2025 年 08 月 29 日

中报业绩点评：化学清洗机超预期放量，华创赋能加速 track 国产替代

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：	148.37/56.18
目标价格：		总市值(亿)	250.09
最新收盘价：	124.25	自由流通市值(亿)	250.09
		自由流通股数(百万)	201.28

事件概述

公司发布 2025 年半年度报告。

▶ **化学清洗机超预期放量，25H1 前道订单占比持续提升**

2025H1 公司实现营收 7.09 亿元，同比+2.24%，其中 Q2 为 4.34 亿元，同比-3.47%，分业务来看：**1）Track：**前道 Track 签单稳定，仍以浸没式三代机为主，高产能四代机积极研发中，预计下半年发机验证；后道签单良好；**2）单片湿法设备：**物理清洗机保持优势，前道化学清洗机快速放量，全年订单增长超预期，也是公司上半年增量的核心来源；**3）先进封装：**整体弱复苏，我们推测键合相关设备相对需求较好。截至 25H1 末，公司存货/合同负债为 22.08/5.05 亿元，同比+27.22%/+46.23%，在手订单充足，其中前道占比约 60%，且持续提升。Track 突破在即+新品放量，看好公司收入端持续增长。

▶ **高研发支出+期间费用拖累，25H1 盈利水平下滑明显**

2025H1 公司实现归母净利润/扣非归母净利润为 0.16/-0.50 亿元，分别同比-79%/-238%，其中 Q2 为 0.11/-0.09 亿元，分别同比-81%i/-135%，盈利水平下滑明显。2025H1 公司净利率/扣非净利率为 1.45%/-6.98%，分别同比-9.32pct/-12.14pct。具体来看：

1）毛利端：25H1 毛利率为 36.26%，同比-3.96pct，其中 Q2 为 37.51%，同比-2.7pct，环比+3.2pct，主要系确收相对高毛利的封装类较多；

2）费用端：25H1 期间费用率为 47.08%，同比+5.0pct，其中销售/管理/财务/研发分别同比-3.71/+2.97/+3.98/+1.76pct，主要系公司优化运营体系，持续加大研发投入以及人才储备，随着治理水平提升，看好后续费控能力提升；

3）非经损益同比减少约 2500 万元，系政府补助未到账，一定程度压制利润端表现。

▶ **北方华创全面赋能公司业务发展，加速 track、清洗等设备国产替代**

公司控制权变更顺利，北方华创成为公司第一大股东，作为本土实力最强的平台型公司，举全集团之力协助公司持续优化管理架构及运营体系，在研发、生产、供应链、销售等各层面实现全面赋能，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 浸没式高产能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 机台开始放量，超临界机型研发进展顺利，我们推测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；此外在 TCB 领域也积极布局，不断为客户提供更高性价比产品。

投资建议

考虑北方华创股权变更等事宜，我们调整 2025-2027 年公司营收预测为 26.93、34.62 亿元（原值为 20.96、26.93 和 34.62 元），分别同比+19.5%、+28.6%；归母净利润预测为 2.01、4.54、7.17 亿元（原值为 2.64、4.49 和 7.11 亿元），分别同比-0.7%、125.1%、58.0%；对应 EPS 为 1.00、2.25、3.56 元（原

值为 1.31、2.23 和 3.53 元)。2025/8/29 日股价 124.25 元对应 PE 分别为 124.13、55.13、34.89 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	201	454	717
YoY（%）	25.2%	-19.1%	-0.7%	125.1%	58.0%
毛利率（%）	38.5%	37.7%	39.3%	40.5%	41.2%
每股收益（元）	1.82	1.01	1.00	2.25	3.56
ROE	10.5%	7.5%	6.9%	13.4%	17.5%
市盈率	68.27	123.02	124.13	55.13	34.89

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：黄瑞连
邮箱：huangrl@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
营业总收入	1,754	2,096	2,693	3,462
YoY(%)	2.1%	19.5%	28.5%	28.6%
营业成本	1,093	1,273	1,602	2,036
营业税金及附加	15	17	22	28
销售费用	90	115	108	121
管理费用	249	293	269	346
财务费用	9	82	82	77
研发费用	297	314	350	415
资产减值损失	-13	-10	-10	-10
投资收益	9	25	13	17
营业利润	222	220	501	717
营业外收支	3	3	3	0
利润总额	225	224	504	717
所得税	24	22	50	0
净利润	201	201	454	717
归属于母公司净利润	203	201	454	717
YoY(%)	-19.1%	-0.7%	125.1%	58.0%
每股收益	1.01	1.00	2.25	3.56

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,583	1,753	2,061	2,336
预付款项	12	38	48	61
存货	1,816	1,758	1,983	2,516
其他流动资产	853	1,015	1,216	1,366
流动资产合计	4,264	4,565	5,308	6,279
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	1,053	1,043	1,021	1,075
无形资产	90	105	120	135
非流动资产合计	1,333	1,547	1,639	1,808
资产合计	5,597	6,112	6,947	8,087
短期借款	162	242	302	302
应付账款及票据	774	707	890	1,131
其他流动负债	642	963	1,102	1,284
流动负债合计	1,579	1,913	2,294	2,718
长期借款	1,048	1,048	1,048	1,048
其他长期负债	150	99	99	99
非流动负债合计	1,198	1,147	1,147	1,147
负债合计	2,777	3,060	3,442	3,865
股本	201	201	201	201
少数股东权益	129	129	129	129
股东权益合计	2,820	3,052	3,505	4,222
负债和股东权益合计	5,597	6,112	6,947	8,087

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	201	201	454	717
折旧和摊销	63	85	88	11
营运资金变动	164	-249	-129	-287
经营活动现金流	442	134	527	557
资本开支	-219	-287	-177	-180
投资	7	0	0	0
投资活动现金流	-201	-267	-163	-163
股权募资	215	27	0	0
债务募资	436	438	60	0
筹资活动现金流	610	304	-57	-118
现金净流量	852	171	307	276

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	2.1%	19.5%	28.5%	28.6%
净利润增长率	-19.1%	-0.7%	125.1%	58.0%
盈利能力				
毛利率	37.7%	39.3%	40.5%	41.2%
净利润率	11.6%	9.6%	16.8%	20.7%
总资产收益率 ROA	3.6%	3.3%	6.5%	8.9%
净资产收益率 ROE	7.5%	6.9%	13.4%	17.5%
偿债能力				
流动比率	2.70	2.39	2.31	2.31
速动比率	**1.37**	**1.29**	**1.28**	**1.23**
现金比率	1.00	0.92	0.90	0.86
资产负债率	49.6%	50.1%	49.5%	47.8%
经营效率				
总资产周转率	0.35	0.36	0.41	0.46
每股指标（元）				
每股收益	1.01	1.00	2.25	3.56
每股净资产	13.39	14.52	16.78	20.34
每股经营现金流	2.20	0.67	2.62	2.77
每股股利	0.11	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	123.02	124.13	55.13	34.89
PB	6.25	8.56	7.41	6.11

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。