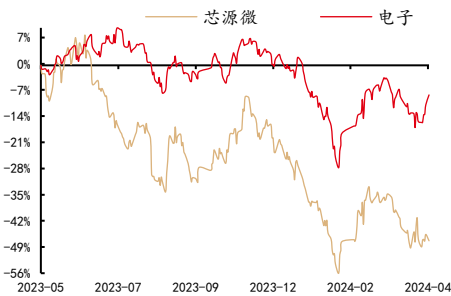




股票投资评级

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)	96.80
总股本/流通股本(亿股)	1.38 / 1.38
总市值/流通市值(亿元)	133 / 133
52周内最高/最低价	291.66 / 80.99
资产负债率(%)	44.6%
市盈率	53.19
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)

23年新签平稳，ArF浸没式高产能Track进展顺利

● 事件

4月27日，公司披露2023年年度报告以及2024年第一季度报告。

23年公司实现营收17.17亿元，同比+23.98%；实现归母净利润2.51亿元，同比+25.21%；实现扣非归母净利润1.87亿元，同比+36.37%。

24Q1公司实现营收2.44亿元，同比-15.27%；实现归母净利润1601万元，同比-75.73%；实现扣非归母净利润863万元，同比-84.90%。

● 投资要点

23年业绩稳健增长，毛利率亦稳健提升。23年公司实现营收17.17亿元，同比+23.98%，其中光刻工序涂胶显影设备/单片式湿法设备实现营收10.66/6.00亿元，同比+40.80%/+9.09%，毛利率分别为38.84%/46.37%，同比+4.19pct/+7.20pct；实现归母净利润2.51亿元，同比+25.21%；实现扣非归母净利润1.87亿元，同比+36.37%；23年业绩稳健增长主要系随着公司持续的研发投入，产品性能及服务水平不断提升，产品布局逐渐完善，产品综合竞争力持续增强，客户对公司产品的认可度不断提高，收入规模持续增长；利润端增长主要系销售收入增长。

24Q1业绩确认受存量订单结构、生产交付及验收周期等因素影响存在波动。24Q1公司实现营收2.44亿元，同比-15.27%，主要系受客户下单节奏影响，公司23年新签订单下半年多于上半年，截至当年末，公司在手订单含税金额约为22亿元。受存量订单结构、生产交付及验收周期等因素影响，公司24Q1收入下降。24Q1公司实现归母净利润1601万元，同比-75.73%；实现扣非归母净利润863万元，同比-84.90%；主要系：1)截至23年末，公司员工人数同比有较大增长，24Q1员工薪酬支出同比+35%；2)公司于23年8月向激励对象授予新一期限制性股票126万股，使得24Q1股份支付费用同比+266%；3)公司24Q1收到的软件增值税退税同比-43%，该部分收益随机台销售滚动产生，计入经常性损益，受地方财政具体拨付时间影响存在季节性波动。

23年整体新签订单保持稳定。新签订单方面，公司前道涂胶显影设备签单同比保持了良好的增长速度，国内市场份额进一步提升，所处细分赛道稀缺性得到市场进一步认可；前道清洗设备签单较为稳健，其中物理清洗机继续保持行业龙头地位，化学清洗机新品在重点客户实现有序突破，有望成为公司新的业绩增长点；后道先进封装及小尺寸签单则受下游市场景气度影响阶段性承压。

23年公司全年新签订单与22年基本持平，截至报告期末，公司在手订单约为22亿元（含税），可对24年业绩起到较好的支撑。

持续精进高端涂胶显影设备。公司目前已成功推出包括Offline、I-line、KrF、ArF浸没式等在内的多种型号产品，23年报告期内，公司ArF浸没式高产能涂胶显影设备在成熟化、标准化等方面也取得良好进展，截至报告期末，公司浸没式机台已获得国内5家重要客户订单。此外，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。24年公司将继续立足涂胶显影主赛道，持续开展技术研发及产品迭代，加快推进产品成熟化、标准化，持续提升机台稳定性及产能效率，为客户提供更具性价比和竞争力的半导体装备产品及工艺整体解决方案。同时，公司将继续紧盯全球光刻工艺发展新趋势，继续研发新一代可适应更高光刻机产能的涂胶显影架构，应用更高工艺精度的超薄成膜、超细线宽均一性、精细缺陷控制等核心关键技术，持续提升机台各项核心工艺指标，加速高端涂胶显影设备的国产化替代进程。

单片式化学清洗机拓宽可覆盖市场空间。集成电路前道晶圆加工领域，公司于24年3月正式发布战略性新产品前道单片式化学清洗机，该产品具有高工艺覆盖性、高稳定性、高洁净度、高产能等多项核心优势，能够适配高温SPM工艺，整体工艺覆盖率达到80%以上，目前已获得国内重要客户的验证性订单。该机台的推出，标志着公司从前道物理清洗领域成功跨入到技术含量更高、市场空间更大的前道化学清洗领域，将公司前道产品（涂胶显影+清洗）的国内市场空间由原来的百亿人民币大幅提升至两百亿人民币，进一步完善了公司在前道领域的战略布局。24年公司将进一步加大对化学清洗产品的客户端推广及验证力度，不断开发并覆盖其他工艺空白领域，持续优化和提升产品工艺能力。

不断丰富先进封装领域产品布局。集成电路后道先进封装领域，公司生产的涂胶显影设备、单片式湿法设备已连续多年作为主力量产机台批量应用于台积电、盛合晶微、长电科技、华天科技、通富微电等海内外一线大厂，部分技术已达到国际领先水平，具有较强的全球竞争力。公司基于在先进封装领域多年的技术积累和客户储备，正积极围绕头部客户需求开展2.5D/3D先进封装相关产品的国产化替代，目前已成功推出包括临时键合、解键合、Frame清洗等在内的多款新产品。24年公司将继续推动上述新产品在客户端尤其是头部厂商的导入和验证力度，深度绑定核心关键客户，力争获得客户的批量重复性订单；同时将继续围绕头部客户其他个性化需求，持续开发其他Chiplet新品类。

● 投资建议

我们预计公司2024/2025/2026年分别实现收入23/31/41亿元，分别实现归母净利润3.3/4.7/6.2亿元，当前股价对应2024/2025/2026年PE分别为40/29/22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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1717	2294	3052	4073
增长率(%)	23.98	33.62	33.05	33.42
EBITDA(百万元)	318.40	507.32	705.10	914.02
归属母公司净利润(百万元)	250.63	331.34	466.87	617.79
增长率(%)	25.21	32.21	40.90	32.33
EPS(元/股)	1.82	2.40	3.39	4.48
市盈率(P/E)	53.26	40.28	28.59	21.61
市净率(P/B)	5.61	4.89	4.18	3.50
EV/EBITDA	58.24	26.77	19.71	15.40

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1717	2294	3052	4073	营业收入	24.0%	33.6%	33.1%	33.4%
营业成本	987	1317	1729	2293	营业利润	58.8%	32.4%	39.6%	32.3%
税金及附加	14	18	24	33	归属于母公司净利润	25.2%	32.2%	40.9%	32.3%
销售费用	142	172	229	305	获利能力				
管理费用	182	216	259	334	毛利率	42.5%	42.6%	43.4%	43.7%
研发费用	198	250	348	456	净利率	14.6%	14.4%	15.3%	15.2%
财务费用	7	23	29	40	ROE	10.5%	12.2%	14.6%	16.2%
资产减值损失	-7	0	0	0	ROIC	7.6%	9.3%	11.0%	12.3%
营业利润	279	370	517	684	偿债能力				
营业外收入	4	3	2	2	资产负债率	44.6%	49.0%	50.2%	51.7%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	2.35	1.89	1.78	1.71
利润总额	282	373	518	686	营运能力				
所得税	32	42	52	69	应收账款周转率	4.15	3.82	4.00	3.97
净利润	250	331	466	617	存货周转率	1.20	1.23	1.26	1.26
归母净利润	251	331	467	618	总资产周转率	0.44	0.48	0.52	0.57
每股收益(元)	1.82	2.40	3.39	4.48	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.82	2.40	3.39	4.48
货币资金	743	830	728	765	每股净资产	17.26	19.78	23.16	27.64
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	571	658	911	1196	PE	53.26	40.28	28.59	21.61
预付款项	26	61	68	95	PB	5.61	4.89	4.18	3.50
存货	1637	2081	2777	3664	现金流量表				
流动资产合计	3238	3920	4785	6046	净利润	250	331	466	617
固定资产	464	985	1272	1517	折旧和摊销	41	111	158	189
在建工程	402	226	138	94	营运资本变动	-883	-107	-583	-585
无形资产	84	97	110	123	其他	30	44	38	42
非流动资产合计	1063	1426	1637	1852	经营活动现金流净额	-563	379	79	262
资产总计	4302	5346	6422	7898	资本开支	-469	-464	-364	-395
短期借款	387	587	804	1015	其他	-36	-6	12	12
应付票据及应付账款	526	718	935	1244	投资活动现金流净额	-505	-470	-351	-382
其他流动负债	465	771	946	1285	股权融资	25	16	0	0
流动负债合计	1378	2076	2686	3544	债务融资	733	200	217	211
其他	541	541	541	541	其他	-58	-38	-46	-54
非流动负债合计	541	541	541	541	筹资活动现金流净额	699	178	171	157
负债合计	1919	2617	3227	4085	现金及现金等价物净增加额	-368	87	-102	37
股本	138	138	138	138					
资本公积金	1735	1752	1752	1752					
未分配利润	440	722	1119	1644					
少数股东权益	3	2	2	1					
其他	68	115	185	278					
所有者权益合计	2383	2729	3195	3812					
负债和所有者权益总计	4302	5346	6422	7898					

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