

芯源微 (688037.SH)

公司在手订单创新高，化学清洗&先进封装设备快速拓展

买入 (维持评级)

当前价格: 56.85 元

投资要点:

➤ 24H1 业绩: Q2 营收增速改善, 净利率修复

(1) **营收:** 24H1 公司实现营收 6.94 亿元, 同比-0.3%, 单 Q2 营收 4.49 亿元, 同比+10%。(2) **归母净利润:** 24H1 实现归母净利润 0.76 亿元, 同比-44%, 单 Q2 归母净利润 0.6 亿元, 同比-14%。(3) **盈利能力:** 24H1 毛利率 40.22%, 净利率 10.77%; 单 Q2 毛利率 40.18%, 环比小幅下降, 净利率 13.15%, 环比明显提升。

➤ 公司巩固涂胶显影细分龙头地位, 在手订单创新高

公司产品包括光刻工序涂胶显影设备、单片式湿法设备、临时键合及解键合设备等。涂胶显影设备上, 公司产品已成功实现在前道晶圆加工领域 28nm 及以上成熟制程工艺节点全覆盖, 14nm 及以下先进制程工艺技术也在有序验证中。2024 年上半年, 公司新签订单 12.19 亿元, 同比增长约 30%。其中, 前道涂胶显影新签订单同比保持良好增长, 后道先进封装及小尺寸新签订单同比较大幅度增长, 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 2024 年 6 月底, 公司在手订单超过 26 亿元, 创历史新高。展望下半年, 我们认为前道涂胶显影以及公司临时键合等新产品新签订单增长值得期待。

➤ 高温硫酸化学清洗机即将出货给客户, 拓宽清洗设备布局

公司预计 8 月 30 日在上海临港新厂区启运首台前道单片式高温硫酸化学清洗机 KS-CM300 到客户端开展工艺验证。该机台是公司上海子公司自主研发的首款高端设备。该机台机台所用高温 SPM 清洗工艺被业界公认为 28nm/14nm 制程性能要求最高的工艺之一, 也是业内最具难度和挑战的湿法工艺。化学清洗机设备出货有望带动公司拓宽到更大赛道。

➤ 封装需求回暖, 同时先进封装设备订单快速增长

24 年上半年, 公司后道涂胶显影机、单片式湿法设备获得国内多家客户以及海外封装龙头客户的批量重复性订单。另一方面, 公司在 2.5D/3D 先进封装领域已成功推出了包括临时键合、解键合、Frame 清洗、Deflux 清洗等在内的多款新产品。24 年上半年, 公司临时键合机、解键合机商业化推广和验证进展顺利, 公司已与国内多家 2.5D、HBM 客户达成深度合作, 目前在手量产或验证性订单已十余台。随着国内先进封装客户的扩产, 我们预计将带动芯源微先进封装相关设备订单起量。

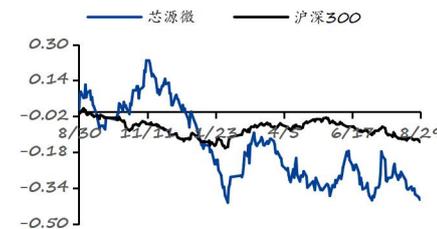
➤ 盈利预测与投资建议

考虑到公司今年在化学清洗和先进封装等设备的研发投入, 我们小幅下调盈利预测。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润 2.8/4.2/5.6 亿元 (前值: 3.0/4.7/6.3 亿元), 对应当前 P/E 倍数为 42/27/21 倍。公司在涂胶显影设备国内龙头地位稳固, 同时积极拓展化学清洗和先进封装设备。维持“买入”评级。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	200.32/200.32
流通 A 股市值(百万元)	11,388.45
每股净资产(元)	17.81
资产负债率(%)	46.52
一年内最高/最低价(元)	168.88/56.18

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 陈海进(S0210524060003)
 chj30590@hfzq.com.cn
 分析师: 徐巡(S0210524060004)
 xx30511@hfzq.com.cn

相关报告

1、芯源微(688037.SH): 涂胶显影龙头, 积极布局清洗和先进封装设备——2024.06.23



➤ 风险提示

下游需求不及预期，行业竞争加剧风险，贸易摩擦风险。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,385	1,717	2,137	2,894	3,747
增长率	67%	24%	24%	35%	29%
净利润（百万元）	200	251	275	418	558
增长率	159%	25%	10%	52%	33%
EPS（元/股）	1.00	1.25	1.37	2.08	2.78
市盈率（P/E）	57.0	45.6	41.5	27.3	20.5
市净率（P/B）	5.4	4.8	4.3	3.8	3.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	743	878	769	1,002	营业收入	1,717	2,137	2,894	3,747
应收票据及账款	571	679	901	1,157	营业成本	987	1,261	1,673	2,130
预付账款	26	78	97	104	税金及附加	14	18	24	30
存货	1,637	2,003	2,495	2,964	销售费用	142	175	231	305
合同资产	15	29	43	53	管理费用	182	214	284	360
其他流动资产	261	62	88	111	研发费用	198	246	318	393
流动资产合计	3,238	3,701	4,350	5,337	财务费用	7	19	10	14
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-19	-15	-15	-15
固定资产	464	577	673	760	资产减值损失	-7	-8	-9	-10
在建工程	402	392	362	342	公允价值变动收益	-5	-2	-2	-3
无形资产	84	98	109	119	投资收益	9	7	9	8
商誉	0	0	0	0	其他收益	111	120	130	130
其他非流动资产	114	114	114	114	营业利润	279	310	471	628
非流动资产合计	1,063	1,181	1,257	1,335	营业外收入	4	0	0	0
资产合计	4,302	4,882	5,607	6,672	营业外支出	1	0	0	0
短期借款	387	0	0	0	利润总额	282	310	471	628
应付票据及账款	526	791	964	1,233	所得税	32	35	54	72
预收款项	0	0	0	0	净利润	250	275	417	557
合同负债	375	760	961	1,132	少数股东损益	0	-1	-1	-1
其他应付款	1	1	1	1	归属母公司净利润	251	275	418	558
其他流动负债	88	101	136	170	EPS (按最新股本摊薄)	1.25	1.37	2.08	2.78
流动负债合计	1,378	1,653	2,063	2,536					
长期借款	469	519	449	529					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	72	72	72	72					
非流动负债合计	541	591	521	601					
负债合计	1,919	2,244	2,584	3,137					
归属母公司所有者权益	2,380	2,637	3,021	3,535					
少数股东权益	3	2	1	0					
所有者权益合计	2,383	2,639	3,023	3,535					
负债和股东权益	4,302	4,882	5,607	6,672					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-563	676	129	347
现金收益	298	338	482	634
存货影响	-424	-366	-492	-468
经营性应收影响	-228	-152	-232	-253
经营性应付影响	33	265	173	269
其他影响	-241	591	197	166
投资活动现金流	-505	-157	-125	-136
资本支出	-470	-162	-131	-141
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-35	5	6	5
融资活动现金流	699	-383	-114	23
借款增加	728	-337	-70	80
股利及利息支付	-50	-71	-73	-83
股东融资	25	0	0	0
其他影响	-3	24	29	25

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	24.0%	24.5%	35.4%	29.5%
EBIT 增长率	27.9%	13.7%	46.5%	33.3%
归母公司净利润增长率	25.2%	9.8%	52.0%	33.3%
获利能力				
毛利率	42.5%	41.0%	42.2%	43.1%
净利率	14.6%	12.9%	14.4%	14.9%
ROE	10.5%	10.4%	13.8%	15.8%
ROIC	8.9%	10.5%	14.0%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	44.6%	46.0%	46.1%	47.0%
流动比率	2.4	2.2	2.1	2.1
速动比率	1.2	1.0	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转天数	87	105	98	99
存货周转天数	520	520	484	461
每股指标 (元)				
每股收益	1.25	1.37	2.08	2.78
每股经营现金流	-2.80	3.36	0.64	1.73
每股净资产	11.85	13.13	15.04	17.60
估值比率				
P/E	46	42	27	20
P/B	5	4	4	3
EV/EBITDA	85	75	52	40

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn