

沪硅产业（688126.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年8月25日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	24.73
总市值	817.33亿
PE-TTM	-38.81
PB-MRQ	4.22

估值结果

价值	626.16亿
DDM估值	上行空间 -23%
状态	偏高估
价值	628.02亿
动态估值	上行空间 -23%
状态	偏高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

沪硅产业是国内半导体硅片龙头企业之一，在12寸硅片领域具备先发优势和规模基础。公司当前处于行业底部与自身大规模扩产期叠加的阶段，形成“需求承压+成本前置”的双重挤压，业绩亏损。

公司成长空间较大，长期增长动能仍主要来自国内晶圆厂持续扩产、12英寸硅片国产替代以及先进封装（硅中介层、混合键合）对高规格硅片需求的结构性抬升；盈利趋势中等，短期扭亏仍高度依赖行业景气与自身爬坡效率；产业格局中等，全球硅片高度集中、价格纪律较强，但国内中低端内卷仍在；护城河中偏弱，体现在技术积累与规模效应，但当前尚未转化为盈利优势。

基于我们对公司在已披露产能规划有序推进、半导体硅片需求稳健增长、国产化率提升的核心假设下，我们认为当前公司估值偏高估。

我们区别于市场的观点

市场的乐观预期，主要基于“国产替代+行业复苏+产能扩张”三重叙事叠加，倾向于提前线性外推公司远期盈利能力。我们认为，这一逻辑在方向上成立，但在节奏与兑现确定性上被高估。一方面，硅片行业非强政策驱动型国产替代，海外龙头在高端产品、长协绑定和质量稳定性上的优势仍然稳固；另一方面，公司当前亏损并非单一折旧问题，而是低利用率下的综合成本结构问题，盈利修复需要“需求回升+价格企稳+产能效率提升”同时发生。即便在乐观情形下，公司中期业绩弹性与当前估值之间仍存在错配。

风险提示

若全球及国内晶圆厂资本开支不及预期，或8英寸硅片价格竞争持续恶化，可能导致公司产能利用率提升缓慢、亏损周期拉长；若12英寸正片率提升不及预期，将影响公司中长期成长空间与盈利假设的兑现。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

沪硅产业成立于2015年12月9日，于2020年04月20日在上交所科创板上市。公司主要从事半导体硅片的研发、生产和销售，是中国大陆规模最大的半导体硅片企业之一，业务覆盖8英寸及12英寸抛光硅片、外延硅片及部分特色硅片产品。公司客户主要为国内晶圆制造厂，深度参与本土晶圆厂扩产进程，在国产硅片体系中具备较高的产业地位。

2. 业务介绍

对于沪硅产业公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

12寸硅片：

公司是国内较早布局 12 英寸硅片的厂商之一，产品已进入多家本土晶圆厂供应体系。近年来公司围绕12英寸大硅片持续加大资本开支，规划产能由65万片/月提升至约120万片/月，未来三年仍处于产能集中建设与爬坡阶段。当前12寸硅片业务盈利能力的核心约束在于产能利用率与正片率，行业下行周期叠加新增产能集中释放，使得短期盈利承压。我们对该市场的界定是全球12英寸半导体硅片市场。

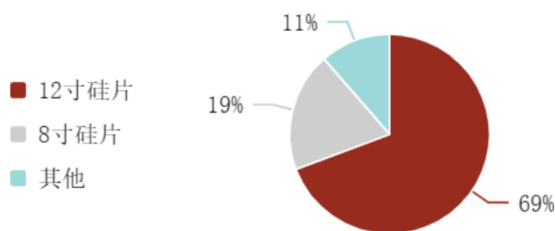
8寸硅片：

8英寸硅片受下游消费电子需求疲软及客户端去库存影响，该业务产能利用率回升缓慢，价格持续承压，导致整体贡献疲弱。2024年，因200mm硅片市场需求不振，公司计提了相关商誉减值约3亿元。在半导体行业复苏周期中，8英寸硅片市场复苏滞后于12英寸，短期内仍处于调整阶段，业务表现承压。我们对该市场的界定是全球8英寸半导体硅片市场。

其他：

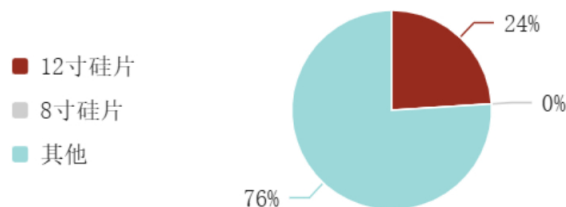
其他业务主要包括与硅片主业高度相关的配套产品，整体规模较小，更多用于提升客户黏性及产线利用效率，因此我们将其视为主业的自然延伸，我们对该市场的界定是全球半导体硅片市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

沪硅产业商业模式核心在于通过持续资本开支建立硅片产能，并依靠良率提升、规模放大和高端产品突破实现成本下降与盈利改善。硅片作为晶圆制造的关键耗材，客户认证周期长、切换成本高，一旦进入客户供应体系，需求具备一定稳定性，但行业整体议价能力有限，对产能利用率高度敏感。公司当前仍处于12英寸产能集中建设与爬坡阶段，固定成本占比高，使得短期资产周转率与盈利能力承压。中长期来看，随着产能逐步释放、正片率提升及客户结构优化，公司经营效率有望改善。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司资产强度高。硅片制造对设备、厂房和工艺积累要求极高，公司近年围绕12英寸硅片持续加大资本开支，固定资产规模快速上升。在产能爬坡阶段，较高的固定折旧摊销与尚在提升的产能利用率导致资产周转效率偏低，对当期利润形成明显拖累；但长期来看，一旦产能利用率进入稳定区间，规模效应将驱动单位成本显著下降，从而改善盈利能力。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司研发强度较高。2025年前三季度，公司研发费用高达2.53亿元，同比增长21.63%，研发费用率达到了9.58%，高于半导体材料行业7%的中值水平。研发重点集中在12英寸硅片制程稳定性、良率提升及外延与特色硅片工艺优化等方向。硅片行业并非高频产品迭代型赛道，但对工艺稳定性和一致性要求极高，持续研发投入是进入核心客户体系并维持供应资格的必要条件。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度较低，主要客户为国内外主流晶圆制造厂，产品广泛应用于逻辑、存储、CIS等多个领域。由于硅片供应具备强认证属性，公司一旦通过客户验证，合作关系通常较为稳定，但同时也使公司业绩对下游晶圆厂资本开支和稼动率变化更为敏感，抗周期能力有限。

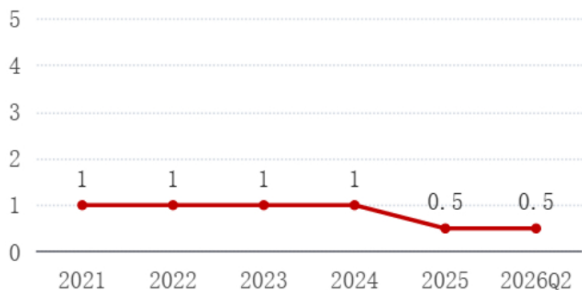
4. 历史经营绩效

沪硅产业的历史经营绩效高度体现出半导体硅片行业“强周期+强资本开支”的特征。在上一轮半导体上行周期中，公司受益于晶圆厂扩产与国产硅片导入加速，收入规模快速增长；但随着行业进入下行周期，叠加公司12英寸产能集中投放，固定成本显著上升，盈利能力出现大幅回落，经营结果由盈转亏。整体来看，公司业绩波动更多源于产能节奏与行业周期错配，而非长期需求逻辑发生变化。

4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力弱。核心原因在于多重压力叠加：首先，半导体硅片中低端市场竞争激烈，产品定价承压；其次，公司正处于激进产能扩张期，上海、太原等地300mm硅片产能快速爬坡，带来巨额的固定资产折旧与摊销，显著侵蚀利润；再者，公司为保持技术竞争力维持高强度的研发投入。此外，200mm硅片业务受消费电子需求疲软拖累，产能利用率与价格均处于低位，进一步加剧了整体盈利压力。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



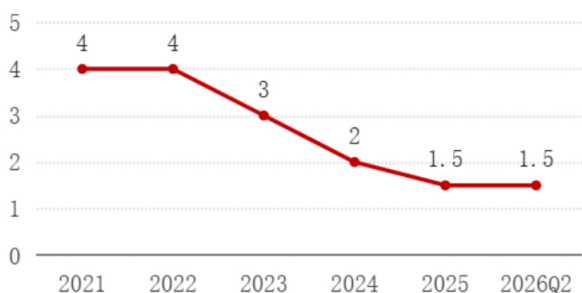
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力弱。公司营收主要由产能扩张驱动，而非单价或结构性提价。在上一轮半导体上行周期中，公司受益于晶圆厂扩产与国产硅片导入加速，收入规模快速增长，在2022年成长能力星级达到高点。随后行业今日下行期，收入增速下滑，成长弹性受制于下游资本开支节奏，激烈的市场竞争导致其销售单价承压，叠加公司12英寸产能集中投放，盈利能力出现大幅回落，经营结果由盈转亏。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

☆☆☆☆☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



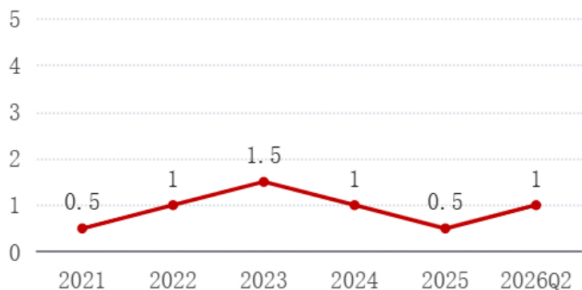
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康表现较弱。一方面，硅片行业整体议价能力有限，公司难以通过提价对冲成本波动；另一方面，持续高强度资本开支使得经营现金流在下行周期中承压，资产负债率与财务杠杆阶段性上升。

4.4 股东回报评级

☆☆☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报能力弱。受制于持续扩产与盈利承压，公司历史分红水平低且稳定性不足，近五年仅在2023年分红一次，更多选择将资源用于产能建设和技术投入，对追求稳定回报的投资者吸引力有限。

5. 四维评级

公司成长空间较高，12寸硅片受益于产能爬坡、国产替代与技术升级，8寸硅片增长有限但提供稳定现金流；盈利趋势中等偏上，短期承压，中长期随稼动率与产品结构改善有望修复；产业格局中等，12寸面临全球垄断与国内激烈扩产，8寸供大于求但海外退出缓解过剩；护城河宽度窄但持续性较强，依托规模优势、国产替代及海外厂商退出，有望提升份额与改善盈利能力。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间较高。12寸硅片成长空间广阔，受益于产能扩张、良率提升及国产替代；8寸硅片市场成熟、国产化率高，增长有限，主要提供稳定现金流与客户支撑。

12寸硅片(4星)：

12寸硅片业务成长空间较高。中期成长空间主要受益于65万片到120万片12寸硅片产能投产爬坡以及正片率和折旧费用摊薄等因素带来的盈利能力改善。长期成长空间则深度绑定于国产替代的宏大叙事、下游晶圆厂的扩产浪潮以及持续的技术升级。当前300mm硅片国产化率约30%，替代空间广阔；而国内主要晶圆厂的大幅扩产计划为本土硅片需求提供了刚性支撑。同时，公司正向更先进制程等高端产品领域突破，以提升产品附加值和市场竞争力。

8寸硅片(2星)：

8寸硅片业务成长空间较低。主要原因是8寸硅片广泛应用于消费电子、功率半导体等领域，下游市场成熟度高，需求相对平稳。此外该领域的国产化进程已较为充分，国产化率约60%，意味着通过替代获取增量市场的空间已大幅收窄。因此，其未来增长空间相对平淡，长期来看主要扮演提供稳定现金流和支撑客户关系的角色。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势中等偏上。短期内，新增产能转固带来的折旧压力与较低产能利用率仍将对利润形成持续扰动。中长期随着产品结构升级、稼动率提升、正片率改善等因素，单位成本有望下降。

12寸硅片(3星):

12寸硅片业务盈利趋势中等偏上。该业务目前仍处于深度亏损状态，核心压力源于产能爬坡期高昂的折旧费用、研发投入及中低端竞争激烈导致的价格压力。展望未来，盈利修复路径明确，但需时间兑现。驱动因素主要包括：1) 产品结构升级：企业正加速向高压高可靠性、硅光等高端应用领域突破。2) 运营效率提升：随着产能利用率和正片率的持续提升，固定成本将被有效摊薄，改善毛利率。3) 规模效应释放：当产能跨越盈亏平衡点后，规模优势将带来显著的边际成本下降，增强企业的定价能力和盈利弹性。

8寸硅片(2.5星):

8寸硅片业务盈利趋势中等。当前该业务盈利受到下游需求疲软与价格压力的双重制约。全球8英寸硅片产能利用率已降至80%以下，需求复苏显著慢于12英寸产品。未来该业务其盈利趋势更多被动随消费电子、汽车等成熟市场的库存周期波动。当这些下游领域完成库存去化并进入补库阶段时，8寸硅片的需求和价格有望迎来阶段性回暖，从而带动盈利边际改善。然而，由于缺乏类似AI算力这样的颠覆性增长引擎，其长期增长空间和盈利弹性相对有限。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等。12寸硅片行业全球高度集中，海外龙头在高端产品与长协绑定方面优势明显，国内则处于激烈扩产竞争阶段；8寸硅片国产化率高、供大于求，产能利用率不足80%，但海外龙头逐步退出低端市场有望缓解过剩。

12寸硅片(3星):

12寸硅片业务产业格局中等。全球市场由信越化学、SUMCO、环球晶圆、世创、SK Siltron五大巨头垄断，合计份额约85%，技术、客户长协与规模效应壁垒极高。国内市场则处于“群雄竞速”阶段，沪硅产业虽以75万片/月的产能位居国内第一梯队，但面临西安奕材、TCL中环等多家厂商的同步激进扩产，产能竞赛白热化。

8寸硅片(2.5星):

8寸硅片业务产业格局中等。该领域国产化率已较高，国内供应充足，市场竞争激烈。下游消费电子等领域需求持续疲软，导致全球8英寸硅片产能利用率已降至80%以下，市场整体供过于求约5%-10%。未来随着胜高、世创等海外龙头按计划退出低端市场供给端将获得一定改善。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河中等偏上。当前12寸与8寸硅片护城河宽度均较窄，国内市占率约8%和12%，超额ROIC为负，主要原因是新产线折旧、需求疲软以及价格压力；但护城河持续性较强，依托规模优势、国产替代及海外厂商退出，有望提升份额与改善盈利能力。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
12寸硅片	(0.5星) 沪硅产业12寸硅片业务护城河宽度窄。公司是国内较为领先的12寸半导体硅片企业，在国产厂商中市占率排名第二，约8%，业务控制力较弱，经壹评级调整，2025年12寸硅片业务超额ROIC为-15%。超额ROIC为负主要原因是产能爬坡期高昂的折旧费用、研发投入及中低端竞争激烈导致的价格压力。	(4.5星) 沪硅产业12寸硅片业务护城河主要来自于规模经济。规模优势来自于公司是国内第二的半导体硅片企业。护城河持续性较强：我们认为受益于国产替代趋势，公司能够通过自身扩产与技术突破双重路径快速扩张，在半导体硅片市场扩大份额。
8寸硅片	(0.5星) 沪硅产业8寸硅片业务护城河宽度窄。公司是国内较为领先的8寸半导体硅片企业，在国产厂商中市占率排名第二，约12%，业务控制力较弱，经壹评级调整，2025年8寸硅片业务超额ROIC为-16%。超额ROIC为负主要原因是受到下游需求疲软与价格压力的双重制约。	(3.5星) 沪硅产业12寸硅片业务护城河主要来自于规模经济。规模优势来自于公司是国内第二的半导体硅片企业。护城河持续性较强：我们认为受益于海外龙头退出8寸市场，公司能够凭借现有规模和产能布局获得部分海外订单，长期盈利能力相对稳定。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对公司在已披露产能规划有序推进、半导体硅片需求稳健增长、国产化率提升的核心假设下，我们认为当前公司估值偏高估。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：12寸硅片、8寸硅片、其他，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

12寸硅片：

收入假设：

我们分为短期和长期两个阶段：短期（显性期）营收以产能扩张为核心驱动力，以量补价穿越周期；长期（半显性期）则取决于行业天花板与公司所能获取的份额。

短期:

- 1) 产能: 根据公司已公布的规划, 其300mm硅片产能正处于快速扩张期。截至2025年末, 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, 规模位居国内第一梯队。公司到2027年底的中期产能规划目标为120万片/月。
- 2) 产能利用率、正片率: 实际产出(量)不仅取决于产能, 更取决于产能利用率与正片率。我们假设在显性期末公司12寸硅片的产能利用率和正片率分别能够达到80%的水平(较目前75%的正片率水平有所提升)。
- 3) 单价: 300mm硅片市场虽好于200mm市场, 但仍面临压力。这主要源于国内市场竞争加剧以及全球半导体硅片行业尚未完全从周期底部走出。因此短期来看在成熟制程抛光片、测试片、配片等中低端品类中仍将出现价格小幅下滑, 因此我们假设到显性期末, 正片-外延片、正片-抛光片、测试片、配片的价格分别为96/58/30/15美元。

长期:

- 1) 市场规模: 受益于全球以及国内晶圆产能扩产, 以及考虑每片晶圆产量对应硅片量先进逻辑、3D NAND1; 2, HBM1: 3, 因此需求量方面预计300mm硅片国内市场规模将从2025年的143亿元增长至2040年的1809亿元, 复合年增长率(CAGR)达18%, 全球300mm硅片市场CAGR则为7%。
- 2) 市占率: 基于国产化率提升(假设73%)及国内厂商出海(假设获取24%海外份额)的宏观背景, 考虑到沪硅产业具备一定的技术与规模优势, 其在市场竞争中应能超越“等比例”增长, 将其国内市占率从等比例推算的17%上调至20%。

盈利能力假设:

我们综合考量了产线折旧、产能利用率及单价三大决定因素, 其中折旧在扩产期是主导变量。预计2025年至2030年, 毛利率将从-9.8%逐步提升至18.9%。这一修复路径主要源于: 当前新投产产线带来了显著的折旧压力, 随着时间推移, 产能扩张进入平稳期, 折旧影响减弱。在产能利用率与价格均达到稳态的假设下, 远期毛利率预计将稳定在30%。

8寸硅片:

收入假设:

由于我们认为8寸硅片未来无扩产需求, 因此在产能相对固定、利用率高位平稳、价格随海外龙头退出格局改善而有所修复的假设下, 沪硅产业8寸硅片业务收入整体低增长。远期来看, 该业务将进入稳定状态, 成为为公司提供稳定现金流和利润支撑的成熟板块。

盈利能力假设:

我们综合考量了产线折旧、产能利用率及单价三大决定因素, 其中前期折旧在当前仍是主导变量。预计2025年至2030年, 毛利率将从-14.1%逐步提升至16.4%。这一修复路径主要源于: 当前新投产产线带来了显著的折旧压力, 随着时间推移, 产能扩张进入平稳期, 折旧影响减弱。在产能利用率与价格均达到稳态的假设下, 远期毛利率预计将稳定在18%。

其他：

收入假设：

由于这部分收入来自于主要是与硅片主业高度相关的配套产品，整体规模较小，更多用于提升客户黏性及产线利用效率，因此我们将其视为主业的自然延伸，假设这部分收入随公司主营业务增长而增长，给予5%的增速假设。

盈利能力假设：

按照历史均值，假设未来其他收入毛利率保持30%的水平。

表2：公司整体业绩预测

沪硅产业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	31.9	33.9	37.2	51.9	61.9	72.1	92.2	127.8
归母净利润(亿)	1.9	-9.7	-15.1	-5.6	-1.6	-0.1	4.3	7.0
归母净利润增速(%)	-42.6	-620.4	-55.3	62.8	70.6	96.8	8311.8	63.4
经营性净利润(亿)	-0.3	-12.9	-18.5	-10.2	-6.1	-2.8	4.3	7.4
经营性净利润增速(%)	-114.3	-3779.9	-43.1	45.1	39.9	53.8	253.8	69.9
经营性归母净利润(亿)	-0.4	-11.2	-15.4	-6.0	-1.9	-0.1	3.7	6.4
经营性归母净利润增速(%)	-117.6	-2793.7	-37.7	61.0	69.1	96.3	5436.1	73.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

12寸硅片	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	14.8	13.8	21.1	35.9	44.8	53.9	72.2	106.0
收入增速(%)	114.3	-6.6	52.8	70.7	24.7	20.2	34.1	46.7
经营性净利润(亿)	-1.0	-3.7	-9.5	-7.7	-5.5	-2.9	3.5	5.1
经营性净利率(%)	-6.9	-26.9	-45.0	-21.4	-12.3	-5.3	4.8	4.8
经营性净利润增速(%)	39.6	-266.4	-155.7	18.8	28.1	48.3	221.5	46.7
8寸硅片	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	16.6	14.5	10.5	10.0	10.8	11.7	13.2	14.6
收入增速(%)	16.9	-12.6	-27.9	-4.1	8.0	8.3	12.0	11.1
经营性净利润(亿)	1.6	-1.7	-5.6	-3.5	-1.7	-1.2	-0.6	0.7
经营性净利率(%)	9.7	-12.1	-53.8	-34.7	-15.7	-10.1	-4.2	5.1
经营性净利润增速(%)	81.1	-208.1	-221.6	38.1	51.2	30.4	53.2	234.6
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.5	5.6	5.6	5.9	6.2	6.5	6.8	7.2
收入增速(%)	-96.4	932.8	1.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	-0.9	-7.5	-3.4	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5
经营性净利率(%)	-174.3	-134.2	-60.5	17.1	18.1	18.7	20.8	21.3
经营性净利润增速(%)	-130.2	-695.3	54.5	129.7	11.0	8.8	16.4	7.8

数据来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第11页

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
12寸硅片	6.0%	中等	较好	强	8.0%	17.88	64.7
8寸硅片	3.0%	中低	一般	较强	7.5%	13.5	2.0
其他	2.8%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	1.9
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
12寸硅片(亿)	-106.7	579.1	472.4	16.3	-	30.0	518.7
8寸硅片(亿)	20.3	14.1	34.4	8.1	-	30.0	72.5
其他(亿)	21.9	10.5	32.5	4.3	-	-	36.8
公司整体测算(亿)	-64.4	603.8	539.3	28.7	-	60.0	628.0

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
12寸硅片(亿)	20.6	444.9	465.5	16.3	-	30.0	511.8
8寸硅片(亿)	24.5	11.7	36.3	8.1	-	30.0	74.4
其他(亿)	25.6	10.1	35.7	4.3	-	-	40.1
公司整体测算(亿)	70.8	466.7	537.5	28.7	-	60.0	626.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。作为重资产的半导体硅片制造企业，沪硅产业盈利对行业周期、产能利用率及良率提升高度敏感，远期利润中枢存在较大不确定性。当前估值已隐含对12英寸产能顺利爬坡与国产替代持续推进的较为积极假设，但在行业供给仍偏宽松、价格弹性有限的背景下，盈利修复节奏可能慢于预期。不及预期的风险在于稼动率提升不畅或价格继续下行，超预期的可能主要来自行业出清加速的背景下，公司有可能通过收购整合其他国内外半导体硅片制造企业，进一步扩大市场份额。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。