

芯源微 (688037)

2024 年半年报点评：业绩短期承压，看好多
元业务持续突破加速放量

增持 (维持)

2024 年 08 月 30 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 李文意

执业证书：S0600524080005
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1385	1717	2345	3169	4075
同比 (%)	67.12	23.98	36.58	35.14	28.60
归母净利润 (百万元)	200.16	250.63	332.88	434.96	545.05
同比 (%)	158.77	25.21	32.82	30.67	25.31
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.00	1.25	1.66	2.17	2.72
P/E (现价&最新摊薄)	56.90	45.44	34.21	26.18	20.89

投资要点

- **业绩波动下滑，主要受费用前置影响：**2024 上半年公司实现营收 6.94 亿元，同比-0.29%，收入阶段性小幅减少主要受存量订单结构、生产交付及验收周期等因素影响。2024H1 实现归母净利润 0.76 亿元，同比-43.88%；扣非净利润为 0.36 亿元，同比-65.52%，利润下滑较多主要系研发投入显著提升、员工规模扩张及股份支付费用增加。Q2 单季营收为 4.49 亿元，同比+10.31%，环比+84.02%，Q2 订单交付及验收节奏回归常态，收入恢复增长；归母净利润为 0.60 亿元，同比-13.73%，环比+276%。
- **产品验收结构调整及费用率提升，盈利能力阶段性下滑：**2024H1 公司毛利率为 40.22%，同比-3.22pct，我们认为毛利率下滑主要系产品验收结构影响，未来随着设备零部件国产化率持续提升叠加规模效应释放，毛利率仍有较大提升空间；销售净利率为 10.77%，同比-8.73pct。2024H1 公司期间费用率为 42.09%，同比+12.36pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.06%/15.16%/16.87%/-1.01%，同比+2.52/+4.46/+5.80/0.42pct。2024H1 公司持续加大研发投入，研发投入为 1.17 亿元，同比+52%，多款新产品迭代及研发进展顺利。Q2 单季毛利率为 40.18%，同比-1.94pct，环比-0.12pct；销售净利率为 13.15%，同比-3.96pct，环比+6.75pct。
- **多领域突破带动新签订单持续增长，在手订单充足：**截至 2024Q2 末公司存货为 17.36 亿元，同比+10%；合同负债为 3.45 亿元，同比-26%。2024H1 公司新签订单为 12.19 亿元，同比+31%，其中前道 Track 新签订单同比保持良好增长，后道先进封装及化合物等小尺寸设备新签订单同比较大增长，应用于 Chiplet 领域的新产品临时键合、解键合等新签订单同比增长超过十倍，公司战略性新产品前道单片式高温硫酸化学清洗设备也获得国内重要客户订单。截至 2024Q2 末，公司在手订单超过 26 亿元，创历史新高。2024Q2 公司经营活动净现金流为 1.16 亿元，同比转正，环比大幅增长 163%，表明订单回款情况良好。
- **前道涂胶显影国产替代中，清洗设备、后道先进封装设备进一步打开成长空间：**
(1) **前道 Track：**公司作为国内唯一可以提供量产型前道 Track 的厂商，目前已完成在前道晶圆制造 ≥28nm 工艺节点的全覆盖，Offline、I-line、KrF 及 ArF 浸没式机台等均已实现批量销售，≤14nm 先进制程工艺技术也在有序验证中。公司新一代超高产能架构 Track FTEX 研发取得良好进展，可匹配未来更先进的光刻机产能提升需求。(2) **前道清洗设备：**2024H1，公司该设备获得国内高端逻辑客户大批量订单，进一步夯实龙头地位。此外，公司前道化学清洗机已获多家客户验证订单，其中高温 SPM 化学清洗机获得国内领先逻辑客户验证订单（高温 SPM 清洗工艺为 28nm/14nm 制程性能要求最高的工艺之一，也是技术壁垒最高的湿法工艺）。(3) **后道先进封装设备：**公司后道先进封装用 Track、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、通富微电等海内外一线大厂。2024H1 公司临时键合机、解键合机验证顺利，已与国内多家 2.5D、HBM 客户达成深度合作，目前在手量产或验证订单已十余台。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到设备交付节奏，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 3.3/4.3/5.5 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 34/26/21 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)	56.85
一年最低/最高价	56.18/168.88
市净率(倍)	3.19
流通 A 股市值(百万元)	11,388.45
总市值(百万元)	11,388.45

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.81
资产负债率(% LF)	46.52
总股本(百万股)	200.32
流通 A 股(百万股)	200.32

相关研究

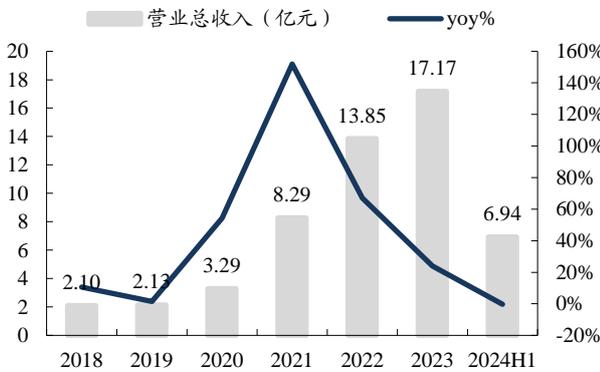
- 《芯源微(688037)：2023 年报&2024 年一季报点评：业绩稳健增长，看好涂胶显影国产化进程》
2024-04-29
- 《芯源微(688037)：2023 年三季报点评：盈利水平同比提升，看好前道设备快速放量》
2023-10-31

1. 业绩波动下滑，主要受费用前置影响

2024 上半年公司实现营收 6.94 亿元，同比-0.29%，收入阶段性小幅减少主要受存量订单结构、生产交付及验收周期等因素影响。2024H1 实现归母净利润 0.76 亿元，同比-43.88%；扣非净利润为 0.36 亿元，同比-65.52%，利润下滑较多主要系研发投入显著提升、员工规模扩张及股份支付费用增加。

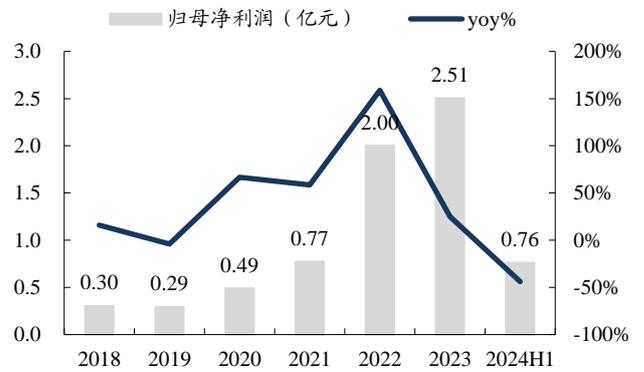
Q2 单季营收为 4.49 亿元，同比+10.31%，环比+84.02%，Q2 订单交付及验收节奏回归常态，收入恢复增长；归母净利润为 0.60 亿元，同比-13.73%，环比+276%。

图1：2024H1 公司实现营收 6.94 亿元，同比-0.29%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2024H1 归母净利润为 0.76 亿元，同比-43.88%



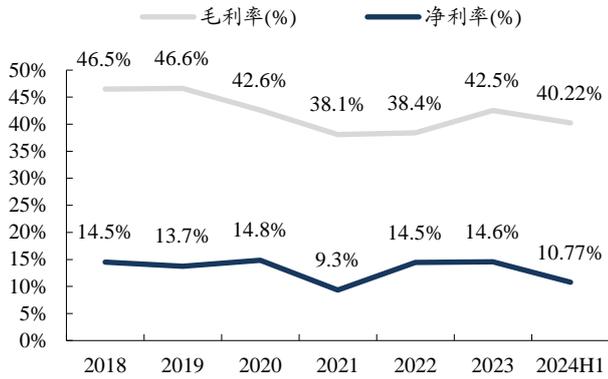
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 产品验收结构调整及费用率提升，盈利能力阶段性下滑

2024H1 公司毛利率为 40.22%，同比-3.22pct，我们认为毛利率下滑主要系产品验收结构影响，未来随着设备零部件国产化率持续提升叠加规模效应释放，毛利率仍有较大提升空间；销售净利率为 10.77%，同比-8.73pct。2024H1 公司期间费用率为 42.09%，同比+12.36pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.06%/15.16%/16.87%/-1.01%，同比+2.52/+4.46/+5.80/0.42pct。2024H1 公司持续加大研发投入，研发投入为 1.17 亿元，同比+52%，多款新产品迭代及研发进展顺利。

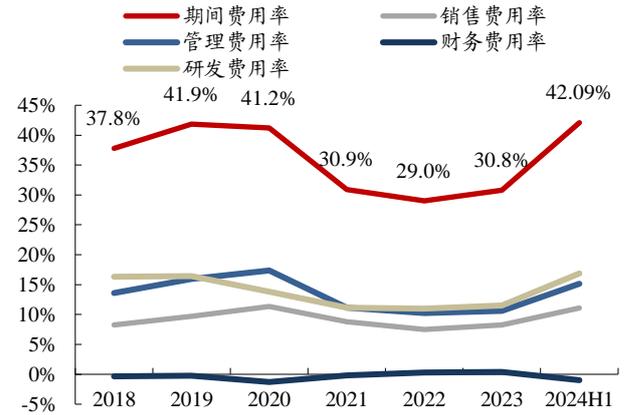
Q2 单季毛利率为 40.18%，同比-1.94pct，环比-0.12pct；销售净利率为 13.15%，同比-3.96pct，环比+6.75pct。

图3: 2024H1 销售毛利率为 40.22%，同比-3.22pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2024H1 期间费用率为 42.09%，同比+12.36pct

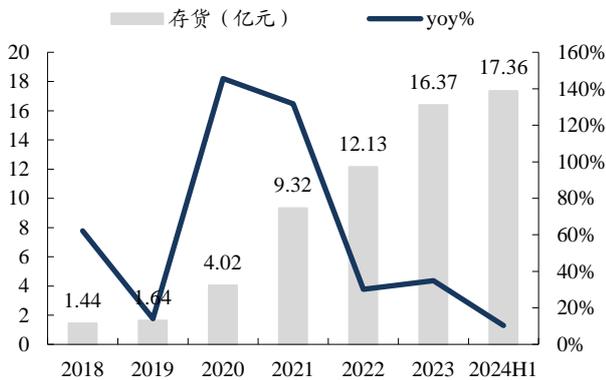


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 多领域突破带动新签订单持续增长，在手订单充足

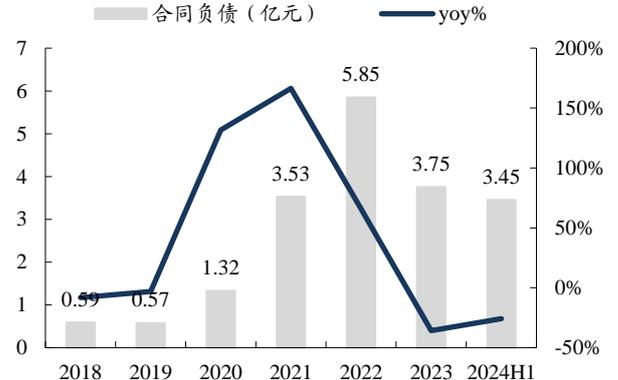
截至 2024Q2 末公司存货为 17.36 亿元，同比+10%；合同负债为 3.45 亿元，同比-26%。2024H1 公司新签订单为 12.19 亿元，同比+31%，其中前道 Track 新签订单同比保持良好增长，后道先进封装及化合物等小尺寸设备新签订单同比较大增长，应用于 Chiplet 领域的新产品临时键合、解键合等新签订单同比增长超过十倍，公司战略性新产品前道单片式高温硫酸化学清洗设备也获得国内重要客户订单。截至 2024Q2 末，公司在手订单超过 26 亿元，创历史新高。2024Q2 公司经营活动净现金流为 1.16 亿元，同比转正，环比大幅增长 163%，表明订单回款情况良好。

图5: 截止 2024Q2 末存货为 17.36 亿元，同比+10%



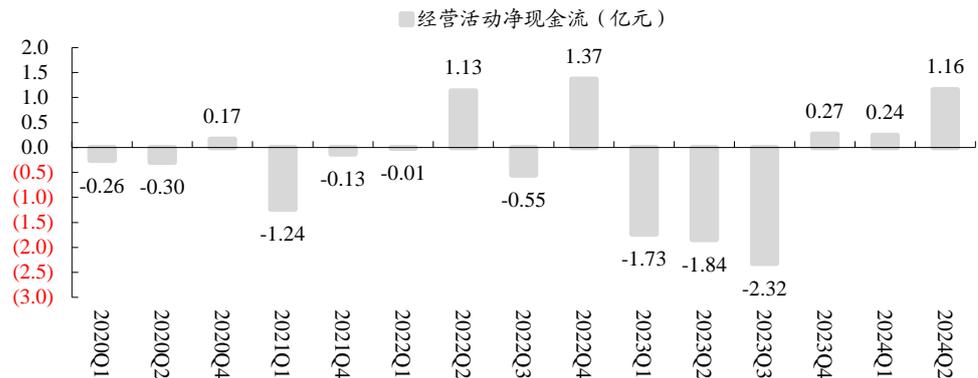
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 截止 2024Q2 末合同负债为 3.45 亿元，同比-26%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：2024Q2 公司经营活动净现金流为 1.16 亿元，同比转正



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 前道涂胶显影国产替代中，清洗设备、后道先进封装设备进一步打开成长空间

(1) 前道 Track: 公司作为国内唯一可以提供量产型前道 Track 的厂商，目前已完成在前道晶圆制造 $\geq 28\text{nm}$ 工艺节点的全覆盖，Offline、I-line、KrF 及 ArF 浸没式机台等均已实现批量销售， $\leq 14\text{nm}$ 先进制程工艺技术也在有序验证中。公司新一代超高产能架构 Track FTEx 研发取得良好进展，可匹配未来更先进的光刻机产能提升需求。

(2) 前道清洗设备: 2024H1，公司该设备获得国内高端逻辑客户大批量订单，进一步夯实龙头地位。此外，公司前道化学清洗机已获多家客户验证订单，其中高温 SPM 化学清洗机获得国内领先逻辑客户验证订单（高温 SPM 清洗工艺为 $28\text{nm}/14\text{nm}$ 制程性能要求最高的工艺之一，也是技术壁垒最高的湿法工艺）。

(3) 后道先进封装设备: 公司后道先进封装用 Track、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、通富微电等海内外一线大厂。2024H1 公司临时键合机、解键合机验证顺利，已与国内多家 2.5D、HBM 客户达成深度合作，目前在手量产或验证订单已十余台。

5. 盈利预测与投资评级

考虑到设备交付节奏，我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 3.3/4.3/5.5 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 34/26/21 倍。基于公司在前道 Track 和清洗领域的成长性，维持“增持”评级。

6. 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。

芯源微三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,238	4,273	5,235	6,352	营业总收入	1,717	2,345	3,169	4,075
货币资金及交易性金融资产	743	887	981	1,267	营业成本(含金融类)	987	1,343	1,804	2,303
经营性应收款项	607	886	1,211	1,572	税金及附加	14	19	25	33
存货	1,637	2,203	2,715	3,151	销售费用	142	211	254	285
合同资产	15	35	48	61	管理费用	182	258	342	428
其他流动资产	237	261	280	300	研发费用	198	258	342	428
非流动资产	1,063	1,117	1,105	1,059	财务费用	7	33	32	37
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	111	129	105	49
固定资产及使用权资产	464	637	693	677	投资净收益	9	12	16	0
在建工程	402	251	151	88	公允价值变动	(5)	0	0	0
无形资产	84	111	138	165	减值损失	(26)	(15)	(12)	(8)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	4	6	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	279	354	479	602
其他非流动资产	114	119	124	129	营业外净收支	3	20	10	10
资产总计	4,302	5,390	6,341	7,411	利润总额	282	374	489	612
流动负债	1,378	2,134	2,649	3,174	减:所得税	32	41	54	67
短期借款及一年内到期的非流动负债	394	394	394	394	净利润	250	333	435	545
经营性应付款项	526	699	865	1,009	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	375	940	1,263	1,612	归属母公司净利润	251	333	435	545
其他流动负债	82	100	127	159	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.25	1.66	2.17	2.72
非流动负债	541	541	541	541	EBIT	278	256	401	599
长期借款	469	469	469	469	EBITDA	318	342	503	711
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	42.53	42.71	43.07	43.50
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	14.60	14.19	13.73	13.37
其他非流动负债	72	72	72	72	收入增长率(%)	23.98	36.58	35.14	28.60
负债合计	1,919	2,675	3,190	3,715	归母净利润增长率(%)	25.21	32.82	30.67	25.31
归属母公司股东权益	2,380	2,713	3,148	3,693					
少数股东权益	3	3	3	3					
所有者权益合计	2,383	2,716	3,151	3,696					
负债和股东权益	4,302	5,390	6,341	7,411					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(563)	286	198	381	每股净资产(元)	17.26	19.68	22.83	26.79
投资活动现金流	(505)	(102)	(64)	(55)	最新发行在外股份(百万股)	200	200	200	200
筹资活动现金流	699	(40)	(40)	(40)	ROIC(%)	8.96	6.67	9.41	12.44
现金净增加额	(368)	144	94	286	ROE-摊薄(%)	10.53	12.27	13.82	14.76
折旧和摊销	41	86	102	112	资产负债率(%)	44.60	49.62	50.31	50.13
资本开支	(469)	(109)	(75)	(50)	P/E(现价&最新股本摊薄)	45.44	34.21	26.18	20.89
营运资本变动	(883)	(150)	(364)	(314)	P/B(现价)	3.29	2.89	2.49	2.12

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),北交所基准指数为北证 50 指数),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>