

信义山证汇通天下

证券研究报告

半导体材料

晶升股份（688478.SH）

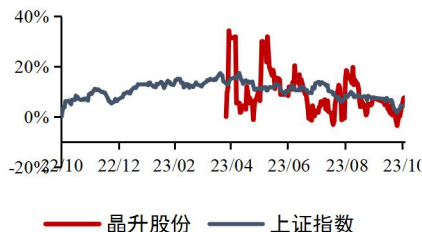
买入-A(首次)

Q3 营收利润双高增，重复订单驱动产销规模持续扩大

2023 年 10 月 31 日

公司研究/公司快报

公司上市以来股价表现



市场数据：2023 年 10 月 31 日

收盘价（元）：	45.45
年内最高/最低（元）：	62.88/38.18
流通 A 股/总股本（亿）：	0.30/1.38
流通 A 股市值（亿）：	13.84
总市值（亿）：	62.89

基础数据：2023 年 9 月 30 日

基本每股收益：	0.35
摊薄每股收益：	0.35
每股净资产（元）：	11.20
净资产收益率：	2.80

资料来源：最闻

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

电话：

邮箱：yeyzhongzheng@sxzq.com

谷茜

执业登记编码：S0760518060001

电话：0351-8686775

邮箱：guqian@sxzq.com

公司概况及事件描述

➢ 公司已在晶体生长设备领域形成丰富产品序列，主要生产的 8/12 英寸半导体级单晶硅炉、6 英寸碳化硅单晶炉，逐步得到行业内知名客户的认可，已取得良好的市场口碑，确立了公司在半导体级晶体生长设备领域的市场地位。同时，公司自主研发的 12 英寸半导体级单晶硅炉实现了大尺寸硅片半导体级单晶硅炉的国产化。根据招股书数据，在半导体级单晶硅炉领域，公司为沪硅产业（上海新昇）、立昂微（金瑞泓）12 英寸半导体级单晶硅炉的主要国内供应商，公司市场占有率约为 9.01%-15.63%，国内竞争对手主要为晶盛机电；在碳化硅单晶炉领域，公司主要向三安光电、东尼电子、浙江晶越、比亚迪等多家客户供应碳化硅单晶炉，市场占有率约为 27.47%-29.01%，竞争对手主要为北方华创。

➢ 公司于近日发布 2023 年三季度报告，2023 年前三季度公司实现营收 2.4 亿元/+81.92%，归母净利润 0.43 亿元/+126.57%，扣非归母净利润 0.27 亿元/+145.75%；其中 Q3 实现营收 1.25 亿元/+87.90%，归母净利润 0.28 亿元/+72.66%。

事件点评

➢ 营收利润双高增，业绩增速高于收入。前三季度公司凭借产品技术的竞争优势，营收快速增长，盈利能力大幅增强。主要系销售规模扩大，批量订单验收量增加，同时成本管控得力带来的规模效益共同影响。分季度看，Q1-Q3 收入分别为 0.38/0.76/1.25 亿元，同比分别+128.5%/+57.44%/+87.90%；归母净利润分别为 0.02/0.13/0.28 亿元，同比分别+307.73%/+221.70%/+72.66%，单 Q3 收入增速环比提升，业绩增长有所下降，但公司处于订单逐步验收带动销售规模快速提升的成长阶段，增速维持在较高水平。

➢ 陆续签订重大销售订单，产销规模持续扩大。分产品看，2023H1 公司碳化硅单晶炉/半导体单晶硅炉的营收分别实现 0.70/0.13 亿元，同比分别+66.64%/-41.14%，收入占比分别为 60.90%/10.98%，此外，其他晶体生长设备实现营收 0.27 亿元，收入占比为 23.90%，占比提升较多，主要来自公司自主研发的自动化拉晶控制系统（软硬件）实现销售订单交付。在重大合同订单方面，公司于 8 月 29 日披露与客户 J 签订《【碳化硅炉】设备买卖合同》，合同金额暂估为 1.2 亿元，分三批执行；公司于 10 月 25 日披露与四川高景签订合同，采购单晶炉控制系统、光伏级单晶炉及配套，合同金额为 3.39 亿元，规定交货时间为 2023 年 11 月 4 日至 2023 年 12 月 19 日。公司陆续签订重大销售订单，产销规模持续扩大，对 23-24 年业绩产生积极影响。此



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



外，公司拟投资 2 亿建设半导体晶体生长设备总装测试厂区，旨在补充晶体生长设备的产能。

➤ **期间费率降至低位，产品结构影响毛利率下降。**期间费用方面，前三季度公司期间费率为 21.64%/-6.25pct，降至年内低位，其中销售/管理/研发费率分别为 2.12%/10.36%/10.21%，同比分别-0.71pct/-3.38pct/-1.23pct。毛利率方面，前三季度公司毛利率为 35.24%/-1.89pct，应是受到毛利率较高的半导体单晶硅炉收入占比降低的影响。存货方面，公司前三季度为 1.70 亿元/+102.54%，主要系规模扩大尚未验收商品及原材料库存增加所致；合同负债方面，公司前三季度为 0.98 亿元/+98.4%，主要系预收客户款项不含税部分增加所致。

投资建议

➤ 公司在半导体晶体生长设备领域持续深耕，已形成丰富产品序列。凭借技术先发及客户认证的优势，公司同众多主流硅片厂商及碳化硅衬底龙头企业建立稳定的合作关系，并获得客户的重复和批量订单，销售规模持续扩大。在现有半导体级单晶硅炉、碳化硅单晶炉的基础上，公司结合客户及行业的产品需求，拓展了光伏领域的技术应用，进一步提升市场竞争力和占有率。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.52/0.84/1.11 元，以 10 月 30 日收盘价 45.34 元计算，23-25 年 PE 分别为 86.8X/54.3X/40.7X，首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示

➤ **宏观经济波动及产业政策变化风险。**半导体行业发展呈现一定的周期性特点，如果未来宏观经济增速下滑，终端消费市场的需求下滑，上游产业链资本性投入及产出大于行业应用需求，产能利用率下降，半导体材料及芯片制造厂商将减少半导体设备的采购，宏观经济及行业固有的周期性波动将对公司发展产生不利影响。若未来国家相关产业政策支持力度减弱，因技术发展等因素导致产业国产化进程减速或不及预期，公司亦将面临因产业政策变化导致经营业绩下滑的风险。

➤ **市场竞争风险。**伴随全球半导体产业第三次转移，中国半导体设备、材料、制造、封测等子行业的发展迅速，占全球半导体市场份额逐步提升。一方面，国际主要半导体材料及专用设备厂商将凭借其现有的资金、技术、市场及客户优势，在国内半导体市场进一步巩固及扩大其市场份额及领先优势；另一方面，随着我国政策的大力支持，国内新增半导体材料设备厂商也逐渐加入行业参与竞争。若公司未来无法有效应对国际主要厂商和国内新进入者的双重竞争，公司的财务状况及经营成果都将受到不利影响。

➤ **技术研发风险。**半导体材料技术指标由晶体生长设备技术能力及客户制造工艺技术能力共同实现，晶体生长设备技术能力对材料微缺陷水平、金属含量、氧含量等材料技术指标具有重要影响。若在后续研发过程中，公司面

临因产品技术及工艺无法持续升级，下游应用领域拓展不及预期，研发资金投入过高，研发进度缓慢等情形引发技术研发风险，则可能导致公司技术研发及产业化应用失败，技术研发及创新无法满足下游行业实际应用需求，创新成果转化产品需求无法达到客户需求，已投入研发创新成本无法实现预期收益，产品市场竞争力下降等风险，进而对公司的经营规模、盈利能力等方面造成不利影响。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	195	222	460	722	942
YoY(%)	59.3	13.9	107.1	57.1	30.4
净利润(百万元)	47	35	72	116	154
YoY(%)	57.7	-26.5	109.3	59.8	33.4
毛利率(%)	40.6	35.2	35.3	36.1	37.6
EPS(摊薄/元)	0.34	0.25	0.52	0.84	1.11
ROE(%)	9.8	6.6	4.6	6.7	8.2
P/E(倍)	133.5	181.7	86.8	54.3	40.7
P/B(倍)	13.1	12.1	3.9	3.6	3.3
净利率(%)	24.1	15.6	15.7	16.0	16.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	296	394	1907	1793	1993
现金	111	100	182	285	372
应收票据及应收账款	30	31	199	162	215
预付账款	16	33	67	90	115
存货	68	75	383	277	310
其他流动资产	73	156	1077	978	981
非流动资产	250	216	253	264	266
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	14	14	21	27	30
无形资产	3	3	17	21	24
其他非流动资产	232	200	215	215	212
资产总计	546	610	2160	2056	2259
流动负债	59	80	535	314	361
短期借款	1	0	103	153	181
应付票据及应付账款	8	18	180	51	67
其他流动负债	51	61	251	110	113
非流动负债	9	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	10	10	10	10
负债合计	69	90	544	324	371
少数股东权益	0	0	2	3	5
股本	104	104	138	138	138
资本公积	302	311	1297	1297	1297
留存收益	71	106	180	297	452
归属母公司股东权益	477	521	1614	1729	1883
负债和股东权益	546	610	2160	2056	2259

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-12	18	-199	60	62
净利润	47	35	74	117	156
折旧摊销	2	3	6	9	12
财务费用	-1	0	-4	-1	2
投资损失	-5	-6	-4	-5	-5
营运资金变动	-61	-16	-257	-53	-94
其他经营现金流	6	2	-14	-7	-8
投资活动现金流	-191	-28	-844	-8	-2
筹资活动现金流	217	-1	1042	-19	-2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.25	0.52	0.84	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	0.13	-1.44	0.43	0.45
每股净资产(最新摊薄)	3.45	3.76	11.66	12.50	13.61

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	195	222	460	722	942
营业成本	116	144	298	462	587
营业税金及附加	1	1	2	4	5
营业费用	5	5	15	19	25
管理费用	16	25	44	67	86
研发费用	20	21	43	59	80
财务费用	-1	0	-4	-1	2
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	3	7	14	7	8
投资净收益	5	6	4	5	5
营业利润	53	38	82	128	171
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	52	38	82	128	171
所得税	5	3	8	12	16
税后利润	47	35	74	117	156
少数股东损益	0	0	2	1	1
归属母公司净利润	47	35	72	116	154
EBITDA	54	41	90	142	189

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	59.3	13.9	107.1	57.1	30.4
营业利润(%)	62.2	-28.1	116.1	56.2	33.6
归属于母公司净利润(%)	57.7	-26.5	109.3	59.8	33.4
获利能力					
毛利率(%)	40.6	35.2	35.3	36.1	37.6
净利率(%)	24.1	15.6	15.7	16.0	16.4
ROE(%)	9.8	6.6	4.6	6.7	8.2
ROIC(%)	9.6	6.5	4.4	6.4	7.8
偿债能力					
资产负债率(%)	12.6	14.7	25.2	15.7	16.4
流动比率	5.0	5.0	3.6	5.7	5.5
速动比率	2.4	2.7	2.4	4.3	4.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	8.3	7.3	4.0	4.0	5.0
应付账款周转率	20.0	11.1	3.0	4.0	10.0
估值比率					
P/E	133.5	181.7	86.8	54.3	40.7
P/B	13.1	12.1	3.9	3.6	3.3
EV/EBITDA	113.8	150.4	59.0	37.0	27.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

