

业绩高速增长，平台型布局不断完善

核心观点

- **业绩持续增长**：22 年营收同比增长 53%至 47.4 亿元，扣非归母净利润增长 183%至 9.2 亿元，新签订单增长 53%达 63.2 亿元。22 年公司研发投入增长 28%达 9.3 亿元，占收入比例为 20%。截至 22 年底公司共有超过 3311 个反应台在客户 106 条芯片生产线全面量产。23Q1 营收同比增长 29%至 12.2 亿元，归母净利润同比增长 135%至 2.8 亿元，业绩依旧亮眼。
- **刻蚀设备扩大优势**：23Q1 刻蚀设备收入为 8.1 亿元，同比增长 14%，毛利率 47.3%。CCP 刻蚀设备：在国际最先进的 5 纳米芯片生产线及下一代更先进的生产线上，公司 CCP 刻蚀设备实现了多次批量销售，已有超过 200 台反应台在生产线合格运转。用于先进逻辑器件的双反应台刻蚀机实现多次批量销售，用于逻辑器件大马士革刻蚀及用于极高深宽比存储应用的刻蚀机开发进展顺利，将陆续进入市场。ICP 刻蚀设备：22 年实现了 100 多个刻蚀工艺的量产，单台机系列产品安装腔体数已达到 297 台，双台机实现量产并取得重复订单。
- **MOCVD 应用领域不断延伸**：23Q1 公司 MOCVD 设备收入同比增长 300%至 1.7 亿元，毛利率 40.1%。截止 22 年底，累计 MOCVD 出货量超过 500 腔。公司保持氮化镓 MOCVD 市场领先地位，在 Mini-LED 显示外延片设备领域国际领先，针对 Micro-LED 应用的专用 MOCVD 设备正在开发。碳化硅功率器件外延设备今年将交付样机至客户端开展生产验证，产品线进一步丰富。
- **薄膜沉积和量测设备可期**：首台 CVD 钨设备付运到关键存储客户端验证评估，EPI 设备已进入样机的制造和调试阶段，应用于高端存储和逻辑器件的 ALD 氮化钛设备已进入实验室测试阶段。公司通过投资睿励 34.8%股权布局前道量/检测领域，近期公告将增持睿励 6.8%股权，光学检测设备 22 年市场规模 825 亿元，仅次于光刻、薄膜和刻蚀设备，未来前景广阔。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.1、19.9、25.5 亿元（原 23-24 年预测分别为 14.0、19.6 亿元，主要上调了刻蚀设备、MOCVD 的营收和毛利率），采用绝对估值法（FCFF），给予 238.44 元目标价，维持买入评级。

风险提示

- 大基金等股东减持；刻蚀设备国产化不及预期；MiniLED 需求不及预期；政府补助下滑风险；零部件断供风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,108	4,740	6,557	8,732	11,234
同比增长(%)	36.7%	52.5%	38.3%	33.2%	28.6%
营业利润(百万元)	1,133	1,263	1,644	2,161	2,773
同比增长(%)	120.1%	11.4%	30.1%	31.5%	28.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,011	1,170	1,513	1,990	2,554
同比增长(%)	105.5%	15.7%	29.4%	31.5%	28.3%
每股收益(元)	1.64	1.89	2.45	3.22	4.14
毛利率(%)	43.4%	45.7%	45.1%	44.7%	45.3%
净利率(%)	32.5%	24.7%	23.1%	22.8%	22.7%
净资产收益率(%)	11.0%	8.0%	9.3%	11.1%	12.6%
市盈率	110.8	95.8	74.1	56.3	43.9
市净率	8.0	7.2	6.6	5.9	5.2

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（2023年04月28日）	181.45 元
目标价格	238.44 元
52 周最高价/最低价	199.81/76.7 元
总股本/流通 A 股（万股）	61,769/61,769
A 股市值（百万元）	112,081
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023 年 05 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.39	41.54	67.47	81.43
相对表现	-1.3	40.8	71.12	78.68
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

联系人

杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn

相关报告

业绩与新签订单持续高增长	2022-10-28
新签订单、营收、扣非归母净利润同步高增长	2022-08-11
全球刻蚀设备领先企业，MiniLED 拉动 MOCVD 高增长	2022-04-01

盈利预测与投资建议

我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 15.1、19.9、25.5 亿元（原 23-24 年预测分别为 14.0、19.6 亿元，主要上调了刻蚀设备、MOCVD 的营收和毛利率），采用绝对估值法（FCFF），给予 238.44 元目标价，维持买入评级。

图 1：FCFF 目标价敏感性分析

FCFF目标价敏感性分析		永续增长率Gn(%)				
	238.44	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	5.89%	273.69	329.15	423.00	616.16	1243.38
	6.39%	245.05	287.96	356.18	481.48	787.08
	6.89%	221.40	255.33	306.69	393.61	572.49
	7.39%	201.56	228.87	268.62	331.82	447.91
	7.89%	184.69	207.00	238.44	286.05	366.60
	8.39%	170.19	188.65	213.97	250.82	309.42
	8.89%	157.60	173.05	193.74	222.90	267.05
	9.39%	146.58	159.63	176.76	200.25	234.44
	9.89%	136.87	147.98	162.32	181.52	208.58

数据来源：东方证券研究所

风险提示

大基金等股东减持；刻蚀设备国产化不及预期；MiniLED 需求不及预期；政府补助下滑风险；零部件断供风险。

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,659	7,326	6,441	5,911	5,918	营业收入	3,108	4,740	6,557	8,732	11,234
应收票据、账款及款项融资	605	713	986	1,314	1,690	营业成本	1,761	2,572	3,598	4,827	6,146
预付账款	21	35	48	64	82	营业税金及附加	19	15	33	44	56
存货	1,762	3,402	4,759	6,385	8,129	销售费用	296	409	539	683	834
其他	2,684	3,180	3,215	3,258	3,308	管理费用及研发费用	600	841	1,136	1,396	1,747
流动资产合计	13,731	14,655	15,450	16,931	19,127	财务费用	(71)	(151)	(46)	(39)	(36)
长期股权投资	555	979	979	979	979	资产、信用减值损失	(1)	26	41	50	53
固定资产	218	336	1,405	2,833	4,510	公允价值变动收益	294	63	205	187	152
在建工程	407	1,000	1,951	2,569	2,970	投资净收益	143	74	81	100	85
无形资产	573	590	517	443	369	其他	193	97	102	102	102
其他	1,249	2,474	2,469	2,469	2,469	营业利润	1,133	1,263	1,644	2,161	2,773
非流动资产合计	3,002	5,380	7,320	9,293	11,298	营业外收入	0	0	1	1	1
资产总计	16,733	20,035	22,770	26,224	30,425	营业外支出	1	5	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,133	1,259	1,642	2,160	2,772
应付票据及应付账款	735	960	1,343	1,802	2,294	所得税	122	91	131	173	222
其他	1,837	2,959	3,800	4,808	5,967	净利润	1,011	1,168	1,511	1,987	2,550
流动负债合计	2,571	3,919	5,143	6,610	8,261	少数股东损益	(0)	(2)	(2)	(3)	(4)
长期借款	0	500	500	500	500	归属于母公司净利润	1,011	1,170	1,513	1,990	2,554
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.64	1.89	2.45	3.22	4.14
其他	222	133	133	133	133						
非流动负债合计	222	633	633	633	633	主要财务比率					
负债合计	2,793	4,552	5,777	7,243	8,894		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	(1)	(4)	(7)	(11)	成长能力					
实收资本(或股本)	616	616	618	618	618	营业收入	37%	52%	38%	33%	29%
资本公积	12,288	12,647	12,648	12,648	12,648	营业利润	120%	11%	30%	31%	28%
留存收益	1,048	2,218	3,731	5,722	8,276	归属于母公司净利润	105%	16%	29%	32%	28%
其他	(12)	3	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	13,940	15,483	16,993	18,980	21,531	毛利率	43.4%	45.7%	45.1%	44.7%	45.3%
负债和股东权益总计	16,733	20,035	22,770	26,224	30,425	净利率	32.5%	24.7%	23.1%	22.8%	22.7%
						ROE	11.0%	8.0%	9.3%	11.1%	12.6%
						ROIC	10.4%	6.9%	8.8%	10.6%	12.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	16.7%	22.7%	25.4%	27.6%	29.2%
净利润	1,011	1,168	1,511	1,987	2,550	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	101	89	61	29	(4)	流动比率	5.34	3.74	3.00	2.56	2.32
财务费用	(71)	(151)	(46)	(39)	(36)	速动比率	4.62	2.84	2.05	1.57	1.30
投资损失	(143)	(74)	(81)	(100)	(85)	营运能力					
营运资金变动	366	(491)	(497)	(595)	(591)	应收账款周转率	7.6	8.4	8.9	8.8	8.6
其它	(249)	78	(166)	(138)	(98)	存货周转率	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
经营活动现金流	1,016	618	781	1,145	1,735	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
资本支出	(748)	(729)	(2,001)	(2,001)	(2,001)	每股指标(元)					
长期投资	(119)	(424)	0	0	0	每股收益	1.64	1.89	2.45	3.22	4.14
其他	(5,363)	(1,734)	286	287	237	每股经营现金流	1.65	1.00	1.26	1.85	2.81
投资活动现金流	(6,230)	(2,887)	(1,715)	(1,714)	(1,764)	每股净资产	22.57	25.07	27.52	30.74	34.87
债权融资	12	500	0	0	0	估值比率					
股权融资	8,550	359	3	0	0	市盈率	110.8	95.8	74.1	56.3	43.9
其他	(276)	(378)	46	39	36	市净率	8.0	7.2	6.6	5.9	5.2
筹资活动现金流	8,286	482	49	39	36	EV/EBITDA	87.5	84.8	61.4	47.3	37.3
汇率变动影响	(14)	70	-0	-0	-0	EV/EBIT	95.8	91.6	63.7	48.0	37.2
现金净增加额	3,058	(1,718)	(885)	(530)	8						

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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。