



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	382.00
总股本/流通股本(亿股)	2.02 / 2.02
总市值/流通市值(亿元)	770 / 770
52周内最高/最低价	439.05 / 103.61
资产负债率(%)	54.5%
市盈率	1,061.11
第一大股东	北方华创科技集团股份有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
分析师: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340525040003
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

芯源微(688037)

前道化学清洗放量，新一代 Track 推进顺利

● 投资要点

立足涂胶显影赛道做优做强，快速提升国内市占率。2025 年，公司前道涂胶显影机产品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；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，继续获得封装龙头客户批量重复性订单。光刻技术持续向高产能、高精度方向演进，对与之配套工作的涂胶显影设备产能提升提出较高要求。目前，公司高端前道涂胶显影机在复杂光刻工艺下已实现和全球主流光刻机联机量产工作。随着光刻机产能的不断提升，公司已布局新一代涂胶显影机架构进行匹配，机台应用更高工艺精度的超薄成膜、超细线宽均一性、精细缺陷控制等技术，目前该机台研发进展顺利，将尽快推动工艺验证及产业化销售。未来，公司将继续锚定全球主流光刻技术发展进程，持续提升涂胶显影设备各项核心指标，加速高端涂胶显影设备的国产化替代进程。

实现化学清洗赛道跨越式发展，打开第二增长曲线。2025 年度，公司实现营收 19.48 亿，同比增长 11%，从收入构成来看，化学清洗首次贡献收入，后续随着持续签单及交验节奏加快，预计化学清洗在收入中的占比也将持续提升。从签单结构来看，2025 年签单中化学清洗和后道先进封装相关产品占比较高，其中化学清洗占比快速提升。公司战略性新产品前道化学清洗机适用于多种 SPM 工艺，同时可应用于沉积前清洗、蚀刻后清洗、离子注入后清洗、CMP 后清洗等多种前段工艺和后段工艺清洗进程，整体工艺覆盖率达 90% 以上；机台搭载独立开发的新一代高清洗效率低损伤射流喷嘴，洁净度已达到先进制程所需水平。公司前道高端化学清洗机台经过客户端数月的量产跑片监控，在三大核心指标上可对标海外龙头。该机台已成功通过客户工艺验证，获得国内客户高度认可。目前公司化学清洗机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。

围绕先进封装稳步布局，持续拓宽产品矩阵。目前，国内高精度临时键合设备市场长期被海外厂商高度垄断，针对 Chiplet 技术方案，公司提前布局自主研发的全自动临时键合及解键合机，可应用于 InFO、CoWoS、HBM 等 2.5D、3D 技术路线产品，兼容国内外主流胶材工艺，能够适配 60 微米及以上超大膜厚涂胶需求，可实现高对准精度、高真空度环境、高温高压键合工艺，键合后产品 TTV 及翘曲度表现优异。自 2021 年起，公司即获得国内头部客户支持，和客户紧密合作，前瞻性研发临时键合、解键合设备，是国内较早进入该领域的设备厂商。目前公司临时键合机、解键合机整体技术已达到国际先进水平。2025 年，该系列设备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。此外，公司在 2.5D/3D 先进封装领域布局的新产品 Frame 清洗设备，也已成功通过客户验证，进入逐步

放量阶段。

● 投资建议

我们预计公司 2026/2027/2028 年分别实现收入 25/34/46 亿元，归母净利润分别为 2/4/6.7 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示

业绩大幅下滑或亏损的风险，下游客户扩产不及预期或产能过剩的风险，研发投入可能大幅增长的风险，供应商供货不稳定或成本提升风险，应收账款回收风险，市场竞争加剧的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1948	2529	3428	4579
增长率(%)	11.11	29.78	35.55	33.58
EBITDA（百万元）	166.29	355.76	614.83	943.35
归属母公司净利润（百万元）	71.71	202.02	401.23	669.00
增长率(%)	-64.64	181.74	98.61	66.74
EPS(元/股)	0.36	1.00	1.99	3.32
市盈率（P/E）	1074.14	381.25	191.96	115.13
市净率（P/B）	27.58	25.93	23.12	19.58
EV/EBITDA	178.89	216.90	125.30	81.79

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	1948	2529	3428	4579	营业收入	11.1%	29.8%	35.6%	33.6%
营业成本	1259	1601	2163	2881	营业利润	-70.6%	234.3%	104.9%	68.5%
税金及附加	20	26	35	46	归属于母公司净利润	-64.6%	181.7%	98.6%	66.7%
销售费用	149	192	233	275	获利能力				
管理费用	312	354	394	435	毛利率	35.4%	36.7%	36.9%	37.1%
研发费用	255	303	360	403	净利率	3.7%	8.0%	11.7%	14.6%
财务费用	27	0	5	3	ROE	2.6%	6.8%	12.0%	17.0%
资产减值损失	-39	-10	-10	-10	ROIC	1.9%	4.1%	7.8%	11.7%
营业利润	65	218	446	752	偿债能力				
营业外收入	1	4	4	4	资产负债率	54.5%	55.7%	58.3%	58.7%
营业外支出	0	3	3	3	流动比率	1.75	1.72	1.62	1.61
利润总额	66	219	447	753	营运能力				
所得税	-5	26	54	90	应收账款周转率	3.89	4.40	4.46	4.51
净利润	71	192	393	662	存货周转率	0.60	0.63	0.68	0.69
归母净利润	72	202	401	669	总资产周转率	0.32	0.38	0.45	0.51
每股收益(元)	0.36	1.00	1.99	3.32	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.36	1.00	1.99	3.32
货币资金	1705	1478	1605	1486	每股净资产	13.85	14.73	16.52	19.51
交易性金融资产	42	40	40	40	估值比率				
应收票据及应收账款	483	701	884	1211	PE	1074.14	381.25	191.96	115.13
预付款项	30	28	45	55	PB	27.58	25.93	23.12	19.58
存货	2366	2747	3585	4772	现金流量表				
流动资产合计	4958	5391	6575	8014	净利润	71	192	393	662
固定资产	1046	1199	1313	1395	折旧和摊销	87	137	162	188
在建工程	232	199	179	168	营运资本变动	-110	-397	-152	-667
无形资产	87	90	93	96	其他	55	28	43	42
非流动资产合计	1484	1614	1711	1783	经营活动现金流净额	103	-39	447	225
资产总计	6442	7005	8286	9797	资本开支	-201	-256	-257	-256
短期借款	176	126	126	126	其他	4	14	7	9
应付票据及应付账款	1081	1254	1777	2312	投资活动现金流净额	-196	-243	-250	-247
其他流动负债	1574	1758	2164	2545	股权融资	31	0	0	0
流动负债合计	2832	3139	4067	4983	债务融资	210	110	0	0
其他	677	765	765	765	其他	-55	-51	-70	-97
非流动负债合计	677	765	765	765	筹资活动现金流净额	187	59	-70	-97
负债合计	3510	3904	4832	5749	现金及现金等价物净增加额	89	-227	127	-119
股本	202	202	202	202					
资本公积金	1867	1867	1867	1867					
未分配利润	614	761	1062	1564					
少数股东权益	140	130	122	116					
其他	111	141	201	301					
所有者权益合计	2933	3100	3453	4049					
负债和所有者权益总计	6442	7005	8286	9797					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048