

信义山证汇通天下

证券研究报告

半导体材料

晶升股份（688478.SH）

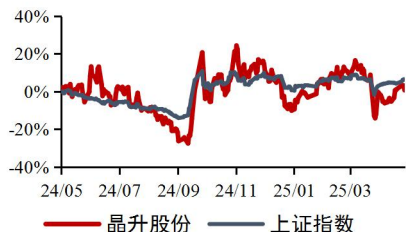
增持-A(下调)

产品结构变化致业绩增长承压，拓展光伏、外延设备等新应用领域

2025 年 5 月 12 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 5 月 9 日

收盘价（元）：	29.31
年内最高/最低（元）：	37.49/21.02
流通 A 股/总股本（亿）：	1.03/1.38
流通 A 股市值（亿）：	30.31
总市值（亿）：	40.56

基础数据：2025 年 3 月 31 日

基本每股收益（元）：	-0.02
摊薄每股收益（元）：	-0.02
每股净资产（元）：	11.37
净资产收益率（%）：	-0.16

资料来源：最闻

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

电话：

邮箱：yeyzhongzheng@sxzq.com

谷茜

执业登记编码：S0760518060001

电话：0351-8686775

邮箱：guqian@sxzq.com

事件描述

➢ 公司披露 2024 年年度报告及 2025 年一季度报告。2024 年实现营业收入 4.25 亿元/+4.78%，归母净利润 0.54 亿元/-24.32%，扣非归母净利润 0.30 亿元/-28.70%。其中单 Q4 实现营业收入 1.0 亿元/-39.90%，归母净利润-0.01 亿元/-102.29%，扣非归母净利润 0.04 亿元/-72.79%。

事件点评

➢ 产品结构变化致 24H2 业绩增长承压，加速拓展产品序列。2024 年，公司不断拓展技术应用领域，加速拓展产品序列，深化与客户合作。分季度看，Q1-Q4 收入分别为 0.81/1.18/1.27/1.0 亿元，同比分别+111.29%/+54.79%/+0.97%/-39.90%；归母净利润分别为 0.15/0.20/0.19/-0.01 亿元，同比分别+507.43%/+59.58%/-31.57%/-102.29%。在宏观经济环境和行业形势等多重因素的作用下，公司季度间业绩波动较大，由于产品结构变化、研发投入增加等因素，下半年收入同比下降、业绩增长承压。2024 年，公司整体毛利率为 26.07%/-7.39pcts，25Q1 整体毛利率 4.53%/-29.17pcts，主要光伏产品受市场影响毛利率较低，同步影响 Q1 业绩转负。2024 年，公司推进了碳化硅外延炉、多线切割机、减薄机、抛光机等新产品的研发，研发费用 4,424.71 万元/+16.39%，收入占比 10.41%。

➢ 8 英寸碳化硅单晶炉已批量供应。分产品看，2024 年公司晶体生长设备实现营收 2.46 亿元/-4.52%，收入占比 57.91%，其他设备及配套营收 1.72 亿元/+22.96%，收入占比 40.37%。2024 年公司晶体生长设备产销数量均有增加，主要系市场需求增加带来的批量订单（含批量改造订单和整机配套组件订单）在 24 年生产和实现销售所致。碳化硅衬底处于由 6 英寸向 8 英寸升级的阶段，国内外 8 英寸碳化硅加速布局，多家中国厂商正积极推进 8 英寸碳化硅的开发工作。碳化硅晶体生长设备的国产化率较高，衬底端的良率突破有望给设备端带来大规模放量，2024 年公司自主研发的 8 英寸碳化硅单晶炉已向市场批量供应。

➢ 拓展光伏、外延设备等新应用领域。在光伏领域，公司的自动化拉晶控制系统已使用 AI 技术提升控制精度，通过深度学习有效提升成晶率，减少晶体生长过程中的人工干预。2024 年，公司自主开发了光伏级单晶硅炉，根据客户关于产品技术规格及晶体生长工艺的需要，可为客户提供“单晶炉整机+控制系统+工艺方案”为主要构成要素的定制化服务方案。公司还拓展新的技术应用领域，24 年推进了碳化硅外延炉、多线切割机、减薄机、抛光机等新产品的研发，25 年将加速 CVD 设备、切割设备、减薄设备、抛光设备



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明 1



等新产品的推出与定制样机的批量化转换。

投资建议

➤ 公司是国内碳化硅单晶炉主要厂商之一，客户覆盖碳化硅衬底的国内龙头及主流企业。公司不断丰富产品种类、迭升级代技术，拓展技术应用领域，进一步延伸半导体产业链产品布局。我们预计公司 2025-2027 年收入为 5.39/6.46/7.55 亿元，净利润为 0.65/0.79/0.95 亿元，EPS 分别为 0.47/0.57/0.68 元，以 5 月 9 日收盘价 29.31 元计算，25-27 年 PE 分别为 62.7X/51.5X/42.9X，考虑到宏观环境和行业竞争等因素影响，公司业绩承压，调整至“增持-A”评级。

风险提示

➤ 宏观经济波动及产业政策变化风险；市场竞争风险；技术研发风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	406	425	539	646	755
YoY(%)	82.7	4.8	26.8	19.9	17.0
净利润(百万元)	71	54	65	79	95
YoY(%)	105.6	-24.3	20.3	21.8	20.1
毛利率(%)	33.5	26.1	26.5	27.1	28.3
EPS(摊薄/元)	0.51	0.39	0.47	0.57	0.68
ROE(%)	4.5	3.4	3.9	4.5	5.2
P/E(倍)	57.1	75.5	62.7	51.5	42.9
P/B(倍)	2.6	2.6	2.5	2.3	2.2
净利率(%)	17.5	12.6	12.0	12.2	12.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1836	1258	1522	1569	1861
现金	172	107	217	260	304
应收票据及应收账款	302	139	208	132	336
预付账款	33	21	47	35	61
存货	282	219	278	369	386
其他流动资产	1048	772	772	773	774
非流动资产	273	607	657	718	766
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	20	16	89	152	202
无形资产	19	19	18	17	16
其他非流动资产	234	572	550	550	547
资产总计	2110	1865	2180	2287	2627
流动负债	507	275	517	536	782
短期借款	31	8	42	64	80
应付票据及应付账款	218	187	229	341	406
其他流动负债	258	80	245	132	295
非流动负债	20	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	14	14	14	14
负债合计	527	289	530	550	795
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	138	138	138	138	138
资本公积	1303	1309	1318	1326	1326
留存收益	142	168	233	312	406
归属母公司股东权益	1583	1576	1649	1737	1832
负债和股东权益	2110	1865	2180	2287	2627

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-92	3	95	55	77
净利润	71	54	65	79	95
折旧摊销	4	5	9	19	29
财务费用	-2	-2	-2	-2	-0
投资损失	-11	-42	-27	-34	-30
营运资金变动	-161	-44	54	-5	-19
其他经营现金流	7	33	-3	-2	3
投资活动现金流	-872	-5	-30	-44	-49
筹资活动现金流	1036	-63	11	10	0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.39	0.47	0.57	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.66	0.02	0.69	0.39	0.55
每股净资产(最新摊薄)	11.44	11.39	11.92	12.55	13.24

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	406	425	539	646	755
营业成本	270	314	396	470	542
营业税金及附加	1	1	2	2	2
营业费用	8	5	6	7	8
管理费用	35	34	43	52	59
研发费用	38	44	57	68	72
财务费用	-2	-2	-2	-2	-0
资产减值损失	-12	-7	-7	-8	-7
公允价值变动收益	16	-14	3	2	-3
投资净收益	11	42	27	34	30
营业利润	78	61	71	87	104
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	78	59	71	87	104
所得税	7	6	7	8	10
税后利润	71	54	65	79	95
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	71	54	65	79	95
EBITDA	83	64	81	107	136

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	82.7	4.8	26.8	19.9	17.0
营业利润(%)	104.0	-20.9	16.5	21.8	20.1
归属于母公司净利润(%)	105.6	-24.3	20.3	21.8	20.1
获利能力					
毛利率(%)	33.5	26.1	26.5	27.1	28.3
净利率(%)	17.5	12.6	12.0	12.2	12.5
ROE(%)	4.5	3.4	3.9	4.5	5.2
ROIC(%)	4.4	3.4	3.8	4.4	5.0
偿债能力					
资产负债率(%)	25.0	15.5	24.3	24.1	30.3
流动比率	3.6	4.6	2.9	2.9	2.4
速动比率	2.6	3.5	2.2	2.1	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.4	1.9	3.1	3.8	3.2
应付账款周转率	2.3	1.5	1.9	1.7	1.5
估值比率					
P/E	57.1	75.5	62.7	51.5	42.9
P/B	2.6	2.6	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	37.5	50.8	39.5	29.5	23.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

