

芯源微 (688037.SH)

增持 (维持)

涂胶显影新品研发进展顺利,清洗及后道设备订单持续放量

事件: 公司发布 2026 一季报, 公司 26Q1 营收 3.30 亿元, 同比+20.1%/环比-65.5%, 毛利率 46.7%, 同比+12.4pcts/环比+10.4pcts, 归母净利润 0.035 亿元, 同比-24.7%/环比-95.7%, 扣非净利润-0.076 亿元, 同比+81.1%/环比-110.0%。公司前道涂胶显影设备、化学清洗机及后道先进封装设备逐步放量, 订单及营收规模有望持续增长, 维持“增持”投资评级。

□ 26Q1 营收同比增长, 毛利率同环比改善。26Q1 营收 3.30 亿元, 同比+20.1%/环比-65.5%, 毛利率 46.7%, 同比+12.4pcts/环比+10.4pcts, 归母净利润 0.035 亿元, 同比-24.7%/环比-95.7%, 扣非净利润-0.076 亿元, 同比+81.1%/环比-110.0%。

□ 2025 全年营收同比增长, 电子工艺装备部分产品价格承压。2025 全年实现营业收入 19.48 亿元、同比+11.1%, 毛利率 35.4%、同比-2.3pcts, 公司销售/管理/财务费用率有所上升, 归母净利润 0.7 亿元, 同比-64.6%, 扣非净利润为-0.2 亿元, 同比-124.7%。其中电子工艺装备整体营收 18.79 亿元, 同比+9.9%, 占比 97.5%, 毛利率 35.02%, 同比-2.3pcts, 主要系部分产品开拓市场价格承压所致; 产品备件营收 0.48 亿元, 同比+50.4%, 毛利率 67.3%, 同比+2.9pcts。

□ 涂胶显影、清洗、后道先进封装等各产品线订单持续落地。①新一代涂胶显影机架构研发进展顺利, 可匹配下一代更先进光刻机产能提升需求; ②化学清洗机已获国内多家大客户重复性订单, 新签订单实现较快增长, 高产能物理清洗机成功通过存储客户验证并获重复订单; ③后道涂胶显影设备、单片式湿法设备持续获得封装龙头客户批量重复性订单, 部分技术已达到国际领先水平, 亦获多家海外客户持续认可; 临时键合机、解键合机顺利通过多家客户工艺验证并全面进入量产阶段, 持续获得国内多家客户订单; Frame 清洗机已成功通过客户验证进入逐步放量阶段。

□ 投资建议。公司前道涂胶显影设备、化学清洗机及后道先进封装设备逐步放量, 订单及营收规模有望持续增长, 我们预计 26-28 年营收 25.04/33.77/47.91 亿元, 归母净利润 2.00/4.03/6.43 亿元, 对应 PE 为 233.7/116.2/72.8 倍, 维持“增持”投资评级。

□ 风险提示: 下游晶圆厂扩产不及预期, 晶圆厂产能利用率下滑的风险, 新品研发不及预期, 行业竞争加剧的风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1754	1948	2504	3377	4791
同比增长	2%	11%	28%	35%	42%
营业利润(百万元)	222	65	221	446	713
同比增长	-21%	-71%	240%	102%	60%
归母净利润(百万元)	203	72	200	403	643
同比增长	-19%	-65%	179%	101%	60%
每股收益(元)	1.01	0.36	0.99	2.00	3.19
PE	230.8	652.7	233.7	116.2	72.8
PB	17.4	16.8	15.7	14.1	12.2

资料来源: 公司数据、招商证券

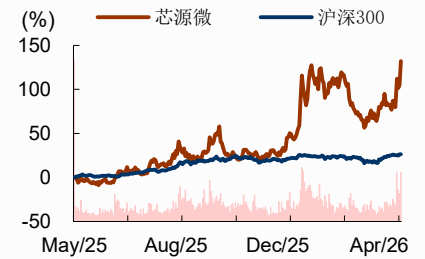
TMT 及中小盘/电子
当前股价: 232.11 元

基础数据

总股本(百万股)	202
已上市流通股(百万股)	202
总市值(十亿元)	46.8
流通市值(十亿元)	46.8
每股净资产(MRQ)	13.9
ROE(TTM)	2.5
资产负债率	54.1%
主要股东	北方华创科技集团股份有限公司
主要股东持股比例	17.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	32	91	136
相对表现	24	88	109



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

1、《芯源微(688037)——24Q2 机台交付验收节奏良好, 上半年接单稳健增长》2024-08-31

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

湛薇 S1090524070008

shenwei3@cmschina.com.cn

王焱仟 研究助理

wangyanqian@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	4264	4958	4722	5761	7962
现金	1583	1705	562	318	387
交易性投资	0	42	42	42	42
应收票据	21	11	14	19	27
应收款项	530	472	606	818	1160
其它应收款	4	3	3	5	7
存货	1816	2366	3032	3939	5460
其他	311	359	461	620	878
非流动资产	1333	1484	1468	1453	1440
长期股权投资	1	2	2	2	2
固定资产	1053	1046	1040	1034	1029
无形资产商誉	90	87	78	70	63
其他	189	350	348	347	346
资产总计	5597	6442	6190	7214	9402
流动负债	1579	2832	2388	3071	4737
短期借款	162	176	0	0	522
应付账款	774	1081	1386	1801	2496
预收账款	451	688	881	1145	1587
其他	192	887	121	125	133
长期负债	1198	677	677	677	677
长期借款	1048	560	560	560	560
其他	150	117	117	117	117
负债合计	2777	3510	3065	3748	5414
股本	201	202	202	202	202
资本公积金	1807	1857	1857	1857	1857
留存收益	683	734	927	1270	1792
少数股东权益	129	140	139	138	137
归属于母公司所有者权益	2691	2793	2986	3328	3850
负债及权益合计	5597	6442	6190	7214	9402

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	442	103	(272)	(262)	(402)
净利润	201	71	199	402	642
折旧摊销	62	86	87	85	84
财务费用	26	38	13	17	24
投资收益	(9)	(3)	(165)	(165)	(165)
营运资金变动	182	(83)	(405)	(601)	(987)
其它	(20)	(5)	0	0	0
投资活动现金流	(201)	(196)	94	94	94
资本支出	(224)	(201)	(71)	(71)	(71)
其他投资	23	4	165	165	165
筹资活动现金流	610	187	(965)	(77)	377
借款变动	432	219	(946)	0	522
普通股增加	63	1	0	0	0
资本公积增加	73	49	0	0	0
股利分配	(28)	(22)	(7)	(60)	(121)
其他	69	(60)	(13)	(17)	(24)
现金净增加额	850	93	(1143)	(245)	69

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1754	1948	2504	3377	4791
营业成本	1093	1259	1614	2096	2905
营业税金及附加	15	20	25	34	48
营业费用	90	149	175	236	335
管理费用	249	312	325	371	479
研发费用	297	255	275	321	431
财务费用	9	27	13	17	24
资产减值损失	(18)	(35)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	2	10	5	5	5
其他收益	227	160	150	150	150
投资收益	9	3	10	10	10
营业利润	222	65	221	446	713
营业外收入	4	1	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	225	66	221	446	713
所得税	24	(5)	22	45	71
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	203	72	200	403	643

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	2%	11%	28%	35%	42%
营业利润	-21%	-71%	240%	102%	60%
归母净利润	-19%	-65%	179%	101%	60%
获利能力					
毛利率	37.7%	35.4%	35.6%	37.9%	39.4%
净利率	11.6%	3.7%	8.0%	11.9%	13.4%
ROE	8.0%	2.6%	6.9%	12.8%	17.9%
ROIC	5.6%	2.3%	5.2%	10.8%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	49.6%	54.5%	49.5%	52.0%	57.6%
净负债比率	23.0%	23.4%	9.0%	7.8%	11.5%
流动比率	2.7	1.8	2.0	1.9	1.7
速动比率	1.6	0.9	0.7	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
存货周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.1	3.8	4.5	4.6	4.7
应付账款周转率	1.7	1.4	1.3	1.3	1.4
每股资料(元)					
EPS	1.01	0.36	0.99	2.00	3.19
每股经营净现金	2.19	0.51	-1.35	-1.30	-2.00
每股净资产	13.35	13.85	14.81	16.51	19.10
每股股利	0.11	0.04	0.30	0.60	0.96
估值比率					
PE	230.8	652.7	233.7	116.2	72.8
PB	17.4	16.8	15.7	14.1	12.2
EV/EBITDA	173.3	291.2	154.1	90.1	60.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。