



上海合晶 (688584.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

一体化布局，差异化竞争的半导体硅

外延片供应商

投资逻辑

公司是中国少数具备从晶体成长、衬底成型到外延生长全流程生产能力的半导体硅外延片一体化制造商。25H1 公司实现营收 6.25 亿元，同比+15%；实现归母净利润 5971 万，同比+24%，收入和利润于 25 年上半年恢复增长。

半导体周期复苏，公司下游需求回暖。25H1 全球半导体市场达 3460 亿美元 (yoy+19%)。WSTS 上调了 25 年全年的预测值至 7280 亿美元，预计同比+15%，较之前预期提高了 4 个百分点。目前公司下游主要为功率器件和模拟芯片，根据芯谋研究，受益于汽车电子和工业等终端需求回暖以及库存去化趋于正常，预计 28 年全球分立器件市场规模达 461 亿美元，24-28 年 CAGR 为 8.5%。公司下游功率器件厂商客户 25H1 收入或业绩拐点显现，晶圆厂客户稼动率维持较高水平。25H1 公司实现海外收入 5.4 亿，占比 86%，我们看好公司的差异化竞争策略，公司除了针对现有的功率、模拟等硅外延产品外，还聚焦车规级 SJ、CIS 和先进制程逻辑芯片产品的挖掘和研发，未来产品结构有望持续改善。

公司坚持 8 寸引领、12 寸做大的战略，持续扩充产能。受益于 AI、HPC 等领域的强劲需求，WICA 预计 2025 年全球半导体材料市场规模将达 760 亿美元，同比+8.4%，硅外延片市场规模也将保持增长。公司于 24 年 IPO 发行新股 6621 万股，发行价 22.66 元，募集资金净额 14 亿元，主要投向低阻单晶成长及优质外延研发和优质外延片研发及产业化项目。项目建成后预计将新增年产能约 18 万片的 12 英寸外延片，同时对 8 英寸和 6 英寸产能进行补充。

盈利预测、估值和评级

我们预测公司 2025-2027 年分别实现收入 13.13/16.22/19.73 亿元 (分别同比+18%/24%/22%)，实现归母净利润分别为 1.60/2.04/2.60 亿元 (分别同比+32%/28%/28%)，我们看好公司的客户结构带来的毛利率优势，未来随着公司的 12 英寸外延片产能释放和先进制程的外延片取得进展，有望实现收入和业绩的同步稳健增长，给予公司 2026 年 90xPE，对应目标价 27.9 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

地缘政治影响加剧；汇率波动；行业竞争加剧；关联交易；限售股解禁。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：周焕博 (执业 S1130525080009)

zhouhuanbo@gjzq.com.cn

分析师：戴宗廷 (执业 S1130524120005)

daizongting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：23.51 元

目标价 (人民币)：27.90 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,348	1,109	1,313	1,622	1,973
营业收入增长率	-13.38%	-17.76%	18.38%	23.54%	21.67%
归母净利润(百万元)	247	121	160	204	260
归母净利润增长率	-32.35%	-51.07%	32.45%	27.52%	27.53%
摊薄每股收益(元)	0.414	0.182	0.240	0.307	0.391
每股经营性现金流净额	0.97	0.67	0.60	0.67	0.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.85%	2.92%	3.84%	4.83%	6.02%
P/E	0.00	107.77	97.79	76.69	60.14
P/B	0.00	3.14	3.75	3.70	3.62

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、垂直一体化布局的半导体硅外延片供应商.....	4
1.1 公司是中国少数具备全流程生产能力的半导体硅外延片供应商.....	4
1.2 公司营收和业绩受下游景气度影响有所波动.....	5
二、功率器件与模拟芯片下游市场需求驱动.....	7
2.1 材料是半导体产业链的基石，硅外延片下游应用广泛.....	7
2.2 全球半导体市场复苏迹象显著，公司下游功率器件以及芯片代工市场也开始回暖.....	9
2.3 全球半导体硅片市场外企垄断高端，国内厂商在中低端加速替代.....	11
三、公司坚持 8 寸成为行业标杆，12 寸加速追赶的战略.....	13
3.1 合晶科技赋能，公司产品从成熟制程向先进制程渗透.....	13
3.2 8 寸成为标杆 12 寸加速追赶，差异化竞争全面落实降本增效.....	14
四、盈利预测与投资建议.....	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 投资建议及估值.....	17
五、风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 公司逐步具备从晶体成长、衬底成型到外延生长的全流程生产能力.....	4
图表 2： 公司的一体化外延可根据不同衬底的掺值及阻值搭配对应的外延参数.....	5
图表 3： 公司股权架构集中，管理层从业经验丰富.....	5
图表 4： 25H1 硅片需求回暖带动公司收入增长.....	6
图表 5： 25H1 公司盈利能力逐步修复.....	6
图表 6： 产品销售业务贡献公司的主要营收（单位：%）.....	6
图表 7： 25H1 综合毛利率趋于稳定（单位：%）.....	6
图表 8： 公司的海外业务收入占总营收的比重较高（单位：%）.....	7
图表 9： 公司销售费用率和研发费用率保持稳定，管理费用率有所增长（单位：%）.....	7
图表 10： 24 年全球半导体材料市场规模稳定提升，达 701 亿美元.....	8
图表 11： 亚太地区在全球半导体材料市场占主导地位（单位：%）.....	8
图表 12： 半导体硅片的主要品类.....	8
图表 13： 公司位于产业链的上游.....	9
图表 14： 24 年全球半导体硅片市场规模为 117 亿美元（同比-7%）.....	9
图表 15： 12 英寸硅片是市场的主力产品，占比超 70%（单位：%）.....	9
图表 16： WSTS 上修 25 年全年半导体市场销售额预测至 7280 亿美元.....	10
图表 17： WTST 预计全球半导体市场 25 年将同比增长 15.4%（单位：%）.....	10



图表 18:	25Q1 开始安森美部分产品交货周期开始拉长.....	11
图表 19:	2023 年全球硅片厂商市场竞争格局.....	11
图表 20:	2024 年全球半导体硅片出货量同比-2.7%.....	11
图表 21:	公司收入规模低于沪硅产业和立昂微（单位：百万元）.....	12
图表 22:	25H1 公司收入增速为 15.26%行业领先（单位：%）.....	12
图表 23:	公司存货周转天数低于行业均值，周转速度较快（单位：天）.....	12
图表 24:	公司的应收账款周转速度也快于同行业公司（单位：天）.....	12
图表 25:	24 年国内进口硅片金额有所下降，为 25 亿美元.....	13
图表 26:	12 英寸大尺寸硅外延片的国产化率仅为 10%.....	13
图表 27:	近几年国内半导体硅片厂商销售均价呈下降趋势（单位：元/片）.....	13
图表 28:	台湾合晶的硅片产品基本实现射频、ASIC、模拟、功率等领域的芯片全覆盖.....	14
图表 29:	台湾合晶的技术平台.....	14
图表 30:	公司多项技术指标达国际领先水平.....	15
图表 31:	公司的研发费率与行业均值基本一致（单位：%）.....	15
图表 32:	25H1 公司的综合毛利率保持平稳（单位：%）.....	15
图表 33:	公司积极布局大尺寸硅片的研发和建厂扩产.....	16
图表 34:	公司下游从功率、模拟向先进制程的逻辑芯片和传感器等拓展.....	16
图表 35:	公司 IPO 情况.....	16
图表 36:	公司分业务营收、毛利率预测.....	17
图表 37:	可比公司估值情况（截至 2025 年 10 月 15 日）.....	17

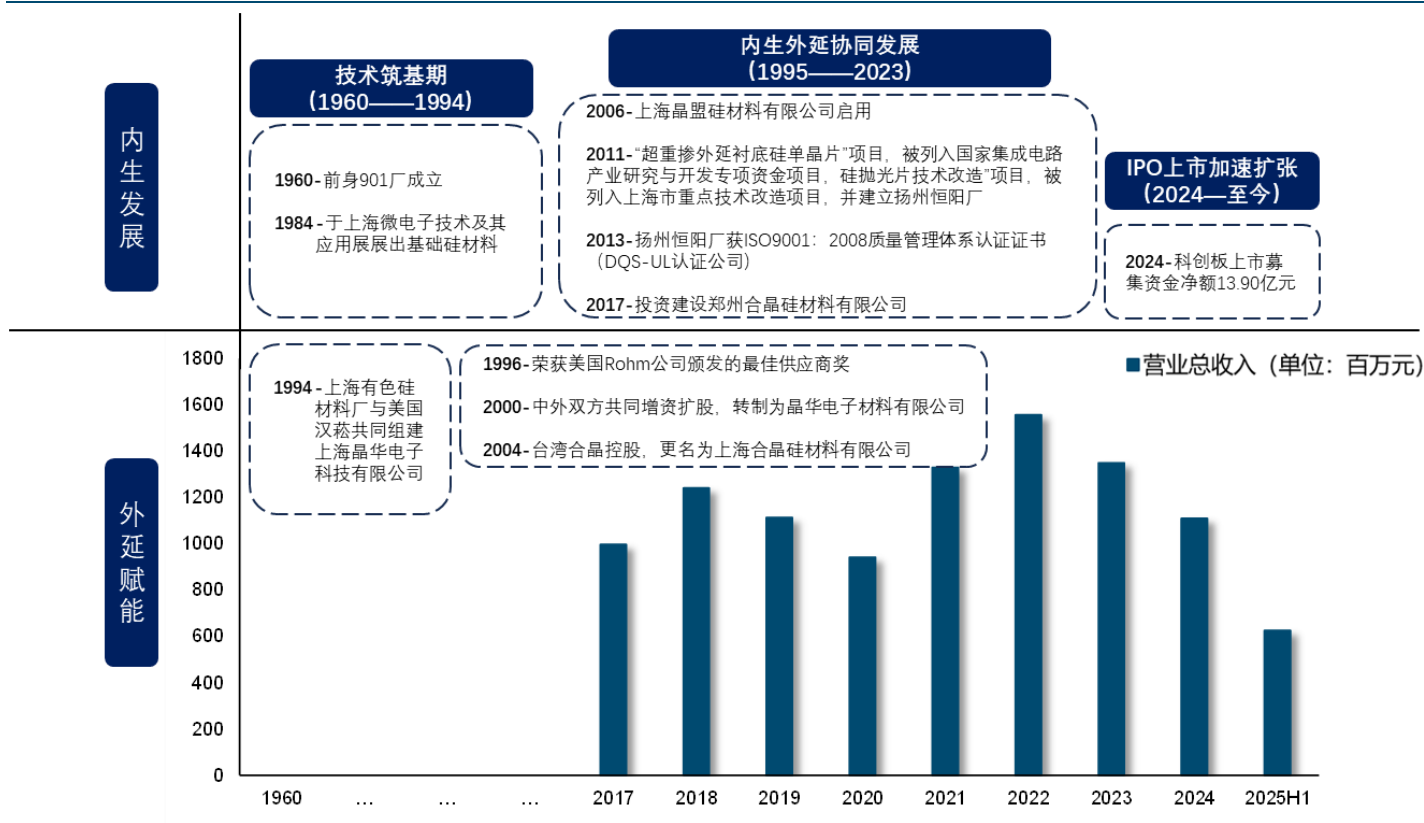


一、垂直一体化布局的半导体硅外延片供应商

1.1 公司是中国少数具备全流程生产能力的半导体硅外延片供应商

上海合晶成立于 1994 年，公司是中国少数具备从晶体成长、衬底成型到外延生长全流程生产能力的半导体硅外延片一体化制造商，其核心产品为半导体硅外延片。公司凭借着一体化的优势，致力于研发并应用行业的领先工艺，为客户提供高平整度、高均匀性、低缺陷度的优质半导体硅外延片。作为产业链上游的关键材料供应商，公司的外延片产品主要用于制作 MOSFET、IGBT 等功率器件和 PMIC、CIS 等模拟芯片，被广泛应用于汽车、工业、通讯、办公等领域。

图表1：公司逐步具备从晶体成长、衬底成型到外延生长的全流程生产能力

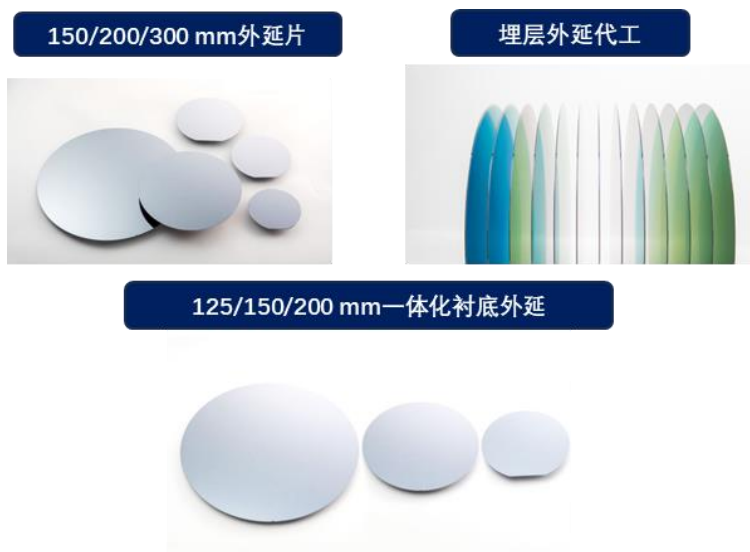


来源：Wind，公司官网，国金证券研究所

公司自 1994 年成立以来，业务重心逐步调整，从早期的硅材料生产业务发展为专注于半导体硅外延片的一体化制造业务，并于 2024 年在科创板上市。公司的前身最早可追溯到 1960 年成立的“901 厂”，是国内最早实现硅材料工业化生产的企业。1994 年，上海有色硅材料厂与香港汉崧（美国汉崧子公司）共同出资设立了上海晶华电子科技有限公司，经营范围为生产和销售硅材料。在后续的发展中，公司的主营业务范围从抛光片拓展至外延片，并最终形成了一体化外延片的业务模式。2020 年公司进行了业务调整，停止了抛光片的销售业务，仅面向合晶科技（台湾母公司）提供抛光片加工服务。



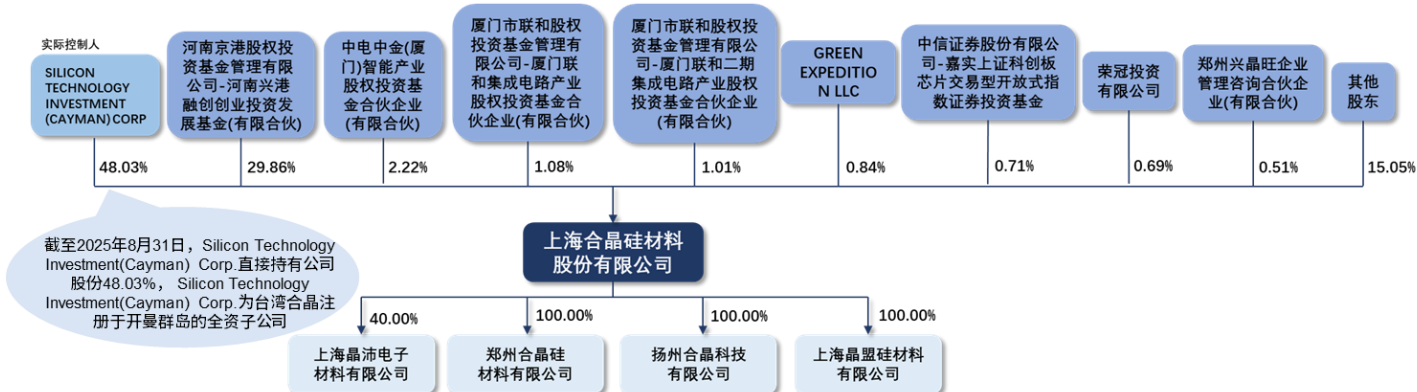
图表2：公司的一体化外延可根据不同衬底的掺值及阻值搭配对应的外延参数



来源：公司官网，国金证券研究所

公司目前的主营业务按产品可以分为硅外延片和硅材料。公司经过多年技术积累及持续研发，拥有砷、磷及硼元素重掺及轻掺的长晶核心技术，单片式、多片式的常压、减压外延生产核心技术，可为客户提供 6 英寸（150mm）、8 英寸（200mm）、12 英寸（300mm）功率、模拟等类型器件用的半导体单晶硅外延片、埋层外延片的定制化生产加工及服务。

图表3：公司股权架构集中，管理层从业经验丰富



来源：ifind，国金证券研究所

公司的股权架构相对集中，管理层从业经验丰富。截至 2025H1，Silicon Technology Investment(Cayman)Corp. 直接持有公司股份 48.03%，Silicon Technology Investment(Cayman)Corp.为台湾合晶注册于开曼群岛的全资子公司。公司管理层从业经验丰富，核心技术人员陈建纲先生曾任合晶有限副厂长、厂长、曾任上海晶盟副总经理、总经理、董事，2021 年起，任公司总经理。陈建纲先生是上海市有色金属行业协会专家委员会副主任委员，上海市有色金属学会半导体材料专业委员会副主任委员，作为发明人协助公司取得 9 项专利，曾参与“超重掺磷外延片的研发”、“外延晶片无缺陷层深度量测能力的研发”、“埋层外延产品开发”课题研究。

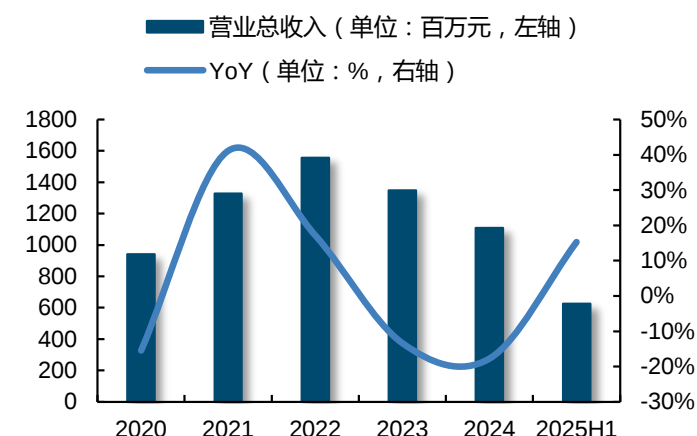
1.2 公司营收和业绩受下游景气度影响有所波动

2020-2021 年公司营收实现了快速增长，主要系公司产能扩张和下游外延片需求较好；2023-2024 年，公司营收连续下降（2023、2024 年分别同比-13%和 18%），主要系半导体行业周期性下行、客户端库存水位调整、下游（汽车电子、工控、消费等）景气度波动导致硅片销量与单价下降；2025H1 公司收入和业绩开始出现回暖信号，2025H1 公司实现营收 6.25 亿元，同比+15.26%，（25Q2 公司实现单季度营收 3.45 亿元，环比+23%）。



图表4：25H1 硅片需求回暖带动公司收入增长

图表5：25H1 公司盈利能力逐步修复



来源：Wind，国金证券研究所

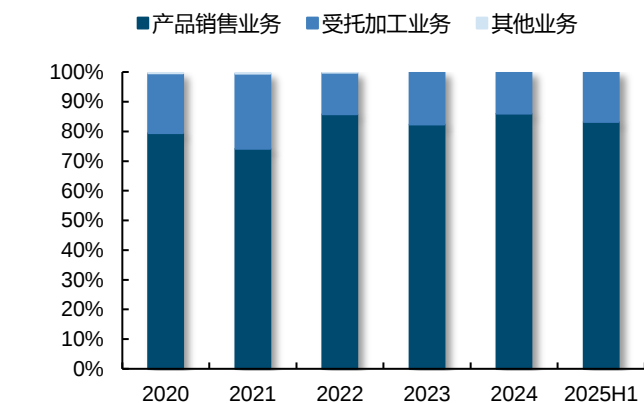


来源：Wind，国金证券研究所

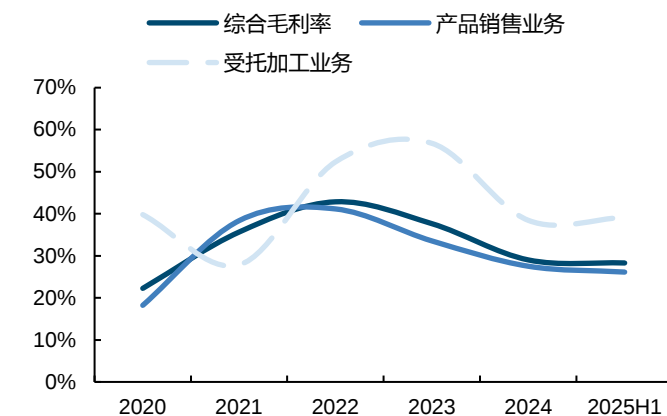
归母净利润方面，2022-2024 年公司归母净利润呈持续下降趋势，主要系 2023-2024 年全球半导体行业持续低迷，导致下游的消费电子、工业类等需求减少，公司稼动率不足以及 12 寸产品处于扩产阶段未能贡献收入和利润，8 英寸及以下产品市场竞争日益激烈，公司产品价格承压。2025H1 公司实现归母净利润 0.60 亿元，同比+24%，公司业绩于 2025 年上半年恢复增长。2023 年开始半导体进入下行周期，终端需求疲软，公司订单减少，稼动率下降单位成本上升，毛利率短期承压，2024 年公司综合毛利率为 29.04%；2025H1，毛利率略有下降，为 28.32%。

图表6：产品销售业务贡献公司的主要营收 (单位：%)

图表7：25H1 综合毛利率趋于稳定 (单位：%)



来源：Wind，国金证券研究所

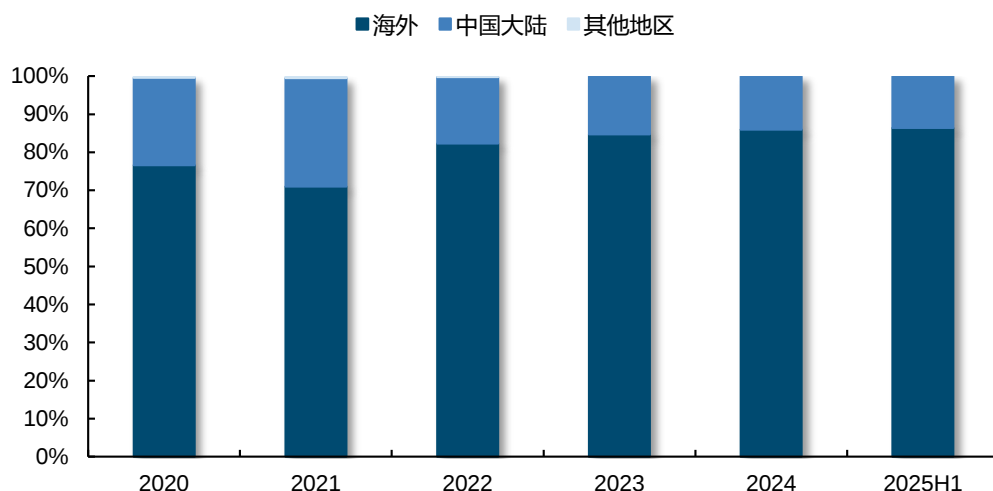


来源：Wind，国金证券研究所

公司的海外业务收入占总营收的比重较高。公司已建立起覆盖全球主要半导体市场的销售网络，客户遍布北美、欧洲、中国及亚洲其他国家或地区。根据 Wind，2024 年公司境外业务实现营业收入 9.5 亿元，占主营业务收入约 86%，毛利率为 30%；境内业务实现营业收入 1.6 亿元，占主营业务收入 14%，毛利率为 26%。公司的全球化布局得益于其产品获得了国际一线客户的广泛认可，主要客户如力积电、威世半导体、安森美等海外功率器件大厂的产能遍布中国台湾、欧洲、美国等核心半导体产业地区。2025H1 公司实现海外地区的收入为 5.4 亿元，占比 86%。



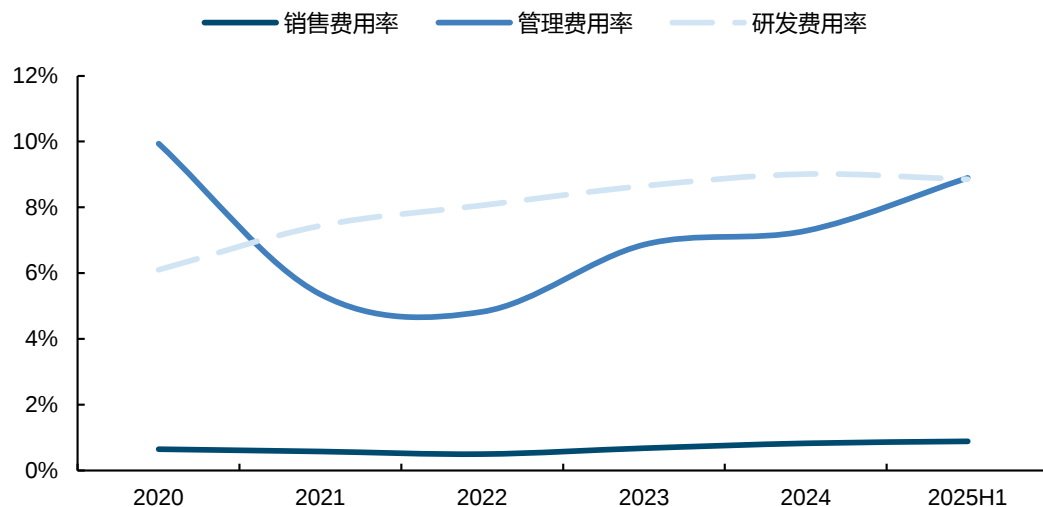
图表8：公司的海外业务收入占总营收的比重较高（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

公司近几年的销售费用率和研发费用率保持稳定，管理费用率有所增长。公司的研发费用率自 2020 年的 6.1% 稳步上升，2025 年上半年达到 9.0%，公司保持了在研发方面的投入力度。2025 年上半年公司的销售费用率为 0.9%。2025 年上半年，公司的管理费用率提升至 8.6%。

图表9：公司销售费用率和研发费用率保持稳定，管理费用率有所增长（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

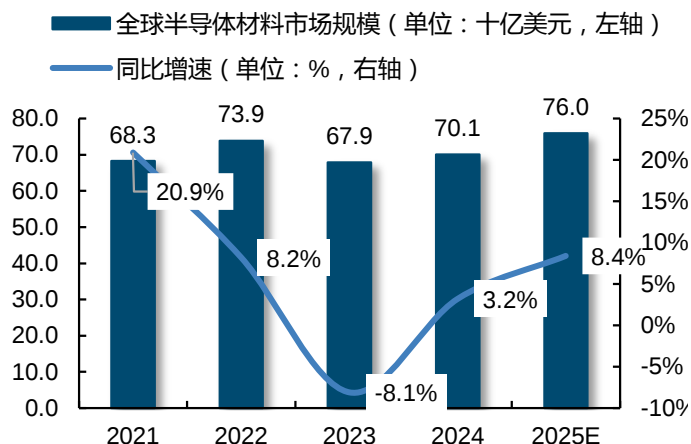
二、功率器件与模拟芯片下游市场需求驱动

2.1 材料是半导体产业链的基石，硅外延片下游应用广泛

半导体材料是生产晶圆的核心基础。材料的纯度、晶体结构等物理特性的突破，决定了集成电路的整合度，进而影响晶片的功耗和性能。近两年的全球半导体材料市场经历了 2022 年的高点后，呈现了温和复苏的态势，在下游需求回暖的推动下，HPC、HBM 等产品对先进材料的需求提升。根据 WICA 的数据，2024 年全球半导体材料市场规模稳定提升，达到了 701 亿美元，同比+3.2%。在高性能运算、人工智能等领域强劲需求的推动下，WICA 预计 2025 年全球半导体材料市场规模将达到 760 亿美元，同比+8.4%，市场规模将超过 2022 年达到历史新高。从区域市场需求来看，亚太地区仍在全球半导体材料市场占主导地位，根据 WICA 的数据，2024 年，中国大陆、韩国、中国台湾和日本的市场规模位列全球前四，美国、欧洲紧随其后。中国大陆和中国台湾在前道的晶圆制造和后道的芯片封装产能的优势刺激下，半导体材料市场占有率超全球一半。

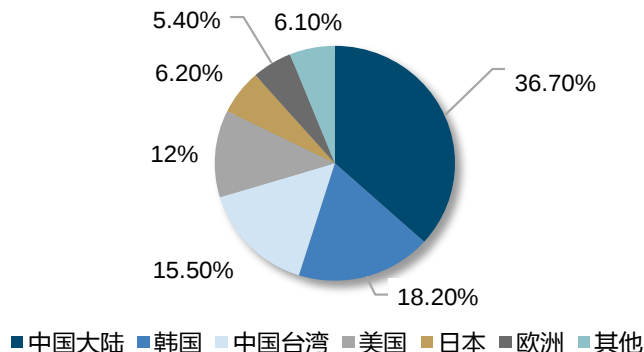


图表10：24 年全球半导体材料市场规模稳定提升，达 701 亿美元



来源：WICA，国金证券研究所

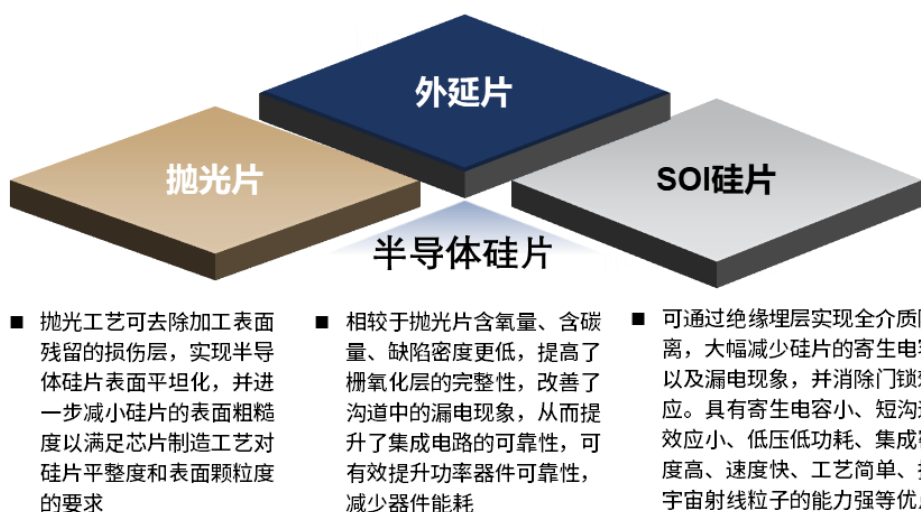
图表11：亚太地区在全球半导体材料市场占主导地位 (单位：%)



来源：WICA，国金证券研究所

半导体硅片是指由硅单晶锭切割而成的薄片，又称硅晶圆片，是半导体、光伏等行业广泛使用的基底材料。根据制造工艺分类，半导体硅片主要可以分为抛光片、外延片与以 SOI 硅片为代表的高端硅基材料。单晶硅锭经过切割、研磨和抛光处理后得到抛光片。抛光片经过外延生长形成外延片，抛光片经过氧化、键合或离子注入等工艺处理后形成 SOI 硅片。

图表12：半导体硅片的主要品类

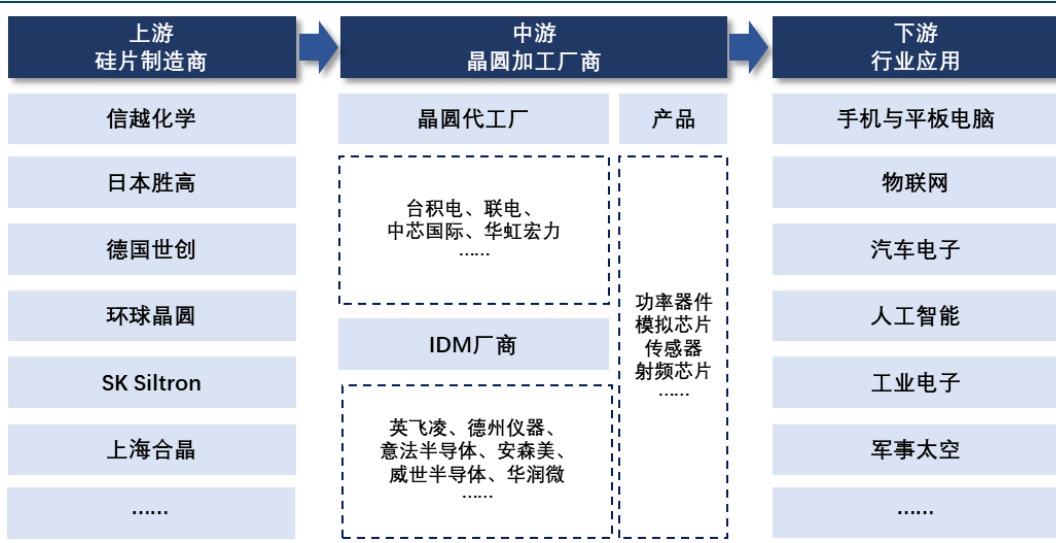


来源：华经产业研究院，国金证券研究所

硅外延片企业的下游客户是芯片制造企业，包括大型综合晶圆代工企业及专注于功率器件制造、模拟芯片制造与传感器制造等领域的 IDM 厂商。外延片的终端应用领域涵盖智能手机、平板电脑、便携式设备、物联网、汽车电子、人工智能、工业电子、军事、航空航天等众多行业。



图表13: 公司位于产业链的上游

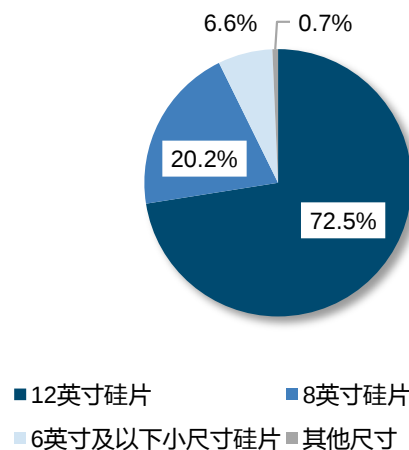
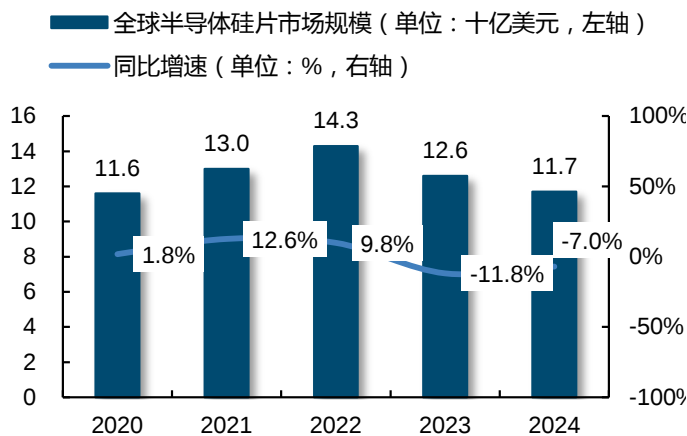


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

与全球半导体材料市场温和复苏的情况相比，全球硅片市场规模近两年仍在持续下滑，主要系芯片的库存去化和成熟制程需求疲软的影响。先进制程的需求爆发对于大尺寸硅片的需求逆势增长，12 英寸晶圆的出货增长率显著高于 8 英寸。根据 WICA 的数据，2024 年全球半导体硅片市场规模为 117 亿美元，同比下滑 7%。根据 QYResearch，全球半导体硅片市场大尺寸的替代趋势是不可逆的。12 英寸硅片单位面积可生产芯片数量是 8 英寸的 2.5 倍，成本降低 30%，在逻辑芯片、存储芯片领域渗透率超 90%，QYResearch 预计 2030 年 12 英寸硅片销量占比将升至 49.86%。

图表14: 24 年全球半导体硅片市场规模为 117 亿美元
(同比-7%)

图表15: 12 英寸硅片是市场的主力产品，占比超 70%
(单位：%)



来源：WICA，国金证券研究所

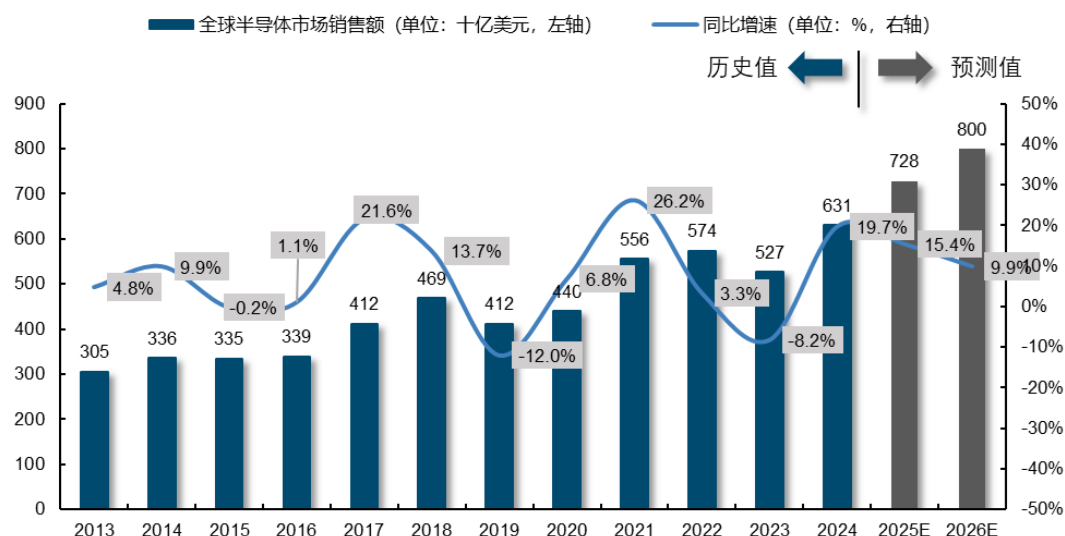
来源：QYResearch，国金证券研究所

2.2 全球半导体市场复苏迹象显著，公司下游功率器件以及芯片代工市场也开始回暖

2025 年上半年，全球半导体市场达到 3460 亿美元，同比大幅增长 18.9%。根据 WSTS 2025 年 8 月的预测，2025 年全年半导体市场销售额的预测被上调至 7280 亿美元，预计全年同比增长 15.4%，较之前的预期提高了 4 个百分点。2026 年的展望也略有上调，预计全年同比增长 9.9%，届时全球半导体的市场规模将达到 8000 亿美元。



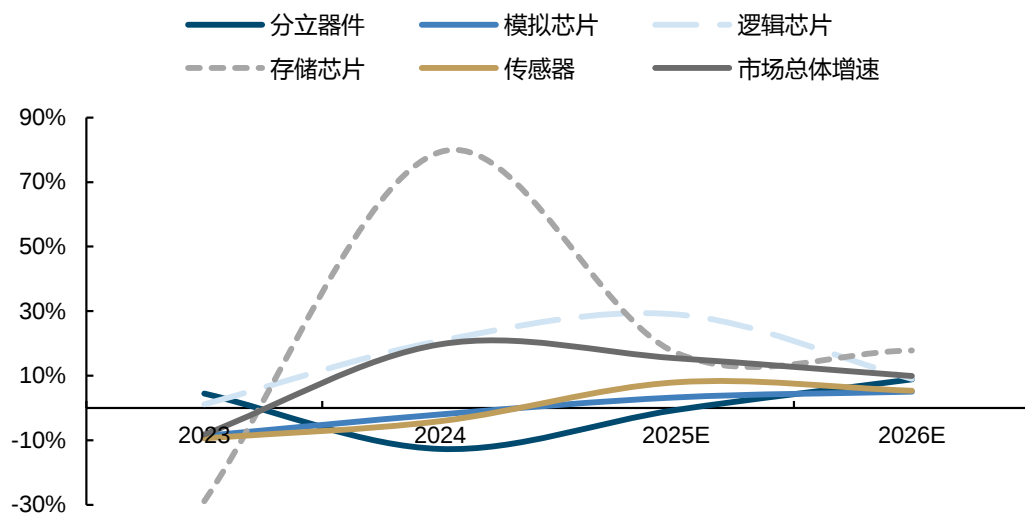
图表16: WSTS 上修 25 年全年半导体市场销售额预测至 7280 亿美元



来源: WSTS, 国金证券研究所

2025 年, 所有细分领域的预测均被上调。市场主要的增长动力来自逻辑芯片和存储芯片, WSTS 预计逻辑芯片和存储芯片市场将分别同比增长 29% 和 17% (均上调 5 个百分点)。

图表17: WSTS 预计全球半导体市场 25 年将同比增长 15.4% (单位: %)



来源: WSTS, 国金证券研究所

我们认为公司海外大客户的订单逐步复苏。根据公司招股书的数据, 2022 年以及 2023 年上半年公司在安森美的销售额分别为 1.98 亿元和 1.68 亿元, 分别占公司营业总收入的 27% 和 24%, 23H1 安森美是公司的第一大客户。根据富昌电子的数据, 自 2025Q1 开始, 安森美的低压和高压 MOSFET 产品以及 IGBT 的产品交货周期有所上升, 海外功率器件厂商的扩产相对谨慎, 我们认为海外大客户的订单也在逐步复苏, 主要系需求端的订单能见度拉长, 同时海外大厂的产能利用率相对饱满, 因此导致了交货周期的拉长。



图表18: 25Q1 开始安森美部分产品交货周期开始拉长

onsemi	4Q2023		1Q2024		2Q2024		3Q2024		4Q2024		1Q2025		2Q2025		3Q2025	
	货期	货期趋势	货期	货期趋势	货期	货期趋势	货期	货期趋势	货期	货期趋势	货期	货期趋势	货期	货期趋势	货期	货期趋势
低压Mosfet	12-26	↓	12-26	↓	12-40	↓	10-46	—	10-36	—	10-24	↑	7-38	↑	6-42	↑
高压Mosfet	12-40	↓	12-40	↓	12-36	↓	14-42	—	12-26	—	12-22	↑	4-19	↑	6-33	↑
IGBT	16-52	↓	16-52	↓	10-41	↓	10-41	—	10-37	—	8-17	↑	8-37	↑	8-29	↑
ESD	14-40	—	14-40	—	12-20	—	12-20	—	12-20	—	8-14	↑	8-14	—	8-14	—
宽带隙Mosfet	26-52	—	26-52	—	12-30	↓	10-48	↓	10-48	↓	8-37	—	8-37	↑	6-26	↑
桥式整流器	15-50	↓	15-50	↓	15-30	↓	15-30	↓	15-30	↓	8-13	↓	7-12	↓	7-12	↓
整流器	15-50	↓	15-50	↓	15-31	—	15-30	↓	15-30	↓	8-13	↓	7-12	↓	7-12	↓
肖特基二极管	10-40	↓	10-40	↓	10-40	—	10-36	—	10-30	—	10-30	—	10-18	—	12-18	—
开关二极管	10-40	—	10-40	—	10-40	—	10-36	—	10-30	—	10-30	—	10-18	—	12-18	—
小信号Mosfet	30-50	—	30-50	—	12-45	—	12-36	—	12-36	—	10-30	—	10-18	—	14-20	—
齐纳二极管	10-40	↓	10-40	↓	10-40	—	10-36	—	10-30	—	10-30	—	10-18	—	12-18	—
双极晶体管	10-40	↓	10-40	↓	10-40	—	10-40	—	10-30	—	10-30	—	10-18	—	12-18	—
数字晶体管	10-40	↓	10-40	↓	10-40	—	10-36	—	10-30	—	10-30	—	10-18	—	12-18	—
通用晶体管	10-40	↓	10-40	—	10-40	—	10-36	—	10-30	—	10-30	—	10-18	—	12-18	—

来源：富昌电子，国金证券研究所

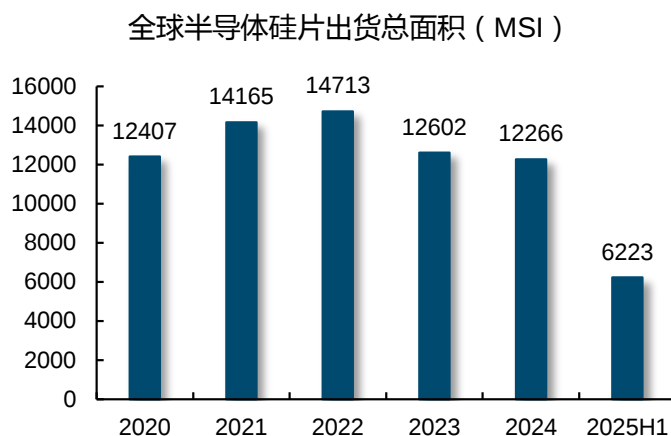
2.3 全球半导体硅片市场外企垄断高端，国内厂商在中低端加速替代

全球市场呈现“外企主导、中国追赶”的竞争结构，技术壁垒与规模效应是核心护城河。高端市场竞争集中在“纯度与均匀性”：信越半导体的电子级多晶硅纯度达 99.999999999%（11N），氧含量波动<5ppma；中国企业在 8 英寸硅片技术上已接近国际水平，但 12 英寸硅片的外延层厚度均匀性（<1%偏差）仍落后日企 2-3 年，关键设备（如日本 Disco 切割机床）依赖进口。国际半导体产业协会（SEMI）统计，2024 年全球半导体硅晶圆（半导体硅片）出货量达 12266 亿平方英寸（millionsquareinch, MSI），同比下滑减 3%，创 4 年来新低。根据 SEMI 的数据，2025 年上半年，全球半导体硅片出货总面积为 6223 亿平方英寸，同比+6%，半导体硅片市场正逐步复苏。

图表19: 2023 年全球硅片厂商市场竞争格局



图表20: 2024 年全球半导体硅片出货量同比-2.7%



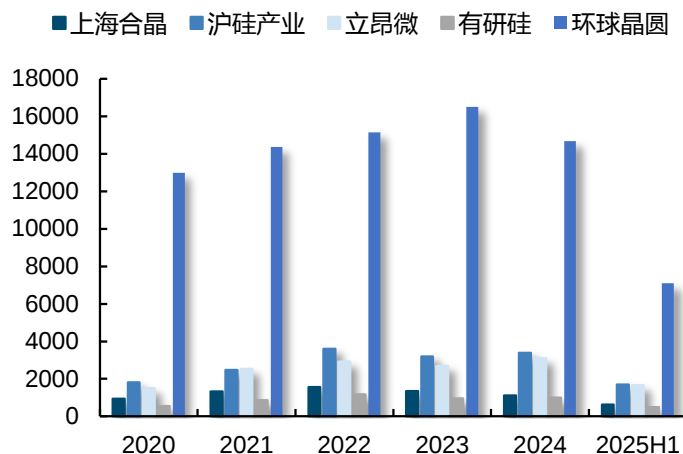
来源：QYResearch，国金证券研究所

来源：SEMI，国金证券研究所

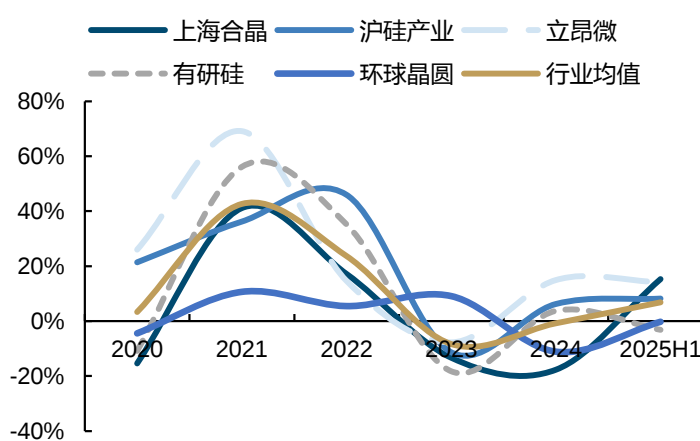
国产厂商加速突破中低端，并向高端领域渗透。从收入规模来看，公司营收体量低于沪硅产业和立昂微。2020 年至 2025 年上半年公司的营收总体呈波动增长的态势，受行业周期下行的影响 23-24 年收入出现下滑，但 2025 年上半年收入及增速明显回升，2025H1 公司的收入增速为 15.26%，领先同行业的其他公司。



图表21：公司收入规模低于沪硅产业和立昂微（单位：百万元）



图表22：25H1 公司收入增速为 15.26% 行业领先（单位：%）

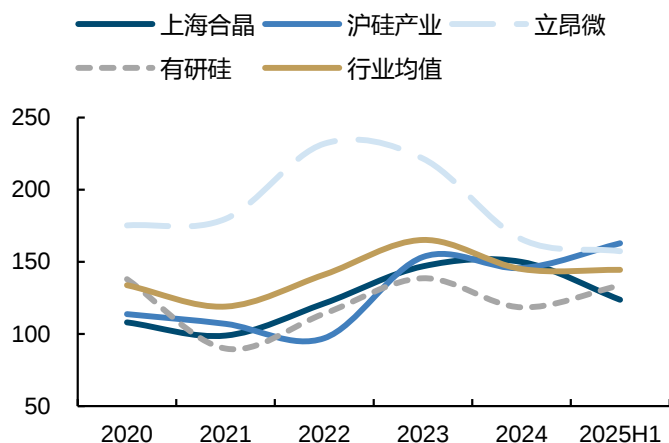


来源：Wind，国金证券研究所

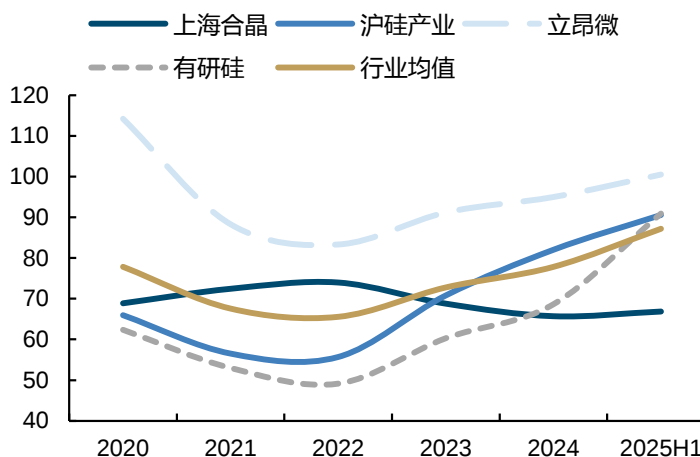
来源：Wind，国金证券研究所

公司 2025 年上半年存货周转天数为 124 天，较 2024 年同期减少了 31 天；应收账款周转天数为 67 天，较 2024 年同期减少了 7 天。整体来看，公司在 2025 年上半年的运营效率有所提升，并且运营效率领先同行业公司。运营效率的提升主要得益于：1) 优化库存结构：公司采取精细化的库存管理措施，减少滞销品库存、加强供应链协同等，缩短了存货积压的时间；2) 产能利用率的提升：2024 年公司面临产销双降的局面，但 2025 年上半年下游库存去化完成，客户端恢复拉货带动产能利用率的回升，也带动公司存货的消化速度。

图表23：公司存货周转天数低于行业均值，周转速度较快（单位：天）



图表24：公司的应收账款周转速度也快于同行业公司（单位：天）



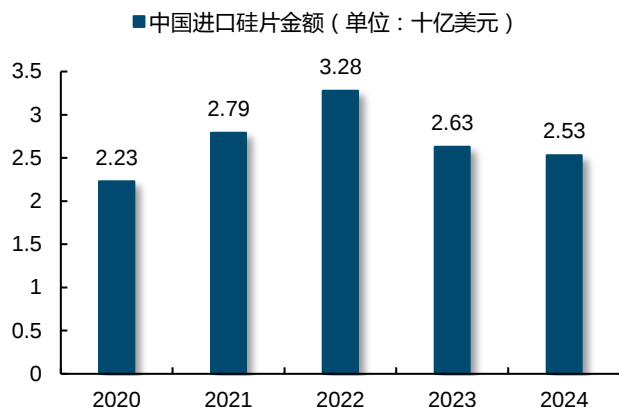
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

根据海关总署的数据，2024 年，中国大陆半导体硅片整体进口金额达到 25 亿美元，同比下降 3.69%。国内半导体硅片及外延片市场，尤其是大尺寸产品，国产化进程严重滞后于快速增长的市场需求，形成了巨大的供给缺口，为本土企业提供了明确的国产替代空间。根据北京半导体行业协会的数据，2024 年 8 英寸硅片国产化率达 55%，但 12 英寸硅片国产化率相对较低，为 10%。8 英寸硅材料在车规级、电子消费品等领域市场需求相对稳定，12 英寸硅片广泛应用于逻辑与存储芯片等制造领域。AI、HPC 等新兴技术的发展，极大地推动 12 英寸硅材料的需求。我们认为目前国内的硅外延片供给仍存在一定的缺口，大尺寸硅片仍以进口为主，国产替代空间广阔。



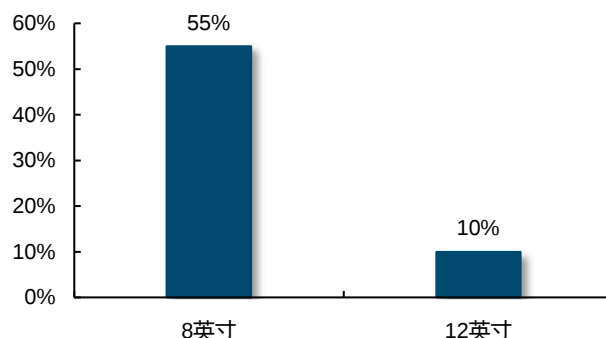
图表25：24 年国内进口硅片金额有所下降，为 25 亿美元



来源：海关总署，国金证券研究所

图表26：12 英寸大尺寸硅外延片的国产化率仅为 10%

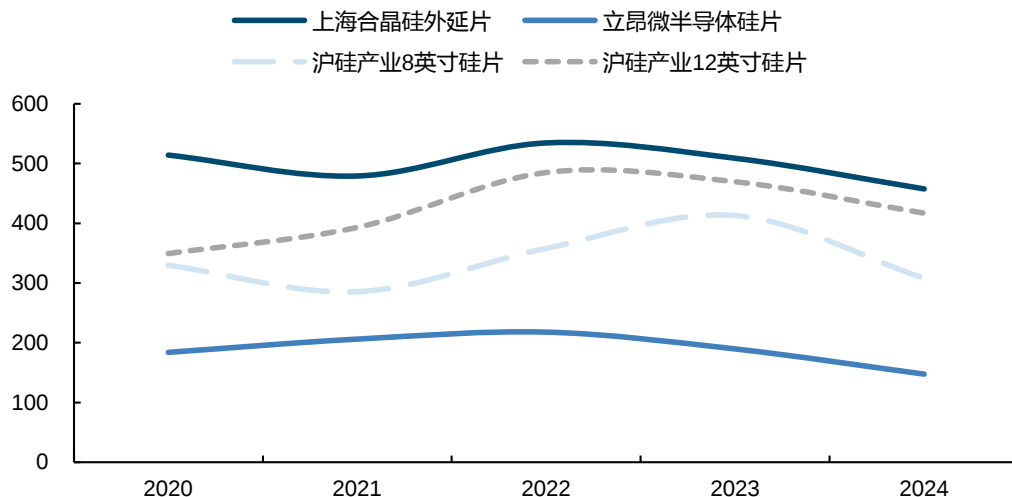
2024年硅片国产化率 (单位：%)



来源：北京半导体行业协会，国金证券研究所

从产品价格的角度来看，2020–2021 年，受下游终端及硅片产能紧张的影响，硅片价格上升，根据环球晶圆，22 年下游终端需求有所分化（消费类需求减缓、服务器/AI/汽车仍有驱动），高阶产品（如 300mm、EPI 外延片）相对有议价力，但传统低端品和 200mm/150mm 仍面临竞争。部分厂商在这一阶段已开始准备扩产。2023 年行业出现了明显回调/下行（需求、库存修复），2024 年下半年开始逐步回稳并出现分化——日本大厂与有高端 EPI 外延/300mm 能力的厂商开始通过提价或改善品类结构恢复议价，但是国内中游厂商受产能释放的影响，大部分厂商均不同程度的出现了价格承压与毛利率下滑的情况。未来我们认为公司依托高端 EPI 外延/300mm（12 英寸）逐步量产爬坡能力，产品价格有望保持稳定。

图表27：近几年国内半导体硅片厂商销售均价呈下降趋势（单位：元/片）



来源：Wind，国金证券研究所

注：公司、立昂微以及沪硅产业的产品销售均价为计算值。

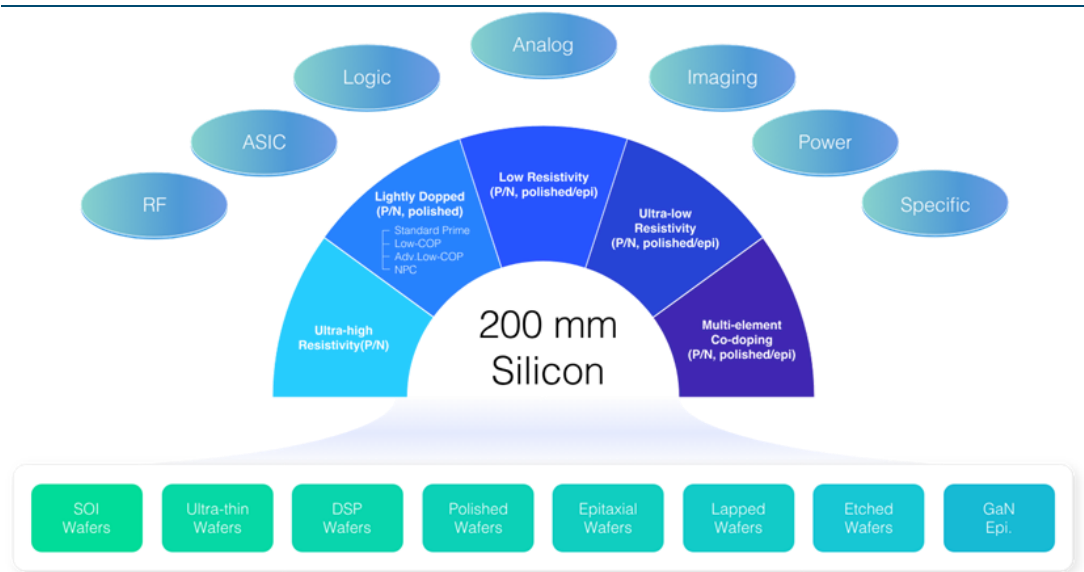
三、公司坚持 8 寸成为行业标杆，12 寸加速追赶的战略

3.1 合晶科技赋能，公司产品从成熟制程向先进制程渗透

公司的控股股东台湾合晶的硅片产品基本实现了射频、ASIC、逻辑、模拟、功率等领域的芯片全覆盖。合晶科技是全球前十大硅晶圆供应商之一，在全球市场上属于中大型厂商，根据 Wind，合晶科技 2025 年第二季度营收为 24.51 亿新台币，同比+8.6%；2025 年上半年总营收为 47.97 亿新台币，同比+12.9%。



图表28：台湾合晶的硅片产品基本实现射频、ASIC、模拟、功率等领域的芯片全覆盖



来源：台湾合晶官网，国金证券研究所

台湾上市公司合晶科技在硅晶圆（wafer）领域拥有长期制造经验，产品线涵盖6英寸、8英寸，并布局了12英寸的研发和量产；公司也具备SOI、低阻/重掺硅晶圆等特殊产品的技术能力，且拥有多座生产基地。合晶科技的创始团队来自硅谷，从业经验丰富，公司已经积累了完备的自主技术，涵盖了从晶棒生长到外延等环节的关键技术。

图表29：台湾合晶的技术平台

长晶技术 - 长晶热场设计 - 控制系统设计 - 长晶模拟技术 - 超低电阻率长晶（重掺） - 超低缺陷长晶（轻掺） - 高电阻率低氧含量长晶 - 多元素掺杂长晶	晶圆技术 - 晶圆应力控制 - 双面抛光 - 晶背镀膜技术 - 高温热处理技术 - 晶圆键合技术	外延技术 - 多层外延技术 - 超薄外延技术 - 理层外延技术 - 异质外延技术

来源：台湾合晶官网，国金证券研究所

3.2 8寸成为标杆 12寸加速追赶，差异化竞争全面落实降本增效

公司是国内少数具备从晶体成长、衬底成型到外延生长全流程生产能力的半导体硅外延片一体化制造商。通过多年的技术攻关和产业化建设，在突破核心技术、改进生产工艺等方面形成了一系列科技成果，部分重要指标已达到国际先进水平。



图表30：公司多项技术指标达国际领先水平

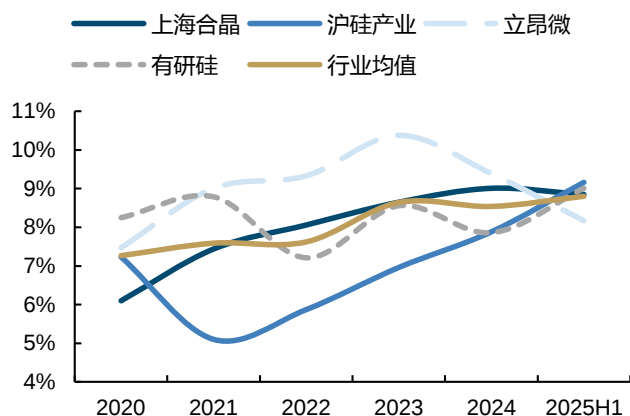
具体指标	指标说明	上海合晶	环球晶圆	沪硅产业	立昂微	对比情况
外延层电阻率片内均匀性	代表外延片内中心与边缘外延层电阻率差异，数值越小，产品品质越高	≤1.5%	≤4%	≤3%	≤1.5%	国际先进
外延层厚度片内均匀性	代表外延片内中心与边缘外延层厚度差异，数值越小，产品品质越高	≤1%	≤2%	≤3%	≤1%	国际先进
表面颗粒 (≥0.2μm,ppw)	指硅片表面大于 0.2μm 尺度的颗粒数量，数量越少，产品品质越高	≤5	≤20	未披露	未披露	国际先进
外延层电阻率 (Ω-cm)	外延层电阻率范围越大，可应用的器件范围越广	0.02-1000	0.01-1000	未披露	≤0.0013	国际先进
外延层厚度 (μm)	外延层厚度范围越大，代表公司可提供的产品越多	1-150	0.1-150	未披露	未披露	国际先进
翘曲度 (μm)	指标数值越小，表示整体弯曲程度越小，对芯片制造工艺精度的不利影响也越小	≤40	未披露	≤40	未披露	国内领先

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

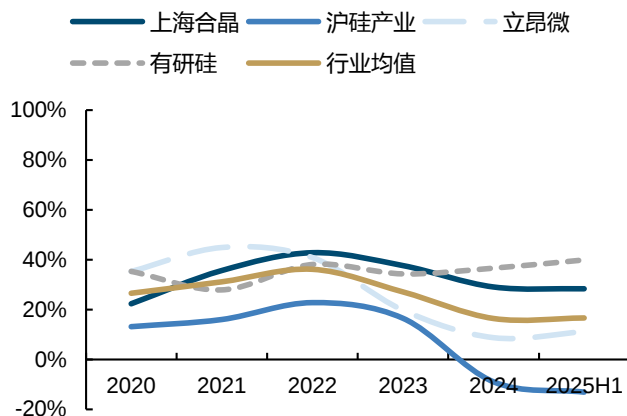
公司的研发费用率在2022年至2025年上半年略有波动，但整体维持在8.5%-9.0%之间，与行业平均水平基本一致。公司的综合毛利率行业领先，主要得益于公司的产品结构更偏向高附加值的外延片，以及公司垂直一体化生产能力与规模效应较强；同时良率/技术成熟度在外延片领域具备一定优势。沪硅产业由于在12寸硅片线的投入大、爬坡期长，以及产能利用率未满足拖累其毛利率。立昂微的产品结构中外延/高端用途上占比相对公司较低，因此在面对原材料价格上涨或固定成本上升时，毛利的弹性也较公司更弱。截至25H1，公司部分产品线持续扩产提量，产能利用率提升，8寸产品产能利用率同比+12.6%，12寸产品产能利用率同比+27.9%。

图表31：公司的研发费率与行业均值基本一致（单位：%）

图表32：25H1 公司的综合毛利率保持平稳（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

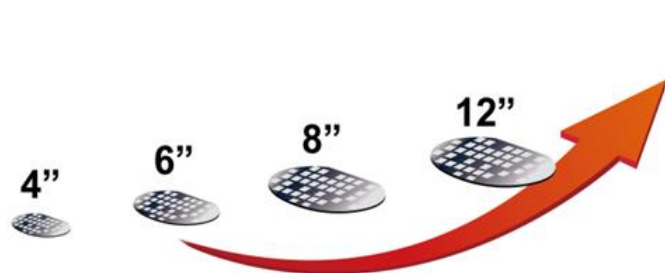


来源：Wind，国金证券研究所

公司聚焦高壁垒的特色产品，重点推进8英寸超(极)重掺长晶研发、8英寸多层梯度外延工艺研发、8英寸超阻值均匀性超厚外延工艺研发等项目，制定“8英寸外延片要成为标杆”的中长期目标。公司在功率器件领域尽快做强，实现高端国产化替代。在模拟芯片领域尽快做大，CIS外延产品已完成开发并进入小批量生产阶段。在逻辑芯片市场28nm用P/P-外延片尽快进入研发。

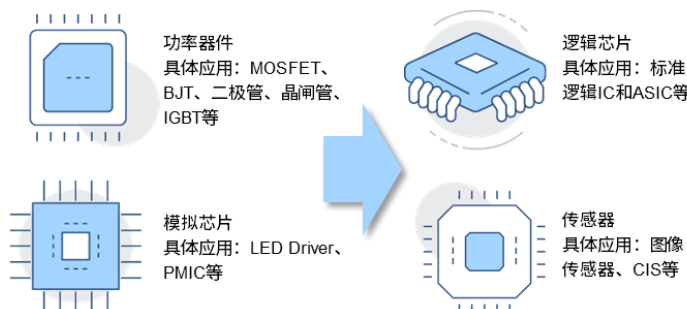


图表33：公司积极布局大尺寸硅片的研发和建厂扩产



来源：台湾合晶官网，国金证券研究所

图表34：公司下游从功率、模拟向先进制程的逻辑芯片和传感器等拓展



来源：公司官网，国金证券研究所

为实现 12 英寸的战略卡位，公司通过科创板 IPO 募集资金，重点投向研发能力提升与高端产能的扩张。公司将募集资金主要用于“低阻单晶成长及优质外延研发项目”和“优质外延片研发及产业化项目”，从研发和产业化两个维度同步推进其 12 英寸战略布局。在研发端，公司投资 7.75 亿元于“低阻单晶成长及优质外延研发项目”，项目由子公司郑州合晶实施。项目主要针对公司现有 8 英寸及 12 英寸外延技术进行持续优化，并针对 CIS 相关产品所需外延技术，尤其是 65nm-28nm 外延相关技术进行研究开发。此外，项目还将针对 12 英寸低阻单晶成长工艺技术进行研究开发。在产业化端，公司投资 1.89 亿元于“优质外延片研发及产业化项目”，由子公司上海晶盟实施。项目旨在扩充公司产能，建成后预计将新增年产能约 18 万片的 12 英寸外延片，同时对 8 英寸和 6 英寸产能进行补充。

图表35：公司 IPO 情况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	已投入募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	低阻单晶成长及优质外延研发项目	77,500.00	28,727.38	3 年
2	优质外延片研发及产业化项目	18,856.26	15,479.13	2 年
3	补充流动资金及偿还借款	60,000.00	42,661.24	-
合计		156,356.26	156,356.26	-

来源：Wind，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司主业为半导体硅外延片的研发、生产和销售，下游主要为功率器件和模拟芯片，经过 23-24 年的需求疲软和库存去化，市场开始回暖。根据芯谋研究，受益于汽车电子和工业等终端需求回暖以及库存去化趋于正常，预计 28 年全球分立器件市场规模达到 461 亿美元，对应 24-28 年 CAGR 为 8.5%。同时，模拟芯片需求复苏带动硅外延片需求增加。根据 Statista 的数据，全球模拟芯片市场规模在 23-24 年承压，随着终端需求回暖以及库存去化趋于正常，Statista 预计 28 年全球模拟芯片市场规模达到 1,155 亿美元，对应 24-28 年 CAGR 为 10.3%。公司下游功率器件厂商客户 25H1 收入或业绩拐点显现，晶圆厂客户稼动率维持较高水平，基于此，我们预测公司产品销售业务 25-27 年分别实现收入 11.28、14.06 和 17.26 亿元（分别同比+18%、25%和 23%），加工业务 25-27 年分别实现收入 1.84、2.15 和 2.47 亿元（分别同比+19%、17%和 15%）。

毛利率：根据公司招股说明书，公司采购的主要原材料包括抛光片、多晶硅、石墨备品、气体、石英坩埚、粉体等。2024 年，直接材料的采购占公司硅外延片成本的比重为 39%，AI/服务器+芯片高阶制程对电子级硅料需求强劲、但光伏（solar）用硅与电子级硅的市场表现截然不同。我们认为高端半导体的需求抵消了部分过剩的产能，总体供需趋于平衡，硅料的价格将保持稳定或小幅波动。随着公司收入规模逐渐提升摊薄新产线的固定资产折旧，叠加产品结构改善提升产品盈利能力，公司毛利率有望逐步改善。我们预计公司 2025-2027 年的毛利率分别为 30.73%/31.79%/32.86%。


图表36：公司分业务营收、毛利率预测

单位		2023	2024	2025E	2026E	2027E
产品销售业务						
营收	百万元	1,110.29	953.93	1128.20	1406.55	1725.75
YOY	%	-16.90%	-14.08%	18.27%	24.67%	22.69%
占比	%	82.36%	86.04%	85.96%	86.74%	87.47%
毛利率	%	33.53%	27.52%	29.22%	30.17%	31.13%
受托加工业务						
营收	百万元	237.88	154.80	184.32	214.99	247.23
YOY	%	9.70%	-34.92%	19.06%	16.64%	15.00%
占比	%	17.64%	13.96%	14.04%	13.26%	12.53%
毛利率	%	56.72%	38.43%	40.01%	42.40%	44.90%
合计						
营收	百万元	1,348.17	1,108.74	1312.52	1621.53	1972.98
YOY	%	-13.38%	-17.76%	18.38%	23.54%	21.67%
毛利率	%	37.62%	29.04%	30.73%	31.79%	32.86%

来源：Wind，国金证券研究所

期间费用率：公司 2022~2024 年销售费用率分别为 0.5%/0.7%/0.8%；管理费用率分别为 4.8%/6.9%/7.3%。2022-2024 年公司持续加大研发投入，研发费用率有所上升，我们预计公司将维持较高的研发支出水平，25~27 年研发费用率将分别为 9.0%/9.0%/9.0%，我们预测公司往后的销售费用率和管理费用率将趋于平稳，预计 25~27 年销售和管理费用率分别为 0.9%/0.9%/0.8%和 9.0%/9.2%/9.3%。

我们预计公司 2025-2027 年分别实现收入 13.13/16.22/19.73 亿元，分别实现归母净利润 1.60/2.04/2.60 亿元。

4.2 投资建议及估值

我们选取了主营业务同样为硅片的立昂微、沪硅产业和 TCL 中环以及碳化硅衬底片厂商天岳先进作为可比公司，根据 Wind，2026、2027 年可比公司 PE 均值分别为 78/91 倍。公司在功率器件领域逐步实现高端领域国产替代，在 CIS 外延产品已完成开发并进入小批量生产阶段。在逻辑芯片 28nm 用 P/P-外延片布局研发。我们看好公司的客户结构带来的毛利率优势，未来随着公司的 12 寸外延片产能释放，有望实现收入和业绩的同步稳健增长，给予公司 2026 年 90xPE，对应目标价 27.9 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表37：可比公司估值情况（截至 2025 年 10 月 16 日）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)					PE				
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
605358.SH	立昂微	32.14	0.1	-0.4	0.09	0.33	0.53	281.95	-62.57	357.11	97.39	60.64
688126.SH	沪硅产业	25.99	0.07	-0.35	0.00	0.07	0.12	255.07	-53.27	7579.53	371.29	216.58
002129.SZ	TCL 中环	9.42	0.84	-2.43	-0.97	0.23	0.68	18.51	-3.65	NA	40.96	13.85
688234.SH	天岳先进	75.31	-0.11	0.42	0.53	0.80	1.05	-620.97	122.89	142.09	94.14	71.72
平均数										249.60	77.50	90.70
中位数										249.60	94.14	66.18
688584.SH	上海合晶	23.51	0.41	0.18	0.24	0.31	0.39	-	107.77	97.96	75.84	60.28

来源：Wind，国金证券研究所

注：因立昂微和沪硅产业 2025 年扭亏为盈，因此我们选用 2026 年的行业估值作为参考；

沪硅产业 2026 年的万得一致预测值偏离同行业公司较大，因此在 2026 年 PE 估值的平均数和中位数的计算中我们剔除了沪硅产业。



五、风险提示

地缘政治影响加剧的风险：

公司部分客户位于境外地区，包括中国台湾、欧洲、美国、日本等国家和地区。2025H1，公司的海外业务收入占比达 86%，2018 年以来，我国面临的国际贸易环境有所恶化，如果未来美国或其他国家（地区）出于贸易保护或地缘政治风险等原因，与我国贸易摩擦持续升级，公司可能面临无法和受限的上下游合作伙伴继续合作等风险，从而导致公司毛利率及营收的增长不及预期；

汇率波动的风险：

公司部分半导体硅外延片产品销往境外，同时部分原材料和生产设备从境外采购，上述交易主要使用美元等外币交易，导致因汇率波动产生的汇兑损益。2022-2024 年，公司汇兑损益分别为-794 万元、-681 万元、-1246 万元，2025H1 公司汇兑损益为-1270 万元，若未来人民币兑美元等外币汇率波动幅度扩大，可能导致公司产生金额较大的汇兑损益，进而导致公司业绩不及预期；

行业竞争加剧的风险：

全球半导体硅片行业高度集中，主要被日本、德国、中国台湾、韩国等国家和地区的知名企业占据。下游应用需求恢复和我国对半导体硅片行业的政策扶持，公司未来将面临国际先进企业和国内新进入者的双重竞争。未来若行业内产能大幅扩张导致产品价格下降，可能导致公司的收入和业绩增长不及预期；

关联交易的风险：

根据公司公告，关于向关联人销售产品、商品和服务及其他：合晶科技股份有限公司 2024 年度预计发生金额 6,000.00 万元，实际发生金额 3,611.82 万元，占同类业务比例 3.3%。关于接受关联人提供的产品和服务及其他：合晶科技股份有限公司 2024 年度预计发生金额 12,000.00 万元，实际发生金额 5,213.16 万元，占同类业务比例 6.6%；合晶科技股份有限公司为公司的间接控股股东，具备良好履约能力和支付能力。公司部分的原材料采购/产品销售来自关联方。若未来关联交易的占比持续较高，或交易价格未能保持公允，可能对公司经营的独立性造成影响；

限售股解禁的风险：

公司将于 2026 年 2 月 10 日解禁限售股 28350 万股，占解禁前流通股比例为 503.70%，占解禁后流通股比例为 83.44%，股票解禁将对公司股价造成影响。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,556	1,348	1,109	1,313	1,622	1,973
增长率		-13.4%	-17.8%	18.4%	23.5%	21.7%
主营业务成本	-890	-841	-787	-909	-1,106	-1,325
%销售收入	57.2%	62.4%	71.0%	69.3%	68.2%	67.1%
毛利	666	507	322	403	515	648
%销售收入	42.8%	37.6%	29.0%	30.7%	31.8%	32.9%
营业税金及附加	-7	-9	-9	-11	-13	-16
%销售收入	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-8	-9	-9	-12	-14	-16
%销售收入	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%
管理费用	-75	-93	-81	-118	-149	-183
%销售收入	4.8%	6.9%	7.3%	9.0%	9.2%	9.3%
研发费用	-125	-117	-100	-118	-146	-178
%销售收入	8.1%	8.7%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	451	280	123	145	194	256
%销售收入	29.0%	20.7%	11.1%	11.0%	11.9%	13.0%
财务费用	-35	-29	13	14	7	1
%销售收入	2.2%	2.2%	-1.2%	-1.1%	-0.5%	-0.1%
资产减值损失	-16	-14	-14	-7	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	414	254	136	173	225	286
营业利润率	26.6%	18.8%	12.3%	13.2%	13.9%	14.5%
营业外收支	-5	21	-1	15	15	20
税前利润	409	275	136	188	240	306
利润率	26.3%	20.4%	12.2%	14.3%	14.8%	15.5%
所得税	-44	-28	-15	-28	-36	-46
所得税率	10.8%	10.2%	11.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	365	247	121	160	204	260
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	365	247	121	160	204	260
净利率	23.4%	18.3%	10.9%	12.2%	12.6%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	365	247	121	160	204	260
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	252	267	291	296	324	354
非经营收益	40	23	15	34	-7	-6
营运资金变动	99	41	22	-91	-75	-65
经营活动现金净流	756	578	448	399	447	544
资本开支	-266	-365	-328	-493	-566	-511
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-266	-365	-328	-493	-566	-511
股权募资	0	0	1,421	0	0	0
债权募资	-343	-139	-448	-57	184	226
其他	-109	-118	-248	-137	-155	-181
筹资活动现金净流	-452	-257	724	-194	30	46
现金净流量	79	-31	855	-288	-90	78

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	478	443	1,304	1,009	914	988
应收款项	317	199	208	293	339	386
存货	346	341	315	366	416	462
其他流动资产	38	27	26	28	37	46
流动资产	1,179	1,009	1,854	1,696	1,706	1,883
%总资产	31.4%	27.5%	40.6%	37.0%	35.2%	36.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	2,342	2,423	2,360	2,677	2,930	3,104
%总资产	62.4%	66.0%	51.6%	58.4%	60.4%	59.6%
无形资产	134	124	120	177	184	190
非流动资产	2,573	2,664	2,718	2,888	3,146	3,324
%总资产	68.6%	72.5%	59.4%	63.0%	64.8%	63.8%
资产总计	3,752	3,673	4,571	4,584	4,852	5,207
短期借款	293	469	145	134	318	544
应付款项	171	75	84	123	134	143
其他流动负债	161	115	103	119	139	170
流动负债	625	659	333	376	592	857
长期贷款	461	145	22	22	22	22
其他长期负债	84	80	75	18	12	9
负债	1,170	885	430	416	626	887
普通股股东权益	2,583	2,789	4,141	4,168	4,226	4,319
其中：股本	596	596	665	665	665	665
未分配利润	696	865	765	792	850	943
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,752	3,673	4,571	4,584	4,852	5,207

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.612	0.414	0.182	0.240	0.307	0.391
每股净资产	4.334	4.680	6.223	6.263	6.350	6.491
每股经营现金净流	1.268	0.971	0.674	0.600	0.671	0.817
每股股利	0.000	0.299	0.200	0.200	0.220	0.250
回报率						
净资产收益率	14.13%	8.85%	2.92%	3.84%	4.83%	6.02%
总资产收益率	9.73%	6.72%	2.64%	3.49%	4.20%	5.00%
投入资本收益率	12.03%	7.37%	2.53%	2.85%	3.60%	4.45%
增长率						
主营业务收入增长率	17.15%	-13.38%	-17.76%	18.38%	23.54%	21.67%
EBIT 增长率	56.36%	-37.97%	-56.08%	17.91%	33.74%	32.07%
净利润增长率	72.24%	-32.35%	-51.07%	32.45%	27.52%	27.53%
总资产增长率	2.01%	-2.10%	24.44%	0.27%	5.85%	7.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.0	69.7	66.6	80.0	75.0	70.0
存货周转天数	123.0	149.1	152.2	150.0	140.0	130.0
应付账款周转天数	65.7	47.0	32.0	40.0	35.0	30.0
固定资产周转天数	523.3	614.6	727.1	618.9	490.3	379.6
偿债能力						
净负债/股东权益	10.68%	6.13%	-27.46%	-20.46%	-13.58%	-9.77%
EBIT 利息保障倍数	13.0	9.5	-9.6	-10.4	-26.1	-193.1
资产负债率	31.17%	24.08%	9.41%	9.07%	12.90%	17.04%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究