

## 公司研究

## 涂胶显影设备龙头，受益于国产替代迫切需求

## ——芯源微（688037.SH）跟踪报告之七

## 要点

**涂胶显影市场呈现高度集中态势，国产化需求迫切。**涂胶显影行业在全球范围内呈现高度集中态势，其中日本东京电子（TEL）是全球及我国涂胶显影设备的领导者，处于绝对垄断地位，国产化需求迫切。芯源微为国内唯一可以提供量产型前道涂胶显影设备的企业，有望受益于国产替代的迫切需求。

**半导体设备市场持续高景气。**根据 SEMI，预计 2025 年全球半导体设备 WFE 销售额为 1157 亿美元，同比增长 11.0%，预计 2026-2027 年销售额分别为 1216 和 1352 亿美元，同比增长 9.0%和 7.3%，先进逻辑和存储需求为主要驱动因素。后端设备方面，SEMI 预计 2025 年全球封装设备销售额为 64 亿美元，预计 2026-2027 年将达 70 和 75 亿美元，同比增长 9.2%和 6.9%，器件架构复杂度提升、先进/异构封装加速渗透、AI 与 HBM 性能要求的提升为主要驱动因素。长鑫科技招股说明书发布，拟募集 75 亿元用于存储器晶圆制造量产线技术升级改造项目、180 亿元用于 DRAM 存储器技术升级项目。随着产线建设的推进，半导体设备领域招标有望加速，国产半导体设备公司有望受益。

**2025 年前三季度订单同比增长。**2025 年前三季度公司实现营收 9.90 亿元，同比下滑 10.35%，归母净利润为-0.10 亿元。公司 2025 年前三季度订单整体保持同比增长，前道设备订单占比 60%，后道封装和小尺寸产品订单占比不足 40%。在具体产品方面，前道化学清洗机订单增长亮眼，获得国内多家大客户订单及验证性订单。公司的两款高端化学清洗机顺利导入客户。2025 年前三季度化学清洗机的签单中大概 70%是高难度机台。此外，公司前道涂胶显影机、前道物理清洗机持续获得国内领先逻辑、存储等客户订单，公司全新一代前道涂胶显影机整体推进顺利。在后道方面，公司的后道先进封装用涂胶显影设备、单片式湿法设备已连续多年作为主流机型批量应用于台积电、盛合晶微、长电科技、华天科技、通富微电、珠海天成等海内外一线大厂，持续获得海外封装龙头客户批量重复性订单，同时公司获得国内领先存储客户支持，和客户紧密合作，前瞻性研发临时键合、解键合设备。

**盈利预测、估值与评级：**由于公司订单验收和交付节奏不及预期以及费用的增长，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 0.64 和 2.55 亿元（下调 81%和 47%），新增公司 2027 年归母净利润预测为 5.25 亿元。我们看好公司涂胶显影设备和清洗设备在国产替代趋势下的成长性，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**技术与产品研发风险；贸易环境影响。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,717	1,754	1,856	2,516	3,508
营业收入增长率	23.98%	2.13%	5.84%	35.56%	39.42%
归母净利润（百万元）	251	203	64	255	525
归母净利润增长率	25.21%	-19.08%	-68.38%	297.65%	105.73%
EPS（元）	1.82	1.01	0.32	1.26	2.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.53%	7.54%	2.34%	8.54%	15.14%
P/E	104	187	594	149	73
P/B	10.9	14.1	13.9	12.8	11.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-01-14 注：公司 23-25 年及以后总股本分别为 138、201、202 百万股

## 买入（维持）

当前价：189.00 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsec.com

分析师：黄筱茜

执业证书编号：S0930524050001

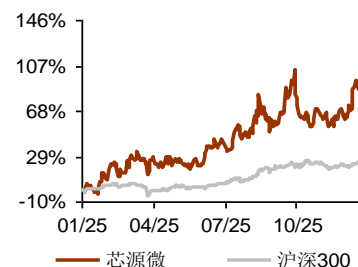
0755-25310400

huangxiaolian@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.02
总市值(亿元):	381.08
一年最低/最高(元):	74.77/228.88
近 3 月换手率:	184.13%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	46.73	33.08	113.69
绝对	50.90	36.02	138.61

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,717	1,754	1,856	2,516	3,508
营业成本	987	1,093	1,153	1,519	2,123
折旧和摊销	41	62	52	72	88
税金及附加	14	15	13	18	25
销售费用	142	90	111	126	175
管理费用	182	249	278	302	316
研发费用	198	297	316	327	351
财务费用	7	9	51	51	53
投资收益	9	9	2	2	2
营业利润	279	222	44	275	582
利润总额	282	225	70	280	577
所得税	32	24	6	25	52
净利润	250	201	64	255	525
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	251	203	64	255	525
EPS(元)	1.82	1.01	0.32	1.26	2.60

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-563	442	509	296	278
净利润	251	203	64	255	525
折旧摊销	41	62	52	72	88
净营运资金增加	1,099	-157	-252	191	481
其他	-1,953	335	644	-222	-816
投资活动产生现金流	-505	-201	-526	-400	-200
净资本支出	-469	-219	-602	-402	-202
长期投资变化	0	1	0	0	0
其他资产变化	-36	17	76	2	2
融资活动现金流	699	610	196	-56	-89
股本变化	45	63	1	0	0
债务净变化	728	425	260	0	0
无息负债变化	-199	433	-99	333	501
净现金流	-368	852	179	-160	-11

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	42.5%	37.7%	37.9%	39.6%	39.5%
EBITDA 率	20.5%	17.8%	7.2%	15.8%	20.8%
EBIT 率	18.2%	14.3%	4.3%	12.9%	18.3%
税前净利润率	16.4%	12.8%	3.8%	11.1%	16.4%
归母净利润率	14.6%	11.6%	3.5%	10.1%	15.0%
ROA	5.8%	3.6%	1.1%	4.0%	7.1%
ROE (摊薄)	10.5%	7.5%	2.3%	8.5%	15.1%
经营性 ROIC	8.3%	6.6%	2.0%	7.1%	12.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	45%	50%	51%	51%	51%
流动比率	2.35	2.70	3.25	2.73	2.50
速动比率	1.16	1.55	2.04	1.57	1.32
归母权益/有息债务	2.76	2.09	1.77	1.93	2.24
有形资产/有息债务	4.87	4.24	3.69	4.06	4.69

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	4,302	5,597	5,809	6,386	7,365
货币资金	743	1,583	1,761	1,601	1,590
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	562	530	349	355	495
应收票据	9	21	30	40	56
其他应收款 (合计)	3	4	9	12	17
存货	1,637	1,816	1,496	1,820	2,438
其他流动资产	243	275	280	313	363
流动资产合计	3,238	4,264	4,037	4,284	5,150
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	1	1	1	1
固定资产	464	1,053	1,347	1,574	1,701
在建工程	402	49	307	410	398
无形资产	84	90	89	88	87
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	11	9	12	12	12
非流动资产合计	1,063	1,333	1,772	2,101	2,215
总负债	1,919	2,777	2,938	3,271	3,772
短期借款	387	162	0	0	0
应付账款	260	459	265	349	488
应付票据	266	315	346	456	637
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	16	28	29	36	46
流动负债合计	1,378	1,579	1,244	1,571	2,062
长期借款	469	1,048	1,548	1,548	1,548
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	72	145	146	152	162
非流动负债合计	541	1,198	1,694	1,701	1,711
股东权益	2,383	2,820	2,871	3,114	3,593
股本	138	201	202	202	202
公积金	1,811	1,934	1,933	1,933	1,933
未分配利润	440	576	618	861	1,340
归属母公司权益	2,380	2,691	2,742	2,986	3,464
少数股东权益	3	129	129	129	129

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	8.27%	5.12%	6.00%	5.00%	5.00%
管理费用率	10.60%	14.22%	15.00%	12.00%	9.00%
财务费用率	0.39%	0.50%	2.77%	2.03%	1.51%
研发费用率	11.52%	16.92%	17.00%	13.00%	10.00%
所得税率	11%	11%	9%	9%	9%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.11	0.06	0.23	0.47
每股经营现金流	-4.08	2.20	2.52	1.47	1.38
每股净资产	17.26	13.39	13.60	14.81	17.18
每股销售收入	12.45	8.73	9.21	12.48	17.40

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	104	187	594	149	73
PB	10.9	14.1	13.9	12.8	11.0
EV/EBITDA	77.0	124.7	295.0	99.3	54.2
股息率	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼