



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入（维持）

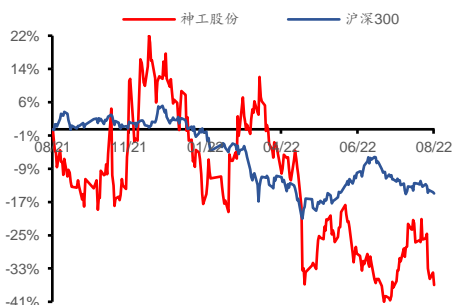
行业： 电子
日期： 2022年08月31日

分析师： 陈宇哲
Tel: 021-53686143
E-mail: chenyzhe@shzq.com
SAC 编号: S0870521100002

基本数据

最新收盘价（元）	50.32
12mth A 股价格区间（元）	47.10-98.88
总股本（百万股）	160.00
无限售 A 股/总股本	52.10%
流通市值（亿元）	41.95

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《神工股份（688233）点评报告：研发费用增加预示验证进度加速，毛利率波动有望触底回升》

——2022 年 04 月 26 日

《神工股份（688233）点评报告：大直径硅材料高速增长，硅电极大硅片迎来较大突破》

——2022 年 04 月 19 日

《电极材料国产替代穿越周期，轻掺硅片厚积薄发加速成长》

——2022 年 03 月 11 日

晶圆厂扩产加速有望拉动硅电极需求，大硅片拓展顺利量产在即

■ 投资摘要

事件概述：

8 月 29 日，公司发布 2022 年半年报，2022 年上半年公司实现营业收入 2.63 亿元，同比增长 28.87%，实现归母净利润 0.91 亿元，同比下滑 9.33%。其中第二季度实现营收 1.21 亿元，同比增长 1.17%，实现归母净利润 0.41 亿元，同比下滑 32.71%。

分析与判断：

小尺寸切入大尺寸立足，单晶硅材料有望持续提升份额并优化结构。21-22H1，受到上游多晶硅料持续涨价的影响，公司的刻蚀用大直径单晶硅材料盈利能力出现了一定程度的降低，公司的综合毛利率已从 21H1 的 65.29% 下降至 22H1 的 55.41%，同比降低 9.88 个百分点，这也是公司 Q2 利润增速下滑的主因。我们认为，尽管上游材料价格的上涨幅度超出预期，但公司仍然通过工艺改良、结构优化等方式降本增效。在刻蚀环节对于硅电极尺寸要求逐渐增大的趋势下，公司作为上游材料供应商从小尺寸切入国际市场后，已成功实现大直径产品的突破和市场渗透，下游客户的依赖程度快速提升，公司有望持续受益份额提升与结构优化，进一步巩固自身盈利能力，穿越行业周期。

国内晶圆厂进入加速扩张期，设备原厂与晶圆厂有望加大国产硅电极采购力度。从近期国内各大晶圆厂披露的扩产计划来看，下半年国内产线的扩张有望拉动国产半导体设备出货量的进一步提升，进而带动刻蚀设备厂对于硅电极产品的采购量，同时产线扩张也会缩短国产硅电极的认证周期，拓宽公司的客户范围。我们认为，硅电极产品作为公司的第二增长曲线，国内市场空间广阔，进口替代确定性较高，有望进入 1-N 的高速发展阶段。同时受益于股权融资，公司在泉州、锦州两地加速扩大产能规模，未来有望实现收入与利润的快速增长。

8 英寸轻掺杂大硅片拓展顺利，设立子公司进军碳化硅领域。根据半年报披露，公司某款硅片已长期出货给某家日本客户，同时 8 英寸测试片已通过评估认证，目前公司已经是国内数家晶圆厂该材料的合格供应商。另外，公司研发了高端氩气退火片，已取得一定进展，具备了向国内晶圆厂供应高质量硅片的潜在实力。今年，公司还成立了精辰半导体子公司，主营碳化硅部件的研发及制造。我们认为，随着大硅片的认证持续加速，产能按节奏逐步投放，叠加碳化硅新产品的研发推进，未来的成长空间广阔，业绩弹性较大。

■ 投资建议

维持“买入”评级。受到原材料涨价影响，我们调整了盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 2.52、3.37 和 4.53 亿元，对应 EPS 分别为 1.57、2.11 和 2.83 元。当前股价对应 2022-2024 年 PE 值分别为 32.01、23.86 和 17.78 倍。

■ 风险提示

公司业绩、半导体行业、产品出口、募投项目推进低于预期。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	474	638	860	1151
年增长率	146.7%	34.7%	34.8%	33.8%
归母净利润	218	252	337	453
年增长率	117.8%	15.1%	34.2%	34.2%
每股收益（元）	1.37	1.57	2.11	2.83
市盈率（X）	36.86	32.01	23.86	17.78
市净率（X）	5.69	5.03	4.16	3.37

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022 年 08 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	437	383	558	773
应收票据及应收账款	51	126	113	207
存货	118	146	171	212
其他流动资产	358	361	370	383
流动资产合计	964	1016	1212	1574
长期股权投资	5	5	5	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	339	364	416	482
在建工程	43	170	259	321
无形资产	22	22	22	22
其他非流动资产	117	117	117	117
非流动资产合计	525	678	819	947
资产总计	1489	1694	2031	2521
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	26	52	47	79
合同负债	1	0	1	1
其他流动负债	21	14	19	24
流动负债合计	47	67	66	103
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	27	27	27	27
非流动负债合计	27	27	27	27
负债合计	75	94	93	131
股本	160	160	160	160
资本公积	865	865	865	865
留存收益	390	575	913	1366
归属母公司股东权益	1414	1600	1938	2390
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1414	1600	1938	2390
负债和股东权益合计	1489	1694	2031	2521

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	189	206	366	404
净利润	218	252	337	453
折旧摊销	40	48	59	72
营运资金变动	-66	-87	-21	-110
其他	-3	-6	-9	-11
投资活动现金流量	-260	-194	-191	-189
资本支出	-279	-200	-200	-200
投资变动	5	0	0	0
其他	14	6	9	12
筹资活动现金流量	-16	-66	0	0
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-16	-66	0	0
现金净流量	-90	-53	175	215

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	474	638	860	1151
营业成本	170	279	373	500
营业税金及附加	2	3	4	6
销售费用	5	6	8	11
管理费用	35	38	51	67
研发费用	35	48	65	86
财务费用	-11	-13	-11	-17
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	2	6	9	12
公允价值变动损益	9	0	0	0
营业利润	253	296	397	533
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	253	296	397	533
所得税	35	44	60	80
净利润	218	252	337	453
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	218	252	337	453

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	64.1%	56.2%	56.7%	56.6%
净利率	46.1%	39.4%	39.2%	39.3%
净资产收益率	15.4%	15.7%	17.4%	18.9%
资产回报率	14.7%	14.8%	16.6%	18.0%
投资回报率	14.0%	14.6%	16.5%	17.9%
成长能力指标				
营业收入增长率	146.7%	34.7%	34.8%	33.8%
EBIT 增长率	153.5%	19.7%	36.3%	33.8%
归母净利润增长率	117.8%	15.1%	34.2%	34.2%
每股指标 (元)				
每股收益	1.37	1.57	2.11	2.83
每股净资产	8.84	10.00	12.11	14.94
每股经营现金流	1.18	1.29	2.29	2.52
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.32	0.38	0.42	0.46
应收账款周转率	9.26	5.06	7.62	5.56
存货周转率	1.45	1.91	2.18	2.36
偿债能力指标				
资产负债率	5.0%	5.5%	4.6%	5.2%
流动比率	20.29	15.26	18.41	15.23
速动比率	17.18	12.56	15.15	12.64
估值指标				
P/E	36.86	32.01	23.86	17.78
P/B	5.69	5.03	4.16	3.37
EV/EBITDA	50.57	23.68	17.22	12.63

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断