

减值拖累利润，加速半导体布局

华泰研究

2025 年 4 月 19 日 | 中国内地

年报点评

专用设备

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

36.75

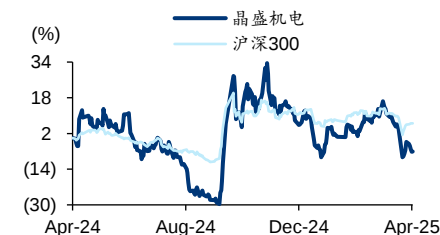
研究员 倪正洋
SAC No. S0570522100004 nizhengyang@htsc.com
SFC No. BTM566 +(86) 21 2897 2228

研究员 杨云道
SAC No. S0570523070001 yangyunxiao@htsc.com
SFC No. BVI795 +(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	36.75
收盘价(人民币 截至 4 月 18 日)	28.58
市值(人民币百万)	37,426
6 个月平均日成交额(人民币百万)	618.28
52 周价格范围(人民币)	21.40-40.63
BVPS(人民币)	12.69

股价走势图



资料来源: Wind

晶盛机电发布年报, 2024 年实现营收 175.77 亿元 (yoy-2.26%), 归母净利润 25.10 亿元 (yoy-44.93%)。其中 Q4 实现营收 30.99 亿元 (yoy-31.47%, qoq-28.45%), 归母净利润-4.50 亿元 (yoy-143.13%, qoq-152.13%)。公司 24 年归母净利润低于我们预期 (预期值 39.33 亿元), 主要系公司出于审慎性考虑, Q4 计提资产减值 8.02 亿元, 信用减值 2.11 亿元, 造成四季度亏损。考虑公司半导体设备、材料等业务未来的良好前景, 维持“买入”评级。

2024 年光伏设备新签订单承压, 石英坩埚业务遇到降价影响

2024 年公司合同负债 56.24 亿元, 较三季度下降 14.59%, 较 2023 年底下降 47.54%, 反映公司在手订单承压, 我们认为主要系光伏行业阶段性供需错配导致光伏拉晶、切片环节扩产速度放缓, 公司光伏设备新签订单下滑所致。毛利率方面, 2024 年公司毛利率 33.35%, 同比-8.28pp, 其中设备毛利率 36.36%, 同比-2.46pp, 材料业务毛利率 28.71%, 同比-27.44pp。材料业务毛利率下降较多主要系石英坩埚价格下降所致。

2024 年出于审慎性考虑计提较多减值

24 年公司净利率 15.16%, 同比-14.39pp, 期间费率合计 9.87%, 同比+0.82pp, 公司基于谨慎性原则和客观判断, 就个别客户应收账款单项计提坏账准备 2.5 亿元, 发出商品计提存货跌价准备 3.41 亿元。受光伏石英坩埚价格下跌影响, 公司就石英坩埚原材料等计提存货跌价准备 3.49 亿元。2024 年资产+信用减值损失合计收入占比达 6.87%, 同比+4.93pp。未来随着坩埚等价格触底, 光伏行业供需格局改善, 公司盈利能力有望触底回升。

半导体业务布局加速, 有望为公司打开长期空间

集成电路设备方面, 公司产品涉及硅片材料制造环节中的 8-12 英寸大硅片设备、芯片制造环节的外延、ALD 等薄膜沉积设备, 以及封装制造环节的减薄设备。化合物半导体设备方面, 公司布局碳化硅外延、量测等设备。材料方面, 公司业务涉及 6 吋及 8 吋碳化硅衬底, 蓝宝石衬底, 以及超宽禁带半导体材料金刚石材料。此外公司在石英坩埚等半导体耗材和精密零部件领域均有布局。半导体业务有望为公司打开长期空间。

盈利预测与估值

我们下调公司 25-26 年归母净利(-43.04%,52.83%)为 22.95/20.19 亿元, 预计 2027 年归母净利为 18.95 亿元。下调主要系考虑光伏设备受到行业波动影响, 收入确认下降。可比公司 Wind 一致预期 2025 年 PE 均值 21 倍, 给予公司 25 年 21 倍 PE, 目标价 36.75 元(前值 40.04 元, 对应 25PE13 倍)。

风险提示: 公司新品研发不及预期, 公司新业务拓展不顺利, 行业竞争加剧。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	17,983	17,577	13,320	10,910	10,368
+/-%	69.04	(2.26)	(24.22)	(18.09)	(4.97)
归属母公司净利润(人民币百万)	4,558	2,510	2,295	2,019	1,895
+/-%	55.85	(44.93)	(8.57)	(12.02)	(6.13)
EPS(人民币, 最新摊薄)	3.48	1.92	1.75	1.54	1.45
ROE(%)	32.89	14.86	12.27	10.06	8.86
PE(倍)	8.21	14.91	16.31	18.54	19.75
PB(倍)	2.50	2.25	2.03	1.90	1.78
EV EBITDA(倍)	5.70	9.74	8.92	10.37	9.19

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：估值表

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)			
				2023	2024A	2025E	2026E	2023	2024A	2025E	2026E
688516 CH	奥特维	35.70	112.47	1256	1314	1832	2017	9	9	6	6
002371 CH	北方华创	452.52	2,421.35	3899	5621	7723	9961	62	43	31	24
688147 CH	微导纳米	28.67	131.63	270	214	533	700	49	61	25	19
可比公司估值均值								40	38	21	16

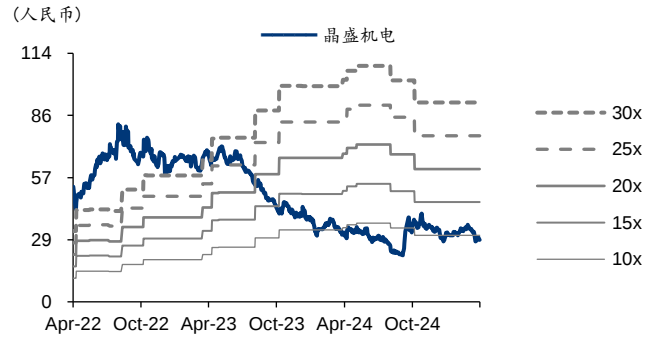
注：可比公司数据来自 2025 年 4 月 18 日，奥特维、北方华创、微导纳米为实际年报值或业绩快报值
资料来源：Wind 一致预期、华泰研究

图表2：调整前后分业务收入预测及假设

单位：百万元	调整前		调整后		
	2025E	2026E	2025E	2026E	2027E
营业收入					
销售设备及服务	16206.78	17017.11	9353.86	6547.7	5238.16
材料	5744.44	6318.89	3011.39	3312.53	3975.04
其他主营业务	1220.72	1342.79	954.77	1050.24	1155.27
营业收入增速					
销售设备及服务	10.00%	5.00%	-30.00%	-30.00%	-20.00%
材料	15.00%	10.00%	-10.00%	10.00%	20.00%
其他主营业务	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率					
销售设备及服务	35.50%	35.00%	35.50%	35.50%	35.40%
材料	30.00%	30.00%	27.00%	27.50%	28.00%
其他主营业务	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

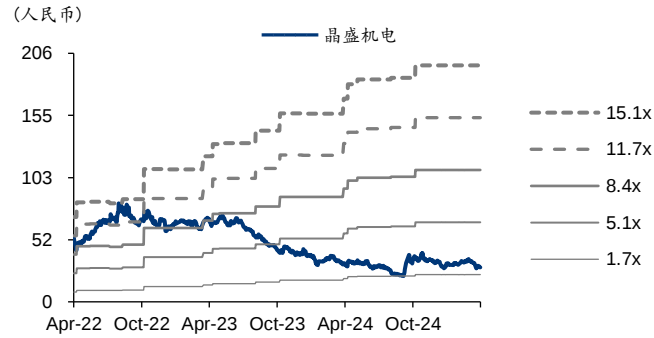
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表3：晶盛机电 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表4：晶盛机电 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	27,090	21,143	24,898	23,394	28,328
现金	4,005	2,787	10,304	9,759	14,683
应收账款	2,289	3,223	954.26	2,467	784.29
其他应收账款	56.92	93.08	20.60	72.52	15.97
预付账款	1,076	789.98	623.88	534.22	566.34
存货	15,513	10,884	9,386	7,436	8,722
其他流动资产	4,150	3,366	3,610	3,126	3,556
非流动资产	9,718	10,408	8,470	7,253	6,763
长期投资	1,186	1,189	1,300	1,396	1,517
固定投资	4,566	5,491	4,116	3,191	2,751
无形资产	637.91	690.45	756.33	838.28	933.03
其他非流动资产	3,329	3,037	2,298	1,828	1,561
资产总计	36,808	31,550	33,368	30,647	35,091
流动负债	19,609	12,126	12,245	8,283	11,533
短期借款	1,214	709.46	709.46	709.46	709.46
应付账款	5,121	4,636	2,857	3,361	2,611
其他流动负债	13,274	6,781	8,679	4,212	8,213
非流动负债	1,047	1,490	1,277	1,063	849.97
长期借款	468.67	1,066	853.09	639.81	426.54
其他非流动负债	578.35	423.43	423.43	423.43	423.43
负债合计	20,657	13,616	13,522	9,346	12,383
少数股东权益	1,189	1,313	1,454	1,579	1,696
股本	1,310	1,310	1,310	1,310	1,310
资本公积	2,918	2,967	2,967	2,967	2,967
留存公积	10,846	12,441	14,369	16,065	17,657
归属母公司股东权益	14,963	16,621	18,392	19,722	21,012
负债和股东权益	36,808	31,550	33,368	30,647	35,091

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	3,088	1,773	7,090	(346.26)	5,756
净利润	5,313	2,664	2,436	2,143	2,012
折旧摊销	539.14	820.15	634.22	564.26	561.43
财务费用	(10.61)	9.77	21.70	(20.68)	(28.00)
投资损失	(6.86)	0.62	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(3,095)	(2,936)	3,828	(3,112)	3,137
其他经营现金	348.52	1,214	189.80	99.10	93.68
投资活动现金	(2,749)	(2,176)	1,333	682.56	(41.28)
资本支出	(2,475)	(1,645)	1,422	756.57	59.17
长期投资	(301.92)	(557.33)	(111.21)	(95.73)	(121.32)
其他投资现金	27.32	26.50	22.44	21.71	20.86
筹资活动现金	(26.01)	(654.92)	(907.10)	(880.97)	(790.87)
短期借款	123.55	(504.71)	0.00	0.00	0.00
长期借款	467.55	597.69	(213.27)	(213.27)	(213.27)
普通股增加	0.82	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	275.15	49.36	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(893.07)	(797.26)	(693.83)	(667.69)	(577.60)
现金净增加额	312.97	(1,057)	7,516	(544.67)	4,924

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,983	17,577	13,320	10,910	10,368
营业成本	10,493	11,714	8,995	7,465	7,170
营业税金及附加	134.58	84.79	64.25	52.63	50.02
营业费用	81.22	84.62	62.80	50.19	46.66
管理费用	414.38	521.17	393.63	321.33	304.33
财务费用	(10.61)	9.77	21.70	(20.68)	(28.00)
资产减值损失	(288.42)	(929.23)	(266.40)	(109.10)	(103.68)
公允价值变动收益	32.45	(7.43)	10.00	10.00	10.00
投资净收益	6.86	(0.62)	20.00	20.00	20.00
营业利润	5,948	3,081	2,749	2,431	2,291
营业外收入	16.76	6.39	8.00	8.00	8.00
营业外支出	9.36	17.45	10.00	10.00	10.00
利润总额	5,955	3,070	2,747	2,429	2,289
所得税	641.98	405.84	311.18	286.05	277.11
净利润	5,313	2,664	2,436	2,143	2,012
少数股东损益	755.49	154.75	141.49	124.48	116.85
归属母公司净利润	4,558	2,510	2,295	2,019	1,895
EBITDA	6,469	3,873	3,363	2,935	2,765
EPS (人民币, 基本)	3.49	1.92	1.75	1.54	1.45

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	69.04	(2.26)	(24.22)	(18.09)	(4.97)
营业利润	72.50	(48.19)	(10.78)	(11.57)	(5.77)
归属母公司净利润	55.85	(44.93)	(8.57)	(12.02)	(6.13)
获利能力 (%)					
毛利率	41.65	33.35	32.47	31.58	30.85
净利率	29.54	15.16	18.29	19.64	19.40
ROE	32.89	14.86	12.27	10.06	8.86
ROIC	44.56	18.56	30.03	21.73	34.26
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.12	43.16	40.52	30.50	35.29
净负债比率 (%)	(10.67)	(1.93)	(41.44)	(37.05)	(57.38)
流动比率	1.38	1.74	2.03	2.82	2.46
速动比率	0.52	0.75	1.19	1.82	1.62
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.51	0.41	0.34	0.32
应收账款周转率	7.45	6.38	6.38	6.38	6.38
应付账款周转率	2.27	2.40	2.40	2.40	2.40
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.48	1.92	1.75	1.54	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	2.36	1.35	5.41	(0.26)	4.40
每股净资产(最新摊薄)	11.43	12.69	14.04	15.06	16.05
估值比率					
PE (倍)	8.21	14.91	16.31	18.54	19.75
PB (倍)	2.50	2.25	2.03	1.90	1.78
EV EBITDA (倍)	5.70	9.74	8.92	10.37	9.19

免责声明

分析师声明

本人，倪正洋、杨云道，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 鼎盛机电（300316 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师倪正洋、杨云道本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 鼎盛机电（300316 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 鼎盛机电（300316 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 鼎盛机电（300316 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 鼎盛机电（300316 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问。公司注册号：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦，#08-02，新加坡 018981

电话：+65 68603600

传真：+65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司