

# 中科飞测 (688361.SH)

## 1H24 收入同比增长 27%，产品矩阵逐步完善

优于大市

### 核心观点

**1H24 公司营收同比增长 26.91%**。公司是国内半导体量测设备领先企业，主要产品为高端半导体质量控制设备，包括检测设备和量测设备，为半导体客户提供设备、智能软件和相关服务的全流程良管理解决方案。2Q24 公司实现营收 2.28 亿元 (YoY+12.07%, QoQ -3.07%)，受研发费用与股份支付费用增加影响公司业绩短期承压，扣非归母净利润-0.44 亿元；2Q24 毛利率 37.87% (YoY-10.19pct, QoQ -16.47pct)，短期毛利率变动原因：(1) 会计政策调整部分质保费用从销售费用调整至成本中，(2) 1H24 收入中毛利相对较低的先进封装与偏成熟制程占比较多；考虑目前公司应用在前沿工艺的在手订单占比较高，未来毛利率随设备验收推进有望逐步回归正常水平。

**目前公司合同负债 6.28 亿元，产品矩阵逐步完善**。截至 2Q24 公司合同负债 6.28 亿元，在手订单稳定增加。根据 VLSI 数据统计，2023 年中国大陆半导体检测与量测设备市场规模达到 43.60 亿美元，其中无图形晶圆缺陷检测设备 (占 10.3%)、图形晶圆缺陷检测设备 (占 7.7%)、套刻精度量测设备 (占 6.7%)、介质薄膜膜厚量测设备 (占 3.9%)、金属薄膜膜厚量测设备 (占 0.6%)、三维形貌量测设备 (占 0.6%) 公司已批量销售且覆盖国内主流客户；明场纳米图形晶圆缺陷检测设备 (占 19.5%)、暗场纳米图形晶圆缺陷检测设备 (占 8.4%)、OCD 设备 (占 8.9%) 处于客户验证中；公司产品矩阵已布局完整。

**1H24 研发投入同比增加 114.22%，聚焦品类拓展与产品升级**。1H24 公司研发投入 2.07 亿元，同比增长 114.22%。在品类拓展部分，公司明场纳米图形晶圆缺陷检测设备已有小批量出货，暗场纳米图形晶圆缺陷检测设备、OCD 设备已出货至部分客户端进行工艺开发和应用验证。现有产品部分，无图形晶圆检测设备、图形晶圆检测设备、套刻设备向更高工艺节点迭代升级，为客户下一代工艺制程的量产准备。未来，随新产品逐步放量与已有产品迭代升级，设备单体价值量有望持续提升。

**投资建议：**我们看好量测设备的国产化空间和公司产品技术与客户拓展的领先优势，预计 2024-2026 年归母净利润 1.06/2.80/4.32 亿元，当前股价对应 24-26 年 PE 148/56/36 倍，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**下游客户扩产进度低于预期；设备验证进度不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	509	891	1,358	1,896	2,541
(+/-%)	41.2%	74.9%	52.4%	39.6%	34.0%
净利润 (百万元)	12	140	106	280	432
(+/-%)	-78.0%	1095.1%	-24.8%	165.3%	54.2%
每股收益 (元)	0.05	0.44	0.33	0.88	1.35
EBIT Margin	-14.3%	5.3%	-3.5%	9.2%	13.7%
净资产收益率 (ROE)	2.1%	5.8%	4.2%	10.0%	13.5%
市盈率 (PE)	999.4	111.5	148.3	55.9	36.2
EV/EBITDA	-192.7	271.7	-784.8	84.8	46.3
市净率 (PB)	20.63	6.49	6.22	5.61	4.88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 电子·半导体

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	48.90 元
总市值/流通市值	15648/11939 百万元
52 周最高价/最低价	89.38/46.12 元
近 3 个月日均成交额	196.90 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

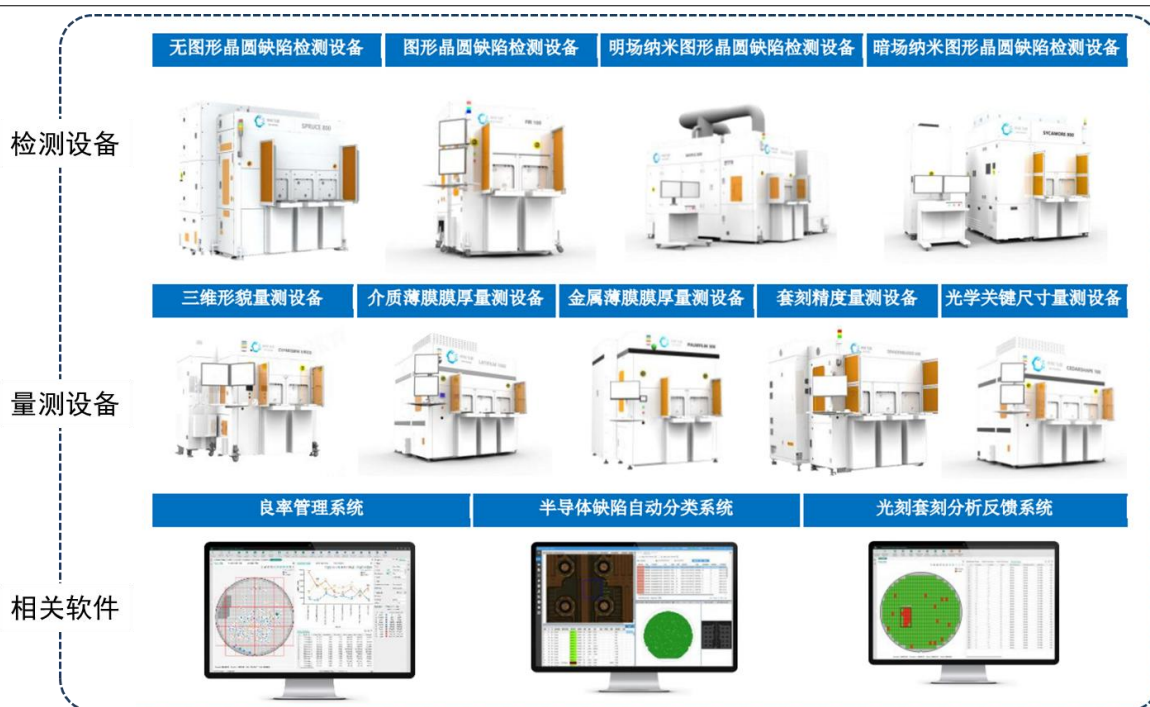
#### 相关研究报告

《N 飞测-U (688361.SH) - 聚焦半导体检测量测设备，国产替代正当时》——2023-05-19

## 中科飞测：半导体量测的领先企业

公司为国内高端半导体质量控制设备领先企业，主要产品为高端半导体质量控制设备，包括检测设备和量测设备，为半导体客户提供涵盖设备、智能软件和相关服务的全流程良率管理解决方案。集成电路制造过程的步骤繁多，每一道工序的良品率需保持几乎“零缺陷”的极高水平才能保证最终芯片的良品率；因此质量控制贯穿集成电路制造全过程，是保证芯片生产良品率非常关键的环节。公司产品在国内高端半导体质量控制设备市场实现了国产化的突破，在部分细分领域填补了国产设备的空白。

图1：公司产品布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

集成电路工艺分为前道制程、中道先进封装和后道封装测试，质量控制贯穿于全流程中：前道检测涉及光刻、刻蚀、薄膜沉积、清洗、CMP 等环节质量控制的检测；中道检测面向先进封装，主要为针对重布线结构、凸点与硅通孔等环节的质量控制；后道测试主要是利用电学对芯片进行功能和电参数测试，包括晶圆测试和成品测试。应用于前道制程和先进封装的质量控制可细分为检测（Inspection）和量测（Metrology）。检测指在晶圆表面上或电路结构中，检测其是否出现异质情况，如颗粒污染、表面划伤、开短路等对芯片工艺性能具有不良影响的特征性结构缺陷；量测指对被观测的晶圆电路上的结构尺寸和材料特性做出的量化描述，如薄膜厚度、关键尺寸、刻蚀深度、表面形貌等物理性参数的量测。

图2：应用于前道制程和先进封装的质量控制



资料来源：中科飞测招股说明书，国信证券经济研究所整理

**公司覆盖行业头部客户，产品矩阵陆续完整。**公司客户群体已覆盖逻辑、存储、功率半导体、MEMS 等前道制程企业，碳化硅、氮化镓、砷化镓等化合物半导体企业，晶圆级封装和 2.5D/3D 封装等先进封装企业，大硅片等半导体材料企业以及刻蚀设备、薄膜沉积设备、CMP 设备等各类制程设备企业。形成基于九大系列设备和三大系列软件产品组合的全方位良率管理解决方案；其中六大系列设备已经在国内头部客户批量量产应用，市占率快速增长；其余三大系列设备均已完成样机研发，并出货客户开展产线工艺验证和应用开发。自主开发的三大系列智能软件已应用在国内头部客户，结合质量控制设准确测量并集中管理和分析芯片制造过程良率相关数据，提升制造良率和产品性能。

图3：公司产品进展

产品类型	市场空间占比	前道制程				化合物半导体	先进封装	硅片及制程设备
		逻辑芯片	存储芯片	功率芯片	MEMS 芯片			
检测设备	明场纳米图形晶圆缺陷检测设备	19.5%	■	■	■	■	■	/
	无图形晶圆缺陷检测设备	10.3%	■	■	■	■	■	/
	暗场纳米图形晶圆缺陷检测设备	8.4%	■	■	■	■	■	/
	图形晶圆缺陷检测设备	7.7%	■	■	■	■	■	/
量测设备	光学关键尺寸量测设备	8.9%	■	■	■	■	■	/
	套刻精度量测设备	6.7%	■	■	■	■	■	/
	介质薄膜膜厚量测设备	3.9%	■	■	■	■	■	/
	三维形貌量测设备	0.6%	■	■	■	■	■	/
	金属薄膜膜厚量测设备	0.6%	■	■	■	■	■	/
智能软件	良率管理系统		■	■	■	■	■	/
	缺陷自动分类系统		■	■	■	■	■	/
	光刻套刻分析反馈系统		■	■	■	■	■	/

注 1：市场空间占比数据来源 VLSI 关于 2023 年全球各类型设备市场空间占比情况；

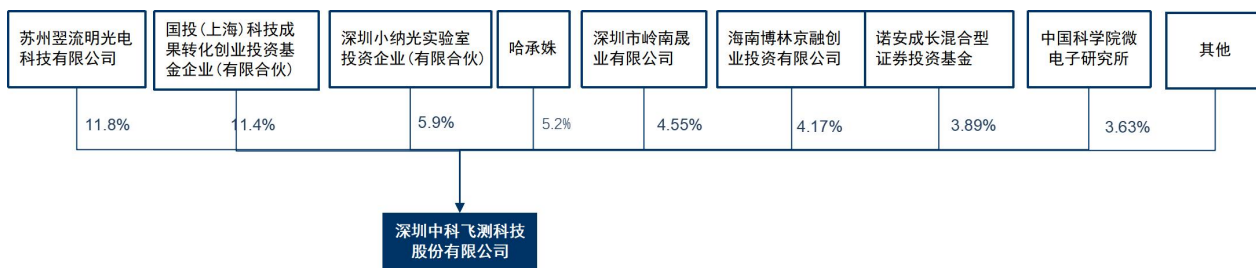
注 2： / ：该领域无相应设备或软件需求

■：具备批量销售的技术能力，且全面覆盖国内主流客户并实现批量量产及应用

■：具备为相应客户供货的技术能力，完成设备样机研发，出货客户开展工艺验证和应用开发中

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

**公司研发团队覆盖光学、算法、软件、机电自动化等领域。**董事长陈鲁博士曾任 Rudolph Technologies（现创新科技）系统科学家、量测龙头科磊半导体资深科学家，深耕行业多年。在此基础上，公司拥有经验丰富的光学、算法、软件、机电自动化等方面的专家，截至 1H24，已形成跨专业、多层次的 465 人研发团队。

**图4: 公司股权结构 (截至 24 年 6 月 30 日)**


资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

**表1: 公司主要成员介绍 (截至 24 年 6 月 30 日)**

姓名	职务	出生年份	个人简介
陈鲁	董事长 董事	1977	中国科学技术大学少年班, 物理学专业学士; 美国布朗大学物理学专业, 博士研究生; 03 年 11 月至 05 年 10 月, 任 Rudolph Technologies (现创新科技) 系统科学家; 05 年 11 月至 10 年 2 月, 任科磊半导体资深科学家; 10 年 3 月至 16 年 8 月, 任中科院微电子所研究员, 博士生导师; 14 年 12 月至 17 年 5 月, 任公司董事兼总经理; 17 年 5 月至 22 年 10 月, 任公司董事长兼总经理; 22 年 10 月至 23 年 6 月, 任公司董事长; 23 年 6 月至今, 任公司董事长兼总经理。
哈承姝	董事	1977	耶鲁大学国际和发展经济学专业, 硕士研究生; 美国华盛顿大学职业法律专业, 博士研究生。07 年 10 月至 11 年 2 月, 任德勤会计师事务所(美国)高级税务分析师; 11 年 6 月至 16 年 5 月, 任金沙江创业投资(加州)管理有限公司经理; 15 年 12 月至 16 年 5 月, 任天成国际集团控股有限公司 Finance Director; 16 年 5 月至 19 年 8 月, 任公司副总裁; 19 年 8 月至 20 年 12 月, 任公司董事兼副总裁; 20 年 12 月至 22 年 10 月, 任公司董事兼副总经理; 22 年 10 月至 23 年 6 月, 任公司董事兼总经理; 23 年 6 月至今, 任公司董事。
周凡女	董事, 财务总监	1985	对外经济贸易大学会计学专业, 本科学历, 中国注册会计师(非执业会员)。07 年 8 月至 20 年 8 月, 历任普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)北京分所经理, 高级经理; 20 年 8 月至 20 年 12 月, 任公司财务副总裁; 20 年 12 月至今, 任公司财务总监兼董事。
杨乐	首席科学家	1985	中国科学院长春光学精密机械与物理研究所光学工程专业, 博士研究生学历。12 年 7 月至 20 年 2 月, 历任中科院微电子所助理研究员, 高级工程师; 15 年 3 月至今, 任公司首席科学家。
黄有为	首席科学家	1983	北京理工大学光学工程博士研究生。10 年 9 月至 12 年 7 月, 清华大学博士后; 12 年 9 月至 16 年 2 月, 中科院微电子所助理研究员; 16 年 2 月至 16 年 6 月, 北京中航智科技有限公司研发工程师; 16 年 6 月至今, 公司首席科学家。

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

**公司公布股权激励方案, 进一步增强研发团队稳定性。**根据公司 2024 年股权激励方案设定的收入目标, 2024/2025/2026/2027 年收入考核触发值分别不低于 10.7/16.0/22.4/28.9 亿元, 收入考核目标值分别不低于 11.5/17.2/24.1/31.3 亿元, 中值对应同比增速为+24%/50%/40%/29%。

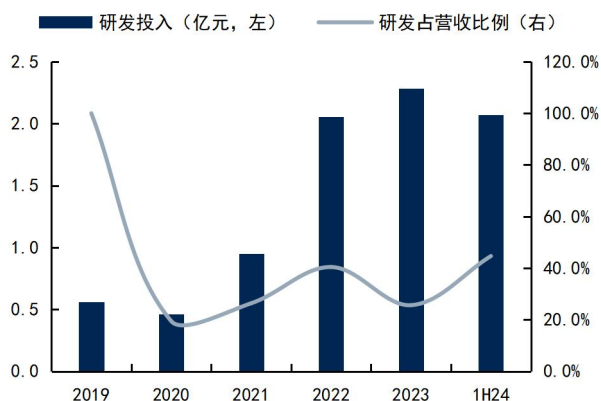
**表2: 公司 24 年股权激励(草案)设定的收入目标值和触发值(亿元)**

	目标值增速(较 22 年)	触发值增速(较 22 年)	目标营收	触发营收	中值 YoY
2024 年	125%	110%	11.46	10.69	24%
2025 年	237%	215%	17.16	16.04	50%
2026 年	373%	339%	24.09	22.36	40%
2027 年	514%	467%	31.27	28.87	29%

资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

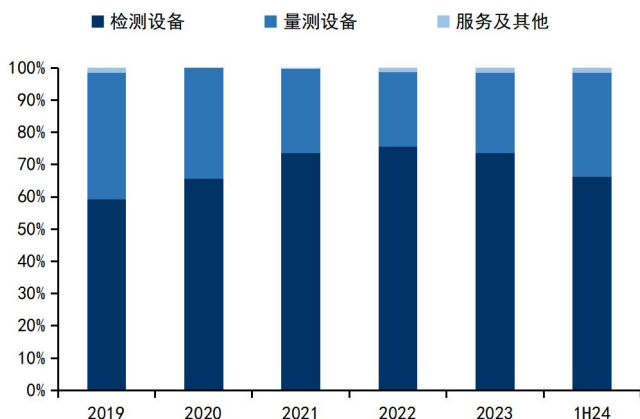
**公司研发投入持续提升, 量测设备与检测设备均保持稳步扩展。**1H24 公司研发投入 2.07 亿元, 同比增长 114.22%, 占营收 44.66%, 新产品开发及现有产品迭代持续推进, 研发人员数量、研发材料费用及股份支付费用均有较大幅度增加。公司客户覆盖中芯国际、长江存储、士兰集科、长电科技、华天科技、通富微电等头部企业, 检测设备 19-23 年收入 CAGR 为 110%, 量测设备 19-23 年收入 CAGR 为 78%。

图5: 近年公司研发投入情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

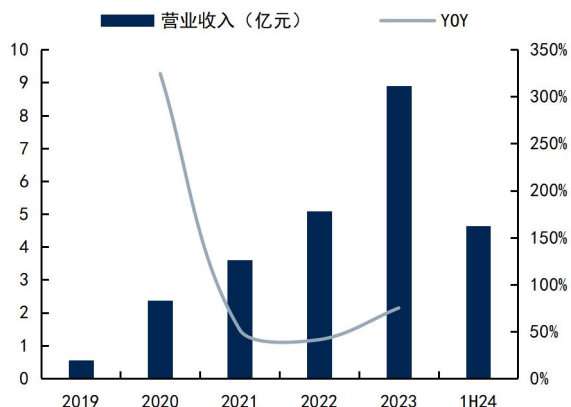
图6: 公司近五年主营业务分产品营收结构 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

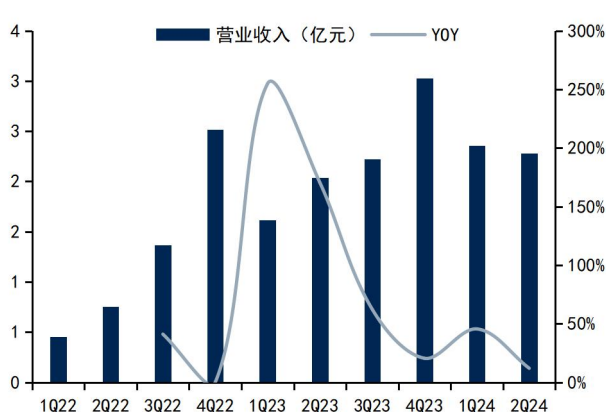
**2019-2023 年收入 CAGR 约为 100%，2024 上半年同比增长 26.9%。**公司 2019 年以来收入持续保持正增长，2024 上半年收入为 4.60 亿元，同比增长 26.9%，其中检测设备占比 66.2%，量测设备占比 32.3%，其他占比 1.5%；2024 收入为 2.28 亿元，同比增长 12%，受设备验收节奏影响 2 季度收入环比略回落-3.1%。

图7: 公司营收及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

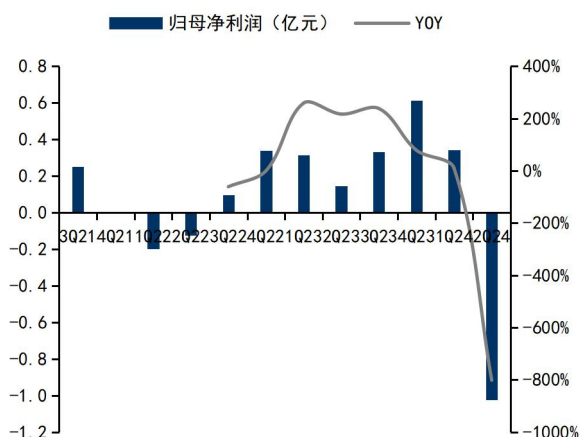
图8: 公司单季度营收及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

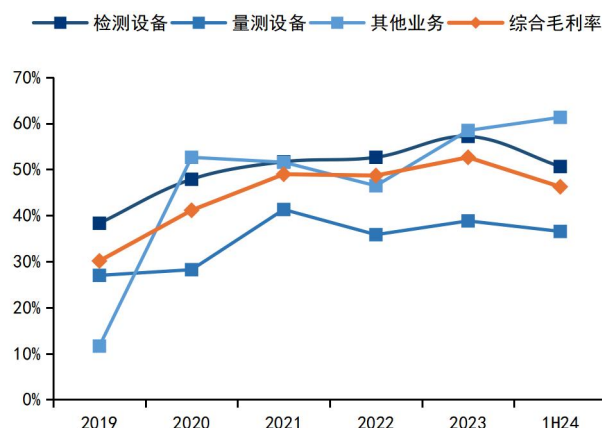
**2024 股份支付费用与研发费用影响净利润，毛利率受产品结构影响短期波动。**公司 23 年归母净利润转正，进入 2024，由于研发费用、股份支付费用影响，1H24 公司扣非归母净利润-1.15 亿元。19-23 年毛利率整体趋势向上，检测设备毛利率由 19 年 38.3% 增至 23 年 57.17%，量测设备毛利率由 19 年 26.99% 增至 23 年 38.83%；进入 2024 综合毛利率 37.87% (YoY-10.19pct, QoQ-16.47pct)，受产品结构短期变化，先进封装设备占比提升影响短期毛利率。

图9: 公司单季度归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司毛利率结构 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

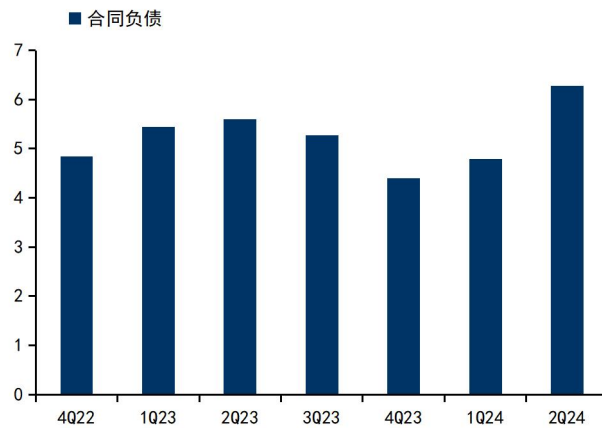
**量测设备市场持续增长, 公司合同负债 2Q24 增至 6.28 亿元。**根据 VLSI 统计, 2023 年全球半导体检测和量测设备市场规模达 128.3 亿美元, 占全球半导体设备市场约 13% 其中中国大陆半导体检测与量测设备市场规模达到 43.60 亿美元, 2019 年至 2023 年的年均复合增长率为 26.61%。随制程越来越先进、工艺环节不断增加, 对工艺控制提出了更高的要求, 检测设备与量测设备的技术要求及需求量持续提升。受益于国产化替代, 公司在手订单稳定增长, 应用在前沿工艺的在手订单占据较高比例, 预计未来产品结构有望持续优化提升。

图11: 19-23 年中国大陆半导体量检测设备市场规模及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司单季度合同负债变化情况 (亿元)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

目前公司产品矩阵主要包括检测设备和量测设备，参考公司在手订单增长情况，业务收入预期如下：

**检测设备：**公司检测设备的主要用于检测晶圆表面或电路结构中是否出现异质情况，如颗粒污染、表面划伤、开短路等对芯片工艺性能具有不良影响的特征性结构缺陷，包括无图形晶圆缺陷检测设备、图形晶圆缺陷检测设备、明场纳米图形晶圆缺陷检测设备、暗场纳米图形晶圆缺陷检测设备等系列产品，广泛应用于存储、逻辑、功率半导体、MEMS 和先进封装等领域，覆盖行业知名客户。随着国内半导体扩产，预计 24-26 年检测设备收入约 9.21/12.27/15.80 亿元；考虑产品迭代后单台价值量提升，先进制程占比提升，24-26 毛利率有望呈现稳定增长 52.62%/53.42%/54.22%。

**量测设备：**公司量测设备主要用于对被观测的晶圆电路上的结构尺寸和材料特性做出量化描述，如薄膜厚度、关键尺寸、刻蚀深度、表面形貌、套刻精度等物理性参数的量测。包括三维形貌量测设备、介质膜厚量测设备、金属膜厚量测设备、套刻精度量测设备、光学关键尺寸量测设备、3D 曲面玻璃量测设备等系列产品，广泛应用于存储、逻辑、功率半导体、MEMS 和先进封装等领域，覆盖行业头部客户。随着国内半导体扩产，预计 24-26 年量测设备收入约 9.21/12.27/15.80 亿元，对应毛利率 37.53%/38.03%/38.53%。

**服务及其他业务：**公司存在少量备品备件销售、设备维护等技术服务的相关业务；随着业务拓展预计该业务同步增加，对应 24-26 年营收 0.17/0.21/0.25 亿元。

表3: 公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	5.09	8.91	13.58	18.96	25.41
YoY	41%	75%	52%	40%	34%
<b>检测设备</b>	3.85	6.54	9.21	12.27	15.80
YoY	45%	70%	41%	33%	29%
占比	76%	73%	68%	65%	62%
毛利率	52.62%	57.17%	52.62%	53.42%	54.22%
<b>量测设备</b>	1.18	2.22	4.20	6.48	9.36
YoY	25%	89%	89%	54%	45%
占比	23%	25%	31%	34%	37%
毛利率	35.82%	38.81%	37.53%	38.03%	38.53%
其他业务	0.07	0.15	0.17	0.21	0.25
YoY	423%	109%	17%	20%	20%
毛利率(%)	48.66%	52.62%	48.07%	48.25%	48.51%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收分别为 13.58/18.96/25.41 亿元，同比 +52%/40%/34%，毛利率为 48.07%/48.25%/48.51%。

## 未来 3 年业绩预测

**研发费率：**随着半导体扩产和公司产品放量收入增长，我们认为研发费率将逐步下降，假设 2024-2026 年研发费率分别为 31.63%/22.14%/19.93%。

**管理费率：**随着规模逐步扩大，人员规模增长将逐步放缓，我们认为管理费率将逐步下降，假设 2024-2026 年管理费率分别为 7.39%/ 5.91%/5.32%。

**销售费率：**随着半导体扩产和公司销售网络逐步完善后，我们认为销售费率将逐步下降，假设 2024-2026 年销售费率分别为 11.95%/10.76%/9.68%。

表4: 公司未来 3 年盈利预测表（单位：亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	509	891	1358	1896	2541
营业成本	261	422	705	981	1308
销售费用	54	101	162	204	246
管理费用	60	89	104	115	138
研发费用	206	228	430	420	506
财务费用	(0)	(8)	(74)	(17)	4
营业利润	13	134	104	273	413
利润总额	12	141	106	276	417
归属于母公司净利润	12	140	106	274	415
EPS（元）	0.05	0.44	0.33	0.86	1.30
ROE（%）	2.1%	5.8%	4.2%	9.9%	13.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，我们预计 2024-2026 年公司营业收入 13.58/18.96/25.41 亿元，对应增速 +52.4%/+39.6%/+34.0%。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.06/2.74/4.15 亿元，对应增速 -24.8%/+159.7%/+51.4%。

## 盈利预测情景分析

我们对盈利预测进行情景分析，以前述假设为**中性情形**，则预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.06/2.74/4.15 亿元。

**悲观情形：**若行业涨价低于预期及公司产品价格下跌，假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形下降 5%，营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形上升 5%，则预计公司 24-26 年归母净利润为 0.36/1.81/2.87 亿元。

**乐观情形：**若行业涨价超预期或公司业务拓展超预期，假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形上升 5%，营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形下降 5%，则预计公司 24-26 年归母净利润为 1.77/3.73/5.53 亿元。



表5: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	509	891	1,381	1,956	2,654
(+/-%)	41.2%	74.9%	55.1%	41.6%	35.7%
净利润(百万元)	12	140	177	373	553
(+/-%)	-78.0%	1095.1%	26.5%	110.1%	48.2%
摊薄 EPS	0.05	0.44	0.55	1.17	1.73
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	509	891	1,358	1,896	2,541
(+/-%)	41.2%	74.9%	52.4%	39.6%	34.0%
净利润(百万元)	12	140	106	274	415
(+/-%)	-78.0%	1095.1%	-24.8%	159.7%	51.4%
摊薄 EPS	0.05	0.44	0.33	0.86	1.30
<b>悲观预测</b>					
营业收入(百万元)	509	891	1,335	1,837	2,430
(+/-%)	41.2%	74.9%	49.8%	37.6%	32.3%
净利润(百万元)	12	140	36	181	287
(+/-%)	-78.0%	1095.1%	-74.3%	401.4%	58.7%
摊薄 EPS	0.05	0.44	0.11	0.57	0.90
总股本(百万股)	430	430	430	430	430

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年收入增长52.4%/39.6%/34.0%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利分别为48.1%/48.3%/48.5%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受下游晶圆厂验收节奏影响较大，我们预计下游晶圆厂扩产保持稳定，若下游晶圆厂扩产不及预期，延缓公司新设备导入和在手订单验收节奏，存在未来3年业绩预期高估的风险。

### 经营风险

**产品研发及市场推广风险：**公司新产品研发投入短期内对公司的经营业绩造成一定的影响。半导体设备行业受下游市场需求波动的影响较大，如果未来宏观经济发生剧烈波动，下游客户设备需求存在下降或放缓的情况。

**下游需求不及预期的风险。**半导体设备行业受下游市场需求波动的影响较大，如果未来宏观经济发生剧烈波动，下游客户设备需求存在下降或放缓的情况，从而对生产经营产生不利影响。

**核心零部件采购受限的风险。**随着未来公司经营规模快速增长，若部分核心零部件供应商生产能力无法满足公司采购需求，有可能导致公司生产进度、交付周期等受到影响；此外贸易摩擦等因素有可能导致部分核心零部件供应商减少或者停止对公司零部件的供应，进而对生产经营产生不利影响。

### 财务风险

**政府补助与税收优惠政策变动的风险：**公司承担了多项国家级、省级和市级科研项目，并获得一定规模的政府补助。如果相关政府部门对公司所处行业的政策支持力度减弱或其他产业政策发生不利变化，公司取得的政府补助金额可能有所降低，进而对公司的经营业绩造成一定的影响。此外公司可享受高新技术企业所得税的优惠税率，如果国家或地方政府的税收优惠政策发生不可预测的调整，或者公司不能持续获得高新技术企业资质认定，公司的盈利水平将面临降低的风险。

**存货跌价的风险：**随着公司业务规模的扩大，存货规模可能持续上升，如果公司未来下游客户需求、市场竞争格局发生变化，或者公司不能有效拓宽销售渠道，可能导致存货无法顺利实现销售，从而使得公司存在增加计提存货跌价准备的风险。

**毛利率水平波动的风险：**公司客户包含集成电路前道制程、先进封装等企业，客户产品性能要求和采购预算等有所不同，毛利率存在一定差异。未来若公司不能保持技术优势并把握下游市场需求持续提升产品性能，或者行业竞争加剧导致主要产品价格下降，亦或公司成本控制能力下降，可能导致公司毛利率水平出现波动，给公司的经营带来一定风险。

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	240	587	470	470	470	营业收入	509	891	1358	1896	2541
应收款项	151	170	260	362	486	营业成本	261	422	705	975	1292
存货净额	861	1112	1746	2289	2880	营业税金及附加	1	4	5	7	8
其他流动资产	157	866	959	1067	1196	销售费用	54	101	162	204	246
<b>流动资产合计</b>	<b>1410</b>	<b>2735</b>	<b>3435</b>	<b>4188</b>	<b>5032</b>	管理费用	60	89	104	115	138
固定资产	109	166	252	317	328	研发费用	206	228	430	420	506
无形资产及其他	35	80	77	74	71	财务费用	(0)	(8)	(74)	(17)	3
其他长期资产	98	446	446	446	446	投资收益	1	7	3	4	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(14)	(16)	(0)	1	0
<b>资产总计</b>	<b>1652</b>	<b>3428</b>	<b>4210</b>	<b>5025</b>	<b>5876</b>	其他	98	88	75	84	78
短期借款及交易性金融负债	184	67	247	324	218	营业利润	13	134	104	279	430
应付款项	164	206	340	469	622	营业外净收支	(1)	7	2	3	4
其他流动负债	625	580	917	1221	1581	<b>利润总额</b>	<b>12</b>	<b>141</b>	<b>106</b>	<b>282</b>	<b>434</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>973</b>	<b>853</b>	<b>1504</b>	<b>2014</b>	<b>2420</b>	所得税费用	0	0	1	2	2
长期借款及应付债券	0	43	43	43	43	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	110	121	149	181	205	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12</b>	<b>140</b>	<b>106</b>	<b>280</b>	<b>432</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>110</b>	<b>164</b>	<b>192</b>	<b>224</b>	<b>248</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1083</b>	<b>1017</b>	<b>1696</b>	<b>2238</b>	<b>2668</b>	净利润	12	140	106	280	432
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	14	20	0	0	0
股东权益	569	2411	2514	2787	3208	折旧摊销	6	14	26	36	47
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1652</b>	<b>3428</b>	<b>4210</b>	<b>5025</b>	<b>5876</b>	公允价值变动损失	0	(3)	(0)	(1)	(1)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	2	2	(74)	(17)	3
每股收益	0.05	0.44	0.33	0.88	1.35	营运资本变动	50	(611)	(317)	(288)	(307)
每股红利	0.02	0.01	0.01	0.02	0.03	其它	(17)	386	74	16	(3)
每股净资产	2.37	7.53	7.86	8.71	10.03	<b>经营活动现金流</b>	<b>67</b>	<b>(52)</b>	<b>(186)</b>	<b>28</b>	<b>171</b>
ROIC	-10%	5%	1%	8%	13%	资本开支	(117)	(148)	(109)	(98)	(54)
ROE	2%	6%	4%	10%	13%	其它投资现金流	41	(1247)	0	0	0
毛利率	49%	53%	48%	49%	49%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(76)</b>	<b>(1395)</b>	<b>(109)</b>	<b>(98)</b>	<b>(54)</b>
EBIT Margin	-14%	5%	-4%	9%	14%	权益性融资	0	1725	0	0	0
EBITDA Margin	-13%	7%	-2%	11%	16%	负债净变化	0	43	0	0	0
收入增长	41%	75%	52%	40%	34%	支付股利、利息	(6)	(3)	(3)	(7)	(11)
净利润增长率	-78%	1095%	-25%	165%	54%	其它融资现金流	45	(168)	179	77	(106)
资产负债率	66%	30%	40%	45%	45%	<b>融资活动现金流</b>	<b>39</b>	<b>1597</b>	<b>177</b>	<b>70</b>	<b>(116)</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	<b>现金净变动</b>	<b>29</b>	<b>150</b>	<b>(117)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	999.4	111.5	148.3	55.9	36.2	货币资金的期初余额	181	210	361	243	243
P/B	20.6	6.5	6.2	5.6	4.9	货币资金的期末余额	210	361	243	243	243
EV/EBITDA	(192.7)	271.7	(784.8)	84.8	46.3	企业自由现金流	(133)	(698)	(447)	(176)	33
						权益自由现金流	(88)	(822)	(264)	(102)	(75)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032