

刻蚀机持续突破，平台化拓展迅速

华泰研究

2023年6月12日 | 中国内地

更新报告

专用设备

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

188.05

研究员 倪正洋
SAC No. S0570522100004 nizhengyang@htsc.com
SFC No. BTM566 + (86) 21 2897 2228

研究员 黄乐平, PhD
SAC No. S0570521050001 leping.huang@htsc.com
SFC No. AUZ066 + (852) 3658 6000

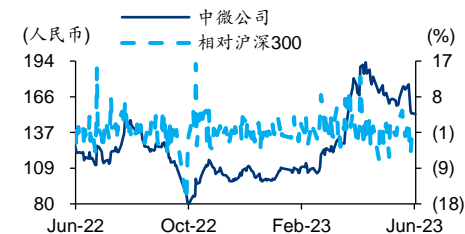
研究员 丁宁
SAC No. S0570522120003 dingning021681@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

联系人 杨云道
SAC No. S0570123010007 yangyunxiao@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	188.05
收盘价(人民币 截至6月12日)	151.75
市值(人民币百万)	93,812
6个月平均日成交额(人民币百万)	1,477
52周价格范围(人民币)	80.15-193.01
BVPS(人民币)	25.58

股价走势图



资料来源: Wind

半导体刻蚀机持续突破，加大布局薄膜与量测设备

我们将中微公司 23-24 年归母净利润上调至 15.1/19.9 亿元(前值为 13.5/16.9 亿元),并新增 2025 年盈利预测,预计 2025 年归母净利润为 25.6 亿元。上调盈利预测主要考虑到: 1) 公司在手订单充裕,刻蚀机市场份额不断提升; 2) 公司薄膜沉积、量测设备等平台化布局顺利,打开长期成长空间。由于半导体设备厂家利润逐渐兑现,摆脱了依赖高额政府补助补贴研发的阶段,因此我们改用 PE 估值,23 年可比公司 PE 为 77 倍,给予公司 23 年 77 倍 PE,对应目标价 188.05 元(前值为 169.09 元),维持“增持”。

2024 年半导体设备市场规模有望回升，关注半导体去库存节奏

美国加州时间 2023 年 6 月 6 日,SEMI 在其发布的《全球半导体设备市场报告》中宣布,2023Q1 全球半导体设备出货金额达 268 亿美元,同比+9%,环比-3%。根据 SEMI 23 年 3 月预测显示,全球用于前端设施的晶圆厂设备支出预计将从 2022 年 980 亿美元同比下降 22%至 2023 年的 760 亿美元。但 2024 年,将同比增长 21%。2023 年设备市场萎缩主要系除 AI 等场景外终端需求乏力以及较高的库存导致。随着下游去库存推进,24 年半导体设备市场有望恢复增长。

半导体设备国产率仍有空间，受管制环节有望迎来突破

根据中国国际招标网显示的半导体设备中标数据推算,截至 2023 年 4 月,国内部分晶圆厂设备累计国产化率约为 16.7%,仍有较大提升空间。随着日本、美国等国家对中国半导体设备出口管制升温,10nm-14nm 及以下先进逻辑半导体所需设备,包括清洗、薄膜沉积、热处理、光刻、刻蚀、测试等设备国产替代诉求继续加强,有望推动相关环节本土设备商产品加速验证,并取得订单。

公司刻蚀设备市占率持续提升，薄膜沉积及量测领域平台化进展顺利

2022 年公司刻蚀设备收入 31.5 亿元,同比+57.1%,MOCVD 收入 7.0 亿元,同比+39.1%,新签订单 63.2 亿元,同比+53.0%; 2023Q1 公司收入 12.23 亿元,同比+28.9%,保持稳健增长。公司 CCP 刻蚀机在国际最先进的 5 纳米芯片产线及下一代更先进的产线上实现多次批量销售; ICP 刻蚀机订单进展迅速; 薄膜沉积方面,公司积极研发 EPI 设备,并于近日推出 12 英寸 LPCVD 设备。此外,公司于 5 月 17 日与国家集成电路产业投资基金签署关于睿励科学的产权交易合同,以 5790 万元获睿励科学 6.76%股权。在巩固刻蚀设备优势同时,强化薄膜沉积与量测布局。

风险提示: 半导体复苏低预期,新产品研发不及预期,国外技术管制风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	3,108	4,740	6,230	8,091	10,375
+/-%	36.72	52.50	31.43	29.87	28.23
归属母公司净利润(人民币百万)	1,011	1,170	1,512	1,987	2,561
+/-%	105.49	15.66	29.25	31.41	28.88
EPS(人民币,最新摊薄)	1.64	1.89	2.45	3.21	4.14
ROE(%)	7.25	7.54	8.90	10.47	11.89
PE(倍)	92.75	80.20	62.05	47.22	36.64
PB(倍)	6.73	6.06	5.52	4.94	4.35
EV EBITDA(倍)	71.26	66.81	53.95	39.28	28.45

资料来源:公司公告、华泰研究预测

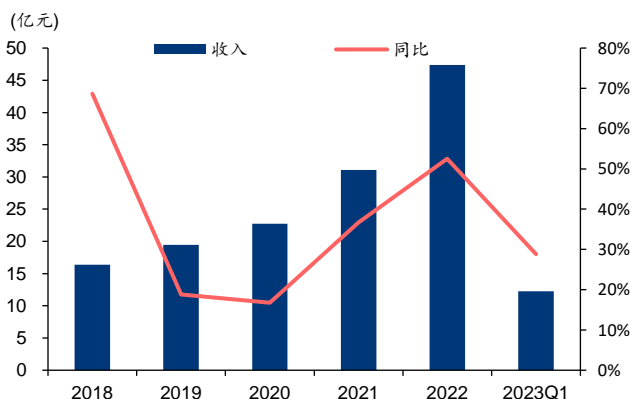
公司是高端半导体设备领军企业，在高端刻蚀设备环节打破国际大厂垄断，引领了国产替代。近年来公司在引领刻蚀设备市占率提升的同时，在薄膜沉积、量测等环节加速布局，并在 2023 年逐渐兑现研发成果。预计随着美国、日本等国家对中国大陆半导体制造环节的技术管制升级，以及后续半导体周期逐渐回暖，拥有先进制成设备制造能力的中微公司有望进一步受益于半导体设备的国产替代。

图表1：中微公司：核心盈利假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
专用设备收入（百万元）	2507	3847	5117	6703	8714
营业收入同比增速	39.4%	53.5%	33.0%	31.0%	30.0%
毛利率	42.2%	45.2%	44.5%	44.7%	45.0%
备品备件收入（百万元）	555	834	1043	1304	1565
营业收入同比增速	25.8%	50.3%	25.0%	25.0%	20.0%
毛利率	46.9%	46.9%	46.9%	46.9%	47.0%
设备维护收入（百万元）	45	57	68	82	95
营业收入同比增速	38.5%	26.8%	20.0%	20.0%	15.0%
毛利率	66.5%	66.5%	63.6%	63.6%	65.0%
营业总收入（百万元）	3108	4739	6229	8090	10375
营业总收入同比增速	36.7%	52.5%	31.4%	29.9%	28.2%
归母净利润同比增速	105.5%	15.7%	29.2%	31.4%	28.9%

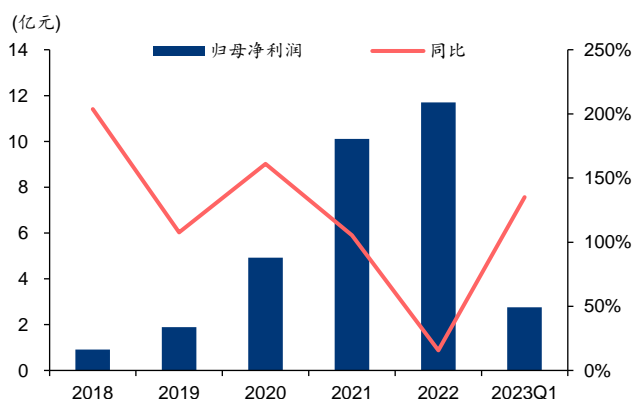
资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表2：中微公司：营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：中微公司：归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

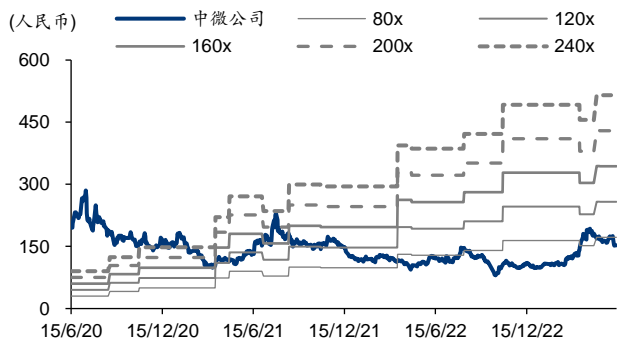
图表4：可比公司估值一览表（可比公司估值参考 Wind 一致预测）

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS(元)				PE(x)				PS(x)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025EE	2022	2023E	2024E	2025E
688072 CH	拓荆科技	429.99	3.18	4.25	6.36	8.66	148	101	68	50	32	19	14	10
688200 CH	华峰测控	165.56	5.79	4.38	5.84	7.43	42	38	28	22	21	18	14	11
688037 CH	芯源微	278.20	2.27	2.92	4.21	6.09	129	95	66	46	19	13	9	7
平均数							105	77	53	38	20	15	12	9

注：数据日期：2023 年 6 月 9 日

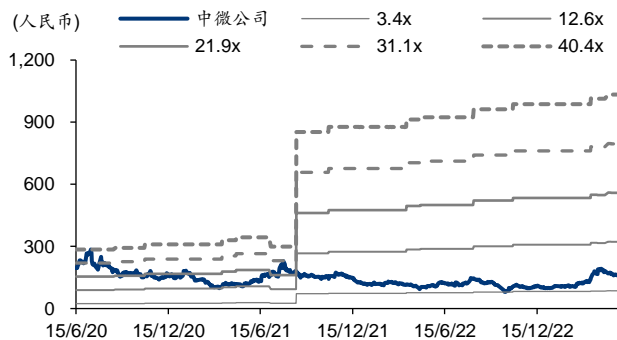
资料来源：Wind，华泰研究

图表5: 中微公司 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 中微公司 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

- 1) 半导体复苏低预期: 若半导体下游去库存低预期, 可能影响整体半导体制造环节复苏进度, 不利于晶圆厂设备招标, 进而影响公司订单;
- 2) 新产品研发不及预期: 公司除刻蚀设备外逐渐向薄膜沉积、量测等环节布局, 若公司新产品研发不及预期, 可能影响公司整体订单和收入增速;
- 3) 国外技术管制风险: 国外对国内半导体制造环节的限制将加速国产设备对国外设备的替代, 但国外若对设备供应链环节进行限制, 则可能打击国产设备本身, 影响设备商业绩。因此设备零部件的国产化至关重要。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	13,731	14,655	17,323	22,463	26,914
现金	8,659	7,326	9,629	12,505	16,036
应收账款	508.61	618.77	862.98	1,061	1,406
其他应收账款	17.54	26.54	31.39	43.85	52.64
预付账款	20.85	34.64	38.29	56.43	65.04
存货	1,762	3,402	3,463	5,438	5,919
其他流动资产	2,763	3,247	3,298	3,359	3,435
非流动资产	3,002	5,380	5,843	6,414	7,017
长期投资	554.50	979.32	1,204	1,480	1,787
固定投资	218.36	335.56	623.04	884.52	1,140
无形资产	572.86	590.30	654.28	723.12	735.20
其他非流动资产	1,657	3,474	3,362	3,326	3,355
资产总计	16,733	20,035	23,166	28,878	33,931
流动负债	2,571	3,919	5,629	9,443	12,025
短期借款	0.00	0.00	5.10	2,856	6,547
应付账款	734.63	960.12	2,148	1,882	0.00
其他流动负债	1,837	2,959	3,476	4,705	5,477
非流动负债	221.62	633.32	542.51	453.84	364.56
长期借款	0.00	500.00	409.19	320.52	231.23
其他非流动负债	221.62	133.32	133.32	133.32	133.32
负债合计	2,793	4,552	6,171	9,896	12,389
少数股东权益	0.18	(1.43)	(1.43)	(1.43)	(1.43)
股本	616.24	616.24	618.20	618.20	618.20
资本公积	12,288	12,647	12,645	12,645	12,645
留存公积	1,048	2,218	3,730	5,717	8,278
归属母公司股东权益	13,940	15,484	16,996	18,983	21,543
负债和股东权益	16,733	20,035	23,166	28,878	33,931

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	1,016	617.52	2,619	573.17	487.45
净利润	1,011	1,168	1,512	1,987	2,561
折旧摊销	105.04	141.61	121.25	165.83	242.50
财务费用	(70.86)	(151.19)	(159.36)	(149.84)	(117.01)
投资损失	(143.14)	(74.27)	(60.00)	(70.00)	(100.00)
营运资金变动	154.90	(603.69)	1,250	(1,304)	(2,033)
其他经营现金	(40.95)	137.16	(45.22)	(55.22)	(65.22)
投资活动现金	(6,230)	(2,887)	(479.51)	(611.97)	(680.05)
资本支出	(496.53)	(1,505)	(354.25)	(453.48)	(528.71)
长期投资	(5,813)	(1,371)	(224.84)	(276.31)	(306.55)
其他投资现金	79.36	(11.25)	99.58	117.81	155.21
筹资活动现金	8,286	481.64	158.37	64.57	31.83
短期借款	0.00	0.00	5.10	2,851	3,692
长期借款	0.00	500.00	(90.81)	(88.67)	(89.29)
普通股增加	81.38	0.00	1.95	0.00	0.00
资本公积增加	8,468	359.16	(1.95)	0.00	0.00
其他筹资现金	(264.21)	(377.52)	244.08	(2,697)	(3,570)
现金净增加额	3,058	(1,718)	2,298	25.77	(160.77)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,108	4,740	6,230	8,091	10,375
营业成本	1,761	2,572	3,419	4,433	5,656
营业税金及附加	19.05	15.09	19.84	25.76	33.04
营业费用	296.05	408.71	485.92	590.62	726.25
管理费用	202.61	235.93	311.49	388.35	487.63
财务费用	(70.86)	(151.19)	(159.36)	(149.84)	(117.01)
资产减值损失	(2.86)	(20.42)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	293.70	63.17	50.00	60.00	70.00
投资净收益	143.14	74.27	60.00	70.00	100.00
营业利润	1,133	1,263	1,629	2,141	2,759
营业外收入	0.35	0.39	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.81	4.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,133	1,259	1,629	2,141	2,759
所得税	121.55	90.65	117.35	154.22	198.76
净利润	1,011	1,168	1,512	1,987	2,561
少数股东损益	(0.15)	(1.90)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,011	1,170	1,512	1,987	2,561
EBITDA	1,162	1,259	1,516	2,080	2,875
EPS (人民币, 基本)	1.76	1.90	2.45	3.21	4.14

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	36.72	52.50	31.43	29.87	28.23
营业利润	120.13	11.44	29.01	31.41	28.88
归属母公司净利润	105.49	15.66	29.25	31.41	28.88
获利能力 (%)					
毛利率	43.36	45.74	45.12	45.21	45.49
净利率	32.54	24.64	24.27	24.56	24.68
ROE	7.25	7.54	8.90	10.47	11.89
ROIC	47.52	28.66	49.69	42.25	37.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	16.69	22.72	26.64	34.27	36.51
净负债比率 (%)	(60.95)	(43.67)	(53.31)	(48.31)	(42.22)
流动比率	5.34	3.74	3.08	2.38	2.24
速动比率	4.60	2.83	2.43	1.78	1.73
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.26	0.29	0.31	0.33
应收账款周转率	7.89	8.41	8.41	8.41	8.41
应付账款周转率	3.04	3.04	2.20	2.20	6.01
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.64	1.89	2.45	3.21	4.14
每股经营现金流(最新摊薄)	1.64	1.00	4.24	0.93	0.79
每股净资产(最新摊薄)	22.55	25.05	27.49	30.71	34.85
估值比率					
PE (倍)	92.75	80.20	62.05	47.22	36.64
PB (倍)	6.73	6.06	5.52	4.94	4.35
EV EBITDA (倍)	71.26	66.81	53.95	39.28	28.45

免责声明

分析师声明

本人，倪正洋、黄乐平、丁宁，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中微公司（688012 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 中微公司（688012 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师倪正洋、黄乐平、丁宁本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中微公司（688012 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 中微公司（688012 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司