

晶升股份 (688478.SH)

碳化硅长晶炉稳定交付，设备品类持续拓展

增持

核心观点

公司1Q24年归母净利润同比增长约507%。公司主营业务为碳化硅长晶炉、半导体级硅单晶炉与相关晶体设备；随碳化硅渗透加速，碳化硅长晶炉需求较好，23年公司实现营收4.1亿元(YoY+82.7%)，归母净利润0.71亿元(YoY+106%)，毛利率33.5%(YoY-1.8pct)。在此基础上，公司在手订单陆续交付，1Q24实现营收0.8亿元(YoY+111.3%，QoQ-51.1%)，归母净利润0.15亿元(YoY+507.4%，QoQ-46.3%)，毛利率33.7%(YoY-5.1pct，QoQ+2.8pct)。

碳化硅长晶炉覆盖头部客户，8英寸衬底渗透有望提升长晶炉ASP。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。在此基础上，公司与客户J签订《碳化硅炉设备买卖合同》约1.2亿元，待履行金额为0.99亿元。此外，随着8英寸碳化硅衬底起量，8英寸长晶炉渗透，产品ASP有望提升，未来碳化硅长晶炉业务伴随产品迭代需求有望保持快速增长。

半导体级单晶硅炉28nm以上制程已量产。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，验证壁垒高且国产化率低，公司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。

光伏设备合同待履行金额2.9亿元，拓品类业务打开多元成长空间。此前公司与四川高景太阳能科技签订了《高景设备采购合同》，合同价款含税合计金额约为3.39亿元，包括单晶炉控制系统、光伏级单晶炉及配套产品，待履行金额为2.9亿元。此外，公司自研应用于G10至G12太阳能电池片的自动化拉晶控制系统已推向市场。未来，随着光伏类产品、其他材料设备业务拓展，公司增长路径将逐步多元化。

投资建议：结合公司合同履行节奏与23年至今经营情况，略下调公司订单交付节奏，上调公司研发费用率，预计24-26年公司有望实现归母净利润1.14/1.29/1.42亿元(前值24-25年1.21/1.57亿元)，对应24-26年PE分别为36/32/29倍，维持“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

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	222	406	750	929	1,073
(+/-%)	13.9%	82.7%	85.0%	23.9%	15.4%
净利润(百万元)	35	71	114	129	142
(+/-%)	-26.5%	105.6%	60.0%	13.2%	10.8%
每股收益(元)	0.33	0.51	0.82	0.93	1.03
EBIT Margin	11.7%	13.2%	14.1%	13.4%	13.3%
净资产收益率(ROE)	6.6%	4.5%	6.9%	7.5%	8.0%
市盈率(PE)	88.9	57.6	36.0	31.8	28.7
EV/EBITDA	110.3	81.1	44.6	37.9	34.0
市净率(PB)	5.90	2.59	2.49	2.40	2.30

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

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

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

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

增持(维持)

合理估值

收盘价

29.58元

总市值/流通市值

4093/2720百万元

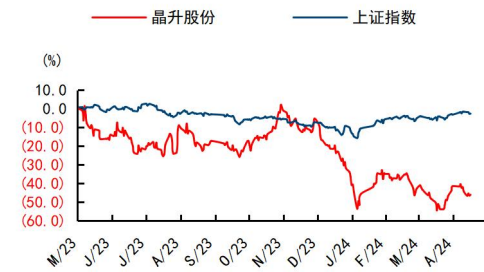
52周最高价/最低价

59.90/24.28元

近3个月日均成交额

55.46百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

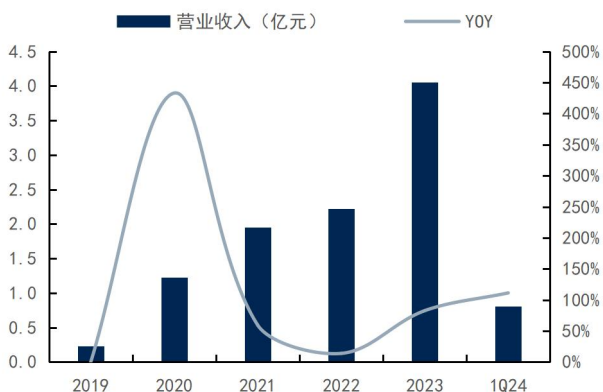
相关研究报告

《晶升股份(688478.SH)-前三季度归母净利润同比增长近127%，品类扩展打开多元成长空间》——2023-11-07

《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》——2023-09-18

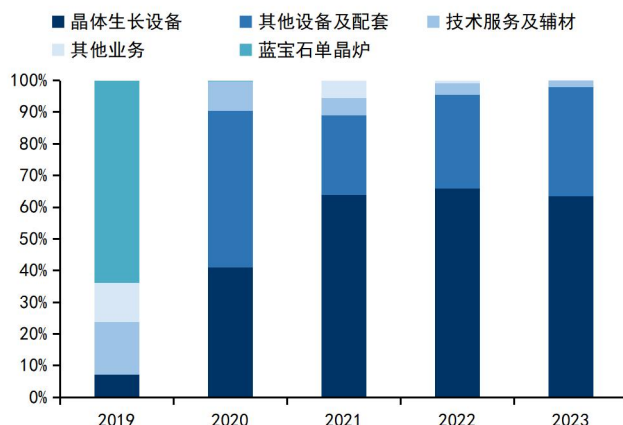
《C晶升(688478.SH)-半导体晶体生长头部企业》——2023-04-24

图1: 公司近五年营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



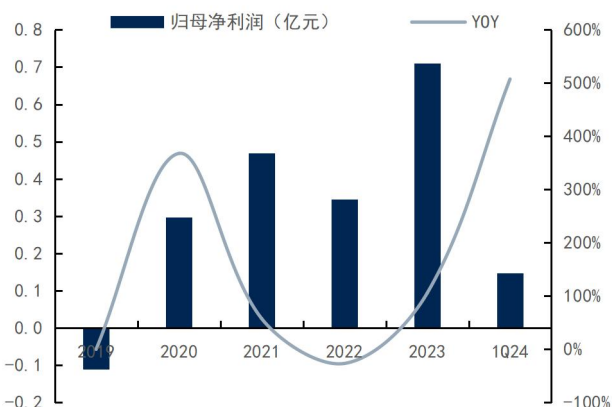
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司近年营收结构 (单位: 亿元)



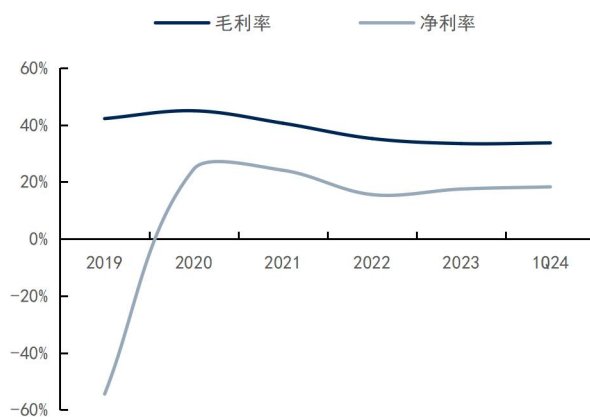
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司近五年归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



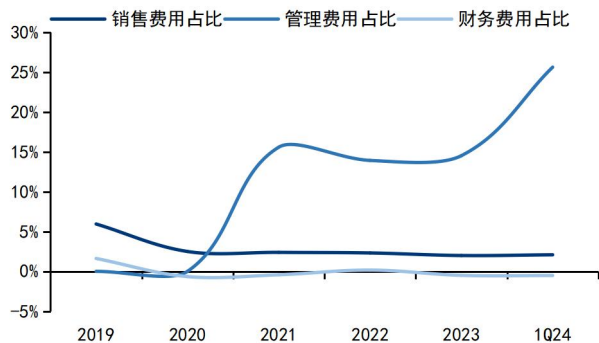
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司近五年毛利率与净利率情况 (单位: %、%)



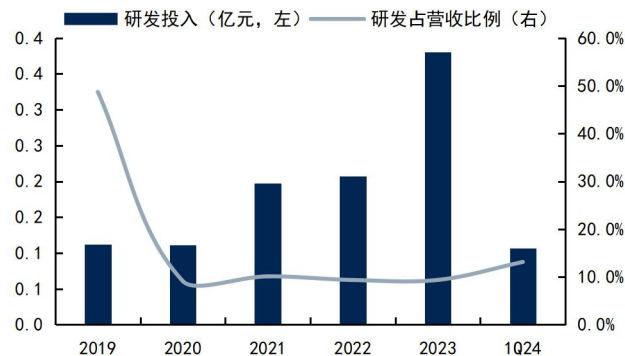
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司近五年费用率 (%)



资料来源: 公司公告、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: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	100	172	127	133	144	营业收入	222	406	750	929	1073
应收款项	34	304	562	696	803	营业成本	144	270	498	623	737
存货净额	75	282	519	643	758	营业税金及附加	1	1	3	4	4
其他流动资产	186	1079	1139	1170	1195	销售费用	5	8	13	17	18
流动资产合计	394	1836	2347	2642	2901	管理费用	25	35	60	74	81
固定资产	16	116	141	166	196	研发费用	21	38	70	87	91
无形资产及其他	3	19	18	18	17	财务费用	0	(2)	(0)	3	4
其他长期资产	197	138	138	138	138	投资收益	6	11	7	8	9
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	4	12	(1)	(2)	(3)
资产总计	610	2110	2645	2964	3251	其他	2	(0)	15	15	15
短期借款及交易性金融负债	3	34	114	155	177	营业利润	38	78	126	143	158
应付款项	18	218	402	499	587	营业外净收支	(0)	0	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	58	255	464	575	671	利润总额	38	78	126	143	158
流动负债合计	80	507	980	1228	1436	所得税费用	3	7	13	14	16
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	10	20	24	29	35	归属于母公司净利润	35	71	114	129	142
长期负债合计	10	20	24	29	35	现金流量表 (百万元)					
负债合计	90	527	1004	1257	1471	净利润	35	71	114	129	142
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	2	4	1	2	3
股东权益	521	1583	1641	1707	1780	折旧摊销	3	4	9	16	21
负债和股东权益总计	610	2110	2645	2964	3251	公允价值变动损失	(7)	(16)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	0	0	(0)	3	4
每股收益	0.33	0.51	0.82	0.93	1.03	营运资本变动	53	(27)	(158)	(77)	(56)
每股红利	0.00	0.25	0.40	0.45	0.50	其它	(68)	(128)	(1)	(4)	(7)
每股净资产	5.02	11.44	11.86	12.34	12.87	经营活动现金流	18	(92)	(36)	68	108
ROIC	6%	10%	14%	14%	14%	资本开支	(13)	(76)	(33)	(41)	(50)
ROE	7%	4%	7%	8%	8%	其它投资现金流	(15)	(795)	0	0	0
毛利率	35%	33%	34%	33%	31%	投资活动现金流	(28)	(872)	(33)	(41)	(50)
EBIT Margin	12%	13%	14%	13%	13%	权益性融资	5	1125	0	0	0
EBITDA Margin	13%	14%	15%	15%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	14%	83%	85%	24%	15%	支付股利、利息	(0)	(35)	(55)	(63)	(69)
净利润增长率	-26%	106%	60%	13%	11%	其它融资现金流	(6)	(55)	80	41	22
资产负债率	15%	25%	38%	42%	45%	融资活动现金流	(1)	1036	24	(21)	(47)
息率	0.0%	0.8%	1.4%	1.5%	1.7%	现金净变动	(11)	72	(45)	6	11
P/E	88.9	57.6	36.0	31.8	28.7	货币资金的期初余额	111	100	172	127	133
P/B	5.9	2.6	2.5	2.4	2.3	货币资金的期末余额	100	172	127	133	144
EV/EBITDA	110.3	81.1	44.6	37.9	34.0	企业自由现金流	66	(51)	(88)	11	44
						权益自由现金流	60	(106)	(7)	49	63

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提及的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