账款及款项融资	581	579	644	846	1,154
预付账款	26	12	14	18	25
存货	1,637	1,816	1,620	1,543	1,655
其他	251	274	637	407	301
流动资产合计	3,238	4,264	4,746	4,926	5,808
长期股权投资	0	1	1	1	1
固定资产	464	1,053	1,088	1,140	1,198
在建工程	402	49	163	205	233
无形资产	84	90	82	75	67
其他	114	140	58	58	58
非流动资产合计	1,063	1,333	1,392	1,478	1,557
资产总计	4,302	5,597	6,138	6,404	7,365
短期借款	387	162	162	162	332
应付票据及应付账款	526	774	748	926	1,241
其他	465	642	1,089	882	813
流动负债合计	1,378	1,579	1,999	1,970	2,386
长期借款	469	1,048	1,048	1,048	1,048
应付债券	0	0	0	0	0
其他	72	150	150	150	150
非流动负债合计	541	1,198	1,198	1,198	1,198
负债合计	1,919	2,777	3,197	3,169	3,584
少数股东权益	3	129	129	129	129
实收资本（或股本）	138	201	202	202	202
资本公积	1,735	1,807	1,817	1,817	1,817
留存收益	517	692	793	1,088	1,633
其他	(9)	(9)	0	0	0
股东权益合计	2,383	2,820	2,941	3,235	3,781
负债和股东权益总计	4,302	5,597	6,138	6,404	7,365

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	250	201	124	308	579
折旧摊销	37	48	60	67	74
财务费用	7	9	37	32	31
投资损失	(9)	(9)	(7)	(8)	(8)
营运资金变动	(909)	165	252	60	(96)
其它	61	29	94	3	10
经营活动现金流	(563)	442	560	461	590
资本支出	(459)	(291)	(202)	(152)	(152)
长期投资	0	(1)	0	0	0
其他	(46)	90	17	18	18
投资活动现金流	(505)	(201)	(185)	(134)	(134)
债权融资	477	650	(78)	0	0
股权融资	60	136	11	0	0
其他	162	(176)	(59)	(46)	104
筹资活动现金流	699	610	(126)	(46)	104
汇率变动影响	0	1	-0	-0	-0
现金净增加额	(368)	852	249	281	560

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,717	1,754	1,950	2,561	3,496
营业成本	1,055	1,093	1,246	1,543	2,069
销售费用	73	90	76	70	82
管理费用	182	249	329	375	428
研发费用	198	297	340	372	423
财务费用	7	9	37	32	31
资产、信用减值损失	26	19	13	13	20
公允价值变动收益	(5)	2	10	10	10
投资净收益	9	9	7	8	8
其他	101	214	213	169	187
营业利润	279	222	139	344	647
营业外收入	4	4	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	282	225	138	344	647
所得税	32	24	15	36	68
净利润	250	201	124	308	579
少数股东损益	(0)	(1)	0	0	0
归属于母公司净利润	251	203	124	308	579
每股收益（元）	1.24	1.01	0.61	1.53	2.87

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	24.0%	2.1%	11.2%	31.4%	36.5%
营业利润	58.8%	-20.6%	-37.5%	148.2%	88.1%
归属于母公司净利润	25.2%	-19.1%	-38.9%	148.4%	88.2%
获利能力					
毛利率	38.5%	37.7%	36.1%	39.7%	40.8%
净利率	14.6%	11.6%	6.4%	12.0%	16.6%
ROE	11.2%	8.0%	4.5%	10.4%	17.1%
ROIC	9.2%	5.6%	3.8%	7.8%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	49.6%	52.1%	49.5%	48.7%
净负债率	5.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.35	2.70	2.37	2.50	2.43
速动比率	1.15	1.54	1.55	1.70	1.72
营运能力					
应收账款周转率	4.1	3.2	3.5	3.7	3.8
存货周转率	0.7	0.6	0.7	1.0	1.3
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5
每股指标（元）					
每股收益	1.24	1.01	0.61	1.53	2.87
每股经营现金流	-4.08	2.20	2.78	2.29	2.93
每股净资产	11.81	13.35	13.95	15.41	18.11
估值比率					
市盈率	96.5	119.2	195.3	78.6	41.8
市净率	10.2	9.0	8.6	7.8	6.6
EV/EBITDA	74.8	87.0	102.6	54.6	32.2
EV/EBIT	84.5	104.9	138.0	64.3	35.7

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。