

芯源微 (688037)

2023 年三季度报点评：盈利水平同比提升，看好前道设备快速放量

增持 (维持)

2023 年 10 月 31 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 刘晓旭

执业证书：S0600523030005
liuxx@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 1,385 | 1,796 | 2,520 | 3,429 |
| 同比 | 67% | 30% | 40% | 36% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 200 | 312 | 402 | 581 |
| 同比 | 159% | 56% | 29% | 45% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 1.46 | 2.27 | 2.92 | 4.23 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 102.36 | 65.68 | 51.03 | 35.27 |

关键词：#进口替代

事件：公司发布 2023 年三季度报。

■ 收入端延续稳健增长，看好前道设备加速放量

2023Q1-Q3 公司实现营收 12.06 亿元，同比+35%，延续稳健增长，其中 Q3 为 5.11 亿元，同比+30%，同比增速较 Q2 略有提升。截至 2023Q3 末，公司存货和合同负债分别为 16.80 和 3.59 亿元，分别同比+31%和-41%，分别较 2023H1 末+7%和-23%，合同负债同环比均出现一定下滑。我们判断主要系 2023 年封测行业景气度较差，公司后道 Track 订单表现相对疲软，但是前道 Track 和物理清洗设备订单表现依旧亮眼。展望未来，在半导体行业景气修复背景下，后道 Track 有望逐步重新放量，叠加前道 Track 国产替代快速推进，前道物理清洗等设备市占率提升，公司订单表现有望持续向好，将保障 2024 年收入端稳健增长。

■ Q3 单季度毛利率环比微降，政府补助增厚利润端表现

2023Q1-Q3 公司实现归母净利润 2.20 亿元，同比+54%，其中 Q3 为 0.85 亿元，同比+15%；实现扣非归母净利润 1.82 亿元，同比+84%，其中 Q3 为 0.78 亿元，同比+134%。2023Q1-Q3 公司销售净利率为 18.25%，同比+2.30pct；扣非销售净利率为 15.06%，同比+4.00pct，盈利水平同比有所提升。1) 毛利端：2023Q1-Q3 销售毛利率为 42.46%，同比+2.37pct，其中 Q3 毛利率 41.12%，环比-1.00pct，我们判断主要系前道 Track 收入占比提升。长期来看，受益于产品结构优化以及规模效应，公司综合毛利率呈整体上升趋势。2) 费用端：2023Q1-Q3 公司销售期间费用率为 26.41%，同比-1.53pct，其中销售、管理、研发和财务费用率分别同比+0.14、-0.93、-0.49、-0.26pct。3) 2023Q1-Q3 公司其他收益达到 7,016 万元，同比+135%，主要来自政府补助，2023 年 10 月 27 日公司再次收到政府补助 2,647 万元，将对利润端表现产生较大积极作用。

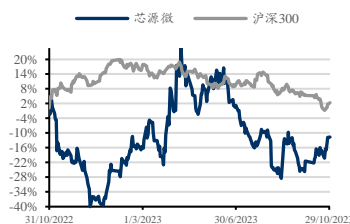
■ 前道涂胶显影国产替代快速推进，清洗设备进一步打开成长空间

公司积极布局前道涂胶显影设备领域，产品体系不断完善，国产替代进程有望加速推进，同时化学清洗机进一步打开成长空间。1) 前道涂胶显影：公司作为国内唯一可以提供量产型前道涂胶显影机的厂商，目前已完成在前道晶圆加工环节 28nm 及以上工艺节点的全覆盖。公司 Off-line、I-line、KrF 机台等均已实现批量销售，浸没式机台已陆续获得国内多家知名厂商订单，超高温 Barc 机台也成功获得客户重复订单。此外，2022Q4 公司首台浸没式高产涂胶显影机在国内某知名客户处完成验证，已顺利实现验收，获得下游客户广泛认可。目前日本 TEL 在涂胶显影领域仍占据主导地位，我们看好公司国产替代加速推进。2) 清洗设备：公司前道 Spin Scrubber 单片式物理清洗机已作为主流机型广泛应用于中芯国际等国内知名厂商，2021 年募投项目加码市场空间更大的单片式化学清洗机，有望成为第二成长曲线。

■ 盈利预测与投资评级：考虑到政府补助带来的积极影响，我们调整 2023-2025 年公司归母净利润预测分别为 3.12、4.02 和 5.81 亿元 (原值 2.76、3.98 和 5.74 亿元)，当前市值对应动态 PE 分别为 66、51 和 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) | 149.06 |
| 一年最低/最高价 | 119.28/337.01 |
| 市净率(倍) | 8.83 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 20,488.14 |
| 总市值(百万元) | 20,488.14 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 16.87 |
| 资产负债率(% ,LF) | 44.63 |
| 总股本(百万股) | 137.45 |
| 流通 A 股(百万股) | 137.45 |

相关研究

《芯源微(688037): 2023 年中报点评：前道 Track 快速放量，盈利水平明显提升》

2023-08-29

《芯源微(688037): 发布 2023 年股票激励计划，利好中长期发展》

2023-08-01

芯源微三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 2,857 | 3,320 | 4,151 | 5,271 | 营业总收入 | 1,385 | 1,796 | 2,520 | 3,429 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,098 | 721 | 777 | 1,028 | 营业成本(含金融类) | 853 | 1,063 | 1,465 | 1,958 |
| 经营性应收款项 | 386 | 679 | 964 | 1,323 | 税金及附加 | 11 | 14 | 20 | 27 |
| 存货 | 1,213 | 1,743 | 2,204 | 2,680 | 销售费用 | 104 | 131 | 180 | 240 |
| 合同资产 | 27 | 27 | 38 | 51 | 管理费用 | 142 | 183 | 252 | 326 |
| 其他流动资产 | 132 | 150 | 169 | 189 | 研发费用 | 152 | 189 | 258 | 343 |
| 非流动资产 | 639 | 719 | 743 | 736 | 财务费用 | 4 | (7) | (2) | 4 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 49 | 101 | 83 | 89 |
| 固定资产及使用权资产 | 395 | 420 | 425 | 406 | 投资净收益 | 10 | 7 | 9 | 10 |
| 在建工程 | 54 | 77 | 64 | 44 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 72 | 99 | 126 | 153 | 减值损失 | (2) | (15) | (12) | (8) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 4 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 176 | 319 | 426 | 621 |
| 其他非流动资产 | 118 | 123 | 128 | 133 | 营业外净收支 | 46 | 20 | 10 | 10 |
| 资产总计 | 3,496 | 4,039 | 4,894 | 6,008 | 利润总额 | 222 | 339 | 436 | 631 |
| 流动负债 | 1,287 | 1,517 | 1,971 | 2,504 | 减:所得税 | 22 | 27 | 35 | 51 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 136 | 136 | 136 | 136 | 净利润 | 200 | 312 | 402 | 581 |
| 经营性应付款项 | 486 | 554 | 703 | 858 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 585 | 744 | 1,026 | 1,371 | 归属母公司净利润 | 200 | 312 | 402 | 581 |
| 其他流动负债 | 80 | 84 | 107 | 139 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 1.46 | 2.27 | 2.92 | 4.23 |
| 非流动负债 | 103 | 103 | 103 | 103 | EBIT | 171 | 215 | 344 | 534 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 197 | 275 | 411 | 606 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 38.40 | 40.78 | 41.85 | 42.88 |
| 租赁负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归母净利率(%) | 14.45 | 17.37 | 15.93 | 16.94 |
| 其他非流动负债 | 103 | 103 | 103 | 103 | 收入增长率(%) | 67.12 | 29.67 | 40.33 | 36.06 |
| 负债合计 | 1,390 | 1,620 | 2,074 | 2,607 | 归母净利润增长率(%) | 158.77 | 55.86 | 28.71 | 44.67 |
| 归属母公司股东权益 | 2,107 | 2,419 | 2,820 | 3,401 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 2,107 | 2,419 | 2,820 | 3,401 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 3,496 | 4,039 | 4,894 | 6,008 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 193 | (265) | 131 | 300 | 每股净资产(元) | 22.74 | 26.11 | 30.45 | 36.72 |
| 投资活动现金流 | (246) | (108) | (71) | (45) | 最新发行在外股份(百万股) | 137 | 137 | 137 | 137 |
| 筹资活动现金流 | 897 | (4) | (4) | (4) | ROIC(%) | 9.18 | 8.26 | 11.49 | 15.14 |
| 现金净增加额 | 844 | (377) | 56 | 252 | ROE-摊薄(%) | 9.50 | 12.90 | 14.24 | 17.08 |
| 折旧和摊销 | 26 | 60 | 67 | 72 | 资产负债率(%) | 39.75 | 40.12 | 42.38 | 43.39 |
| 资本开支 | (207) | (111) | (75) | (50) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 102.36 | 65.68 | 51.03 | 35.27 |
| 营运资本变动 | (75) | (610) | (338) | (356) | P/B(现价) | 6.55 | 5.71 | 4.90 | 4.06 |

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）），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>