

业绩增速短期承压, 毛利率环比提升

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年第三季度报告, 2022年前三季度实现营收3.9亿元, 同比增长11.8%; 归母净利润1.4亿元, 同比下滑20%; 其中, Q3单季度实现营收1.3亿元, 同比下滑12.1%; 归母净利润4440.8万元, 同比下滑35.5%。
- **业绩增速短期承压, 毛利率环比提升。** 2022前三季度公司积极提高产品竞争力, 争取销售订单, 在半导体周期衰退的背景下, 实现营收3.9亿元, 同比增长11.8%。但受到高纯度多晶硅、石英坩埚和石墨件等原材料价格大幅上涨原因, 导致公司原材料成本受到冲击, 叠加实施股权激励后, 新增股份支付费用等因素影响, 公司Q3单季度归母净利润下滑明显。在具体盈利能力方面, 前三季度公司毛利率约为54%, 净利率为34.6%, 同比下滑明显, 但在单三季度公司毛利率较二季度环比改善1.35pp, 约为51%, 我们预计未来公司毛利率有望触底回升。费用率方面, 前三季度公司销售费用率0.8%, 管理费用率8.4%, 财务费率-2.1%, 研发投入合计3144.7万元, 研发费用率达到了8.1%。
- **轻掺低缺陷硅片业务推进顺利, 多品类高端硅片产品取得进展。** 目前公司8英寸轻掺低缺陷超平坦硅片的表面平坦度与金属元素含量控制已达到公司预定目标, 客户评估工作也进展顺利。同时, 公司已进入国内主流集成电路制造商认证体系, 已开启多款硅片评估送样工作, 其中某款硅片已长期供货某日本客户。在其他高端硅片产品方面, 公司氩气退火片产品也已经启动客户对接工作。产能布局方面, 公司已完成年产180万片的设备订购, 一期5万片/月的产线预计今年年底前有望达到满产状态。
- **主业单晶硅材料提升产品竞争力, 硅零部件业务实现批量交付。** 公司持续优化大直径单晶硅的长晶工艺, 提高设备生产效率、单批次产量和良率。在硅零部件方面, 公司已满足先进制程对零部件洁净度的要求, 部分硅零部件产品已实现交付使用。同时公司与多家12寸晶圆厂接洽, 总体客户反馈良好。未来伴随客户的持续拓展, 以及新料号的评估通过, 该业务有望迎来高速增长阶段。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年归母净利润分别为2、3.6、4.3亿元, 对应PE分别为35、20、16倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 半导体国产化进程不及预期; 下游刻蚀设备厂与晶圆厂扩产不及预期; 硅电极零部件与轻掺硅片认证进度不及预期; 汇率波动产生汇兑损失; 股权分散无实控人可能导致的经营风险等。

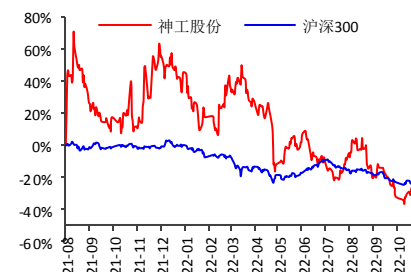
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	473.89	619.85	947.41	1260.73
增长率	146.69%	30.80%	52.85%	33.07%
归属母公司净利润(百万元)	218.44	203.89	358.99	432.95
增长率	117.84%	-6.66%	76.07%	20.60%
每股收益EPS(元)	1.37	1.27	2.24	2.71
净资产收益率ROE	15.45%	12.95%	18.97%	19.21%
PE	33	35	20	16
PB	5.03	4.52	3.76	3.16

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高宇洋
执业证号: S1250520110001
电话: 021-58351839
邮箱: gyy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.60
流通A股(亿股)	0.83
52周内股价区间(元)	37.90-103.79
总市值(亿元)	71.15
总资产(亿元)	16.87
每股净资产(元)	9.66

相关研究

1. 神工股份(688233): 轻掺硅片持续推进, 原材料涨价压制毛利 (2022-08-30)
2. 神工股份(688233): 收入利润齐创新高, 单晶硅材料毛利率稳定 (2022-04-19)
3. 神工股份(688233): 股权激励草案发布, 业绩考核目标显信心 (2022-02-15)
4. 神工股份(688233): Q3业绩超预期, 硅电极与硅片厚积薄发 (2021-10-26)
5. 神工股份(688233): 刻蚀机耗材国内龙头一体化发展, 对标信越开拓硅片新领域 (2021-08-12)

关键假设:

1) 单晶硅材料业务: 基于当前半导体行业处于下行周期的现状, 我们适当下调单晶硅材料业务未来的销量增速预期, 但在国产替代的长期趋势不变, 以及单晶硅材料逐渐往大尺寸发展的背景下, 我们认为公司单晶硅材料的主业有望维持增长。我们以公司代表产品 16 英寸以上大尺寸单晶硅刻蚀材料为例, 假设 2022-2024 单晶硅材料价格保持不变, 销量同比增长 35%、10%和 10%, 毛利率分别为 65%、75%和 75%。

2) 硅电极业务: 公司部分硅零部件产品已实现交付使用, 同时公司与多家 12 寸晶圆厂接洽, 总体客户反馈良好。未来伴随客户的持续拓展, 以及新料号的评估通过, 该业务有望迎来高速成长阶段。我们假设 2022-2024 硅零部件价格保持不变, 销量同比增长 248.1%、400%和 100%, 毛利率分别为 50%、50%和 50%。

3) 硅片业务: 公司 5 万片/月的 8 寸轻掺低缺陷硅片产线有望在今年底达到量产状态, 同时 10 万片/月产线设备的入厂工作也在逐步推进, 某款硅片已长期供货某日本客户。假设 2022-2024 硅片价格保持稳定情况下, 我们预测 2023 年产值有望达到 2 亿, 2024 年增速约 75%, 毛利率分别为 15%、20%和 20%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
15 英寸以下 单晶硅材料	收入	148.6	163.5	179.8	197.8
	增速	134.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	60.0%	50.0%	60.0%	60.0%
15-16 英寸 单晶硅材料	收入	185.9	250.9	276.0	303.6
	增速	145.5%	35.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	63.2%	60.0%	70.0%	70.0%
16 英寸以上 单晶硅材料	收入	119.5	161.3	177.4	195.1
	增速	218.2%	35.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	75.8%	65.0%	75.0%	75.0%
硅电极零部件	收入	5.7	20.0	100.0	200.0
	增速	720.7%	248.1%	400.0%	100.0%
	毛利率	19.4%	50.0%	50.0%	50.0%
8 英寸轻掺 低缺陷硅片	收入	0.0	10.0	200.0	350.0
	增速	0.0%	-	1900.0%	75.0%
	毛利率	0.0%	15.0%	20.0%	20.0%
其他业务	收入	14.2	14.2	14.2	14.2
	增速	15677.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	35.2%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	473.9	619.8	947.4	1260.7
	增速	151.3%	30.8%	52.8%	33.1%
	毛利率	64.0%	56.6%	55.5%	51.5%

数据来源: Wind, 西南证券

我们选取半导体材料行业中的三家主流公司，2023 年三家公司平均 PE 为 30 倍。受益于半导体行业国产化进程的加速，未来三年公司营业收入复合增长率为 38.6%，业绩复合增长率为 25.6%，优于行业，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			22E	23E	24E	22E	23E	24E
002129.SZ	中环股份	41.76	2.24	2.85	3.44	18.64	14.67	12.14
688019.SH	安集科技	217.50	3.40	5.39	7.62	63.88	40.38	28.53
300236.SZ	上海新阳	29.65	0.33	0.82	1.23	90.20	36.01	24.07
平均值						57.58	30.36	21.58
688233.SH	神工股份	44.47	1.27	2.24	2.71	35.02	19.85	16.41

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2022 年 10 月 25 日

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	473.89	619.85	947.41	1260.73	净利润	218.44	203.89	358.99	432.95
营业成本	170.27	269.11	421.14	611.05	折旧与摊销	37.11	25.43	25.43	25.43
营业税金及附加	2.48	3.24	4.96	6.59	财务费用	-10.74	4.41	-2.71	-3.71
销售费用	4.51	5.90	9.02	12.00	资产减值损失	-0.09	0.00	0.00	0.00
管理费用	70.24	105.37	104.22	138.68	经营营运资本变动	-211.64	57.35	-58.37	-103.46
财务费用	-10.74	4.41	-2.71	-3.71	其他	156.05	-4.57	-3.63	-6.50
资产减值损失	-0.09	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	189.13	286.52	319.72	344.71
投资收益	2.39	0.00	0.00	0.00	资本支出	-38.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	9.08	4.54	5.30	5.67	其他	-221.14	4.54	5.30	5.67
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-259.75	4.54	5.30	5.67
营业利润	253.21	236.35	416.08	501.79	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	253.14	236.28	416.02	501.72	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	34.70	32.39	57.03	68.77	支付股利	-16.00	-43.69	-40.78	-71.80
净利润	218.44	203.89	358.99	432.95	其他	0.01	-6.90	2.71	3.71
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-15.99	-50.59	-38.07	-68.09
归属母公司股东净利润	218.44	203.89	358.99	432.95	现金流量净额	-90.34	240.47	286.95	282.30
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	436.50	676.98	963.92	1246.22	成长能力				
应收和预付款项	75.81	101.72	163.04	219.09	销售收入增长率	146.69%	30.80%	52.85%	33.07%
存货	117.59	186.09	289.74	422.13	营业利润增长率	125.62%	-6.66%	76.05%	20.60%
其他流动资产	333.77	334.96	339.25	343.35	净利润增长率	117.84%	-6.66%	76.07%	20.60%
长期股权投资	5.17	5.17	5.17	5.17	EBITDA 增长率	131.29%	-4.79%	64.85%	19.30%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	381.54	363.22	344.90	326.58	毛利率	64.07%	56.58%	55.55%	51.53%
无形资产和开发支出	21.97	18.16	14.34	10.52	三费率	6.13%	18.66%	11.67%	11.66%
其他非流动资产	116.73	113.44	110.14	106.85	净利率	46.10%	32.89%	37.89%	34.34%
资产总计	1489.09	1799.72	2230.50	2679.91	ROE	15.45%	12.95%	18.97%	19.21%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.67%	11.33%	16.09%	16.16%
应付和预收款项	43.00	195.60	306.84	393.46	ROIC	43.87%	35.86%	61.44%	64.06%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	59.00%	42.94%	46.32%	41.52%
其他负债	31.91	29.75	31.06	32.71	营运能力				
负债合计	74.91	225.34	337.91	426.17	总资产周转率	0.33	0.38	0.47	0.51
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	固定资产周转率	1.49	1.88	3.05	4.31
资本公积	864.67	864.67	864.67	864.67	应收账款周转率	12.17	10.33	10.68	10.07
留存收益	389.50	549.71	867.93	1229.07	存货周转率	2.02	1.77	1.76	1.71
归属母公司股东权益	1414.18	1574.38	1892.59	2253.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.18%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1414.18	1574.38	1892.59	2253.74	资产负债率	5.03%	12.52%	15.15%	15.90%
负债和股东权益合计	1489.09	1799.72	2230.50	2679.91	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	20.29	6.57	5.66	5.59
					速动比率	17.82	5.63	4.72	4.54
					股利支付率	7.32%	21.43%	11.36%	16.58%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	279.58	266.19	438.80	523.51	每股收益	1.37	1.27	2.24	2.71
PE	32.57	34.90	19.82	16.43	每股净资产	8.84	9.84	11.83	14.09
PB	5.03	4.52	3.76	3.16	每股经营现金	1.18	1.79	2.00	2.15
PS	15.01	11.48	7.51	5.64	每股股利	0.10	0.27	0.25	0.45
EV/EBITDA	22.43	22.64	13.08	10.43					
股息率	0.22%	0.61%	0.57%	1.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
北京	张玉树	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn