

芯源微 (688037 CH, 持有, 目标价: RMB90.00)

买入

持有

卖出

目标价: RMB90.00 当前股价: RMB96.08

股价上行/下行空间 -6%

52 周最高/最低价 (RMB) 120.00/55.52

市值 (US\$mn) 2,679

当前发行数量(百万股) 201

三个月平均日交易额 (US\$mn) 91

流通盘占比 (%) 59

主要股东 (%)

Liaoning Kefa Industrial Co., Ltd 11

Shenyang AMT 9

Shenyang Zhongke Tiansheng Automation Te 8

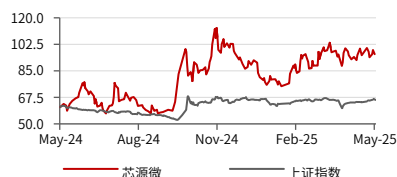
按 2025 年 5 月 16 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	持有	N/A
目标价 (RMB)	90.00	95.00	-5%
2025E EPS (RMB)	1.29	1.89	-32%
2026E EPS (RMB)	2.20	2.64	-17%
2027E EPS (RMB)	3.14	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	2,266 (-8%)	2,921 (+0%)
EPS (RMB)	1.44 (-11%)	2.20 (-0%)

注: 所示市场预测来源于 FactSet。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

研究团队

王国略, 分析师

证书编号: S1680524080001

电话: +86 21 6015 6827

电邮地址: ghwang@huaxingsec.com

1Q25 收入低于我们预期, 订单有望在 2025 年确认收入

- 2024 年和 1Q25 季度业绩低于我们预期。
- 我们认为芯源微 2024 年新签订单有望在 2025 年逐步贡献收入。
- 维持“持有”评级, 目标价略微下调至人民币 90.0 元。

2025 年 4 月 26 日, 芯源微公告其 2024 年收入为 17.5 亿元, 同比增长 2.13%, 公司 2024 年度扣非净利是 2.03 亿元, 同比下降 19.08%。2025 年 4 月 29 日, 芯源微公告其 1Q25 季度收入为 2.75 亿元, 同比增长 12.74%, 公司 1Q25 季度扣非净利是 0.05 亿元, 同比下降 70.89%。我们认为 2024 年和 1Q25 季度净利增速低于同期收入增速的主要原因是公司持续进行新产品研发投入, 研发费用率占比在提升。

我们认为芯源微 2024 年新签订单有望在 2025 年逐步贡献收入。公司 2024 年财报显示芯源微在 2024 年新签订单 24 亿元, 同比增长 10%, 分产品看, 公司前道涂胶显影机产品持续获得国内头部逻辑、存储和功率客户订单。公司新产品前道化学清洗机接单表现优秀, 已经获得国内多家大客户的订单。物理清洗机也在 2024 年成功获得国内领先逻辑客户批量订单。在后道先进封装方面, 后道涂胶显影机和单片湿法设备接单量同比实现增长, 持续巩固了国内优势。另外新产品临时键合机、解键合机也顺利在 2024 年通过多家客户验证。考虑到 2024 年新签订单金额, 叠加新产品陆续在客户侧验证通过, 我们看好新产品放量对芯源微 2025 年收入贡献。根据芯源微 2025 年 4 月 22 日公告, 北方华创收购芯源微股份的交易仍需要上海证券交易所和国家反垄断部门出具批准决定或进行合规性确认。若本次股份协议受让顺利完成, 我们认为北方华创有望成为芯源微第一大股东。根据北方华创 1Q25 业绩预告, 北方华创在电容耦合等离子体刻蚀设备 (CCP)、原子层沉积设备 (ALD) 和高端单片清洗机等产品实现关键技术突破。通过依托北方华创在半导体设备产品、客户渠道方面的优势, 我们看好北方华创取得芯源微控制权后对于芯源微中长期财务表现的正向带动作用。

维持“持有”评级, 目标价略微下调至人民币 90.0 元。由于 1Q25 季度净利润低于我们预期, 叠加 2025 年财年研发费用上升, 我们下调公司 2025 财年每股收益 32%。我们目前针对公司的估值为 69 倍 2025 年 P/E (此前为 50 倍 2025 年 P/E), 因为我们看到市场预期北方华创可能有望完成对芯源微的股份收购, 有利于芯源微 2025-27 年的收入和利润增长。风险提示: 下行风险包括下游需求不及预期, 美国对中国半导体行业进一步限制, 半导体设备竞争加剧。上行风险包括下游需求超过预期, 产能扩张超预期, 半导体零部件国产化速度超预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	1,717	1,754	2,088	2,933	3,645
每股收益 (RMB)	1.82	1.01	1.29	2.20	3.14
市盈率 (x)	57.4	73.9	74.7	43.7	30.6
市净率 (x)	6.0	5.6	6.7	5.9	5.1
股本回报率 (%)	10.5	7.7	9.0	13.6	16.5

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: FactSet, 华兴证券预测

盈利预测修正

由于 1Q25 季度净利润低于我们预期，叠加 2025 年财年研发费用上升，我们下调公司 2025 财年每股收益 32%。基于芯源微 2024 年和 1Q25 季度表现，我们预计 2025/26/27 年收入分别增长 29%/30%/24%，我们认为 2025 年收入增长出现加速的原因是我们预期公司 2025 年有望在前道涂胶显影机新产品的收入增速进一步上涨。在经营效率提升的背景下，我们预计公司 2025/26/27 年净利率分别达到 12.4%/ 15.1%/17.3%。我们引入 2027 年预测。

图表 1：芯源微—1Q25 表现

(人民币百万元)	2022	2023	2024	YoY	1Q24	1Q25	YoY	1Q25 华兴预测	与华兴预测差异
公司收入	1,385	1,717	1,754	2%	244	275	13%	488	-44%
毛利	532	730	661	-10%	98	94	-4%	209	-55%
销售费用	104	142	104	-27%	32	19	-41%	44	-57%
管理费用	142	182	249	37%	40	55	39%	42	32%
研发费用	152	198	297	50%	45	64	41%	50	28%
净利润	200	251	203	-19%	16	5	-71%	75	-94%

资料来源：FactSet，华兴证券整理

图表 2：芯源微--预测修正

(人民币百万元)	调整后			调整前			变化		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
总收入	2,088	2,933	3,645	2,723	3,582	N/A	-23.3%	-18.1%	N/A
同比增长率	19%	40%	24%	44%	32%				
毛利润	732	1,032	1,276	1,143	1,485	N/A	-35.9%	-30.5%	N/A
同比增长率	11%	41%	24%	43%	30%				
毛利率	35.1%	35.2%	35.0%	42.0%	41.5%				
净利润	258	442	630	380	530	N/A	-32.0%	-16.6%	N/A
同比增长率	27%	71%	43%	57%	39%				
净利率	12.4%	15.1%	17.3%	14.0%	14.8%				
摊薄每股收益 (人民币元)	1.29	2.20	3.14	1.89	2.64	N/A	-32.0%	-16.7%	N/A
同比增长率	27%	71%	43%	57%	39%				

资料来源：华兴证券预测

图表 3：芯源微--华兴预测 vs 一致预期

(人民币百万元)	华兴预测			一致预期			变化		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
总收入	2,088	2,933	3,645	2,266	2,921	3,610	-7.8%	0.4%	1.0%
同比增长率	19%	40%	24%						
毛利润	732	1,032	1,276	816	1,052	1,300	-10.2%	-1.8%	-1.8%
同比增长率	11%	41%	24%						
毛利率	35.1%	35.2%	35.0%	36.0%	36.0%	36.0%	-2.6%	-2.2%	-2.8%

净利润	258	442	630	289	442	645	-10.6%	0.0%	-2.3%
同比增长率	27%	71%	43%						
净利润率	12.4%	15.1%	17.3%	12.8%	15.1%	17.9%			
摊薄每股收益（人民币元）	1.29	2.20	3.14	1.44	2.20	3.21	-10.7%	0.0%	-2.2%
同比增长率	27%	71%	43%						

资料来源：FactSet，华兴证券预测

估值

我们重申对芯源微的“持有”评级，将目标价从人民币 95.00 元略微下调至人民币 90.00 元。我们继续采用 P/E 估值。我们目前针对公司目标倍数为 69 倍 2025 年 P/E（此前为 50 倍），因为我们看到市场预期北方华创可能有望完成对芯源微的股份收购，有利于芯源微 2025-27 财年的收入和利润增长。我们预测芯源微 2024-27 年净利润增速是 46%，高于同业其他公司平均增速（37%）。我们认为市场已经部分反映了北方华创股份收购完成后对于芯源微业绩的助力，并且我们认为芯源微传统业务的盈利增速前景可见性较低。

图表 4：芯源微 -- 同业估值对比（行业平均值不包括芯源微）

	代码	收盘价 (本地货币)	市值 (百万人民币)	净利润				P/E		2024-27E net profit CAGR	2025E PEG
				2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E		
芯源微	688037 CH	96.08	19,302	203	258	442	630	74.7	43.7	46%	1.63
北方华创	002371 CH	428.60	228,850	5,621	7,908	10,234	12,362	28.9	22.4	30%	0.96
中微公司	688012 CH	180.33	112,700	1,616	2,757	3,877	4,378	40.9	29.1	39%	1.04
盛美上海	688082 CH	102.90	45,350	1,153	1,559	1,934	1,986	29.1	23.5	20%	1.46
长川科技	300604 CH	41.75	26,320	458	827	1,124	1,482	31.8	23.4	48%	0.66
万业企业	600641 CH	13.91	12,880	108	209	283	390	61.7	45.5	54%	1.15
拓荆科技	688072 CH	153.43	42,950	640	981	1,377	1,868	43.8	31.2	43%	1.02
华海清科	688120 CH	153.83	36,390	1,023	1,355	1,710	2,093	26.9	21.3	27%	1.00
平均值				1,517	2,228	2,934	3,508	37.6	28.0	37%	1.04

注：价格截至 2025 年 5 月 16 日。北方华创、中微公司、芯源微来自华兴预测。其他公司数据来自 FactSet。

资料来源：FactSet，华兴证券预测

风险提示

影响股价的下行风险包括：

- **下游需求不及预期：**下游需求与设备公司业绩紧密相关。若整体半导体市场增速放缓，半导体晶圆厂的投资进程则对延迟，直接影响对上游设备厂商的订单和需求。
- **美国对中国半导体行业进一步限制：**一方面，根据美国 BIS 官网，美国直接将一部分半导体设备公司纳入实体清单，限制中国大陆设备公司获取海外零部件，不排除影响一些设备公司的正常经营和产品出货。另一方面，根据美国 BIS 官网，美国限制 14nm 及以下先进制程设备出口中国，或对中国部分存储和先进逻辑产能扩产造成一定程度影响。若先进产能的扩产节奏出现延迟，直接影响上游设备厂商短期的订单。
- **半导体设备竞争加剧：**更多国内半导体设备厂家的产品开始量产和销售，国外厂家为了维持市场份额导致竞争加剧。

影响股价的上行风险包括：

- **下游需求超过预期：**若整体半导体市场需求增长超过市场预期，有望直接拉动对上游设备厂商的订单和需求。
- **产能扩张超预期：**如果国内晶圆厂扩产速度超过预期，芯源微收入有望充分受益于半导体设备持续增长需求。
- **半导体零部件国产化速度超预期：**如果更多国内半导体设备厂家开始采用国产化零部件，有望直接拉动毛利率的增长。

附：财务报表

年结: 12月
 利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
涂胶显影设备	1,041	1,460	2,057	1,649
单片式湿法设备	664	766	831	818
营业收入	1,754	2,088	2,933	3,645
营业成本	(1,093)	(1,356)	(1,900)	(2,369)
毛利润	661	732	1,032	1,276
管理及销售费用	(650)	(594)	(709)	(741)
其中：研发支出	(297)	(253)	(291)	(304)
其中：市场营销支出	(104)	(124)	(175)	(182)
其中：管理支出	(249)	(217)	(243)	(255)
息税前利润	(4)	114	289	498
息税折旧及摊销前利润	44	164	338	545
利息收入	7	84	84	84
利息支出	(27)	(32)	(32)	(32)
税前利润	225	253	460	670
所得税	(24)	(23)	(46)	(67)
净利润	203	258	442	630
基本每股收益 (RMB)	1.01	1.29	2.20	3.14

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,950	4,456	5,101	5,561
货币资金	1,122	2,050	1,109	2,047
应收账款	390	297	506	392
存货	1,776	824	1,987	1,388
其他流动资产	662	1,285	1,499	1,734
非流动资产	1,086	1,078	1,040	974
固定资产	475	457	410	336
无形资产	95	105	114	122
商誉	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
资产	5,036	5,534	6,141	6,535
流动负债	1,308	1,175	1,417	1,277
短期借款	218	170	170	170
预收账款	0	0	0	0
应付账款	432	348	589	449
长期借款	970	970	970	970
非流动负债	1,041	1,470	1,470	1,470
负债	2,349	2,645	2,886	2,746
股份	0	0	0	0
资本公积	1,947	1,947	1,947	1,947
未分配利润	697	927	1,320	1,881
归属于母公司所有者权益	2,636	2,866	3,259	3,820
少数股东权益	51	24	(4)	(32)
负债及所有者权益	5,036	5,534	6,141	6,535

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	203	258	442	630
折旧摊销	48	50	50	47
利息（收入）/支出	0	0	0	0
其他非现金科目	(0)	(28)	(28)	(28)
其他	(1)	(28)	(28)	(28)
营运资本变动	(51)	960	(1,131)	573
经营活动产生的现金流量	200	1,241	(667)	1,223
资本支出	(248)	(236)	(226)	(215)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(248)	(236)	(226)	(215)
股利支出	(22)	(28)	(49)	(69)
债务筹集（偿还）	324	(48)	0	0
发行（回购）股份	75	0	0	0
其他	50	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	427	(76)	(49)	(69)
现金及现金等价物净增加额	379	928	(941)	938
自由现金流	(48)	1,005	(893)	1,007

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
涂胶显影设备（百万元）	1,041	1,460	2,057	1,649
单片式湿法设备（百万元）	664	766	831	818

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	2.1	19.1	40.4	24.3
毛利润	(9.5)	10.9	41.0	23.6
息税折旧及摊销前利润	(81.2)	270.1	106.3	61.1
净利润	(19.1)	27.4	71.0	42.7
稀释每股调整收益	(44.4)	27.4	71.0	42.7
盈利率 (%)				
毛利率	37.7	35.1	35.2	35.0
息税折旧摊销前利润率	2.5	7.8	11.5	14.9
息税前利润率	(0.2)	5.4	9.8	13.7
净利率	11.6	12.4	15.1	17.3
净资产收益率	7.7	9.0	13.6	16.5
总资产收益率	4.0	4.7	7.2	9.6
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.0	3.8	3.6	4.4
速动比率	1.7	3.1	2.2	3.3
估值比率 (x)				
市盈率	73.9	74.7	43.7	30.6
市净率	5.6	6.7	5.9	5.1
市销率	11.0	9.2	6.6	5.3

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。