

持续推动薄膜沉积及三维集成设备突破

核心观点

- 存储技术演进对薄膜沉积设备要求提升，有望带动行业高速增长。**部分投资者对存储技术演进下薄膜沉积设备环节的受益程度仍关注不足。我们认为，薄膜沉积设备在存储产线资本开支中的占比有望在 3D 堆叠技术趋势下大幅提升。NAND 方面，3D NAND 层数持续提升。由于每层均需要经过薄膜沉积工艺步骤，层数增加将催生更多的薄膜沉积设备需求。此外，薄膜沉积设备中的 ALD 设备可以实现高深宽比、极窄沟槽开口的优异台阶覆盖率及精确薄膜厚度控制，在 3D 堆叠结构的 NAND Flash 工艺中的需求占比有望大幅增加。DRAM 方面，HBM 堆叠层数增加需要更多 ALD 设备进行互联层沉积。此外 DRAM 未来也有望向 3D 堆叠方向发展，有望进一步推动薄膜沉积设备的需求量和性能要求。
- 公司持续完善薄膜沉积设备产品布局，推动高端产品突破。**在薄膜沉积设备方面，公司已经构建覆盖 PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD 和 Flowable CVD 等全系列薄膜材料的设备矩阵，深度覆盖逻辑芯片、存储芯片、先进封装等多元化应用场景的需求。截至 2025 年底，公司产品已进入超过 70 条芯片制造厂生产线；累计出货反应腔已超过 3000 个，且应用于先进制程领域的高性能反应腔占比不断提高；在客户端产线生产产品的累计流片量已突破 3.96 亿片；客户端设备平均稳定运行时间超过 90%，达到国际主流水平。
- 公司积极布局三维集成设备，产品进展顺利。**三维集成设备的应用场景随半导体技术演进持续拓展。在 3D NAND、HBM、CIS 等多个领域可通过先进键合技术实现不同功能芯片的高密度集成，打破单芯片制程演进的物理限制。公司持续拓展应用于三维集成领域的半导体设备，推出晶圆对晶圆的高精度混合键合等先进键合产品及配套的量检测产品。目前，公司 3D IC 系列多台设备出货至客户端，验证进展顺利。

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 10.4、16.3、24.3 亿元（原 25-26 年预测为 9.1、12.9 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 380.22 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；市场份额提升不及预期；政府补助持续性风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,705	4,103	6,333	8,267	10,424
同比增长(%)	58.6%	51.7%	54.3%	30.5%	26.1%
营业利润(百万元)	729	679	1,005	1,647	2,530
同比增长(%)	104.5%	-6.9%	48.0%	64.0%	53.6%
归属母公司净利润(百万元)	663	688	1,045	1,630	2,427
同比增长(%)	79.8%	3.9%	51.8%	56.0%	48.9%
每股收益(元)	2.35	2.44	3.70	5.77	8.60
毛利率(%)	47.1%	41.7%	36.7%	39.6%	43.9%
净利率(%)	24.5%	16.8%	16.5%	19.7%	23.3%
净资产收益率(%)	16.0%	13.9%	17.8%	22.6%	26.7%
市盈率	139.5	134.3	88.5	56.7	38.1
市净率	20.1	17.5	14.3	11.6	9.0

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（2026年02月09日）	327.38元
目标价格	380.22元
52周最高价/最低价	394/138.37元
总股本/流通A股（万股）	28,234/28,234
A股市值（百万元）	92,434
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2026年02月10日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.09	-8.95	-1.78	108.76
相对表现%	-3.54	-8.11	-2.64	87.53
沪深300%	2.45	-0.84	0.86	21.23



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

联系人

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

相关报告

营收同比高增，新品收入确认节奏加快 2024-11-19

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 10.4、16.3、24.3 亿元（原 25-26 年预测为 9.1、12.9 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 380.22 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	1.82%
无杠杆影响的 β 系数	1.02
考虑杠杆因素的 β 系数	1.10
市场收益率 Rm	8.73%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	9.44%
债务比率 D/(D+E)	10.00%
债务利率 rd	3.50%
WACC	8.75%

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(%)					
	380.22	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC (%)	6.75%	437.29	525.44	660.54	893.71	1392.61
	7.25%	389.80	460.70	564.92	733.17	1050.65
	7.75%	349.72	407.64	489.92	616.02	833.67
	8.25%	315.49	363.44	429.64	526.95	684.05
	8.75%	285.98	326.12	380.22	457.07	574.86
	9.25%	260.31	294.26	339.06	400.91	491.83
	9.75%	237.83	266.78	304.30	354.86	426.69
	10.25%	218.00	242.87	274.61	316.49	374.31
	10.75%	200.41	221.93	249.00	284.09	331.38

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；市场份额提升不及预期；政府补助持续性风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,676	3,003	4,634	6,050	7,628	营业收入	2,705	4,103	6,333	8,267	10,424
应收票据、账款及款项融资	530	1,485	2,293	2,993	3,774	营业成本	1,431	2,393	4,010	4,995	5,847
预付账款	192	108	167	218	274	销售费用	176	290	386	470	567
存货	4,556	7,216	9,023	11,239	13,155	管理费用	189	210	268	191	218
其他	503	875	886	895	906	研发费用	576	756	762	981	1,205
流动资产合计	8,457	12,687	17,003	21,395	25,737	财务费用	(12)	65	119	172	265
长期股权投资	228	249	249	249	249	资产、信用减值损失	25	50	49	28	27
固定资产	613	893	1,312	1,836	2,465	公允价值变动收益	94	204	55	55	55
在建工程	117	729	741	950	1,176	投资净收益	3	1	(5)	0	0
无形资产	92	176	168	160	152	其他	312	133	216	164	180
其他	463	579	576	573	569	营业利润	729	679	1,005	1,647	2,530
非流动资产合计	1,512	2,627	3,047	3,768	4,612	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	9,969	15,314	20,050	25,163	30,349	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	70	119	617	4,882	7,652	利润总额	729	679	1,005	1,647	2,530
应付票据及应付账款	1,070	2,245	3,762	4,686	5,484	所得税	65	(9)	0	49	126
其他	1,841	4,467	6,088	4,520	3,897	净利润	664	687	1,005	1,598	2,403
流动负债合计	2,982	6,831	10,467	14,087	17,033	少数股东损益	1	(1)	(40)	(32)	(24)
长期借款	1,871	2,794	2,794	2,794	2,794	归属于母公司净利润	663	688	1,045	1,630	2,427
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	2.35	2.44	3.70	5.77	8.60
其他	525	391	363	363	363						
非流动负债合计	2,396	3,185	3,157	3,157	3,157	主要财务比率					
负债合计	5,378	10,015	13,624	17,244	20,190		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(2)	19	(21)	(53)	(77)	成长能力					
实收资本 (或股本)	188	280	282	282	282	营业收入	58.6%	51.7%	54.3%	30.5%	26.1%
资本公积	3,313	3,285	3,480	3,480	3,480	营业利润	104.5%	-6.9%	48.0%	64.0%	53.6%
留存收益	1,093	1,716	2,685	4,210	6,475	归属于母公司净利润	79.8%	3.9%	51.8%	56.0%	48.9%
其他	(0)	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,592	5,299	6,426	7,919	10,159	毛利率	47.1%	41.7%	36.7%	39.6%	43.9%
负债和股东权益总计	9,969	15,314	20,050	25,163	30,349	净利率	24.5%	16.8%	16.5%	19.7%	23.3%
						ROE	16.0%	13.9%	17.8%	22.6%	26.7%
						ROIC	11.9%	9.7%	11.5%	13.5%	14.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	53.9%	65.4%	68.0%	68.5%	66.5%
净利润	664	687	1,005	1,598	2,403	净负债率	0.0%	12.2%	0.0%	21.2%	27.9%
折旧摊销	51	80	86	122	166	流动比率	2.84	1.86	1.62	1.52	1.51
财务费用	(12)	65	119	172	265	速动比率	1.29	0.79	0.76	0.71	0.73
投资损失	(3)	(1)	5	0	0	营运能力					
营运资金变动	(2,520)	(613)	404	(2,964)	(2,585)	应收账款周转率	6.8	4.1	3.3	3.1	3.1
其它	163	(501)	(33)	(27)	(28)	存货周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
经营活动现金流	(1,657)	(283)	1,586	(1,099)	221	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
资本支出	(433)	(1,069)	(506)	(843)	(1,010)	每股指标 (元)					
长期投资	(228)	(21)	0	0	0	每股收益	2.35	2.44	3.70	5.77	8.60
其他	(174)	198	50	55	55	每股经营现金流	-8.81	-1.01	5.62	-3.89	0.78
投资活动现金流	(836)	(892)	(456)	(788)	(955)	每股净资产	16.27	18.70	22.83	28.24	36.26
债权融资	1,666	1,591	0	(685)	(30)	估值比率					
股权融资	253	64	197	0	0	市盈率	139.5	134.3	88.5	56.7	38.1
其他	(580)	(294)	304	3,987	2,342	市净率	20.1	17.5	14.3	11.6	9.0
筹资活动现金流	1,339	1,361	502	3,302	2,312	EV/EBITDA	117.0	109.0	74.3	46.3	30.3
汇率变动影响	(3)	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	125.3	120.8	80.0	49.4	32.1
现金净增加额	(1,157)	184	1,632	1,415	1,578						

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。