

2024年05月10日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

前道 Track 设备领域龙头，先进封装设备打造第二增长曲

—芯源微（688037.SH）公司事件点评报告 买入（首次）事件

分析师：毛正 S1050521120001

✉ maozheng@cfsc.com.cn

分析师：吕卓阳 S1050523060001

✉ lvzy@cfsc.com.cn

联系人：何鹏程 S1050123080008

✉ hepc@cfsc.com.cn

基本数据

2024-05-10

当前股价（元） 94.21

总市值（亿元） 130

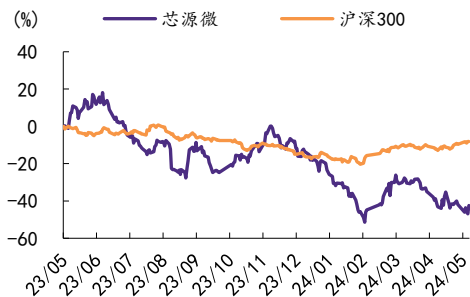
总股本（百万股） 138

流通股本（百万股） 138

52周价格范围（元） 80.99-291.66

日均成交额（百万元） 382.86

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

芯源微发布 2023 年度报告及 2024 年一季度报告：2023 年公司实现营业收入 17.17 亿元，同比上升 23.97%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比上升 25.50%；实现扣非净利润 1.87 亿元，同比上升 36.50%。2024 年 Q1 公司实现营业收入 2.44 亿元，同比下降 15.28%；实现归母净利润 0.16 亿元，同比下降 75.76%；实现扣非净利润 0.09 亿元，同比下降 84.21%。

投资要点

■ Track 设备业务稳步增长，先进封装领域设备已成功导入下游客户

Track 设备方面，2023 年公司前道涂胶显影设备销售收入达到 10.66 亿元，同比增长 40.80%。此外，公司单片式湿法设备的销售收入也达到 6.00 亿元，同比增长 9.09%。新品方面，公司也取得了显著进展，前道单片式化学清洗机获得了国内知名客户的验证性订单，并成功将 chiplet 领域的临时键合机和解键合机导入到国内多家客户中。展望未来，公司将继续依托其在国内领先的涂胶显影和湿法设备技术，进一步扩展市场份额。

■ 前道 Track 设备技术持续提升，设备订单保持良好增长

涂胶显影设备作为公司的标杆产品，是集成电路制造过程中至关重要的核心处理设备，主要与光刻机配合使用，通过机械手的协调作用，晶圆在各系统间进行传输和处理，完成光刻胶的涂覆、固化、显影和坚膜等关键工艺过程。涂胶显影设备的性能直接影响到光刻曝光图案的形成。此外，显影工艺的图形质量和缺陷控制对后续刻蚀、离子注入等多个工艺中图形转移的结果也具有重要影响。行业方面，根据 SEMI，受益于下游市场对电子产品的成长需求以及人工智能创新带来的应用浪潮，晶圆厂产能将扩张，全球前道 300mm 晶圆厂设备支出预估将持续增长，2025 年预计将增长 20%至 1165 亿美元，2027 年将达到创纪录的 1370 亿美元。技术方面，公司已成功实现对 28nm 及以上工艺节点的全覆盖，28nm 以

下工艺技术正在验证中。目前已成功推出了包括 offline、l-line、KrF 及 ArF 浸没式在内的多种型号产品，已成功导入下游客户。公司前道涂胶显影设备新签订单依然保持了良好的增长速度，部分型号设备整体工艺水平已能够对标国际主流机台，批量销售规模持续增长。订单方面，前道 Track 新签订单保持较好的增长，其中 Arf 浸没式高产能涂胶显影设备下游客户导入进展良好，目前已获得 5 家重要客户订单。公司其余前道设备也有不错的进展，前道清洗设备订单保持稳健，其中物理清洗设备保持龙头地位，化学清洗设备有序突破。前道单片式化学清洗机获得国内知名客户验证性订单。

■ AI 带动先进封装领域加速发展，临时键合及解键合设备已实现订单导入

随着 AI 芯片需求持续大涨，作为 AI 芯片当中的极为关键的器件，HBM 持续供不应求。根据美光 CEO Sanjay Mehrotra，美光 2024 年的 HBM 产能已全部售罄，2025 年的绝大产能供应也已经分配完毕。此外，半导体封测龙头日月光投资马币 6969.6 万令吉取得马来西亚槟城州桂花城科技园土地使用权，主要布局先进封装产能；Amkor 和格芯强强联合，致力于打造亚洲以外的先进封装半导体供应链。我们认为随着 AI 应用的发展，对于算力和存力的需求持续提升，行业对于先进封装设备的需求也会相应得到提升。技术层面，摩尔定律逐渐放缓，Chiplet 技术成为持续提高集成度和芯片算力的重要途径之一。Chipt 技术需要通过先进封装技术，像搭积木一样把许多小芯片模块（Chiplet）集成在一起，去实现整个集成以后的芯片系统。根据 Frost&Sullivan 预测，2025 年中国先进封装市场规模为 1137 亿元，2021-2025 年复合增速达到 29.9%，占中国大陆封装市场的比例将达到 32.0%。在 Chiplet 技术中，为了缩小芯片体积、提高芯片散热性能和传导效率等，晶圆减薄工艺会被大量应用。为了不损伤减薄中以及减薄后晶圆，需要将晶圆片与玻璃基板临时键合并在完成后续工艺后最终解键合。Fan-out、CoWoS 等封装工艺路线都要经过单次或多次的临时键合及解键合工艺来实现芯粒互联。公司提前布局自主研发的全自动临时键合及解键合机，可应用于 InFO、CoWoS、HBM 等 2.5D、3D 技术路线产品，实现国内多家客户订单导入。客户方面，公司与台积电、盛合晶微、长电科技、华天科技、通富微电、珠海天成有良好的合作关系，已成功批量导入先进封装用涂胶显影设备、单片式湿法设备等产品。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 27.13、35.81、47.27 亿元，EPS 分别为 2.91、4.43、5.84 元，当前股价对应 PE 分

别为 32.4、21.3、16.1 倍，受益于国产高端 GPU 以及 HBM 进一步放量，公司前道业务以及先进封装业务能够为公司业绩赋能，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

市场竞争加剧风险；公司产品验证进度不及预期风险；先进封装设备国产化率不及预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,717	2,713	3,581	4,727
增长率（%）	24.0%	58.0%	32.0%	32.0%
归母净利润（百万元）	251	401	611	805
增长率（%）	25.2%	59.8%	52.5%	31.8%
摊薄每股收益（元）	1.82	2.91	4.43	5.84
ROE（%）	10.5%	14.6%	18.6%	20.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	743	980	1,308	1,861
应收款	575	602	716	803
存货	1,637	1,804	1,992	2,133
其他流动资产	283	353	466	614
流动资产合计	3,238	3,739	4,482	5,412
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	464	674	725	716
在建工程	402	161	64	26
无形资产	84	110	136	160
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	114	114	114	114
非流动资产合计	1,063	1,058	1,039	1,015
资产总计	4,302	4,797	5,521	6,427
流动负债:				
短期借款	387	387	387	387
应付账款、票据	526	591	671	745
其他流动负债	89	89	89	89
流动负债合计	1,378	1,513	1,687	1,868
非流动负债:				
长期借款	469	469	469	469
其他非流动负债	72	72	72	72
非流动负债合计	541	541	541	541
负债合计	1,919	2,054	2,228	2,409
所有者权益				
股本	138	138	138	138
股东权益	2,383	2,744	3,293	4,018
负债和所有者权益	4,302	4,797	5,521	6,427

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	250	401	611	805
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	41	35	50	55
公允价值变动	-5	0	0	0
营运资金变动	-848	-129	-241	-195
经营活动现金净流量	-563	307	420	665
投资活动现金净流量	-505	31	45	48
筹资活动现金净流量	1304	-40	-61	-80
现金流量净额	237	298	404	633

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,717	2,713	3,581	4,727
营业成本	987	1,465	1,826	2,411
营业税金及附加	14	22	29	38
销售费用	142	212	279	369
管理费用	182	271	358	473
财务费用	7	9	0	-16
研发费用	198	312	412	544
费用合计	529	804	1,049	1,369
资产减值损失	-7	-6	-6	-6
公允价值变动	-5	0	0	0
投资收益	9	10	10	10
营业利润	279	476	731	963
加:营业外收入	4	4	0	0
减:营业外支出	1	1	0	0
利润总额	282	479	731	963
所得税费用	32	79	120	158
净利润	250	401	611	805
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	251	401	611	805

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	24.0%	58.0%	32.0%	32.0%
归母净利润增长率	25.2%	59.8%	52.5%	31.8%
盈利能力				
毛利率	42.5%	46.0%	49.0%	49.0%
四项费用/营收	30.8%	29.6%	29.3%	29.0%
净利率	14.6%	14.8%	17.1%	17.0%
ROE	10.5%	14.6%	18.6%	20.0%
偿债能力				
资产负债率	44.6%	42.8%	40.3%	37.5%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	3.0	4.5	5.0	5.9
存货周转率	0.6	0.8	0.9	1.1
每股数据(元/股)				
EPS	1.82	2.91	4.43	5.84
P/E	51.8	32.4	21.3	16.1
P/S	7.6	4.8	3.6	2.7
P/B	5.5	4.7	3.9	3.2

■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

高永豪：复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、卫星互联网、光通信等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、先进封装。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。