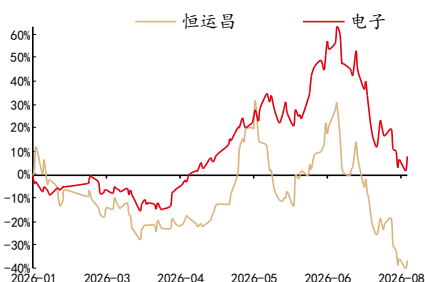


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	236.70
总股本/流通股本(亿股)	0.68 / 0.14
总市值/流通市值(亿元)	160 / 32
52周内最高/最低价	490.50 / 224.00
资产负债率(%)	11.2%
市盈率	105.67
第一大股东	深圳市恒运昌投资有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
分析师: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340525040003
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

恒运昌 (688785)

加速射频电源产业化，打造等离子体工艺部件平台

● 投资要点

等离子体工艺核心零部件整体解决方案厂商，持续拓展产品矩阵。2025 年公司实现营收 5.29 亿元，以来自自研产品的收入为主，主要客户为拓荆科技、宏大真空、中微公司、北方华创、微导纳米等。2026Q1 公司实现营收 1.24 亿元。截至公司 2025 年年度报告披露日，公司持有尚未交付的在手订单共约 1.57 亿元。作为国内极少数实现批量交付半导体级等离子体射频电源系统的企业，公司已实现对拓荆科技、中微公司、北方华创、微导纳米、盛美上海等国内头部半导体设备商的批量供货。除半导体设备企业外，公司也已通过国内头部晶圆厂的准入审核。此外，公司还在积极推进其他多款等离子体射频电源、匹配器、远程等离子源的后续验证工作。历经十余年，公司先后推出 CSL、Bestda、Aspen/Basalt、Cedar 四代产品系列等离子体射频电源系统。截至 2025 年年底，公司第四代等离子体射频电源系统 Cedar 系列处于验证状态，该产品将射频电源和匹配器整合为一体化平台，配备多个中心阻抗应用、可实现快速数据及大数据采集等功能，可支撑更先进制程。同时，公司还将积极推动主营业务产品向光伏、显示面板、精密光学等领域的拓展，不断提升公司产品性能与质量，并拓宽公司产品品类，致力于成为围绕等离子体工艺提供核心零部件整体解决方案的平台型公司。

半导体工艺与芯片架构升级，带动射频电源技术迭代与量价齐升。半导体制程持续迭代，薄膜沉积、刻蚀工艺精细度与复杂度不断提升，持续拉高等离子体射频电源系统技术门槛。等离子体射频电源历经多代发展，由早期变压器、电子管搭配固定匹配网络架构，演进为开关电源与自动调谐匹配方案，并进一步走向数模混合、全数字化控制，输出波形从连续波拓展至脉冲信号。在平面器件逼近物理极限、行业转向三维芯片架构的背景下，射频电源成为实现 3D 芯片制造的关键支撑；随着 3D NAND 堆叠层数增加、FinFET 器件持续微缩，工艺要求持续升级，以高堆叠 3D NAND 70:1 高深宽比刻蚀为例，需要射频电源利用多射频与同步脉冲调控离子能量及表面电荷，实现微秒级功率精准监测与快速调谐。半导体工艺标准持续升级不断丰富等离子体射频电源的工艺体系，拓宽整机厂商工艺窗口，推动该部件在半导体设备中的价值占比上行。全球半导体设备市场规模千亿美元，伴随制程迭代与芯片结构复杂化，刻蚀、薄膜沉积等设备需求稳步增长；等离子体射频电源作为核心零部件，直接决定等离子体浓度、均匀性与稳定性，深刻影响晶圆制造工艺水平、良率与生产效率。下游设备需求扩容叠加工艺持续复杂化，单台刻蚀、沉积设备搭载等离子体射频电源的数量与单机价值占比将同步提升。

● 投资建议

我们预计公司 2026/2027/2028 年分别实现收入 6.49/7.96/9.82 亿元，归母净利润分别为 1.16/1.63/2.16 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

技术创新风险，技术人才流失与核心技术泄密的风险，研发投入未取得预期效果的风险，市场竞争地位变化的风险，客户集中的风险，产能无法满足业务发展的风险，半导体行业周期性波动风险，宏观环境风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	529	649	796	982
增长率(%)	-2.09	22.58	22.64	23.36
EBITDA（百万元）	146.17	160.51	190.47	248.38
归属母公司净利润（百万元）	113.84	116.48	162.76	215.83
增长率(%)	-19.57	2.32	39.72	32.61
EPS(元/股)	1.68	1.72	2.40	3.19
市盈率（P/E）	140.77	137.57	98.46	74.25
市净率（P/B）	20.02	6.91	6.50	6.03
EV/EBITDA	-3.18	87.61	73.41	55.72

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)					主要财务比率				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	529	649	796	982	营业收入	-2.1%	22.6%	22.6%	23.4%
营业成本	276	335	408	500	营业利润	-23.4%	5.6%	41.5%	32.7%
税金及附加	3	3	4	5	归属于母公司净利润	-19.6%	2.3%	39.7%	32.6%
销售费用	7	16	19	21	获利能力				
管理费用	46	56	68	80	毛利率	48.0%	48.3%	48.8%	49.1%
研发费用	80	106	134	157	净利率	21.5%	17.9%	20.4%	22.0%
财务费用	-3	-9	-34	-36	ROE	14.2%	5.0%	6.6%	8.1%
资产减值损失	-15	-15	-20	-20	ROIC	13.6%	4.6%	5.3%	6.8%
营业利润	122	129	182	242	偿债能力				
营业外收入	0	1	1	1	资产负债率	11.2%	5.8%	6.0%	6.7%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	8.77	19.06	18.09	15.71
利润总额	122	129	183	243	营运能力				
所得税	8	13	20	27	应收账款周转率	5.95	6.38	6.78	6.87
净利润	114	116	163	216	存货周转率	1.80	2.11	2.28	2.46
归母净利润	114	116	163	216	总资产周转率	0.62	0.39	0.31	0.36
每股收益(元)	1.68	1.72	2.40	3.19	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.68	1.72	2.40	3.19
货币资金	481	1992	2072	2215	每股净资产	11.82	34.25	36.41	39.28
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	109	109	142	164	PE	140.77	137.57	98.46	74.25
预付款项	16	19	24	29	PB	20.02	6.91	6.50	6.03
存货	148	171	187	220	现金流量表				
流动资产合计	783	2319	2461	2670	净利润	114	116	163	216
固定资产	92	116	136	153	折旧和摊销	28	40	42	41
在建工程	0	6	10	12	营运资本变动	-69	-16	-73	-57
无形资产	0	1	2	3	其他	13	18	23	23
非流动资产合计	118	142	161	181	经营活动现金流净额	85	159	155	224
资产总计	901	2461	2622	2850	资本开支	-26	-61	-61	-61
短期借款	0	0	0	0	其他	0	-1	2	2
应付票据及应付账款	30	43	48	61	投资活动现金流净额	-26	-62	-58	-59
其他流动负债	59	79	88	108	股权融资	0	1414	0	0
流动负债合计	89	122	136	170	债务融资	0	13	0	0
其他	12	21	21	21	其他	-4	-13	-17	-22
非流动负债合计	12	21	21	21	筹资活动现金流净额	-4	1414	-17	-22
负债合计	101	143	157	191	现金及现金等价物净增加额	54	1511	80	143
股本	51	68	68	68					
资本公积金	474	1871	1871	1871					
未分配利润	250	337	459	621					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	25	43	67	100					
所有者权益合计	800	2319	2465	2660					
负债和所有者权益总计	901	2461	2622	2850					

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的目前已公开的信息，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于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

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