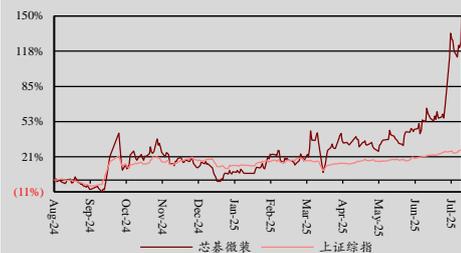


688630.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 135.00

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	143.6	50.8	81.2	142.0
相对上证综指	132.2	46.9	72.8	115.4

发行股数 (百万)	131.74
流通股 (百万)	131.74
总市值 (人民币 百万)	17,785.00
3个月日均交易额 (人民币 百万)	436.30
主要股东	
程卓	27.92%

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2025年8月8日收市价为标准

相关研究报告

《芯基微装》20250626
 《芯基微装》20240825
 《芯基微装》20240724

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

证券分析师: 苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522080003

联系人: 茅珈恺

jiakai.mao@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123050016

芯基微装

PCB扩产潮催化设备需求, 钻孔设备引导第二增长曲线

CoWoP 技术推动 PCB 向 mSAP 工艺升级, 对 PCB 设备提出了更高的要求。随着 AI 拉动高多层 PCB 扩产需求, 公司有望受益于行业扩产浪潮。公司积极切入钻孔设备领域, 布局第二增长曲线。维持买入评级。

支撑评级的要点

- CoWoP 技术推动 PCB 向 mSAP 工艺升级, 公司或深度受益。**根据芯智讯报道, 英伟达正在和供应链厂商合作研发导入 CoWoP 封装技术, 以期取代当前的 CoWoS 技术, 预计 2026 年 10 月将率先在英伟达 GR150 (Rubin) GPU 平台上实现。CoWoP 将硅片和硅中介层组合后, 直接键合在强化设计的主板 (Platform PCB) 上, 省去了传统的封装基板和 BGA 步骤, 实现了更轻、更薄、更高带宽的模块设计。CoWoP 技术拥有七大优势: 1) 提升信号完整性; 2) 强化电源完整性; 3) 提升散热性能; 4) 降低 PCB 热膨胀系数; 5) 改善电迁移; 6) 降低 ASIC 成本和设计复杂度; 7) 支持弹性的芯片模块整合方式。同时 CoWoP 也要求 Platform PCB 必须具备封装等级的布线密度、平整度和材料控制。PCB 不仅需要承担电连接, 还需要通过 HDI 或 mSAP/SAP 等工艺在板上形成精细的重分布层 (RDL), 来保证信号完整性和功率分配。芯基微装在 2024 年 5 月推出的 MAS 6P 系列设备搭载业内领先的二次成像技术, 已经成功应用于高阶 HDI (含 mSAP) 和 IC 载板量产。
- PCB 厂商积极扩产拉动设备需求。**根据 PrismaMark 数据, 2024 年全球 18 层以上多层板和 HDI 板市场规模分别达到 24.21 和 125.18 亿美元, 同比增速分别达到 40.2% 和 18.8%, 是 PCB 增长最快的细分领域。数据中心中的 AI 服务器和高速网络设备是 2024 年 PCB 市场增长的关键驱动力。根据证券日报报道, 多家 PCB 厂商在高端产能上加码布局。例如胜宏科技在积极扩充高阶 HDI 和高多层板产能, 包括惠州、泰国、越南的工厂; 鹏鼎控股也在积极扩建淮安、泰国园区工厂产能。我们预计在 PCB 高端需求快速增长的背景下, PCB 厂商加速扩产有望拉动相关设备需求。
- 切入钻孔设备领域, 积极布局新增长点。**根据 QYReserach 数据, 2023~2029 年全球 PCB 激光钻孔设备市场规模有望从 10.0 亿美元增长至 13.8 亿美元, CAGR 达到 5.9%。全球激光钻孔设备市场主要由 Mitsubishi Electric、LPKF、ESI、Orbotech 等厂商占据, 2022 年主要厂商份额达到 40.7%。2024 年 5 月公司发布钻孔系列新品 MCD75T, 可实时位置校准, 实时孔型检测, 实时能量监控, 对位和补偿算法与 LDI 相通, 提高了微孔与线路的位置精度。我们认为公司新款钻孔设备有望帮助公司切入新赛道, 并进一步打开成长空间。

估值

- 考虑到 AI 服务器催化了高多层 PCB 需求, 我们同步上调了公司曝光设备和钻孔设备的出货量预期, 并同步上调公司 2025/2026/2027 年 EPS 预估至 2.21/3.25/4.17 元。截至 2025 年 8 月 8 日收盘, 公司总市值约 178 亿元, 对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 61.2/41.5/32.4 倍。维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 下游需求不及预期。新产品验证进度不及预期。市场竞争格局恶化。产品价格下行。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	829	954	1,479	2,061	2,529
增长率(%)	27.1	15.1	55.1	39.3	22.7
EBITDA(人民币 百万)	155	138	293	441	573
归母净利润(人民币 百万)	179	161	291	428	549
增长率(%)	31.3	(10.4)	80.9	47.3	28.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.36	1.22	2.21	3.25	4.17
原先预估摊薄每股收益(人民币)	1.36	1.22	2.09	2.75	3.37
调整幅度(%)			5.7	18.2	23.7
市盈率(倍)	99.2	110.7	61.2	41.5	32.4
市净率(倍)	8.8	8.6	7.9	6.9	6.0
EV/EBITDA(倍)	66.5	50.4	58.0	37.9	28.3
每股股息 (人民币)	0.8	0.4	0.7	1.0	1.3
股息率(%)	0.9	0.6	0.5	0.7	0.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	829	954	1,479	2,061	2,529
营业收入	829	954	1,479	2,061	2,529
营业成本	476	601	914	1,276	1,564
营业税金及附加	5	5	7	10	13
销售费用	56	49	67	82	94
管理费用	34	49	59	82	101
研发费用	95	98	141	185	215
财务费用	(19)	(18)	(17)	(21)	(28)
其他收益	36	26	30	31	25
资产减值损失	0	(13)	(15)	(10)	0
信用减值损失	(24)	(18)	(7)	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资收益	0	4	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	195	170	316	466	597
营业外收入	0	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	195	171	316	466	597
所得税	16	10	25	37	48
净利润	179	161	291	428	549
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	179	161	291	428	549
EBITDA	155	138	293	441	573
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.36	1.22	2.21	3.25	4.17

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,193	2,424	2,972	3,776	4,422
货币资金	898	671	830	1,071	1,578
应收账款	708	857	1,099	1,431	1,506
应收票据	38	50	65	95	109
存货	309	578	717	913	955
预付账款	16	11	7	4	5
合同资产	16	15	20	22	21
其他流动资产	209	243	233	241	248
非流动资产	287	365	374	368	350
长期投资	10	31	31	31	31
固定资产	160	155	193	208	205
无形资产	12	13	12	10	9
其他长期资产	105	166	139	119	105
资产合计	2,480	2,789	3,347	4,144	4,772
流动负债	369	648	997	1,497	1,742
短期借款	17	3	10	10	10
应付账款	151	319	479	712	825
其他流动负债	201	326	509	775	907
非流动负债	80	79	84	84	84
长期借款	0	0	5	5	5
其他长期负债	80	79	79	79	79
负债合计	449	726	1,081	1,581	1,826
股本	131	132	132	132	132
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,032	2,063	2,265	2,564	2,946
负债和股东权益合计	2,480	2,789	3,347	4,144	4,772

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	179	161	291	428	549
折旧摊销	17	17	23	28	30
营运资金变动	(284)	(169)	(53)	(60)	105
其他	(41)	(80)	(10)	(24)	(27)
经营活动现金流	(129)	(72)	251	371	658
资本支出	(27)	(66)	(32)	(22)	(12)
投资变动	(119)	(5)	0	0	0
其他	(688)	338	0	0	0
投资活动现金流	(834)	267	(32)	(22)	(12)
银行借款	8	(13)	12	0	0
股权融资	771	(145)	(88)	(130)	(167)
其他	21	17	17	21	28
筹资活动现金流	799	(141)	(59)	(109)	(138)
净现金流	(164)	55	159	240	508

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	27.1	15.1	55.1	39.3	22.7
营业利润增长率(%)	36.2	(12.8)	86.2	47.3	28.2
归属于母公司净利润增长率(%)	31.3	(10.4)	80.9	47.3	28.2
息税前利润增长率(%)	18.5	(13.1)	123.3	53.6	31.2
息税折旧前利润增长率(%)	21.5	(11.5)	112.7	50.8	29.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	31.3	(10.4)	80.9	47.3	28.2
获利能力					
息税前利润率(%)	16.7	12.6	18.2	20.1	21.5
营业利润率(%)	23.5	17.8	21.4	22.6	23.6
毛利率(%)	42.6	37.0	38.2	38.1	38.2
归母净利润率(%)	21.6	16.8	19.7	20.8	21.7
ROE(%)	8.8	7.8	12.8	16.7	18.6
ROIC(%)	6.2	5.5	10.9	14.8	16.9
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
净负债权益比	(0.4)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
流动比率	6.0	3.7	3.0	2.5	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	1.4	1.2	1.5	1.6	1.7
应付账款周转率	5.3	4.1	3.7	3.5	3.3
费用率					
销售费用率(%)	6.8	5.2	4.5	4.0	3.7
管理费用率(%)	4.1	5.1	4.0	4.0	4.0
研发费用率(%)	11.4	10.2	9.5	9.0	8.5
财务费用率(%)	(2.3)	(1.9)	(1.2)	(1.0)	(1.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.4	1.2	2.2	3.3	4.2
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.0)	(0.5)	1.9	2.8	5.0
每股净资产(最新摊薄)	15.4	15.7	17.2	19.5	22.4
每股股息	0.8	0.4	0.7	1.0	1.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	99.2	110.7	61.2	41.5	32.4
P/B(最新摊薄)	8.8	8.6	7.9	6.9	6.0
EV/EBITDA	66.5	50.4	58.0	37.9	28.3
价格/现金流(倍)	(137.4)	(248.6)	70.9	47.9	27.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371