



墙”、推动数据中心内存池化；从 HBF 以 NAND 闪存特性填补性能鸿沟、聚焦 AI 推理场景，到 LPDDR 与 GDDR 分别针对移动/车载、图形/AI 推理优化——技术创新已呈现“场景化细分”特征。头部厂商的战略布局也在进一步加剧竞争，未来，随着 JEDEC 标准持续完善（如 HBM4、LPDDR6）与生态协同深化，内存技术将更紧密贴合 AI、数据中心、智能终端的需求，同时推动全球存储产业格局向“技术驱动型”加速演进。随着 3D 堆叠存储的发展，3D NAND 目前主流产品已超过 200 层，未来将向 1000 层迈进，DRAM 未来亦向 3D DRAM 发展，对刻蚀设备的需求量和性能要求呈指数级增长，比如 NAND 从 32 层提高到 128 层时，刻蚀设备用量占比从 35% 提升至 48%。随着 3D NAND 堆叠层数的增加，每层薄膜厚度要求严苛，ALD 与 CVD 协同工艺成为主流。根据 SEMI，Memory 预计将在三年间以 1,360 亿美元的支出位居第二，其中，DRAM 相关设备投资预计将超过 790 亿美元，3D NAND 投资将达到 560 亿美元。

平台型领军厂商持续受益于下游扩产与国产替代进程，股权激励彰显信心。中国的集成电路和泛半导体产业近年来持续兴旺。在政府的大力推动和业界的努力下，在半导体设备的门类、性能和大规模量产能力等方面，国产设备和国外设备相比正在快速缩小差距，发展迅速并已初具规模，中国大陆半导体设备市场规模在全球的占比逐年提升。根据 Yole，中国大陆有望在 2030 年成为全球最大的半导体晶圆代工中心，预计占全球总装机产能比例将由 2024 年的 21% 提升至 30%。公司作为国内半导体设备平台型领军厂商，产品覆盖刻蚀、薄膜沉积、热处理、清洗、涂胶显影、离子注入等多个核心工艺环节，工艺覆盖度完善，国内份额持续提升，将持续受益于下游扩产与国产替代进程。11 月 22 日，公司披露 2025 年股票期权激励计划（草案），有助于促进公司中长期激励机制的健全与完善，提升人才吸引力与团队稳定性。公司拟向激励对象授予 10,465,975 份股票期权，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.4446%，激励对象共计 2,306 人，其中，公司董事、高级管理人员 7 人，核心技术人才及管理骨干 2,299 人，假设公司 2025 年 11 月末授予股票期权，2025 年-2030 年期权成本需摊销的总费用约 21 亿。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 398/503/613 亿元，归母净利润 61/84/111 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示

人力资源风险，供应链风险，技术更新风险，市场需求波动风险，并购整合风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	29838	39826	50259	61330
增长率 (%)	35.14	33.48	26.20	22.03
EBITDA (百万元)	7653.22	8861.04	11870.54	15173.10
归属母公司净利润 (百万元)	5621.19	6127.96	8377.91	11116.94
增长率 (%)	44.17	9.02	36.72	32.69
EPS(元/股)	7.76	8.46	11.56	15.34
市盈率 (P/E)	58.96	54.08	39.56	29.81
市净率 (P/B)	10.66	8.91	7.27	5.84
EV/EBITDA	26.46	37.27	27.57	21.08

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表									
营业收入	29838	39826	50259	61330	营业收入	35.1%	33.5%	26.2%	22.0%
营业成本	17051	23724	29904	36486	营业利润	46.7%	5.5%	39.2%	32.8%
税金及附加	178	239	302	368	归属于母公司净利润	44.2%	9.0%	36.7%	32.7%
销售费用	1085	1314	1608	1901	毛利率	42.9%	40.4%	40.5%	40.5%
管理费用	2111	2708	3116	3557	净利率	18.8%	15.4%	16.7%	18.1%
研发费用	3669	5695	6282	7053	ROE	18.1%	16.5%	18.4%	19.6%
财务费用	60	167	266	214	ROIC	15.0%	11.9%	14.1%	15.7%
资产减值损失	-75	-50	-100	-100	偿债能力				
营业利润	6527	6886	9587	12730	资产负债率	51.0%	57.5%	55.6%	53.7%
营业外收入	18	40	40	40	流动比率	1.97	1.96	2.00	2.04
营业外支出	34	10	10	10	营运能力				
利润总额	6511	6916	9617	12760	应收账款周转率	6.08	5.98	6.00	5.92
所得税	817	726	1154	1531	存货周转率	0.84	0.86	0.83	0.82
净利润	5694	6190	8463	11229	总资产周转率	0.50	0.51	0.51	0.53
归母净利润	5621	6128	8378	11117	每股指标(元)				
每股收益(元)	7.76	8.46	11.56	15.34	每股收益	7.76	8.46	11.56	15.34
资产负债表									
货币资金	12347	16019	18935	26441	每股净资产	42.90	51.37	62.93	78.27
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	6864	8681	11053	13276	PE	58.96	54.08	39.56	29.81
预付款项	889	1961	2015	2737	PB	10.66	8.91	7.27	5.84
存货	23479	31698	40448	48929	现金流量表				
流动资产合计	46211	62652	76936	96530	净利润	5694	6190	8463	11229
固定资产	6205	7303	8259	9067	折旧和摊销	1071	1778	1988	2199
在建工程	192	345	381	407	营运资本变动	-5311	-3526	-5074	-3462
无形资产	4703	8546	8339	8083	其他	120	915	774	772
非流动资产合计	19498	27846	28568	29079	经营活动现金流净额	1573	5357	6150	10739
资产总计	65709	90498	105504	125609	资本开支	-2039	-10524	-2683	-2683
短期借款	3	308	308	308	其他	-172	552	4	5
应付票据及应付账款	12190	15609	20527	24525	投资活动现金流净额	-2212	-9972	-2679	-2678
其他流动负债	11289	16058	17683	22562	股权融资	1280	4	0	0
流动负债合计	23482	31975	38518	47395	债务融资	132	8615	0	0
其他	10002	20104	20104	20104	其他	-672	-330	-555	-555
非流动负债合计	10002	20104	20104	20104	筹资活动现金流净额	740	8289	-555	-555
负债合计	33484	52080	58623	67499	现金及现金等价物净增加额	107	3672	2916	7506
股本	534	724	724	724					
资本公积金	16427	16239	16239	16239					
未分配利润	13894	19101	26222	35671					
少数股东权益	1144	1206	1290	1402					
其他	227	1148	2405	4073					
所有者权益合计	32225	38418	46881	58110					
负债和所有者权益总计	65709	90498	105504	125609					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3

楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048