

香港股市 | 电子行业

赛晶科技(580 HK)

输配电业务稳定提升收入

FY24E 收入同比增长超 50%

赛晶科技预告因受惠于常规直流输电和柔性输电项目的启动以及产品交付，公司 2024 年收入将同比大幅上涨超 50%至约 16 亿元（人民币，下同）。输配电业务是公司收入的主力来源，占总收入约 55%。三条特高压常规直流输电工程“宁夏-湖南”、“金上-湖北”、“哈密-重庆”等；阳江青州海上风电场和华能玉环 2 号海上风电项目；无功补偿（SVG）装置，以及海外直流输电项目等均是 2024 年输配电业务收入主要增长来源。公司的阳极饱和电抗器市场份额接近 100%，是国内唯一自主技术供应商。电力电容器也是国内主流的供应商之一，市场份额约 10%以上。自主产品供应量提升有助于毛利率增长。疫情后特高压直流输电建设进入新一轮高峰期，由于电网建设和交付周期长，公司的输配电业务有望持续稳定增长。

2025 年 IGBT 收入进入高增长阶段

2023 年公司自研功率半导体（IGBT）业务实现销售收入 8,100 万元，同比增长 105%。2024 上半年由于国产产品需求暂时下跌，公司收入略微受到影响，预计全年将同比下跌。但往后随着批量供货的客户群体增加，新 FP 封装模块产品，以及第七代 IGBT 芯片的 1200V/300A 以及其模块等新产品落地，丰富产品矩阵之余有利于提升供货量。另一方面，公司自研 SiC 碳化硅芯片进入测试阶段。公司目标为 2025 年实现自研功率半导体业务收入约 1.5 亿元，占总收入 7.5%。

盈利与估值

公司预期 2024 年净利润约 1 亿元，同比增长超过 200%；公司计划启动派息回馈股东。2025 年收入目标 20 亿，同比增长 25%。公司 2024 年市盈率约为 20.7 倍。国内同业斯达半导（603290 HK）的市盈率为 2024 年 34.5 倍。

投资风险

1) 自研半导体新产品落地和研发进程不及预期；2) 电网建设规模和进程不及预期；3) 港股流动性风险。

图表 1：主要财务数据（人民币百万元）

| 年结:12月31日     | FY21 实际 | FY22 实际 | FY23 实际 | 1H24 实际 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 收入            | 931     | 918     | 1,055   | 656     |
| 增长率 (%)       | (23.4)  | (1.4)   | 14.9    | 42.7    |
| 净利润           | 15.5    | 24.0    | 31.5    | 33.7    |
| 增长率 (%)       | (91.3)  | 55.2    | 31.5    | N/A     |
| 摊薄后每股盈利 (人民币) | 0.009   | 0.015   | 0.019   | 0.021   |
| 净资产回报率 (%)    | 1.8     | 1.3     | 1.7     | 1.8     |
| 市盈率 (倍)       | 135.4   | 87.0    | 65.8    | N/A     |
| 市净率 (倍)       | 1.2     | 1.1     | 1.1     | N/A     |
| 股息率 (%)       | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 每股股息 (人民币)    | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   |

来源：公司资料、中泰国际究部

公司点评

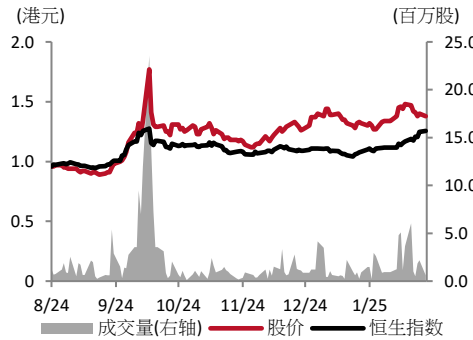
未评级

股票资料

|           |             |       |
|-----------|-------------|-------|
| 现价        | 1.40        | 港元    |
| 总市值       | 2,200       | 百万港元  |
| 流通股比例     | 73.7        | %     |
| 已发行总股本    | 1,594       | 百万    |
| 52 周价格区间  | 0.86 – 1.77 | 港元    |
| 3 个月日均成交额 | 1.8         | 百万港元  |
| 主要股东      | 项颀          | 24.1% |

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20241119 – 未评级：IGBT 行业新星，国产替代任重道远

分析师

陈怡 (Vivien Chan)  
+852 2359 2941  
vivien.chan@ztsc.com.hk

图表 2：财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）

| 利润表         | FY21 实际 | FY22 实际 | FY23 实际 | 资产负债表      | FY21 实际 | FY22 实际 | FY23 实际 |
|-------------|---------|---------|---------|------------|---------|---------|---------|
| 营业收入        | 931     | 918     | 1,055   | 固定资产       | 517     | 513     | 653     |
| 同比%         | (23)    | (1)     | 15      | 无形资产及商誉    | 69      | 78      | 79      |
| 成本          | (647)   | (656)   | (719)   | 联营公司及合营公司  | 15      | 11      | 2       |
| 毛利润         | 284     | 261     | 336     | 长期投资       | 0       | 0       | 0       |
| 毛利率         | 30.5%   | 28.5%   | 31.8%   | 其他非流动资产    | 117     | 151     | 110     |
| 其他收益        | 40      | 70      | 67      | 非流动资产      | 718     | 754     | 844     |
| 销售及分销成本     | (65)    | (69)    | (85)    | 库存         | 206     | 163     | 230     |
| 行政成本        | (112)   | (116)   | (138)   | 应收帐款       | 629     | 798     | 815     |
| 研发成本        | (84)    | (90)    | (114)   | 预付款项及存款    | 61      | 36      | 39      |
| 其他运营开支      | (14)    | (5)     | (5)     | 其他流动资产     | 163     | 116     | 71      |
| 总运营开支       | (275)   | (281)   | (341)   | 现金         | 600     | 630     | 839     |
| 营运利润 (EBIT) | 49      | 50      | 62      | 流动资产       | 1,660   | 1,743   | 1,993   |
| 营运利润率       | 5.3%    | 5.5%    | 5.8%    | 应付帐款       | 182     | 251     | 302     |
| 拨备          | 0       | 0       | 0       | 税项         | 18      | 16      | 19      |
| 财务成本        | (10)    | (8)     | (11)    | 预提费用/其他应付款 | 76      | 80      | 114     |
| 融资后利润       | 39      | 43      | 51      | 银行贷款和租赁    | 104     | 46      | 226     |
| 联营及合营公司     | (2)     | (4)     | (4)     | 可转债和其他债务   | 0       | 0       | 0       |
| 税前利润        | 37      | 39      | 47      | 其他流动负债     | 19      | 17      | 30      |
| 所得税         | (18)    | (16)    | (22)    | 流动负债       | 399     | 409     | 692     |
| 少数股东权益      | (3)     | 1       | 7       | 银行贷款和租赁    | 111     | 108     | 163     |
| 净利润         | 15      | 24      | 32      | 可转债和其他债务   | 0       | 0       | 0       |
| 同比%         | (91)    | 55      | 32      | 递延所得税及其他   | 68      | 66      | 62      |
| 核心净利润率      | 1.7%    | 2.6%    | 3.0%    | 少数股东权益     | 55      | 83      | 74      |
| EBITDA      | 80      | 96      | 118     | 非流动负债      | 233     | 257     | 298     |
| EBITDA 利润率  | 8.6%    | 10.5%   | 11.1%   | 总净资产       | 1,745   | 1,831   | 1,848   |
| 每股盈利 (人民币)  | 0.009   | 0.015   | 0.019   | 股东权益       | 1,745   | 1,831   | 1,848   |
| 增长率%        | (91.4)  | 55.6    | 32.2    | 股本         | 140     | 140     | 139     |
| 每股股息 (人民币)  | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 储备         | 1,604   | 1,691   | 1,709   |

| 现金流量表    | FY21 实际 | FY22 实际 | FY23 实际 | 主要财务比率       | FY21 实际 | FY22 实际 | FY23 实际 |
|----------|---------|---------|---------|--------------|---------|---------|---------|
| EBITDA   | 80      | 96      | 118     | 毛利率 (%)      | 30.5    | 28.5    | 31.8    |
| 营运资金变动   | 289     | 27      | (32)    | 营业利润率 (%)    | 5.3     | 5.5     | 5.8     |
| 其他       | (5)     | (10)    | (21)    | 净利率 (%)      | 1.7     | 2.6     | 3.0     |
| 经营活动现金流  | 364     | 114     | 65      | 销售成本占收入百分比   | 6.9     | 7.5     | 8.0     |
| 已付利息     | (11)    | (8)     | (8)     | 行政成本占收入百分比   | 12.1    | 12.7    | 13.1    |
| 所得税      | (9)     | (16)    | (21)    | 派息率          | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 经营活动净现金  | 345     | 90      | 35      | 有效税率 (%)     | 46.5    | 37.1    | 43.5    |
| 资本支出     | (154)   | (77)    | (124)   | 总负债比率 (%)    | 12.3    | 8.4     | 21.0    |
| 投资       | (113)   | (14)    | 40      | 净负债比率 (%)    | 净现金     | 净现金     | 净现金     |
| 已收股息     | 0       | 0       | 0       | 流动比率 (x)     | 4.2     | 4.3     | 2.9     |
| 资产出售     | 7       | 0       | 50      | 速动比率 (x)     | 3.6     | 3.9     | 2.5     |
| 已收利息     | 7       | 6       | 8       | 库存周转率 (天)    | 116     | 91      | 117     |
| 其他       | 0       | (5)     | (5)     | 应收账款周转率 (天)  | 247     | 317     | 282     |
| 投资活动现金流  | (253)   | (90)    | (30)    | 应付账款周转率 (天)  | 103     | 139     | 153     |
| 自由现金流    | 92      | (0)     | 5       | 现金周转率 (天)    | 260     | 269     | 246     |
| 发行股份     | 5       | 3       | 2       | 资产周转率 (x)    | 0.8     | 0.4     | 0.4     |
| 股份回购     | 0       | (17)    | (14)    | 财务杠杆 (x)     | 1.4     | 1.4     | 1.5     |
| 少数股东权益   | 0       | 0       | 0       | EBIT 利润率 (%) | 5.3     | 5.5     | 5.8     |
| 已付股息     | (41)    | 0       | 0       | 利息开支 (x)     | 0.7     | 0.8     | 0.8     |
| 银行贷款变动净额 | (180)   | (58)    | 237     | 税务开支 (x)     | 0.4     | 0.6     | 0.7     |
| 其他       | 36      | 101     | 0       | 股本回报率 (%)    | 1.8     | 1.3     | 1.7     |
| 筹资活动现金流  | (180)   | 29      | 225     | ROIC (%)     | 7.0     | 2.2     | 2.4     |
| 现金变动净额   | (87)    | 29      | 230     |              |         |         |         |

来源：公司资料，中泰国际研究部

# 公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入： 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持： 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性： 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出： 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后的 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐： 行业基本面向好

中性： 行业基本面稳定

谨慎： 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。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。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805