

沪硅产业 (688126.SH)

四季度收入创季度新高，盈利能力承压

优于大市

核心观点

2025 年收入同比增长近 10%，毛利率和净利润承压。公司 2025 年实现收入 37.16 亿元 (YoY +9.69%)，归母净利润-15.08 亿元 (YoY -55.33%)，扣非归母净利润-17.74 亿元 (YoY -42.74%)；毛利率同比下降 8.1pct 至-17.06，研发费用增长 32.6%至 3.54 亿元，研发费率同比提高 1.65pct 至 9.52%。其中 4Q25 营收 10.75 亿元 (YoY +18.25%，QoQ +13.92%)，创季度新高，归母净利润-8.76 亿元，计提商誉减值 4 亿元，毛利率-22.90% (YoY -13.5pct，QoQ -5.4pct)。

300mm 半导体硅片产能达 85 万片/月，太原工厂已启动正片批量销售。2025 年 300mm 半导体硅片收入 24.39 亿元 (YoY +15.80%)，占比 66%，毛利率下降 5.19pct 至-14.99%。公司上海及太原两地 300mm 半导体硅片合计产能已达到 85 万片/月，上海新昇保持稳定的产能利用率及出货量，销量同比增长约 27%。晋科硅材料已陆续获得了多家客户的体系认证通过，太原工厂持续推进 300mm 产品认证工作，现已完成多家客户的质量体系审核，并已启动正片批量销售。公司重点研发面向高功率应用的超低电阻率 300mm 硅片、面向高算力逻辑器件应用的高规格关键逻辑 300mm 硅片、面向雷达和物理 AI 应用的 300mm dToF 硅片、以及面向人工智能/数据中心应用的 300mm 硅片等。

300mm SOI 硅片试验线产能约 16 万片/年，聚焦射频、功率、硅光等应用。200mm 及以下半导体硅片方面，2025 年收入为 11.25 亿元 (YoY +7.49%)，占比 30%，毛利率下降 9.28pct 至-23.37%。子公司新傲科技及其子公司新傲芯翼继续推进 300mm 高端硅基材料研发中试项目，现已建成产能约 16 万片/年的 300mm SOI 硅片试验线，聚焦射频、功率、硅光等应用领域市场和客户需求，目前正处于分阶段、梯次推进的技术攻坚、产品验证送样及小批量量产阶段，面向射频、高压、硅光等应用的 300mm SOI 核心产品顺利进入量产落地与市场验证阶段。

投资建议：高端产线建设持续推进，维持“优于大市”评级

由于半导体硅片需求复苏晚于行业，及价格压力、新产能投产、利用率下降影响毛利率，我们下调公司 2026-2027 年归母净利润至 1.66/2.48 亿元 (前值 2.28/3.19 亿元)，预计 2028 年归母净利润为 3.09 亿元。对应 2026 年 4 月 17 日股价的 PS 分别为 12.9/10.8/9.7x，维持“优于大市”评级。

风险提示：需求不及预期，产能释放不及预期，客户导入不及预期。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3,388	3,716	4,651	5,559	6,185
(+/-%)	6.2%	9.7%	25.2%	19.5%	11.3%
归母净利润 (百万元)	-971	-1508	166	248	309
(+/-%)	-620.3%	-55.3%	111.0%	49.6%	24.4%
每股收益 (元)	-0.35	-0.46	0.05	0.08	0.09
EBIT Margin	-28.4%	-37.7%	-0.9%	1.6%	2.2%
净资产收益率 (ROE)	-7.9%	-8.9%	1.0%	1.4%	1.8%
市盈率 (PE)	-51.3	-39.7	360.7	241.1	193.9
EV/EBITDA	-2043.8	-723.6	34.7	27.7	25.6
市净率 (PB)	4.05	3.54	3.51	3.47	3.42

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezhi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	20.80 元
总市值/流通市值	68744/56819 百万元
52 周最高价/最低价	29.97/16.61 元
近 3 个月日均成交额	752.59 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《沪硅产业 (688126.SH) - 二季度收入同环比均增长，盈利能力承压》——2025-08-31

《沪硅产业 (688126.SH) - 2024 年收入增长 6%，盈利能力承压》——2025-04-28

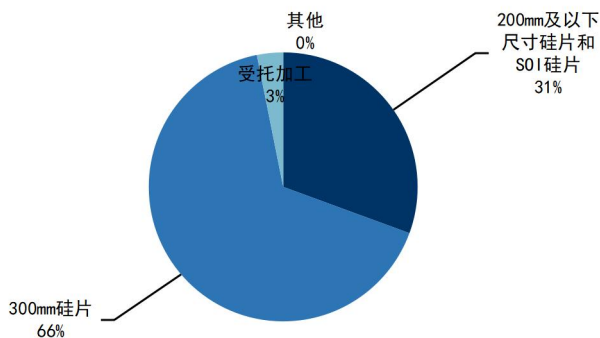
《沪硅产业 (688126.SH) - 二季度收入环比增长，短期利润承压》——2024-08-31

图1: 公司营业收入及增速



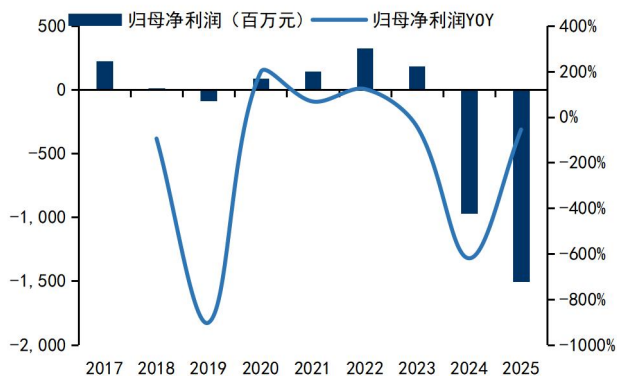
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司 2025 年收入构成



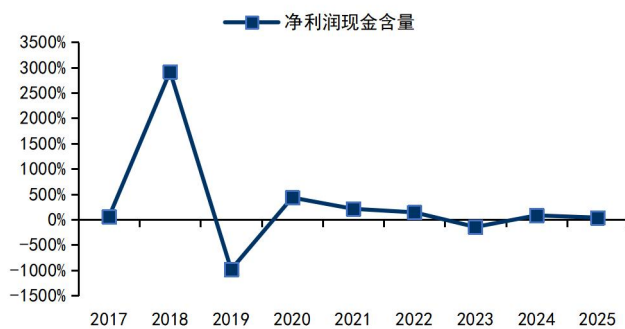
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司利润质量



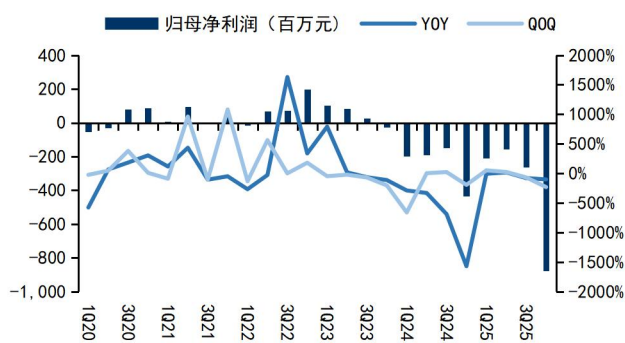
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司单季收入及增速



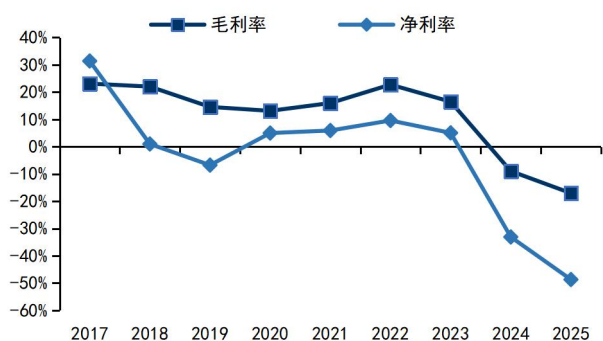
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季归母净利润及增速



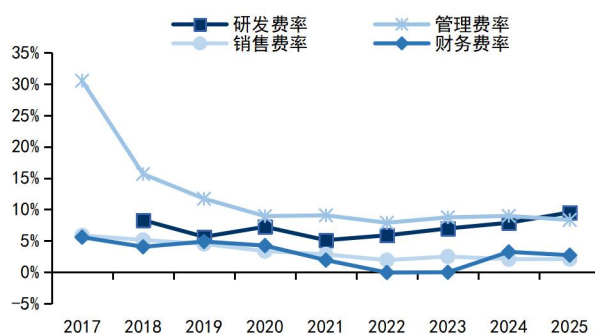
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率、净利率变化情况



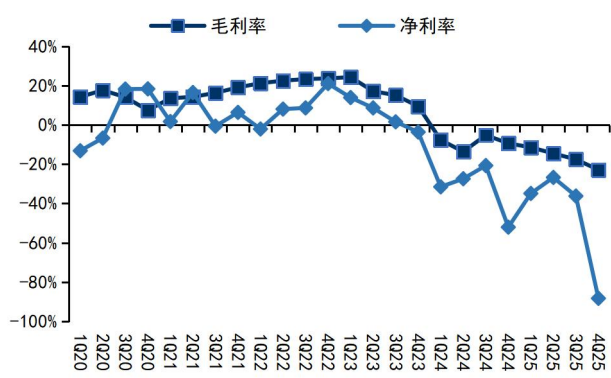
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司主要费率



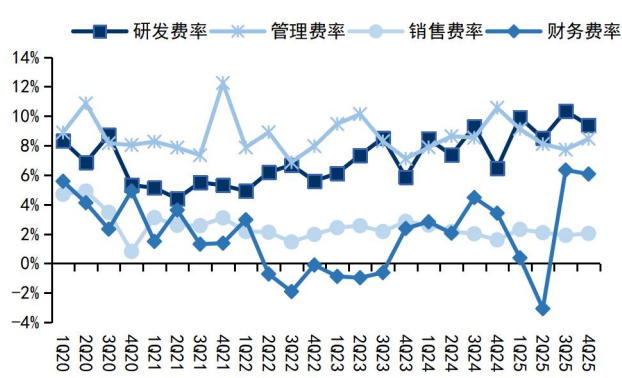
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	5156	6074	4596	5597	6959	营业收入	3388	3716	4651	5559	6185
应收款项	997	938	1174	1404	1562	营业成本	3692	4350	3957	4663	5177
存货净额	1542	1966	789	917	1056	营业税金及附加	18	28	27	34	40
其他流动资产	1376	1366	1748	2121	2403	销售费用	70	77	88	100	105
流动资产合计	9070	10344	8308	10038	11980	管理费用	304	310	305	321	336
固定资产	15622	19397	19010	18020	16851	研发费用	267	354	316	350	390
无形资产及其他	555	656	630	604	578	财务费用	110	101	41	36	12
其他长期资产	3120	2288	2288	2288	2288	投资收益	148	32	32	32	32
长期股权投资	902	1101	1132	1164	1196	资产减值及公允价值变动	(440)	(644)	0	(8)	(6)
资产总计	29270	33787	31369	32114	32893	其他收入	201	229	256	227	228
短期借款及交易性金融负债	1603	3192	1973	2256	2474	营业利润	(1163)	(1886)	204	305	379
应付款项	574	689	424	492	567	营业外净收支	(1)	(3)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	1626	2881	1903	2185	2482	利润总额	(1164)	(1889)	203	303	377
流动负债合计	3803	6763	4300	4933	5523	所得税费用	(43)	(79)	4	6	8
长期借款及应付债券	4793	5506	5506	5506	5506	少数股东损益	(151)	(302)	32	49	60
其他长期负债	1472	1359	1235	1095	969	归属于母公司净利润	(971)	(1508)	166	248	309
长期负债合计	6265	6865	6741	6601	6475	现金流量表 (百万元)					
负债合计	10068	13627	11040	11534	11998	净利润	(1122)	(1810)	199	297	369
少数股东权益	6902	3235	3262	3303	3355	资产减值准备	428	694	80	88	86
股东权益	12299	16925	17066	17277	17540	折旧摊销	934	1301	2089	2492	2673
负债和股东权益总计	29270	33787	31369	32114	32893	公允价值变动损失	12	(50)	(80)	(80)	(80)
关键财务与估值指标						财务费用	143	196	41	36	12
每股收益	(0.35)	(0.46)	0.05	0.08	0.09	营运资本变动	2369	2100	(704)	(416)	(230)
每股红利	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	其它	(3551)	(2990)	(121)	(124)	(98)
每股净资产	4.48	5.12	5.16	5.23	5.31	经营活动现金流	(788)	(559)	1504	2293	2732
ROIC	-4%	-5%	-0%	0%	1%	资本开支	(5069)	(4909)	(1700)	(1500)	(1500)
ROE	-8%	-9%	1%	1%	2%	其它投资现金流	953	(165)	(32)	(32)	(32)
毛利率	-9%	-17%	15%	16%	16%	投资活动现金流	(4116)	(5074)	(1732)	(1532)	(1532)
EBIT Margin	-28%	-38%	-1%	2%	2%	权益性融资	1683	3798	0	0	0
EBITDA Margin	-1%	-3%	44%	46%	45%	负债净变化	318	1053	0	0	0
收入增长	6%	10%	25%	20%	11%	支付股利、利息	(289)	(224)	(30)	(45)	(55)
净利润增长率	-620%	-55%	111%	50%	24%	其它融资现金流	727	1845	(1220)	284	218
资产负债率	58%	50%	46%	46%	47%	融资活动现金流	2440	6472	(1250)	239	162
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	现金净变动	(2480)	852	(1478)	1000	1363
P/E	(51.3)	(39.7)	360.7	241.1	193.9	货币资金的期初余额	5180	2700	3553	2075	3075
P/B	4.0	3.5	3.5	3.5	3.4	货币资金的期末余额	2700	3553	2075	3075	4438
EV/EBITDA	(2043.8)	(723.6)	34.7	27.7	25.6	企业自由现金流	(2694)	(2852)	(356)	664	1078
						权益自由现金流	(1649)	46	(1616)	913	1283

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032