

2025 年 07 月 24 日

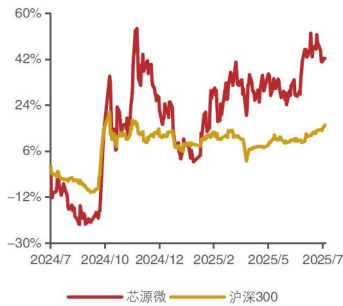
投资评级： 买入（首次）

证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据		2025 年 07 月 21 日
收盘价 (元)	104.71	
一年内最高/最低 (元)	120.00/56.18	
总市值 (百万元)	21,075.80	
流通市值 (百万元)	21,075.80	
总股本 (百万股)	201.28	
资产负债率 (%)	50.24	
每股净资产 (元/股)	13.47	

资料来源：聚源数据

芯源微 (688037.SH)

——国内领先大湿法设备厂商，北方华创获得控制权再添新动能

投资要点：

- **芯源微是国内领先的大湿法设备龙头，致力于为客户提供半导体前后道装备与工艺的整体解决方案。**公司不断优化产品布局，目前已形成前道涂胶显影设备、前道清洗设备、后道先进封装设备以及临时键合、解键合设备和化合物等小尺寸设备的产品矩阵。
- **涂胶显影设备技术攻坚，产业化应用不断深化。**涂胶显影设备作为集成电路制造过程中的关键处理设备，是半导体产线上唯一与光刻机联机作业的工艺设备。机台具有极强的技术壁垒和非标属性：1) 涂胶显影设备结构复杂，机台集成度高，工艺流程路径长，同时还面临膜厚层差、显影缺陷多变、环境颗粒控制、在线检测等诸多难题；2) 设备与客户具体制造工艺和光刻胶材料等相关性密切，具有较高验证成本。公司是国内唯一可提供量产型前道涂胶显影机的厂商，目前已成功开发 Offline、I-line、Krf 以及 Arf 浸没式等多种型号产品。经过长期的技术攻坚和客户端验证与量产，截至 2024 年相关产品已完成晶圆加工环节 28nm 及以上工艺节点的覆盖，并不断向更高工艺演进。此外公司持续研发新一代超高产能涂胶显影机架构 FTEx 并积极寻求客户端验证，通过自主设计的先进机台架构提升整体产能，以匹配未来光刻机产能提升需求。公司 2024 年前道涂胶显影机持续获得国内逻辑、存储、功率客户订单，I-line、Krf 机台客户端跑片数据良好，产品认可度持续提升，同时公司持续推进 Arf 浸没式高产能涂胶显影机客户端导入与验证。公司在全球前道涂胶显影设备市场长期被日本垄断，国产化率低、市占率小的大背景下，坚持自主创新抢滩市场，提供高端涂胶显影设备的国产替代选择。
- **布局及快速推动化学清洗设备研发及量产落地，清洗业务规模再上一层楼。**公司前道物理清洗机凭借高产能、高颗粒去除能力和高性价比等优势获得下游客户认可，目前已成为国内逻辑、功率器件客户主力量产机型，2024 年公司物理清洗机获得国内领先逻辑客户批量订单。公司于 2024 年 3 月首次发布前道化学清洗机，可适用于高温 SPM 工艺以及多种前段和后段工艺清洗过程。机台具备高工艺覆盖性、高稳定性、高洁净度、高产能等多项核心优势，整体工艺覆盖率达 80% 以上。高温 SPM 清洗工艺作为 28nm/14nm 制程性能要求最高的工艺之一，设备市场长期被日本 DNS 垄断，国产化诉求强烈。公司推出的机台在三大核心指标（26nm 颗粒控制、刻蚀率及均一性、金属离子控制）可对标海外龙头，目前该设备成功通过客户端验证，获得国内多家大客户订单及验证性订单，未来有望打造公司业绩增长新动能，与涂胶显影设备形成技术协同与商务协同，实现良性稳健长期成长。
- **封测市场复苏助推公司后道设备需求高增长，后道先进封装设备品类持续拓宽。**公司后道涂胶显影机、单片式湿法设备连续多年服务于国内外一线大厂，2024 年得益于下游市场景气度回升，客户下单意愿积极，后道涂胶显影机、单片式湿法设备获得国内多家客户的批量重复订单，签单规模同比良好增长，在 2024 年持续获得海外封装龙头客户批量重复订单。公司后道先进封装涂胶显影设备及单片式湿法设备技

术较成熟，产品技术达到国际先进水平。根据公司 2024 年年报，公司新产品 Frame 清洗设备、临时键合机和解键合机在国内多家客户通过工艺验证，逐步进入放量阶段。24 年键合系列设备获得国内多家客户订单，在手订单接近 20 台，公司在 2.5D/3D 先进封装领域布局的新产品 Frame 清洗设备进入小批量销售阶段。公司有望持续巩固领先优势，完善在后道先进封装领域的产品矩阵。

- **北方华创取得对公司的控制权，行业龙头支持为公司注入发展新动能。**北方华创通过协议受让和改组公司董事会获得公司实际控制权，截至目前北方华创持有公司股份比例 17.87%，成为公司第一大股东。北方华创与公司同处集成电路设备行业，产品布局具有较强的互补性。控制权变更有望赋能双方不同设备工艺整合，协同为客户提供更完整高效的集成电路设备解决方案。公司作为国内涂胶显影设备、单片式湿法设备龙头，化学清洗、临时键合等新产品产业化迅速。我们认为，北方华创取得对公司的控制权有望全面赋能公司研发端、供应链和客户资源，优化研发模式和供应链管理，推动公司研发效率的提升和生产成本的降低，助力公司挖掘优质客户资源，实现良好的业务协同。
- **短期利润承压，在手订单充足。**公司 24 年营收规模达 17.54 亿元，归母净利润达 2.03 亿元，同比下降 19.08%。归母净利润下滑主要受公司持续加大研发投入水平、人员成本增长影响，24 年公司研发费用达 2.97 亿元，同比增长 49.93%，研发费率达 16.92%。根据公司 24 年年报，公司在研项目持续研发，总投资规模预计达 7.5 亿元。25 年 Q1 公司持续保持高水平研发投入，25Q1 研发费用达 0.64 亿元，同比增长 40.52%，高研发投入叠加成本费用增加等原因影响公司归母净利润下滑，同比下降 70.89%。24 年公司新签订单约 24 亿元（包括 Demo、LoI，含税），同比增长 10%。我们认为，公司利润经历阶段性承压，充足在手订单为公司营收增长奠定规模基础，未来业务规模有望稳健增长。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.43/4.11/6.93 亿元，同比增速分别为 19.76%/69.06%/68.71%，当前股价对应的 PE 分别为 86.77/51.32/30.42 倍。我们选取中科飞测/中微公司/拓荆科技/京仪装备为可比公司，鉴于公司的国内湿法设备龙头地位和核心技术的领先优势，北方华创取得对公司的控制权有望带来的协同优势，首次覆盖，给予为“买入”评级。
- **风险提示：下游扩产不及预期；新品产业化不及预期；市场竞争加剧。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,717	1,754	2,224	2,918	4,029
同比增长率（%）	23.98%	2.13%	26.80%	31.23%	38.07%
归母净利润（百万元）	251	203	243	411	693
同比增长率（%）	25.21%	-19.08%	19.76%	69.06%	68.71%
每股收益（元/股）	1.25	1.01	1.21	2.04	3.44
ROE（%）	10.53%	7.54%	8.37%	12.61%	17.95%
市盈率（P/E）	84.09	103.92	86.77	51.32	30.42

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,583	1,063	776	497
应收票据及账款	603	694	911	1,257
预付账款	12	55	73	100
其他应收款	4	7	9	13
存货	1,816	2,166	2,702	3,548
其他流动资产	247	272	357	493
流动资产总计	4,264	4,258	4,828	5,908
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	1,060	1,073	1,112	1,152
在建工程	49	158	134	102
无形资产	90	89	96	106
长期待摊费用	8	6	6	5
其他非流动资产	125	132	134	137
非流动资产合计	1,333	1,459	1,483	1,503
资产总计	5,597	5,717	6,311	7,411
短期借款	162	0	0	0
应付票据及账款	774	827	1,032	1,354
其他流动负债	642	828	1,076	1,472
流动负债合计	1,579	1,655	2,108	2,826
长期借款	1,054	888	674	457
其他非流动负债	145	145	145	145
非流动负债合计	1,198	1,032	819	602
负债合计	2,777	2,688	2,927	3,428
股本	201	201	201	201
资本公积	1,817	1,817	1,818	1,820
留存收益	673	883	1,238	1,837
归属母公司权益	2,691	2,901	3,257	3,859
少数股东权益	129	128	127	125
股东权益合计	2,820	3,029	3,384	3,983
负债和股东权益合计	5,597	5,717	6,311	7,411

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	201	55	222	502
折旧与摊销	63	87	96	106
财务费用	9	46	35	25
投资损失	-9	-10	-10	-10
营运资金变动	33	-274	-405	-641
其他经营现金流	144	207	207	207
经营性现金净流量	442	112	145	189
投资性现金净流量	-201	-225	-129	-133
筹资性现金净流量	610	-407	-304	-336
现金流量净额	852	-519	-287	-279

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,754	2,224	2,918	4,029
营业成本	1,093	1,370	1,709	2,244
税金及附加	15	18	24	33
销售费用	90	107	131	161
管理费用	249	289	350	443
研发费用	297	311	394	524
财务费用	9	46	35	25
资产减值损失	-13	-9	-12	-17
信用减值损失	-6	-11	-15	-21
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	9	10	10	10
公允价值变动损益	2	0	1	2
资产处置收益	1	2	2	2
其他收益	227	180	180	180
营业利润	222	253	441	755
营业外收入	4	18	18	18
营业外支出	1	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	225	271	458	773
所得税	24	29	49	82
净利润	201	242	409	691
少数股东损益	-1	-1	-1	-2
归属母公司股东净利润	203	243	411	693
EPS(元)	1.01	1.21	2.04	3.44

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	2.13%	26.80%	31.23%	38.07%
营业利润增长率	-20.63%	14.28%	73.83%	71.43%
归母净利润增长率	-19.08%	19.76%	69.06%	68.71%
经营现金流增长率	178.49%	-74.54%	28.95%	30.63%
盈利能力				
毛利率	37.67%	38.39%	41.43%	44.31%
净利率	11.49%	10.89%	14.03%	17.14%
ROE	7.54%	8.37%	12.61%	17.95%
ROA	3.62%	4.25%	6.51%	9.35%
估值倍数				
P/E	103.92	86.77	51.32	30.42
P/S	12.02	9.48	7.22	5.23
P/B	7.83	7.26	6.47	5.46
股息率	0.10%	0.16%	0.26%	0.44%
EV/EBITDA	56	52	36	24

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。