

投资评级 **中性** 维持

## 2022 扣非后归母净利润扭亏为盈，盈利能力持续提升

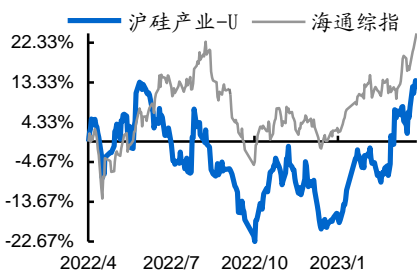
### 股票数据

04月10日收盘价(元)	23.47
52周股价波动(元)	16.60-25.80
总股本/流通A股(百万股)	2732/1586
总市值/流通市值(百万元)	64112/37230

### 相关研究

《看好 300mm 硅片业务盈利能力持续提升》  
 2022.04.20

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	6.8	12.1	29.3
相对涨幅 (%)	3.4	12.1	27.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:张晓飞

Tel:(021)23154125

Email:zxf15282@haitong.com

证书:S0850523030002

分析师:肖隽翀

Tel:(021)23154139

Email:xjc12802@haitong.com

证书:S0850521080002

**投资要点：2022 年扣非后归母净利润达 1.15 亿元，毛利率、净利率持续提升；300mm 半导体硅片累积出货超过 700 万片。**

- 2022 年扣非后归母净利润扭亏为盈达 1.15 亿元，毛利率、净利率持续提升。**公司 2022 年实现收入 36.00 亿元，同比增 45.95%；归母净利润 3.25 亿元，同比增 122.45%；扣非后归母净利润 1.15 亿元，较 2021 年同期的-1.32 亿元增加 2.47 亿元实现扭亏为盈。销售毛利率 22.72%，创近年来新高；销售净利率 9.57%，较 2021 年增加 3.67pct。盈利能力持续提升的主要原因是 2022 年公司下游半导体产品需求依然旺盛，同时公司产能进一步释放，特别是 300mm 半导体硅片产品的销量增长显著。
- 300mm 半导体硅片的第二个 30 万片/月新增产能预计 2023E 年内逐步投产。**目前公司各类硅片的产能最新情况为：①、公司的 300mm 半导体硅片产能达 30 万片/月，已全面达产；此外，新增的 30 万片/月的集成电路用 300mm 高端硅片扩产项目正在实施，建设项目将在 2023E 年内逐步投产，项目建成后 300mm 半导体硅片的总产能将达到 60 万片/月。②、子公司新傲科技、Okmetic 的 200mm 及以下抛光片、外延片合计产能超过 50 万片/月。③、子公司新傲科技、Okmetic 的 200mm 及以下 SOI 硅片合计产能超过 6.5 万片/月。④、子公司新傲科技继续推进 300mm 高端硅基材料研发中试项目，并完成 200mm 的 SOI 生产线扩容，产能由 3 万片/月提升至 4 万片/月。
- 国内规模最大的量产 300mm 硅片正片、实现应用全覆盖的半导体硅片公司。**分产品来看，2022 年 200mm 及以下尺寸半导体硅片、300mm 半导体硅片的销量分别为 463.96 万片、304.15 万片，实现收入 16.61 亿元（毛利率 26.45%）、14.75 亿元（毛利率 12.35%）。公司的 300mm 半导体硅片已累计实现出货超过 700 万片，成为国内规模最大的量产 300mm 半导体硅片正片产品，实现了逻辑、存储、CIS 等应用全覆盖的半导体硅片公司。公司现拥有众多国内外知名客户，包括台积电、联电、格罗方德、意法半导体、Towerjazz 等国际芯片厂商以及中芯国际、华虹宏力、华力微电子、华润微等国内所有主要芯片制造企业，客户遍布北美、欧洲、中国、亚洲其他国家或地区。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司 2023E-2025E 收入分别为 30.92 亿元、38.98 亿元和 47.23 亿元，同比增-14.11%、26.05%和 21.15%；归母净利润分别为 2.24 亿元、4.09 亿元和 5.36 亿元，同比增-31.13%、82.90%和 30.86%。采用 PS 估值法，结合可比公司估值，同时也考虑一定的估值溢价，给予公司 PS (2023E) 18.0x-20.0x 估值，对应合理市值区间为 556.64 亿元-618.49 亿元，对应合理价值区间 20.38 元/股-22.64 元/股，维持“中性”评级。
- 风险提示。**下游需求不及预期、市场竞争加剧、技术研发进度不及预期、公司估值高于可比公司导致股价下跌风险等。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2467	3600	3092	3898	4723
(+/-)YoY(%)	36.2%	46.0%	-14.1%	26.1%	21.2%
净利润(百万元)	146	325	224	409	536
(+/-)YoY(%)	67.8%	122.5%	-31.1%	82.9%	30.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.05	0.12	0.08	0.15	0.20
毛利率(%)	16.0%	22.7%	19.3%	22.6%	24.0%
净资产收益率(%)	1.4%	2.3%	1.5%	2.7%	3.5%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

公司主营业务为半导体硅片的研发、生产和销售，提供的产品类型涵盖 300mm 抛光片及外延片、200mm 及以下抛光片、外延片及 SOI 硅片，我们预计公司 2023E-2025E 收入分别为 30.92 亿元、38.98 亿元和 47.23 亿元，同比增-14.11%、26.05%和 21.15%；归母净利润分别为 2.24 亿元、4.09 亿元和 5.36 亿元，同比增-31.13%、82.90%和 30.86%，作出上述盈利预测的假设条件为：

1)、300mm 半导体硅片业务。2022 年底公司 300mm 硅片产能为 30 万片/月，新增的 30 万片/月集成电路用 300mm 高端硅片扩产项目正在实施，建设项目将在 2023E 年内逐步投产，项目建成后 300mm 半导体硅片的总产能将达到 60 万片/月；考虑到 2023E 晶圆厂的产能利用率下滑，但是上海新昇的产品规格档次在不断提升，我们假设 2023E-2025E 硅片的销量分别为 330 万片、420 万片、500 万片，同比增 8.50%、27.27%、19.05%；单价先降后企稳回升分别为 400 元/片、430 元/片、450 元/片，毛利率分别为 10%、15%、18%。

2)、200mm 及以下半导体硅片（含 SOI 硅片）业务。公司 200mm 及以下半导体硅片（含 SOI 硅片）的经营主体包括新傲科技、Okmetic，我们假设 2023E 业务有一定的下滑、2024E-2025E 企稳回升，2023E-2025E 的销量增速分别为 -15%、10%、10%，平均单价增速分别为-8%、5%、5%，毛利率保持稳定分别为 22.0%、25.0%、25.0%。

3)、受托加工业务。公司的受托加工业务收入包括两类：①、新傲科技利用 Smart Cut 技术生产向 Soitec 销售 SOI 硅片的业务，新傲科技向 Soitec 采购衬底片加工成 SOI 硅片后销售给 Soitec 的交易按照受托加工业务采用净额法进行核算；②、新傲科技接收客户受托加工外延片产生的收入。我们假设 2023E-2025E 受托加工业务的收入增速分别为 25%、25%、25%，毛利率分别为 38%、40%、40%。

表 1 沪硅产业分业务预测

		2022	2023E	2024E	2025E
300mm 半导体硅片	收入（百万元）	1475.21	1320.00	1806.00	2250.00
	yoy（%）	114.29%	-10.52%	36.82%	24.58%
	毛利率（%）	12.35%	10.00%	15.00%	18.00%
200mm 及以下半导体硅片（含 SOI 硅片）	收入（百万元）	1661.11	1298.99	1500.33	1732.88
	yoy（%）	16.93%	-21.80%	15.50%	15.50%
	毛利率（%）	26.45%	22.00%	25.00%	25.00%
受托加工业务	收入（百万元）	378.77	473.47	591.83	739.79
	Yoy（%）	27.40%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率（%）	38.60%	38.00%	40.00%	40.00%
合计	收入（百万元）	3515.10	3092.46	3898.17	4722.68
	yoy（%）	42.49%	-12.02%	26.05%	21.15%
	毛利率（%）	21.84%	19.33%	22.64%	24.01%

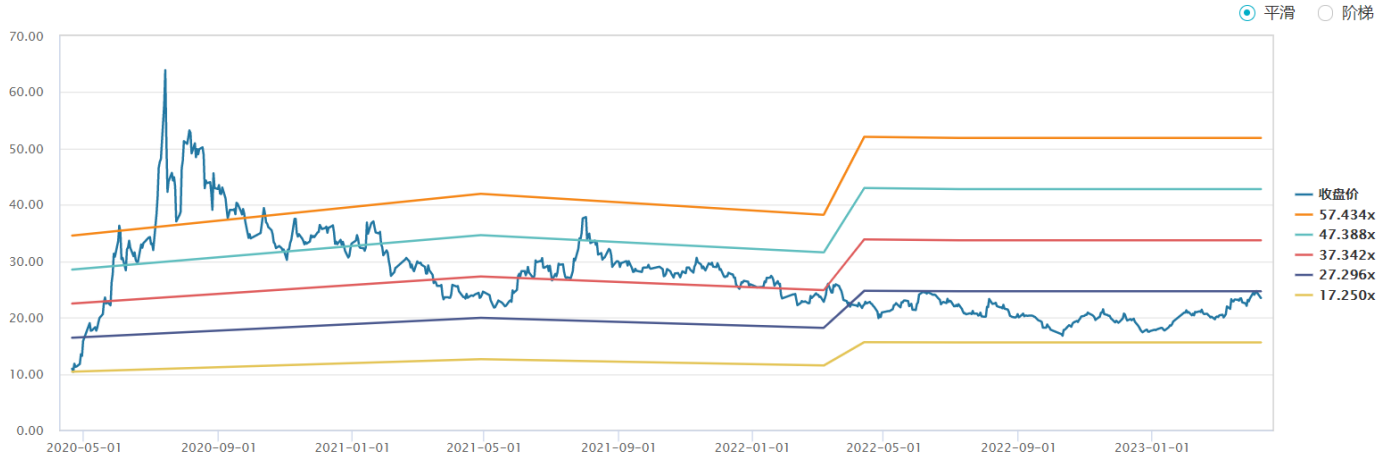
资料来源：沪硅产业 2022 年年报，海通证券研究所整理

4)、费用率假设。我们假设 2023E-2025E 的销售费用率分别为 2.20%、2.00%、2.00%，管理费用率分别为 8.00%、8.00%、8.00%，财务费用率分别为-2.48%、-0.26%、0.46%，研发费用率分别为 6.00%、5.80%、5.50%。

沪硅产业为国内“一站式”硅材料综合服务商，已形成了以 300mm 半导体硅片为核心的大尺寸硅材料平台和以 SOI 硅片为核心的核心硅材料平台，产品尺寸涵盖 300mm、200mm、150mm、125mm 和 100mm，产品类别涵盖抛光片、外延片、SOI 硅片。公司承担了科技部“02 专项”《20-14nm 集成电路用

300mm 硅片成套技术开发与产业化》项目、科技部重大项目《300mm 无缺陷硅片研发与产业化》等，均完成了项目任务。公司于 2020 年 4 月 20 日上市，根据图 1 可以看出，截止 2023 年 4 月 10 日公司的 PS 为 25.99 倍，我们认为上市至今资本市场一直给予了公司较高的估值溢价，主要是考虑到其为国内 300mm 硅片的龙头企业、承担了硅片国产化的重任。

图1 沪硅产业 2020 年 4 月上市以来的 PS 估值变化情况 (截止 2023 年 4 月 10 日)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们选取立昂微、神工股份为可比公司，采用 PS 估值法，结合可比公司估值水平；同时考虑到公司经过多年努力 2022 年已占全球硅片市场份额达 3.5%，且公司作为国内 300mm 硅片产业化项目的承担单位，已初步实现 300mm 硅片的国产化，在未来将持续不断提升销售收入和市场份额，应给予一定的估值溢价。采用 PS 估值法，结合可比公司估值，同时也考虑一定的估值溢价，给予公司 PS (2023E) 18.0x-20.0x 估值，对应合理市值区间为 556.64 亿元-618.49 亿元，对应合理价值区间 20.38 元/股-22.64 元/股，维持“中性”评级。

风险提示: 下游需求不及预期、市场竞争加剧、技术研发进度不及预期、公司估值高于可比公司导致股价下跌风险等。

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	收入 (元)			PS (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
605358.SH	立昂微	378.36	25.41	33.80	47.50	14.89	11.19	7.97
688233.SH	神工股份	81.68	4.74	5.39	7.16	17.24	15.15	11.41
均值			15.07	19.60	27.33	16.06	13.17	9.69

注: 收盘价为 2023 年 4 月 10 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3600</b>	<b>3092</b>	<b>3898</b>	<b>4723</b>
每股收益	0.12	0.08	0.15	0.20	营业成本	2782	2495	3015	3589
每股净资产	5.23	5.31	5.46	5.66	毛利率%	22.7%	19.3%	22.6%	24.0%
每股经营现金流	0.17	0.32	0.28	0.30	营业税金及附加	9	9	11	13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	69	68	78	94
P/E	197.25	286.41	156.60	119.67	营业费用率%	1.9%	2.2%	2.0%	2.0%
P/B	4.49	4.42	4.30	4.15	管理费用	284	247	312	378
P/S	17.81	20.73	16.45	13.58	管理费用率%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%
EV/EBITDA	50.88	96.04	96.63	86.20	EBIT	245	88	256	389
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-2	-77	-10	22
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.1%	-2.5%	-0.3%	0.5%
毛利率	22.7%	19.3%	22.6%	24.0%	资产减值损失	-35	-24	-32	-35
净利润率	9.0%	7.2%	10.5%	11.3%	投资收益	101	77	97	118
净资产收益率	2.3%	1.5%	2.7%	3.5%	<b>营业利润</b>	<b>418</b>	<b>297</b>	<b>518</b>	<b>684</b>
资产回报率	1.3%	0.9%	1.5%	1.9%	营业外收支	-15	-17	-5	-14
投资回报率	0.9%	0.3%	0.9%	1.4%	<b>利润总额</b>	<b>403</b>	<b>280</b>	<b>513</b>	<b>671</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	850	638	651	734
营业收入增长率	46.0%	-14.1%	26.1%	21.2%	所得税	59	43	79	104
EBIT 增长率	868.5%	-64.0%	190.6%	52.0%	有效所得税率%	14.6%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润增长率	122.5%	-31.1%	82.9%	30.9%	少数股东损益	20	13	24	31
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>325</b>	<b>224</b>	<b>409</b>	<b>536</b>
资产负债率	23.2%	24.0%	24.8%	24.4%					
流动比率	5.67	5.02	4.13	3.37	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	5.18	4.57	3.66	2.88	货币资金	7625	6112	4638	4030
现金比率	4.03	3.21	2.14	1.61	应收账款及应收票据	707	618	790	957
<b>经营效率指标</b>					存货	823	752	909	1081
应收帐款周转天数	69.55	70.00	70.00	70.00	其它流动资产	1588	2080	2622	2366
存货周转天数	107.98	110.00	110.00	110.00	流动资产合计	10743	9563	8959	8435
总资产周转率	0.14	0.12	0.15	0.17	长期股权投资	597	797	807	857
固定资产周转率	0.65	0.51	0.57	0.64	固定资产	5532	6033	6882	7377
					在建工程	2078	2428	2578	2778
					无形资产	409	509	544	554
					非流动资产合计	14720	16454	17913	19050
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>25463</b>	<b>26017</b>	<b>26872</b>	<b>27485</b>
净利润	325	224	409	536	短期借款	97	300	280	330
少数股东损益	20	13	24	31	应付票据及应付账款	313	273	330	393
非现金支出	649	574	427	380	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	75	126	37	8	其它流动负债	1483	1332	1556	1782
营运资金变动	-610	-49	-120	-125	流动负债合计	1893	1905	2167	2505
<b>经营活动现金流</b>	<b>459</b>	<b>887</b>	<b>778</b>	<b>829</b>	长期借款	1794	2094	2244	1944
资产	-2656	-1532	-1455	-1087	其它长期负债	2229	2235	2245	2253
投资	-3185	-1088	-805	-65	非流动负债合计	4023	4329	4489	4197
其他	64	-147	27	114	<b>负债总计</b>	<b>5916</b>	<b>6234</b>	<b>6655</b>	<b>6702</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5777</b>	<b>-2767</b>	<b>-2233</b>	<b>-1037</b>	实收资本	2732	2732	2732	2732
债权募资	387	503	130	-242	归属于母公司所有者权益	14291	14515	14924	15460
股权募资	10153	0	0	0	少数股东权益	5255	5268	5292	5323
其他	-869	-136	-150	-157	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>25463</b>	<b>26017</b>	<b>26872</b>	<b>27485</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>9671</b>	<b>367</b>	<b>-20</b>	<b>-399</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>4365</b>	<b>-1512</b>	<b>-1475</b>	<b>-608</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 10 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所



## 信息披露

### 分析师声明

张晓飞 电子行业  
肖隽翀 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：利亚德,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,木林森,闻泰科技,视源股份,芯海科技,航天宏图,立昂微,敏芯股份,传音控股,骏成科技,晶赛科技,鼎龙股份,蓝思科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U,安集科技,中微公司,北方华创,华峰测控,富创精密,拓荆科技,江海股份,沪硅产业-U

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司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。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。