

# 芯碁微装 (688630.SH)

## 全球领先的 PCB 直接成像设备及半导体直写光刻设备供应商

优于大市

### 核心观点

公司为国内直写光刻设备领军企业，产品覆盖 PCB 和泛半导体领域。合肥芯碁微装电子装备股份有限公司成立于 2015 年，专业从事以微纳直写光刻为技术核心的直接成像设备及直写光刻设备的研发和生产，为国家级专精特新“小巨人”企业。截至 2025 年 6 月 30 日，已为超过 600 家客户提供近 100 种类型的设备，覆盖全球十大 PCB 制造商及七成全球百强 PCB 制造商。2024 年公司营收 9.53 亿元，其中 PCB 系列营收 7.82 亿元 (YoY +32.5%)，占比 82%，泛半导体系列营收 1.10 亿元 (YoY +9.2%)，占比 12%。

#### PCB: AI 算力 PCB 供不应求，PCB 厂商不断扩产，持续深化头部厂商合作。

AI 算力 PCB 需求爆发，20 层以上的高端 PCB 供不应求，带动胜宏科技、鹏鼎控股等下游客户大幅扩产高端硬板产能，同时为了满足海外客户供应链要求，各大 PCB 厂商在泰国积极投建厂房，上游 PCB 设备需求旺盛。2024 年，公司销售 PCB 设备超 370 台，其中高阶产品占比达 60% 以上。目前，公司在高端 PCB 设备领域取得显著进展，产品性能已比肩国际厂商，市场占有率不断提升，与鹏鼎控股、VTEC、CMK、胜宏科技等头部客户合作稳定。

**泛半导体领域：泛半导体多领域协同突破，国产替代加速共振。**公司泛半导体直写光刻机主要覆盖载板、先进封装、掩模版制板、引线框架、功率半导体、新型显示等领域。公司持续引领 IC 载板国产替代进程，凭借 3-4 μm 高解析度制程技术，产品技术指标已达国际一流水平。先进封装领域，直写光刻技术在 AI 芯片内互联速度优化中展现关键价值，公司封装设备已获大陆头部客户的连续重复订单，产品的稳定性和功能已经得到验证。

**公司拟于港交所上市，融资支持扩产和研发。**公司募集资金主要拟用于建设合肥生产基地（二期）项目，以扩大生产能力并满足市场需求增长。此外，资金还用于研发 PCB 直接成像设备及半导体直写光刻设备，提升产品技术含量和市场竞争能力。募集资金亦用于加强销售网络建设，特别是在东南亚、日本和韩国市场的布局，以进一步拓展海外市场。同时，资金将用于采购关键原材料，如运动平台及组件、图形生成模块、光路组件、曝光光源等。

**投资建议：**国内微纳直写光刻设备领军企业，PCB 设备需求旺盛。我们预计公司 25~27 年营收 14.1/24.2/32.0 亿元，归母净利润 3.0/5.3/7.1 亿元，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**需求不及预期；新品研发导入不及预期等；宏观政策和环境变动；规模扩张引入管理风险等。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	829	954	1,413	2,418	3,197
(+/-%)	27.1%	15.1%	48.1%	71.2%	32.2%
净利润(百万元)	179	161	296	527	707
(+/-%)	31.3%	-10.4%	84.0%	78.2%	34.1%
每股收益(元)	1.36	1.22	2.24	4.00	5.36
EBIT Margin	19.7%	15.9%	21.0%	24.0%	25.0%
净资产收益率 (ROE)	8.8%	7.8%	13.7%	22.5%	27.3%
市盈率 (PE)	102.2	114.3	62.1	34.9	26.0
EV/EBITDA	104.6	113.7	62.7	35.8	27.8
市净率 (PB)	9.02	8.91	8.49	7.83	7.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

证券分析师：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

S0980525080004

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

#### 基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

149.08 元

总市值/流通市值

19640/0 百万元

52 周最高价/最低价

169.90/55.95 元

近 3 个月日均成交额

631.98 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

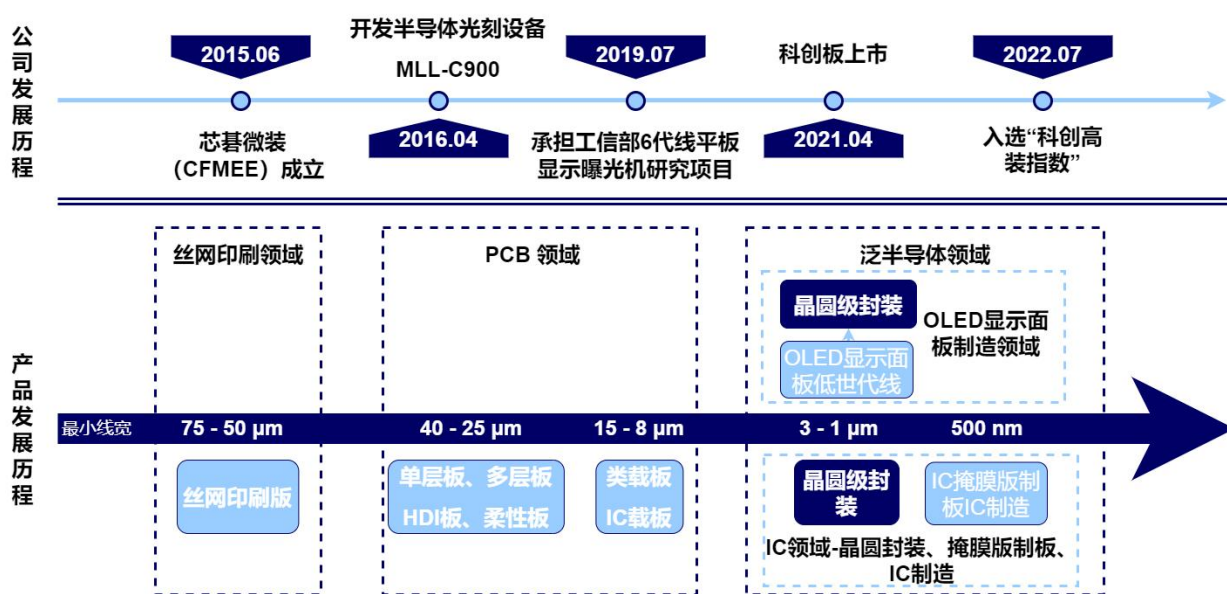
《芯碁微装 (688630.SH) -1H24 业绩亮眼，泛半导体领域加速布局》——2024-09-18

《芯碁微装 (688630.SH) -PCB 持续中高端化，光伏、先进封装稳定上量》——2024-03-04

## 中国微纳直写光刻设备龙头企业

合肥芯碁微装电子装备股份有限公司成立于 2015 年 6 月，专业从事以微纳直写光刻为技术核心的直接成像设备及直写光刻设备的研发和生产。公司在微纳直写光刻核心技术领域具有丰富的技术积累，持续在系统集成技术、光刻紫外光学及光源技术、高精度高速实时自动对焦技术、高精度高速对准多层套刻技术、高精度多轴高速大行程精密驱动控制技术、高可靠高稳定性及 ECC 技术、高速实时高精度图形处理技术和智能生产平台制造技术等前沿科技领域投入研发力量，持续构建高端装备在“光”、“机”、“电”、“软”、“算”的技术护城河。

图1：公司发展历程




资料来源：公司公告，公司官网，芯碁微装招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司主要产品为 PCB 直接成像设备及自动线系统、泛半导体直写光刻设备及自动线系统、其他激光直接成像设备，产品功能涵盖微米到纳米的多领域光刻环节。公司深研 PCB 和泛半导体领域，累计服务近 70 家客户，包括龙头企业深南电路、健鼎科技等。

**PCB 直接成像设备及自动线系统（PCB 系列）**：在 PCB 领域，公司提供全制程高质量量产型的直接成像设备，最小线宽涵盖 8  $\mu\text{m}$ -75  $\mu\text{m}$  范围，主要应用于 PCB 制造过程中的线路层及阻焊层曝光环节，是 PCB 制造中的关键设备之一。在最小线宽指标方面，公司 ACURA280 产品能够实现 8  $\mu\text{m}$  的最小线宽，满足目前 PCB 领域最高端的 IC 载板制造要求；在产能指标方面，公司 TRIPOD100T 单机产品能够在最小线宽 35  $\mu\text{m}$ 、对位精度  $\pm 12 \mu\text{m}$  的条件下实现 300 面小时的产能，MAS15T 单机产品能够在最小线宽 15  $\mu\text{m}$ 、对位精度  $\pm 8 \mu\text{m}$  的条件下实现 270 面小时的产能。

**泛半导体直写光刻设备及自动线系统（泛半导体系列）**：在半导体领域，公司提供最小线宽在 350nm 的直写光刻设备，主要应用于下游 IC 掩模版制版以及 IC 制造；在 FPD（平板显示）领域，公司主要产品为 OLED 直写光刻设备自动线系统，应用于 OLED 显示面板制造，光刻精度能够实现最小线宽 0.7  $\mu\text{m}$ 。

表1: 公司产品

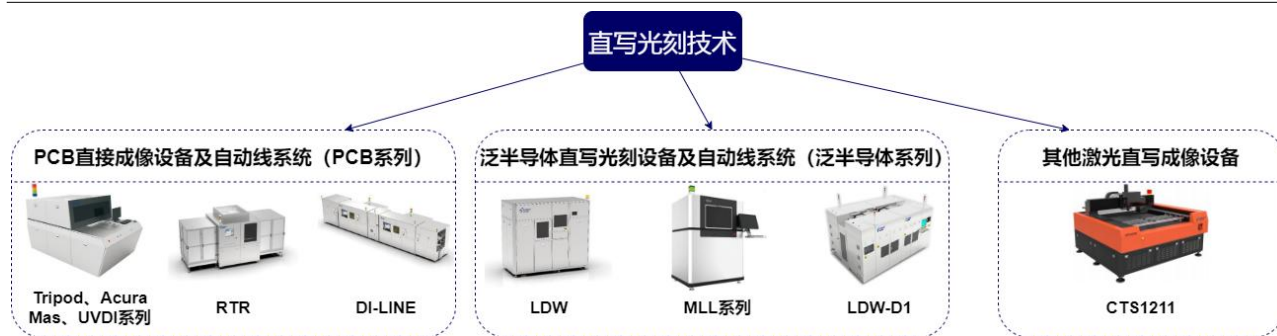
产品用途	产品系列	产品型号	主要应用领域	产品图示	
PCB/IC 载板直接成像设备	MAS 系列	MAS12 MAS15 MAS25 MAS35 MAS40	类载板、软板/软硬结合板、HDI 板、多层板和单/双面板等线路曝光制程。		
	线路	RTR 系列	RTR15 RTR25 RTR35	高性能、卷对卷直接成像系统，采用高精度的成像和定位系统结合卷对卷上下料系统，为 FPC 软板制程提供完美的解决方案。	
		FAST 系列	FAST25/35	该系列是一款高产能、占地尺寸小的高性能直接成像 LDI 解决方案，采用高速运动平台，并结合高精度的成像和定位系统，为 PCB 黄光制程提供的解决方案。	
		IC 载板自动化		成熟的封装载板直接成像联机自动线，可定制化设计，结合高精度的视觉成像和伺服闭环定位系统实现自动化生产，更高的洁净度，更高的智能化。	
	自动化	阻焊/线路自动化		适用于 MLB/HDI 阻焊/线路制程，稳定精确有效的移栽动作，不粘油墨保护板件，可兼容阻焊制程各类自动化收放板方案。	
		单机内部翻转自动线		适用于 MLB/HDI 线路制程，稳定精确有效的移栽动作，更高的产能及操作便利性，可兼容线路制程各类自动化收放板方案。	
	阻焊	NEX 系列	NEX60 NEX3T NEX-3TW NEX-60W	新一代的一款高性能防焊 DI 直接成像系统，采用大功率曝光光源设计，并结合高精度的成像和定位系统，为阻焊制程提供解决方案。	
		MUD 系列	MUD35	MUD 35 系列是由芯基微装自主研发生产的一款适用于 FPC 和 RFPCB 的微盲孔激光钻孔机，具有高精度、高品质、高效率的特点。	
	钻孔	MCD 系列	MCD75T	MCD 75T 系列是由芯基微装自主研发生产的一款适用于 HDI 和 IC 封装载板的微盲孔激光钻孔机，具有高精度、高品质、高效率的特点。	
	泛半导体设备	键合	WB 8 晶圆键合机	WB 8 晶圆键合机能够实现所有类型的键合，如阳极键合、热压键合等。支持最大晶圆尺寸为 8 英寸，采用半自动化操作，可运用于中道、MEMS 等多种领域。该设备采用了上下对称的快速加热和冷却系统，并配备高性能施压系统，从而确保键合工艺的高效完成。	
		WA 8 晶圆对准机	WA 8 晶圆对准机是一款操作便捷、灵活性高、能够实现模块化升级的高精度晶圆对准设备，适用于 4、6、8 英寸晶圆。该设备可用于中道、MEMS 生产和需要亚微米级精确对准的应用场景。		
微纳器件		LDW 系列	LDW500 LDW350	用于 IC 掩模版制版、IC 芯片、MEMS 芯片、生物芯片等直写光刻，光刻精度能够达到最小线宽 350nm-500nm，能够满足线宽 90nm-130nm 制程节点的掩模版制版需求。	
		MLC 系列	MLC900 MLC600	自主研发生产的一款精巧型光刻设备，广泛应用 IC 芯片、掩模版、MEMS 芯片、生物芯片微纳光刻加工领域的研究与生产，光刻最小线宽 600nm，套刻对准精度 500nm。	
中道		WLP 系列	WLP2000	应用于晶圆级封装、系统级封装、板级封装、功率器件、分立元件等先进封装和芯片制造领域的量产型直写光刻，支持先进封装及芯片制造的 RDL 功能，适用于中试、生产等量产产线使用。	

PLP 系列	PLP3000	板级封装直写光刻机，采用先进的 DMD 数字光刻技术，无需掩模版，可直接将版图信息转移到涂有光刻胶的衬底上，主要应用于板级中道领域，可支持覆铜板，复合材料，玻璃基板，该系统采用多光学引擎并行扫描技术，具备自动寻边对准、自动追焦、智能纠偏、WEE/WEP 功能，在 RDL、UBM 和 TSV 等制程工艺中优势明显。
平板显示 DG 系列	DG 系列	面板显示用打码曝边机覆盖 G6、G8.5、G8.6，包括 LCD 和 OLED 产线，应用于面板 Array 和 OLED 制程中的打码和边曝场景，支持不同类型的二维码，最小二维码 Dotsize 20 μm，满足客户不同的软件功能需求，对接客户 CIM 系统。
功率器件 MLF 系列	MLF 直写光刻系列	采用先进的数字光刻技术，无需掩模版，可直接将版图信息转移到涂有感光材料的衬底上，产品适用于第三代半导体碳化硅工艺应用，功率器件、陶瓷基板等应用领域。最小线宽线距 6 微米，最大基板尺寸 12" x12"。



资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

图2：公司直写光刻产品

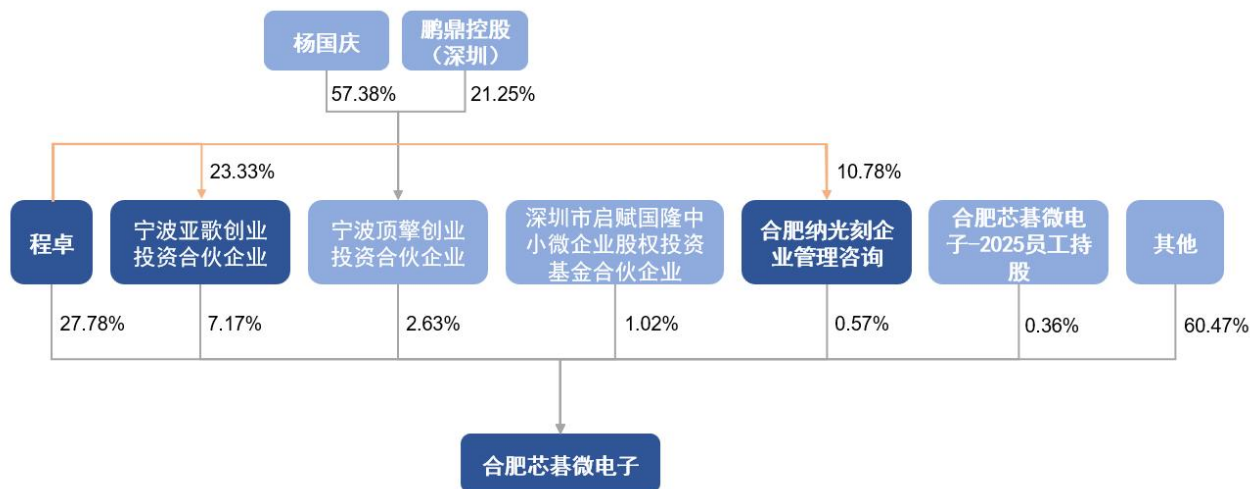


资料来源：芯碁微装招股说明书，国信证券经济研究所整理

## 管理层结构稳定，股权激励计划带动创新动力

首席科学家 CHENDONG、总经理方林、总工程师何少锋等重要人员都是公司持股平台的股东，实现利益绑定。公司控股股东组别包括程卓女士及其控制的三家实体：亚歌创投、合光刻和纳光刻，合计控制公司约 36.13%的股份。公司总经理方林，总工程师何少锋拥有十几年的微纳直写技术行业研发经验，主持并研发成功过直写光刻产能提升核心技术；首席科学家 CHENDONG 拥有二十多年在世界一流科学仪器和半导体设备公司的工作经历，曾获得 IBM 杰出技术成就奖，攻克过原子力显微镜的三维扫描技术、晶圆片上半导体光电特性表征技术和高分辨率光学轮廓测量技术等多项核心技术。

图3：公司股权结构（截止到 3Q25）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**员工持股计划激发企业和员工活力。**2025 年公司为建立员工与股东利益共享机制，提升凝聚力和公司竞争力，发布员工持股计划，包括董事、高级管理人员及核心骨干，每股购买价格为 75.70 元，锁定期满后，在满足公司层面业绩考核条件的前提下，一次性解锁本持股计划相应标的股票，在存续期内择机卖出，返还原始出资额，其余货币性资产按照归属要求中绩效考核结果分批归属。

公司层面考核年度为 2025，考核目标值为 2025 年营业收入同比增速不低于 25.00% 或 2025 年净利润同比增长不低于 30.00%，即营收不低于 11.93 亿元或净利润不低于 2.09 亿元。最终归属还需按照公司战略规划目标以及公司绩效考核管理办法中对持有人制定的个人细化绩效考核指标确定，并与持有人签署《持股计划份额受让协议书》。

表2：公司 2025 员工持股计划归属安排

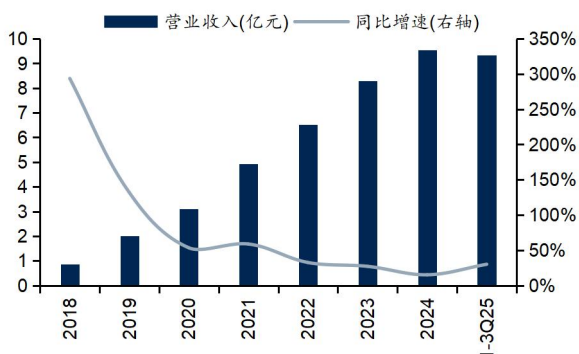
归属安排	归属时间	归属比例
第一个归属期	自公司公告最后一笔公司股票过户至本持股计划名下之日起算满 12 个月	其余货币性资产的 40%
第二个归属期	自公司公告最后一笔公司股票过户至本持股计划名下之日起算满 24 个月	其余货币性资产的 30%
第三个归属期	自公司公告最后一笔公司股票过户至本持股计划名下之日起算满 36 个月	其余货币性资产的 30%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 营收、净利润快速增长，PCB 直写光刻机业务为主推力

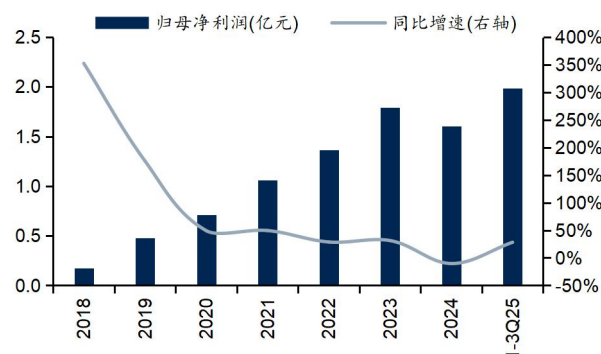
2019~2024 年，公司 5 年营业收入 CAGR 为 36.37%，归母净利润 CAGR 为 27.54%，增长高速且稳健。随着 AI 算力需求爆发，PCB、IC 载板等行业高度景气，带动公司 2025 年前三季度，实现营业收入 9.34 亿元，同比增长 30%，相比 2024 年 15% 的同比增速，大幅回升；公司归母净利润 1.99 亿元，同比增长 28.2%，重回上升通道。

图4: 公司营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司归母净利润(亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

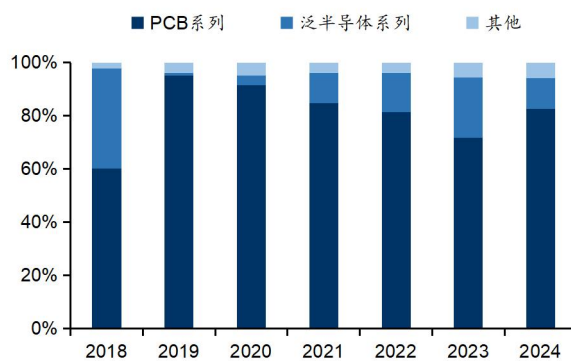
公司目前以 PCB 业务为主要收入来源, 泛半导体业务也不断突破。公司 2019-2023 年 PCB 业务的营收占比从 95% 逐步下降至 71%, 主要是泛半导体业务发展迅速。公司持续开拓泛半导体新应用领域, 并成立了泛半导体事业部, 全力支撑泛半导体产品研发、生产及销售, 新开拓了先进封装、引线框架、新型显示等市场, 泛半导体收入增长迅速, 2019-2023 年公司泛半导体业务营业收入从 209 万元增长至 1.88 亿元, 收入占比达到 22.71%。但随着 2023 年下半年 PCB 进入高景气, 全球 PCB 供不应求, PCB 制造商大幅扩产, 公司 PCB 设备 2024 年收入快速增长, 营收占比 82%。公司产品盈利能力较强, 2024 年 PCB 和泛半导体业务的毛利率分别为 32.94%、56.87%。

图6: 公司主营业务收入(万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

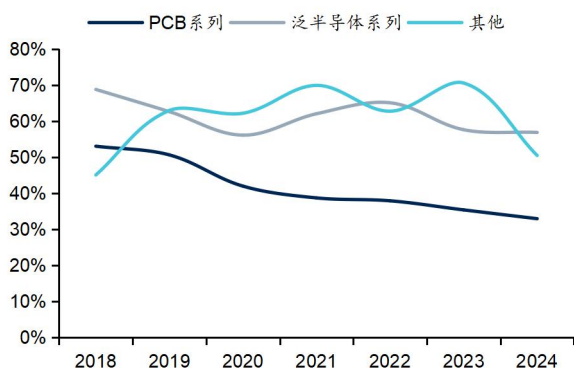
图7: 公司主营业务营收占比(%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

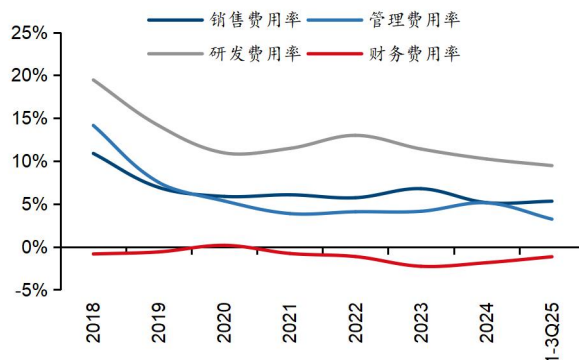
销售/管理/财务费用率逐年下降, 研发投入不断加强。2024 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 5.16%/5.12%/-1.85%。公司持续投入研发力量, 包括持续增长的研发投入及人才引进, 2024 年研发投入 9769.71 万元, 研发费用率达到 10.24%, 截至 2024 年末, 公司研发人员 279 人, 占比达 41.09%。截至 2024 年末, 公司累计获得授权专利 199 项, 其中, 已授权发明专利 75 项。

图8: 公司主营业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

公司专业从事以微纳直写光刻为技术核心的直接成像设备及直写光刻设备的研发、制造、销售以及相应的维保服务，主要产品及服务包括 PCB 直接成像设备及自动线系统、泛半导体直写光刻设备及自动线系统、其他激光直接成像设备以及上述产品的售后维保服务，产品功能涵盖微米到纳米的多领域光刻环节。设备的市场需求同下游产业的繁荣程度紧密相关，同时也与下游产业相应制造工艺需求提升密不可分，我们的盈利预测基于以下假设条件：

**PCB 系列：**随着 AI 算力基建带动 PCB 需求大幅增长，全球高端 PCB 供不应求，PCB 厂商纷纷扩产，资本开支预期连续上修，从 2025 年 3 月开始，公司产能处于超载状态，3 月单月发货量破百台设备，创下历史新高，4 月交付量环比提升近三成，再创历史纪录，产能全线拉满。此前由于竞争激励，公司产品价格压力较大，随着产能吃紧，叠加更细线径加工设备出货量占比提升，产品毛利率也有望大幅回升。我们预计公司 2025-2027 年 PCB 系列直接光刻机收入增长 55.9%、72.3%、33.3%，毛利率 38.0%、40.0%、41.0%。

**泛半导体系列：**公司泛半导体直写光刻机可用于制版、IC、功率分立器件、MEMS 等芯片的制造、先进封装、陶瓷封装、板级封装、封装基板制作等领域，下游应用领域不断拓展。随着 IC 载板下游需求强劲、国产替代加速，后摩尔时代先进封装符合增长迅速，公司的直写光刻设备在泛半导体领域需求不断增加，预计 2025-2027 年泛半导体系列直写光刻机收入增长 9.2%、92.5%、27.3%，毛利率 57.0%、58.0%、58.5%。

表3: 公司主营业务业绩拆分预测

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
PCB 系列	收入	589.8	781.8	1219.0	2100.0	2800.0
	YoY	11.9%	32.5%	55.9%	72.3%	33.3%
	毛利率	35.4%	32.9%	38.0%	40.0%	41.0%
泛半导体系列	收入	188.2	109.8	120.0	231.0	294.0
	YoY	96.9%	-41.6%	9.2%	92.5%	27.3%
	毛利率	57.6%	56.9%	57.0%	58.0%	58.5%
租赁及其他等	收入	50.8	62.3	73.5	87.0	103.1
	YoY		22.7%	18.0%	18.3%	18.6%
	毛利率	71.1%	52.6%	65.4%	65.4%	65.3%
合计	收入	828.9	953.9	1412.5	2418.0	3197.1
	YoY	27.1%	15.1%	48.1%	71.2%	32.2%
	毛利率	42.6%	37.0%	41.0%	42.6%	43.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

**主要期间费率：**公司将持续加大研发力度，但由于营收快速提升带来的规模效应，研发费用率将保持小幅下降。同理，公司销售模式和管理模式成熟稳定，经营费用精细化管控，促使各期销售费用率、管理费用率稳步下降。

表4: 公司期间费用率预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>销售费率</b>	6.78%	5.16%	4.00%	3.80%	3.80%
<b>管理费率</b>	4.01%	4.97%	4.34%	4.00%	4.00%
<b>研发费率</b>	11.41%	10.24%	11.00%	10.20%	10.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

## 未来 3 年业绩预测

表5: 未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	829	954	1413	2418	3197
营业成本	476	601	833	1387	1810
销售费用	56	49	57	92	121
管理费用	33	47	61	97	128
研发费用	95	98	155	247	320
财务费用	-19	-18	-7	11	31
营业利润	195	170	312	560	750
利润总额	195	171	315	561	752
归属于母公司净利润	179	161	296	527	707
EPS	1.36	1.22	2.24	4.00	5.36
ROE	9%	8%	14%	22%	27%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上, 我们预计 2025-2027 年公司营收同比增长 48.1%/71.2%/32.2% 至 14.13/24.18/31.97 亿元, 归母净利润同比增长 84.0%/78.2%/34.1% 至 2.96/5.27/7.07 亿元。

## 盈利预测的情景分析

表6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	829	954	1,435	2,508	3,357
(+/-%)	27.1%	15.1%	50.5%	74.7%	33.8%
净利润(百万元)	179	161	354	637	861
(+/-%)	31.3%	-10.4%	120.4%	79.9%	35.2%
每股收益(元)	1.36	1.22	2.69	4.84	6.54
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	829	954	1,413	2,418	3,197
(+/-%)	27.1%	15.1%	48.1%	71.2%	32.2%
净利润(百万元)	179	161	296	527	707
(+/-%)	31.3%	-10.4%	84.0%	78.2%	34.1%
每股收益(元)	1.36	1.22	2.24	4.00	5.36
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	829	954	1,390	2,329	3,042
(+/-%)	27.1%	15.1%	45.7%	67.6%	30.6%
净利润(百万元)	179	161	239	424	565
(+/-%)	31.3%	-10.4%	48.9%	77.3%	33.1%
每股收益(元)	1.36	1.22	1.82	3.22	4.29
总股本(百万股)	90.60	120.80	120.80	120.80	120.80

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了相对估值方法得出公司的合理估值在 180.02-188.02 元之间，但该估值是建立在较多假设前提基础上的计算而来的，特别是对可比公司的估值参数的选定，都融入了很多人的判断，进而导致估值出现偏差的风险。具体来说，相对估值法中我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到相对估值法下公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

### 盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好公司未来公司主营产品直写光刻机不断夯实国内 PCB 领域领导地位，不断拓展 IC 载板、新型显示、先进封装等前景广阔的领域，因此预计 2025-2027 年公司归母净利润同比增长 84.0%/78.2%/34.1%至 2.96/5.27/7.07 亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

### 经营风险

**1、技术革新风险。**公司主营业务为直接成像设备及自动线系统、直写光刻设备及自动线系统主要应用在下游泛半导体、PCB 行业的制造环节，始终重视前沿技术的研发，经过多年的积累，目前已形成了一支经验丰富的研发团队。公司生产技术及产品性能已经处于国内先进水平，在市场上得到国内外客户的认可。如果公司不能持续加强技术研发并推出新产品，将会对公司未来发展产生不利影响。

**2、规模扩张引发的管理风险。**随着经营规模快速增长，公司的产销规模快速扩张，对公司的组织结构、管理体系以及经营管理人才均提出了更高的要求。如果公司不能在管理方式上及时创新，以适应其规模快速扩张的需要，可能会出现竞争力削弱及经营成本上升等风险。

**3、新增产能的市场拓展风险。**公司拟通过定增募集资金总额不超过 8.25 亿元，用于公司直写光刻设备产业应用深化拓展项目、IC 载板、类载板直写光刻设备产业化项目、关键子系统、核心零部件自主研发项目以及补充流动资金项目如果宏观经济、下游市场环境、技术、政策等方面出现不利变化导致市场需求下滑，则可能使募投项目投产后产能释放面临市场拓展风险。

### 政策风险

**宏观经济及产业政策变动风险：**电子行业受国内外宏观经济、行业竞争和贸易政策等宏观环境因素的影响较大，如果国内外宏观环境因素发生不利变化，如中美贸易摩擦进一步升级，可能造成电子行业中集成电路设备、材料供应和下游需求受限，从而对公司未来经营带来不利影响。作为战略性产业，近年来国家出台系列政策推动行业发展，增强行业创新能力和国际竞争力。若未来国家相关产业政策支持力度减弱，将对公司发展产生一定影响。

## 内控风险

**业务快速发展引发的管理风险：**公司业务规模和资产规模持续扩大，公司也在过程中不断完善了自身的管理制度和管理体系。随着公司业务的发展和募集资金投资项目的实施，公司的经营规模将会持续扩张，这将对公司的经营管理、内部控制和财务规范等内部组织管理提出更高的要求。若公司的管理制度和管理体系无法满足经营规模扩大的需求，将会对公司的经营效率带来不利影响。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	898	671	805	966	1160	营业收入	829	954	1413	2418	3197
应收款项	751	909	1346	2304	3046	营业成本	476	601	833	1387	1810
存货净额	309	578	802	1346	1759	营业税金及附加	5	5	9	15	19
其他流动资产	235	267	303	381	443	销售费用	56	49	57	92	121
<b>流动资产合计</b>	<b>2193</b>	<b>2424</b>	<b>3256</b>	<b>4997</b>	<b>6407</b>	管理费用	34	49	62	97	128
固定资产	175	242	351	497	630	研发费用	95	98	155	247	320
无形资产及其他	12	13	13	12	12	财务费用	(19)	(18)	(7)	11	31
其他长期资产	100	109	109	109	109	投资收益	0	4	3	2	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	(12)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2480</b>	<b>2789</b>	<b>3729</b>	<b>5616</b>	<b>7158</b>	其他	12	9	5	(13)	(20)
短期借款及交易性金融负债	17	4	584	1687	2523	营业利润	195	170	312	560	750
应付款项	254	522	724	1216	1589	营业外净收支	0	1	2	1	2
其他流动负债	97	122	167	278	364	<b>利润总额</b>	<b>195</b>	<b>171</b>	<b>315</b>	<b>561</b>	<b>752</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>369</b>	<b>648</b>	<b>1475</b>	<b>3181</b>	<b>4475</b>	所得税费用	16	10	19	34	46
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	80	79	89	89	91	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>179</b>	<b>161</b>	<b>296</b>	<b>527</b>	<b>707</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>80</b>	<b>79</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>91</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>449</b>	<b>726</b>	<b>1564</b>	<b>3269</b>	<b>4567</b>	净利润	179	161	296	527	707
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	13	0	0	0
股东权益	2032	2063	2165	2347	2591	折旧摊销	16	16	21	24	28
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2480</b>	<b>2789</b>	<b>3729</b>	<b>5616</b>	<b>7158</b>	公允价值变动损失	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(12)	(12)	(7)	11	31
每股收益	1.36	1.22	2.24	4.00	5.36	营运资本变动	(312)	(166)	(439)	(977)	(754)
每股红利	0.00	0.80	1.47	2.62	3.51	其它	(1)	(83)	7	(11)	(32)
每股净资产	15.46	15.66	16.43	17.82	19.67	<b>经营活动现金流</b>	<b>(129)</b>	<b>(72)</b>	<b>(123)</b>	<b>(427)</b>	<b>(20)</b>
ROIC	17%	13%	19%	24%	24%	资本开支	(27)	(66)	(130)	(170)	(160)
ROE	9%	8%	14%	22%	27%	其它投资现金流	(807)	333	0	0	0
毛利率	43%	37%	41%	43%	43%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(834)</b>	<b>267</b>	<b>(130)</b>	<b>(170)</b>	<b>(160)</b>
EBIT Margin	20%	16%	21%	24%	25%	权益性融资	793	8	0	0	0
EBITDA Margin	22%	18%	23%	25%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	27%	15%	48%	71%	32%	支付股利、利息	(1)	(105)	(193)	(345)	(462)
净利润增长率	31%	-10%	84%	78%	34%	其它融资现金流	7	(44)	581	1103	836
资产负债率	18%	26%	42%	58%	64%	<b>融资活动现金流</b>	<b>799</b>	<b>(141)</b>	<b>387</b>	<b>758</b>	<b>373</b>
息率	0.0%	0.6%	1.1%	1.9%	2.5%	<b>现金净变动</b>	<b>(165)</b>	<b>55</b>	<b>134</b>	<b>161</b>	<b>193</b>
P/E	102.2	114.3	62.1	34.9	26.0	货币资金的期初余额	354	190	245	379	540
P/B	9.0	8.9	8.5	7.8	7.1	货币资金的期末余额	190	245	379	540	733
EV/EBITDA	104.6	113.7	62.7	35.8	27.8	企业自由现金流	(174)	(73)	(269)	(578)	(136)
						权益自由现金流	(166)	(117)	318	515	670

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032