

西安奕材-U (688783.SH)

优于大市

二季度毛利率同环比提高，预计年底月产能达 120 万片

核心观点

12 英寸半导体硅片企业，预计 2026 年底产能约 120 万片/月。公司主要从事 12 英寸硅单晶抛光片和外延片的研发、制造与销售，产品广泛应用于逻辑芯片、存储芯片、模拟芯片、图像传感器、功率芯片，以及 HBM 等先进封装领域。公司已布局西安和武汉两个基地，其中西安基地已建成两座工厂，第一工厂不断提升效能，第二工厂正在产能爬坡，位于武汉基地的第三工厂正处于厂房建设阶段，5 月完成主厂房结构封顶。截至 2026 年中，公司产能已达 100 万片/月，预计 2026 年底产能将达到约 120 万片/月。第三工厂预计 2026 年 10 月可提前实现首批设备搬入，2027 年上半年实现首批产能投产，2030 年前实现达产，达产后公司总产能将提升至约 180 万片/月以上。

上半年收入同比增长 22%，二季度毛利率同环比提高。公司 2026 年上半年实现收入 15.89 亿元 (YoY +22.00%)，归母净利润-2.89 亿元，扣非归母净利润-3.20 亿元，同比亏损幅度收窄；毛利率同比下降 0.55pct 至 4.25%；研发费用同比减少 5%至 1.22 亿元，研发费率同比下降 2.2pct 至 7.68%。其中 2Q26 实现营收 8.66 亿元 (YoY +33.53%，QoQ +19.68%)，归母净利润-1.31 亿元，同环比亏损幅度收窄，毛利率 5.64% (YoY +1.0pct，QoQ +3.1pct)。

正片收入占比持续提升，12 英寸硅片现货价格开始上涨。2026 年上半年公司抛光片收入 5.21 亿元，同比增长 16.27%，占比 32.78%，毛利率 6.98%；外延片收入 4.88 亿元，同比增长 53.05%，占比 30.72%，毛利率 17.20%；测试片收入 5.77 亿元，同比增长 8.61%，占比 36.29%，毛利率-9.30%。由于 AI 需求推动，12 英寸硅片需求量上涨，2026 年二季度市场需求增长态势开始逐渐明朗，带动 2026 年下半年 12 英寸硅片现货价格开始上涨。随着国内外晶圆厂扩产加速、海外晶圆厂在国内硅片采购量持续增加，以及国内晶圆厂本土化采购意愿增强，12 英寸硅片需求增长动能有望进一步增强，预计涨价趋势将延续。

投资建议：给予“优于大市”评级

受益下游需求旺盛和产能释放及价格上涨，我们预计公司 2026-2028 年毛利率逐年提高，归母净利润分别为-4.73/-2.23/+0.63 亿元，对应 2026 年 8 月 26 日股价的 PS 分别为 36/28/23x，给予“优于大市”评级。

风险提示：产能爬坡不及预期；下游需求不及预期；行业竞争加剧；限售股解禁。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,121	2,649	3,466	4,444	5,451
(+/-%)	43.9%	24.9%	30.8%	28.2%	22.7%
归母净利润(百万元)	-738	-738	-473	-223	63
(+/-%)	-27.6%	-0.1%	35.9%	53.0%	128.3%
每股收益(元)	-0.21	-0.18	-0.12	-0.06	0.02
EBIT Margin	-20.2%	-18.4%	-10.9%	-3.6%	2.0%
净资产收益率 (ROE)	-8.7%	-5.9%	-4.0%	-1.9%	0.5%
市盈率 (PE)	-145.2	-167.4	-261.1	-555.0	1961.9
EV/EBITDA	231.7	199.5	122.4	84.6	65.5
市净率 (PB)	12.58	9.95	10.35	10.54	10.50

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：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

S0980525080004

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

证券分析师：黄铮

0755-81982593

huangzheng2@guosen.com.cn

S0980526080001

基础数据

投资评级

优于大市(首次)

合理估值

收盘价

30.61 元

总市值/流通市值

123597/8231 百万元

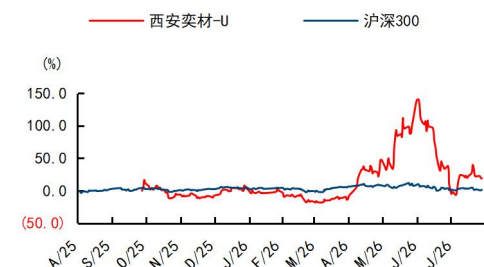
52 周最高价/最低价

66.83/20.92 元

近 3 个月日均成交额

1424.58 百万元

市场走势



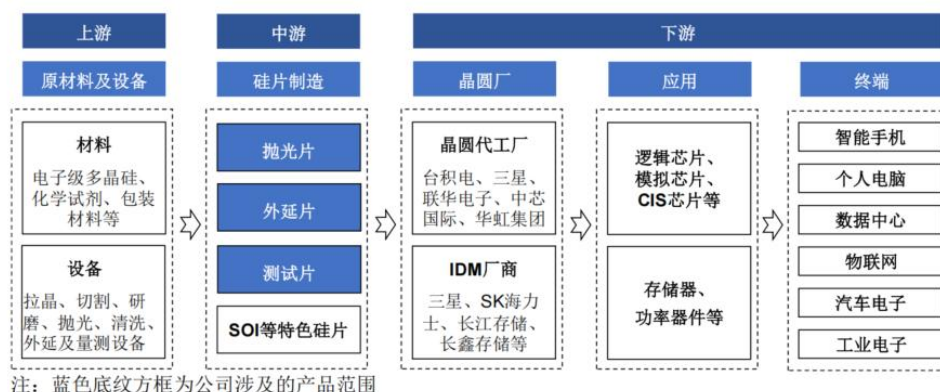
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

半导体硅片企业，收入逐年提高

半导体硅片企业，预计 2026 年底产能约 120 万片/月。公司成立于 2016 年，2025 年 10 月在上交所上市，主要从事 12 英寸硅单晶抛光片和外延片的研发、制造与销售，产品广泛应用于逻辑芯片、存储芯片、模拟芯片、图像传感器、功率芯片，以及 HBM 等先进封装领域。公司秉持“成为半导体硅材料领域受人尊敬的伟大企业”的长期愿景，制定了 15 年长期战略规划，通过挑战者、赶超者等 5 个阶段的努力，2035 年前打造若干核心制造基地，投资若干座现代化智能制造工厂，聚焦技术力、品质力、管理力，最终成为半导体硅材料领域全球头部企业，服务全球客户。截至 2026 年中，公司产能已达 100 万片/月，持续位居国内第一、全球第六，预计 2026 年底产能将达到约 120 万片/月。

图1：公司专注于 12 英寸半导体硅片

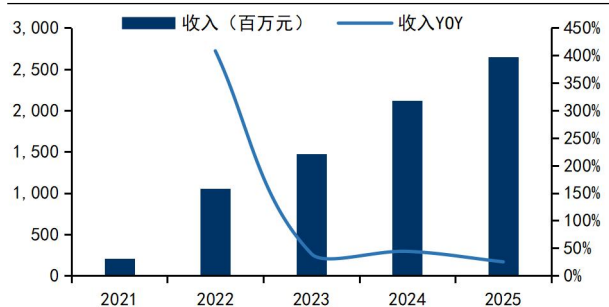


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2021-2025 年收入 CAGR 为 89%，2026 上半年同比增长 22%。公司 2021 年以来收入持续保持正增长，从 2021 年的 2 亿元增长到 2025 年的 26.49 亿元，CAGR 为 89%。2025 年收入中，抛光片占比 37%，外延片占比 23%，测试片占比 39%。2026 上半年收入为 15.89 亿元，同比增长 22.00%。

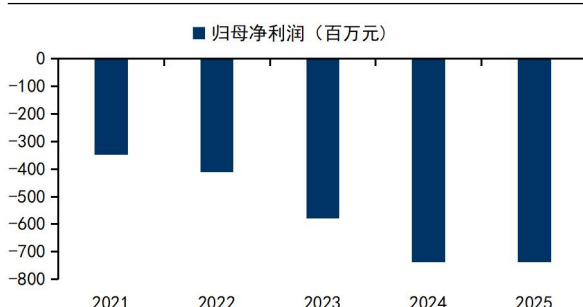
归母净利润持续亏损。由于产能爬坡阶段折旧压力较大，以及半导体硅片价格近年处于低位，公司 2021-2025 年归母净利润持续亏损，2025 年亏损 7.38 亿元。2026 上半年归母净利润为-2.89 亿元，亏损幅度同比收窄。

图2：公司营收及同比增速



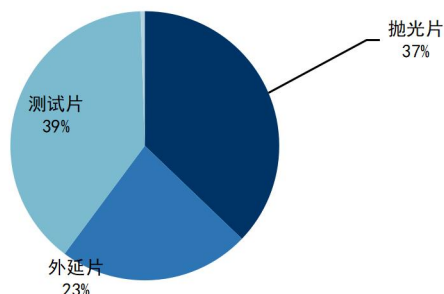
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

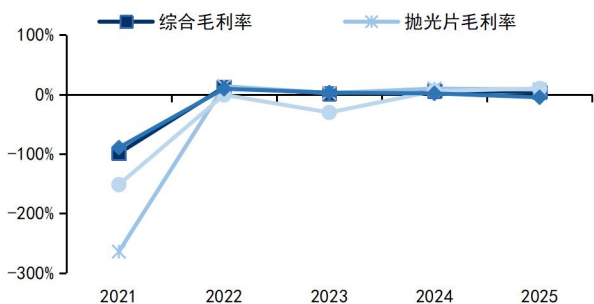
图4: 公司 2025 年收入构成



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

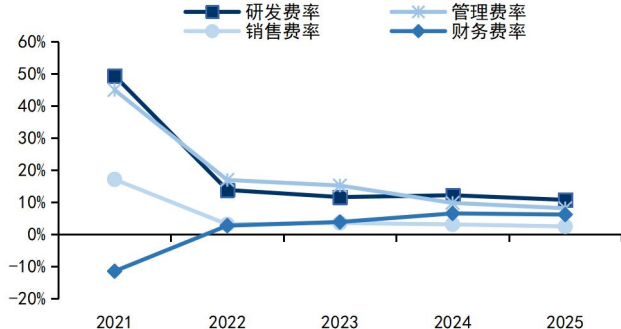
毛利率波动较大, 期间费率呈下降趋势。公司综合毛利率 2021 年为-98.88%, 2022 年开始转正, 2022 年为 12.01%, 之后上下波动, 2025 年为 3.92%。随着收入规模提高, 公司期间费率呈下降趋势, 研发费率、管理费率、销售费率、财务费率合计由 2021 年的 100.08%下降至 2025 年的 27.60%。

图5: 公司毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司主要期间费率



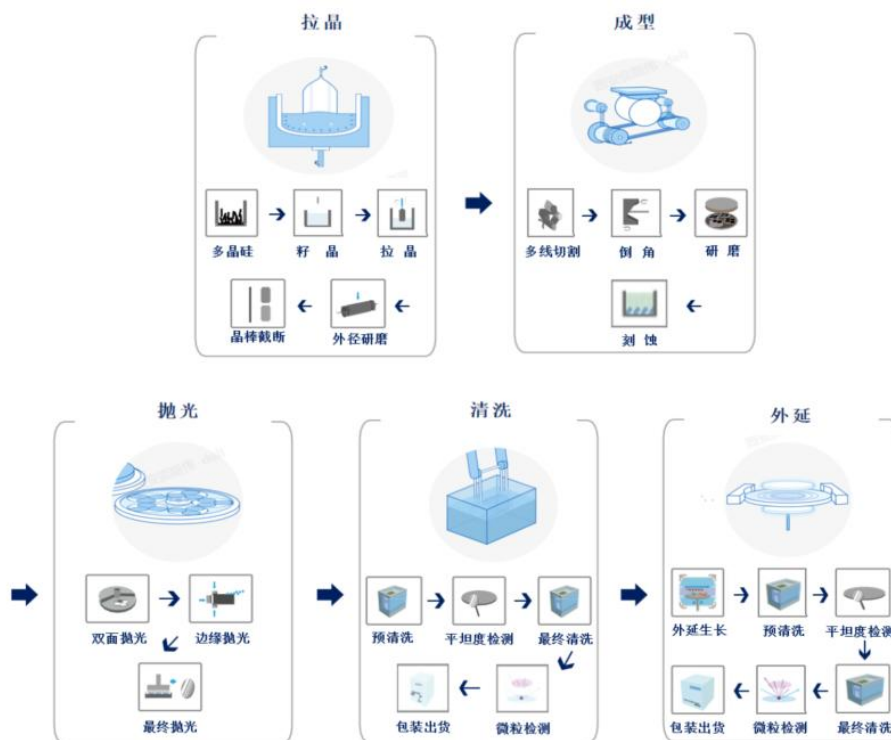
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

聚焦 12 英寸硅片, 受益于晶圆产能扩产

公司专注于 12 英寸半导体硅片, 用于存储芯片和逻辑芯片制造

通过自主研发形成了拉晶、成型、抛光、清洗和外延五大工序的核心技术体系。硅片是芯片制造的“地基”, 硅片的性能和供应能力直接影响半导体产业链的竞争力。公司以电子级多晶硅为原料, 通过直拉法拉晶制成单晶硅棒, 之后经过成型、抛光、清洗三道工序形成 12 英寸抛光片, 部分产品再进行外延工序后形成 12 英寸外延片。

图7：公司主要产品的工艺流程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司 12 英寸硅片根据用途可分为正片和测试片，其中测试片用于晶圆厂对产线设备工艺环境的调试和检测，并不直接用于晶圆制造。一般情况下，新进入者需首先通过客户端测试片验证，方可进一步验证用于晶圆制造的正片。正片可进一步为抛光片和外延片，公司当前主要布局用于存储芯片和逻辑芯片制造的抛光片和外延片，该等产品是市场主流，约占 12 英寸硅片市场 75% 的份额，同时正在开拓布局细分市场领域。2025 年公司正片（不含高端测试片）占主营业务收入比例约为 60%。

表1：公司主要产品

产品	产品类别	产品介绍	公司亮点
抛光片	P 型轻掺抛光片	采用硼元素轻掺工艺，具有苛刻的晶体缺陷和纳米形貌等参数要求，主要应用于 DRAM、NAND Flash 等存储芯片的制造。	公司系国内头部存储芯片厂商全球 12 英寸硅片厂商中供货量第一或第二大的供应商，同时持续向海外头部存储芯片厂商量产供应及新品导入。
	N 型轻掺抛光片	采用磷元素轻掺工艺，具备高电阻率、低氧含量、低缺陷密度的核心特性。作为功率 IGBT 器件的核心衬底材料，该产品可助力芯片实现高效能的电能转换与控制，广泛应用于新能源汽车、光伏逆变器、工业变频器等对功率密度和可靠性要求严苛的领域。	公司新拓展业务方向之一，2026 上半年公司新增 3 款产品送样，1 款产品量产，目前已实现小批量供货。
外延片	P 型轻掺外延片	在 P 型轻掺抛光片基础上采用化学气相沉积技术生长一层外延层，主要应用于 CPU\GPU\手机 SOC\嵌入式 MCU 为代表的逻辑芯片制造，以及部分存储芯片、显示驱动芯片等，逻辑芯片对 P 型轻掺外延片的外延层形貌、平坦度以及外延层厚度和电阻率均匀性有着较高要求。	公司系国内头部晶圆代工厂中国本土 12 英寸硅片供应商中供货量第一或第二大的供应商，同时持续向海外头部晶圆代工厂量产供应及新品导入。
	P 型重掺外延片	在 P 型轻掺抛光片基础上生长一层外延层。其衬底的低电阻率等特性能够提升图像传感器芯片的光电转换效率与信号灵敏度，是图	公司是 P 型重掺外延片国内重要供应商之一。

像传感器芯片的核心基底材料。

N 型重掺外延片 在高掺杂浓度的 N 型重掺抛光片所需工序基础上生长外延层，具有低导通电阻和高外延晶体质量的双重优势。该产品主要应用于制造 Power MOSFET 功率芯片。PowerMOSFET 功率器件对电阻率和电阻率均匀性要求极高。用于晶圆厂对产线设备、工艺环境的调试、检测和验证，不直接用于晶圆制造。由于应用要求不同，测试片具有不同的等级，不同等级测试片之间产品技术参数和单价有明显差别，部分测试片的品质要求和价格与抛光片相近，甚至更高。

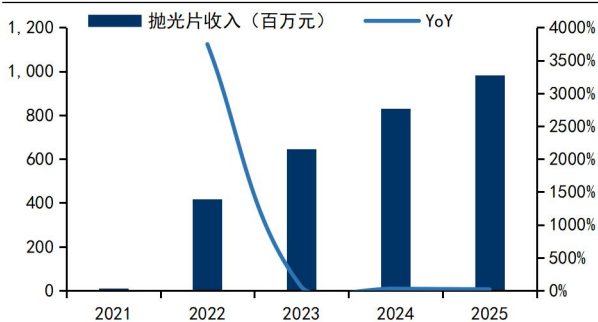
测试片

公司开发了重掺红磷晶体生长控制系统，成功拉制出重掺红磷的 N++ 晶体，实现产品超低电阻率可控。公司第二工厂新增布局该细分领域，目前正在推进客户送样工作。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

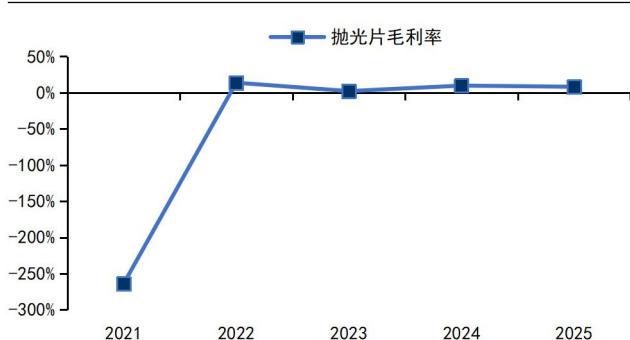
2021-2025 年抛光片、外延片收入 CAGR 均约 208%，毛利率均由负转正。公司 2021-2025 年抛光片收入 CAGR 为 208.3%，毛利率由负转正，2025 年毛利率为 8.16%；外延片收入 CAGR 为 208.1%，毛利率也由负转正，2025 年毛利率为 10.03%；测试片收入 CAGR 为 53.4%，毛利率波动较大，2025 年毛利率为-4.88%。

图8：公司抛光片收入及增速



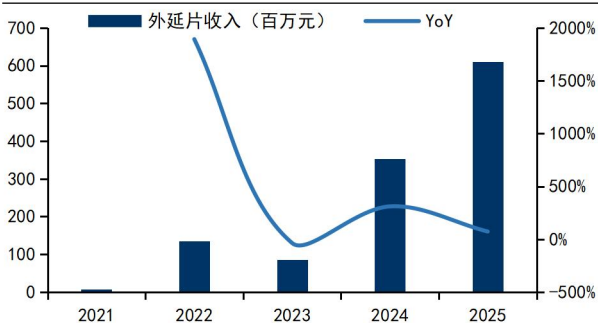
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司抛光片毛利率



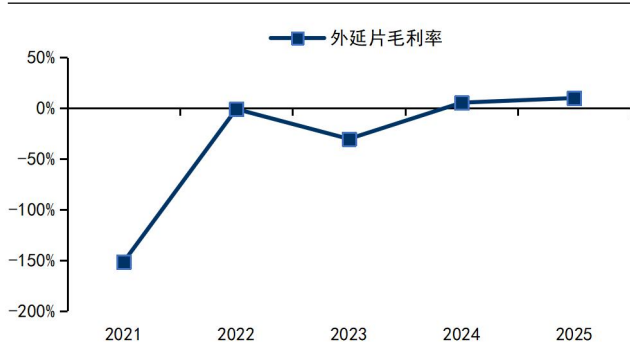
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司外延片收入及增速



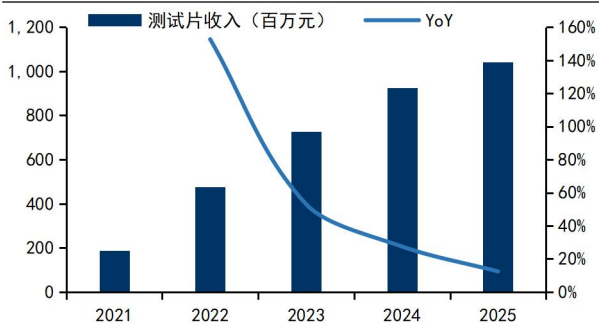
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司外延片毛利率



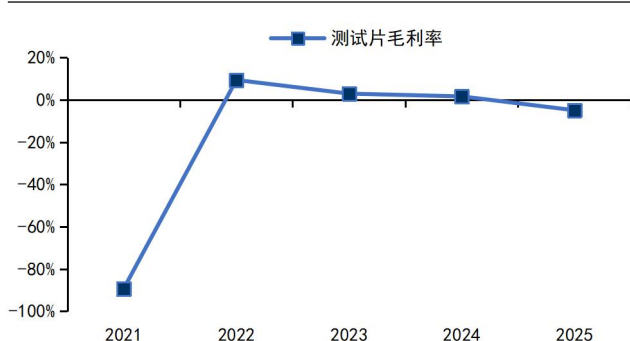
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12: 公司测试片收入及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司测试片毛利率



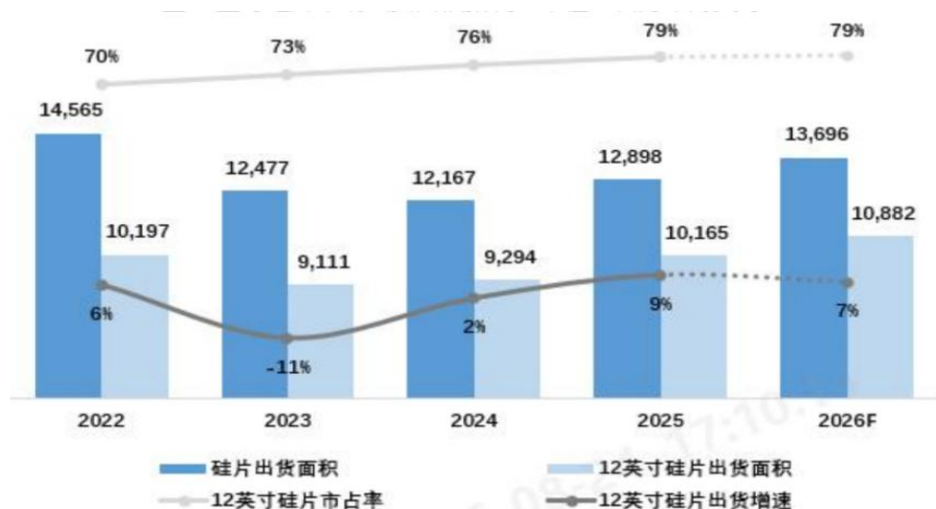
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

12 英寸硅片是最主流规格的硅片，受益于全球晶圆产能扩产

2025 年 12 英寸硅片占全球出货面积的 79%。根据 SEMI 的数据，全球半导体硅片出货面积在 2023、2024 年下跌后，2025、2026 年恢复增长，其中 12 英寸硅片贡献了 2025 年全球所有规格硅片出货面积的 79%，是最主流规格的硅片，尤其是 AI 时代需要更强的数据算力、更快的数据传输、更大的数据存储和更灵敏的人机交互，而用于实现这些功能的市场最主流逻辑和存储芯片（一般 90nm 工艺制程以下）以及部分高端模拟和传感器芯片均采用 12 英寸晶圆制造工艺，12 英寸晶圆产能是全球晶圆厂扩产的主流方向，未来 12 英寸硅片全球出货面积占比将持续提升。

全球半导体处于扩产周期，半导体硅片需求进一步扩大。在 AI 与多元终端应用的驱动下，2025 年晶圆厂持续扩产，带动硅片行业进入上升周期。据 SEMI 预测，2026 年全球 12 英寸晶圆厂量产数量预计达 215 座，其中中国将达到 70 座。全球晶圆厂持续扩产，将持续推升 12 英寸硅片需求。SEMI 预计 2026 年全球硅片出货面积达到约 136.96 亿平方英寸，其中 12 英寸出货面积约 108.82 亿平方英寸，同比增长 7%，占比将进一步提升至 79.5%。

图14: 全球半导体硅片市场出货面积（百万平方英寸）



资料来源: 公司公告, SEMI, 国信证券经济研究所整理

全球 12 英寸硅片市场呈现“海外主导、国内追赶”的竞争格局，行业具有技术密集、资本密集、研发与认证周期长等特点，长期由信越化学、SUMCO 及环球晶圆等企业主导。在政策引导与产业支持下，国内企业正加快技术突破与产能建设，市场份额逐步提升，国产替代持续深入。公司已布局西安和武汉两个基地，其中西安基地已建成两座工厂，第一工厂不断提升效能，第二工厂正在产能爬坡，位于武汉基地的第三工厂正处于厂房建设阶段，5 月完成主厂房结构封顶。截至 2026 年中，公司产能已达 100 万片/月，**预计 2026 年底产能将达到约 120 万片/月**。第三工厂预计 2026 年 10 月可提前实现首批设备搬入，2027 年上半年实现首批产能投产，2030 年前实现达产，达产后公司总产能将提升至约 180 万片/月以上。

拟引入战略投资方增资子公司，推进武汉项目建设和投产。根据公司公告，为确保武汉项目按计划实施，加快武汉项目的建设和投产，落实武汉项目的既定规划及公司长期战略规划，公司拟与投资方共同对武汉奕材新增投资 65 亿元，再由武汉奕材向武汉硅片新增投资 65 亿元，以加快推进武汉项目投产。其中公司拟新增出资 10 亿元，各市场化战略投资方合计拟出资 55 亿元。基于对武汉项目未来发展的信心及投资方增信要求，55 亿元融资中公司及控股子公司的核心团队拟跟投 0.8 亿元。本次融资完成后，公司持有武汉奕材的股权比例将由 100%降低至约 20%-30%之间，其他投资方持股比例预计均低于 10%，股权比例较低且分散，结合标的公司股权分布情况、治理结构、实际运营主导权等因素判断，融资完成后公司对武汉奕材及武汉硅片仍保持控制权，武汉奕材及武汉硅片仍属公司合并报表。

公司是国内主流存储 IDM 厂商全球 12 英寸硅片厂商中供货量第一或第二大的供应商，国内一线逻辑晶圆代工厂中国本土 12 英寸硅片供应商中供货量第一或第二的供应商，已成为目前国内新建 12 英寸晶圆厂的首选硅片供应商之一。此外公司持续服务全球客户，持续向台积电、三星电子、美光科技、铠侠、格罗方德、力积电、联华电子、华邦、南亚科、东芝等全球主流晶圆厂稳定批量供货，并持续推动新产品验证。2026 上半年首次实现格罗方德外延片产品送样、SK 海力士测试片小批量供货。

盈利预测

假设前提

公司 2026 年上半年实现收入 15.89 亿元 (YoY +22.00%)，毛利率同比下降 0.55pct 至 4.25%，毛利率略微下降主要是由于新增产能带来折旧增加，但单二季度毛利率同环比均提高。公司产品主要包括抛光片、外延片、测试片，我们的盈利预测基于以下假设条件：

抛光片：2026 上半年收入 5.21 亿元，同比增长 16.27%，占比 32.78%，毛利率 6.98%。由于 AI 需求推动，12 英寸硅片需求量上涨，2026 年二季度市场需求增长态势开始逐渐明朗，带动 2026 年下半年 12 英寸硅片现货价格开始上涨。考虑到公司产能逐渐释放和产品进入价格上行周期，我们预计 2026-2028 年公司抛光片收入增速分别为+30%/+28%/+26%，毛利率分别为 8.5%/13.0%/15.0%。

外延片：2026 上半年收入 4.88 亿元，同比增长 53.05%，占比 30.72%，毛利率 17.20%。由于 AI 需求推动，12 英寸硅片需求量上涨，2026 年二季度市场需求增长态势开始逐渐明朗，带动 2026 年下半年 12 英寸硅片现货价格开始上涨。考虑到公司产能逐渐释放和产品进入价格上行周期，我们预计 2026-2028 年公司外延片收入增速分别为+65%/+50%/+30%，毛利率分别为 17.5%/21.0%/25.0%。

测试片：2026 上半年收入 5.77 亿元，同比增长 8.61%，占比 36.29%，毛利率-9.30%。由于 AI 需求推动，12 英寸硅片需求量上涨，2026 年二季度市场需求增长态势开始逐渐明朗，带动 2026 年下半年 12 英寸硅片现货价格开始上涨。考虑到公司正片率将逐渐提高，产能利用率满载期间将优先保证正片供应，我们预计测试片收入增速将低于抛光片和外延片，预计 2026-2028 年公司测试片收入增速分别为+12%/+10%/+10%，毛利率分别为-4.0%/0.0%/+5.0%。

综上所述，预计公司 2026-2028 年营收分别为 34.66/44.44/54.51 亿元，同比+30.83%/+28.22%/+22.66%，毛利率为 7.25%/12.22%/16.22%。

表2：公司业务拆分预估和主要费率预估

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
抛光片	收入（百万元）	831	984	1279	1638	2063
	YOY	28.37%	18.47%	30.00%	28.00%	26.00%
	占比	39.16%	37.15%	36.91%	36.85%	37.85%
	毛利率	9.76%	8.16%	8.50%	13.00%	15.00%
外延片	收入（百万元）	353	610	1007	1510	1963
	YOY	310.59%	72.58%	65.00%	50.00%	30.00%
	占比	16.66%	23.03%	29.04%	33.97%	36.01%
	毛利率	5.47%	10.03%	17.50%	21.00%	25.00%
测试片	收入（百万元）	927	1042	1167	1284	1412
	YOY	27.45%	12.44%	12.00%	10.00%	10.00%
	占比	43.68%	39.33%	33.67%	28.88%	25.90%
	毛利率	1.67%	-4.88%	-4.00%	0.00%	5.00%
其他	收入（百万元）	11	13	13	13	13

	YOY	-21.28%	24.29%	0.00%	0.00%	0.00%
	占比	0.50%	0.50%	0.38%	0.30%	0.24%
	毛利率	96.60%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
合计	收入(百万元)	2121	2649	3466	4444	5451
	YOY	43.95%	24.88%	30.83%	28.22%	22.66%
	毛利率	5.94%	3.92%	7.25%	12.22%	16.22%
销售费率		3.12%	2.50%	2.30%	2.10%	2.00%
管理费率		9.82%	8.14%	6.76%	5.71%	5.17%
研发费率		12.20%	10.76%	8.00%	7.00%	6.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

研发费率：随着公司收入规模增长，我们认为研发费率将逐步下降，假设 2026-2028 年研发费率分别为 8.0%/7.0%/6.0%。

管理费率：随着公司收入规模增长，我们认为管理费率将逐步下降，假设 2026-2028 年管理费率分别为 6.76%/5.71%/5.17%。

销售费率：随着公司收入规模增长，我们认为销售费率将逐步下降，假设 2026-2028 年销售费率分别为 2.3%/2.1%/2.0%。

资产减值及公允价值变动：由于产品价格进入上行周期，我们假设 2026-2028 年存货减值比例相比 2025 年将逐渐下降，分别按存货的 14%、10%、9%计提资产减值损失，对应金额分别为 2.07/1.52/1.33 亿元。2023-2025 年公允价值收益均为 0，假设 2026-2028 年依然为 0。

表3：未来 3 年盈利预测表

单位：百万元	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2649	3466	4444	5451
营业成本	2545	3215	3901	4567
销售费用	66	80	93	109
管理费用	216	234	254	282
研发费用	285	277	311	327
财务费用	164	59	76	73
资产减值及公允价值变动	(200)	(207)	(152)	(133)
营业利润	(738)	(484)	(228)	64
利润总额	(738)	(483)	(227)	64
归属于母公司净利润	(738)	(473)	(223)	63
EPS (摊薄)	-0.18	-0.12	-0.06	0.02
ROE (摊薄)	-6%	-4%	-2%	1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上，我们预计 2026-2028 年公司营收同比增长+30.83%/+28.22%/+22.66%至 34.66/44.44/54.51 亿元，归母净利润分别为-4.73/-2.23/+0.63 亿元。

盈利预测的情景分析

我们对盈利预测进行情景分析，以前述假设为中性预测，乐观预测将营收增速和毛利率分别提高 5pct 和 2pct；悲观预测将营收增速和毛利率分别降低 5pct 和 2pct。

表4: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2121	2649	3598	4794	6120
(+/-%)	43.95%	24.88%	35.83%	33.22%	27.66%
毛利率	5.94%	3.92%	9.25%	14.22%	18.22%
归母净利润(百万元)	-738	-738	-422	-153	181
(+/-%)	-27.63%	-0.07%	42.80%	63.79%	218.40%
摊薄 EPS	-0.21	-0.18	-0.10	-0.04	0.04
中性预测					
营业收入(百万元)	2121	2649	3466	4444	5451
(+/-%)	43.95%	24.88%	30.83%	28.22%	22.66%
毛利率	5.94%	3.92%	7.25%	12.22%	16.22%
归母净利润(百万元)	-738	-738	-473	-223	63
(+/-%)	-27.63%	-0.07%	35.87%	52.96%	128.29%
摊薄 EPS(元)	-0.21	-0.18	-0.12	-0.06	0.02
悲观的预测					
营业收入(百万元)	2121	2649	3334	4108	4833
(+/-%)	43.95%	24.88%	25.83%	23.22%	17.66%
毛利率	5.94%	3.92%	5.25%	10.22%	14.22%
归母净利润(百万元)	-738	-738	-519	-279	-29
(+/-%)	-27.63%	-0.07%	29.72%	46.19%	89.64%
摊薄 EPS	-0.21	-0.18	-0.13	-0.07	-0.01
总股本(百万股)	3500	4038	4038	4038	3500

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好半导体高景气周期和国内晶圆产能扩产对半导体硅片的需求且基于半导体硅片价格进入上行周期，预计 2026-2028 年公司营收同比增长 +30.83%/+28.22%/+22.66% 至 34.66/44.44/54.51 亿元，归母净利润分别为 -4.73/-2.23/+0.63 亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

经营风险

公司研发不能紧跟半导体工艺制程演进和客户技术迭代的风险：目前全球 2nm 逻辑芯片、1 γ 际代 DRAM 和 2YY 层堆叠结构 NAND Flash 均实现量产。遵循“一代技术、一代工艺、一代材料”的规律，下游技术迭代对 12 英寸硅片的晶体缺陷控制水平、低翘曲度、超平坦度、超清洁度和外延膜层形貌与电学性能的要求愈发苛刻。对于同一代工艺制程不同客户技术路线和指标各有差异，公司需紧跟行业技术路线和客户要求研发相匹配产品，并且持续优化工艺降本增效。此外，公司目前量产品主要为 P 型硅片，随着越来越多功率器件由 8 英寸硅片转向 12 英寸硅片，公司对应的 N 型硅片也需进一步加快研发进度及扩大客户导入。若公司研发不能及时满足客户工艺制程演进，不能紧跟客户产品的更新迭代，无法如期提升全球战略级晶圆厂客户供应量，未来经营业绩将受到不利影响。

技术人员流失和核心技术泄密风险：公司高度重视对核心技术的保护，与核心人员签署保密协议，且与核心人员签署的劳动合同中包含竞业禁止条款，但仍不排除因核心技术人员流失、员工个人工作疏漏、外界窃取等原因导致公司核心技术失密的风险。若上述情形发生，会对公司经营造成不利影响。

无法有效开拓全球战略级晶圆厂客户的风险：目前 12 英寸硅片下游客户主要为存储 IDM 厂商及逻辑晶圆代工厂。目前全球 NAND Flash 和 DRAM 领域中三星电子、SK 海力士等厂商占据 90% 以上市场份额；晶圆代工领域，台积电占据全球 50% 以上的市场份额。前述均为公司需要服务的全球战略级客户，其对 12 英寸硅片的认证条件苛刻、议价能力强，并与全球前五大厂商常年合作，甚至双方签署确保最低采购量的长期协议。如公司无法通过全球战略级客户正片认证，或无法切入相应客户的先进制程工艺研发，或无法持续提升相应客户的采购占比，将对公司未来消化产能造成挑战，不利于公司长期经营发展。

供应链风险：公司采购的部分原材料和生产设备来自日本、韩国、美国等国家厂商，前述国家或地区的政治经济环境对公司的进口采购有一定影响。公司正积极与供应链上游厂商共同研发原材料、设备等，提升采购二元化或国产化比例，以降低供应链风险。若上述国家或地区提高关税、设置更严格的出口限制条件或其他贸易壁垒，且公司与上游厂商共同研发的进度不及预期，将延缓公司后续扩产进度、降低公司生产效率。

关联交易的风险：根据公司披露的《关于 2026 年度日常关联交易预计额度的公告》，2026 年预计签订关联交易的金额为 6.05 亿元。2026 年上半年公司日常关联交易合同实际签订金额为 3.89 亿元。

市场风险

市场竞争加剧的风险：国内半导体硅片行业在持续的政策引导与资本投入下，已进入产能快速释放与结构升级并行的新阶段。市场竞争正从单一的规模扩张，转向技术能力、客户协同与供应链稳定性的综合较量。公司虽具备一定的主场优势和本土服务经验，但随着国际龙头企业的加速布局、国内新产能的陆续投产，市场竞争维度日益多元。若公司无法持续迭代先进技术、深化客户合作及降本增效，将会影响公司的国内市场头部企业地位。

全球经济与市场需求波动风险：半导体硅片行业的发展与宏观经济形势紧密相连，如果全球经济增长放缓或衰退可能影响消费电子、汽车电子、工业控制等主要应用领域的市场需求，可能导致硅片订单减少、价格承压、库存水位上升，将可能对公司经营业绩造成一定影响。

地缘政治风险：半导体行业日益成为各国战略竞争的焦点，部分国家及地区实施的出口管制、技术限制及本土化生产政策，加剧了全球供应链的不稳定性，并对关键设备、原材料及技术的跨境流动构成制约。公司将持续强化供应链韧性，并密切关注国际产业政策动向，以应对相关风险。

财务风险

尚未盈利的风险：公司第一工厂产品结构持续优化，外延片收入占比不断提升；第二工厂按计划推动扩产，销量和收入持续稳步增长；但由于公司第二工厂尚处于扩产阶段，固定资产折旧等固定成本未能实现有效摊薄，同时第二工厂受产品认证周期等因素影响导致量产正片收入占比较低；另外，公司出口产品被列入《关于调整光伏等产品出口退税政策的公告》出口退税限制清单中，对公司外销收入产生一定程度的负面影响；综合以上因素影响导致报告期公司尚未实现盈利。

汇率风险：截至 2026 年 6 月 30 日，公司境外资产账面价值为 151.12 万元，占公司资产总额的 0.01%，公司境内子公司因向境外采购设备和主材形成的应付款约 2.68 亿元，2026 上半年公司向境外销售占公司销售总额约为 22.03%。若未来汇率产生重大波动，对公司的经营业绩和资产负债将造成一定的影响。

存货减值风险：随着公司业务规模的快速增长，存货的绝对金额将随之上升。若公司未来下游客户需求、市场竞争格局发生变化，或者公司不能如期推进客户认证进度，可能导致存货无法顺利实现销售，从而使公司存在增加计提存货跌价准备的风险。

交易风险

限售股解禁的风险：公司 2026 年 7 月 28 日解禁 8372.25 万股，占总股本的 2.07%；2026 年 10 月 28 日将解禁 28.37 亿股，占总股本的 70%。限售股解禁可能对公司股价产生不利影响。

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	3350	3526	3000	3000	3000	营业收入	2121	2649	3466	4444	5451
应收款项	632	662	866	1110	1361	营业成本	1995	2545	3215	3901	4567
存货净额	1062	1362	1478	1518	1480	营业税金及附加	22	25	39	46	56
其他流动资产	130	1823	1836	1851	1866	销售费用	66	66	80	93	109
流动资产合计	5175	7373	7179	7478	7708	管理费用	208	216	234	254	282
固定资产	11268	12115	12860	13129	13007	研发费用	259	285	277	311	327
无形资产及其他	229	229	220	210	201	财务费用	139	164	59	76	73
其他长期资产	751	981	981	981	981	投资收益	14	11	11	11	11
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(256)	(200)	(207)	(152)	(133)
资产总计	17422	20698	21240	21799	21898	其他收入	71	104	149	149	149
短期借款及交易性金融负债	962	1583	2115	2407	1880	营业利润	(739)	(738)	(484)	(228)	64
应付款项	661	645	808	996	1214	营业外净收支	2	(0)	1	1	1
其他流动负债	1121	1068	1320	1602	1934	利润总额	(738)	(738)	(483)	(227)	64
流动负债合计	2745	3297	4243	5005	5029	所得税费用	0	0	(10)	(5)	1
长期借款及应付债券	5868	4713	4713	4713	4713	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	295	272	342	360	382	归属于母公司净利润	(738)	(738)	(473)	(223)	63
长期负债合计	6162	4985	5054	5073	5095	现金流量表（百万元）					
负债合计	8907	8281	9297	10078	10123	净利润	(738)	(738)	(473)	(223)	63
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	256	200	207	152	133
股东权益	8515	12417	11944	11721	11774	折旧摊销	930	1150	1464	1740	1931
负债和股东权益总计	17422	20698	21240	21799	21898	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	175	204	59	76	73
每股收益	(0.21)	(0.18)	(0.12)	(0.06)	0.02	营运资本变动	(143)	(574)	151	190	343
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	336	163	(266)	(228)	(206)
每股净资产	2.43	3.08	2.96	2.90	2.92	经营活动现金流	815	405	1142	1707	2337
ROIC	-3%	-3%	-2%	-1%	1%	资本开支	(2091)	(2247)	(2200)	(2000)	(1800)
ROE	-9%	-6%	-4%	-2%	1%	其它投资现金流	31	(1717)	0	0	0
毛利率	6%	4%	7%	12%	16%	投资活动现金流	(2061)	(3965)	(2200)	(2000)	(1800)
EBIT Margin	-20%	-18%	-11%	-4%	2%	权益性融资	0	4543	0	0	0
EBITDA Margin	24%	25%	31%	36%	37%	负债净变化	2134	(1155)	0	0	0
收入增长	44%	25%	31%	28%	23%	支付股利、利息	(188)	(188)	0	0	(9)
净利润增长率	-28%	-0%	36%	53%	128%	其它融资现金流	480	560	532	293	(527)
资产负债率	51%	40%	44%	46%	46%	融资活动现金流	2425	3760	532	293	(537)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	1184	191	(526)	0	0
P/E	(145.2)	(167.4)	(261.1)	(555.0)	1961.9	货币资金的期初余额	2078	3262	3452	2926	2926
P/B	12.6	10.0	10.3	10.5	10.5	货币资金的期末余额	3262	3452	2926	2926	2926
EV/EBITDA	231.7	199.5	122.4	84.6	65.5	企业自由现金流	(1734)	(2161)	(956)	(227)	582
						权益自由现金流	880	(2755)	(482)	(9)	(17)

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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