

芯源微 (688037)

2024 年三季报点评：业绩阶段承压，看好多元业务持续突破加速放量

增持 (维持)

2024 年 10 月 22 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 李文意

执业证书：S0600524080005
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1385	1717	1909	2502	3409
同比 (%)	67.12	23.98	11.16	31.10	36.25
归母净利润 (百万元)	200.16	250.63	206.32	330.40	500.48
同比 (%)	158.77	25.21	(17.68)	60.14	51.48
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.00	1.25	1.03	1.64	2.49
P/E (现价&最新摊薄)	87.07	69.54	84.47	52.75	34.82

投资要点

- **业绩波动下滑，主要受费用前置影响：**2024 年前三季度公司实现营收 11.05 亿元，同比-8.44%，收入小幅下滑主要受订单结构、生产交付及验收周期等因素影响；归母净利润 1.08 亿元，同比-51.12%；扣非净利润为 0.40 亿元，同比-77.97%，利润下滑较多主要系研发投入大幅增长、员工规模扩张及股份支付费用增加。Q3 单季营收为 4.11 亿元，同比-19.55%，环比-8.54%；归母净利润为 0.31 亿元，同比-62.74%，环比-47.61%；扣非净利润 0.04 亿元，同比-94.53%，环比-84.27%，扣非净利润降幅进一步扩大主要系 Q3 政府补助同比大幅增长至 0.25 亿元。
- **产品验收结构调整，Q3 毛利率显著改善，净利率下滑受费用率提升影响：**2024Q1-3 公司毛利率为 42.46%，同比-0.01pct；销售净利率为 9.51%，同比-8.75pct。2024Q1-3 公司期间费用率为 43.96%，同比+17.55pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.16%/14.42%/17.37%/1.01%，同比+3.24/+5.49/+1.53/+7.29pct。2024Q1-3 公司围绕各项业务持续加大研发投入，研发投入为 1.92 亿元，同比+58%，多款新产品迭代及研发进展顺利。Q3 单季毛利率为 46.22%，同比+5.10pct，环比+6.04pct，我们认为毛利率提升较多主要系产品验收结构影响，毛利较高的后道设备收入占比或有较大提升；销售净利率为 7.38%，同比-9.17pct，环比-5.77pct。
- **多领域突破带动新签订单持续增长，在手订单充足：**截至 2024Q3 末公司存货为 18.76 亿元，同比+12%；合同负债为 4.70 亿元，同比+31%。2024H1 公司新签订单为 12.19 亿元，同比+31%，其中前道 Track、后道先进封装及化合物等小尺寸设备、临时键合&解键合多项业务新签订单同比均实现较快增长，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 2024Q2 末，公司在手订单超过 26 亿元，创历史新高。2024Q3 公司经营活动净现金流为 0.50 亿元，同比转正，原因是公司订单回款情况持续向好、付款信用政策优化、税费返还及政府补助增加。
- **前道涂胶显影国产替代中，清洗设备、后道先进封装设备进一步打开成长空间：**(1) 前道 Track：公司作为国内唯一可以提供量产型前道 Track 的厂商，目前已完成在前道晶圆制造≥28nm 工艺节点的全覆盖，Offline、I-line、KrF 及 ArF 浸没式机台等均已实现批量销售，≤14nm 先进制程工艺技术也在有序验证中。公司新一代超高产能架构 Track FTEX 研发取得良好进展，可匹配未来更先进的光刻机产能提升需求，将快速推出至客户端验证。(2) 前道清洗设备：2024Q1-3，公司前道物理清洗机获得国内高端逻辑客户大批量订单，进一步夯实龙头地位。此外，前道化学清洗机已获多家客户验证订单，其中高温 SPM 化学清洗机获得国内领先逻辑客户验证订单。(3) 后道先进封装设备：2024 年以来国内后道封测端呈弱复苏态势，下游市场景气度良好。公司后道先进封装用 Track、单片式湿法设备已连续多年作为主流机型批量应用于台积电、盛合晶微、长电科技、华天科技、通富微电等海内外一线大厂。2024Q1-3 公司临时键合机、解键合机验证顺利，已与国内多家 2.5D 和 HBM 客户达成深度合作。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到设备交付节奏，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 2.1 (原值 3.3) / 3.3 (原值 4.3) / 5.0 (原值 5.5) 亿元，当前市值对应动态 PE 为 84/53/35 倍，基于公司在前道 Track 和清洗领域的成长性，维持“增持”评级。
- **风险提示：**半导体行业投资下滑，新品研发&产业化不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	86.77
一年最低/最高价	56.18/168.88
市净率(倍)	6.90
流通 A 股市值(百万元)	17,428.59
总市值(百万元)	17,428.59

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.57
资产负债率(% ,LF)	49.59
总股本(百万股)	200.86
流通 A 股(百万股)	200.86

相关研究

- 《芯源微(688037)：2024 年半年报点评：业绩短期承压，看好多元业务持续突破加速放量》
2024-08-30
- 《芯源微(688037)：2023 年报&2024 年一季报点评：业绩稳健增长，看好涂胶显影国产化进程》
2024-04-29

芯源微三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,238	3,812	4,520	5,631	营业总收入	1,717	1,909	2,502	3,409
货币资金及交易性金融资产	743	1,029	1,121	1,322	营业成本(含金融类)	987	1,084	1,417	1,934
经营性应收款项	607	719	954	1,315	税金及附加	14	15	20	27
存货	1,637	1,777	2,130	2,646	销售费用	142	162	200	239
合同资产	15	29	38	51	管理费用	182	229	275	375
其他流动资产	237	259	277	297	研发费用	198	286	325	375
非流动资产	1,063	1,117	1,105	1,059	财务费用	7	33	30	36
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	111	115	125	136
固定资产及使用权资产	464	637	693	677	投资净收益	9	10	13	0
在建工程	402	251	151	88	公允价值变动	(5)	0	0	0
无形资产	84	111	138	165	减值损失	(26)	(15)	(12)	(8)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	4	5	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	279	212	361	552
其他非流动资产	114	119	124	129	营业外净收支	3	20	10	10
资产总计	4,302	4,930	5,626	6,689	利润总额	282	232	371	562
流动负债	1,378	1,800	2,165	2,728	减:所得税	32	26	41	62
短期借款及一年内到期的非流动负债	394	394	394	394	净利润	250	206	330	500
经营性应付款项	526	564	679	848	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	375	759	992	1,354	归属母公司净利润	251	206	330	500
其他流动负债	82	82	100	133	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.25	1.03	1.64	2.49
非流动负债	541	541	541	541	EBIT	278	131	265	460
长期借款	469	469	469	469	EBITDA	318	217	367	571
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.53	43.19	43.39	43.28
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	14.60	10.81	13.20	14.68
其他非流动负债	72	72	72	72	收入增长率(%)	23.98	11.16	31.10	36.25
负债合计	1,919	2,340	2,706	3,269	归母净利润增长率(%)	25.21	(17.68)	60.14	51.48
归属母公司股东权益	2,380	2,587	2,917	3,418					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	2,383	2,589	2,920	3,420					
负债和股东权益	4,302	4,930	5,626	6,689					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(563)	431	199	296	每股净资产(元)	17.26	18.76	21.16	24.79
投资活动现金流	(505)	(106)	(67)	(55)	最新发行在外股份(百万股)	201	201	201	201
筹资活动现金流	699	(40)	(40)	(40)	ROIC(%)	8.96	3.49	6.52	10.14
现金净增加额	(368)	286	92	201	ROE-摊薄(%)	10.53	7.98	11.33	14.64
折旧和摊销	41	86	102	112	资产负债率(%)	44.60	47.48	48.10	48.87
资本开支	(469)	(110)	(75)	(50)	P/E(现价&最新股本摊薄)	69.54	84.47	52.75	34.82
营运资本变动	(883)	119	(262)	(354)	P/B(现价)	5.03	4.63	4.10	3.50

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

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>