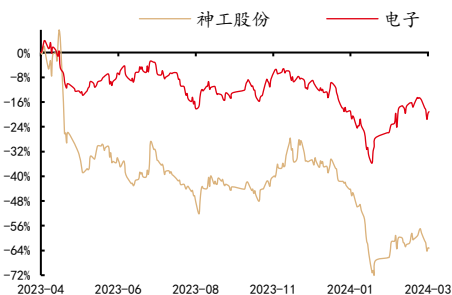


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	19.79
总股本/流通股本(亿股)	1.70 / 1.60
总市值/流通市值(亿元)	34 / 32
52周内最高/最低价	57.81 / 15.07
资产负债率(%)	6.3%
市盈率	-46.02
第一大股东	更多亮照明有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

神工股份(688233)

逆势扩产静待周期上行，硅零部件打开增量空间

● 事件

3月30日，公司披露2023年年度报告，23年实现营收1.35亿元，同比-74.96%；归母净利润为-6,910.98万元，同比-143.70%；扣非归母净利润-7,155.53万元，同比-146.00%。

● 投资要点

半导体下行周期致使业绩短期承压。公司23年实现营业收入1.35亿元，同比-74.96%，主要系受半导体行业周期下行影响，公司下游客户订单大幅减少所致。分季度看，23Q1/23Q2/23Q3/23Q4分别实现营收5,214/2,670/4,035/1,585万元，季度波动主要系客户调整库存进而影响公司出货节奏。分产品看，公司大直径硅材料/硅零部件/硅片分别实现营收8,355/3,764/826万元，受半导体周期下行影响，公司大直径硅材料业务收入同比大幅下降，半导体大尺寸硅片和硅零部件业务处于早期阶段，收入贡献有限。公司23年实现归母净利润-6,910.98万元，同比-143.70%，主要系1)周期下行主营业务收入贡献有限；2)23年公司半导体大尺寸硅片相关固定资产折旧金额较大，加之硅片产品评估认证周期较长，因此平均产能利用率有限，公司停工损失3,878.90万元。存货消化较慢，成本相对较高，造成计提存货跌价准备3,042.37万元。3)公司保持高研发投入，综合考虑新产品布局、已有产品质量改善和经济效益综合考量，基于下游客户端具体明确的评估认证要求开展研发活动，23年报告期内取得核心技术4项，获得发明专利5个，实用新型专利18个；23年产生研发费用2,246.56万元。

大直径硅材料扩产+产品结构优化升级，静待周期上行释放业绩。公司大直径硅材料业务板块按直径覆盖了从14英寸至22英寸所有规格，主要销售给日本、韩国等国的硅零部件加工厂，因此亦可称之为“集成电路刻蚀用大直径硅材料”。该产品具有国际竞争力，在技术、品质以及产能等方面处于世界领先水平，为公司的主要营业收入来源。一方面，公司大直径硅材料产品生产情况稳定，公司根据直接客户订单数量并结合行业的需求增速，按计划扩充产能，其中大直径多晶硅材料产能扩大约一倍，继续保持该细分市场产能规模全球竞争优势。公司募投项目“集成电路刻蚀设备用硅材料扩产项目”按计划投入并处于工程施工和设备安装阶段。新建的单晶、多晶两条刻蚀用硅材料生产线，将满足下游日益增长的不同尺寸的市场需求。另一方面，公司大直径硅材料产品结构继续优化升级，利润率较高的16英寸以上产品收入占比进一步提升，从22年的28.95%提升至23年的39.01%，对该业务保持平

稳的整体毛利率水平有较大贡献。综合上述因素，随着周期上行，公司大直径硅材料有望释放较大的业绩弹性。

硅零部件高成长属性有望打开公司第二成长曲线。硅零部件业务一方面为公司配合国内刻蚀机设备原厂开发的硅零部件产品，适用于 12 英寸等离子刻蚀机，并且能够满足刻蚀机设备原厂不断提升的技术升级要求；另一方面，公司在数家 12 英寸集成电路制造厂商已有数十个料号获得评估认证通过结果，完成评估认证的产品，在集成电路制造厂商相应料号中所占据的采购份额持续提升。同时，公司已经在泉州、锦州两地扩大生产规模，实现了较快速度的产能爬升。根据公司自主调研数据，目前国内 12 英寸集成电路制造厂约有 50 万片/月的产能，因此合理估计国内硅零部件市场已有 18 亿元人民币/年以上的市场规模。其中，国内集成电路制造厂客户的自主委托定制改进硅零部件市场需求为 15 亿元人民币/年；另外，中国本土等离子刻蚀机原厂的 OEM 硅零部件市场需求为 3 亿元人民币/年。预计未来 3-5 年，国内硅零部件市场的国产化率将从最初的 5%，逐步达到 50%以上，考虑到当前国际政治经济形势，该进程有望加速。23 年公司的硅零部件产品实现同比翻倍增长，实现营收 3,763.90 万元，目前国内市占率较低，未来成长空间极大；同时该业务 23 年实现毛利率 36%，为公司盈利的有效补充。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 2.32/6.07/11.33 亿元，分别实现归母净利润 0.12/1.50/3.21 亿元，考虑到计提存货跌价准备与募投折旧等，我们预计公司 2024 年业绩有望实现修复，当前股价对应 2025/2026 年 PE 分别为 23/10 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

客户集中风险，供应商集中风险，原材料价格波动风险，业务波动及下滑风险，市场开拓及竞争风险，行业风险，宏观环境风险，募集资金投资项目建设风险，新增折旧摊销影响公司盈利能力风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	135	232	607	1133
增长率(%)	-74.96	71.90	161.32	86.77
EBITDA(百万元)	-29.72	81.84	268.97	498.55
归属母公司净利润(百万元)	-69.11	11.74	149.51	321.18
增长率(%)	-143.70	116.99	1173.31	114.83
EPS(元/股)	-0.41	0.07	0.88	1.89
市盈率(P/E)	-48.77	287.04	22.54	10.49
市净率(P/B)	1.91	1.93	1.78	1.52
EV/EBITDA	-174.40	32.67	10.57	5.81

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	135	232	607	1133	营业收入	-75.0%	71.9%	161.3%	86.8%
营业成本	135	144	326	577	营业利润	-151.2%	115.7%	1,187.3%	116.4%
税金及附加	3	5	6	8	归属于母公司净利润	-143.7%	117.0%	1,173.3%	114.8%
销售费用	4	6	9	16	获利能力				
管理费用	37	39	49	76	毛利率	0.1%	37.8%	46.3%	49.1%
研发费用	22	35	45	74	净利率	-51.2%	5.1%	24.6%	28.3%
财务费用	-7	-12	-7	-5	ROE	-3.9%	0.7%	7.9%	14.5%
资产减值损失	-33	-7	-4	-2	ROIC	-4.1%	0.1%	7.5%	14.1%
营业利润	-91	14	184	398	偿债能力				
营业外收入	0	0	1	1	资产负债率	6.3%	6.0%	10.6%	14.2%
营业外支出	0	0	1	1	流动比率	11.86	11.42	5.73	4.43
利润总额	-91	14	184	398	营运能力				
所得税	-21	2	33	74	应收账款周转率	1.79	3.68	4.32	3.87
净利润	-70	12	151	324	存货周转率	0.81	1.68	2.72	2.61
归母净利润	-69	12	150	321	总资产周转率	0.07	0.12	0.30	0.47
每股收益(元)	-0.41	0.07	0.88	1.89	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.41	0.07	0.88	1.89
货币资金	828	698	529	477	每股净资产	10.34	10.24	11.12	13.00
交易性金融资产	41	41	41	41	估值比率				
应收票据及应收账款	55	78	219	400	PE	-48.77	287.04	22.54	10.49
预付款项	9	9	21	36	PB	1.91	1.93	1.78	1.52
存货	146	130	315	554	现金流量表				
流动资产合计	1106	983	1155	1543	净利润	-70	12	151	324
固定资产	512	575	633	676	折旧和摊销	67	80	92	105
在建工程	186	237	276	319	营运资本变动	62	-20	-228	-293
无形资产	32	35	36	38	其他	24	21	0	-5
非流动资产合计	827	926	1020	1104	经营活动现金流净额	82	93	15	132
资产总计	1933	1909	2175	2646	资本开支	-155	-197	-189	-191
短期借款	0	0	0	0	其他	-175	3	4	7
应付票据及应付账款	72	67	158	275	投资活动现金流净额	-330	-194	-185	-184
其他流动负债	22	19	43	73	股权融资	308	-28	0	0
流动负债合计	93	86	201	349	债务融资	0	0	0	0
其他	28	28	28	28	其他	-43	0	0	0
非流动负债合计	28	28	28	28	筹资活动现金流净额	265	-28	0	0
负债合计	121	114	230	377	现金及现金等价物净增加额	16	-130	-169	-52
股本	170	170	170	170					
资本公积金	1209	1209	1209	1209					
未分配利润	334	343	470	743					
少数股东权益	50	50	52	55					
其他	48	22	44	92					
所有者权益合计	1812	1794	1945	2270					
负债和所有者权益总计	1933	1909	2175	2646					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048