

补齐 CMP 关键拼图，平台化战略再进一步

——中微公司 (688012.SH) 公司收购事件点评

半导体

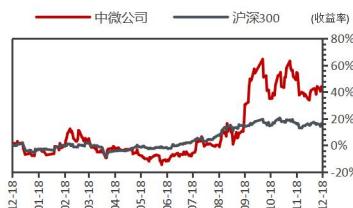
报告原因：

买入 (维持)

| 市场数据： | 2025年12月18日 |
|---------------------|---------------|
| 收盘价 (元) | 272.72 |
| 一年内最高/最低 (元) | 319.11/164.88 |
| 市净率 | 8.0 |
| 股息率 (分红/股价) | 0.11 |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 170,762 |
| 上证指数/深证成指 | 3,876/13,054 |
| 注：“股息率”以最近一年已公布分红计算 | |

| 基础数据： | 2025年09月30日 |
|-----------------|-------------|
| 每股净资产 (元) | 34.3 |
| 资产负债率% | 28.02 |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 626/626 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/- |

一年内股价与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

《拓荆科技(688072.SH)首次覆盖：深耕先进沉积工艺，延展混合键合版图》2025-12-17
 《北方华创 (002371.SZ)：收购光学镀膜装备公司，加速关键环节国产替代》
 2025-12-12
 《中微公司 (688012.SH) 首次覆盖：刻技精深，沉积致远：先进工艺演进驱动产品放量》
 2025-12-8

证券分析师

王凯
 S0820524120002
 021-32229888-25522
 wangkai526@ajzq.com

投资要点：

- **事件：**公司公告拟通过发行股份方式购买杭州众硅电子科技有限公司（下称“众硅科技”）控股权并同步募集配套资金。公司股票自 2025 年 12 月 19 日起停牌，预计停牌时间不超过 10 个交易日。
- **众硅科技**成立于 2018 年，主要从事 CMP 设备及配套系统研发制造，产品布局覆盖 6-12 英寸 CMP 整机、单模组 CMP、抛光液供液系统 (SDS) 及 ECMP 等。其中，12 英寸高端 CMP 设备已批量应用，8 英寸先进 CMP 设备通过 SEMI 认证并导入多家晶圆厂产线。
- **CMP (化学机械抛光) 设备价值量约占半导体设备投资总额的 4%，市场集中度较高。** 1) CMP 通过化学反应与机械去除协同实现晶圆表面高精度平坦化，是当前唯一能够有效抛光铜互连金属层的关键工艺，广泛应用于晶圆制造及 TSV、2.5D/3D IC 等先进封装环节。2) 据头豹，预计 2025-2029 年，中国半导体化学机械抛光设备行业市场规模由 183 亿元人民币增长至 486 亿元人民币，期间年复合增长率 27.7%；3) CMP 行业竞争格局高度集中，根据 Gartner, Applied Materials 与日本荏原合计占据全球约 93% 的 CMP 市场份额，尤其在 14nm 以下先进制程产线中形成垄断。
- **公司此次筹划收购众硅科技，核心意义在于补齐湿法关键工艺、完善前道核心设备体系，加速向平台型半导体设备厂商演进。** 1) 工艺上，公司现有产品以刻蚀、薄膜沉积等真空干法设备为主，而 CMP 是湿法工艺中不可替代的核心环节，与刻蚀、沉积共同构成除光刻机外最关键的前道工艺装备组合。通过并购切入 CMP 领域，公司有望实现“刻蚀—沉积—平坦化”工艺系统覆盖，提升整体解决方案竞争力。2) 战略上，本次交易推动公司由单一设备龙头向“集团化、平台化”设备企业迈出关键一步。
- **投资建议：**维持“买入”评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 21.81/31.58/42.78 亿元，对应同比增长 35.0%/44.8%/35.4%，对应 PE 分别为 74.8x/51.6x/38.1x。在晶圆厂扩产与国产替代推进下，本次收购补齐 CMP 关键工艺，完善前道设备体系，推动公司平台化发展并强化中长期成长性。
- **风险提示：**化学机械抛光设备市场拓展不及预期、标的公司业务整合进度不及预期。

财务数据及盈利预测

| 报告期 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 6,264 | 9,065 | 12,158 | 16,203 | 20,631 |
| 同比增长率 (%) | 32.1% | 44.7% | 34.1% | 33.3% | 27.3% |
| 归母净利润 (百万元) | 1,786 | 1,616 | 2,181 | 3,158 | 4,278 |
| 同比增长 (%) | 52.7% | -9.5% | 35.0% | 44.8% | 35.4% |
| 每股收益 (元/股) | 2.85 | 2.58 | 3.48 | 5.04 | 6.83 |
| 毛利率 (%) | 45.8% | 41.1% | 41.8% | 42.7% | 42.7% |
| ROE (%) | 10.0% | 8.2% | 9.9% | 12.6% | 14.6% |
| 市盈率 | 90.3 | 100.3 | 74.8 | 51.6 | 38.1 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

数据截至 2025 年 12 月 18 日

财务预测摘要：

| 资产负债表 | | | | | 现金流量表 | | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金 | 7,090 | 7,762 | 8,305 | 8,609 | 10,107 | 净利润 | 1,784 | 1,614 | 2,178 | 3,155 | 4,273 |
| 应收款项 | 1,213 | 1,445 | 2,129 | 2,619 | 3,434 | 折旧摊销 | 161 | 248 | 263 | 293 | 328 |
| 存货 | 4,260 | 7,039 | 7,970 | 11,581 | 14,121 | 营运资本变动 | 373 | 4,152 | 2,716 | 5,918 | 5,005 |
| 流动资产 | 15,087 | 17,901 | 19,829 | 23,704 | 28,170 | 经营活动现金流 | -977 | 1,458 | 1,613 | 1,140 | 2,631 |
| 长期股权投资 | 1,020 | 870 | 975 | 973 | 958 | 资本开支 | 870 | 895 | 1,404 | 1,617 | 1,793 |
| 固定资产 | 1,988 | 2,716 | 3,387 | 4,114 | 4,902 | 投资变动 | 2,202 | 2,232 | -56 | -509 | -368 |
| 在建工程 | 849 | 652 | 726 | 813 | 907 | 投资活动现金流 | 1,827 | 646 | -1,354 | -1,112 | -1,430 |
| 无形资产 | 687 | 693 | 612 | 541 | 479 | 银行借款 | 0 | 722 | 722 | 722 | 722 |
| 非流动资产 | 6,438 | 8,317 | 9,903 | 11,529 | 13,374 | 筹资活动现金流 | 223 | -2 | 289 | 293 | 309 |
| 资产合计 | 21,526 | 26,218 | 29,731 | 35,233 | 41,543 | 现金净增加额 | 1,085 | 2,117 | 544 | 304 | 1,498 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 期初现金 | 7,326 | 7,090 | 7,762 | 8,305 | 8,609 |
| 应付款项 | 1,305 | 1,680 | 2,735 | 3,051 | 3,904 | 期末现金 | 7,090 | 7,762 | 8,305 | 8,609 | 10,107 |
| 流动负债 | 1,305 | 1,680 | 2,735 | 3,051 | 3,904 | | | | | | |
| 长期借款 | 0 | 722 | 722 | 722 | 722 | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 非流动负债 | 79 | 848 | 848 | 848 | 848 | | | | | | |
| 负债合计 | 3,702 | 6,482 | 7,814 | 10,160 | 12,197 | | | | | | |
| 股本 | 619 | 622 | 626 | 626 | 626 | | | | | | |
| 资本公积 | 13,317 | 14,102 | 14,102 | 14,102 | 14,102 | | | | | | |
| 留存收益 | 3,880 | 5,311 | 7,492 | 10,650 | 14,928 | | | | | | |
| 归母股东权益 | 17,826 | 19,737 | 21,922 | 25,080 | 29,358 | | | | | | |
| 少数股东权益 | -3 | -1 | -4 | -7 | -12 | | | | | | |
| 负债和权益总计 | 21,526 | 26,218 | 29,731 | 35,233 | 41,543 | | | | | | |

| 利润表 | | | | | 财务比率 | | | | | | |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------------------------|--------|-------|-------|-------|
| | 单位:百万元 | | | | | | 2023A 2024A 2025E 2026E 2027E | | | | |
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | | | | | |
| 营业收入 | 6,264 | 9,065 | 12,158 | 16,203 | 20,631 | 成长能力指标 | | | | | |
| 营业成本 | 3,393 | 5,343 | 7,073 | 9,286 | 11,823 | 营业收入增速 | 32.1% | 44.7% | 34.1% | 33.3% | 27.3% |
| 税金及附加 | 12 | 31 | 36 | 47 | 58 | 营业利润增速 | 56.8% | -14.0% | 38.4% | 45.2% | 34.3% |
| 销售费用 | 492 | 479 | 790 | 891 | 990 | 归母净利润增速 | 52.7% | -9.5% | 35.0% | 44.8% | 35.4% |
| 管理费用 | 344 | 482 | 640 | 851 | 882 | 盈利能力指标 | | | | | |
| 研发费用 | 817 | 1,418 | 1,824 | 2,268 | 2,888 | 毛利率 | 45.8% | 41.1% | 41.8% | 42.7% | 42.7% |
| 财务费用 | -87 | -87 | -135 | -130 | -153 | 净利率 | 28.5% | 17.8% | 17.9% | 19.5% | 20.7% |
| 资产减值损失 | -11 | -118 | 0 | 0 | 0 | ROE | 10.0% | 8.2% | 9.9% | 12.6% | 14.6% |
| 公允价值变动 | -203 | 153 | 80 | 80 | 80 | ROIC | 9.7% | 7.9% | 9.6% | 12.2% | 14.2% |
| 投资净收益 | 787 | 88 | 146 | 146 | 144 | 偿债能力 | | | | | |
| 营业利润 | 1,980 | 1,704 | 2,357 | 3,424 | 4,598 | 资产负债率 | 17.2% | 24.7% | 26.3% | 28.8% | 29.4% |
| 营业外收支 | 30 | 5 | 10 | 15 | 10 | 净负债比率 | 0.21 | 0.33 | 0.36 | 0.41 | 0.42 |
| 利润总额 | 2,010 | 1,709 | 2,368 | 3,439 | 4,608 | 流动比率 | 4.16 | 3.18 | 2.85 | 2.55 | 2.48 |
| 所得税 | 226 | 95 | 189 | 284 | 335 | 速动比率 | 2.82 | 1.79 | 1.55 | 1.15 | 1.07 |
| 净利润 | 1,784 | 1,614 | 2,178 | 3,155 | 4,273 | 营运能力 | | | | | |
| 少数股东损益 | -2 | -1 | -3 | -3 | -4 | 总资产周转率 | 0.29 | 0.35 | 0.41 | 0.46 | 0.50 |
| 归母净利润 | 1,786 | 1,616 | 2,181 | 3,158 | 4,278 | 应收账款周转率 | 5.16 | 6.27 | 5.71 | 6.19 | 6.01 |
| EBITDA | 2,185 | 1,972 | 2,813 | 3,923 | 5,145 | 存货周转率 | 1.47 | 1.29 | 1.53 | 1.40 | 1.46 |
| | | | | | | 每股指标 | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 2.88 | 2.60 | 3.48 | 5.04 | 6.83 |
| | | | | | | 每股经营性现金流 | -1.58 | 2.34 | 2.58 | 1.82 | 4.20 |
| | | | | | | 每股净资产 | 28.78 | 31.71 | 35.00 | 40.04 | 46.87 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 90.30 | 100.31 | 74.76 | 51.63 | 38.12 |
| | | | | | | 市销率 | 25.75 | 17.88 | 13.41 | 10.06 | 7.90 |
| | | | | | | 市净率 | 9.05 | 8.21 | 7.44 | 6.50 | 5.56 |
| | | | | | | EV/EBIT | 77.97 | 93.24 | 63.73 | 45.34 | 34.28 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 72.24 | 81.54 | 57.78 | 41.95 | 32.10 |

资料来源：公司公告，聚源数据，爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888 传真：021-68728700 服务热线：956021

邮政编码：200124 邮箱：ajzq@ajzq.com 网址：<http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 个月内公司的股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数 (000300.SH)；新三板市场：三板成指 (899001.CSI)（针对协议转让标的）或三板做市指数 (899002.CSI)（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数 (899050.BJ)；香港市场：恒生指数 (HIS.HI)；美国市场：标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

股票评级

| | |
|----|--------------------------------|
| 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15% |
| 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间 |
| 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 |
| 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5% |

行业评级

| | |
|------|----------------------|
| 强于大市 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| 弱于大市 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测后续可随时更改。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，爱建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。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。