

2023 年 1 月 30 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

离子注入设备国产领军者，“1+N”平台化发展打开成长空间

买入（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	880	1,276	1,923	2,476
同比（%）	-6%	45%	51%	29%
归母净利润（百万元）	377	448	563	680
同比（%）	19%	19%	26%	21%
每股收益（元/股）	0.39	0.47	0.59	0.71
P/E（倍）	49.03	41.17	32.81	27.15

投资要点

■ **半导体设备业务快速放量，公司业绩拐点有望出现：**公司传统主业为房地产相关业务，2015 年引入浦科投资为第一大股东，通过内生外延快速推进公司向半导体设备的战略转型。1) 2018 年收购凯世通，依托离子注入机正式切入半导体设备赛道；2) 2020 年牵头收购 Compart Systems，纵向拓展半导体设备零部件；3) 2021 年携手宁波芯恩成立嘉芯半导体，布局薄膜沉积、刻蚀等环节，构建“1+N”半导体设备平台。公司半导体装备业务加速扩张，2022H1 收入占比已超过 50%。截至 2022 年中报披露，凯世通及嘉芯半导体订单合计近 11 亿元。随着半导体设备在手订单加速交付，我们判断公司业绩有望重回快速增长通道。

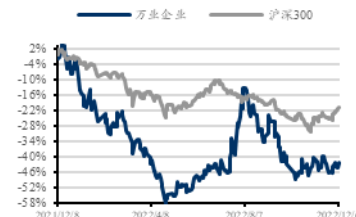
■ **离子注入机：国产化率较低，看好国产替代加速：**在自主可控驱动下，集微咨询预计中国大陆未来 5 年将新增 25 座 12 英寸晶圆厂，总规划月产能将超过 160 万片，对半导体设备的需求将维持高位。离子注入技术壁垒仅次于光刻、刻蚀、薄膜沉积，我们中性预估仅 2022-2026 年中国大陆新增 12 英寸晶圆产能扩产，对离子注入设备的需求将达到 520 亿元。离子注入机为前道国产化率最低的环节之一，2022 年 1-10 月份华虹无锡和积塔半导体招标国产化率仅为 3%，国产替代空间较大。在本土供应商中，凯世通聚焦价值量占比较高的低能大束流和高能离子注入设备，中信科在中能领域也具备一定竞争力。展望未来，基于离子注入设备较强的通用性，我们看好国产设备商由 1 至 N 快速放量。

■ **离子注入设备快速放量，“1+N”平台化发展打开成长空间：**公司在稳固离子注入设备国产龙头地位的同时，横向拓展薄膜沉积、刻蚀等市场规模更大的设备环节，实现“1+N”平台化发展，纵向基于 Compart Systems 布局半导体设备零部件领域，不断打开成长空间。1) 离子注入机：2022H1 凯世通累计新增集成电路设备订单超过 7.5 亿元，在手订单饱满，业绩有望迎来高速增长。展望未来，看好凯世通在实现从 0 到 1 突破的基础上，由 1 至 N 快速放量。2) 横向：2021 年公司与宁波芯恩共同设立嘉芯半导体，覆盖薄膜沉积、刻蚀、清洗、热处理等设备，累计新增订单超过 3.4 亿元（截至 2022 年中报披露），平台化发展快速推进。3) 纵向：2020 年 12 月公司牵头收购全球半导体设备零部件龙头 Compart Systems，进一步加强在半导体设备领域的产业协同效应，夯实核心竞争力。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 4.48、5.63 和 6.80 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 41、33 和 27 倍。作为离子注入机国产龙头，公司横向拓展实现“1+N”平台化扩张，纵向延展零部件业务，成长性较为突出，首次覆盖，给予“增持”评级

■ **风险提示：**晶圆厂资本开支下滑、客户验证不及预期、转型风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.27
一年最低/最高价	13.80/35.59
市净率(倍)	2.36
流通 A 股市值(百万元)	18,459.32

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.16
资产负债率(% ,LF)	18.89
总股本(百万股)	957.93
流通 A 股(百万股)	957.93

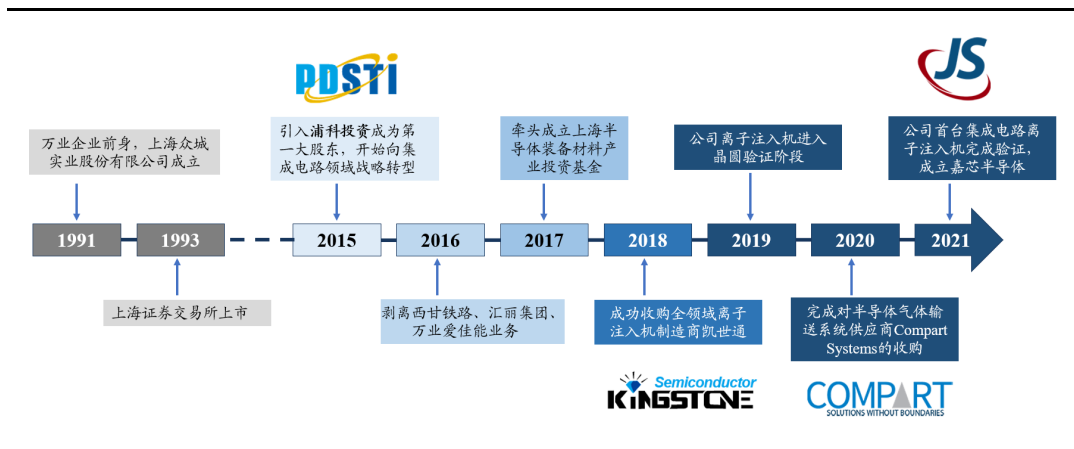
相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢周尔双、黄瑞连的指导。

1. 半导体设备业务快速放量，公司业绩拐点有望出现

切入离子注入机赛道，打造“1+N”半导体设备平台公司。万业企业成立于 1991 年，1993 年成功上市，传统主业为房地产相关业务。2015 年公司引入浦科投资成为第一大股东，2017 年牵头成立上海半导体装备材料产业投资基金，战略重心不断向半导体产业转移。在此基础上，通过内生外延，公司在半导体设备领域的发展版图持续扩张。公司半导体行业布局可划分为装备和零部件两个板块，分别依托子公司凯世通、嘉芯半导体和镭芯电子开展。

图1：通过外延并购+产业整合，公司战略重心逐步转移至半导体设备领域



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

房地产业务快速收缩，2022H1 专用设备制造收入占比超过 50%。2021 年以来公司专用设备制造收入占比快速提升，2022H1 达到 53%。细分来看，凯世通处于快速放量阶段，2022H1 实现收入 7897 万元，同比+126%；嘉芯半导体实现从 0 到 1 突破，2022H1 收入 887 万元，在专用设备业务中收入占比达到 10%。半导体设备在手订单饱满，短期业绩拐点有望出现截至 2022 年中报披露，凯世通及嘉芯半导体合计获得设备采购订单近 11 亿元，公司向半导体设备的战略转型正在快速推进。随着半导体设备订单加速交付，我们判断公司收入端有望重回增长通道。

2. 离子注入设备：国产化率较低，看好国产替代加速

大陆晶圆厂逆周期扩产，半导体设备需求维持高位。中国大陆市场晶圆产能缺口依旧较大，2021 年底晶圆全球产能占比仅为 16%（包含台积电、海力士、三星等外资企业在本土的晶圆产能），远低于半导体销售额全球占比（2021 年约 35%）。在自主可控驱动下，本土晶圆厂具备较强逆周期扩产诉求。离子注入为前道四大核心设备之一，技术壁垒较高。离子注入机国产化率较低，是国产化率提升弹性较大赛道。

3. 离子注入设备快速放量，“1+N”平台化发展打开成长空间

离子注入设备：凯世通市场竞争力显著，有望进入大规模放量期。凯世通离子注入机产业化快速推进，在半导体领域已经实现由 0 至 1 突破。2021 年 5 月凯世通自低能大束流离子注入机通过客户验收，为国产设备首例。此外，2021Q4 凯世通低能大束流重金属、超低温离子注入机也相继通过客户验收。2022Q1 公司获得重要客户批量订单，并在 2022 年 4 月交付了批量订单中的首批大束流离子注入机。横向：携手芯恩成立嘉芯半导体，布局多品类前道设备实现平台化扩张。纵向：收购 Compart 布局上游零部件，进一步夯实核心竞争力。

4. 盈利预测与投资评级

核心假设：

1) 房地产销售：公司房地产业务战略性收紧，加快现有项目销售和资金回笼，2022 年上半年公司主要在建工程仅有宝山 B2 项目，假设 2022-2024 年收入同比增速分别为 25%、-20%和-15%，2022-2024 年毛利率分别为 55.0%、52.5%和 50.0%。

2) 专用设备制造：2022 年上半年凯世通多款离子注入机设备产品获得了客户的重复采购和批量订单，叠加嘉芯半导体的薄膜沉积、刻蚀设备等陆续中标主流晶圆厂客户大订单，公司“1+N”半导体设备平台快速推进，假设 2022-2024 年收入同比增速分别为 200%、220%和 55%，假设 2022-2024 年毛利率分别为 40.0%、40.5%和 41.0%。

盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 12.76、19.23 和 24.76 亿元，分别同比+45%、+51%和+29%；2022-2024 年归母净利润分别为 4.48、5.63 和 6.80 亿元，分别同比+19%、+26%和+21%。

5. 风险提示

晶圆厂资本开支下滑、客户验证不及预期、转型风险等。

万业企业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,622	6,463	7,548	8,405	营业总收入	880	1,276	1,923	2,476
货币资金及交易性金融资产	4,243	4,628	4,727	4,871	营业成本(含金融类)	385	650	1,076	1,424
经营性应收款项	200	201	297	358	税金及附加	63	77	96	99
存货	706	1,069	1,622	1,951	销售费用	19	26	37	45
合同资产	9	6	10	12	管理费用	140	179	250	297
其他流动资产	464	558	892	1,212	研发费用	46	65	97	124
非流动资产	3,545	3,594	3,643	3,691	财务费用	-56	-29	-34	-28
长期股权投资	651	651	651	651	加:其他收益	7	10	13	16
固定资产及使用权资产	62	71	78	85	投资净收益	175	255	288	297
在建工程	10	9	9	8	公允价值变动	28	0	0	0
无形资产	122	164	206	248	减值损失	-16	-1	-1	-1
商誉	214	214	214	214	资产处置收益	17	0	0	0
长期待摊费用	9	9	8	8	营业利润	495	573	702	828
其他非流动资产	2,476	2,476	2,476	2,476	营业外净收支	2	2	2	2
资产总计	9,167	10,057	11,191	12,096	利润总额	497	575	704	830
流动负债	1,091	1,612	2,252	2,537	减:所得税	120	127	141	149
短期借款及一年内到期的非流动负债	92	92	92	92	净利润	377	449	563	681
经营性应付款项	165	269	444	588	减:少数股东损益	0	0	1	1
合同负债	617	976	1,345	1,424	归属母公司净利润	377	448	563	680
其他流动负债	217	276	371	433	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.39	0.47	0.59	0.71
非流动负债	445	445	445	445	EBIT	231	280	367	487
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	263	294	381	502
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	56.22	49.05	44.03	42.48
租赁负债	8	8	8	8	归母净利率(%)	42.79	35.12	29.26	27.46
其他非流动负债	437	437	437	437	收入增长率(%)	-5.54	45.07	50.65	28.76
负债合计	1,536	2,058	2,698	2,982	归母净利润增长率(%)	19.42	19.07	25.51	20.81
归属母公司股东权益	7,615	7,984	8,476	9,096					
少数股东权益	16	16	17	17					
所有者权益合计	7,631	8,000	8,493	9,114					
负债和股东权益	9,167	10,057	11,191	12,096					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	359	273	-56	-30	每股净资产(元)	7.95	8.33	8.85	9.50
投资活动现金流	173	195	228	236	最新发行在外股份 (百万股)	958	958	958	958
筹资活动现金流	178	-83	-73	-63	ROIC(%)	2.43	2.76	3.52	4.49
现金净增加额	710	385	99	144	ROE-摊薄(%)	4.94	5.62	6.64	7.47
折旧和摊销	32	13	14	15	资产负债率(%)	16.76	20.46	24.11	24.66
资本开支	-34	-61	-61	-61	P/E (现价&最新股本摊薄)	49.03	41.17	32.81	27.15
营运资本变动	169	99	-107	-172	P/B (现价)	2.42	2.31	2.18	2.03

数据来源:Wind,东吴证券(香港),全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

