

2026年04月19日

# 25Q4 营收同比高增，化学清洗、先进封装等新品放量

## 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:	238.08/87.85
目标价格:		总市值(亿)	366.96
最新收盘价:	182	自由流通市值(亿)	366.96
		自由流通股数(百万)	201.63

### 事件概述

公司发布 2025 年报。

#### ► 化学清洗、先进封装等新品放量，Q4 收入环比明显改善

2025 年公司收入 19.48 亿元，同比+11.11%，整体符合市场预期，其中 Q4 为 9.58 亿元，同比+47.65%，环比明显改善，创单季度营收新高。分业务来看：1) 电子工艺装备：2025 年实现收入 18.79 亿元，同比+9.89%，主要系新品化学清洗机、键合机等进入放量阶段，我们推测 Track、前道物理清洗和后道先进封装设备表现平稳。2) 备件：2025 年实现收入 0.48 亿元，同比+50.38%，随着公司销售存量机台增长，备件收入持续稳定增长。截至 Q4 末，公司存货/合同负债为 23.66/6.88 亿元，同比+30.26%/+52.51%，我们推测公司在手订单充足，后续收入端有望提速。

#### ► 费用投入加大影响盈利水平，Q4 扣非净利润同比高增

2025 年公司归母净利润/扣非后归母净利润 0.72/-0.18 亿元，同比-64.64%/-124.67%；Q4 实现归母净利润/扣非后归母净利润 0.83/0.76 亿元，同比-14.10%/+127.28%。2025 年公司销售净利率/扣非净利率为 3.63%/-0.93%，同比-7.86%/-5.11pct。2025 年公司销售净利率/扣非净利率为 3.63%/-0.93%，同比-7.86%/-5.11pct；Q4 销售净利率/扣非销售净利率为 10.11%/7.89%，分别同比-4.74%/+2.76pct，Q4 盈利能力改善明显。具体来看：1) 毛利端：2025 年公司毛利率，~~35.39%~~2.28pct，电子工艺装备/备件毛利率分别为 34.20%/67.33%，分别同比-2.65%/+2.90pct，设备毛利率下降推测系订单结构、生产交付及验收等影响。2) 费用端：2025 年公司期间费用率为 38.13%，同比+1.37pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比+2.53%/+1.80%/+0.90%/-3.85pct，公司规模扩大，人员等费用提升明显。3) 2025 年公司非经损益 0.90 亿元，同比减少 0.40 亿元，主要系政府补助同比减少。

#### ► 引领 Track、清洗等国产替代，先进封装最受益标的之一

公司卡位 Track、化学清洗等核心环节，是少有提供整套先进封装产品线设备商，且北方华创入主全面赋能，成长弹性可观。1) 前道 track：持续获得国内头部逻辑、存储、功率客户订单，客户认可度不断提升；2) 前道清洗设备：物理清洗机获得国内头部客户批量订单，高产能物理清洗机通过存储客户验证并获得重复订单；化学清洗机工艺覆盖率 90%+，高温 SPM 对标海外龙头，已获得国内多家大客户重复性订单，新签订单实现较快增长；3) 先进封装设备：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性订单；临时键合机、解键合机继续获得国内多家客户订单，顺利通过多家客户工艺验证并全面量产，公司在 2.5D/3D 先进封装领域布局的新产品 Frame 清洗设备也进入逐步放量阶段。4) 化合物等小尺寸设备：已作为主流机型批量应用于国内各主流小尺寸厂商。

### 投资建议

考虑公司研发投入加大，我们调整 2026-2027 年公司营收~~25.00~~为 32.30 亿元（原值为 26.93、34.62 亿元），分别同比+28.3%、+29.2%；归母净利润预测为 2.12、4.51 亿元（原值为 4.54、7.17 亿元），分别同比

+196.1%、+112.2%；对应 EPS 为 1.05、2.23 元（原值为 2.25、3.56 元）。新增 2028 年营收预测为 43.25 亿元，同比+33.9%，归母净利润预测为 6.42 亿元，同比+42.4%，对应 EPS 为 3.18 元。2026/4/17 日股价 182 元对应 2026-2028 年 PE 分别为 172.85、81.45、57.18 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,754	1,948	2,500	3,230	4,325
YoY (%)	2.1%	11.1%	28.3%	29.2%	33.9%
归母净利润(百万元)	203	72	212	451	642
YoY (%)	-19.1%	-64.6%	196.1%	112.2%	42.4%
毛利率 (%)	37.7%	35.4%	36.5%	39.3%	39.8%
每股收益 (元)	1.01	0.36	1.05	2.23	3.18
ROE	7.5%	2.6%	7.1%	13.1%	15.7%
市盈率	180.20	505.56	172.85	81.45	57.18

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：黄瑞连

邮箱：huangrli@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)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,948	2,500	3,230	4,325	净利润	71	212	451	642
YoY (%)	11.1%	28.3%	29.2%	33.9%	折旧和摊销	87	88	92	95
营业成本	1,259	1,587	1,960	2,601	营运资金变动	-110	-315	-248	-531
营业税金及附加	20	20	26	35	经营活动现金流	103	52	357	264
销售费用	149	125	145	173	资本开支	-201	-180	-180	-180
管理费用	312	375	452	605	投资	0	0	0	0
财务费用	27	30	34	31	投资活动现金流	-196	-168	-164	-158
研发费用	255	350	371	476	股权募资	31	0	0	0
资产减值损失	-39	-10	-10	-10	债务募资	210	0	0	0
投资收益	3	12	16	22	筹资活动现金流	187	-64	-64	-64
营业利润	65	236	501	713	现金净流量	89	-184	129	41
营业外收支	1	0	0	0					
利润总额	66	236	501	713	<b>主要财务指标</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
所得税	-5	24	50	71	<b>成长能力</b>				
净利润	71	212	451	642	营业收入增长率	11.1%	28.3%	29.2%	33.9%
归属于母公司净利润	72	212	451	642	净利润增长率	-64.6%	196.1%	112.2%	42.4%
YoY (%)	-64.6%	196.1%	112.2%	42.4%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.36	1.05	2.23	3.18	毛利率	35.4%	36.5%	39.3%	39.8%
					净利率	3.7%	8.5%	14.0%	14.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2025A</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	总资产收益率 ROA	1.1%	3.4%	6.4%	7.7%
货币资金	1,705	1,521	1,650	1,691	净资产收益率 ROE	2.6%	7.1%	13.1%	15.7%
预付款项	30	48	59	78	<b>偿债能力</b>				
存货	2,366	1,973	2,430	3,222	流动比率	1.75	1.92	1.92	1.92
其他流动资产	856	1,137	1,281	1,603	速动比率	<b>0.80</b>	<b>0.97</b>	<b>0.94</b>	<b>0.88</b>
流动资产合计	4,958	4,679	5,420	6,594	现金比率	0.60	0.62	0.59	0.49
长期股权投资	2	2	2	2	资产负债率	54.5%	49.8%	49.3%	49.3%
固定资产	1,046	1,023	997	967	<b>经营效率</b>				
无形资产	87	102	117	132	总资产周转率	0.32	0.39	0.48	0.56
非流动资产合计	1,484	1,577	1,665	1,750	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	6,442	6,256	7,085	8,344	每股收益	0.36	1.05	2.23	3.18
短期借款	176	176	176	176	每股净资产	13.85	14.88	17.11	20.30
应付账款及票据	1,081	881	1,089	1,445	每股经营现金流	0.51	0.26	1.77	1.31
其他流动负债	1,574	1,380	1,551	1,813	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,832	2,438	2,817	3,434	<b>估值分析</b>				
长期借款	560	560	560	560	PE	505.56	172.85	81.45	57.18
其他长期负债	117	117	117	117	PB	10.72	12.23	10.63	8.97
非流动负债合计	677	677	677	677					
负债合计	3,510	3,115	3,494	4,112					
股本	202	202	202	202					
少数股东权益	140	140	140	140					
股东权益合计	2,933	3,140	3,591	4,232					
负债和股东权益合计	6,442	6,256	7,085	8,344					

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。