



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)	38.34
总股本/流通股本(亿股)	1.38 / 1.03
总市值/流通市值(亿元)	53 / 40
52周内最高/最低价	41.80 / 25.00
资产负债率(%)	15.5%
第一大股东	李辉

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

晶升股份(688478)

碳化硅材料制备关键环节全覆盖

● 投资要点

碳化硅材料制备关键环节全覆盖，助力第三代半导体产业升级。在全球半导体产业加速向第三代半导体发展的关键时期，公司作为国内领先的半导体专用设备供应商，始终专注于晶体生长设备的研发与创新。公司以大尺寸半导体级单晶硅炉、碳化硅单晶炉为核心，持续向衬底加工设备及外延生长设备延伸，构建了覆盖碳化硅材料制备关键环节的装备解决方案，为行业提供高精度、高稳定性的半导体设备。公司的碳化硅晶体生长设备为核心业务之一，公司敏锐洞察到客户对衬底材料“提质降本”的核心诉求，积极推动技术链延伸，构建了从碳化硅粉料合成、晶体生长、晶锭加工到外延生长的全流程设备供应能力。基于碳化硅一系列优异的物理和化学性能，尤其是其良好的导热性能，碳化硅能够帮助解决高性能 GPU 芯片日益严峻的散热瓶颈，有望取代传统硅成为 CoWoS、SoW 等先进封装的中介层材料，这一变革进一步打开碳化硅材料应用。公司确有以下客户已于数月前向台积电送样，并将逐步进行小批量供应。针对这一新的技术转向，公司将继续保持与客户的紧密合作，积极推进相关业务的开展。

拟收购为准智能，助力半导体产业链从上游延伸至终端应用领域垂直整合。公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买本尚科技等 10 名交易对方持有的为准智能全部股份并取得为准智能的控制权，同时募集配套资金。为准智能的主营产品为无线通信领域测试设备，广泛应用于半导体产业链下游如通信、消费电子及汽车电子等领域的检测服务，在无线通信测试行业内占据一定市场地位并已实现国产替代。2025H1 为准智能实现营收 7,392.71 万元，净利润为 2,809.41 万元，截至 2025H1 末，为准智能净资产为 3.80 亿元。公司希望通过此次合作，将半导体产业链从上游延伸至终端应用领域，完成垂直整合。为准智能已积累了大量下游芯片客户资源，能够提前获取并理解终端应用领域客户需求，及时跟踪其产品性能趋势，从而优化上游设备研发，提升定制化解决方案与设备性能。双方客户存在一定重合，这也将有助于市场拓展和客户资源的共享，增强市场竞争力。此外，公司还可以借助为准智能较为完善的海外渠道及服务网络进一步开拓海外市场，以较低的成本加速海外布局。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 4.7/6.5/7.7 亿元，分别实现归母净利润 0.54/1.0/1.3 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示

技术研发风险,核心技术人员流失或短缺的风险,经营规模风险,应收账款回收风险,存货减值风险,毛利率下降风险,经营活动现金流量净额下降的风险,政府补助与税收优惠政策变动的风险,市场竞争风险,宏观经济波动及产业政策变化风险,知识产权争议风险,募投项目实施进度及效益不及预期的风险,折旧、摊销费用增加导致利润下滑的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	425	472	645	765
增长率(%)	4.78	11.13	36.58	18.64
EBITDA(百万元)	39.73	80.31	132.47	174.23
归属母公司净利润(百万元)	53.75	53.75	98.66	131.43
增长率(%)	-24.32	0.01	83.55	33.22
EPS(元/股)	0.39	0.39	0.71	0.95
市净率(P/B)	3.37	3.33	3.25	3.16

资料来源:公司公告,中邮证券研究所

1 相对估值

国内半导体材料晶体生长设备市场由国内晶体生长设备供应商、国内上市公司（晶盛机电、北方华创、连城数控等公司）占据主要市场份额。我们参考晶盛机电、北方华创、连城数控进行相对估值分析，半导体材料晶体生长设备厂商通过加码研发驱动长期成长，参考公司 2025 年 iFind 一致预期 PB 均值为 4.52x。

一方面，碳化硅未来有望取代传统硅成为 CoWoS、SoW 等先进封装的中介层材料，这一变革进一步打开碳化硅材料应用，公司目前碳化硅材料制备关键环节全覆盖，未来有望深度受益。另一方面，公司拟收购为准智能，为准智能的主营产品为无线通信领域测试设备，广泛应用于半导体产业链下游如通信、消费电子及汽车电子等领域的检测服务，在无线通信测试行业内占据一定市场地位并已实现国产替代。2025H1 为准智能实现营收 7,392.71 万元，净利润为 2,809.41 万元，截至 2025H1 末，为准智能净资产为 3.80 亿元。公司希望通过此次合作，将半导体产业链从上游延伸至终端应用领域，完成垂直整合。维持“买入”评级。

图表1：相对估值表（可比公司数据来自 iFind 一致性预期，晶升股份每股净资产预测值采用中邮证券研究所预测值）

2025/9/29										
证券简称	证券代码	收盘价 (元)	每股净资产 (元)				PB			
			最新公告	2025E	2026E	2027E	最新公告	2025E	2026E	2027E
晶盛机电	300316.SZ	45.03	13.10	13.61	14.58	15.69	3.44	3.31	3.09	2.87
北方华创	002371.SZ	459.00	45.89	53.31	65.82	81.55	10.00	8.61	6.97	5.63
连城数控	835368.BJ	31.07	17.87	18.87	20.82	23.58	1.74	1.65	1.49	1.32
均值								4.52	3.85	3.27
晶升股份	688478.SH	38.34	11.10	11.53	11.78	12.13	3.46	3.33	3.25	3.16

资料来源：iFind，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	425	472	645	765	营业收入	4.8%	11.1%	36.6%	18.6%
营业成本	314	342	466	551	营业利润	-20.9%	-4.9%	87.0%	33.8%
税金及附加	1	2	2	2	归属于母公司净利润	-24.3%	0.0%	83.5%	33.2%
销售费用	5	5	6	7	获利能力				
管理费用	34	35	35	37	毛利率	26.1%	27.6%	27.8%	28.1%
研发费用	44	49	52	54	净利率	12.6%	11.4%	15.3%	17.2%
财务费用	-2	-2	-4	-4	ROE	3.4%	3.4%	6.1%	7.8%
资产减值损失	-6	-5	-5	-5	ROIC	1.8%	3.3%	5.8%	7.6%
营业利润	61	58	109	146	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	15.5%	19.5%	21.8%	25.6%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	4.57	3.41	3.10	2.72
利润总额	59	58	109	146	营运能力				
所得税	6	5	11	15	应收账款周转率	3.24	3.70	3.97	3.82
净利润	54	54	99	131	存货周转率	1.26	1.34	1.45	1.39
归母净利润	54	54	99	131	总资产周转率	0.21	0.25	0.32	0.35
每股收益(元)	0.39	0.39	0.71	0.95	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.39	0.39	0.71	0.95
货币资金	107	182	156	129	每股净资产	11.39	11.53	11.78	12.13
交易性金融资产	706	406	406	406	估值比率				
应收票据及应收账款	139	250	273	361	PE	98.70	98.70	53.77	40.36
预付款项	21	32	38	48	PB	3.37	3.33	3.25	3.16
存货	219	290	353	437	现金流量表				
流动资产合计	1258	1300	1390	1553	净利润	54	54	99	131
固定资产	16	188	196	201	折旧和摊销	8	24	27	32
在建工程	190	31	29	27	营运资本变动	-36	-117	-57	-74
无形资产	19	32	39	43	其他	-23	-9	-9	-12
非流动资产合计	607	682	695	703	经营活动现金流净额	3	-48	60	78
资产总计	1865	1982	2085	2256	资本开支	-95	-49	-40	-40
短期借款	8	0	0	0	其他	89	224	17	20
应付票据及应付账款	187	238	301	370	投资活动现金流净额	-5	175	-23	-20
其他流动负债	80	143	147	202	股权融资	9	0		0
流动负债合计	275	381	448	571	债务融资	8	-9	0	0
其他	14	6	6	6	其他	-81	-42	-63	-84
非流动负债合计	14	6	6	6	筹资活动现金流净额	-63	-51	-63	-84
负债合计	289	387	454	578	现金及现金等价物净增加额	-65	76	-27	-26
股本	138	138	138	138					
资本公积金	1309	1309	1309	1309					
未分配利润	147	159	180	208					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	-19	-11	3	23					
所有者权益合计	1576	1595	1631	1678					
负债和所有者权益总计	1865	1982	2085	2256					

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