

香港股市 | 电子行业

赛晶科技 (580 HK)

净利润强劲增长；输配电业务进入放量周期

FY24 毛利率稳中有升，净利润超预期

赛晶科技 FY24 实现总收入 16.1 亿元（人民币，下同），同比增加 52.7%。由于较高毛利率的电网输电的元器件业务占比提升，公司整体毛利率稳中有升，同比扩张 0.5 百分点。得益于有效的费用控制，期内销售和行政费用占收入比从 2023 年 21.1% 下降至 16.5%，叠加较低的有效税率，公司实现净利润同比大幅增长 225.0% 至 1 亿元，略高于先前预期。

柔性直流输电工程放量，驱动收入快速增长

2024 年公司电网输配电板块实现收入 8.1 亿元，同比增加 95.0%。公司去年主要交付的电网项目包括于 2023 年启动的金上 - 湖北、哈密 - 重庆、宁夏 - 湖南三个 ±800 千伏特高压常规直流输电工程，以及青藏直流二期工程以及巴西伊泰普水电站 ±600 千伏直流送出改造工程等。另一方面，在新能源电力占比增加，对电网灵活性和稳定性有更高要求的背景下，柔性直流输电及构网型 SVG 等柔性输电技术正成为电网建设的新趋势。2024 年公司交付的柔性直流项目为德国 BorWin6 海上风电，以及四川、西藏构网型 SVG 项目为主。预计 2025 年启动的特高压工程中，大部分为纯柔性直流和混合型项目。

两大业务迎来双线高速增长期

输配电领域，特高压工程项目即将大量启动，对赛晶主打产品大功率 IGBT、阳极饱和电抗器等需求大幅上升；柔性输电工程的启动带动高价值产品直流支撑电容器、在线监测等新产品的需求提升；以及多种类型新能源输电工程启动也有助于产品结构改善。在 IGBT 领域，随着新产品落地，并逐步进入客户供应链，有望驱动收入和盈利。

盈利预测与估值

我们预计公司 FY25E/FY26E/FY27E 收入分别为 20.1 亿/25.2 亿/33.1 亿，同比增长 25.0%/24.0%/29.0%；净利润分别为 1.4 亿/2.2 亿/3.3 亿元，同比增长 36.9%/56.4%/51.0%。未来三年净利润 CAGR 为 47.9%。当前股价对应 12 倍 FY25E 市盈率。同业时代电气 (3898 HK) 和国电南瑞 (600406 CH) 当前估值约 19 倍和 11 倍 FY25E 市盈率。我们给予赛晶科技 16 倍市盈率目标估值，对应目标价 1.55 港元，37% 上升空间。重新覆盖，给予“买入”评级。

投资风险：1) 半导体新产品研发进程不及预期；2) 电网建设规模和进程不及预期；3) 港股流动性风险。

重新覆盖

评级：买入

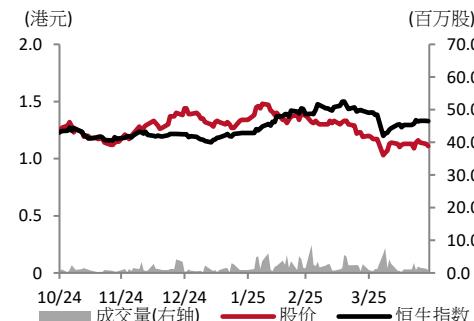
目标价：1.55 港元

股票资料（更新至 4 月 28 日）

现价	1.13	港元
总市值	1,768	百万港元
流通股比例	79.2	%
已发行总股本	1,593	百万
52 周价格区间	0.86 – 1.77	港元
3 个月日均成交额	3.2	百万港元
主要股东	项颉	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

20250217 – 未评级：输配电业务稳定提升收入

图表 1：主要财务数据（人民币百万元）（更新至 4 月 28 日）

年结：12 月 31 日	FY23 预测	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测
收入	1,055	1,610	2,012	2,532	3,307
增长率 (%)	14.9	52.7	25.0	24.0	29.0
净利润	32	103	140	220	332
增长率 (%)	31.5	225.0	36.9	56.4	51.0
摊薄后每股盈利(人民币)	0.019	0.064	0.088	0.137	0.207
净资产回报率 (%)	1.7	5.4	7.1	10.2	13.8
市盈率 (倍)	53.1	16.1	11.7	7.5	5.0
市净率 (倍)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率 (%)	0.0	0.9	1.3	2.0	3.0
每股股息 (港元)	0.000	0.010	0.014	0.023	0.034

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

分析师

陈怡 (Vivien Chan)

+852 2359 2941

vivien.chan@ztsc.com.hk

电网投资大周期开启

根据证券时报报道，国家电网和南方电网均披露了大规模电网投资计划。国家电网 2024 年的投资规模首次提高到超过 6,500 亿元，相比年初时规划增加了 500 亿。南方电网披露 2025 年固定资产投资为 1,750 亿元，比 2024 年高出 20 亿，再创历史新高。由此可见，随着中国新型电力系统加速建设，电网投资规模稳步提升，投资重心亦倾向于特高压及配电网项目。中国目前特高压项目储备丰富。2023 年底中期调整新纳入规划和研究储备的项目，“十四五”规划共计“19 直 8 交”，截止 2024 年底仅投运张北—胜利 1 项交流工程，在建“6 直 2 交”。2025 是“十四五”规划收官之年，特高压项目前期工程有望加速推进，并迎来核准开工高峰。预计 2025 年有望核准“4 直 4 交”，特高压投资金额有望达到 1,120 亿元，同比增速约 34%。

特高压输配电元器件国产龙头供应商

赛晶是特高压直流输电领域关键器件的主流供应商，包括常规特高压直流输电用阳极饱和电抗器、电力电容器，柔性直流输电用大功率 IGBT、直流支撑电容器、在线监测产品。其中，赛晶是国内唯一拥有阳极饱和电抗器自主技术的企业，以及电力电容器的市场份额处于领先地位。在柔性直流输电项目大量启动下，除了大功率 IGBT 用量爆发性增长外，对直流支撑电容器和在线监测产品的需求也在不断增加。直流支撑电容器是 IGBT 外另一个核心元器件，公司于 2024 年成为这一产品的首个 100% 替代进口的国产企业。在国际上首个±800KV 特高压柔性直流输电工程，在甘肃—浙江项目中，支撑电容器的国产化率仅为 30%，但赛晶在国产产品中取得了 62.5% 的市场份额。后续国产化率有望持续提升，带动收入增长。公司的在线监测产品实现对支撑电容器运行状态的实时监控、智能分析，有力保障了柔直核心器件和换流阀的安全运行。2024 年公司的常规直流输电和柔性直流输电收入分别为 3.7 亿/2.8 亿，同比增长 90.4%/370.8%。预计往后柔性直流输电的收入增速持续高于常规直流。

积极拓展海外市场

由于全球电力需求旺盛，公司成立国际业务部，加强海外市场推广。2024 年直接海外销售收入为 9,000 万，同比增加 33.3%，参与的项目包括沙特中南换流站工程、德国 BorWin6 海上风电工程、巴西伊泰普水电站等。公司通过 1) 当地代理或者合作方客户在海外推广销售；2) 跟随央企出海步伐将产品拓展至海外。2025 年已签约或潜在项目有巴西美丽山特高压直流输电三期工程以及巴西伊泰普水电站二期工程等。预计 2025 年海外收入仍将显著增加。

赛晶突破壁垒，IGBT 业务前景广阔

据 Yole 数据，受益于新能源汽车、新能源、工业控制等领域的需求大幅增加，2022 年全球 IGBT 的市场规模约为 68 亿美元。中国是全球最大的 IGBT 市场，约占全球市场规模的 40%。赛晶自 2019 年起布局功率半导体 IGBT 业务，2020 年起发布 1200V IGBT 芯片以及封装模块；2022 年起赛晶向光伏、储能、电动汽车、风电等领域客户测试产品。截至 2024 年，公司 IGBT 的产品矩阵包括 ED 封装、EP 封装、ST 封装以及 BEVD 封装车规级，1200V - 1700V 模块产品。公司致力于研发一系列新型号模块，满足更多市场需求。目前公司在 IGBT 芯片方面，已经研发了最新一代的 IGBT 微沟槽芯片，今年开始送样测试，顺利通过验证后，有望加速推进光伏、风电和电动车领域的规模化效应，为新能源产业升级提供核心器件支撑。

公司近年还推进碳化硅芯片研发，用于电动车的 13 毫欧碳化硅芯片已成功在欧洲流片，技术达到国际领先水平。国内新增的两条模块生产线预计于 2025 年竣工，于 2026 年投入使用。随着生产线利用率提升将显著降低成本，提升毛利率。虽然 IGBT 业务的研发和客户导入周期较长，管理层相信公司已顺利度过关键第一阶段，即将步入快速增长期。

2024 年 IGBT 业务实现收入约 6,000 万。期内公司新增 IGBT 模块客户数量 28 家至总数 46 家，新增芯片客户 11 家至总数 14 家。虽然业务仍处于亏损阶段，2024 年净亏损约 9,500 万元，但得益于产品矩阵逐渐丰富以及客户群体不断扩大，管理层预计 2025 年收入将大幅增长至 1.5 亿，IGBT 业务有望于 2026 年达至盈亏平衡。

图表 2: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日: 人民币百万元)

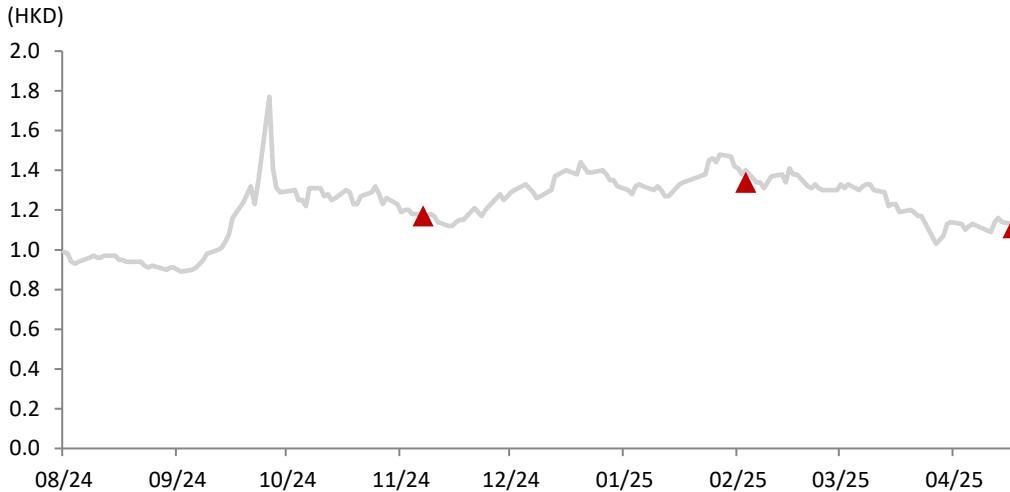
利润表	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测	资产负债表	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测
营业收入	1,055	1,610	2,012	2,532	3,307	固定资产	653	751	862	936	1,044
同比%	15	53	25	24	29	无形资产及商誉	79	75	68	59	51
成本	(719)	(1,090)	(1,349)	(1,684)	(2,163)	联营公司/合营公司	2	2	2	2	2
毛利润	336	521	663	848	1,144	长期投资	0	0	0	0	0
毛利率	31.8%	32.3%	33.0%	33.5%	34.6%	其他非流动资产	110	184	184	184	184
其他收益	67	59	67	70	68	非流动资产	844	1,013	1,117	1,181	1,281
销售及分销成本	(85)	(106)	(135)	(165)	(215)	库存	230	290	329	401	510
行政成本	(138)	(160)	(193)	(241)	(298)	应收帐款	815	1,161	1,323	1,457	1,722
研发成本	(114)	(138)	(170)	(180)	(215)	预付款项及存款	39	117	146	183	240
其他运营开支	(5)	(36)	(50)	(58)	(76)	其他流动资产	71	12	12	12	12
总运营开支	(341)	(440)	(548)	(643)	(804)	现金	839	443	364	373	303
营运利润 (EBIT)	62	140	181	275	408	流动资产	1,993	2,022	2,173	2,426	2,786
营运利润率	5.8%	8.7%	9.0%	10.9%	12.3%	应付帐款	302	417	516	600	711
拨备	0	0	0	0	0	税项	19	37	50	79	119
财务成本	(11)	(18)	(14)	(13)	(13)	预提费用/其他应付款	114	140	175	220	288
融资后利润	51	122	168	262	395	银行贷款和租赁	226	255	255	255	255
联营及合营公司	(4)	(0)	(0)	(0)	(0)	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
税前利润	47	122	167	262	395	其他流动负债	30	86	86	86	86
所得税	(22)	(37)	(50)	(79)	(119)	流动负债	692	935	1,083	1,240	1,459
少数股东权益	7	17	23	37	55	银行贷款和租赁	163	49	54	54	54
净利润	32	103	140	220	332	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
增长率%	32	225	37	56	51	递延所得税及其他	62	55	55	55	55
净利润率	3.0%	6.4%	7.0%	8.7%	10.0%	少数股东权益	74	72	48	12	(44)
EBITDA	109	189	236	332	469	非流动负债	298	175	158	121	66
EBITDA 利润率	10.4%	11.7%	11.7%	13.1%	14.2%	总资产	1,848	1,924	2,050	2,246	2,542
每股盈利(人民币)	0.019	0.064	0.088	0.137	0.207	股东权益	1,848	1,924	2,050	2,246	2,542
增长率%	32.2	230.6	37.0	56.4	51.0	股本	139	137	137	137	137
每股股息(港元)	0.000	0.010	0.014	0.023	0.034	储备	1,709	1,787	1,913	2,109	2,404

现金流量表	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测	主要财务比率%	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测
EBITDA	109	189	236	332	469	毛利率	31.8	32.3	33.0	33.5	34.6
营运资金变动	(32)	(289)	(99)	(115)	(250)	营业利润率	5.8	8.7	9.0	10.9	12.3
其他	(13)	0	0	0	0	净利率	3.0	6.4	7.0	8.7	10.0
经营活动现金流	65	(100)	137	217	219	销售及分销成本/收入	8.0	6.6	6.7	6.5	6.5
已付利息	(8)	(19)	(14)	(13)	(13)	行政成本/收入	13.1	9.9	9.6	9.5	9.0
所得税	(21)	(19)	(37)	(50)	(79)	派息率	0.0	14.4	15.0	15.0	15.0
经营活动净现金	35	(138)	86	154	127	有效税率	43.5	30.0	30.0	30.0	30.0
资本支出	(124)	(169)	(161)	(127)	(165)	总负债比率	21.0	15.8	15.1	13.8	12.2
投资	40	0	0	0	0	净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	0.2
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	2.9	2.2	2.0	2.0	1.9
资产出售	50	0	0	0	0	速动比率 (x)	2.5	1.9	1.7	1.6	1.6
已收利息	8	9	6	5	5	库存周转率 (天)	117	97	89	87	86
其他	(5)	0	0	0	0	应收账款周转率	282	263	240	210	190
投资活动现金流	(30)	(160)	(155)	(122)	(161)	应付账款周转率	153	140	140	130	120
自由现金流	5	(298)	(70)	32	(33)	现金周转率 (天)	246	221	189	167	156
发行股份	2	0	0	0	0	资产周转率 (x)	0.4	0.6	0.6	0.7	0.9
股份回购	(14)	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率	5.8	8.7	9.0	10.9	12.3
已付股息	0	0	(15)	(23)	(36)	利息开支 (x)	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
银行贷款变动净	237	(85)	6	0	0	税务开支 (x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
其他	0	(6)	0	0	0	股本回报率	1.7	5.4	7.1	10.2	13.8
筹资活动现金流	225	(92)	(9)	(23)	(36)	ROIC	2.4	5.7	6.5	9.1	12.2
现金变动净额	230	(390)	(79)	9	(70)						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

赛晶科技 (580 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	19/11/2024	HK\$1.18	未评级	N/A
2	17/02/2025	HK\$1.40	未评级	N/A
3	29/04/2025	HK\$1.13	买入	HK\$1.55

来源: 彭博, 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