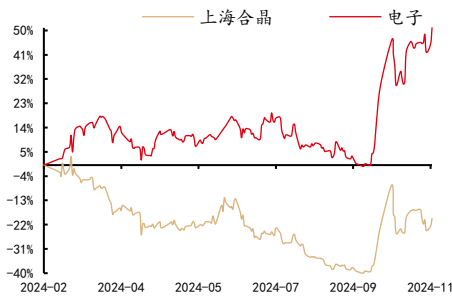


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

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)	17.03
总股本/流通股本(亿股)	6.65 / 0.56
总市值/流通市值(亿元)	113 / 10
52周内最高/最低价	21.91 / 12.72
资产负债率(%)	24.1%
市盈率	41.54
	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
研究助理: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340123040020
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

上海合晶(688584)

持续推进年产 18 万片 12 吋硅外延片扩产

● 事件

10月29日，公司披露2024年第三季度报告。

24年前三季度公司实现营收8.45亿元，同比-21.31%；归母净利润7,887.49万元，同比-63.13%；扣非归母净利润6,935.53万元，同比-62.28%；销售毛利率28.75%。

24Q3实现营收3.02亿元，同比-18.22%，环比+3.11%；实现归母净利润3,066.54万元，同比-63.20%，环比+2.41%；扣非归母净利润2,772.25万元，同比-52.33%，环比+6.09%；销售毛利率29.45%，环比+2.25pcts。

● 投资要点

半导体周期性调整影响业绩，24Q3 环比弱修复。作为产业链上游环节，硅片市场的复苏滞后于终端市场与芯片制造等产业链下游环节，公司短期内业绩出现波动，同时硅片产品价格在全球范围内仍存在较大压力。半导体周期性调整，24年从第二季度开始逐季环比复苏。24年前三季度公司实现营收8.45亿元，同比-21.31%；归母净利润7,887.49万元，同比-63.13%；扣非归母净利润6,935.53万元，同比-62.28%；销售毛利率28.75%；主要系今年第一季度受半导体行业景气度下行的持续影响，销货数量及单价的降低导致营业收入下滑，以及产能利用率不佳造成的成本上升，虽然第二季度起产销量及获利情况均有所回升，但累积前三季毛利率及营业利润及其他与利润相关指标较去年同期有所减少。

半导体硅外延片一体化制造商，23 年境外收入占比 85%。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，主要产品为半导体硅外延片。公司致力于研发并应用行业领先工艺，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，主要用于制备功率器件和模拟芯片等，被广泛应用于汽车、工业、通讯、办公等领域。23年公司实现营收13.48亿元，同比-13.38%；毛利率37.63%，同比-5.18pcts；归母净利润2.47亿元，同比-32.35%，主要系受全球经济环境、半导体行业周期性下行等因素影响，公司订单减少导致营收下滑，以及产能利用率下降致使成本上升，使得毛利率及利润同比下降。23年公司的境外/境内收入分别为11.42/2.06亿元，以8吋产品为主，并实现12吋外延片量产。公司已为全球前十大晶圆代工厂中的7家公司、全球前十大功率器件IDM厂中的6家公司供货，主要客户包括华虹宏力、芯联集成、华润微、台积电、力积电、威世半导体、达尔、德州仪器、意法半导体、安森美等行业领先企业，为中国少数受到国际客户广泛认可的外延片制造商。

坚持“8 吋做强、12 吋做大”战略，持续扩充产能。截至 23 年末，公司折合 8 吋的约当外延片年产能约为 370 万片。根据赛迪顾问统计，受益于 5G 等领域的不断成熟，未来几年全球外延片市场规模总体仍将保持增长，预计 25 年将达到 109 亿美元，其中中国外延片市场规模预计为 110 亿元。赛迪顾问预计到 25 年，中国 8 吋及 12 吋外延片供给缺口将分别达到 30 万片/月和 34 万片/月。为更好发挥公司技术优势、满足下游市场日益增长的需求，公司实施外延片产能扩建项目。**募投项目方面，1) 低阻单晶成长及优质外延研发项目**总投资 77,500.00 万元，实施主体为郑州合晶，主要针对公司现有 8 吋及 12 吋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，本项目针对 12 吋低阻单晶成长工艺技术进行研究开发，建成投产后，将进一步增强在 12 吋外延领域的技术水平，提升产品工艺技术。**2) 优质外延片研发及产业化项目**总投资 18,856.26 万元，实施主体为上海晶盟，本项目建成投产后，上海晶盟将新增 12 吋外延片年产能约 18 万片，新增 8 吋外延片年产能约 6 万片，新增 6 吋外延片年产能约 24 万片。

采取差异化竞争战略，关注 CIS、车规级 SJ 等外延新方向。公司除现有模拟器件、功率半导体、传感器等硅外延产品外，还聚焦以下重点产品的挖掘和研发：**1) CIS 用外延产品方向。**公司针对目标客户的高性能产品进行技术研发，开发具有高信噪比、高感亮度、高速全局快门捕捉、超宽动态范围、超高近红外感度、低功耗等特点的图像传感，将应用于特定领域及新兴需求。**2) 车规级 SJ、IGBT 用外延片产品方向。**随着新能源车企趋向于大量采用国产芯片，减少对进口芯片的依赖，将进一步推动中国国内半导体产业的发展与进步，尤其是长续航能力电池组件及快充充电桩模块外延产品将迎来新一轮的爆发。**3) AI 赋能产业焕新方向。**目前国家大力推动算力基础设施高质量发展，而推动算力需要极大的储能及电力系统支持，这些方面皆需要外延片在逻辑产品、功率器件及影像辨识上持续发展。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 12.11/14.58/16.53 亿元，分别实现归母净利润 1.27/2.53/3.13 亿元，当前股价对应 2024/2025/2026 年 EPS 分别为 0.19/0.38/0.47 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

外延片产品主要集中于 8 吋的风险，原材料价格波动及供应风险，毛利率波动的风险，客户集中的风险，技术研发风险，业绩下滑风险，税收优惠风险，存货跌价风险，汇率波动风险，募投项目扩产不及预期的风险，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。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1348	1211	1458	1653
增长率(%)	-13.38	-10.17	20.41	13.37
EBITDA(百万元)	536.93	440.68	602.14	722.11
归属母公司净利润(百万元)	246.86	126.86	252.96	312.55
增长率(%)	-32.35	-48.61	99.40	23.56
EPS(元/股)	0.37	0.19	0.38	0.47
市盈率(P/E)	45.91	89.33	44.80	36.26
市净率(P/B)	4.06	2.74	2.59	2.41
EV/EBITDA	0.39	24.37	18.31	15.52

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1348	1211	1458	1653	营业收入	-13.4%	-10.2%	20.4%	13.4%
营业成本	841	827	938	1041	营业利润	-38.6%	-44.3%	99.0%	23.6%
税金及附加	9	10	12	13	归属于母公司净利润	-32.3%	-48.6%	99.4%	23.6%
销售费用	9	10	10	12	获利能力				
管理费用	93	98	108	114	毛利率	37.6%	31.7%	35.7%	37.0%
研发费用	117	121	128	141	净利率	18.3%	10.5%	17.3%	18.9%
财务费用	29	-4	-21	-12	ROE	8.9%	3.1%	5.8%	6.7%
资产减值损失	-14	-18	-11	-11	ROIC	7.4%	2.8%	5.0%	6.0%
营业利润	254	141	281	348	偿债能力				
营业外收入	22	2	1	1	资产负债率	24.1%	12.8%	12.5%	12.0%
营业外支出	1	2	0	0	流动比率	1.53	3.06	2.44	2.09
利润总额	275	141	282	348	营运能力				
所得税	28	14	29	36	应收账款周转率	5.23	5.81	6.22	6.22
净利润	247	127	253	313	存货周转率	2.45	2.59	2.94	2.94
归母净利润	247	127	253	313	总资产周转率	0.36	0.29	0.30	0.32
每股收益(元)	0.37	0.19	0.38	0.47	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.37	0.19	0.38	0.47
货币资金	443	920	625	436	每股净资产	4.19	6.21	6.59	7.06
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	199	220	252	282	PE	45.91	89.33	44.80	36.26
预付款项	12	14	15	16	PB	4.06	2.74	2.59	2.41
存货	341	299	340	369	现金流量表				
流动资产合计	1009	1469	1247	1121	净利润	247	127	253	313
固定资产	2270	2514	2767	3040	折旧和摊销	253	303	341	386
在建工程	153	490	742	932	营运资本变动	41	34	-54	-49
无形资产	123	117	110	103	其他	37	27	19	18
非流动资产合计	2664	3266	3762	4215	经营活动现金流净额	578	491	559	668
资产总计	3673	4736	5009	5336	资本开支	-365	-882	-837	-841
短期借款	120	120	120	120	其他	0	-22	0	0
应付票据及应付账款	63	105	110	118	投资活动现金流净额	-365	-904	-837	-840
其他流动负债	476	255	281	296	股权融资	0	1409	0	0
流动负债合计	659	480	511	535	债务融资	-139	-322	-10	-10
其他	226	125	115	105	其他	-118	-200	-7	-6
非流动负债合计	226	125	115	105	筹资活动现金流净额	-257	887	-17	-16
负债合计	885	606	626	640	现金及现金等价物净增加额	-31	477	-295	-189
股本	596	665	665	665					
资本公积金	1291	2631	2631	2631					
未分配利润	865	777	992	1258					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	37	56	94	141					
所有者权益合计	2789	4130	4383	4695					
负债和所有者权益总计	3673	4736	5009	5336					

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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券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。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

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