

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)	30.61
总股本/流通股本(亿股)	6.69 / 3.43
总市值/流通市值(亿元)	205 / 105
52周内最高/最低价	46.25 / 17.95
资产负债率(%)	16.0%
市盈率	161.11
	SILICON
	TECHNOLOGY
第一大股东	INVESTMENT
	(CAYMAN) CORP.

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

上海合晶(688584)

SOI 积极布局

● 投资要点

推进郑州合晶二期 12 吋扩产。子公司上海晶盟现有 12 英寸外延片产能为 48 万片/年；为进一步做大 12 英寸产品，子公司郑州合晶建设 12 英寸半导体大硅片产业化项目，规划新增 72 万片/年 12 英寸外延片产能，郑州合晶 12 英寸大硅片研发暨产业化项目 2026 年 6 月产线启用，后续产能将逐步释放。项目达产后，公司 12 英寸一体化外延总产能将提升至 120 万片/年，成为营收增长主引擎。二期项目聚焦 CIS 图像传感器、逻辑芯片等高端应用，产品已通过关键客户中小批量验证，为后续大规模量产奠定基础。在半导体产业链自主可控趋势下，公司 12 英寸产能释放将精准对接国内晶圆厂需求，加速替代进口产品。在半导体行业景气度持续复苏，国产化替代加速以及下游晶圆厂产能扩张的背景下，公司的下游客户库存水位回归合理，产品销量增加，产能利用率维持高位，带动收入和净利润的上升。受益于功率器件和模拟芯片下游需求回暖，外延片需求重回增长态势。

布局 SOI 切入高附加值赛道。4 月 29 日，公司公告拟联合多家河南本地投资机构及筹备中的员工持股平台，合计出资 3.6 亿元设立主营 SOI 硅片研产销的合资公司，其中公司出资 1.07 亿元，持股约 29.72%。QYResearch 调研显示，2025 年全球 SOI 晶圆市场规模约为 15.38 亿美元，预计 2032 年将达到 28.47 亿美元，目前全球 SOI 市场由法国 Soitec 和日本信越化学主导，国内高端 SOI 产能严重不足，依赖进口。SOI 衬底既可服务射频前端与无线连接等高频场景（RF-SOI、HR-SOI、RFesI），也可用于低功耗与高可靠逻辑及混合信号平台（如 FD-SOI 以超薄硅沟道与埋氧层实现更强电静控制与更有效体偏置），并延伸到功率、成像与硅光子等专用工程衬底形态。根据 QYResearch，2025 年，全球 SOI 的年度出货量约 380-520 万片；以制造商出厂价（近似 FOB）衡量，主流 SOI 硅片的出厂价格通常约 500-800 美元/片（随晶圆尺寸、器件层厚度与 RF-SOI/FD-SOI/Power-SOI 等规格而波动）。公司设立 SOI 合资公司，将切入技术壁垒高、利润空间大的 SOI 硅片领域。SOI 项目公司与郑州合晶二期扩产项目形成协同合作，可有效分摊高昂的基础设施和运营成本，显著降低初期投资与运营成本，分三期建设，最终实现 21.6 万片年产能。布局 SOI 有助于强化公司在高端半导体材料领域的垂直整合能力，提升产品附加值与客户粘性，助力国产替代。

● 投资建议

我们预计公司 2026/2027/2028 年分别实现收入 16.8/22.0/28.5 亿元，归母净利润分别为 1.6/2.5/3.9 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示

业绩大幅下滑或亏损的风险，全球供应链重构风险，盈利能力波动的风险，客户集中的风险，技术研发风险，税收优惠风险，存货跌价风险，汇率波动风险，行业竞争加剧的风险，产业政策变化的风险，宏观经济及行业景气度波动的风险，国际贸易争端加剧风险，12英寸硅片项目的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1311	1675	2203	2850
增长率(%)	18.27	27.75	31.50	29.36
EBITDA（百万元）	429.81	578.09	757.24	973.13
归属母公司净利润（百万元）	125.35	162.83	254.08	389.88
增长率(%)	3.78	29.90	56.04	53.45
EPS(元/股)	0.19	0.24	0.38	0.58
市盈率（P/E）	163.42	125.80	80.62	52.54
市净率（P/B）	4.96	4.87	4.74	4.54
EV/EBITDA	33.60	35.57	27.28	21.25

资料来源：公司公告，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)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	1311	1675	2203	2850	营业收入	18.3%	27.7%	31.5%	29.4%
营业成本	929	1178	1532	1966	营业利润	8.4%	23.5%	57.5%	54.5%
税金及附加	9	12	15	20	归属于母公司净利润	3.8%	29.9%	56.0%	53.4%
销售费用	10	12	15	19	获利能力				
管理费用	116	144	176	199	毛利率	29.1%	29.7%	30.4%	31.0%
研发费用	114	136	161	188	净利率	9.6%	9.7%	11.5%	13.7%
财务费用	-9	11	16	18	ROE	3.0%	3.9%	5.9%	8.6%
资产减值损失	-11	-15	-20	-22	ROIC	2.6%	3.7%	5.5%	8.1%
营业利润	148	183	288	444	偿债能力				
营业外收入	1	2	2	2	资产负债率	16.0%	16.7%	17.8%	18.8%
营业外支出	4	0	0	0	流动比率	5.60	4.31	3.61	3.35
利润总额	146	184	289	446	营运能力				
所得税	20	22	35	56	应收账款周转率	5.77	5.96	6.06	6.02
净利润	125	163	254	390	存货周转率	2.82	3.01	3.12	3.18
归母净利润	125	163	254	390	总资产周转率	0.28	0.34	0.43	0.53
每股收益(元)	0.19	0.24	0.38	0.58	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.19	0.24	0.38	0.58
货币资金	671	431	335	310	每股净资产	6.17	6.29	6.46	6.74
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	249	314	414	534	PE	163.42	125.80	80.62	52.54
预付款项	15	19	25	33	PB	4.96	4.87	4.74	4.54
存货	344	439	544	693	现金流量表				
流动资产合计	1361	1301	1416	1668	净利润	125	163	254	390
固定资产	2183	2667	2957	3110	折旧和摊销	290	382	452	509
在建工程	1078	767	580	468	营运资本变动	-2	-137	-142	-194
无形资产	115	115	115	114	其他	-7	35	39	41
非流动资产合计	3552	3750	3844	3880	经营活动现金流净额	407	443	603	746
资产总计	4913	5051	5260	5549	资本开支	-1172	-543	-542	-541
短期借款	0	0	0	0	其他	-33	-36	-1	-2
应付票据及应付账款	133	140	201	246	投资活动现金流净额	-1205	-579	-544	-544
其他流动负债	110	162	191	252	股权融资	0	4	0	0
流动负债合计	243	302	392	498	债务融资	333	-4	0	0
其他	541	543	543	543	其他	-159	-100	-155	-227
非流动负债合计	541	543	543	543	筹资活动现金流净额	174	-101	-155	-227
负债合计	784	845	934	1040	现金及现金等价物净增加额	-601	-240	-96	-25
股本	665	669	669	669					
资本公积金	2648	2648	2648	2648					
未分配利润	751	800	881	1005					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	65	89	127	186					
所有者权益合计	4130	4206	4325	4508					
负债和所有者权益总计	4913	5051	5260	5549					

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于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

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