

晶升股份 (688478.SH)

1H23 归母净利润同比增长 447%，签订重大合同注入增长动力

增持

核心观点

公司 1H23 归母净利润同比增长近 447%。1H23 公司实现营收 1.14 亿元 (YoY+75.79%)，归母净利润 0.15 亿元 (YoY+447.2%)，扣非归母净利润 0.08 亿元 (YoY+397.6%)，毛利率 35.3% (YoY+1.1pct)。2Q23 单季度实现营收 0.76 亿元 (YoY+57.44%，QoQ+97.9%)，归母净利润 0.13 亿元 (YoY+221.7%，QoQ+418.5%)，扣非归母净利润 0.08 亿元 (YoY+497.6%) 环比增加 800 万，毛利率 33.63% (YoY+1.29pct，QoQ-5.12pct)。

碳化硅长晶炉覆盖行业头部客户，未来将随行业渗透快速发展。公司碳化硅单晶炉主要应用于 6-8 英寸碳化硅单晶衬底制备，客户包括三安光电、东尼电子、天岳先进、比亚迪等行业主要厂商。由于碳化硅长晶炉需满足客户在特定工艺技术路线下控温精度、控压精度、极限真空、压升率等指标参数的要求以保证晶体一致性和稳定性，公司可根据不同客户推出差异化应用解决方案。根据我们对国内头部衬底供应商扩产节奏测算，23-25 年国内导电碳化硅衬底扩产复合增速约为 200%，在行业快速扩张背景下，公司碳化硅单晶炉设备有望随行业渗透同步快速增长。

半导体级单晶硅炉国内领先，28nm 以上制程工艺已实现批量化生产。由于进入半导体单晶硅炉领域需硅片/衬底厂商验证并通过芯片厂商稽核，在器件性能验证后单晶硅炉才能进入硅片供应链，验证时间长且壁垒高。目前 12 英寸半导体级硅片国产化率低且国产单晶炉设备在该领域中占比低，公司深耕行业多年处于国内领先：客户已覆盖沪硅产业(上海新昇)、立昂微(金瑞泓)、神工股份、合晶科技；覆盖主流 12 英寸、8 英寸轻掺、重掺硅片制备，28nm 以上制程工艺已实现批量化生产。未来，随 12 英寸半导体级硅片扩产叠加单晶硅炉国产化率提升，公司该业务有望加速放量。

与客户签订 1.2 亿元碳化硅单晶炉合同，业绩增长注入持续动力。公司股权激励 24-25 年营收目标为 5.99、8.21 亿元，在此基础上，公司与客户 J 签订了《碳化硅炉设备买卖合同》，合同价款含税合计金额约为 1.2 亿元，分三批执行，第一批次预付款支付后 3-4 个月交付，第二批次和第三批次合同履行约期限以双方签订的订单为准。在行业快速扩产背景下，本次合同签订将为公司业绩增长注入持续动力。

投资建议：我们看好半导体级单晶硅炉的核心技术与碳化硅单晶炉的快速增长，预计 23-25 年公司有望实现归母净利润 0.66/1.07/1.61 亿元 (YoY+92%/62%/50%)，对应 22-24 年 PS 分别为 95/58/39 倍，给予“增持”评级。

风险提示：碳化硅单晶炉需求不及预期，半导体级单晶炉放量不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	195	222	450	713	1,010
(+/-%)	59.3%	13.9%	102.6%	58.5%	41.7%
净利润(百万元)	47	35	66	107	161
(+/-%)	57.7%	-26.5%	91.6%	62.3%	50.1%
每股收益(元)	0.45	0.33	0.48	0.78	1.16
EBIT Margin	19.3%	11.7%	8.9%	10.1%	13.3%
净资产收益率 (ROE)	9.8%	6.6%	3.9%	5.9%	8.1%
市盈率 (PE)	99.9	135.8	94.6	58.3	38.8
EV/EBITDA	119.6	166.9	152.4	86.6	47.8
市净率 (PB)	9.83	9.01	3.65	3.44	3.16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

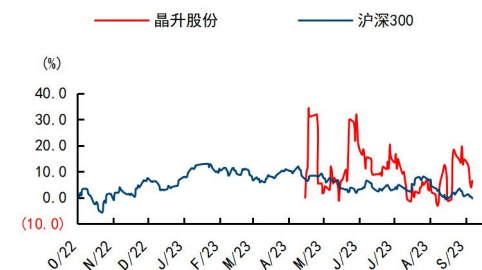
证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	
收盘价	45.21 元
总市值/流通市值	6256/1292 百万元
52 周最高价/最低价	62.88/40.00 元
近 3 个月日均成交额	121.03 百万元

市场走势

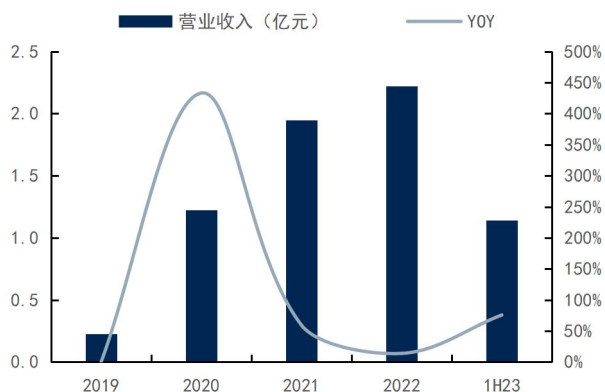


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

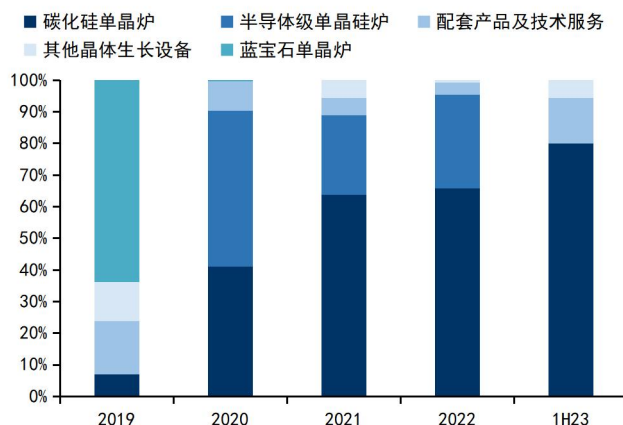
《晶升 (688478.SH) - 半导体晶体生长头部企业》——
2023-04-24

图1: 公司近年营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



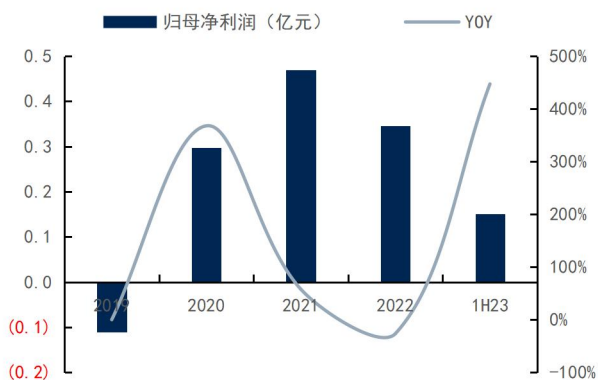
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)



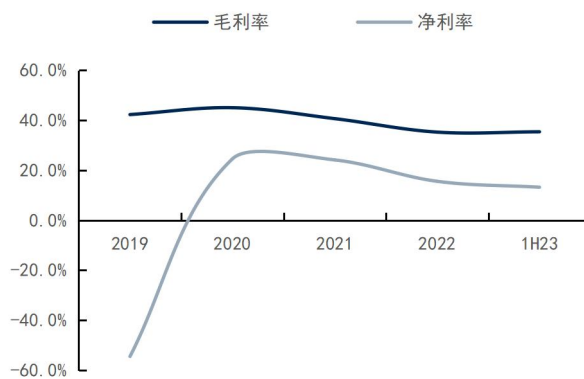
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近年归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



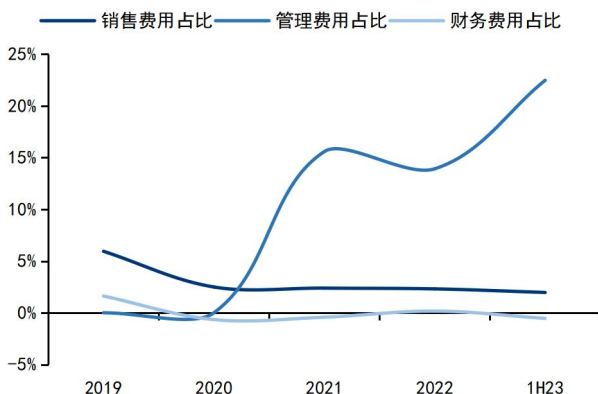
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)



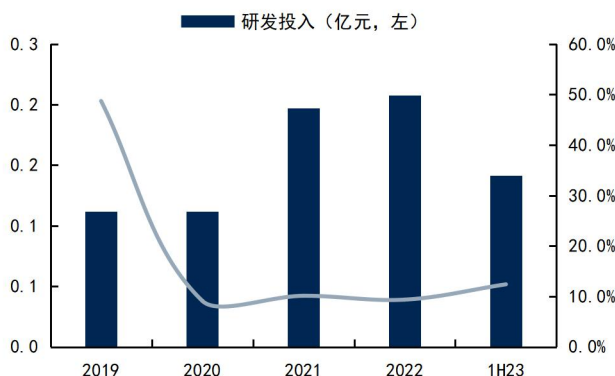
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司近五年研发投入及占营收比例 (亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

半导体单晶炉：目前半导体硅片不断 12 英寸演进，12 英寸硅片占据市场主要份额，因此对大尺寸单晶硅晶体生长设备产生较大需求，国内 12 英寸硅片主要依赖于进口国产化率较低，在此基础上，12 英寸半导体级单晶硅炉国产化率较低，因此未来随 12 英寸硅片国产化率提升以及设备国产份额提升，公司该业务有望逐步放量。公司客户覆盖上海新昇、金瑞泓、神工股份、合晶科技，考虑半导体级设备需要下游芯片端分产品线验证，时间跨度长，预计 23-25 年半导体级单晶硅炉业务按 4/6/12 台销售计算，对应预计 22-24 年收入约 0.45/0.69/1.38 亿元。

碳化硅单晶炉：公司碳化硅单晶炉包含 PVT 感应加热/电阻加热单晶炉、TSSG 单晶炉等类别产品，完整覆盖导电型/半绝缘型碳化硅晶体生长及衬底制备，考虑下游碳化硅持续扩产，我们预计碳化硅单晶炉将成为公司未来三年营收增量主要来源，对应营收 3.95/6.32/8.53 亿元。

其他晶体生长设备：公司其他材料晶体生长设备包括自主研发的自动化拉晶控制系统，主要应用于 G10 至 G12 太阳能电池片的制造。通过配备自主研发的液面距精确控制、直径控制、生长控制等技术，可进一步提高系统的自动化程度和智能控制水平以满足光伏单晶硅片高效率、高产量的需求；此外公司还开发的其他相关设备预计 25 年进入加速成长期，预计该业务对应营收 0.18/0.3/0.9 亿元。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	121.97	194.90	221.99	449.83	712.94	1010.24
碳化硅单晶炉	50.11	124.36	146.19	394.73	631.56	852.61
半导体级单晶硅炉	60.45	49.14	65.69	45.00	68.82	137.64
配套产品及技术服务	11.40	10.40	8.34	8.34	9.59	11.03
其他晶体生长设备	0.00	11.00	1.77	1.77	2.97	8.97
同比增速(%)	433%	59%	14%	103%	58%	42%
碳化硅单晶炉	3025%	148%	18%	170%	60%	35%
半导体级单晶硅炉	-	-18.72%	33.69%	-31.50%	52.93%	100.00%
配套产品及技术服务	-	3.82	11.40	0.00%	15.00%	15.00%
其他晶体生长设备	198.38%	-8.77%	-19.83%	0%	68%	202%
毛利率(%)	44.69%	40.61%	35.22%	35.19%	34.97%	35.16%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，我们预计 22-24 年公司营收分别增长 102.6%/58.5%/41.7%至 4.5/7.1/10.1 亿元，对应综合毛利率为 35.19%/34.97%/35.16%，23-25 年公司归母净利润分别增长至 0.66/1.07/1.61 亿元。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	111	100	1200	1198	1232	营业收入	195	222	450	713	1010
应收款项	31	34	68	108	153	营业成本	116	144	292	464	655
存货净额	68	75	153	243	344	营业税金及附加	1	1	2	4	5
其他流动资产	86	186	241	304	375	销售费用	5	5	11	17	24
流动资产合计	296	394	1661	1853	2105	管理费用	16	25	60	85	100
固定资产	14	16	22	29	36	研发费用	20	21	46	72	92
无形资产及其他	3	3	3	2	2	财务费用	(1)	0	(16)	(30)	(30)
其他长期资产	232	197	197	197	197	投资收益	5	6	4	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	2	4	(2)	(4)	(7)
资产总计	546	610	1883	2082	2340	其他	7	2	15	15	15
短期借款及交易性金融负债	4	3	3	3	3	营业利润	53	38	73	118	177
应付款项	8	18	37	59	84	营业外净收支	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	48	58	122	191	263	利润总额	52	38	72	118	177
流动负债合计	59	80	162	253	350	所得税费用	5	3	6	10	15
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	10	9	10	10	归属于母公司净利润	47	35	66	107	161
长期负债合计	9	10	9	10	10	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	69	90	172	263	360	净利润	47	35	66	107	161
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	2	2	4	7
股东权益	477	521	1712	1819	1980	折旧摊销	2	3	2	3	4
负债和股东权益总计	546	610	1883	2082	2340	公允价值变动损失	(3)	(7)	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	1	0	(16)	(30)	(30)
每股收益	0.45	0.33	0.48	0.78	1.16	营运资本变动	(222)	50	(85)	(102)	(120)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	163	(65)	14	26	23
每股净资产	4.60	5.02	12.37	13.15	14.31	经营活动现金流	(12)	18	(17)	8	45
ROIC	10%	6%	8%	12%	19%	资本开支	(10)	(13)	(8)	(10)	(10)
ROE	10%	7%	4%	6%	8%	其它投资现金流	(181)	(15)	0	0	0
毛利率	41%	35%	35%	35%	35%	投资活动现金流	(191)	(28)	(8)	(10)	(10)
EBIT Margin	19%	12%	9%	10%	13%	权益性融资	221	5	1125	0	0
EBITDA Margin	20%	13%	9%	11%	14%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	59%	14%	103%	58%	42%	支付股利、利息	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润增长率	58%	-26%	92%	62%	50%	其它融资现金流	(4)	(6)	(0)	0	(0)
资产负债率	13%	15%	9%	13%	15%	融资活动现金流	217	(1)	1125	0	(0)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	14	(11)	1100	(2)	34
P/E	99.9	135.8	94.6	58.3	38.8	货币资金的期初余额	96	111	100	1200	1198
P/B	9.8	9.0	3.7	3.4	3.2	货币资金的期末余额	111	100	1200	1198	1232
EV/EBITDA	119.6	166.9	152.4	86.6	47.8	企业自由现金流	(195)	63	(55)	(44)	(4)
						权益自由现金流	(199)	57	(40)	(16)	23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032