

2025 年 04 月 29 日

25Q1 业绩点评：新接订单较好，Track、化学清洗机等加速突破

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)	200.54
最新收盘价：	99.7	自由流通市值(亿)	200.54
		自由流通股数(百万)	201.14

事件概述

公司发布 2025 年一季报。

► 25Q1 新接订单良好，化学清洗、先进封装等新品开始放量

2025Q1 公司实现营收 2.75 亿元，同比+12.74%，Q1 为传统淡季，保持稳健增长。1) 分产品看，我们判断前道 Track、前道物理清洗和后道先进封装设备仍为主要收入来源，保持较好增长；新品化学清洗机、键合机等开始放量；化合物等小尺寸设备依旧下滑；2) 分地区看，受益于中国台湾客户 CoWos 扩产及韩国等市场突破，预计全年海外及中国港澳台收入占比维持 10%。截至 24 年末，公司新签订单约 24 亿元，同比+10%；截至 25Q1，公司存货/合同负债分别同比+11.86%/+32.38%，我们判断 Q1 新接订单良好。随着前道化学清洗机、临时键合机等不断导入新客户，Track 四代机验证加速，后续收入端增长动力强劲。

► 高研发投入致使利润端明显下滑，25Q1 毛利率同比持平

2025Q1 公司实现归母净利润/扣非归母净利润分别为 466/-4007 万元，分别同比-71%/-564%，利润端大幅下滑。2025Q1 公司销售净利率为-0.81%，同比-7.2pct，盈利水平明显下滑：1) 毛利端：公司整体毛利率为 34.29%，剔除质保金影响（粗略以 24 年质保金费用均摊加回）后毛利率同比基本持平。全年来看，化学清洗机产能爬坡形成一定压力，考虑收入结构等因素预计毛利率实现持平；2) 费用端：公司期间费用率为 54.6%，同比+8.8pct，其中研发费用达 6382 万元，同比+41%，研发费用率同比+4.6pct；3) 期间政府补助 5263 万元，去年同期仅 685 万元，明显增厚利润。

► 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

受让股权事宜顺利，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，协同开发、产业链优势明显，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，正积极推进 ArF 浸没式高产涂胶显影机的导入及验证工作；2) 前道化学清洗机台：工艺覆盖率 80%+，高温 SPM 机台核心指标对标海外龙头，目前大客户签单良好，有望快速放量；超临界机型 25H1 有望进入客户端验证。3) 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

我们维持 2025-2027 年公司营收预测为 20.96、26.93 和 34.62 亿元，分别同比+19.5%、+28.5% 和+28.6%；归母净利润预测为 2.64、4.49 和 7.11 亿元，分别同比+30%、+70.2%和+58.5%；对应 EPS 为 1.31、2.23 和 3.53 元。2025/4/28 股价 99.7 元对应 PE 为 76、45 和 28 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%	58.3%
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	3.53
ROE	10.5%	7.5%	8.9%	13.1%	17.2%
市盈率	54.78	98.71	76.04	44.67	28.22

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：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	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	211	522	550
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	88	84	投资活动现金流	-201	-281	-163	-163
研发费用	297	314	350	415	股权募资	215	14	0	0
资产减值损失	-13	-10	-10	-10	债务募资	436	67	60	0
投资收益	9	10	13	17	筹资活动现金流	610	-72	-57	-118
营业利润	222	290	495	711	现金净流量	852	-141	301	269
营业外收支	3	3	3	0					
利润总额	225	293	499	711	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	24	29	50	0	成长能力				
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%	58.3%
YoY (%)	-19.1%	30.0%	70.2%	58.3%	盈利能力				
每股收益	1.01	1.31	2.23	3.53	毛利率	37.7%	39.3%	40.5%	41.2%
					净利率	11.6%	12.6%	16.7%	20.5%
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	3.6%	4.5%	6.8%	9.2%
货币资金	1,583	1,441	1,743	2,012	净资产收益率 ROE	7.5%	8.9%	13.1%	17.2%
预付款项	12	38	48	61	偿债能力				
存货	1,816	1,758	1,983	2,516	流动比率	2.70	2.76	2.60	2.54
其他流动资产	853	1,015	1,217	1,367	速动比率	1.37	1.39	1.36	1.29
流动资产合计	4,264	4,253	4,991	5,956	现金比率	1.00	0.93	0.91	0.86
长期股权投资	1	1	1	1	资产负债率	49.6%	46.6%	46.5%	45.2%
固定资产	1,053	1,043	1,021	1,075	经营效率				
无形资产	90	105	120	135	总资产周转率	0.35	0.37	0.43	0.48
非流动资产合计	1,333	1,546	1,638	1,808	每股指标（元）				
资产合计	5,597	5,799	6,629	7,763	每股收益	1.01	1.31	2.23	3.53
短期借款	162	242	302	302	每股净资产	13.39	14.76	16.99	20.53
应付账款及票据	774	707	890	1,131	每股经营现金流	2.20	1.05	2.59	2.74
其他流动负债	642	592	730	913	每股股利	0.11	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,579	1,542	1,923	2,347	估值分析				
长期借款	1,048	1,048	1,048	1,048	PE	98.71	76.04	44.67	28.22
其他长期负债	150	111	111	111	PB	6.25	6.75	5.87	4.86
非流动负债合计	1,198	1,160	1,160	1,160					
负债合计	2,777	2,701	3,082	3,506					
股本	201	201	201	201					
少数股东权益	129	129	129	129					
股东权益合计	2,820	3,098	3,547	4,257					
负债和股东权益合计	5,597	5,799	6,629	7,763					

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。