

芯源微 (688037.SH) / 电子

证券研究报告/公司点评

2024 年 9 月 9 日

评级：买入（维持）

市场价格：56.93 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

分析师：游凡

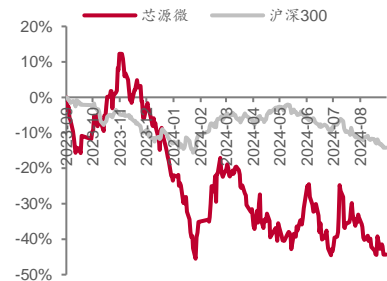
执业证书编号：S0740522120002

Email: youfan@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	201
流通股本(百万股)	201
市价(元)	56.93
市值(百万元)	11,435
流通市值(百万元)	11,435

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,385	1,717	2,082	2,970	3,745
增长率 yoy%	67%	24%	21.3%	42.6%	26.1%
净利润(百万元)	200	251	308	462	604
增长率 yoy%	159%	25%	23.0%	49.9%	30.7%
每股收益(元)	1.00	1.25	1.53	2.30	3.01
每股现金流量	0.96	-2.80	2.62	-0.01	1.13
净资产收益率	10%	11%	12%	15%	16%
P/E	57.1	45.6	37.1	24.7	18.9
P/B	5.4	4.8	4.3	3.7	3.1

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价按 9 月 6 日收盘价进行计算

投资要点

■ Q2 订单交付良好，营收&净利率环比高增

【24H1】营收 6.94 亿元，同比-0.29%；归母净利 0.76 亿元，同比-43.88%；扣非归母净利 0.36 亿元，同比-65.52%；毛利率 40.22%，同比-3.32pcts；净利率 10.95%，同比-8.59pcts。

营收同比持平主要系：1) 受存量订单结构、生产交付及验收周期等因素影响，公司 Q1 营收同降 15.27%；2) 公司 Q2 订单交付及验收情况良好，营业收入同比增长 10.31%。

归母净利润与扣非归母净利同比下滑，主要系：1) 公司围绕前道 Track、前道化学清洗、后道先进封装等领域持续加大研发投入，研发费用同增 0.4 亿元，研发费用率同增 5.8pcts；2) 公司员工人数增长以及股份支付费用为 0.35 亿元，同增 0.26 亿元，导致管理费用、销售费用分别同增 0.31 亿元、0.18 亿元，管理费用率、销售费用率分别增加 4.50pcts、2.62pcts。

【24Q2】单季营收 4.49 亿元，同比+10.31%、环比+84.02%；归母净利 0.60 亿元，同比-13.73%、环比+275.54%；扣非归母净利 0.27 亿元，同比-41.75%、环比+214.52%；毛利率 40.18%，同比-1.94pcts、环比-0.12pcts；净利率 13.36%，同比-3.84pcts，环比+6.81pcts。

净利率环比高增，主要系：1) 公司 Q2 营收环增 84.02%，期间费用率从 24Q1 的 45.90% 摊薄至 40.31%，环降 5.59pcts；2) 其他收益项增加 0.48 亿元；3) 1 和 2 带来的净利环增，部分由公允价值变动减少与所得税增加抵消（合计影响 0.17 亿元）。

■ 产品突破顺利，在手订单创历史新高

2024 年上半年，公司新签订单 12.19 亿元，同增约 30%。其中，前道涂胶显影新签订单同比保持良好增长，后道先进封装及小尺寸新签订单同比较大程度增长，应用于 Chiplet 领域的新产品临时键合、解键合等新签订单同比增长超过十倍，公司战略性新产品前道单片式高温硫酸化学清洗设备也获得国内重要客户订单。截至 2024 年 6 月底，公司在手订单超过 26 亿元，创历史新高，相较于 23 年底增加 18.18%。

■ 多款新品研发验证进展顺利，奠定后续成长动力

1) 新一代超高产能架构涂胶显影机 FTEX 研发取得良好进展：新架构为整机产能提升奠定基础，可匹配未来更先进的光刻机产能提升需求。目前项目进展顺利，公司将尽快推出到客户端开展验证工作。

2) 化学清洗设备完成多家 wafer demo 测试，SPM 获得验证性订单：公司化学清洗机在多项核心技术上取得突破，达到国际先进水平，机台已在司内完成多家主要客户的 wafer demo 测试，获得了下游客户认可；24H1 公司高温 SPM（硫酸和过氧化氢混合酸清洗）机台获得了国内领先逻辑客户的验证性订单。

3) 推出应用于 HBM 领域清洗机，开展客户端验证：公司在先进封装领域不断扩充产品矩阵，新推出可应用于 HBM 等领域的 Deflux Clean 清洗机，机台可实现高精度无残留清洗，同时应用高效能药液回收利用技术，可有效降低客户 COO（总拥有成本），目前，该设备正在开展客户端验证。

■ 临港厂区投产，全球布局+多领域延伸

公司目前拥有沈阳两个厂区+上海临港厂区，其中沈阳老厂区生产后道、小尺寸领域设备；沈阳新厂区生产前道 Track、物理清洗机。上海临港厂区生产基地已于 2024 年 3 月正式投产。项目达产后生产前道 ArF 涂胶显影机、浸没式涂胶显影机、单片化学清洗机等设备，此外，公司在日本、广州、沈阳设立三家子公司：日本子公司成立于 2022 年 8 月，主要开展境外核心供方资源开拓、高端人才引进以及新品开发等；广州子公司成立于 2023 年 9 月，开展光刻胶泵等核心零部件研发；沈阳子公司成立于 2024 年 1 月，未来主要开展 2.5D、3D 等高端封装新品研发及产业化。

■ 投资建议

考虑到公司持续高研发投入，为支持业务快速发展，销售费用等期间费用有所增加等因素，我们调整公司 2024-26 年归母净利的预测为 3.1/4.6/6.0 亿元（此前预测为 2024-26 年净利为 3.5/5.0/6.2 亿元），对应 PE 为 37/25/19X。考虑到设备国产化大趋势确定性强，公司作为国产涂胶显影设备龙头，有望在大型晶圆厂客户实现份额的显著提升，从而带来较大的订单弹性，同时多款新设备推出，有望在未来带来营收贡献，我们维持公司的“买入”评级。

■ 风险提示

下游景气不及预期，研发验证不及预期，新产品市场开拓不及预期。

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	743	625	891	1,124	营业收入	1,717	2,082	2,970	3,745
应收票据	9	45	67	62	营业成本	987	1,229	1,752	2,210
应收账款	562	548	787	981	税金及附加	14	18	24	30
预付账款	26	137	130	164	销售费用	142	167	223	262
存货	1,637	2,160	2,917	3,594	管理费用	182	208	267	300
合同资产	15	28	44	53	研发费用	198	229	288	337
其他流动资产	261	292	416	529	财务费用	7	28	43	73
流动资产合计	3,238	3,806	5,208	6,454	信用减值损失	-19	-8	-10	-9
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-7	-4	-5	-5
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-5	-1	-2	-2
固定资产	464	837	1,242	1,676	投资收益	9	8	7	8
在建工程	402	502	502	402	其他收益	111	113	114	113
无形资产	84	98	109	119	营业利润	279	314	479	640
其他非流动资产	114	65	80	94	营业外收入	4	17	16	21
非流动资产合计	1,063	1,502	1,933	2,291	营业外支出	1	1	0	0
资产合计	4,302	5,309	7,141	8,745	利润总额	282	330	495	661
短期借款	387	180	863	1,236	所得税	32	22	33	58
应付票据	266	462	613	736	净利润	250	308	462	603
应付账款	260	470	544	657	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	251	308	462	604
合同负债	375	765	1,065	1,280	NOPLAT	256	334	502	670
其他应付款	1	3	3	4	EPS (按最新股本摊薄)	1.25	1.53	2.30	3.01
一年内到期的非流动负债	7	2	2	3					
其他流动负债	81	111	148	158	主要财务比率				
流动负债合计	1,378	1,993	3,237	4,073	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	469	586	733	916	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	24.0%	21.3%	42.6%	26.1%
其他非流动负债	72	57	65	73	EBIT增长率	27.9%	23.8%	50.5%	36.4%
非流动负债合计	541	644	798	989	归母公司净利润增长率	25.2%	23.0%	49.9%	30.7%
负债合计	1,919	2,637	4,035	5,063	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,380	2,670	3,104	3,680	毛利率	42.5%	41.0%	41.0%	41.0%
少数股东权益	3	2	2	2	净利率	14.6%	14.8%	15.5%	16.1%
所有者权益合计	2,383	2,672	3,106	3,682	ROE	10.5%	11.5%	14.9%	16.4%
负债和股东权益	4,302	5,309	7,141	8,745	ROIC	8.9%	9.9%	11.1%	12.3%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	44.6%	49.7%	56.5%	57.9%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	39.2%	30.9%	53.5%	60.5%
经营活动现金流	-563	525	-1	228	流动比率	2.4	1.9	1.6	1.6
现金收益	298	380	580	784	速动比率	1.2	0.8	0.7	0.7
存货影响	-424	-523	-757	-677	营运能力				
经营性应收影响	-228	-128	-249	-218	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营性应付影响	33	408	224	237	应收账款周转天数	87	96	81	85
其他影响	-241	388	200	102	应付账款周转天数	84	107	104	98
投资活动现金流	-505	-479	-499	-458	存货周转天数	520	556	522	530
资本支出	-470	-532	-491	-451	每股指标(元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	1.25	1.53	2.30	3.01
其他长期资产变化	-35	53	-8	-7	每股经营现金流	-2.80	2.62	-0.01	1.13
融资活动现金流	699	-164	766	463	每股净资产	11.85	13.29	15.45	18.32
借款增加	728	-95	830	556	估值比率				
股利及利息支付	-50	-77	-111	-158	P/E	46	37	25	19
股东融资	25	0	0	0	P/B	5	4	4	3
其他影响	-4	8	47	65	EV/EBITDA	115	95	62	45

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。