

2024 年 04 月 28 日
沪硅产业 (688126. SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

半导体材料

投资评级

增持-A**下调评级**

6 个月目标价

16.9 元

股价 (2024-04-26)

13.00 元

交易数据

总市值(百万元)

35,713.30

流通市值(百万元)

35,363.88

总股本(百万股)

2,747.18

流通股本(百万股)

2,720.30

12 个月价格区间

12.4/23.93 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.1	-24.4	-30.5
绝对收益	-6.0	-16.9	-40.0

马良

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

程宇婷

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522030002

chengyt@essence.com.cn

业绩短期承压, 持续扩产推进硅片国产化

事件:

公司发布 2024 年一季报及 2023 年年度报告, 2023 全年实现营业收入 31.90 亿元, 同比下滑 11.39%; 实现归母净利润 1.87 亿元, 同比减少 42.61%; 实现扣非归母净利润-1.66 亿元。2024 年一季度实现营业收入 7.25 亿元, 同比减少 9.74%; 归母净利润-1.98 亿元, 扣非归母净利润-1.86 亿元。

需求端受半导体周期性影响, 存货及现金流压力增加:

公司业绩承压, 2024 年一季度毛利同比减少约 2.5 亿元, 扣非归母净利润同比下降约 2 亿元, 主要由于产品结构变化和部分产品的销售价格的调整, 以及固定成本较高。归母净利润同比下降约 3 亿元, 主要由于公司所持有半导体产业上下游企业的股票的公允价值变动的影 响。2023 年单四季度营收 8.00 亿元, 同比减少 25.50%, 环比减少 1.96%; 归母净利润-0.26 亿元, 同比减少 113.07%, 环比减少 203.35%; 扣非归母净利润-1.03 亿元。全年收入端下滑由于 2023 年全球半导体市场受周期性影响, 整体呈下滑趋势, 硅片需求疲软。SEMI 数据显示, 2023 年全球半导体硅片 (不含 SOI) 出货面积同比下降 14.35%。结合 Gartner、Techinsights 等机构的中长期预测, 预计受新能源汽车、大数据以及人工智能等产业的快速发展驱动, 半导体产业将在 2024 年恢复增长、进入周期性上升通道, 公司作为产业链上游有望受益回暖。费用端公司保持市场拓展力度及新品投入, 销售费用同比增长 15.70%, 销售费用率同比增长 0.58pct; 研发费用同比增长 5.03%, 研发费用率同比增长 1.09pcts。同时公司持续备货, 存货同比增长 76.04%, 期末总额为 15.53 亿元, 经营活动产生的现金流量净额同比减少 7.34 亿元, 下降 159.88%,

200mm 及以下半导体硅片业务承压, 300mm 半导体硅片产量及库存增长明显:

2023 年, 半导体硅片业务营收同比下滑 11.57%, 毛利率同比减少 6.3pcts。分业务看, (1) 200mm 及以下尺寸半导体硅片: 全年营业收入 14.52 亿元, 同比减少 12.62%; 毛利率 17.23%, 同比减少 9.22pct。产销量均下降超过 20%。单价为 412.65 元, 同比增长 15.26%。

(2) 300mm 半导体硅片: 全年营业收入 13.79 亿元, 同比减少 6.55%; 毛利率 10.45%, 同比减少 1.90pct。销量受市场影响较小, 下降约 3.48%, 产量同比增长 20.09%, 库存量同比增加 322.97%。单价为 469.57 元, 同比下滑 3.21%。(3) 受托加工服务业务: 实现全年营业收入 2.78 亿元, 同比减少 26.57%; 毛利率 31.93%, 同比减少 6.67pct。

(4) 压电薄膜衬底材料业务：子公司新硅聚合完成了单晶压电薄膜衬底材料的中试线建设，部分产品已通过客户验证。

持续释放推动国产替代

目 产能持续扩张，推进高端硅片国产化：

半导体行业呈周期性波动上涨的趋势，半导体硅片细分行业处于半导体产业链上游，半导体硅片行业的市场波动基本同步于整个半导体行业的波动周期，目前全球前五大硅片厂商市占率仍近 90%，公司产品技术水平国内领先，产能持续扩张，推进高端芯片产业链国产化。截止报告期末，子公司上海新昇 300mm 半导体硅片合计产能已达到 45 万片/月，并于 23 年 12 月满产出货，预计 2024 年底二期建成，产能达到 60 万片/月；子公司新傲科技和 Okmetic 的 200mm 及以下抛光片、外延片合计产能超过 50 万片/月，SOI 硅片合计产能超过 6.5 万片/月。子公司新傲科技已建成产能约 6 万片/年的 300mm 高端硅基材料试验线；子公司芬兰 Okmetic 在芬兰万塔的 200mm 半导体特色硅片扩产项目正在按计划建设。

目 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 38.76 亿元、48.26 亿元、57.33 亿元，归母净利润分别为 2.20 亿元、2.90 亿元、3.72 亿元，对应 EPS 分别为 0.08 元、0.11 元、0.14 元。综合考虑半导体硅片行业景气度、公司市场地位以及扩产情况，结合 Wind 行业一致预期，给予 12 倍 PS 估值，6 个月目标价 16.9 元，给予“增持-A”投资评级。

风险提示：行业复苏不及预期；产品研发不及预期；市场开拓不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	3,600.4	3,190.3	3,876.2	4,825.9	5,733.2
净利润	325.0	186.5	220.2	290.1	372.5
每股收益(元)	0.12	0.07	0.08	0.11	0.14
每股净资产(元)	5.20	5.50	7.88	9.81	9.94

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	109.9	191.4	162.2	123.1	95.9
市净率(倍)	2.5	2.4	1.6	1.3	1.3
净利润率	9.0%	5.8%	5.7%	6.0%	6.5%
净资产收益率	2.3%	1.2%	1.0%	1.1%	1.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.8%	1.9%	1.8%	2.3%	2.4%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,600.4	3,190.3	3,876.2	4,825.9	5,733.2	成长性					
减:营业成本	2,782.3	2,665.2	3,364.6	4,063.4	4,815.9	营业收入增长率	46.0%	-11.4%	21.5%	24.5%	18.8%
营业税费	9.2	14.3	15.5	19.3	22.9	营业利润增长率	156.5%	-57.3%	33.0%	30.2%	24.2%
销售费用	69.0	79.8	85.3	101.3	114.7	净利润增长率	122.5%	-42.6%	18.1%	31.7%	28.4%
管理费用	283.7	278.7	271.3	313.7	344.0	EBITDA 增长率	87.7%	-3.1%	-13.7%	9.5%	9.1%
研发费用	211.5	222.1	232.6	265.4	298.1	EBIT 增长率	1,993.8%	-46.9%	-30.0%	59.4%	38.8%
财务费用	-1.9	-0.5	33.3	33.3	33.3	NOPLAT 增长率	82.9%	-54.7%	51.3%	26.5%	21.8%
资产减值损失	-35.4	-90.0	-50.0	-50.0	-50.0	投资资本增长率	36.5%	58.1%	0.2%	18.7%	-1.5%
加:公允价值变动收益	-55.6	143.2	84.0	-	-	净资产增长率	86.3%	4.9%	31.9%	19.5%	1.1%
投资和汇兑收益	100.8	9.4	80.0	80.0	80.0						
营业利润	418.3	178.7	237.7	309.5	384.3	利润率					
加:营业外净收支	-15.0	-1.0	-1.5	-1.5	-1.5	毛利率	22.7%	16.5%	13.2%	15.8%	16.0%
利润总额	403.3	177.7	236.2	308.0	382.8	营业利润率	11.6%	5.6%	6.1%	6.4%	6.7%
减:所得税	58.7	16.9	23.6	30.8	38.3	净利润率	9.0%	5.8%	5.7%	6.0%	6.5%
净利润	325.0	186.5	220.2	290.1	372.5	EBITDA/营业收入	25.1%	27.4%	19.5%	17.1%	15.7%
						EBIT/营业收入	9.0%	5.4%	3.1%	4.0%	4.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	479	709	627	462	353
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	47	78	82	134	158
货币资金	7,624.5	7,301.5	9,268.4	12,521.1	13,309.0	流动资产周转天数	672	1,199	1,039	1,125	1,144
交易性金融资产	1,237.0	416.0	500.0	500.0	500.0	应收账款周转天数	60	76	66	130	150
应收帐款	730.6	620.7	799.1	2,686.3	2,091.3	存货周转天数	75	128	103	104	111
应收票据	20.7	16.8	93.5	2.5	112.4	总资产周转天数	2,086	3,075	2,804	2,581	2,383
预付帐款	111.1	162.7	123.1	235.7	207.3	投资资本周转天数	722	1,214	1,225	1,077	977
存货	823.1	1,449.0	779.3	2,003.2	1,527.7						
其他流动资产	195.5	540.8	294.3	343.6	392.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	2.3%	1.2%	1.0%	1.1%	1.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.9%
长期股权投资	596.8	753.6	753.6	753.6	753.6	ROIC	5.8%	1.9%	1.8%	2.3%	2.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	5,531.7	7,038.6	6,471.1	5,903.6	5,336.1	销售费用率	1.9%	2.5%	2.2%	2.1%	2.0%
在建工程	2,078.3	4,349.9	5,349.9	6,349.9	7,349.9	管理费用率	7.9%	8.7%	7.0%	6.5%	6.0%
无形资产	408.5	566.0	499.6	433.2	366.9	研发费用率	5.9%	7.0%	6.0%	5.5%	5.2%
其他非流动资产	6,104.7	5,816.1	6,408.4	6,116.9	6,110.0	财务费用率	-0.1%	0.0%	0.9%	0.7%	0.6%
资产总额	25,462.6	29,031.8	31,340.4	37,849.7	38,057.2	四费/营业收入	15.6%	18.2%	16.1%	14.8%	13.8%
短期债务	97.0	324.9	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	1,051.5	1,363.2	956.6	2,027.5	1,712.5	资产负债率	23.2%	29.4%	13.7%	14.6%	14.2%
应付票据	-	-	4.3	0.9	1.9	负债权益比	30.3%	41.6%	15.9%	17.1%	16.5%
其他流动负债	744.9	1,206.2	816.9	922.7	982.0	流动比率	5.67	3.63	6.67	6.20	6.73
长期借款	1,793.8	2,638.1	-	-	-	速动比率	5.24	3.13	6.23	5.52	6.16
其他非流动负债	2,229.1	2,994.0	2,523.3	2,582.1	2,699.8	利息保障倍数	-169.98	-324.16	3.64	5.80	8.05
负债总额	5,916.3	8,526.4	4,301.1	5,533.2	5,396.2	分红指标					
少数股东权益	5,255.3	5,391.0	5,383.3	5,370.3	5,342.4	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	2,731.7	2,747.2	2,747.2	2,747.2	2,747.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	7,694.2	8,738.6	13,958.8	19,248.9	19,621.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	19,546.3	20,505.3	27,039.3	32,316.5	32,661.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.12	0.07	0.08	0.11	0.14
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	5.20	5.50	7.88	9.81	9.94
净利润	344.6	160.7	220.2	290.1	372.5	PE(X)	109.9	191.4	162.2	123.1	95.9
加:折旧和摊销	580.0	705.3	633.8	633.8	633.8	PB(X)	2.5	2.4	1.6	1.3	1.3
资产减值准备	35.4	90.0	-	-	-	P/FCF	-15.8	-15.9	-9.7	-17.6	44.1
公允价值变动损失	55.6	-143.2	84.0	-	-	P/S	9.9	11.2	9.2	7.4	6.2
财务费用	75.3	33.7	33.3	33.3	33.3	EV/EBITDA	46.7	52.2	36.1	29.6	26.4
投资收益	-100.8	-9.4	-80.0	-80.0	-80.0	CAGR(%)	-7.0%	28.9%	13.5%	-7.0%	28.9%
少数股东损益	19.5	-25.8	-7.7	-13.0	-28.0	PEG	-15.7	6.6	12.0	-17.6	3.3
营运资金的变动	708.3	-1,111.4	-246.2	-1,815.2	611.5	ROIC/WACC	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2
经营活动产生现金流量	458.8	-274.7	637.4	-951.0	1,543.1	REP	8.9	18.4	11.4	6.8	6.6
投资活动产生现金流量	-5,777.4	-2,272.1	-1,088.5	-919.7	-920.0						
融资活动产生现金流量	9,670.8	2,462.3	1.0	5,123.4	164.7						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034