

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

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)	48.07
总股本/流通股本(亿股)	1.38 / 0.29
总市值/流通市值(亿元)	67 / 14
52周内最高/最低价	57.01 / 42.00
资产负债率(%)	14.7%
市盈率	∞
第一大股东	李辉
持股比例(%)	15.9%

研究所

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

晶升股份(688478)

8 吋碳化硅长晶设备进展顺利，
持续进军国内百亿级碳化硅单晶炉市场

● 事件

近日，据晶升股份官微消息，现公司已向多家客户交付了 8 吋碳化硅长晶设备，部分客户已经取得了一定的研发成果，并正在不断优化工艺制程。

● 投资要点

碳化硅+半导体级单晶硅炉领军供应商。公司开发了包括 8-12 吋半导体级单晶硅炉、6-8 吋碳化硅单晶炉、蓝宝石单晶炉及其他晶体生长设备等产品；2022 年主营业务收入中，碳化硅单晶炉与半导体级单晶硅炉分别占约 65.9% 与 29.6%。公司半导体级单晶硅炉在 28nm 以上制程工艺已实现批量化生产，主要客户包括沪硅产业（上海新昇）、立昂微（金瑞泓）和神工股份；碳化硅单晶炉业务主要客户包括三安光电、东尼电子及浙江晶越。

碳化硅单晶炉先发优势显著，公司的碳化硅单晶炉国内市场空间预计将超过 20 亿元。

1) 技术优势：2017 年，公司启动第三代化合物半导体碳化硅单晶炉的研发；2018 年，公司首台第三代化合物半导体碳化硅单晶炉正式交付客户。

公司生产的碳化硅单晶炉主要应用于 6 吋碳化硅单晶衬底，具有结构设计一体化、高精度控温控压、生产工艺可复制性强、高稳定性运行等特点。

公司自研 8 吋碳化硅长晶设备，突破大尺寸晶体生长的关键技术，可实现检漏、洗炉、长晶等全过程的自动运行，流量、温度、压力参数的精确控制，轴向径向温梯的控制分离。另外，公司自研的 8 吋碳化硅长晶设备具有独特的结构设计，方便后期维护与装料卸料，提高热场寿命和工作效率，进一步满足客户实现低成本、高良率的晶体生长需要。

2022 年公司的碳化硅单晶炉实现销量 227 台，由于目前碳化硅需求旺盛，而硅方面依旧处于行业调整周期，因此公司预测 2023 年公司主营业务收入中，碳化硅单晶炉仍将占较大比例。

2) 客户优势：虽然目前国内碳化硅主流规格为 6 吋，但诸多客户在 8 吋方面已投入研发。现公司已向多家客户交付了 8 吋碳化硅长晶设备，部分客户已经取得了一定的研发成果，并正在不断优化工艺制程。

目前国内下游碳化硅厂商实现量产应用进度及规模领先的企业为三安光电、天岳先进、天科合达。公司碳化硅单晶炉业务已覆盖国内碳化硅产业链涉及衬底制造的主要厂商，已实现对国内产销规模较大、产业链布局较为完善的 IDM 企业——三安光电批量

供应，建立了稳定的合作关系。通过供应客户三安光电，公司碳化硅单晶炉在下游导电型衬底、碳化硅功率器件领域的规模化量产应用进度国内领先，并已实现向国内半绝缘型衬底主流领先厂商天岳先进的产品验证，产品具有先发优势、技术优势及竞争优势。

3) 国内碳化硅产能加速扩产+设备国产化催涨碳化硅单晶炉需求，公司的碳化硅单晶炉国内市场空间预计将超过 20 亿元。在碳化硅市场保持高景气度的情况下，国内产能加速扩产叠加设备国产化率提升的双重因素驱动我国碳化硅晶体生长设备市场发展。根据九派资本，按照碳化硅衬底厂商已发布公告（或新闻）的不完全统计，拟建设的碳化硅衬底产能合计超 1,000 万片/年（其中海外 400-500 万片/年，国内 500-600 万片/年）。

保守测算，根据公司招股书，按照预计国内增长 360 万片/年的新增产能规模，以行业单台设备产量水平（375-500 片/年）测算，国内碳化硅单晶炉市场可实现约 7,200-9,600 台新增市场规模；结合公司产品销售价格，假设碳化硅单晶炉单价区间为 60-110 万元（含税），国内碳化硅单晶炉市场空间约为 43.20 亿元-105.60 亿元。

假设以市场空间的平均值（74.40 亿元），按照公司碳化硅单晶炉现有国内市场占有率（27.47%-29.01%）进行测算，公司的碳化硅单晶炉国内市场空间预计将超过 20 亿元。

● 投资建议

我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现收入 4.36/7.27/10.29 亿元，实现归母净利润分别为 0.72/1.41/2.05 亿元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 92 倍、47 倍、33 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

存货跌价风险；技术迭代风险；零部件依赖第三方供应商制造的风险；下游扩产不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	222	436	727	1029
增长率(%)	13.89	96.22	66.85	41.54
EBITDA（百万元）	32.67	79.78	135.38	204.32
归属母公司净利润（百万元）	34.54	72.16	141.23	204.50
增长率(%)	-26.49	108.93	95.73	44.80
EPS（元/股）	0.25	0.52	1.02	1.48
市盈率（P/E）	192.59	92.18	47.10	32.52
市净率（P/B）	12.78	4.13	3.80	3.40
EV/EBITDA	-2.83	69.38	40.71	26.51

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)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	222	436	727	1029	营业收入	13.9%	96.2%	66.9%	41.5%
营业成本	144	278	462	650	营业利润	-28.1%	108.8%	95.8%	44.7%
税金及附加	1	2	4	5	归属于母公司净利润	-26.5%	108.9%	95.7%	44.8%
销售费用	5	10	15	21	获利能力				
管理费用	25	37	60	74	毛利率	35.2%	36.1%	36.4%	36.8%
研发费用	21	41	65	93	净利率	15.6%	16.6%	19.4%	19.9%
财务费用	0	-2	-22	-23	ROE	6.6%	4.5%	8.1%	10.5%
资产减值损失	-2	0	0	0	ROIC	4.6%	4.4%	6.9%	9.4%
营业利润	38	79	155	225	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	14.7%	8.8%	12.0%	14.6%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	4.95	10.73	7.78	6.43
利润总额	38	79	155	225	营运能力				
所得税	3	7	14	20	应收账款周转率	7.71	9.89	9.18	8.66
净利润	35	72	141	205	存货周转率	3.10	3.94	3.69	3.48
归母净利润	35	72	141	205	总资产周转率	0.38	0.37	0.39	0.48
每股收益(元)	0.25	0.52	1.02	1.48	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.25	0.52	1.02	1.48
货币资金	100	1122	1144	1237	每股净资产	3.76	11.64	12.66	14.13
交易性金融资产	80	80	80	80	估值比率				
应收票据及应收账款	31	63	105	147	PE	192.59	92.18	47.10	32.52
预付款项	33	55	92	132	PB	12.78	4.13	3.80	3.40
存货	75	146	247	344	现金流量表				
流动资产合计	394	1553	1779	2081	净利润	35	72	141	205
固定资产	14	15	15	15	折旧和摊销	6	2	2	2
在建工程	2	3	5	6	营运资本变动	-12	-70	-119	-111
无形资产	3	2	2	1	其他	-10	-7	-9	-10
非流动资产合计	216	211	211	209	经营活动现金流净额	18	-3	16	86
资产总计	610	1765	1990	2290	资本开支	-13	-2	-2	-1
短期借款	0	-2	-3	-4	其他	-15	12	9	10
应付票据及应付账款	18	27	47	67	投资活动现金流净额	-28	10	7	10
其他流动负债	61	120	185	261	股权融资	5	1017	0	0
流动负债合计	80	145	229	324	债务融资	-1	-2	-1	-1
其他	10	10	10	10	其他	-5	0	0	0
非流动负债合计	10	10	10	10	筹资活动现金流净额	-1	1015	-1	-1
负债合计	90	155	239	334	现金及现金等价物净增加额	-11	1022	22	94
股本	104	138	138	138					
资本公积金	311	1294	1294	1294					
未分配利润	98	159	279	453					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	8	19	40	71					
所有者权益合计	521	1610	1751	1956					
负债和所有者权益总计	610	1765	1990	2290					

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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

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

电话：15800181922

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