

评级变动报告

中微公司 688012.SH



鉴于AI驱动下全球半导体资本开支预期显著提升、国内晶圆厂扩产规模超预期，以及公司设备平台化布局持续深化，我们全面上调了中微公司未来三年及远期收入预测，但同步下调短期盈利预测，导致公司短期业绩与长期估值呈现分化特征。核心原因如下：

晶圆厂扩产超预期：AI算力需求推动先进逻辑、HBM及高端存储持续扩产，我们将全球及国内远期晶圆产能预测较此前上调35%，带动刻蚀及薄膜沉积设备市场空间同步扩大。

研发投入强度提升：薄膜沉积设备、先进制程刻蚀设备及新业务拓展仍处于持续投入阶段，新产品验证周期较长、研发资源消耗较大，未来五年研发费用率预计维持高位，短期利润释放节奏后移。

平台化成长逻辑强化：公司正逐步由刻蚀设备龙头向综合设备平台演进。除刻蚀业务持续扩大市场份额外，薄膜沉积设备进入放量阶段，同时通过收购杭州众硅切入CMP设备领域，长期成长空间明显抬升。

公司作为国内刻蚀设备龙头企业的核心竞争优势未发生变化，未来成长驱动力将由“刻蚀国产替代”逐步转向“平台化扩张+新增设备品类突破”。经综合评估，我们对公司DDM估值上调59.69%，目前公司长期估值处于偏高估状态。

公司基本信息



中微公司成立于2004年，是国内领先的半导体设备企业。其核心业务为刻蚀设备，技术达国际先进，已进入台积电5nm产线。公司坚持三维发展战略，研发投入大，产品不断拓展至薄膜沉积、量检测等领域，有望受益于国产替代趋势，成长空间广阔。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	★★★★★	DDM估值：价值	2016亿(较上期+59.69%)
当前股价	303.12元	盈利趋势	★★★★☆	状态	偏高估(上行空间-29%)
总市值	2840.15亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	104.08	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	1972亿(较上期+63.97%)
PB-MRQ	11.60			状态	偏高估(上行空间-31%)

公司盈利预测

中微公司	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	62.6	90.7	123.8	166.4	235.0	309.9	382.9	521.4
归母净利润(亿)	17.9	16.2	21.1	31.9	39.9	56.6	73.9	97.9
归母净利润增速(%)	52.7	-9.5	30.5	51.4	25.0	41.8	30.6	32.5
经营性净利润(亿)	12.7	13.5	14.7	28.0	39.3	55.9	73.2	97.2
经营性净利润增速(%)	33.3	6.4	8.7	90.9	40.1	42.4	30.9	32.7
经营性归母净利润(亿)	12.7	13.5	15.0	28.1	39.3	56.0	73.3	97.3
经营性归母净利润增速(%)	33.2	6.4	11.1	86.9	40.1	42.4	30.9	32.8

资料来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

估值评级

DDM估值上升+59.69%：上期 1262.15亿，本期 2015.59亿。动态估值上升+63.97%：上期 1202.77亿，本期 1972.19亿。

DDM估值较上期上升59.69%（由1262.15亿元上升至2015.59亿元），动态估值较上期上升63.97%（由1202.77亿元上升至1972.19亿元），主要是我们对公司近期和远期收入进行了上修。

1. 我们对公司营业收入预测显著上调，核心驱动为国内晶圆厂扩产超预期、设备平台化能力提升及并购协同效应释放。

1) 行业扩产节奏：经过评估，我们上调了每年的设备订单需求，主要是因为两存扩产幅度超出我们此前的预期，到30年平均每年较我们此前的预期多了约10万片的扩产需求。

2) 设备平台化能力持续增强：公司成长逻辑从“单设备国产替代”转向“平台化扩张”，设备覆盖率持续提升，单客户价值量稳步提高，复制海外设备龙头成长路径，长期收入中枢上修。

3) 杭州众硅带来CMP新增成长曲线：杭州众硅补足公司在CMP设备领域的的能力短板，形成平台协同效应，提升整体解决方案竞争力，新增长期收入贡献。

2. 我们对公司近五年归母净利规模的预测下调10-20%，主要是我们对未来5年五年研发费用率预测上调0.5%-1.5%。

未来5年五年研发费用率：经过评估，我们对未来五年研发费用率预测上调0.5%-1.5%，主要是因为一方面，新产品从研发至产业化通常需要经历客户端验证、小批量导入及工艺优化过程，验证周期长且研发资源消耗较大；另一方面，离子注入、先进封装等新业务领域技术复杂度较高，研发团队规模仍在持续扩张。因此，我们预计研发投入占收入比重将在未来数年维持高位。短期来看，这将压制利润释放节奏；但长期看有利于增强技术壁垒。

3. 我们对公司远期收入预测进行上调，主要是对晶圆厂资本开支、设备平台化能力以及并购协同效应三项长期假设进行调整。

1) 远期晶圆厂资本开支：经过评估，我们将远期国内晶圆厂扩产规模上调。主要原因在于：1) AI时代对算力需求增长并非周期性，而是具备长期基础设施属性。2) 先进逻辑、HBM、高性能存储等新需求出现后，总量空间有望扩大。因此长期设备市场规模预测提升。因此全球晶圆产能情况预测较之前上调2040年约上调20%。

2) 远期设备平台化能力：经过评估，我们提升公司长期设备覆盖率预测。此前公司成长逻辑更多依赖单设备国产替代；而未来平台战略下，公司可能逐步复制海外设备龙头平台化成长路径。设备覆盖率提升意味着单客户价值量持续提高，因此长期收入中枢上修。

3) 杭州众硅带来CMP新增成长曲线：经过评估，我们新增杭州众硅协同贡献。考虑CMP业务的加入使公司设备覆盖范围进一步扩大，并形成新的长期成长曲线，因此长期收入空间显著上修。我们在远期预测中给予CMP设备约10%的市场份额假设。对应：远期收入贡献约80亿元，毛利率约40%。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务包括:刻蚀设备、薄膜沉积设备、其他设备和其他,我们分业务进行盈利预测并估值,各业务的预测核心假设及逻辑如下:

刻蚀设备:

收入假设:

1) 市场规模:受益于下游晶圆厂持续扩产带来的设备新增需求和远期原有产线的更新换代需求,到显性期期末,国内刻蚀设备市场规模达到666亿美元(目前规模为90亿美元)

2) 市占率:公司增长主要来自国内晶圆厂扩产需求叠加国产替代驱动的市占率提升,我们认为到2040年国产替代基本完成(整体不包含光刻机的半导体设备市场国产化率将达到80%),刻蚀设备作为技术门槛较高的半导体设备细分品类,国产化率将达到80%(目前刻蚀设备国产化率约30%),公司市占率达到35%(目前公司刻蚀设备市占率约16%)。

盈利能力假设:

考虑到行业壁垒、公司自身市场地位和技术优势,我们认为中微公司刻蚀设备业务在五年内能够维持较高的毛利率水平,远期小幅下滑后稳定在40%以上。

薄膜沉积设备:

收入假设:

1) 市场规模:受益于下游晶圆厂持续扩产带来的设备新增需求和远期原有产线的更新换代需求,到显性期期末,国内薄膜沉积设备市场规模达到675亿美元(目前规模为95亿美元)。

2) 市占率:公司增长主要来自国内晶圆厂扩产需求叠加国产替代驱动的市占率提升,我们认为到2040年国产替代基本完成(整体不包含光刻机的半导体设备市场国产化率将达到80%),薄膜沉积设备整体国产化率将达到80%(目前薄膜沉积设备国产化率约30%),公司市占率达到6%。

盈利能力假设:

考虑到行业壁垒和技术优势,我们认为中微公司薄膜沉积设备业务在五年内能够维持较高的毛利率水平,远期小幅下滑后稳定在40%以上。

其他设备:

收入假设:

根据我们对未来下游市场需求的测算,MOCVD设备市场未来增速为7%,保持低增长,公司目前的产能交付问题随着临港投产会有改善,但是这块市场还是比较小,增速也低,而且基本上都有定制化需求,总体来说相对半导体设备,MOCVD并不是公司业务重心。因此简单判断公司未来营收跟随市场增长。此外,经过评估,我们新增杭州众硅协同贡献。考虑CMP业务的加入使公司设备覆盖范围进一步扩大,并形成新的长期成长曲线,因此长期收入空间显著上修。我们在远期预测中给予CMP设备约10%的市场份额假设,对应远期收入贡献约80亿元。

盈利能力假设：

考虑到市场整体相对成熟，我们认为中微公司MOCVD、CMP设备毛利率较为稳定，预计未来远期保持在38%的水平。

其他：

收入假设：

由于这部分收入来自于设备销售后的运维服务和部分非核心设备，假设这部分收入随公司主营业务增长而增长，给予10%的增速假设。

盈利能力假设：

按照历史均值，假设未来其他收入毛利率为50%，后续小幅下降后稳定在45%。

公司整体业绩预测

中微公司	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	62.6	90.7	123.8	166.4	235.0	309.9	382.9	521.4
归母净利润(亿)	17.9	16.2	21.1	31.9	39.9	56.6	73.9	97.9
归母净利润增速(%)	52.7	-9.5	30.5	51.4	25.0	41.8	30.6	32.5
经营性净利润(亿)	12.7	13.5	14.7	28.0	39.3	55.9	73.2	97.2
经营性净利润增速(%)	33.3	6.4	8.7	90.9	40.1	42.4	30.9	32.7
经营性归母净利润(亿)	12.7	13.5	15.0	28.1	39.3	56.0	73.3	97.3
经营性归母净利润增速(%)	33.2	6.4	11.1	86.9	40.1	42.4	30.9	32.8

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

刻蚀设备	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	47.0	72.8	96.3	132.0	185.2	243.3	292.3	395.7
收入增速(%)	49.1	54.8	32.3	37.2	40.3	31.4	20.1	35.4
经营性净利润(亿)	7.6	12.0	10.9	20.1	28.1	41.3	54.7	72.9
经营性净利率(%)	16.1	16.5	11.3	15.3	15.2	17.0	18.7	18.4
经营性净利润增速(%)	18.8	59.2	-9.4	84.8	39.3	47.1	32.4	33.3
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	11.0	12.5	16.9	18.6	20.4	22.5	24.7	26.0
收入增速(%)	24.3	13.6	34.9	10.0	10.0	10.0	10.0	5.0
经营性净利润(亿)	4.8	4.2	5.4	5.6	6.0	6.4	6.7	6.9
经营性净利率(%)	43.3	33.4	32.2	30.1	29.5	28.3	27.2	26.5
经营性净利润增速(%)	89.3	-12.5	30.2	2.6	7.8	5.7	5.7	2.1
薄膜沉积设备	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	1.6	6.5	10.3	18.6	26.0	41.6	66.5
收入增速(%)	0.0	0.0	315.9	58.2	81.3	39.6	60.0	60.0
经营性净利润(亿)	0.0	-3.0	-2.2	1.6	3.8	5.6	8.1	12.2
经营性净利率(%)	0.0	-192.8	-34.6	15.3	20.5	21.4	19.6	18.4
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	25.3	170.0	142.2	45.8	46.5	50.3
其他设备	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	4.6	3.8	4.2	5.5	10.8	18.1	24.4	33.2
收入增速(%)	-34.3	-17.6	10.0	31.0	97.3	68.1	34.5	36.4
经营性净利润(亿)	0.3	0.3	0.6	0.7	1.4	2.7	3.7	5.2
经营性净利率(%)	7.6	7.6	14.0	13.2	12.8	15.0	15.0	15.7
经营性净利润增速(%)	-44.7	-17.3	101.7	23.4	91.6	97.3	34.6	42.1

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
刻蚀设备	5.4%	中等-	较好	强	8.5%	15.23	193.2
薄膜沉积设备	20.6%	超高+	较好	强	8.5%	23.69	11.9
其他设备	18.1%	高	一般	一般	8.3%	16.2	5.1
其他	5.0%	中等-	一般	一般	7.5%	13.25	6.9
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
刻蚀设备(亿)	60.3	1532.1	1592.4	63.0	-	-	1655.4
薄膜沉积设备(亿)	-9.3	203.1	193.8	4.3	-	-	198.1
其他设备(亿)	-5.7	59.9	54.2	2.7	40.0	-	17.0
其他(亿)	22.6	68.1	90.6	11.1	-	-	101.7
公司整体测算(亿)	67.9	1863.2	1931.1	81.1	40.0	-	1972.2

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
刻蚀设备(亿)	484.4	1104.5	1588.9	63.0	-	-	1651.9
薄膜沉积设备(亿)	54.4	139.0	193.4	4.3	-	-	197.7
其他设备(亿)	20.1	60.6	80.8	2.7	40.0	-	43.5
其他(亿)	57.1	54.3	111.5	11.1	-	-	122.5
公司整体测算(亿)	616.1	1358.4	1974.5	81.1	40.0	-	2015.6

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，主要因为作为成长行业未来行业终局不确定性较高，上述估值假设来自中性假设。不及预期的可能主要来自若未来国内半导体设备研发遭遇瓶颈，国产线良率难以提升将抑制下游扩产需求。超预期的可能主要来自若研发进展非常顺利，国产设备与海外龙头设备匹敌甚至更好，加上定价优势且国际贸易局势平稳，那么公司海外营收规模将超预期增长。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断, 不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期, 本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时, 本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改, 客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用, 均不构成对任何人的投资建议, 本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险, 投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有, 未经事先书面授权, 任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“壹评级”, 且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。