

芯源微（688037）

2025 年三季报点评：业绩短期承压，看好 Track 国产替代加速

增持（维持）

2025 年 11 月 04 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 李文意

执业证书：S0600524080005

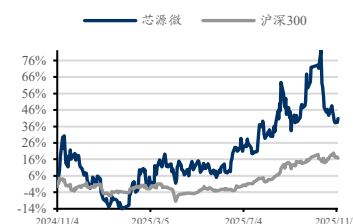
liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1,717	1,754	1,980	2,535	3,525
同比（%）	23.98	2.13	12.89	28.07	39.04
归母净利润（百万元）	250.63	202.81	232.61	375.39	591.84
同比（%）	25.21	(19.08)	14.69	61.39	57.66
EPS-最新摊薄（元/股）	1.24	1.01	1.15	1.86	2.94
P/E（现价&最新摊薄）	96.53	119.29	104.01	64.45	40.88

投资要点

- **受存量订单结构等因素影响，业绩波动下滑。**2025 年前三季度公司实现营收 9.90 亿元，同比-10.4%；归母净利润 -0.10 亿元，同比转亏；扣非净利润为-0.94 亿元，同比转亏。Q3 单季营收为 2.81 亿元，同比-31.6%，环比-35.2%，主要受存量订单结构、生产交付及验收周期等因素影响；归母净利润为-0.26 亿元，同环比均转亏；扣非归母净利润-0.44 亿元，同比转亏，环比亏损幅度加大，主要系 Q3 公司员工工人数增长导致管理费用同比大幅增加，汇兑损失增加叠加其它收益减少所致。
- **Q3 受费用前置等因素影响，盈利能力下滑。**2025 年前三季度公司毛利率为 34.5%，同比-7.9pct；销售净利率为-2.6%，同比-12.2pct；期间费用率为 50.1%，同比+6.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.5%/ 20.1%/ 19.0%/ 2.5%，同比-2.6/+5.7/+1.5/+1.6pct。Q3 单季毛利率为 30.1%，同比-16.1pct，环比-7.4pct；销售净利率为-13.0%，同比-20.4pct，环比-15.9pct。
- **存货&合同负债持续增长，Q3 现金流环比转正。**截至 2025Q3 末公司存货为 25.26 亿元，同比+34.7%；合同负债为 8.03 亿元，同比+70.9%。公司战略新品前道化学清洗机新签订单同比增幅较大；前道涂胶显影机签单相对稳定；后道先进封装领域延续复苏趋势；我们看好北方华创在客户&供应链方面赋能芯源微，涂胶显影设备突破在即。Q3 单季公司经营净现金流为 0.51 亿元，同比+1.7%，环比转正（Q2 为-0.85 亿元）。
- **涂胶显影&清洗设备龙头地位稳固，看好化学清洗等产品提供增长新动能。**（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，高端 offline 机台快速突破，I-line、KrF 机台在多家客户端量产跑片数据良好，客户认可度持续提升。公司正积极推进 ArF 浸没式涂胶显影机的导入及验证工作，公司预计将在 25Q4 发机到客户端验证；（2）前道物理清洗设备：公司前道物理清洗机获得国内领先逻辑客户批量订单，在 26nm 颗粒去除能力&产能效率进步提升；（3）前道化学清洗机：公司高温 SPM 机台在三大核心指标上对标海外龙头，已成功通过客户工艺验证，打破国外垄断，已获得国内多家大客户订单及验证性订单。（4）先进封装设备：公司后道涂胶显影机、单片式湿法设备持续获得国内多家客户批量重复订单。临时键合/解键合获得多家国内头部客户订单，进入放量阶段。
- **北方华创控股芯源微，有望加速形成协同发展。**北方华创已成为公司控股股东，双方可推动不同设备的工艺整合，提供更完整高效的集成电路装备解决方案，也可在研发、供应链、客户资源等方面加强协同效应。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到设备交付节奏，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.33/3.75/5.92 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 104/64/41 倍。我们看好公司化学清洗设备迎来放量贡献业绩，维持“增持”评级。
- **风险提示：**半导体行业投资下滑，新品研发&产业化不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	122.20
一年最低/最高价	74.11/158.88
市净率(倍)	9.10
流通 A 股市值(百万元)	24,638.86
总市值(百万元)	24,638.86

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.42
资产负债率(% ,LF)	54.77
总股本(百万股)	201.63
流通 A 股(百万股)	201.63

相关研究

《芯源微(688037): 2025 年中报点评: 业绩环比改善，看好涂胶显影设备龙头新一轮成长》

2025-08-29

《芯源微(688037): 2024 年报点评: 24Q4 业绩改善，看好公司打造化学清洗+涂胶显影双主打产品》

2025-04-28

芯源微三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,264	4,735	5,493	6,791	营业总收入	1,754	1,980	2,535	3,525
货币资金及交易性金融资产	1,583	1,672	1,883	2,178	营业成本(含金融类)	1,093	1,215	1,526	2,100
经营性应收款项	591	763	982	1,373	税金及附加	15	16	20	28
存货	1,816	1,998	2,299	2,877	销售费用	90	101	114	141
合同资产	24	30	38	53	管理费用	249	281	330	423
其他流动资产	251	272	291	311	研发费用	297	346	426	582
非流动资产	1,333	1,340	1,291	1,212	财务费用	9	51	50	54
长期股权投资	1	1	1	1	加:其他收益	227	257	330	458
固定资产及使用权资产	1,060	1,011	942	850	投资净收益	9	10	13	0
在建工程	49	75	62	44	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	90	117	144	171	减值损失	(19)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	5	0	0
长期待摊费用	8	8	8	8	营业利润	222	241	412	655
其他非流动资产	125	130	135	140	营业外净收支	3	20	10	10
资产总计	5,597	6,075	6,784	8,004	利润总额	225	261	422	665
流动负债	1,579	1,824	2,158	2,786	减:所得税	24	29	46	73
短期借款及一年内到期的非流动负债	240	240	240	240	净利润	201	233	375	592
经营性应付款项	774	633	732	921	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	451	851	1,068	1,470	归属母公司净利润	203	233	375	592
其他流动负债	114	101	118	155	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.01	1.15	1.86	2.94
非流动负债	1,198	1,198	1,198	1,198	EBIT	219	20	119	251
长期借款	1,048	1,048	1,048	1,048	EBITDA	282	152	258	395
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.67	38.62	39.81	40.42
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	11.57	11.75	14.81	16.79
其他非流动负债	145	145	145	145	收入增长率(%)	2.13	12.89	28.07	39.04
负债合计	2,777	3,023	3,356	3,984	归母净利润增长率(%)	(19.08)	14.69	61.39	57.66
归属母公司股东权益	2,691	2,924	3,299	3,891					
少数股东权益	129	129	129	129					
所有者权益合计	2,820	3,052	3,428	4,020					
负债和股东权益	5,597	6,075	6,784	8,004					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	442	263	346	417	每股净资产(元)	13.39	14.55	16.42	19.36
投资活动现金流	(201)	(105)	(67)	(55)	最新发行在外股份(百万股)	202	202	202	202
筹资活动现金流	610	(68)	(68)	(68)	ROIC(%)	5.33	0.42	2.34	4.45
现金净增加额	852	90	211	294	ROE-摊薄(%)	7.54	7.96	11.38	15.21
折旧和摊销	63	132	139	144	资产负债率(%)	49.62	49.76	49.47	49.78
资本开支	(219)	(110)	(75)	(50)	P/E (现价&最新股本摊薄)	119.29	104.01	64.45	40.88
营运资本变动	164	(135)	(214)	(376)	P/B (现价)	8.96	8.25	7.31	6.20

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>