

## 硅片产品结构优化，射频和光电业务驱动未来成长

### 核心观点

- 25H1 公司实现营收 16.7 亿元，同比增长 14%；归母净利润为-1.3 亿元，同比增亏 90%，主要受折旧摊销增加等因素影响。25Q2 公司实现营收 8.5 亿元，创单季度营收新高，同比增长 8%，环比增长 3%；归母净利润-0.5 亿元，亏损环比显著收窄。
- **硅片产品结构持续优化，持续发挥技术优势。**25H1 公司半导体硅片业务实现营收 12.6 亿元，同比增长 23%。部分投资者担忧半导体硅片行业出现供大于求的情况，影响公司未来增长。但我们认为，公司技术优势突出，有望以大尺寸及高附加值产品的占比提升持续驱动业务成长。从销量来看，25H1 公司折合 6 英寸的半导体硅片销量为 928 万片，同比增长 39%，其中 12 英寸硅片折合 6 英寸销售量达 325 万片，同比增长达 99%，增速大于整体。从产品类型来看，公司 12 英寸逻辑电路用轻掺砷硅片、BCD 轻掺砷硅片、CIS 轻掺砷硅片等重点产品已在客户端快速上量。公司 12 英寸重掺砷、重掺磷外延片凭借技术优势，订单充足，其中低阻产品广泛应用于 AI 服务器的不间断电源。
- **射频和光电业务拓展应用场景，有望驱动未来业绩增长。**25H1 公司射频和光电芯片业务营收为 1.2 亿元，同比下降 8%，主要是因为减少负毛利率产品的销售。25H1 公司 VCSEL 芯片销售 0.1 万片，同比增长 576%。在技术方面，公司成为全球唯二可生产二维寻址激光雷达 VCSEL 芯片的供应商。目前公司 VCSEL 芯片已成功切入高阶智能辅助驾驶与机器人核心供应链，成为车载激光雷达、机器人、无人机等场景的关键组件，有望驱动未来业绩增长。此外，公司 HBT 芯片产品已进入国内外主流手机终端品牌；pHEMT、BiHEMT 芯片已进入航空航天、低轨卫星等领域。
- **公司功率器件业务产品结构优化。**25H1 公司功率器件芯片实现收入 4.2 亿元，同比下降 7%。公司持续优化产品结构，光伏控制芯片中高附加值的 TMBS 占比超 50%，FRD 产品销量同比增长超 122%，车规级芯片营收占比进一步提升。公司有望持续发挥产业链一体化的优势，丰富产品系列，满足客户的多样化需求。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益为 0.04/0.44/0.74 元，我们选用绝对估值法（FCFF），给予公司 31.00 元目标价，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	272.2	(67.3)	636.1	60.6	36.1
市净率	2.2	2.4	2.5	2.4	2.3

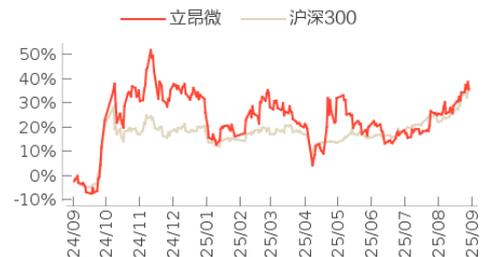
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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08月29日）	26.66 元
目标价格	31.00 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）	17,899
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 08 月 31 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.95	7.76	12.92	38.49
相对表现%	-1.76	-0.54	-3.62	1.3
沪深 300%	2.71	8.3	16.54	37.19



### 证券分析师

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

### 联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
李晋杰	lijinjie@orientsec.com.cn

### 相关报告

硅片产品结构持续优化，12 英寸硅片产能爬坡	2025-05-20
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 年每股收益为 0.04/0.44/0.74 元，我们选用绝对估值法（FCFF），给予公司 31.00 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 $R_f$	1.85%
无杠杆影响的 $\beta$ 系数	1.08
市场收益率 $R_m$	8.79%
债务比率	15%
债务利率	3.50%
WACC	9.21%

数据来源：iFinD、东方证券研究所

表 2：绝对估值敏感性分析表

	31.00	永续增长率 $G_n(\%)$				
		1.50%	2.50%	3.00%	3.50%	4.50%
WACC(%)	7.21%	40.89	49.08	54.64	61.68	83.58
	7.71%	35.98	42.51	46.82	52.15	67.78
	8.21%	31.81	37.11	40.52	44.65	56.26
	8.71%	28.24	32.59	35.34	38.61	47.49
	9.21%	25.14	28.76	31.00	33.64	40.59
	9.71%	22.43	25.47	27.33	29.48	35.03
	10.21%	20.05	22.62	24.17	25.95	30.46
	10.71%	17.93	20.13	21.43	22.93	26.63
	11.21%	16.04	17.93	19.04	20.30	23.38

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						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,671	2,304	2,830	3,430	3,418	营业收入	2,690	3,092	4,044	4,900	5,696
应收票据、账款及款项融资	1,448	1,422	1,860	2,254	2,620	营业成本	2,158	2,822	3,337	3,834	4,288
预付账款	61	73	95	115	134	销售费用	17	18	20	23	25
存货	1,321	1,277	1,502	1,725	1,908	管理费用	119	125	151	178	201
其他	258	296	272	212	224	研发费用	279	290	347	414	472
<b>流动资产合计</b>	<b>5,760</b>	<b>5,371</b>	<b>6,560</b>	<b>7,737</b>	<b>8,304</b>	财务费用	187	234	156	187	199
长期股权投资	350	0	0	0	0	资产、信用减值损失	200	230	142	67	39
固定资产	8,753	10,091	10,767	11,296	11,690	公允价值变动收益	18	(21)	10	3	(3)
在建工程	1,596	2,558	2,834	2,819	2,809	投资净收益	(5)	(39)	0	0	0
无形资产	391	396	384	372	360	其他	159	134	130	130	119
其他	1,426	907	351	349	346	<b>营业利润</b>	<b>(99)</b>	<b>(553)</b>	<b>30</b>	<b>332</b>	<b>588</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,516</b>	<b>13,951</b>	<b>14,336</b>	<b>14,836</b>	<b>15,206</b>	营业外收入	1	6	2	3	4
<b>资产总计</b>	<b>18,276</b>	<b>19,323</b>	<b>20,895</b>	<b>22,573</b>	<b>23,510</b>	营业外支出	1	5	3	3	4
短期借款	480	1,265	3,509	4,725	4,999	<b>利润总额</b>	<b>(99)</b>	<b>(552)</b>	<b>29</b>	<b>332</b>	<b>588</b>
应付票据及应付账款	1,231	1,467	1,569	1,725	1,930	所得税	(72)	(155)	1	33	76
其他	760	735	736	742	748	<b>净利润</b>	<b>(27)</b>	<b>(397)</b>	<b>28</b>	<b>298</b>	<b>512</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,471</b>	<b>3,467</b>	<b>5,814</b>	<b>7,193</b>	<b>7,677</b>	少数股东损益	(92)	(132)	(1)	3	15
长期借款	1,277	2,275	2,275	2,275	2,275	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>66</b>	<b>(266)</b>	<b>28</b>	<b>295</b>	<b>496</b>
应付债券	3,284	3,398	3,390	3,390	3,390	每股收益(元)	0.10	-0.40	0.04	0.44	0.74
其他	1,698	1,849	1,232	1,232	1,232						
<b>非流动负债合计</b>	<b>6,259</b>	<b>7,522</b>	<b>6,897</b>	<b>6,897</b>	<b>6,897</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>8,730</b>	<b>10,989</b>	<b>12,710</b>	<b>14,089</b>	<b>14,573</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1,573	996	995	998	1,014	成长能力					
实收资本(或股本)	677	671	671	671	671	营业收入	-8%	15%	31%	21%	16%
资本公积	5,567	5,261	5,311	5,311	5,311	营业利润	-114%	-460%	105%	1020%	77%
留存收益	1,502	1,179	1,208	1,503	1,940	归属于母公司净利润	-90%	-504%	111%	950%	68%
其他	226	226	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>9,546</b>	<b>8,334</b>	<b>8,185</b>	<b>8,484</b>	<b>8,936</b>	毛利率	19.8%	8.7%	17.5%	21.8%	24.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18,276</b>	<b>19,323</b>	<b>20,895</b>	<b>22,573</b>	<b>23,510</b>	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%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	47.8%	56.9%	60.8%	62.4%	62.0%
净利润	(27)	(397)	28	298	512	净负债率	31.7%	63.0%	85.0%	89.3%	88.0%
折旧摊销	724	926	922	1,053	1,183	流动比率	2.33	1.55	1.13	1.08	1.08
财务费用	187	234	156	187	199	速动比率	1.69	1.09	0.79	0.76	0.76
投资损失	5	39	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	3	214	(707)	(539)	(408)	应收账款周转率	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6
其它	135	(205)	68	64	41	存货周转率	1.4	1.8	1.9	1.8	1.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,027</b>	<b>811</b>	<b>467</b>	<b>1,063</b>	<b>1,527</b>	总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出	(1,806)	(2,743)	(1,853)	(1,553)	(1,553)	每股指标(元)					
长期投资	26	350	0	0	0	每股收益	0.10	-0.40	0.04	0.44	0.74
其他	(81)	285	(216)	59	(3)	每股经营现金流	1.52	1.21	0.70	1.58	2.27
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,861)</b>	<b>(2,108)</b>	<b>(2,069)</b>	<b>(1,493)</b>	<b>(1,555)</b>	每股净资产	11.87	10.93	10.71	11.15	11.80
债权融资	(412)	1,093	(8)	0	0	估值比率					
股权融资	(14)	(312)	50	0	0	市盈率	272.2	-67.3	636.1	60.6	36.1
其他	(250)	326	2,087	1,030	16	市净率	2.2	2.4	2.5	2.4	2.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(675)</b>	<b>1,108</b>	<b>2,129</b>	<b>1,030</b>	<b>16</b>	EV/EBITDA	28.7	38.3	21.0	14.8	11.8
汇率变动影响	(0)	(4)	-0	-0	-0	EV/EBIT	263.8	-73.1	125.2	44.9	29.6
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,509)</b>	<b>(192)</b>	<b>527</b>	<b>600</b>	<b>(13)</b>						

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](http://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。