

芯源微 (688037.SH) / 电子

证券研究报告/公司点评

2024年5月3日

**评级：买入（维持）**

市场价格：90.02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

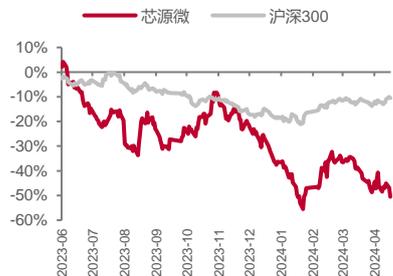
执业证书编号：S0740522120002

Email: youfan@zts.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)	138
流通股本(百万股)	138
市价(元)	90.02
市值(百万元)	12,413
流通市值(百万元)	12,413

## 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	2,369	3,175	4,032
增长率 yoy%	67%	24%	38%	34%	27%
净利润(百万元)	200	251	350	500	620
增长率 yoy%	159%	25%	40%	43%	24%
每股收益(元)	1.45	1.82	2.54	3.63	4.50
每股现金流量	1.40	-4.08	2.93	1.03	1.87
净资产收益率	10%	11%	13%	16%	16%
P/E	62.0	49.5	35.5	24.8	20.0
P/B	5.9	5.2	4.6	3.9	3.3

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价按4月30日收盘价进行计算

## 投资要点

### ■ 事件概述：公司发布2023年报及2024年一季度报

#### 【2023】

全年营收17.17亿元，同增24%；归母净利2.51亿元，同增25%；扣非归母净利1.87亿元，同增36%；毛利率42.53%，同增4.13pcts。

#### 【23Q4】

单季营收5.10亿元，同增5%、环增0%；归母净利0.30亿元，同减47%、环减64%；扣非归母净利0.05亿元，同减86%、环减93%；毛利率42.68%，同增7.40pcts、环增1.56pcts。23Q4在毛利率同环比提升的情况下，净利同环比减少，主要系当季新增股份支付费用分摊至期间费用，当季期间费用约1.97亿元，较22Q4期间费用增加近0.5亿元，较23Q3期间费用增加近0.8亿元。

#### 【24Q1】

单季营收2.44亿元，同减15%、环减52%；归母净利0.16亿元，同减76%、环减47%；扣非归母净利0.08亿元，同减85%、环增59%；毛利率40.30%，同减5.02pcts、环减2.38pcts。

### ■ 订单节奏影响24Q1营收确认，研发力度持续加大

受客户下单节奏影响，公司23H2新签订单多于23H1新签，同时受存量订单结构、交付/验收周期影响，公司24Q1营收同比下降近15%。营收体量下降直接影响利润规模，此外还有以下几方面因素造成归母净利同比下降：1) 23年末员工人数大幅增加，24Q1员工薪酬支出同比增35%；2) 23年8月授予新一期限制性股票126万股，使24Q1股份支付费用同比增266%；3) 24Q1收到的软件增值税退税同比降43%；4) 研发力度持续加大，24Q1研发费用率在18.6%，同比增近6.4pcts。

### ■ 前道涂胶显影+清洗进展顺利，先进封装设备应用于一线大厂期

**1) ArF 浸没式涂胶显影设备在客户端导入进展良好：**浸没式涂胶显影机已于22Q4在客户端完成验证，各项实测数据表现良好，获得了下游客户认可，截至23年末，公司浸没式机台已获得国内5家重要客户订单。新产品上：公司在高端NTD负显影、SOC涂布等新机台销售方面也取得了良好进展。**2) 战略级化学清洗设备推出：**前道物理清洗机需求旺盛，产品已成为国内逻辑、功率器件厂商主流产品。2023年公司新一代高产能物理清洗机已发往国内重要存储客户开展验证，可满足存储客户对产能的更高指标要求，未来有望在存储领域打开新的增量市场空间；此外，战略性新产品前道化学清洗机的研发与产业化也取得实质性突破，目前已获得国内重要客户的验证性订单，未来有望成长为公司新的业绩增长点。**3) 先进封装设备推出临时键合等新品：**公司先进封装机台部分技术指标已达到国际领先水平，获得海内外多家客户认可，先进封装用涂胶显影设备、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、珠海天成等海内外一线大厂。此外，针对Chiplet领域，公司推出临时键合、解键合、Frame清洗等多款新品，实现良好签单表现。

### ■ 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；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涂胶显影、前道清洗等设备。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 2023 年订单转化为 2024 年营收的节奏及股份支付影响，我们调整对公司 2024-25 年归母净利润的预测为 3.5/5.0 亿元（原预测为 2024-25 年 4.0/5.7 亿元），新增对 2026 年归母净利润预测为 6.2 亿元，当前市值对应 2024-26 年 PE 为 35/25/20 倍。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，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				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	743	711	953	1,210	营业收入	1,717	2,369	3,175	4,032
应收票据	9	51	71	67	营业成本	987	1,374	1,810	2,258
应收账款	562	624	841	1,056	税金及附加	14	20	26	33
预付账款	26	153	134	168	销售费用	142	190	254	323
存货	1,637	2,416	3,013	3,672	管理费用	182	237	318	403
合同资产	15	32	47	57	研发费用	198	249	318	403
其他流动资产	261	332	445	570	财务费用	7	30	45	72
流动资产合计	3,238	4,287	5,457	6,742	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	92	121	123
无形资产	84	96	106	115	营业利润	279	358	519	658
其他非流动资产	114	65	80	94	营业外收入	4	18	17	21
非流动资产合计	1,063	1,500	1,930	2,287	营业外支出	1	1	0	0
资产合计	4,302	5,787	7,388	9,029	利润总额	282	375	536	679
短期借款	387	388	904	1,267	所得税	32	25	36	59
应付票据	266	517	633	752	净利润	250	350	500	620
应付账款	260	526	561	671	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	250	350	500	620
合同负债	375	870	1,138	1,378	NOPLAT	256	377	542	685
其他应付款	1	3	3	4	EPS (按最新股本摊薄)	1.82	2.54	3.63	4.50
一年内到期的非流动负债	7	2	2	3					
其他流动负债	81	124	163	188	主要财务比率				
流动负债合计	1,378	2,430	3,404	4,262	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%	38.0%	34.0%	27.0%
其他非流动负债	72	57	65	73	EBIT增长率	27.9%	39.9%	43.7%	29.2%
非流动负债合计	541	644	798	989	归母公司净利润增长率	25.2%	39.5%	43.0%	24.0%
负债合计	1,919	3,074	4,202	5,252	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,380	2,711	3,184	3,776	毛利率	42.5%	42.0%	43.0%	44.0%
少数股东权益	3	2	2	2	净利率	14.6%	14.8%	15.7%	15.4%
所有者权益合计	2,383	2,713	3,186	3,778	ROE	10.5%	12.9%	15.7%	16.4%
负债和股东权益	4,302	5,787	7,388	9,029	ROIC	8.9%	10.5%	11.7%	12.3%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	44.6%	53.1%	56.9%	58.2%
					债务权益比	39.2%	38.1%	53.5%	59.8%
					流动比率	2.4	1.8	1.6	1.6
					速动比率	1.2	0.8	0.7	0.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
					应收账款周转天数	87	90	83	85
					应付账款周转天数	84	103	108	98
					存货周转天数	520	531	540	533
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.82	2.54	3.63	4.50
					每股经营现金流	-4.08	2.93	1.04	1.87
					每股净资产	17.26	19.66	23.09	27.38
					估值比率				
					P/E	50	35	25	20
					P/B	5	5	4	3
					EV/EBITDA	-7	-5	-4	-3

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。