

**芯源微 (688037)**

**2025 年报点评: Q4 营收高增, 看好湿法设备龙头加速核心设备国产替代**

增持 (维持)

2026 年 04 月 21 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1,754	1,948	2,533	3,293	4,281
同比 (%)	2.13	11.11	30.00	30.00	30.00
归母净利润 (百万元)	202.81	71.71	203.74	399.69	651.39
同比 (%)	(19.08)	(64.64)	184.13	96.18	62.98
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.01	0.36	1.01	1.98	3.23
P/E (现价&最新摊薄)	180.76	511.26	179.94	91.72	56.28

**投资要点**

- **Q4 营收高增:** 2025 年公司实现营业总收入 19.48 亿元, 同比+11.1%; 归母净利润 0.72 亿元, 同比-64.6%; 扣非归母净利润-0.18 亿元, 同比-124.7%, 主要系本期政府补助减少及部分验证新品毛利较低。Q4 单季营收 9.58 亿元, 同比+48%, 环比+58%; 归母净利润 0.82 亿元, 同比-14%, 环比+142%; 扣非归母净利润 0.76 亿元, 同比+127%, 环比-76%。
- **盈利能力短期承压, 看好批量产品改善盈利:** 2025 年公司综合毛利率为 35.39%, 同比-2.28pct, 主要系部分前道新品验证初期毛利率较低。销售净利率 3.6%, 同比-7.86pct; 期间费用率为 38.1%, 同比+1.4pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.7%/16.0%/1.4%/13.1%, 同比+2.5/+1.8/+0.9/-3.9pct。Q4 单季销售毛利率 36.29%, 同比+22.85pct, 环比+6.17pct; Q4 销售净利率 10.11%, 同比-31.92pct, 环比+23.10pct。
- **订单加速放量, 现金流显著改善:** 截至 2025Q4 末, 公司存货 23.66 亿元, 同比+30.26%, 主要系前道新品导入周期较长、在途订单积累所致; 合同负债 6.88 亿元, 同比+52.51%, 订单加速落地。Q4 单季经营活动净现金流 3.35 亿元, 同比+33%, 环比+559%, 现金流显著改善。
- **前后道多品类进入批量复购, 华创助力公司加速国产替代:** 北方华创已控股芯源微, 双方将通过工艺整合与研发、供应链、客户资源协同, 提升整体解决方案能力与竞争力。(1) 前道涂胶显影设备: 持续获得国内头部客户订单, offline、I-line、KrF 等机台在多家客户端量产跑片数据良好, 客户认可度不断提升, 我们认为随着国产替代加速, ArFi 机台验证有望加速。(2) 前道物理清洗设备: 产品已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, 展现市场龙头地位。(3) 前道化学清洗机: 成功通过客户工艺验证, 报告期内获得国内多家大客户重复性订单, 新签订单实现较快增长。(4) 先进封装设备: 后道涂胶显影机及单片式湿法设备持续巩固国内领先优势, 获得国内多家客户批量重复性订单; 临时键合/解键合整体技术已达到国际先进水平, 顺利通过多家客户验证, 开始进入逐步放量阶段。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到下游晶圆厂资本开支节奏及公司产品验证进度, 我们调整公司 2026-2027 年归母净利润为 2.0 (原值 3.8)、4.0 (原值 5.9) 亿元, 预计公司 2028 年归母净利润为 6.5 亿元, 当前市值对应 2026-2028 年动态 PE 分别为 180/92/56X, 考虑到公司作为国产 TRACK 龙头有望充分受益于 TRACK 设备国产替代, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 下游扩产不及预期, 新品研发&验证不及预期。

**股价走势**



**市场数据**

收盘价(元)	181.82
一年最低/最高价	87.85/238.08
市净率(倍)	13.13
流通 A 股市值(百万元)	36,659.87
总市值(百万元)	36,659.87

**基础数据**

每股净资产(元,LF)	13.85
资产负债率(% ,LF)	54.48
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 年三季度报点评: 业绩短期承压, 看好 Track 国产替代加速》  
2025-11-04
- 《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

## 芯源微三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>4,958</b>	<b>5,337</b>	<b>6,291</b>	<b>7,646</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,948</b>	<b>2,533</b>	<b>3,293</b>	<b>4,281</b>
货币资金及交易性金融资产	1,747	1,388	1,559	1,985	营业成本(含金融类)	1,259	1,593	2,038	2,608
经营性应收款项	540	979	1,279	1,672	税金及附加	20	20	26	34
存货	2,366	2,619	3,071	3,573	销售费用	149	177	165	171
合同资产	19	38	49	64	管理费用	312	380	443	514
其他流动资产	286	313	332	352	研发费用	255	329	428	557
<b>非流动资产</b>	<b>1,484</b>	<b>1,477</b>	<b>1,407</b>	<b>1,305</b>	财务费用	27	21	25	30
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	160	203	263	342
固定资产及使用权资产	1,052	1,078	1,034	942	投资净收益	3	13	16	21
在建工程	232	166	108	66	公允价值变动	10	0	0	0
无形资产	87	114	141	168	减值损失	(35)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	8	8	8	<b>营业利润</b>	<b>65</b>	<b>228</b>	<b>448</b>	<b>731</b>
其他非流动资产	105	110	115	120	营业外净收支	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>6,442</b>	<b>6,813</b>	<b>7,698</b>	<b>8,951</b>	<b>利润总额</b>	<b>66</b>	<b>229</b>	<b>449</b>	<b>732</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,832</b>	<b>3,000</b>	<b>3,485</b>	<b>4,087</b>	减:所得税	(5)	25	49	81
短期借款及一年内到期的非流动负债	946	946	946	946	<b>净利润</b>	<b>71</b>	<b>204</b>	<b>400</b>	<b>651</b>
经营性应付款项	1,081	829	977	1,143	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	688	1,115	1,427	1,826	<b>归属母公司净利润</b>	<b>72</b>	<b>204</b>	<b>400</b>	<b>651</b>
其他流动负债	118	110	135	172	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	1.01	1.98	3.23
非流动负债	677	677	677	677	EBIT	79	33	193	397
长期借款	560	560	560	560	EBITDA	166	181	353	564
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	35.39	37.11	38.11	39.07
租赁负债	4	4	4	4	归母净利率(%)	3.68	8.04	12.14	15.22
其他非流动负债	114	114	114	114	收入增长率(%)	11.11	30.00	30.00	30.00
<b>负债合计</b>	<b>3,510</b>	<b>3,677</b>	<b>4,162</b>	<b>4,764</b>	归母净利润增长率(%)	(64.64)	184.13	96.18	62.98
归属母公司股东权益	2,793	2,996	3,396	4,047					
少数股东权益	140	140	140	140					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,933</b>	<b>3,136</b>	<b>3,536</b>	<b>4,187</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,442</b>	<b>6,813</b>	<b>7,698</b>	<b>8,951</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	103	(194)	283	507	每股净资产(元)	13.85	14.86	16.84	20.07
投资活动现金流	(196)	(126)	(73)	(43)	最新发行在外股份(百万股)	202	202	202	202
筹资活动现金流	187	(39)	(39)	(39)	ROIC(%)	1.99	0.65	3.55	6.58
现金净增加额	89	(359)	171	426	ROE-摊薄(%)	2.57	6.80	11.77	16.09
折旧和摊销	87	148	160	167	资产负债率(%)	54.48	53.97	54.07	53.22
资本开支	(201)	(134)	(84)	(59)	P/E (现价&最新股本摊薄)	511.26	179.94	91.72	56.28
营运资本变动	(110)	(571)	(298)	(328)	P/B (现价)	13.13	12.23	10.79	9.06

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>