

深化高端产品布局，保持高研发投入

核心观点

- 25年中微公司营收增长37%至124亿元，归母净利润增长31%至21亿元。
- **刻蚀设备保持强大竞争力。**部分投资者担忧公司刻蚀设备面临激烈竞争。我们看到，公司针对先进逻辑和存储器件制造中关键刻蚀工艺的高端产品新增付运量显著提升，多种关键刻蚀工艺实现大规模量产。公司刻蚀设备业务25年营收增长35%至98亿元。CCP刻蚀设备25年付运超1000个反应台，累计装机量超5000个反应台，ICP刻蚀设备累计安装数达1800个反应台。中微具有完整的单台和双台刻蚀设备布局，已被应用于国内外一线客户从65到3纳米及更先进工艺的众多刻蚀应用。公司的刻蚀设备已应用于200层以上3D NAND芯片的量产，60比1超高深宽比介质刻蚀设备成为国内标配设备，下一代超高深宽比介质刻蚀设备即将进入市场。
- **薄膜设备保持高增长。**中微已开发多种化学薄膜设备，其中的LPCVD设备可用于先进逻辑电路接触孔填充工艺、200层以上3D NAND的多个工艺等，LPCVD累计出货量超过300个反应台，25年营收增长224%至5亿元以上。公司正进行更先进逻辑电路的接触孔填充设备和更多层数的存储器件接触孔和金属互联填充设备的开发和工艺验证。中微的多款新型ALD薄膜设备获得重复性订单，其他二十多种导体薄膜沉积设备也将陆续进入市场；公司硅和锗硅外延EPI设备已顺利运付客户端进行量产验证。公司在25年已完成头部Micro-LED外延客户的量产验证，氮化镓基功率器件MOCVD设备、8英寸碳化硅外延设备等已在国内客户进行验证。
- **保持高研发投入，新产品布局广。**中微25年研发投入增长53%至37亿元，在研项目涵盖六类设备，超二十款新设备。公司新设备开发周期从3-5年缩短至2年内，未来几年有望推出光学和电子束量检测设备、先进封装设备（TSV刻蚀、等离子体切割、CuBS PVD集成设备等）、平板显示设备等新品。此外，公司拟购买杭州众硅的控股权，填补湿法设备领域空白，提升先进制程中系统级整体解决方案能力。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司26-28年每股收益分别为5.02/6.85/9.66元（原26-27年预测为5.40/7.17元，主要调整了营业收入和毛利率），采用DCF估值法，给予374.48元目标价，维持买入评级。

风险提示

研发费用增长影响盈利；晶圆厂扩产进度影响后续新增订单增长；业绩不及预期。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	9,065	12,385	16,306	21,306	27,948
同比增长(%)	45%	37%	32%	31%	31%
营业利润(百万元)	1,704	2,191	3,345	4,755	6,904
同比增长(%)	-14%	29%	53%	42%	45%
归属母公司净利润(百万元)	1,616	2,111	3,144	4,296	6,057
同比增长(%)	-10%	31%	49%	37%	41%
每股收益(元)	2.58	3.37	5.02	6.85	9.66
毛利率(%)	41.1%	39.2%	41.2%	41.5%	42.0%
净利率(%)	17.8%	17.0%	19.3%	20.2%	21.7%
净资产收益率(%)	8.6%	10.0%	12.9%	15.2%	18.1%
市盈率	126	96	65	47	34
市净率	10.3	9.0	7.8	6.7	5.6

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（2026年04月10日）	324元
目标价格	374.48元
52周最高价/最低价	397.3/164.61元
总股本/流通A股（万股）	62,692/62,692
A股市值（百万元）	203,121
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2026年04月11日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	10.39	-1.01	-3.77	71.84
相对表现%	5.98	-0.19	-1.2	47.71
沪深300%	4.41	-0.82	-2.57	24.13



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
贾国瑞	执业证书编号：S0860526030002 jiaguorui@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

合同负债创新高，薄膜设备放量	2025-11-02
营收持续高增，打造设备平台化布局	2025-04-22
刻蚀设备营收和订单高增长，薄膜沉积设备开始贡献	2024-09-13

盈利预测与投资建议

我们预测公司 26-28 年每股收益分别为 5.02/6.85/9.66 元（原 26-27 年预测为 5.40/7.17 元，主要调整了营业收入和毛利率），采用 DCF 估值法，给予 374.48 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	0.92
考虑杠杆因素的 β 系数	0.96
市场收益率 Rm	8.76%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	8.49%
债务比率 D/(D+E)	5.00%
债务利率 rd	3.50%
WACC	8.20%

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(%)					
	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%
WACC (%)	374.48	428.98	506.61	632.84	874.07	1518.88
	6.20%	386.98	447.86	541.69	705.15	1061.43
	7.20%	351.92	400.59	472.47	589.34	812.67
	7.70%	322.24	361.79	418.17	505.07	656.46
	8.20%	296.82	329.38	374.48	441.07	549.35
	8.70%	274.82	301.94	338.59	390.85	471.39
	9.20%	255.60	278.43	308.61	350.42	412.17
	9.70%	238.70	258.07	283.22	317.21	365.68
	10.20%	223.72	240.28	261.46	289.46	328.26

数据来源：东方证券研究所

风险提示

研发费用增长影响盈利；晶圆厂扩产进度影响后续新增订单增长；业绩不及预期。

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	7,762	7,951	11,414	12,801	17,910	营业收入	9,065	12,385	16,306	21,306	27,948
应收票据、账款及款项融资	1,445	2,047	2,696	3,522	4,620	营业成本	5,343	7,534	9,587	12,463	16,206
预付账款	54	60	79	103	135	销售费用	479	499	618	765	950
存货	7,039	7,170	8,165	9,368	10,561	管理费用	482	478	601	755	952
其他	1,601	1,706	1,739	1,782	1,838	研发费用	1,418	2,475	2,716	3,183	3,721
流动资产合计	17,901	18,934	24,092	27,575	35,064	财务费用	(87)	(48)	(92)	(129)	(203)
长期股权投资	870	1,445	1,445	1,445	1,445	资产、信用减值损失	139	123	60	74	84
固定资产	2,716	2,829	3,462	4,313	5,229	公允价值变动收益	153	163	170	71	139
在建工程	652	863	1,862	2,511	2,933	投资净收益	88	511	110	110	110
无形资产	693	1,286	1,072	857	643	其他	171	193	249	379	416
其他	3,386	4,489	4,203	4,201	4,200	营业利润	1,704	2,191	3,345	4,755	6,904
非流动资产合计	8,317	10,912	12,042	13,327	14,450	营业外收入	10	10	20	20	20
资产总计	26,218	29,846	36,134	40,902	49,514	营业外支出	5	10	2	2	2
短期借款	0	0	1,465	0	0	利润总额	1,709	2,190	3,363	4,773	6,922
应付票据及应付账款	1,680	1,856	2,362	3,071	3,993	所得税	95	126	219	477	865
其他	3,954	4,346	5,309	6,538	8,171	净利润	1,614	2,064	3,144	4,296	6,057
流动负债合计	5,634	6,202	9,137	9,609	12,164	少数股东损益	(1)	(47)	0	0	0
长期借款	722	730	730	730	730	归属于母公司净利润	1,616	2,111	3,144	4,296	6,057
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.58	3.37	5.02	6.85	9.66
其他	126	185	185	185	185						
非流动负债合计	848	915	915	915	915	主要财务比率					
负债合计	6,482	7,117	10,052	10,524	13,079		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	(1)	34	34	34	34	成长能力					
实收资本(或股本)	622	626	627	627	627	营业收入	45%	37%	32%	31%	31%
资本公积	13,802	14,826	15,042	15,042	15,042	营业利润	-14%	29%	53%	42%	45%
留存收益	5,311	7,235	10,379	14,675	20,732	归属于母公司净利润	-10%	31%	49%	37%	41%
其他	2	7	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	19,736	22,729	26,082	30,378	36,435	毛利率	41.1%	39.2%	41.2%	41.5%	42.0%
负债和股东权益总计	26,218	29,846	36,134	40,902	49,514	净利率	17.8%	17.0%	19.3%	20.2%	21.7%
						ROE	8.6%	10.0%	12.9%	15.2%	18.1%
						ROIC	7.9%	9.2%	11.7%	14.0%	17.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	24.7%	23.8%	27.8%	25.7%	26.4%
净利润	1,614	2,064	3,144	4,296	6,057	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	234	356	586	717	879	流动比率	3.18	3.05	2.64	2.87	2.88
财务费用	(87)	(48)	(92)	(129)	(203)	速动比率	1.89	1.86	1.71	1.86	1.98
投资损失	(88)	(511)	(110)	(110)	(110)	营运能力					
营运资金变动	(802)	(399)	(286)	(233)	91	应收账款周转率	7.0	7.1	6.8	6.8	6.8
其它	586	834	168	3	(55)	存货周转率	0.9	1.0	1.2	1.4	1.6
经营活动现金流	1,458	2,295	3,410	4,544	6,658	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
资本支出	(636)	(1,081)	(2,001)	(2,001)	(2,001)	每股指标(元)					
长期投资	150	(593)	0	0	0	每股收益	2.58	3.37	5.02	6.85	9.66
其他	1,132	(431)	280	181	249	每股经营现金流	2.34	3.67	5.44	7.25	10.62
投资活动现金流	646	(2,105)	(1,721)	(1,821)	(1,752)	每股净资产	31.48	36.20	41.55	48.40	58.06
债权融资	248	(8)	0	0	0	估值比率					
股权融资	487	1,029	216	0	0	市盈率	125.7	96.2	64.6	47.3	33.5
其他	(736)	(839)	1,558	(1,337)	203	市净率	10.3	9.0	7.8	6.7	5.6
筹资活动现金流	(2)	182	1,774	(1,337)	203	EV/EBITDA	104.2	77.2	50.3	36.1	25.5
汇率变动影响	14	(31)	-0	-0	-0	EV/EBIT	119.3	90.0	59.3	41.7	28.8
现金净增加额	2,117	342	3,463	1,387	5,109						

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。