

# 24Q4 业绩大幅改善，Track、化学清洗机等持续突破

## 芯源微(688037)

评级:	增持	股票代码:	688037
上次评级:	增持	52 周最高价/最低价:	120.0/56.18
目标价格:		总市值(亿)	191.89
最新收盘价:	95.4	自由流通市值(亿)	191.89
		自由流通股数(百万)	201.14

### 事件概述

公司发布 2024 年报。

#### ► 2024Q4 收入端提速明显，化学清洗、先进封装等新品开始放量

2024 年公司实现营收 17.54 亿元，同比+2.1%；其中 Q4 为 6.49 亿元，同比+27.13%，环比+57.91%，单季度提速明显，推测系订单确认加速。分产品来看，其中涂胶显影设备营收 10.5 亿元，同比-1.52%；单片湿法设备营收 6.4 亿元，同比+7.43%，主要系清洗机&去胶机收入增长；其他设备营收 1513 万元，同比+13.75%，主要系键合机等收入增长。截至 24 年末，公司存货为 18.16 亿元，同比+10.9%；合同负债为 4.5 亿元，同比+20%；新签订单约 24 亿元，同比+10%。随着前道 Track、清洗机持续获得先进客户订单，先进封装新品临时键合机、解键合机等开始放量，看好公司收入端持续增长。

#### ► 研发费用大幅提升，2024 年公司利润端承压

2024 年公司实现归母净利润/扣非归母净利润分别为 2.03/0.73 亿元，分别同比-19%/-61%，全年利润端有所承压，2024Q4 公司实现归母净利润/扣非归母净利润分别为 0.95/0.33 亿元，分别同比+213%/+514%，单季度改善明显。2024 年公司销售净利率为 11.49%，同比-3.1pct，盈利水平承压：1) 毛利端：24 年公司整体毛利率为 37.7%，同比-0.9pct，保持稳定，其中 Track、湿法设备、其他设备分别同比+0.09pct、-3.12pct、+4.36pct；2) 费用端：24 年期间费用率为 36.8%，同比+6.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-3.2pct、+3.6pct、+5.4pct 和+0.1pct，2024 年公司研发费用达到 2.97 亿元，同比+49.93%，研发投入大幅提升，影响了利润端表现。3) 期间政府补助 1.37 亿元，去年同期为 6390 万元，增厚利润。

#### ► 北方华创将赋能公司业务发展，加速 track、清洗等设备国产替代

如控制权变更事项进展顺利，北方华创将成为公司第一大股东，作为本土实力最强的平台型公司，带来丰富产业和研发资源，有助于公司 Track、清洗、键合等设备加快突破：

1) 前道涂胶显影设备：成功获得国内头部逻辑、存储、功率客户订单，高端 offline 机台快速突破，I-line、KrF 机台在多家客户端量产跑片数据良好。公司正积极推进 ArF 浸没式高产能涂胶显影机的导入及验证工作；2) 前道物理清洗设备：获得国内领先逻辑客户订单，持续巩固在国内市场的龙头地位；3) 前道化学清洗机台：公司高温 SPM 机台在三大核心指标上对标海外龙头，已成功通过客户工艺验证，打破国外垄断，已获得国内多家大客户订单及验证性订单。4)

**后道先进封装设备：**涂胶显影设备、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等海内外一线大厂；临时键合机、解键合机进入放量阶段，目前在手订单已近 20 台。此外，公司在 2.5D/3D 先进封装领域布局的新产品 Frame 清洗设备通过客户验证。

### 投资建议

我们调整 2025-2026 年公司营收预测为 20.96、26.93 亿元（原值为 25.17 和 33.12 亿元），分别同比+19.5%、+28.5%；归母净利润预测为 2.64、4.49 亿元（原值为 3.89 和 5.04 亿元），分别同比+30%、70.2%；对应 EPS 为 1.31、2.23 元（原值为 1.94 和 2.51 元）。新增 2027 年营收预测为 34.62 亿元，同比+28.6%；归母净利润为 7.11 亿元，同比+58.5%；对应 EPS 为 3.54 元。2025/4/25 股价 95.4 元对应 PE 为 73、43 和 27 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

半导体行业景气下滑、新品拓展不及预期等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,717	1,754	2,096	2,693	3,462
YoY (%)	24.0%	2.1%	19.5%	28.5%	28.6%
归母净利润(百万元)	251	203	264	449	711
YoY (%)	25.2%	-19.1%	30.0%	70.2%	58.5%
毛利率 (%)	38.5%	37.7%	39.3%	40.5%	41.2%
每股收益 (元)	1.82	1.01	1.31	2.23	3.54
ROE	10.5%	7.5%	8.9%	13.2%	17.3%
市盈率	52.42	94.46	72.76	42.75	26.97

资料来源：Wind，华西证券研究所

**分析师：黄瑞连**

邮箱：huangr1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话：

华西机械&电子联合覆盖

**分析师：单慧伟**

邮箱：shanhw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120004

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,754	2,096	2,693	3,462	净利润	201	264	449	711
YoY (%)	2.1%	19.5%	28.5%	28.6%	折旧和摊销	63	85	88	11
营业成本	1,093	1,273	1,602	2,036	营运资金变动	164	-249	-129	-287
营业税金及附加	15	17	22	28	经营活动现金流	442	214	523	551
销售费用	90	94	108	121	资本开支	-219	-287	-177	-180
管理费用	249	252	269	346	投资	7	0	0	0
财务费用	9	82	87	83	投资活动现金流	-201	-276	-163	-163
研发费用	297	314	350	415	股权募资	215	0	0	0
资产减值损失	-13	-10	-10	-10	债务募资	436	80	60	0
投资收益	9	10	13	17	筹资活动现金流	610	-34	-57	-118
营业利润	222	290	495	711	现金净流量	852	-94	302	270
营业外收支	3	3	3	0					
利润总额	225	293	499	711	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	24	29	50	0	<b>成长能力</b>				
净利润	201	264	449	711	营业收入增长率	2.1%	19.5%	28.5%	28.6%
归属于母公司净利润	203	264	449	711	净利润增长率	-19.1%	30.0%	70.2%	58.5%
YoY (%)	-19.1%	30.0%	70.2%	58.5%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.01	1.31	2.23	3.54	毛利率	37.7%	39.3%	40.5%	41.2%
					净利率	11.6%	12.6%	16.7%	20.6%
					总资产收益率 ROA	3.6%	4.5%	6.7%	9.1%
					净资产收益率 ROE	7.5%	8.9%	13.2%	17.3%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	2.70	2.77	2.60	2.54
					速动比率	<b>1.37</b>	<b>1.41</b>	<b>1.37</b>	<b>1.31</b>
					现金比率	1.00	0.96	0.92	0.87
					资产负债率	49.6%	47.2%	47.0%	45.6%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	0.35	0.37	0.43	0.48
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.01	1.31	2.23	3.54
					每股净资产	13.39	14.70	16.93	20.47
					每股经营现金流	2.20	1.07	2.60	2.74
					每股股利	0.11	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	94.46	72.76	42.75	26.97
					PB	6.25	6.49	5.64	4.66

  

资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,583	1,488	1,791	2,061
预付款项	12	38	48	61
存货	1,816	1,758	1,983	2,516
其他流动资产	853	1,015	1,216	1,366
流动资产合计	4,264	4,300	5,038	6,004
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	1,053	1,043	1,021	1,075
无形资产	90	105	120	135
非流动资产合计	1,333	1,538	1,630	1,799
资产合计	5,597	5,838	6,668	7,803
短期借款	162	242	302	302
应付账款及票据	774	707	890	1,131
其他流动负债	642	605	743	926
流动负债合计	1,579	1,555	1,936	2,360
长期借款	1,048	1,048	1,048	1,048
其他长期负债	150	150	150	150
非流动负债合计	1,198	1,198	1,198	1,198
负债合计	2,777	2,753	3,134	3,558
股本	201	201	201	201
少数股东权益	129	129	129	129
股东权益合计	2,820	3,085	3,534	4,245
负债和股东权益合计	5,597	5,838	6,668	7,803

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。