



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	22.86
总股本/流通股本(亿股)	6.65 / 3.40
总市值/流通市值(亿元)	152 / 78
52周内最高/最低价	25.12 / 12.72
资产负债率(%)	9.4%
市盈率	127.00
	SILICON
	TECHNOLOGY
第一大股东	INVESTMENT
	(CAYMAN) CORP.

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
分析师: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340525040003
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

上海合晶(688584)

高端产能持续扩产

● 投资要点

需求回暖&国产替代，高壁垒特色8吋外延片国产化率有望继续提升。随着下游的需求回暖、公司的产能扩张和一体化能力的完善，以及12吋占比的提升，预计公司有望在2024年的低点过后，重新回到快速增长阶段。截至目前上半年整体经营情况，公司外延片销量同比与环比都呈现二位数的增长。8吋线受急单、大单影响，交货紧张，12吋功率器件用外延片个别国际客户订单已经排到年底。目前公司8吋产能约21.5万片/月，重点优化产品结构，解决产线瓶颈，实现产出最大化，目标成为国内8吋产品标杆，替代日本的信越、胜高。公司8吋产品在竞争加速下聚焦高壁垒特色产品，制定中长期目标成为标杆。尽管8吋硅片国产化率较高，但高端市场供应商主要是日系企业。中美关税战等背景下，出于供应链安全考虑，8吋外延片国产化率有望提升，公司产品性能和成本优势明显，有望提升国内市场份额。

12吋产品加速做强做大，重点突破55nm CIS和28nm Logic。公司12吋产品分三步走，现有一期以及郑州二期12吋外延片产能规划从现在4万多片/月，到二期预计2026年底新增6万片12吋产能，合计10万片/月产能，其中4万片用于功率器件，6万片量产用于CIS，小部分也会用于P/P-研发。未来三期看市场需求再进行推进。12吋从power到CIS到P/P-，基于国内发展情况和自身需求，从重掺到中掺，再到12吋28nm的P/P-：1) 12吋功率用外延片尽快做强。12吋功率器件用外延片重点实施差异化竞争，做高端国产化替代，主要客户有国内代工厂和国际IDM厂；2) CIS规划产能到明年年底6万片，目前已经送样，今年Q4会规模化量产，明年Q1会释放产能2万-3万片，明年年底前CIS将具备6万片产能；3) 积极争取12吋P/P-送量认证。

● 投资建议

我们预计公司2025/2026/2027年分别实现收入13.33/16.61/20.03亿元，实现归母净利润分别为1.51/1.88/2.36亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示

外延片产品主要集中于8吋的风险，原材料价格波动及供应风险，毛利率波动的风险，客户集中的风险，技术研发风险，业绩下滑风险，税收优惠风险，存货跌价风险，汇率波动风险，12吋硅片项目扩产不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，产业政策变化的风险，宏观经济及行业景气度波动的风险，国际贸易争端加剧风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1109	1333	1661	2003
增长率(%)	-17.76	20.21	24.63	20.56
EBITDA（百万元）	401.46	476.21	563.98	657.24
归属母公司净利润（百万元）	120.78	150.69	188.42	235.69
增长率(%)	-51.07	24.76	25.04	25.09
EPS(元/股)	0.18	0.23	0.28	0.35
市盈率（P/E）	125.95	100.95	80.74	64.54
市净率（P/B）	3.67	3.69	3.70	3.72
EV/EBITDA	29.65	30.06	25.60	22.08

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	1109	1333	1661	2003	营业收入	-17.8%	20.2%	24.6%	20.6%
营业成本	787	941	1166	1394	营业利润	-46.3%	22.7%	25.3%	25.3%
税金及附加	9	11	14	17	归属于母公司净利润	-51.1%	24.8%	25.0%	25.1%
销售费用	9	13	15	18	获利能力				
管理费用	81	96	118	140	毛利率	29.0%	29.4%	29.8%	30.4%
研发费用	100	120	149	180	净利率	10.9%	11.3%	11.3%	11.8%
财务费用	-13	-22	-16	-13	ROE	2.9%	3.7%	4.6%	5.8%
资产减值损失	-14	-19	-20	-22	ROIC	2.6%	3.1%	4.1%	5.3%
营业利润	136	167	210	263	偿债能力				
营业外收入	1	2	2	2	资产负债率	9.4%	8.8%	10.0%	11.1%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	5.57	7.39	5.93	5.18
利润总额	136	169	212	265	营运能力				
所得税	15	19	23	29	应收账款周转率	5.48	6.24	6.49	6.34
净利润	121	151	188	236	存货周转率	2.40	2.79	2.95	3.00
归母净利润	121	151	188	236	总资产周转率	0.27	0.29	0.37	0.44
每股收益(元)	0.18	0.23	0.28	0.35	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.18	0.23	0.28	0.35
货币资金	1304	1033	912	834	每股净资产	6.22	6.20	6.17	6.14
交易性金融资产	0	12	12	12	估值比率				
应收票据及应收账款	207	221	292	341	PE	125.95	100.95	80.74	64.54
预付款项	13	14	18	21	PB	3.67	3.69	3.70	3.72
存货	315	360	429	500	现金流量表				
流动资产合计	1854	1657	1679	1726	净利润	121	151	188	236
固定资产	2209	2311	2360	2363	折旧和摊销	277	329	368	406
在建工程	152	115	93	80	营运资本变动	22	-57	-106	-96
无形资产	119	119	119	119	其他	29	22	24	26
非流动资产合计	2718	2869	2886	2866	经营活动现金流净额	448	445	475	571
资产总计	4571	4526	4566	4592	资本开支	-328	-384	-384	-384
短期借款	10	0	0	0	其他	0	-108	0	0
应付票据及应付账款	75	80	105	122	投资活动现金流净额	-328	-491	-384	-384
其他流动负债	248	144	178	211	股权融资	1421	0	0	0
流动负债合计	333	224	283	333	债务融资	-448	-56	0	0
其他	97	175	175	175	其他	-248	-170	-213	-265
非流动负债合计	97	175	175	175	筹资活动现金流净额	724	-226	-213	-265
负债合计	430	399	458	508	现金及现金等价物净增加额	855	-271	-122	-77
股本	665	665	665	665					
资本公积金	2652	2652	2652	2652					
未分配利润	765	729	681	622					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	59	81	109	145					
所有者权益合计	4141	4127	4108	4084					
负债和所有者权益总计	4571	4526	4566	4592					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮证券及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048