

硅片产品结构持续优化，12 英寸硅片产能爬坡

核心观点

- 公司发布 24 年年报和 25 年一季报。24 年公司实现营收 30.9 亿元，同增 15%，创历史新高，实现归母净利润-2.66 亿元，同降 504%，主要受产能扩张带来的成本压力、产品降价导致毛利率大幅下降、公允价值变动损失导致利润减少等影响。25 年第一季度，公司实现营收 8.20 亿元，同增 21%，实现归母净利润-0.81 亿元。
- 硅片业务暂承压，产品结构持续优化。**受行业景气度影响，公司硅片业务暂承压。SEMI 数据显示，24 年全球半导体硅片出货量同比下降约 3%至 123 亿平方英寸，销售额同比下降 7%至 115 亿美元。公司硅片产品结构持续优化，高附加值产品增加明显，12 英寸硅片已覆盖 14 nm 以上技术节点逻辑电路和存储电路及客户所需技术节点的图像传感器件和功率器件，已进入多家头部客户的供应链。
- 功率器件芯片产销量再创新高，新能源汽车市场前景广阔。**24 年公司半导体功率器件芯片实现销量 182 万片，同比增长 6%。公司聚焦高频化、高压化趋势，为多家战略客户开发高频低损耗、高可靠性 FRD 芯片系列产品，在新能源汽车与工业控制领域加速国产替代。基于自主研发的 600-1200V FRD 芯片量产技术及高压沟槽肖特基二极管芯片设计技术，公司成功推出车规级系列产品。随着汽车产业电动化、智能化转型加速，汽车电子业务已成为公司未来增长的关键引擎。
- 射频技术强势突围，实现战略转型升级。**公司射频技术全面突破并加速下游应用落地，产能利用率显著提升带动月出货量持续增长，同时把握国际国内市场需求变化，成功切入低轨卫星、低空经济、机器人、智能驾驶及光通信等新兴领域供应链。公司构建了覆盖射频芯片与激光器芯片的量产代工平台，形成基站射频前端、卫星通信收发芯片、车载激光雷达等全场景产品矩阵。GaN 射频器件凭借高功率密度特性助力客户设备小型化与能效升级，满足 5G 基站 Massive MIMO 及低轨卫星终端等前沿需求。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.04、0.44、0.74 元（原 25 年预测为 1.09 元，主要调整了营收和毛利率等），我们选用绝对估值法（FCFF），给予公司 29.92 目标价，维持买入评级。

风险提示

- 行业景气度不及预期；下游需求恢复不及预期；国产化进度不及预期；射频产品业务进展不及预期；产能投放与建设不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,690	3,092	4,044	4,900	5,696
同比增长(%)	-8%	15%	31%	21%	16%
营业利润(百万元)	(99)	(553)	30	332	588
同比增长(%)	-114%	-460%	105%	1020%	77%
归属母公司净利润(百万元)	66	(266)	28	295	496
同比增长(%)	-90%	-504%	111%	950%	68%
每股收益（元）	0.10	(0.40)	0.04	0.44	0.74
毛利率(%)	19.8%	8.7%	17.5%	21.8%	24.7%
净利率(%)	2.4%	-8.6%	0.7%	6.0%	8.7%
净资产收益率(%)	0.8%	-3.5%	0.4%	4.0%	6.4%
市盈率	242.9	(60.1)	567.6	54.1	32.2
市净率	2.0	2.2	2.2	2.1	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年05月16日）	23.79 元
目标价格	29.92 元
52 周最高价/最低价	30.2/17.86 元
总股本/流通 A 股（万股）	67,137/67,137
A 股市值（百万元）	15,972
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 05 月 20 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.41	9.63	-3.49	10.8
相对表现%	-4.53	6.55	-2.22	3.97
沪深 300%	1.12	3.08	-1.27	6.83



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

持续优化产品结构，业绩承压待复苏	2024-02-26
------------------	------------

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.04、0.44、0.74 元（原 25 年预测为 1.09 元），主要受硅片行业景气度影响，根据 24 年年报和 25 年一季报，调整了营收和毛利率等。我们选用绝对估值法（FCFF），给予公司 29.92 元目标价，维持买入评级。

表 1：绝对估值核心参数假设

	参数假设
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 $G_n(\%)$	3.00%
无风险利率 R_f	1.64%
无杠杆影响的 β 系数	1.07
市场收益率 R_m	8.58%
债务比率	15%
债务利率	3.60%
WACC	8.92%

数据来源：iFinD、东方证券研究所

表 2：绝对估值敏感性分析表

		永续增长率 $G_n(\%)$				
	29.92	1.50%	2.50%	3.00%	3.50%	4.50%
WACC(%)	6.92%	40.23	49.09	55.22	63.14	88.78
	7.42%	35.05	42.04	46.72	52.59	70.36
	7.92%	30.69	36.30	39.96	44.44	57.35
	8.42%	26.99	31.55	34.47	37.97	47.67
	8.92%	23.79	27.56	29.92	32.71	40.20
	9.42%	21.02	24.16	26.09	28.36	34.26
	9.92%	18.59	21.23	22.84	24.69	29.44
	10.42%	16.44	18.68	20.03	21.57	25.43
	10.92%	14.53	16.44	17.58	18.88	22.07

数据来源：东方证券研究所

风险提示

行业景气度不及预期；下游需求恢复不及预期；国产化进度不及预期；射频产品业务进展不及预期；产能投放与建设不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,671	2,304	2,830	3,430	3,418
应收票据、账款及款项融资	1,448	1,422	1,860	2,254	2,620
预付账款	61	73	95	115	134
存货	1,321	1,277	1,502	1,725	1,908
其他	258	296	272	212	224
流动资产合计	5,760	5,371	6,560	7,737	8,304
长期股权投资	350	0	0	0	0
固定资产	8,753	10,091	10,767	11,296	11,690
在建工程	1,596	2,558	2,834	2,819	2,809
无形资产	391	396	384	372	360
其他	1,426	907	351	349	346
非流动资产合计	12,516	13,951	14,336	14,836	15,206
资产总计	18,276	19,323	20,895	22,573	23,510
短期借款	480	1,265	3,509	4,725	4,999
应付票据及应付账款	1,231	1,467	1,569	1,725	1,930
其他	760	735	736	742	748
流动负债合计	2,471	3,467	5,814	7,193	7,677
长期借款	1,277	2,275	2,275	2,275	2,275
应付债券	3,284	3,398	3,390	3,390	3,390
其他	1,698	1,849	1,232	1,232	1,232
非流动负债合计	6,259	7,522	6,897	6,897	6,897
负债合计	8,730	10,989	12,710	14,089	14,573
少数股东权益	1,573	996	995	998	1,014
实收资本（或股本）	677	671	671	671	671
资本公积	5,567	5,261	5,311	5,311	5,311
留存收益	1,502	1,179	1,208	1,503	1,940
其他	226	226	0	0	0
股东权益合计	9,546	8,334	8,185	8,484	8,936
负债和股东权益总计	18,276	19,323	20,895	22,573	23,510

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	(27)	(397)	28	298	512
折旧摊销	724	926	922	1,053	1,183
财务费用	187	234	156	187	199
投资损失	5	39	0	0	0
营运资金变动	3	214	(707)	(539)	(408)
其它	135	(205)	68	64	41
经营活动现金流	1,027	811	467	1,063	1,527
资本支出	(1,806)	(2,743)	(1,853)	(1,553)	(1,553)
长期投资	26	350	0	0	0
其他	(81)	285	(216)	59	(3)
投资活动现金流	(1,861)	(2,108)	(2,069)	(1,493)	(1,555)
债权融资	(412)	1,093	(8)	0	0
股权融资	(14)	(312)	50	0	0
其他	(250)	326	2,087	1,030	16
筹资活动现金流	(675)	1,108	2,129	1,030	16
汇率变动影响	(0)	(4)	-0	-0	-0
现金净增加额	(1,509)	(192)	527	600	(13)

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,690	3,092	4,044	4,900	5,696
营业成本	2,158	2,822	3,337	3,834	4,288
销售费用	17	18	20	23	25
管理费用	119	125	151	178	201
研发费用	279	290	347	414	472
财务费用	187	234	156	187	199
资产、信用减值损失	200	230	142	67	39
公允价值变动收益	18	(21)	10	3	(3)
投资净收益	(5)	(39)	0	0	0
其他	159	134	130	130	119
营业利润	(99)	(553)	30	332	588
营业外收入	1	6	2	3	4
营业外支出	1	5	3	3	4
利润总额	(99)	(552)	29	332	588
所得税	(72)	(155)	1	33	76
净利润	(27)	(397)	28	298	512
少数股东损益	(92)	(132)	(1)	3	15
归属于母公司净利润	66	(266)	28	295	496
每股收益（元）	0.10	-0.40	0.04	0.44	0.74

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-8%	15%	31%	21%	16%
营业利润	-114%	-460%	105%	1020%	77%
归属于母公司净利润	-90%	-504%	111%	950%	68%
获利能力					
毛利率	19.8%	8.7%	17.5%	21.8%	24.7%
净利率	2.4%	-8.6%	0.7%	6.0%	8.7%
ROE	0.8%	-3.5%	0.4%	4.0%	6.4%
ROIC	0.2%	-1.5%	1.1%	2.5%	3.4%
偿债能力					
资产负债率	47.8%	56.9%	60.8%	62.4%	62.0%
净负债率	31.7%	63.0%	85.0%	89.3%	88.0%
流动比率	2.33	1.55	1.13	1.08	1.08
速动比率	1.69	1.09	0.79	0.76	0.76
营运能力					
应收账款周转率	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6
存货周转率	1.4	1.8	1.9	1.8	1.8
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标（元）					
每股收益	0.10	-0.40	0.04	0.44	0.74
每股经营现金流	1.52	1.21	0.70	1.58	2.27
每股净资产	11.87	10.93	10.71	11.15	11.80
估值比率					
市盈率	242.9	-60.1	567.6	54.1	32.2
市净率	2.0	2.2	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	26.3	35.1	19.3	13.6	10.8
EV/EBIT	241.9	-67.1	114.8	41.2	27.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。