

晶盛机电(300316)

报告日期: 2023年05月21日

## 光伏坩埚龙头：泛半导体设备+耗材铸就高壁垒

### ——晶盛机电深度报告之【光伏坩埚】篇

#### 投资要点

**摘要:** 公司为光伏+半导体硅片设备龙头, 向光伏耗材、碳化硅材料等领域延伸, 空间打开。本篇报告将核心从公司的坩埚业务进行展开, 预计光伏坩埚为公司 2023 年最大业绩增长点。

#### □ 光伏坩埚行业：市场空间加速上行，竞争格局向头部集中

**1) 石英坩埚:** 光伏拉晶环节的关键部件, 具强耗材属性, 受益技术迭代。石英坩埚对单晶硅质量影响尤为显著, 且具备较强的消耗品属性特征, 2021 年坩埚使用小时约 350 小时 (据欧晶科技)。未来随着 N 型+大尺寸硅片的加速渗透, 石英坩埚的单位需求量有望进一步提高。

**2) 供需格局:** 上游石英砂紧缺、下游拉晶需求大, 供需剪刀差形成错配。上游供给: 拥有高品质内层沙的美国西比科、挪威天阔石 2 家垄断, 扩产周期长、产能弹性有限。下游需求: 单晶硅扩产周期短、产能弹性大, 需求随着下游新增装机量快速提升, 带来供需错配易形成。

**3) 竞争格局:** 有望头部集中, 石英砂保障+绑定下游大客户为核心竞争力。行业格局整体分散, 其中晶盛、欧晶龙头领先。预计本轮石英砂紧缺背景下、龙头坩埚厂绑定下游龙头客户, 带来坩埚行业竞争格局进一步集中。

**4) 市场空间:** 行业高景气; 预计 2025 年市场空间达 459 亿元。预计供给紧缺背景下、坩埚涨价空间大。预计 2022-2025 年光伏坩埚市场空间有望从 42 亿元提升至 459 亿元, CAGR=122%。

#### □ 晶盛机电：光伏坩埚龙头；迈向长晶设备+耗材一体化供应商

**1) 光伏坩埚:** 公司据龙头地位, 加速扩产、受益行业高景气。目前公司已成为国内石英坩埚龙头供应商 (子公司浙江美晶、公司控股 58%)。短期: 公司计划 2023 年材料业务销售突破 50 亿元 (含税, 2022 年仅 14.6 亿元), 我们预计光伏坩埚将为主要贡献组成。中期: 随着公司产能的扩张、叠加坩埚价格的上涨潜力, 公司光伏坩埚具备百亿级收入贡献潜力。长期: 公司有望同时向半导体坩埚领域延伸, 成长空间持续打开。

**2) 协同效应:** 泛半导体长晶设备+耗材一体化布局, 铸就商业模式高壁垒。公司为国内光伏+半导体长晶设备、石英坩埚龙头, 在研发、销售端已形成正循环反馈, 商业模式具高壁垒。同时, 未来半导体市场潜力大、公司成长空间将持续打开。

#### □ 投资建议：看好公司在光伏、半导体、蓝宝石、碳化硅领域未来 5 年业绩接力放量

预计 2023-2025 年归母净利润为 47.5/58.3/70.3 亿元, 同比增长 63%/23%/21%, 对应 PE 20/16/14 倍 (预计光伏坩埚将成为公司近年业绩最大增长点), 维持“买入”评级。

**风险提示:** 光伏硅片产能过剩风险; 分拆上市带来控股比例下滑风险; 坩埚产能过剩风险; 统计偏差风险。

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10638	18458	22237	27174
(+/-) (%)	78%	74%	20%	22%
归母净利润	2924	4752	5830	7026
(+/-) (%)	71%	63%	23%	21%
每股收益(元)	2.2	3.6	4.5	5.4
P/E	32	20	16	14

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级：买入(维持)

分析师: 邱世梁  
执业证书号: S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

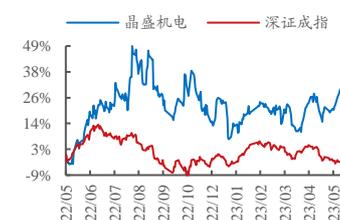
分析师: 王华君  
执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 李思扬  
执业证书号: S1230522020001  
lisiyang@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 72.50
总市值(百万元)	94,881.92
总股本(百万股)	1,308.72

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《业绩高增、订单充沛, 受益光伏设备+光伏坩埚业绩提升》 2023.04.28
- 《一季报业绩超预期, 期待半导体设备、碳化硅等新业务放量》 2023.04.15
- 《平台化布局进入收获期, 2023 年公司设备+材料将多点开花》 2023.04.03

## 正文目录

<b>1 光伏坩埚：市场空间加速上行、竞争格局向头部集中</b>	<b>4</b>
1.1 石英坩埚：光伏拉晶环节的关键部件，具强耗材属性	4
1.2 供需格局：上游石英砂紧缺、下游拉晶需求大，供需剪刀差形成错配	6
1.3 竞争格局：有望头部集中，石英砂保障+绑定下游大客户为核心竞争力	7
1.4 市场空间：行业高景气；预计 2025 年市场空间达 459 亿元	9
<b>2 晶盛机电：光伏坩埚龙头；迈向长晶设备+耗材一体化供应商</b>	<b>10</b>
2.1 光伏坩埚：公司据龙头地位，加速扩产、受益行业高景气	10
2.2 核心竞争力：泛半导体长晶设备+耗材一体化布局，商业模式壁垒强	11
2.3 收入敏感性分析：受益行业高景气，光伏坩埚业务具备百亿级收入潜力	12
<b>3 盈利预测与估值</b>	<b>13</b>
3.1 盈利预测	13
3.2 估值分析与投资建议	14
<b>4 风险提示</b>	<b>14</b>

## 图目录

图 1: 欧晶科技: 光伏坩埚示意图.....	4
图 2: 光伏坩埚: 产业链示意图.....	4
图 3: 2021-2030E 不同类型硅片市场占比变化趋势 (单位: %) .....	5
图 4: 2021-2030E 不同尺寸硅片市场占比变化趋势 (单位: %) .....	5
图 5: 2019 年光伏硅片产能市占率 (单位: %) .....	6
图 6: 2021 年光伏硅片产能市占率 (单位: %) .....	6
图 7: 光伏坩埚行业竞争格局: 晶盛、欧晶 2 家市占率龙头领先 (2023 年, 据不完全统计) .....	8
图 8: 浙江美晶: 为公司坩埚子公司 (控股 58%), 在内蒙、宁夏 2 地均有坩埚产能布局 .....	10
图 9: 泛半导体长晶设备+耗材一体化布局, 商业模式壁垒强 .....	11

## 表目录

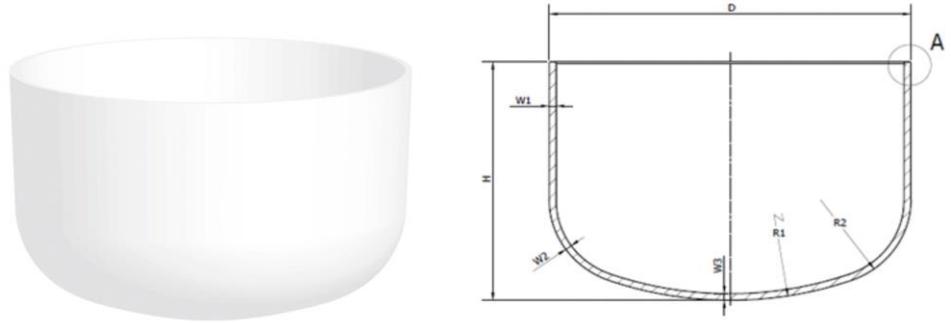
表 1: 中内层砂与外层砂的对比.....	4
表 2: 欧晶科技光伏坩埚: 2018-2021 年销售及拉晶小时情况 .....	5
表 3: 全球主要石英砂企业对比.....	6
表 4: 竞争格局: 有望头部集中, 石英砂保障+绑定下游大客户为核心竞争力 (据不完全统计) .....	7
表 5: 光伏坩埚市场空间: 预计 2022-2025 年有望从 42 亿元提升至 459 亿元, CAGR=122% .....	9
表 6: 收入敏感性分析: 未来具备百亿级收入潜力 (单位: 亿元) .....	12
表 7: 分产品销售收入预测 (单位: 百万元) .....	13
表 8: 晶盛机电: 与光伏设备主要上市公司估值比较 .....	14
表 9: 晶盛机电: 与半导体设备主要上市公司估值比较 .....	14
表附录: 三大报表预测值.....	15

## 1 光伏坩埚：市场空间加速上行、竞争格局向头部集中

### 1.1 石英坩埚：光伏拉晶环节的关键部件，具强耗材属性

- **石英坩埚是光伏单晶炉的关键部件：**是拉制大直径单晶硅棒的消耗性器皿，主要用于盛装熔融硅并制成后续工序所需晶棒。

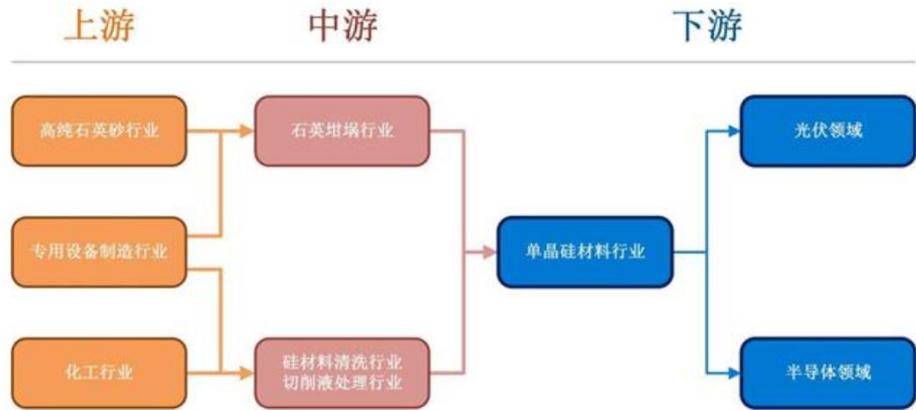
图1：欧晶科技：光伏坩埚示意图



资料来源：欧晶科技官网，浙商证券研究所

- **从产业链的角度：上游——**主要为高纯石英砂行业和坩埚设备制造等行业，其中高纯石英砂是石英坩埚的关键原材料。**下游——**主要为单晶硅材料制造行业。

图2：光伏坩埚：产业链示意图



资料来源：欧晶科技招股说明书，浙商证券研究所

- **石英坩埚分为内外层结构，内层对石英砂的品质要求更高。**外层是高密度区域，称为气泡复合层；内层是3-5mm的透明层，称为气泡空乏层。内层与溶液直接接触，对硅的结晶状况和单晶硅的质量影响更为显著。加上高品质原矿资源稀缺、海外高纯石英砂行业扩产积极性不足，高品质内层砂的供应或将面临更加严重的供给缺口。

表1：中内层砂与外层砂的对比

石英砂种类	需求占比	对石英砂的要求	价格	国产化程度
中内层砂	30%—40%	对高纯、低铝、低碱、抗析晶的要求更高	均价较高	国产化率较低，但随着质量和客户认可度的提升，渗透率有望持续优化
外层砂	60%—70%	对高纯、低铝、低碱、抗析晶的要求相对低	均价较低	国产化率较高，已逐步实现国产替代

资料来源：《石英坩埚相关知识介绍》，浙商证券研究所

- **具备强耗材属性：**基于单晶硅片纯度的要求，石英坩埚一次或几次加热拉晶完成后即报废，需要购置新的石英坩埚用于下次拉晶，因而在单晶硅产业链中具备较强的消耗品属性特征。根据欧晶科技招股说明书，2021 年公司坩埚使用小时约 350 小时（对应半个月左右一换）。

表2：欧晶科技光伏坩埚：2018-2021 年销售及拉晶小时情况

项目	2018 年度	2019 年度	2019 年度同比增长比例	2020 年度	2020 年度同比增长比例	2021 年度	2021 年度同比增长比例
向中环销售石英坩埚数量（只）	89,813.00	74,234.00	-	60,403.00	-	51,595.00	-
拉晶时间（小时）	140	220	-	310	-	350	-
总拉晶小时数（小时）	12,573,820	16,331,480	29.88%	18,724,930	14.66%	18,058,250	-3.56%
中环股份营业收入（万元）	1,375,571.64	1,688,697.13	22.76%	1,905,677.61	12.85%	4,102,467.42	115.28%
中环股份太阳能单晶硅片产量（万片）	300,375.27	492,199.54	63.86%	640,977.86	30.23%	-	-

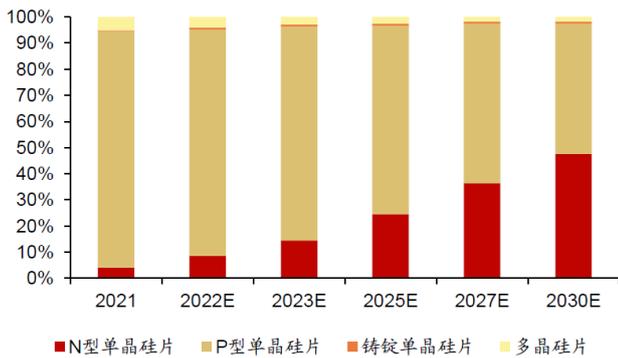
资料来源：欧晶科技招股说明书，浙商证券研究所

- **技术趋势：N 型+大尺寸硅片加速渗透，有望进一步提高石英坩埚的需求量。**

1) **N 型化：**由于 N 型硅片具有更高的少子寿命和转换效率高、双面率高、温度系数低等优点，光伏硅片呈现出从 P 型向 N 型发展的趋势。生产 N 型硅片对纯度的要求更高，需要石英坩埚更加频繁地更换以减少杂质，从而缩短石英坩埚的寿命，增大对石英坩埚的消耗量，因此 N 型硅片渗透率的提升也将导致石英坩埚的需求量增长；

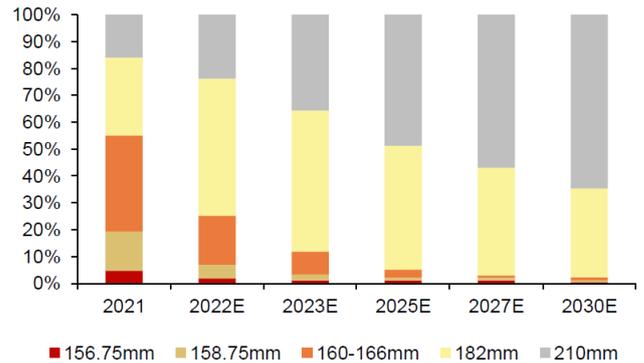
2) **大尺寸：**随着光伏的平价上网推行，为了降低终端成本，现阶段光伏龙头公司已经推出 G12 等大规格尺寸，而大尺寸的硅片需要大尺寸的坩埚，因此大尺寸的渗透率提升也将带来石英坩埚向大尺寸方向发展，提升单位产品价值量。

图3：2021-2030E 不同类型硅片市场占比变化趋势（单位：%）



资料来源：CPIA，浙商证券研究所

图4：2021-2030E 不同尺寸硅片市场占比变化趋势（单位：%）



资料来源：CPIA，浙商证券研究所

## 1.2 供需格局：上游石英砂紧缺、下游拉晶需求大，供需剪刀差形成错配

### ■ 上游供给：石英砂供给紧缺，行业寡头垄断。

**全球：**目前能够供应高纯度石英砂的公司主要为：美国西比科、挪威天阔石（The Quartz Corp）2家公司，用于坩埚内层的高纯石英砂具行业稀缺性。其中，美国西比科公司无论其石英矿原料品质及石英砂提纯技术均处于行业领先水平，是全球少数能够批量供应半导体用高纯石英砂的领军企业。

**国内：**我国石英成岩条件与美国不同，石英矿具有流体杂质多、矿体规模小、矿石品质不稳定等缺点，跟美国相比，国内石英砂提纯难度更高，技术更复杂，国内石英砂厂家主要以石英股份为主。

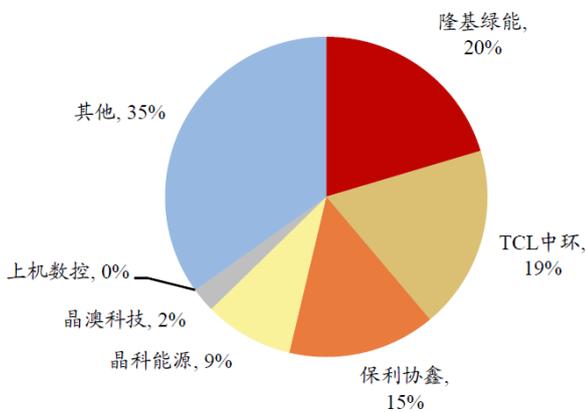
表3：全球主要石英砂企业对比

公司名称	主要产品	高纯石英砂产能	高纯石英砂应用领域	竞争优势
尤尼明（西比科）	石英、长石、正长岩、橄榄石、碳酸钙、黏土、高岭土、石灰石和ITO系列高纯石英砂产品等	6万吨（2019年）	半导体（广泛）、光源、光伏等	高纯石英砂行业长期的全球行业龙头，坐拥美国SprucePine地区优质的花岗岩伟晶岩矿床，产品质量稳定，控制全球约90%的石英砂市场
挪威TQC	高纯石英砂等	3万吨左右（2019年）	半导体、光伏及电光源领域	自1996年以来在挪威西部生产高纯石英，并经营数个地下和露天矿场，加工产品的原料来自于SprucePine和挪威当地的石英
石英股份	高纯石英砂、石英管（棒）、大口径石英扩散管、石英坩埚、各种石英器件等	5万吨左右（2022年末）	主要应用在自用的高端电光源石英管、光伏等领域，尚未通过设备厂认证，在半导体领域应用较少	国内生产高纯石英砂龙头企业，长期致力于高纯石英砂提纯技术的研发和创新，已成为全球少数掌握规模化量产高纯石英砂技术的企业

资料来源：中国粉体网、挪威TQC官网、《半导体产业链关键材料之石英产业专题报告》、石英股份公司公告、《Indianminerals&marketsForum2019》，浙商证券研究所

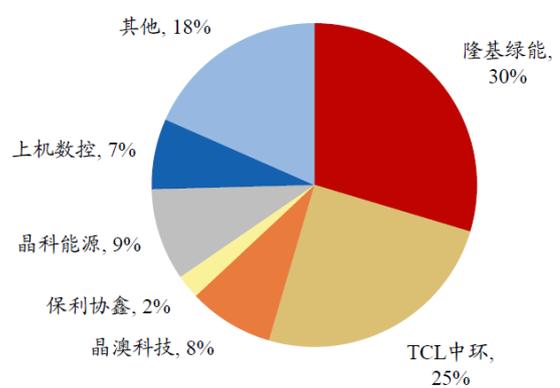
### ■ 下游需求：光伏单晶硅主要以隆基+中环形成双寡头格局，但受益于光伏行业需求快速增长，硅片产能扩产量级大，带来坩埚需求加速提升。

图5：2019年光伏硅片产能市占率（单位：%）



资料来源：Solarzoom，浙商证券研究所

图6：2021年光伏硅片产能市占率（单位：%）



资料来源：Solarzoom，浙商证券研究所

### 1.3 竞争格局：有望头部集中，石英砂保障+绑定下游大客户为核心竞争力

- **竞争格局：**据不完全统计，预计2023年石英坩埚行业总产能达142万只，其中晶盛机电、欧晶科技产能规模较大，但行业格局整体处分散状态。

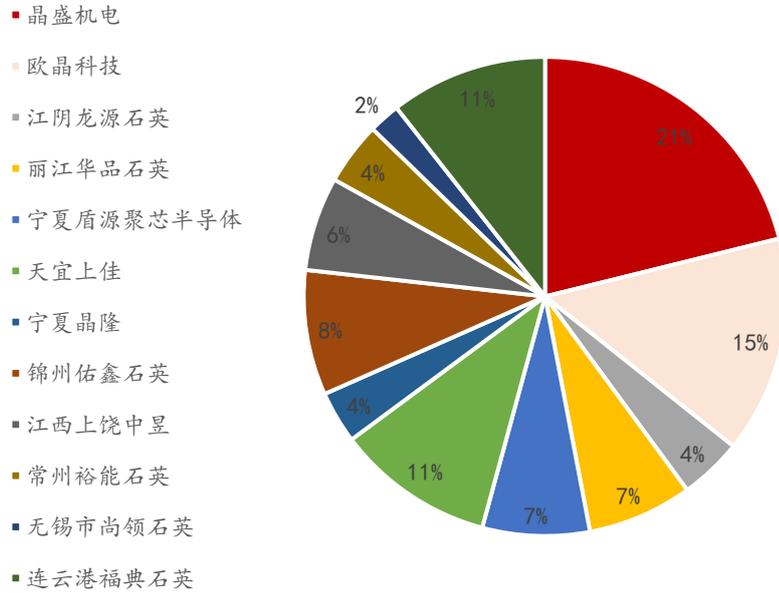
表4：竞争格局：有望头部集中，石英砂保障+绑定下游大客户为核心竞争力（据不完全统计）

公司名称	项目	产能规划 (万只/年)	2022 (万只/年)	2023 (万只/年)
晶盛机电	宁夏银川鑫晶（一期、二期、三期）	14.4	14.4	30
	宁夏银川鑫晶-扩产项目（一期、二期）	9.6		
	内蒙古包头鑫晶	6		
欧晶科技	高品质石英制品生产线改扩建项目	12.8	12.8	20.8
	宁夏石英坩埚一期项目	8		
	宁夏石英坩埚二期项目	10		
江阴龙源石英	半导体及光伏用石英坩埚搬迁扩能项目	6	4.5	6
丽江华品石英	丽江华品石英坩埚一期项目	10	10	10
宁夏盾源聚芯半导体	石英坩埚生产建设项目	10.2	8	10.2
天宜上佳	江苏徐州石英坩埚项目	6.48	6.48	15.08
	江苏徐州石英坩埚扩建项目	8.6		
	四川江油绿能新材料产业园石英坩埚项目	21.6		
宁夏晶隆		5	5	5
锦州佑鑫石英		12	12	12
江西上饶中显	公司20GW光伏配套热场材料项目	9	9	9
常州裕能石英	光伏辅助设备及电极棒扩建项目	6	6	6
无锡市尚领石英		3	3	3
连云港福典石英	太阳能用石英坩埚项目	15	15	15
<b>预计产能合计</b>		<b>129</b>	<b>106</b>	<b>142</b>
<b>预计年新增产能</b>				<b>36</b>

资料来源：各公司公告、官网、新闻，浙商证券研究所整理（以上数据为不完全统计，2023年达产为我们预测值，可能与实际产能有所出入）

- **石英坩埚行业：**石英砂保供+下游大客户绑定为核心竞争力，预计本轮石英砂紧缺背景下、将带来下游硅片格局向头部集中（龙头拿砂能力更强），带来坩埚行业竞争格局的进一步集中。

图7：光伏坩埚行业竞争格局：晶盛、欧晶2家市占率龙头领先（2023年，据不完全统计）



资料来源：各公司公告、官网、新闻，浙商证券研究所（以上数据为不完全统计，2023年达产为我们预测值，可能与实际产能有所出入）

## 1.4 市场空间：行业高景气；预计 2025 年市场空间达 459 亿元

### ■ 光伏石英坩埚

——**竞争格局好**：石英砂成为近年来光伏最紧缺环节之一，叠加硅片 N 型化+坩埚大尺寸化、对坩埚品质要求进一步提升，竞争格局将向供应能力更强、技术实力更好的龙头坩埚厂集中。

——**盈利能力强**：坩埚占比硅片生产成本小、但对于质量的可靠性要求高（差的坩埚会导致产能降低、拉高其他非坩埚类生产成本）。使得下游客户对于坩埚的价格敏感度低、但对于高品质坩埚的刚性需求高，在石英砂紧缺背景下、坩埚具有较高产业链的议价权。

——**市场空间**：2022 年坩埚价格约 0.7 万元/只（参考欧晶科技 2022 年报），我们假设 2023-2025 年坩埚价格向上提升（受制于石英砂紧缺背景），我们预计 2022-2025 年光伏坩埚市场空间有望从 42 亿元提升至 459 亿元，CAGR=122%。

表5：光伏坩埚市场空间：预计 2022-2025 年有望从 42 亿元提升至 459 亿元，CAGR=122%

		2022E	2023E	2024E	2025E
光伏石英坩埚	全球新增装机量 (GW)	250	360	460	575
	容配比	1.3	1.3	1.3	1.3
	对应硅片需求 (GW)	325	468	598	747.5
	假设：单 GW 所需长晶炉 (台)	75	70	70	70
	单晶炉数量 (万台)	2.4	3	4	5
	假设：坩埚寿命 (小时)	350	300	300	330
	单台长晶炉：年坩埚使用数量 (个)	22	26	26	24
	假设：库存需求占比	10%			
	坩埚总需求量 (万个)	61	94	120	138
	假设：坩埚价格 (万元/个)	0.7	2.5	3.5	3.0
市场规模 (亿元)	42	261	466	459	
CAGR	122%				

资料来源：CPIA，浙商证券研究所测算

## 2 晶盛机电：光伏坩埚龙头；迈向长晶设备+耗材一体化供应商

### 2.1 光伏坩埚：公司据龙头地位，加速扩产、受益行业高景气

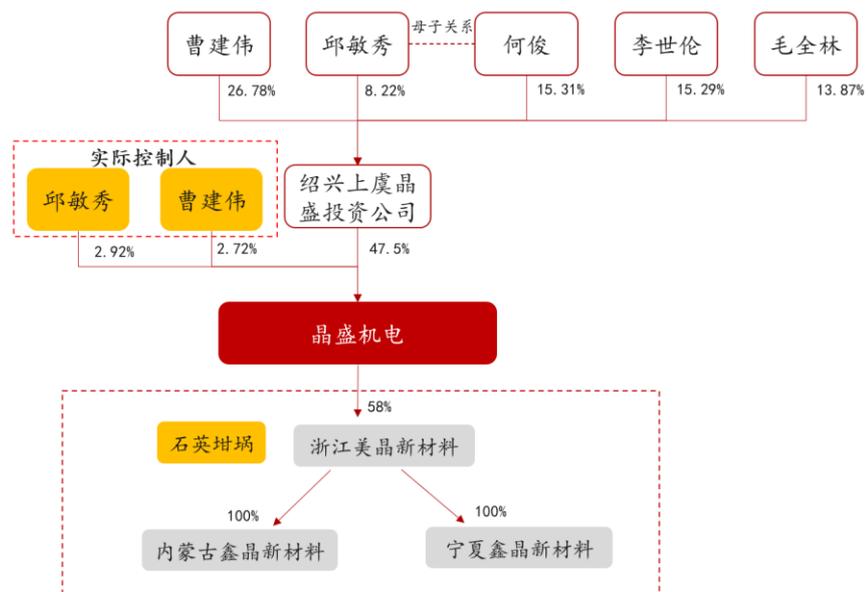
■ 晶盛机电：光伏石英坩埚龙头，受益石英砂紧缺背景下带来的景气度提升。公司于2017年开始先后在浙江、内蒙古布局石英坩埚，2021年在宁夏银川布局新的坩埚生产基地，生产28-42英寸不同规格尺寸的坩埚。

1) 2021年9月，公司子公司内蒙古鑫晶新材料第一只大尺寸石英坩埚成功下线。

2) 2022年5月，公司子公司宁夏鑫晶新材料大尺寸石英坩埚一期项目（年产4.8万只）已投产，二期项目已正式签约，将合计建设年产16万只石英坩埚的生产基地（12条生产线）。

3) 2022年8月，公司与银川经济技术开发区签约“宁夏鑫晶新材料石英坩埚扩产项目”由宁夏鑫晶新材料科技有限公司投资建设，总投资5亿元，计划建设24条坩埚生产线。项目分四期建设，当天签约的一期项目预计2023年6月试投产。

图8：浙江美晶：为公司坩埚子公司（控股58%），在内蒙、宁夏2地均有坩埚产能布局



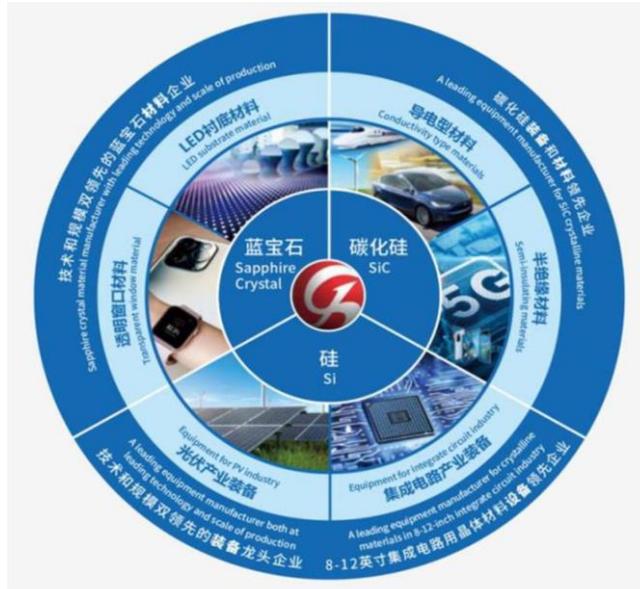
资料来源：Wind 企业库，浙商证券研究所整理

目前公司已成为国内石英坩埚龙头供应商，将充分受益石英砂紧缺背景下带来的坩埚量价齐升的高景气度。据公司2022年报，公司计划2023年材料业务销售突破50亿元（含税，2022年仅14.6亿元），我们预计光伏坩埚业务将贡献主要力量。

## 2.2 核心竞争力：泛半导体长晶设备+耗材一体化布局，商业模式壁垒强

- **设备+耗材一体化协同：**目前公司光伏+半导体长晶设备、石英坩埚在规模和技术水平上均达到了行业领先水平，在半导体和光伏领域均取得了较高的市场份额。相较竞争对手而言，公司设备+耗材在研发端、和销售端已形成正循环反馈，在商业模式上具备较高的壁垒。同时，目前公司主要收入来源来自光伏，未来半导体市场潜力大、公司成长空间将持续打开。
- **分拆上市彰显发展信心：**据公司公告，公司计划将坩埚子公司美晶新材进行分拆上市、目前已完成辅导备案登记，彰显公司对坩埚业务发展的长期信心、以及符合业务长期发展的需要。

图9：泛半导体长晶设备+耗材一体化布局，商业模式壁垒强



资料来源：晶盛机电 2022 年报，浙商证券研究所

### 2.3 收入敏感性分析：受益行业高景气，光伏坩埚业务具备百亿级收入潜力

- **收入敏感性分析：**我们对公司光伏坩埚收入进行敏感性分析，假设公司少数股东权益维持 58%（暂未考虑分拆上市的基础上），基于坩埚出货量、价格为变量进行分析。随着公司产能的扩张、叠加坩埚价格的上涨潜力，公司光伏坩埚具备百亿级收入贡献潜力。

表6：收入敏感性分析：未来具备百亿级收入潜力（单位：亿元）

出货量（万只）/ 价格（万元/只）		1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
坩埚收入（扣除13%税）	10	9	13	18	22	27	31	35	40	44	49	53
	15	13	20	27	33	40	46	53	60	66	73	80
	20	18	27	35	44	53	62	71	80	88	97	106
	25	22	33	44	55	66	77	88	100	111	122	133
	30	27	40	53	66	80	93	106	119	133	146	159
	40	35	53	71	88	106	124	142	159	177	195	212
	50	44	66	88	111	133	155	177	199	221	243	265
	60	53	80	106	133	159	186	212	239	265	292	319

资料来源：Wind，浙商证券研究所测算

### 3 盈利预测与估值

#### 3.1 盈利预测

- 公司作为晶体生长设备龙头，下游覆盖光伏设备、半导体设备、蓝宝石材料、SiC 设备 4 大板块。
  - 基于以下判断，我们预计，2023-2025 年，公司 1) 设备及服务收入同比增长 20%/10%/37%，毛利率 41%/42%/43%；材料业务同比增长 411%/35%/6%，毛利率 45%/45%/40%；其他业务同比增长 20%/20%/20%，毛利率 26%/26%/26%。
- 1) **设备及服务**：光伏设备受益于“需求增长+N 型技术迭代”需求，我们预计下游硅片行业扩产仍将维持在过百 GW 左右的稳态水平。半导体设备受益“进口替代+大尺寸迭代”需求，公司作为国内光伏+半导体硅片设备龙头，截至 2023 年 3 月 31 日达 260.59 亿元（大部分为光伏），同比增长 17%。其中半导体在手订单提速、达 35.2 亿元，同比增长 162%。将持续受益行业扩产需求、带来订单+营收的持续提升。盈利能力受益于半导体订单占比提升、预计毛利率有望逐步提升。
- 2) **材料**：我们预计 2022-2025 年光伏坩埚市场空间有望从 42 亿元提升至 459 亿元，CAGR=122%。公司光伏坩埚处于产能快速扩张期，叠加行业供需紧缺的带来的高景气，催生公司营收加速提升，盈利能力随着公司规模起量有望保持较好水平。同时，公司深耕蓝宝石行业多年，成功掌握国际领先的超大尺寸 300kg、450kg、700kg 级蓝宝石晶体生长技术。2020 年公司与蓝思科技成立合资公司，打开蓝宝石下游需求。此外，目前全球 SiC 硅晶圆受益于下游新能源汽车需求的爆发，SiC 产能吃紧，全球产能扩产有望加速。目前公司碳化硅衬底已拿到客户不低于 23 万片订单。如未来进展顺利，发展潜力大。

表7：分产品销售收入预测（单位：百万元）

分业务	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>设备及服务</b>					
销售收入（百万元）	4977	8468	10162	11178	15314
yoy	52%	70%	20%	10%	37%
毛利率	43%	41%	41%	42%	43%
<b>材料</b>					
销售收入（百万元）	389	1455	7436	10025	10618
yoy	101%	274%	411%	35%	6%
毛利率	25%	39%	45%	45%	40%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	595	716	861	1034	1243
yoy	75%	20%	20%	20%	20%
毛利率	26%	27%	26%	26%	26%
<b>合计</b>					
（百万元）	5961	10639	18458	22237	27174
yoy	58%	78%	74%	20%	22%
综合毛利率	40%	40%	42%	43%	41%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.2 估值分析与投资建议

- 公司为光伏+半导体晶体生长设备龙头，同时向光伏耗材、碳化硅衬底领域延伸，占据行业核心地位，未来5年成长确定性可期。我们预计2023-2025年公司营业收入为185/222/272亿元，同比增长74%/20%/22%；归母净利润为47.5/58.3/70.3亿元，同比增长63%/23%/21%，对应PE 20/16/14倍，维持“买入”评级。

表8：晶盛机电：与光伏设备主要上市公司估值比较

公司	代码	2023/5/19		EPS/元				PE			2022A		
		股价(元)	总市值(亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	PB	ROE (%)
晶盛机电	300316	72.5	949	2.2	3.6	4.5	5.4	32	20	16	14	8.5	34
迈为股份	300751	275.9	481	5.0	8.2	13.3	18.4	56	34	21	15	11.4	14
捷佳伟创	300724	102.4	357	3.0	4.2	5.4	7.5	34	24	19	14	5.7	16
金辰股份	603396	65.4	76	0.6	1.6	3.0	4.6	118	41	22	14	6.7	5
奥特维	688516	167.4	259	4.6	6.6	9.3	11.9	36	25	18	14	13.5	38
英杰电气	300820	113.3	163	2.4	3.5	4.6	5.7	48	32	25	20	7.7	25
行业平均（不包括晶盛机电）								58	31	21	15	9.0	19

资料来源：Wind，浙商证券研究所（各家2023-2025年EPS均来自浙商机械团队报告预测值）

表9：晶盛机电：与半导体设备主要上市公司估值比较

公司	代码	2023/5/19		EPS/元				PE			2022A		
		股价(元)	总市值(亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	PB	ROE
晶盛机电	300316	72.5	949	2.2	3.6	4.5	5.4	32	20	16	14	8.5	34
北方华创	002371	301.3	1595	4.5	6.1	8.3	10.8	68	49	36	28	6.4	13
中微公司	688012	163.7	1012	1.9	2.3	2.9	3.6	86	71	56	45	4.0	8
芯源微	688037	271.7	252	2.2	2.9	4.2	6.1	126	93	64	44	7.1	13
行业平均（不包括晶盛机电）								93	71	52	39	5.8	11.4

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：中微公司、芯源微、北方华创2023-2025年EPS均来自Wind一致预期）

### 4 风险提示

- **光伏硅片产能过剩风险。**过去几年受益于大尺寸迭代+光伏行业发展，下游硅片厂迎来硅片扩产潮。但如果产能过剩、光伏硅片行业竞争格局恶化，将导致扩产进度不及预期，影响公司光伏设备订单需求。
- **分拆上市带来控股比例下滑风险。**目前公司持有坩埚子公司（浙江美晶）58%股权，据公司公告，公司计划将坩埚子公司美晶新材进行分拆上市，目前已完成辅导备案登记。如未来分拆上市成功，控股比例可能下滑，带来坩埚业务的业绩贡献可能下滑。
- **坩埚行业产能过剩风险：**如未来石英砂产能加速释放、或新型石英砂技术实现突破，将会带来坩埚行业紧缺情况放缓，带来坩埚的价格下跌，公司业绩可能受坩埚价格波动的影响。
- **统计偏差风险：**本文中坩埚产能统计为不完全统计，可能与实际落地产能存在偏差，可能导致我们对竞争格局影响的预测产生偏差的风险。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	22590	36884	49340	63744
现金	3509	10511	17016	24342
交易性金融资产	0	274	243	172
应收账款	2570	5219	5384	6197
其它应收款	29	74	79	93
预付账款	958	1315	1788	2198
存货	12391	16765	22013	27849
其他	3133	2725	2817	2892
<b>非流动资产</b>	6297	6849	8156	9379
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	951	918	949	939
固定资产	2573	3256	4102	5004
无形资产	429	487	569	672
在建工程	1396	1582	1820	1966
其他	948	606	717	798
<b>资产总计</b>	28887	43732	57496	73123
<b>流动负债</b>	17510	26738	33417	40783
短期借款	1091	379	498	656
应付款项	6350	11788	13786	16909
预收账款	9465	13832	18321	22310
其他	604	739	812	908
<b>非流动负债</b>	164	116	142	141
长期借款	1	1	1	1
其他	163	114	141	139
<b>负债合计</b>	17674	26854	33559	40924
少数股东权益	440	1298	2527	3763
归属母公司股东权益	10773	15581	21410	28436
<b>负债和股东权益</b>	28887	43732	57496	73123

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1314	8920	7733	8505
净利润	3078	5610	7059	8262
折旧摊销	397	226	289	365
财务费用	(19)	(7)	(22)	(15)
投资损失	(92)	(92)	(92)	(92)
营运资金变动	4977	6967	5441	5415
其它	(7026)	(3784)	(4943)	(5431)
<b>投资活动现金流</b>	(1958)	(1270)	(1369)	(1350)
资本支出	(1869)	(1057)	(1331)	(1363)
长期投资	(15)	61	(36)	3
其他	(75)	(274)	(3)	10
<b>筹资活动现金流</b>	2080	(648)	141	172
短期借款	1066	(712)	119	158
长期借款	(0)	0	0	0
其他	1014	64	22	14
<b>现金净增加额</b>	1435	7002	6505	7326

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	10638	18458	22237	27174
营业成本	6420	10742	12762	16019
营业税金及附加	126	219	264	323
营业费用	45	77	93	114
管理费用	287	497	599	732
研发费用	796	1163	1290	1522
财务费用	(19)	(7)	(22)	(15)
资产减值损失	210	365	440	537
公允价值变动损益	45	53	53	53
投资净收益	92	92	92	92
其他经营收益	538	705	909	1112
<b>营业利润</b>	3448	6251	7865	9199
营业外收支	(29)	(18)	(24)	(21)
<b>利润总额</b>	3419	6232	7841	9178
所得税	341	622	783	916
<b>净利润</b>	3078	5610	7059	8262
少数股东损益	154	859	1229	1236
<b>归属母公司净利润</b>	2924	4752	5830	7026
EBITDA	3818	6442	8100	9519
EPS (最新摊薄)	2.23	3.63	4.45	5.37

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	78.45%	73.51%	20.47%	22.20%
营业利润	73.06%	81.29%	25.82%	16.97%
归属母公司净利润	70.80%	62.53%	22.69%	20.51%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.65%	41.80%	42.61%	41.05%
净利率	28.93%	30.39%	31.74%	30.40%
ROE	31.90%	33.83%	28.57%	25.03%
ROIC	25.72%	34.90%	31.95%	28.24%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	61.18%	61.40%	58.37%	55.97%
净负债比率	6.18%	1.42%	1.49%	1.61%
流动比率	1.29	1.38	1.48	1.56
速动比率	0.58	0.75	0.82	0.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.46	0.51	0.44	0.42
应收账款周转率	5.06	4.59	3.85	4.06
应付账款周转率	1.97	1.93	1.66	1.71
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.23	3.63	4.45	5.37
每股经营现金	1.00	6.82	5.91	6.50
每股净资产	8.23	11.91	16.36	21.73
<b>估值比率</b>				
P/E	32.45	19.97	16.28	13.50
P/B	8.46	6.09	4.43	3.34
EV/EBITDA	21.30	13.33	9.97	7.87

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>