

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	118.54
总股本/流通股本(亿股)	1.38 / 1.38
总市值/流通市值(亿元)	163 / 163
52周内最高/最低价	311.80 / 80.99
资产负债率(%)	39.7%
市盈率	52.22
第一大股东	辽宁科发实业有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

芯源微(688037)

前道涂胶显影竞争力持续凸显，
化学清洗/键和设备等新品进展顺利

● 投资要点

前道 Track 订单保持增长，各品类竞争力持续凸显。2023 年公司预计实现营收 17.17 亿元，同比+23.98%；实现利润总额 2.82 亿元，同比+27.11%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比+25.17%；实现扣非归母净利润 1.87 亿元，同比+36.31%，主要系司持续加大研发投入，不断提升产品性能及服务水平，产品综合竞争力持续增强，综合毛利率水平稳健增长，盈利能力同步提升。分产品看，拳头产品前道涂胶显影设备收入继续创新高，2023 年公司光刻工序涂胶显影设备/单片式湿法设备分别实现营收约 10.66/6.00 亿元，分别同比增长约 40.80%/9.09%。目前，公司 offline、I-line、KrF 产品商业竞争力已逐步凸显，工艺处理能力、稳定性等与进口机台的差距不断缩小；公司第三代浸没式高产能 Track 设备平台架构 FT300 (III) 于 2022 年 12 月份发布，目前下游客户端导入评估和应用进展良好。

物理清洗保持龙头地位，化学清洗有序突破。公司前道物理清洗机 Spin Scrubber 自 2018 年发布以来，凭借其高产能、高颗粒去除能力、高性价比等优势迅速打破国外垄断，并确立了国内市场领先优势，目前已作为主流机型广泛应用于中芯国际、上海华力、青岛芯恩、广州粤芯、上海积塔、厦门士兰等知名厂商。近年来，随着公司前道物理清洗机在高产能清洗架构、颗粒去除能力等工艺的进一步提升，产品竞争力不断增强，国内市占率稳步上升。同时公司不断推出新品满足客户更高产能需求：1) 新推出的更高产能物理清洗新品已于 2023 年第三季度发往客户端验证，验证进展良好；2) 公司前道单片式化学清洗机已于 2023 年第四季度获得国内知名客户验证性订单，将尽快 move in 到客户端进行验证，同时公司也在积极对接其他意向客户。

后道先进封装及小尺寸领域设备静待行业复苏贡献增量。2023 年后道及小尺寸签单受下游市场景气度影响，行业周期性承压，2023H1，国内后道封测厂商扩产节奏有所放缓，目前仍处于周期性产能消化阶段；LED 终端市场消费需求仍较为低迷，射频器件等也处于库存调整阶段。公司把握市场底部机会，加大力度持续开拓新客户，取得良好进展，公司与国内新兴封装势力加深合作，2023H1 再次获得来自主要厂商的批量重复订单。展望未来，汽车电子、工业电子及高性能计算等需求增长或将引领新一轮的资本开支计划，有望带动后道先进封装设备订单；随着 Mirco LED 行业发展、移动通信基站持续扩容、AR/VR 产业链降本推进，小尺寸领域设备有望迎来新的市场增量。随公司作为细分领域龙头，在市场开拓中不断延伸，静待行业上行收获订单。

先进封装催涨设备需求，临时键合/解键合机大有可为。晶圆级键合设备是指将两片晶圆高精度对准、接合，借助外加能量使接合界面的原子产生反应形成共价键而结合成一体，从而使两片晶圆间的接合介面达到特定的接合强度，实现两片晶圆之间功能模块集成的设备。晶圆级键合设备集成了多种功能单元，在设备内部实现了晶圆活化、清洗、对准、预键合和校验的完整工艺过程；核心厂商包括 EV Group、SUSS MicroTec、Tokyo Electron 等，前三大厂商占有全球超 70% 的份额；亚太地区作为全球最大市场，份额约占 60%，欧洲和北美的市场份额分别约占 15% 和 15%。根据 QYR（恒州博智）的统计及预测，2021 年全球晶圆键合设备市场销售额达到 3.1 亿美元，预计 2028 年将达到 4.5 亿美元，CAGR₂₀₂₂₋₂₀₂₈ 为 5.8%。目前，公司可应用于 chiplet 等领域的新产品临时键合机、解键合机也实现国内多家客户订单导入，未来随着国内先进封装的发展，公司的键合设备有望带来较大的订单贡献。

“整机+部件”双轮驱动，不断完善产品布局。目前，我国部分半导体设备核心关键零部件仍然有赖于进口。在零部件国产替代方面，公司通过在零部件领域提前布局，持续开展多种核心零部件的国产化替代，经过了长期多轮次的改进升级验证应用，目前已实现了包括高速机械手、高精度热盘等在内等多款核心零部件的国产替代。2022 年 8 月，公司全资子公司 Kingsemi Kyoto 株式会社在日本京都正式设立，注册资本为 500 万日元。2023 年 6 月，增加注册资本 19,500 万日元，截至 2023 年 6 月注册资本为 20,000 万日元，已全部到位。京都子公司的设立，有助于公司深入对接日本在泛半导体领域的高端产业及研发资源，增强公司在设备及关键零部件领域的技术实力。同时，还可借助境外丰富的供应链资源，寻找更为可靠、更具性价比的原材料采购渠道，降低产品生产成本，增强产品整体竞争力。未来，公司将基于国内领先的涂胶显影及湿法领域相关技术储备，按照“整机+部件”双轮驱动战略，持续不断完善产品布局。

● 投资建议

我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现收入 17/23/31 亿元，分别实现归母净利润 2.51/3.65/5.25 亿元，当前股价对应 2023/2024/2025 年 PE 分别为 66/46/32 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

下游客户扩产不及预期或产能过剩的风险，研发投入可能大幅增长的风险，供应商供货不稳定风险，新产品商业化推广不及预期的风险，行业竞争风险，税收优惠风险，政府补助政策风险，宏观环境风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1385	1717	2297	3060
增长率(%)	67.12	23.98	33.81	33.19
EBITDA(百万元)	196.52	367.24	535.61	761.28
归属母公司净利润(百万元)	200.16	250.54	364.66	525.29
增长率(%)	158.77	25.17	45.55	44.05
EPS(元/股)	1.45	1.82	2.64	3.81
市盈率(P/E)	83.01	66.32	45.56	31.63
市净率(P/B)	7.89	7.07	6.12	5.13
EV/EBITDA	68.86	43.74	30.21	21.29

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	1385	1717	2297	3060	营业收入	67.1%	24.0%	33.8%	33.2%
营业成本	853	1020	1346	1744	营业利润	132.2%	58.7%	44.6%	44.1%
税金及附加	11	14	18	24	归属于母公司净利润	158.8%	25.2%	45.6%	44.0%
销售费用	104	129	165	214	获利能力				
管理费用	142	161	195	251	毛利率	38.4%	40.6%	41.4%	43.0%
研发费用	152	187	241	321	净利率	14.5%	14.6%	15.9%	17.2%
财务费用	4	-13	-3	2	ROE	9.5%	10.7%	13.4%	16.2%
资产减值损失	-2	1	1	1	ROIC	6.9%	8.9%	11.5%	13.8%
营业利润	176	279	404	582	偿债能力				
营业外收入	46	3	2	2	资产负债率	39.7%	44.4%	47.2%	49.5%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	2.22	1.76	1.61	1.54
利润总额	222	282	405	584	营运能力				
所得税	22	32	41	58	应收账款周转率	5.59	5.33	5.32	5.37
净利润	200	251	365	525	存货周转率	1.29	1.23	1.27	1.30
归母净利润	200	251	365	525	总资产周转率	0.51	0.44	0.49	0.53
每股收益(元)	1.45	1.82	2.64	3.81	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.45	1.82	2.64	3.81
货币资金	1098	887	879	990	每股净资产	15.28	17.04	19.69	23.50
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	289	424	538	730	PE	83.01	66.32	45.56	31.63
预付款项	73	83	112	144	PB	7.89	7.07	6.12	5.13
存货	1213	1585	2034	2662	现金流量表				
流动资产合计	2857	3175	3783	4777	净利润	200	251	365	525
固定资产	395	785	1088	1351	折旧和摊销	26	98	133	175
在建工程	54	21	14	13	营运资本变动	-33	-215	-169	-274
无形资产	72	89	106	123	其他	0	-3	1	0
非流动资产合计	639	1052	1362	1639	经营活动现金流净额	193	131	329	427
资产总计	3496	4227	5146	6416	资本开支	-207	-469	-444	-453
短期借款	136	336	443	581	其他	-40	-31	14	19
应付票据及应付账款	486	652	829	1088	投资活动现金流净额	-246	-500	-430	-433
其他流动负债	665	812	1081	1430	股权融资	1006	30	0	0
流动负债合计	1287	1800	2354	3099	债务融资	-80	200	107	138
其他	103	77	77	77	其他	-30	-72	-15	-20
非流动负债合计	103	77	77	77	筹资活动现金流净额	897	158	92	118
负债合计	1390	1877	2431	3176	现金及现金等价物净增加额	844	-211	-9	112
股本	93	138	138	138					
资本公积金	1719	1704	1704	1704					
未分配利润	261	437	747	1193					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	34	71	126	204					
所有者权益合计	2107	2350	2715	3240					
负债和所有者权益总计	3496	4227	5146	6416					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048