

芯源微 (688037.SH)
半导体

证券研究报告/公司点评报告

2024 年 10 月 24 日

评级： 买入 (维持)

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

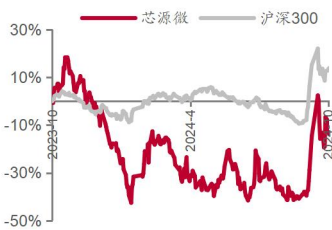
执业证书编号：S0740522120002

Email: youfan@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	200.86
流通股本(百万股)	200.86
市价(元)	83.61
市值(百万元)	16,793.87
流通市值(百万元)	16,793.87

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《【中泰电子】芯源微：在手订单历史新高，Q2 营收净利环比高增》2024-09-09
- 2、《芯源微：订单节奏影响一季度业绩，前道 track+ 清洗进展良好》2024-05-04
- 3、《【中泰电子】芯源微 (688037)：Q3 营收&利润稳步增长，前道订单有望放量》2023-11-08

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	1,804	2,891	3,815
增长率 yoy%	67%	24%	5%	60%	32%
归母净利润 (百万元)	200	251	198	355	559
增长率 yoy%	159%	25%	-21%	80%	58%
每股收益 (元)	1.00	1.25	0.98	1.77	2.78
每股现金流量	0.96	-2.80	3.15	-0.71	0.63
净资产收益率	10%	11%	8%	12%	16%
P/E	83.9	67.0	84.9	47.3	30.0
P/B	8.0	7.1	6.6	5.8	4.9

备注：股价截止自 2024 年 10 月 23 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

■ 受交期与投入影响，Q3 业绩暂时承压

【24Q3】单季营收 4.41 亿元，同比-19.55%、环比-8.54%；归母净利 0.31 亿元，同比-62.74%、环比-47.61%；扣非归母净利 0.04 亿元，同比-94.53%、环比-84.27%；毛利率 46.22%，同比+5.10pcts、环比+6.04pcts；净利率 7.54%，同比-9.09pcts，环比-5.82pcts。公司 24Q3 营收下滑，主要系公司短交验周期订单与长交验周期订单分布不均匀，导致分季度收入存在一定波动。

毛利率同比改善但净利下滑主要系：1) 公司持续加大研发投入，24Q3 研发费用率达 18.25%，同比+9.44pcts，环比+2.21pcts；2) 24Q3 公司员工人数增长、股份支付分摊增加，管理费用率达 13.14%，同比+6.68pcts，环比-1.56pcts，销售费用率达 11.44%，同比+4.39pcts，环比+1.41pcts；3) 24Q3 其他收益（主要为与公司日常活动相关的政府补助）为 0.41 亿元，上年同期为 0.07 亿元，同比大幅增长，与部分费用率增长相抵。

■ 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%。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 年归母净利润的预测为 2.0/3.6/5.6 亿元(此前预测为 2024-26 年净利为 3.1/4.6/6.0 亿元)，对应 PE 为 85/47/30X。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。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	743	650	867	1,144	营业收入	1,717	1,804	2,891	3,815
应收票据	9	39	65	63	营业成本	987	1,046	1,590	2,098
应收账款	562	475	766	999	税金及附加	14	15	24	31
预付账款	26	117	118	156	销售费用	142	184	289	343
存货	1,637	1,840	2,647	3,412	管理费用	182	240	318	362
合同资产	15	25	43	54	研发费用	198	262	361	401
其他流动资产	261	253	405	539	财务费用	7	26	42	77
流动资产合计	3,238	3,372	4,868	6,314	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	180	110	99
无形资产	84	98	109	119	营业利润	279	208	370	596
其他非流动资产	114	65	80	94	营业外收入	4	5	10	16
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	4,875	6,801	8,605	利润总额	282	212	380	612
短期借款	387	97	870	1,390	所得税	32	14	25	53
应付票据	266	394	556	699	净利润	250	198	355	559
应付账款	260	400	493	623	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	198	355	559
合同负债	375	663	1,036	1,303	NOPLAT	256	221	394	629
其他应付款	1	3	3	4	EPS (摊薄)	1.25	0.98	1.77	2.78
一年内到期的非流动负债	7	2	2	3					
其他流动负债	81	112	154	172	主要财务比率				
流动负债合计	1,378	1,669	3,115	4,195	会计年度	2023A	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%	5.1%	60.2%	32.0%
其他非流动负债	72	57	65	73	EBIT 增长率	27.9%	-17.9%	77.8%	63.2%
非流动负债合计	541	644	798	989	归母公司净利润增长率	25.2%	-21.1%	79.6%	57.6%
负债合计	1,919	2,313	3,913	5,184	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,380	2,559	2,887	3,418	毛利率	42.5%	42.0%	45.0%	45.0%
少数股东权益	3	2	2	2	净利率	14.6%	11.0%	12.3%	14.7%
所有者权益合计	2,383	2,562	2,889	3,420	ROE	10.5%	7.7%	12.3%	16.4%
负债和股东权益	4,302	4,875	6,801	8,605	ROIC	8.9%	7.2%	9.2%	11.8%
					偿债能力				
现金流量表	单位: 百万元				资产负债率	44.6%	47.5%	57.5%	60.3%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	39.2%	29.0%	57.8%	69.7%
经营活动现金流	-563	632	-141	126	流动比率	2.4	2.0	1.6	1.5
现金收益	298	268	472	743	速动比率	1.2	0.9	0.7	0.7
存货影响	-424	-202	-807	-766	营运能力				
经营性应收影响	-228	-29	-314	-264	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营性应付影响	33	269	256	274	应收账款周转天数	87	103	77	83
其他影响	-241	326	252	139	应付账款周转天数	84	114	101	96
投资活动现金流	-505	-479	-499	-458	存货周转天数	520	598	508	520
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	0.98	1.77	2.78
其他长期资产变化	-35	53	-8	-7	每股经营现金流	-2.80	3.15	-0.71	0.63
融资活动现金流	699	-246	858	609	每股净资产	11.85	12.74	14.37	17.02
借款增加	728	-179	920	705	估值比率				
股利及利息支付	-50	-63	-98	-156	P/E	67	85	47	30
股东融资	25	0	0	0	P/B	7	7	6	5
其他影响	-4	-4	36	60	EV/EBITDA	99	116	66	41

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。