


营收与利润高速增长，新产品研发稳步推进

 证券研究报告

 投资评级:增持(维持)

核心观点

基本数据

收盘价(元)	295.00
流通股本(亿股)	0.93
每股净资产(元)	22.74
总股本(亿股)	0.93

2023-04-19

最近 12 月市场表现


分析师 张益敏

 SAC 证书编号: S0160522070002
zhangym02@ctsec.com

相关报告

1. 《Q3 营收增速加快，涂胶显影发力突破》 2022-11-04

❖ **事件:** 芯源微发布 2022 年度报告, 公司全年实现营业收入 13.85 亿元, 同比增长 67.12%; 归母净利润 2.00 亿元, 同比增长 158.77%; 扣非后归母净利润 1.37 亿元, 同比增长 114.99%。

❖ **涂胶显影产品放量助力营收与接单量大增:** 2022 年公司新签订单规模同比大幅增长, 集成电路 offline、I-line、KrF 设备全部实现批量销售并正在快速放量; LED、化合物半导体及封装领域产品也保持稳步增长。由于新签合同快速增长, 2022 年底公司合同负债金额 5.85 亿元, 同比增长 65.8%。

❖ **浸没式 ArF 设备取得进展, 国产替代有望加速:** 芯源微于 2022 年 12 月 17 日发布了浸没式 ArF 涂胶显影设备 FT(III)300。该型设备能与 ArF 浸没式光刻机协作, 具备较高的技术附加值。该型设备此前几乎被日本完全垄断, 随着日本对半导体设备采取出口限制, 国产替代有望加速。公司对标设备的意向客户已包括逻辑、存储、功率领域的知名厂商, 未来技术水平与盈利能力有望进一步提升。

❖ **清洗设备业务赋予公司额外成长动力:** 芯源微的集成电路用物理清洗机业务扩张较快, 2022 年实现营收 5.50 亿元, 同比增长 90%。公司清洗设备已获得中芯国际、上海华力、青岛芯恩、武汉新芯、北京燕东等多个前道大客户的批量重复订单, 业务规模未来有望进一步扩大。

❖ **投资建议:** 综合考虑半导体行业周期影响, 公司业务多元化的进展及在手订单情况, 我们预计公司 2023-25 年营收为 19.91/27.31/35.48 亿元, 归母净利润分别为 3.15/4.59/6.19 亿元, 对应 PE 为 85.27/58.53/43.41 倍, 给予“增持”评级。

❖ **风险提示:** 半导体市场下行周期叠加海外供应风险, 国内晶圆厂设备采购放缓; 新产品放量进度不及预期; 行业竞争加剧。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	829	1385	1991	2731	3548
收入增长率(%)	151.95	67.12	43.77	37.15	29.95
归母净利润(百万元)	77	200	315	459	619
净利润增长率(%)	58.41	158.77	57.49	45.68	34.84
EPS(元/股)	0.92	2.27	3.40	4.96	6.69
PE	183.48	68.94	85.27	58.53	43.41
ROE(%)	8.62	9.50	13.02	15.94	17.69
PB	15.83	6.88	11.10	9.33	7.68

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	828.67	1384.87	1991.01	2730.63	3548.44	成长性					
减:营业成本	513.10	853.12	1151.15	1543.40	1981.70	营业收入增长率	152.0%	67.1%	43.8%	37.1%	29.9%
营业税费	6.74	10.72	15.41	21.13	27.46	营业利润增长率	109.0%	132.2%	98.8%	45.7%	34.8%
销售费用	72.65	103.82	149.26	204.70	266.01	净利润增长率	58.4%	158.8%	57.5%	45.7%	34.8%
管理费用	92.47	141.82	203.90	279.64	363.40	EBITDA 增长率	170.1%	121.4%	89.1%	42.9%	32.2%
研发费用	92.50	152.14	218.72	299.98	389.82	EBIT 增长率	250.6%	131.6%	88.9%	48.1%	35.0%
财务费用	-1.60	3.96	-12.46	-11.56	-16.02	NOPLAT 增长率	286.1%	104.9%	88.9%	48.1%	35.0%
资产减值损失	-7.87	-1.89	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	35.5%	101.8%	14.1%	18.0%	20.5%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	12.4%	134.8%	15.0%	19.0%	21.5%
投资和汇兑收益	1.06	10.39	14.94	20.48	26.62	利润率					
营业利润	75.80	175.98	349.92	509.76	687.36	毛利率	38.1%	38.4%	42.2%	43.5%	44.2%
加:营业外净收支	0.18	46.21	0.00	0.00	0.00	营业利润率	9.1%	12.7%	17.6%	18.7%	19.4%
利润总额	75.98	222.19	349.92	509.76	687.36	净利润率	9.3%	14.5%	15.8%	16.8%	17.5%
减:所得税	-1.37	22.03	34.69	50.54	68.15	EBITDA/营业收入	10.7%	14.2%	18.7%	19.4%	19.8%
净利润	77.35	200.16	315.22	459.22	619.21	EBIT/营业收入	8.9%	12.3%	16.2%	17.5%	18.2%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	232.14	1098.24	1053.48	1276.29	1529.27	固定资产周转天数	39	104	74	54	41
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	235	160	174	156	156
应收账款	229.75	265.82	446.66	530.50	739.31	流动资产周转天数	697	753	660	605	590
应收票据	38.58	23.07	65.57	56.00	101.98	应收帐款周转天数	68	64	64	64	64
预付帐款	37.95	72.93	98.41	131.94	169.41	存货周转天数	468	453	453	453	453
存货	932.18	1213.30	1681.70	2199.76	2783.98	总资产周转天数	692	709	701	624	590
其他流动资产	81.01	125.09	169.17	213.25	257.32	投资资本周转天数	489	591	469	403	374
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	8.6%	9.5%	13.0%	15.9%	17.7%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.9%	5.7%	7.4%	8.8%	9.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	6.8%	6.9%	11.4%	14.3%	16.0%
固定资产	89.41	394.74	400.95	403.15	401.36	费用率					
在建工程	198.49	54.23	54.23	54.23	54.23	销售费用率	8.8%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
无形资产	56.65	71.61	86.57	101.53	116.48	管理费用率	11.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
其他非流动资产	11.92	52.26	52.26	52.26	52.26	财务费用率	-0.2%	0.3%	-0.6%	-0.4%	-0.5%
资产总额	1960.91	3496.33	4259.84	5200.76	6421.88	三费/营业收入	19.7%	18.0%	17.1%	17.3%	17.3%
短期债务	214.07	135.81	135.81	135.81	135.81	偿债能力					
应付帐款	185.99	198.33	320.25	375.03	517.71	资产负债率	54.2%	39.7%	43.1%	44.6%	45.5%
应付票据	213.14	287.75	388.13	518.05	645.47	负债权益比	118.5%	66.0%	75.9%	80.5%	83.5%
其他流动负债	39.91	20.41	20.41	20.41	20.41	流动比率	1.53	2.22	2.07	2.04	2.03
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.50	1.10	0.93	0.87	0.87
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	20.74	27.44	33.95	50.28	67.85
负债总额	1063.67	1389.79	1838.07	2319.77	2921.68	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.30	0.40	0.00	0.00	0.00
股本	84.16	92.62	92.62	92.62	92.62	分红比率					
留存收益	128.15	303.07	618.29	1077.52	1696.73	股息收益率	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	897.25	2106.54	2421.77	2880.99	3500.20	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.92	2.27	3.40	4.96	6.69
净利润	77.35	200.16	315.22	459.22	619.21	BVPS(元)	10.66	22.74	26.15	31.11	37.79
加:折旧和摊销	15.02	25.72	48.87	52.87	56.87	PE(X)	183.5	68.9	85.3	58.5	43.4
资产减值准备	18.12	2.35	0.00	0.00	0.00	PB(X)	15.8	6.9	11.1	9.3	7.7
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	3.56	5.97	9.51	9.51	9.51	P/S	17.1	10.5	13.5	9.8	7.6
投资收益	-1.06	-10.39	-14.94	-20.48	-26.62	EV/EBITDA	159.8	68.9	69.9	48.5	36.3
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-322.58	-32.67	-338.82	-219.26	-353.06	PEG	3.1	0.4	1.5	1.3	1.2
经营活动产生现金流量	-218.33	192.96	20.02	282.10	306.22	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-190.69	-246.12	-55.28	-49.79	-43.73	REP					
融资活动产生现金流量	184.05	896.86	-9.51	-9.51	-9.51						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给他任其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。