

香港股市 | 电子行业

赛晶科技 (580 HK)

柔性输电项目放量；半年利润倍增

上半年净利润同比增长 178.0%

赛晶科技上半年总收入同比增长 35.5% 至 8.9 亿元(人民币, 下同), 其中主营业务电网输配电实现收入 4.7 亿元, 同比增加 30.3%, 主要归功于部分特高压输电项目交付。由于产品结构变化和汇率波动, 上半年毛利率下滑 10 百分点至 25.8%。费用管控措施效果明显, 销售和行政开支占收入比从 20.1% 下降至 18.8%。研发总开支 7,200 万元, 同比下降 1.1%, 其中约 430 万元为资本化支出。上半年净利润 9.4 亿元, 同比增长 178.1%, 略高于预期。公司派发中期股息 0.01 港元, 派息率 15.5%。

柔性输电项目放量交付

电网输配电业务收入共 4.7 亿, 其中柔性输电业务实现收入 2.9 亿元, 同比大幅增长 122.7% 收入占比从去年同期的 20.3% 提升至 33.3%。上半年公司陆续交付了沙特中部-南部 ±500 千伏柔性直流输电换流站工程、甘肃-浙江 ±800 千伏特高压直流输电工程, 以及秘鲁/智利分布式潮流控制器工程项目等的订单。公司为柔性输电项目提供的核心元器件包括大功率 IGBT、支撑电容器、在线监测系统等。大功率 IGBT 以代理瑞士日立能源半导体的产品为主, 因此当前产生的毛利率较低。上半年柔性输电项目的毛利率约为 31%。未来特高压项目仍以柔性输电为主, 但随着国产化元器件支撑电容器和在线监测的中标比例提升, 对应毛利率水平逐步提升。公司柔性直流输电在手订单仍约有 6 亿-7 亿, 常规直流输电项目订单约 1 亿元, 将于下半年及 2026-2027 年交付。

自研半导体业务亏损持续收窄

上半年自研半导体业务收入为 5,300 万元, 同比增长 227.4%, 环比增长 23.8%, 受益于订单增长, 特别是在储能及 SVG 领域的显著增长。半导体业务上半年亏损 1,600 万, 对比同期亏损大幅收窄, 受益与收入增长及政府补贴。期内公司推出第七代精细微沟槽技术 IGBT 芯片、全新 EP/FP/TF 封装 IGBT 模块, 以及 1200V/13mΩ 自研碳化硅芯片等。公司维持自研功率半导体全年收入 1.5 亿的目标。

子公司获得核聚变相关订单

9 月 8 日, 公司瑞士子公司 AstrolElectronic AG (Astrol) 宣布与核聚变领域的一家创新企业展开合作, 该企业将采用 Astrol 的功率开关解决方案, 用于控制尖端核聚变系统中的电流。Astrol 在脉冲功率系统定制化研发领域超过 25 年的专业经验, 一直致力于为核聚变反应堆设计并制造匹配各类核聚变技术路径的电力电子设备。公司已经累计为高能粒子研究、脉冲实验室等超过 80 个项目提供脉冲功率开关产品和方案, 其中包括了 Tri Alpha Energy (2017 年) 以及另一个 2022 年可控核聚变领域的项目。此次新增订单再次显示 Astrol 在核聚变电力电子领域的领先技术。

全年净利润剑指 1.4 亿, 维持买入评级

“十五五”期间的特高压项目以柔性输电技术为主, 赛晶为国产输配电元器件龙头供应商, 在手订单充足, 相关收入稳步增长; 输配电元器件国产化率提升有利于支撑毛利率; 同时受益于国产功率半导体渗透提升, 自研 IGBT 芯片业务收入爆发式增长, 预计 FY25E/26E 收入 19.7 亿/25.4 亿元, 净利润 1.4 亿/2.1 亿元。市场风险胃纳提升, 公司输电业务增长可期, 给予 16 倍 FY26E 市盈率估值, 目标价提升至 2.30 港元。

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。

更新报告

评级: 买入

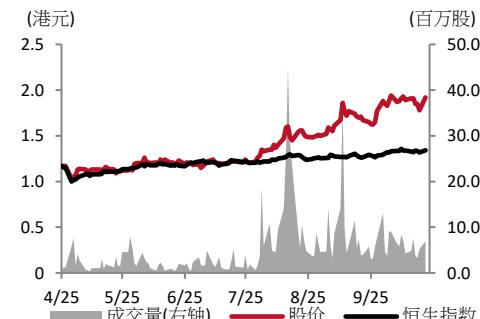
目标价: 2.30 港元

股票资料

现价	1.78	港元
总市值	3,059	百万港元
流通股比例	74.1	%
已发行总股本	1,593	百万
52 周价格区间	0.98 – 1.97	港元
3 个月日均成交额	13.3	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

20250217 – 未评级: 输配电业务稳定提升收入
20250429 – 更新报告: 净利润强劲增长; 输配电业务进入放量周期

分析师

陈怡 (Vivien Chan)
+852 2359 2941
vivien.chan@ztsc.com.hk

图表 1: 主要财务数据 (人民币百万元)

年结: 12 月 31 日	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测
收入	1,055	1,610	1,970	2,537	3,211
增长率 (%)	14.9	52.7	25.0	24.0	29.0
净利润	32	103	146	207	269
增长率 (%)	31.5	225.0	42.4	41.6	30.0
摊薄后每股盈利(人民币)	0.019	0.064	0.091	0.129	0.167
净资产回报率 (%)	1.7	5.4	7.4	9.7	11.4
市盈率 (倍)	83.7	25.3	17.8	12.6	9.7
市净率 (倍)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.0
股息率 (%)	0.0	0.6	0.8	1.2	1.6
每股股息 (港元)	0.000	0.010	0.015	0.021	0.028

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 2: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日: 人民币百万元)

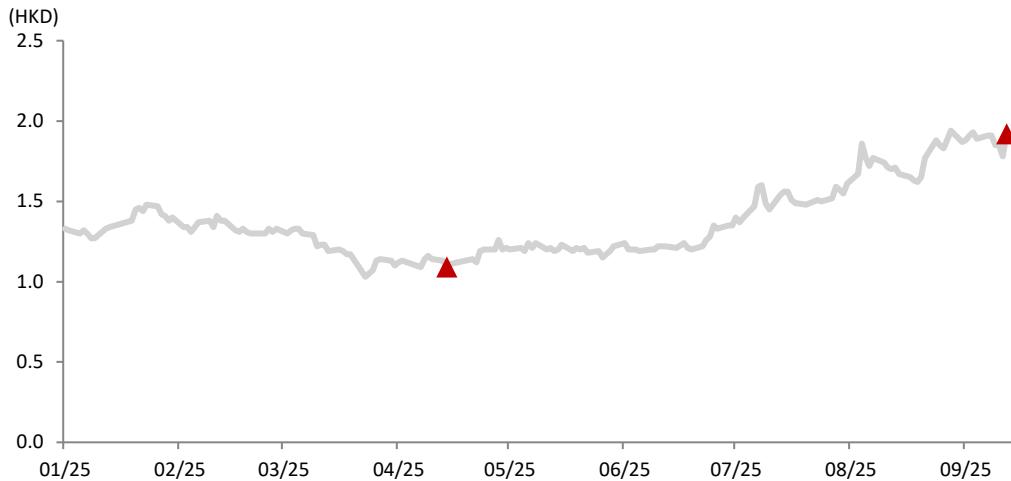
利润表	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测	资产负债表	FY23 实际	FY24 实际	FY25 预测	FY26 预测	FY27 预测
营业收入	1,055	1,610	1,970	2,537	3,211	固定资产	653	751	860	936	1,041
同比%	15	53	25	24	29	无形资产及商誉	79	75	70	64	58
成本	(719)	(1,090)	(1,455)	(1,829)	(2,272)	联营公司/合营公司	2	2	2	2	2
毛利润	336	521	516	708	939	长期投资	56	53	53	53	53
毛利率	31.8%	32.3%	26.2%	27.9%	29.2%	其他非流动资产	54	131	131	131	131
其他收益	67	59	206	205	205	非流动资产	844	1,013	1,117	1,186	1,285
销售及分销成本	(85)	(106)	(132)	(169)	(210)	库存	230	290	355	436	535
行政成本	(138)	(160)	(229)	(277)	(344)	应收帐款	815	1,161	1,296	1,460	1,671
研发成本	(114)	(138)	(150)	(178)	(215)	预付款项及存款	39	117	143	184	233
其他运营开支	(5)	(36)	(22)	(29)	(39)	其他流动资产	71	12	12	12	12
总运营开支	(341)	(440)	(532)	(652)	(807)	现金	839	443	399	375	284
营运利润 (EBIT)	62	140	189	261	336	流动资产	1,993	2,022	2,204	2,466	2,735
营运利润率	5.8%	8.7%	9.6%	10.3%	10.5%	应付帐款	302	417	556	651	747
拨备	0	0	0	0	0	税项	19	37	53	75	97
财务成本	(11)	(18)	(14)	(13)	(13)	预提费用/其他应付款	114	140	172	221	280
融资后利润	51	122	176	248	323	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	175	248	323	其他流动负债	30	86	86	86	86
所得税	(22)	(37)	(53)	(75)	(97)	流动负债	692	935	1,122	1,288	1,465
少数股东权益	7	17	23	33	43	银行贷款和租赁	163	49	54	54	54
净利润	32	103	146	207	269	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
增长率%	32	225	42	42	30	递延所得税及其他	62	55	55	55	55
净利润率	3.0%	6.4%	7.4%	8.1%	8.4%	少数股东权益	74	72	48	15	(28)
EBITDA	109	190	243	318	397	非流动负债	298	175	158	125	82
EBITDA 利润率	10.4%	11.8%	12.3%	12.6%	12.4%	总资产	1,848	1,924	2,041	2,240	2,474
每股盈利(人民币)	0.019	0.064	0.091	0.129	0.167	股东权益	1,848	1,924	2,041	2,240	2,474
增长率%	32.2	230.6	42.4	41.6	30.0	股本	139	137	137	137	137
每股股息(港元)	0.000	0.010	0.015	0.021	0.028	储备	1,709	1,787	1,904	2,102	2,337

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	190	243	318	397	毛利率	31.8	32.3	26.2	27.9	29.2
营运资金变动	(32)	(269)	(54)	(142)	(206)	营业利润率	5.8	8.7	9.6	10.3	10.5
其他	(13)	25	0	0	0	净利率	3.0	6.4	7.4	8.1	8.4
经营活动现金流	65	(55)	189	176	192	销售及分销成本/收入	8.0	6.6	6.7	6.7	6.6
已付利息	(8)	(9)	(14)	(13)	(13)	行政成本/收入	13.1	9.9	11.6	10.9	10.7
所得税	(21)	(23)	(37)	(53)	(75)	派息率	0.0	14.4	15.0	15.0	15.0
经营活动净现金	35	(87)	138	111	104	有效税率	43.5	30.0	30.0	30.0	30.0
资本支出	(124)	(136)	(158)	(127)	(161)	总负债比率	21.0	15.8	15.1	13.8	12.5
投资	40	48	(6)	(5)	(5)	净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	1.0
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	2.9	2.2	2.0	1.9	1.9
资产出售	50	1	0	0	0	速动比率 (x)	2.5	1.9	1.6	1.6	1.5
已收利息	8	7	6	5	5	库存周转率 (天)	117	97	89	87	86
其他	(5)	(106)	0	0	0	应收账款周转率	282	263	240	210	190
投资活动现金流	(30)	(186)	(158)	(127)	(161)	应付账款周转率	153	140	140	130	120
自由现金流	5	(273)	(20)	(16)	(57)	现金周转率 (天)	246	221	189	167	156
发行股份	2	1	0	0	0	资产周转率 (x)	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8
股份回购	(14)	(29)	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	EBIT 利润率	5.8	8.7	9.6	10.3	10.5	
已付股息	0	0	(29)	(8)	(34)	利息开支 (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
银行贷款变动净	237	(83)	6	0	0	税务开支 (x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
其他	0	3	0	0	0	股本回报率	1.7	5.4	7.4	9.7	11.4
筹资活动现金流	225	(109)	(24)	(8)	(34)	ROIC	2.4	5.7	6.9	8.7	10.1
现金变动净额	230	(382)	(44)	(24)	(91)						

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	29/04/2025	HK\$1.13	买入	HK\$1.55
2	29/09/2025	HK\$1.78	买入	HK\$2.30

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