

业绩同比高增，产品结构持续优化

投资要点

- 业绩总结:** 2023年一季度，公司实现收入2.9亿元，同比增长56.9%，实现归母净利润0.7亿元，同比增长103.5%。
- 营收与利润保持快速增长，公司持续加大研发力度。** 2023年一季度：1) 营收端，公司实现收入2.9亿元，同比增长56.9%。2) 利润端，公司实现归母净利润0.7亿元，同比增长103.5%。公司2023年一季度毛利率为45.3%，同比提升6.6pp；净利率为22.9%，同比提升5.2pp。3) 费用端上，公司销售费用率为8.6%，同比下降0.5PP；管理费用率为10.7%，同比下降2.8PP；研发费用率为12.2%，同比上升5.3PP。
- 涂胶显影机实现28nm制程及以上工艺全覆盖。** 公司成功实现28nm及以上节点涂胶显影设备工艺全覆盖，设备与各主要节点的国际主流光刻机均实现联机量产，28nm制程设备下游客户端顺利导入中。目前公司可实现ArF、KrF、I-line和Offline设备配套式供应，未来有望凭借工艺突破持续放量，在手订单将保持快速增长，公司产品结构将向高端持续升级。
- 晶圆级封装与化合物半导体领域积累深厚。** 1) 晶圆级封装领域：公司在3D封装领域具备深厚的技术储备，未来有望快速切入到Chiplet市场；2) 化合物半导体：公司重点突破6英寸SiC前道工艺设备，推出联机产能大于100WPH的涂胶显影设备，未来有望受益于SiC市场需求爆发带动业绩增长。
- 清洗设备持续发力，未来有望打开第二增长曲线。** 公司前道物理清洗剂具备高产能、高颗粒去除能力，下游广泛应用于中芯国际、上海华力、青岛芯恩等一线晶圆厂中，成为国内晶圆厂baseline产品。此外公司单片化学清洗设备研发正稳步推进中，未来有望凭借清洗业务打开第二成长曲线。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计2023-2025年EPS分别为2.95元、4.16元、5.59元，对应动态PE分别为85倍、60倍、45倍，未来三年归母净利润复合增速有望达37.2%。我们给予公司2023年14倍PS，对应目标价303.96元，首次覆盖予以“买入”评级。
- 风险提示:** 半导体设备研发或不及预期，海外供应链断供风险。

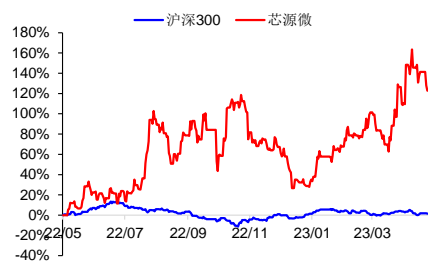
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1384.87	2010.87	2764.98	3710.91
增长率	67.12%	45.20%	37.50%	34.21%
归属母公司净利润(百万元)	200.16	273.08	384.90	517.28
增长率	158.77%	36.43%	40.95%	34.39%
每股收益EPS(元)	2.16	2.95	4.16	5.59
净资产收益率ROE	9.50%	11.44%	13.88%	15.72%
PE	115.62	84.74	60.12	44.74
PB	10.99	9.69	8.35	7.03

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

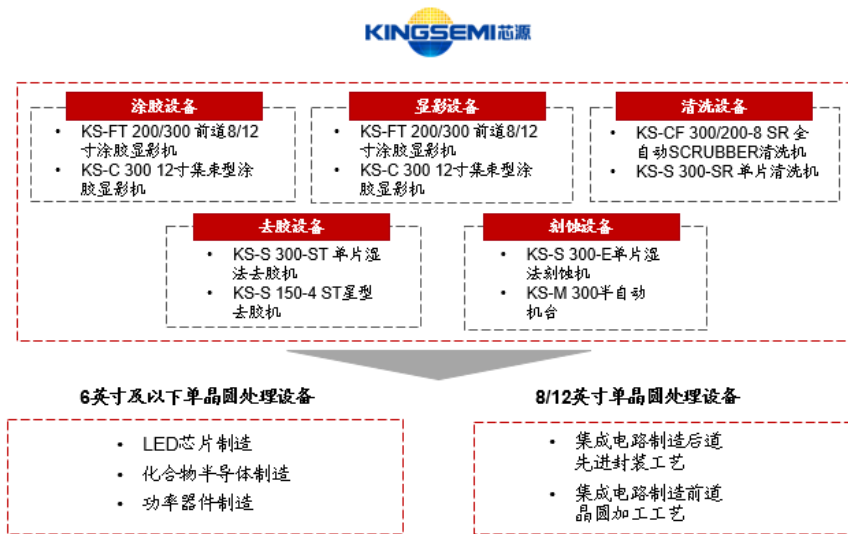
总股本(亿股)	0.93
流通A股(亿股)	0.93
52周内股价区间(元)	113.27-311.80
总市值(亿元)	231.42
总资产(亿元)	35.58
每股净资产(元)	23.51

相关研究

1 公司概况：国内涂胶显影龙头，积极推动业务多元布局

芯源微于 2002 年由中科院沈阳自动化研究所成立，主要负责半导体生产设备的相关研发、生产、销售与服务。公司在发展中不断加大研发投入，形成了专业的集成电路工艺开发和检测实验室以及半导体设备生产组装车间，具备较强的研发与生产实力。经过近二十年的发展，公司已围绕光刻工序在设备上形成深度布局，并且前后道工艺上已有关键设备量产的突破，在国产化替代大背景下成为国内半导体制造设备的领军企业。

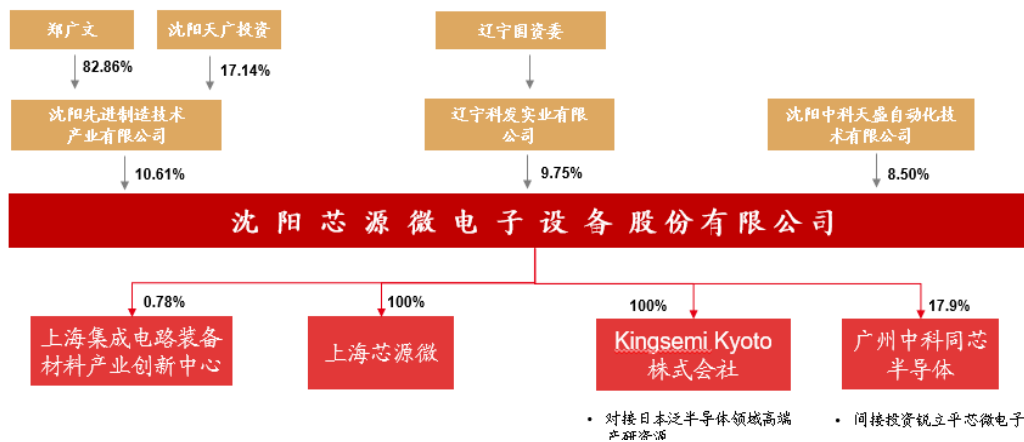
图 1：公司主要产品介绍



资料来源：招股说明书，西南证券整理

公司股权较为分散，国资背景股东为公司主要股东。报告期内，公司股权较为分散，无单一股东通过直接或间接的方式持有公司股权比例或控制其表决权超过 30% 的情形。从股东背景来看，公司股东以国资背景为主，包括中科院、辽宁国资委等。

图 2：公司股权结构



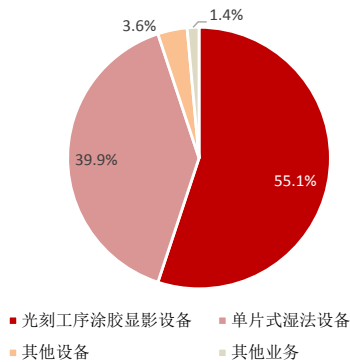
数据来源：公司公告，西南证券整理，截至 2023/03/31

公司主营业务包括：公司主营业务包括：光刻工序涂胶显影设备、单片式湿法设备、其他设备。

从营收结构来看，2022 年公司营业总收入为 13.8 亿元，同比增长 66.5%。具体来看，光刻工序涂胶显影设备达 7.6 亿元，同比增长 50.1%，占公司营业收入比重为 55.1%，贡献公司主要营收；单片式湿法设备实现营业收入 5.5 亿元，同比增长 89.9%，占公司营业收入比重为 39.9%；其他设备达 0.5 亿元，占公司营业收入 3.6%，同比增长 184.3%。

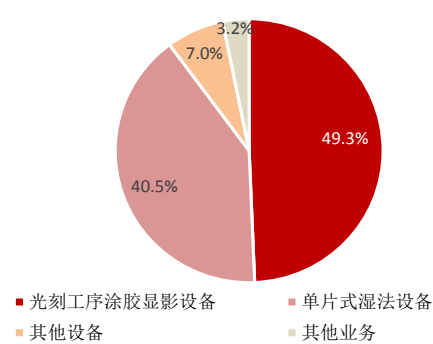
从毛利结构来看，2022 年公司毛利率为 38.4%，实现毛利 5.3 亿元，同比增长 68.5%。主要业务中，光刻工序涂胶显影设备毛利率为 34.7%，同比下降 3.3PP，实现毛利 2.6 亿元，同比增长 36.7%，毛利占比为 49.3%；单片式湿法设备毛利率为 39.2%，同比提升 3.7PP，实现毛利 2.2 亿元，同比增长 109.8%，毛利占比为 40.5%；其他设备毛利率为 69.8%，同比提升 14.8PP，实现毛利 0.4 亿元，同比增长 283.1%，毛利占比为 7.0%。

图 3：公司 2022 年营业收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

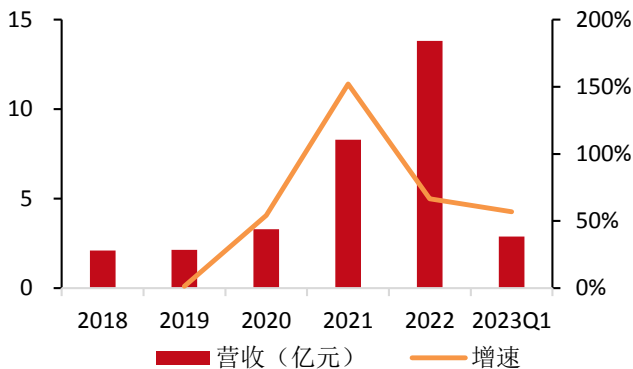
图 4：公司 2022 年主营业务毛利占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

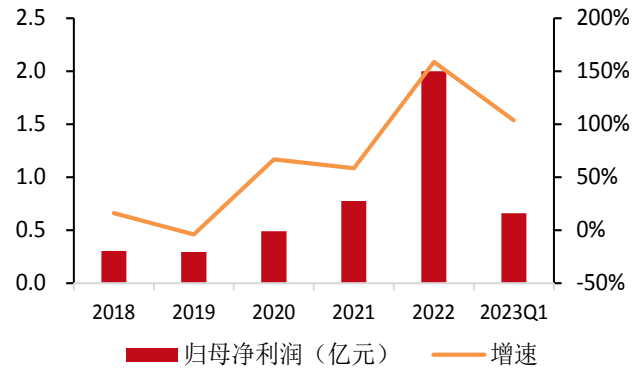
营收保持高速增长，利润空间快速释放。2018-2022 年，公司营业收入由 2.1 亿元增至 13.8 亿元，期间四年复合增速达 60.1%。其中 2022 年公司营业收入达 13.8 亿元，同比增长 66.5%。从利润端来看，2022 年公司归母净利润为 2.0 亿元，同比增长 158.8%。2023 年一季度，公司营收达 2.9 亿元，同比增长 56.9%，归母净利润为 0.7 亿元，同比增长 103.5%。

图 5：公司 2018-2023Q1 年营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

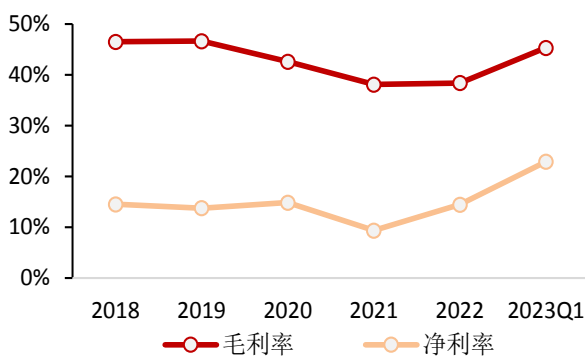
图 6：公司 2018-2023Q1 年归母净利润



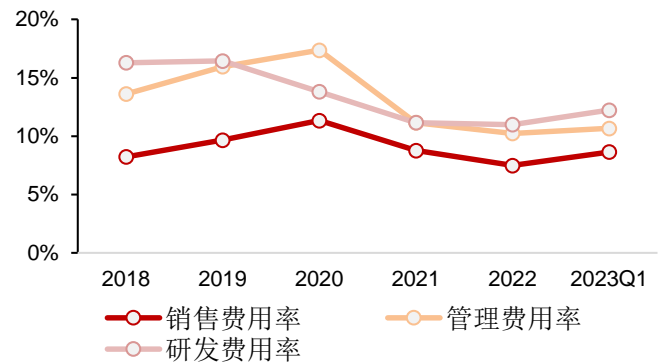
数据来源：公司公告，西南证券整理

费用控制明显，产品结构升级带动利润侧大幅改善。1) 利润率方面：2018-2022年公司毛利率在38.1%至46.6%间波动，2022年公司毛利率为38.4%，较去年同期提升0.3pp；同期间，公司2022年净利率为14.5%，同比提升5.1pp。2023年一季度，公司毛利率为45.3%，较去年同期提升6.6pp；净利率为22.9%，较去年同期提升5.2pp。

2) 费用率方面：2022年公司销售费用率为8.2%，较上年下降1.3PP；同期间，公司管理费用率为10.2%，同比下降0.9PP；2022年研发费用率为11.0%，较去年同期下降0.2PP。2023年一季度，公司销售费用率为8.6%，较上年同期下降0.5PP；管理费用率为10.7%，同比下降2.8PP；研发费用率为12.2%，同比上升5.3PP。

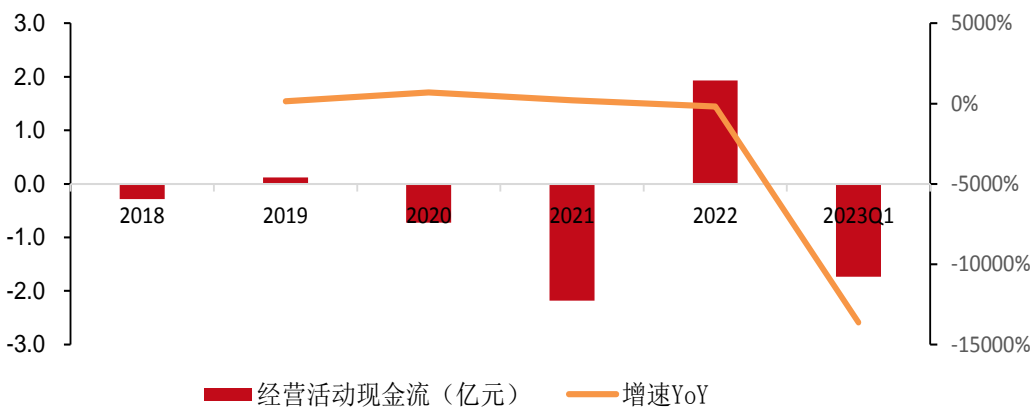
图 7：公司 2018-2023Q1 年毛利率和净利率


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：公司 2018-2023Q1 年费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

在手订单充足，一季度备货导致经营活动现金流转负。2018-2022年，公司经营活动现金流净额在-2.2亿元至1.9亿元之间波动，2022年公司经营活动现金流净额为1.9亿元，主要因为公司在手订单增长引起公司购买零部件支付现金增加；2023年一季度公司经营活动现金流为-1.7亿元。

图 9：公司 2018-2023Q1 年经营活动现金流情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司为国内涂胶显影独供，伴随下游晶圆厂、封测厂扩充，公司将受益于国产化替代，未来增长确定性较强。我们预计公司在国内涂胶显影领域市场占有率在 2024-2025 年将提升至 20%。我们预计未来三年公司销量将在产能逐步建成并释放的背景下增长 28.0% / 29.2% / 27.8%，ASP 提升 9.1% / 3.9% / 3.8%。

假设 2：公司单片式湿法设备与主流厂商技术差距不断缩小，设备已通过下游一线厂商的验证并实现出货。我们假设未来三年公司单片式湿法设备业务出货量同比增长 37.5% / 35.8% / 31.7%，ASP 逐年提升 11.4% / 4.9% / 3.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
光刻工序涂胶显影设备	收入	757.1	1057.7	1419.4	1883.5
	增速	49.6%	39.7%	34.2%	32.7%
	毛利率	34.7%	36.0%	36.5%	38.0%
单片式湿法清洗设备	收入	550.0	842.6	1200.7	1642.6
	增速	89.9%	53.2%	42.5%	36.8%
	毛利率	39.2%	42.0%	43.0%	44.0%
其他设备	收入	53.1	81.1	109.5	142.3
	增速	201.7%	52.7%	35.0%	30.0%
	毛利率	69.8%	70.0%	70.0%	70.0%
其他业务	收入	24.6	29.5	35.4	42.5
	增速	61.8%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	68.6%	70.0%	70.0%	70.0%
合计	收入	1384.8	2010.9	2765.0	3710.9
	增速	67.1%	45.2%	37.5%	34.2%
	毛利率	38.4%	40.4%	41.1%	42.2%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 20.1 亿元、27.7 亿元和 37.1 亿元，归母净利润分别为 2.7 亿元、3.8 亿元、5.2 亿元，EPS 分别为 2.95 元、4.16 元、5.59 元，对应动态 PE 分别为 85 倍、60 倍、45 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了半导体设备领域三家相近的公司作为估值参考，分别是华海清科、盛美上海、中微公司。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	营业收入（亿元）				PS（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
688120.SH	华海清科	345.30	16.5	26.84	35.92	45.64	22.34	13.72	10.25	8.07
688082.SH	盛美上海	100.82	28.7	38.62	49.42	60.67	15.21	11.32	8.84	7.20
688012.SH	中微公司	167.80	47.4	62.41	80.70	100.76	21.89	16.62	12.85	10.30
平均值							19.81	13.89	10.65	8.52

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2023/05/09

从 PS 角度看，2023 年行业平均估值为 14 倍 PS。公司涂胶显影设备研发稳步推动中，未来有望在先进制程节点取得突破，单片清洗设备取得突破快速放量，我们给予公司 2023 年 14 倍 PS 估值，对应目标价 303.96 元，首次覆盖予以“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1384.87	2010.87	2764.98	3710.91	净利润	200.16	273.08	384.90	517.28
营业成本	853.12	1198.80	1629.18	2143.07	折旧与摊销	25.72	31.22	31.22	31.22
营业税金及附加	10.72	15.56	21.40	28.72	财务费用	3.96	5.13	7.68	10.35
销售费用	103.82	142.00	196.06	265.28	资产减值损失	-1.89	-3.62	-4.46	-3.32
管理费用	293.96	423.28	575.68	777.97	经营营运资本变动	-66.59	-1268.30	-610.90	-784.89
财务费用	3.96	5.13	7.68	10.35	其他	31.61	17.07	13.53	15.25
资产减值损失	-1.89	-3.62	-4.46	-3.32	经营活动现金流净额	192.96	-945.42	-178.04	-214.12
投资收益	10.39	0.00	0.00	0.00	资本支出	-187.12	-206.50	-240.90	-172.60
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-59.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-246.12	-206.50	-240.90	-172.60
营业利润	175.98	229.73	339.44	488.84	短期借款	-78.27	226.00	466.63	445.51
其他非经营损益	46.21	58.41	63.37	64.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	222.19	288.14	402.81	553.41	股权融资	1042.87	0.00	0.00	0.00
所得税	22.03	15.06	17.91	36.13	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	200.16	273.08	384.90	517.28	其他	-67.74	28.76	27.72	35.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	896.86	254.76	494.35	481.31
归属母公司股东净利润	200.16	273.08	384.90	517.28	现金流量净额	843.96	-897.15	75.41	94.59
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1098.24	201.09	276.50	371.09	成长能力				
应收和预付款项	369.12	585.63	777.34	1040.05	销售收入增长率	67.12%	45.20%	37.50%	34.21%
存货	1213.30	2015.31	2642.01	3450.37	营业利润增长率	132.16%	30.54%	47.76%	44.01%
其他流动资产	176.76	190.50	259.27	347.03	净利润增长率	158.77%	36.43%	40.95%	34.39%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	130.51%	29.37%	42.19%	40.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	448.97	617.79	811.91	945.52	毛利率	38.40%	40.38%	41.08%	42.25%
无形资产和开发支出	71.61	78.07	93.63	101.40	三费率	29.01%	28.37%	28.19%	28.39%
其他非流动资产	118.32	118.32	118.32	118.32	净利率	14.45%	13.58%	13.92%	13.94%
资产总计	3496.33	3806.72	4978.98	6373.79	ROE	9.50%	11.44%	13.88%	15.72%
短期借款	135.81	361.81	828.44	1273.95	ROA	5.72%	7.17%	7.73%	8.12%
应付和预收款项	537.56	867.03	1132.36	1497.61	ROIC	15.49%	11.73%	10.85%	11.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.85%	13.23%	13.68%	14.29%
其他负债	716.43	189.77	245.18	311.95	营运能力				
负债合计	1389.79	1418.61	2205.98	3083.51	总资产周转率	0.51	0.55	0.63	0.65
股本	92.62	92.62	92.62	92.62	固定资产周转率	5.72	5.25	7.68	11.02
资本公积	1719.34	1719.34	1719.34	1719.34	应收账款周转率	5.24	5.80	5.67	5.62
留存收益	303.07	576.15	961.04	1478.32	存货周转率	0.79	0.74	0.70	0.70
归属母公司股东权益	2106.54	2388.11	2773.00	3290.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.17%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2106.54	2388.11	2773.00	3290.28	资产负债率	39.75%	37.27%	44.31%	48.38%
负债和股东权益合计	3496.33	3806.72	4978.98	6373.79	带息债务/总负债	9.77%	25.50%	37.55%	41.31%
					流动比率	2.22	2.32	1.94	1.81
					速动比率	1.28	0.76	0.64	0.61
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	205.66	266.07	378.34	530.41	每股收益	2.16	2.95	4.16	5.59
PE	115.62	84.74	60.12	44.74	每股净资产	22.74	25.78	29.94	35.53
PB	10.99	9.69	8.35	7.03	每股经营现金	2.08	-10.21	-1.92	-2.31
PS	16.71	11.51	8.37	6.24	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	107.27	87.13	62.31	45.11					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn