

需求复苏与国产替代共振，刻蚀硅龙头加速成长

公司评级：买入（首次覆盖）

核心要点：

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	11.20	7.2	45.7
绝对收益	16.6	6.0	51.6

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：王文瑞

证书编号：S0500523010001

Tel: (8621) 50293694

Email: wangwr2@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼湘财证券研
究所

□ 刻蚀用单晶硅龙头，产品进入中微、北方华创、LAM、东电电子等刻蚀设备龙头供应链

公司深耕半导体刻蚀用硅材料研发，产品技术竞争力强劲。公司已针对国内外客户的需求，形成大直径硅材料和刻蚀用硅零部件双主营产品格局。

公司大直径硅材料已进入美国泛林公司（Lam Research）、东电电子（Tokyo Electron Limited, TEL）等海外刻蚀机龙头供应链，年均出货量百万 mm 左右。

公司硅零部件业务聚焦国内市场，适配于国内刻蚀机设备原厂的需求，现已对中微公司、北方华创等设备企业实现批量出货，应用于中芯国际、长江存储等企业的产线上。受益于国产化替代快速推进，硅零部件产品进入快速放量期。

□ 需求复苏+设备国产化替代快速推进，公司业绩稳步上行

2025 年消费电子终端市场需求稳步复苏，全球半导体行业资本开支在时隔两年后再次恢复正增长，拉动刻蚀用硅零部件市场需求。根据电子工程特辑、IC insights 等机构预测，2025 年全球半导体行业资本支出额预计为 1600 亿美元；其中存储领域资本支出预计为 581 亿美元，年同比增长约 4%。晶圆代工厂资本支出年同比增长约 21%。

海外存储龙头资本开支增加叠加终端产品需求复苏，公司大直径硅材料产品市场出货增长态势延续，且利润率较高的 16 英寸营收占比逐年提升，大直径硅材料业务毛利率有望同步上行。根据 wind 数据显示，2024 年公司大直径硅材料业务营收为 1.74 亿元，同比增长 108.32%，毛利率为 63.85%，同比增长 13.73pcts；16 英寸以上高毛利产品营收占比提升至 51.61%。2025YQ1 公司大直径硅材料业务营收保持增长，客户订单规模持续扩大。

国内刻蚀机设备出货量逐年提升，带动公司刻蚀用硅零部件出货量快速增长。根据 wind 数据显示，2024 年公司硅零部件产品实现收入 11,849.41 万元，同比增长 214.82%。该业务毛利率为 39.55%，同比增长 3.14pcts。硅零部件产品出货量同比增长 168%。2025YQ1 公司硅零部件产品重点客户出货数量持续增加。

大尺寸硅片业务采取“防御战略”，根据市场需求合理定产，旨在达成研发验证和经济效率的最优平衡。公司前瞻性布局 8 英寸轻掺杂大尺寸硅片，产品市场定位为国内主利基型市场，形成差异化竞争。大尺寸硅片虽仍处于客户验证阶段，尚未实现创收，单业务产线折旧压力较高。但公司自 2023 年以来已调整该业务经营策略，根据市场需求进一步调减大尺寸硅片产量，合理定产，降低亏损。

投资建议

2025 年半导体下游手机、PC 需求稳步回暖，新兴需求领域 AI、AI 眼镜、AIOT 等方兴未艾，带动晶圆代工厂产能利用率稳步提升。刻蚀设备领域国产化替代快速推进，国产刻蚀机出货量提升。终端需求回暖叠加国产化替代推动公司刻蚀用大直径硅材料、刻蚀用硅零部件市场需求实现增长。我们预计 2025-2027 年公司的归母净利润为 128 百万元/221 百万元/278 百万元，归母净利润增速分别为 210.2%/73.3%/25.7%；2025-2027 年公司的 EPS 分别为 0.75 元/1.3 元/1.63 元。对应 2025 年 5 月 9 日的收盘价 28.64 元，公司 2025 年-2027 年的 PE 分别为 38.21 倍/22.04 倍/17.53 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

下游需求复苏进程不及预期，PC、手机市场复苏进程不及预期。国内晶圆厂新建产线投产进度不及预期。供给端多晶硅材料成本下行幅度不及预期。下游市场竞争加剧，公司主营产品价格超预期下调。

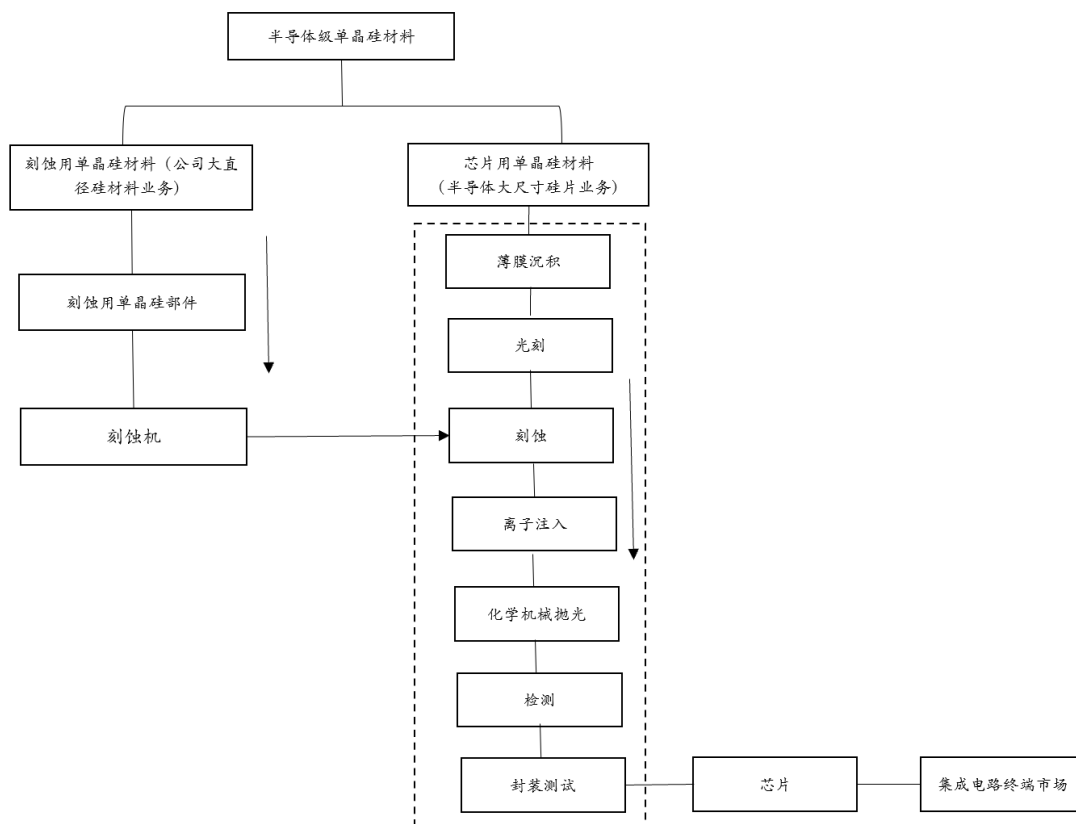
财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	303	485	690	856
同比	124.2%	60.2%	42.3%	24.0%
归母净利润	41	128	221	278
同比	159.5%	210.2%	73.3%	25.7%
毛利率	33.7%	42.9%	45.2%	45.0%
ROE	2.3%	6.7%	10.4%	11.6%
每股收益（元）	0.24	0.75	1.30	1.63
PE	118.53	38.21	22.04	17.53
EV/EBITDA	39.23	23.46	15.72	12.87

资料来源：天软、湘财证券研究所

1 深耕刻蚀用硅材料，公司产品进入全球头部设备厂供应链

锦州神工半导体有限公司（神工股份）成立于2013年，公司深耕集成电路刻蚀用单晶硅材料的研发和生产，已成长为业界领先的刻蚀用单晶硅材料供应商，已成功打入中微公司、北方华创、LAM、东电电子等刻蚀设备龙头的供应链。公司主营由大直径硅材料业务、硅零部件业务、半导体大尺寸硅片业务三类业务构成。

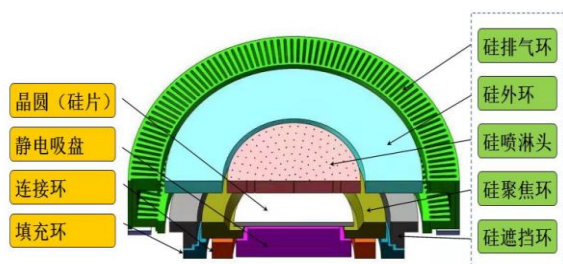
图 1 公司产品简介



资料来源：神工股份招股说明书、湘财证券研究所

大直径硅材料产品经过切片、精密加工、研磨等加工步骤后，制成刻蚀用单晶硅部件，置于刻蚀设备腔体中。硅零部件产品中的上电极和下电极与等离子体直接接触，消耗较快、需要定期更换，根据盾源聚芯的招股说明书显示上电极和下电极的更换频率通常为2-4周/次。

图 2 刻蚀用硅部件产品应用示意图



资料来源：盾源聚芯招股说明书、湘财证券研究所

图 3 刻蚀用硅部件应用简介

产品名称	简介
喷淋头、等离子分流盘（上电极）	干法刻蚀工艺下，加工过程中需要对上电极通电形成电磁场对等离子体进行加速和约束，并利用上电极表面均匀分布的喷射孔将工艺气体注入腔体内，进行分流处理。（消耗较快）
聚焦环、硅环（下电极）	干法刻蚀工艺下，下电极主要作为承载硅片的部件，同时也会通电形成电磁场对等离子体进行加速和约束。
外环	作为连接排气环和喷淋头的连接部件，受到等离子体刻蚀量较小
排气环	作为气体通道，为工艺气体/载气的进入和反应后的尾气排出提供通道

资料来源：盾源聚芯招股说明书、湘财证券研究所

神工股份在刻蚀用单晶硅材料的研发、生产领域具有较高的技术壁垒，产出良率，产品的参数一致性水平较高。公司大直径硅材料的尺寸范围涵盖 14 英寸至 22 英寸，可满足成熟制程、7nm 及以下先进制程等不同工艺制程的芯片刻蚀加工需求，材料纯度为 10 到 11 个 9。根据 wind 数据显示，截至 2024 年，公司大直径硅材料业务中，16 英寸以上高毛利大直径硅材料营收占比已超过 50%。

图 4 公司主要产品-硅零部件上电极



资料来源：神工股份招股说明书、湘财证券研究所

图 5 公司主要产品-硅零部件下电极

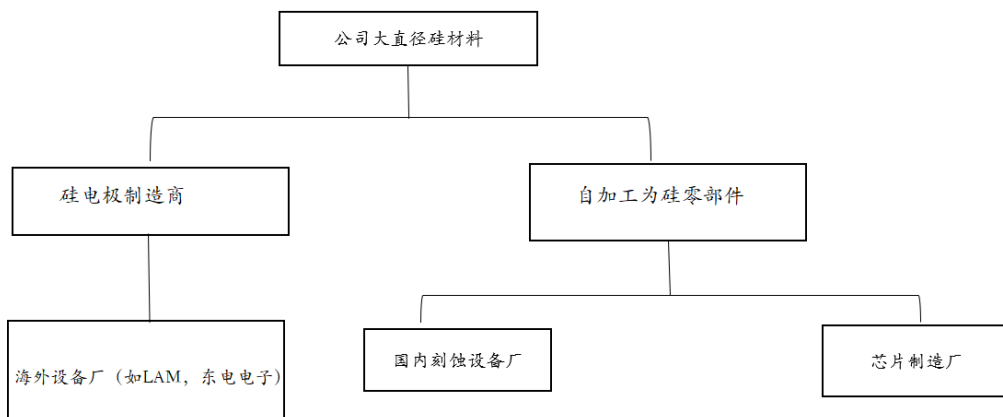


资料来源：神工股份招股说明书、湘财证券研究所

公司的客户主要为硅电极制造商、刻蚀设备厂两类，已进入海内外刻蚀机龙头企业供应链，以日韩客户为主。同时公司还为芯片制造厂商提供非原配品硅电极。大直径硅材料主要销往海外市场，客户囊括三菱材料、SK 化学、CoorsTek、HANA Materials 等刻蚀用硅电极制造商，硅电极制造商完成加工后将产品销售给国际知名刻蚀机设备，如美国泛林公司（Lam Research）、东电电子（Tokyo Electron Limited, TEL）等。

硅零部件业务主攻国内市场，适配于国内刻蚀机设备原厂的需求，适用于 12 英寸等离子刻蚀机。现已对中微公司、北方华创等设备企业实现批量出货，应用于中芯国际、长江存储等龙头公司的工艺产线上；在中国本土供应链安全建设中发挥独特作用。

图 6 公司下游客户分布



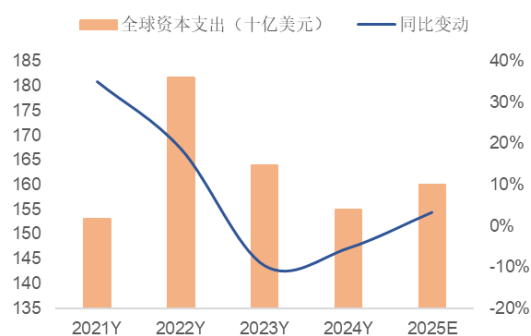
资料来源：神工股份招股说明书、湘财证券研究所

公司半导体大尺寸硅片业务定位清晰，近年来致力于半导体 8 英寸轻掺低缺陷抛光硅片的研发生产，产品市场定位为国内主利基型市场，形成差异化竞争，目前产品处于客户验证阶段。

2 半导体下游需求复苏+设备国产化，驱动公司业绩反弹

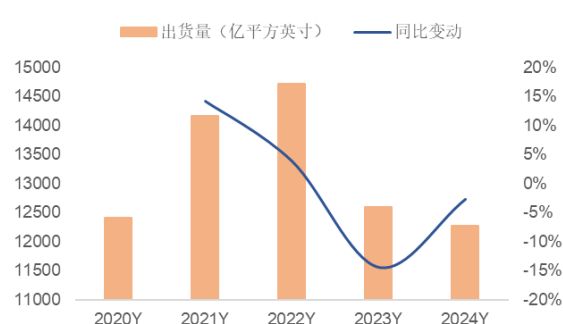
刻蚀用硅零部件作为刻蚀设备所需的耗材产品，主要受刻蚀设备的市场需求、半导体下游终端市场的需求变动影响。2023 年、2024 年受半导体行业终端需求疲软影响，全球半导体行业资本位于低位，行业供需失衡接近尾声，行业资本支出出现上行。

图 7 全球半导体行业资本支出



资料来源：电子工程专辑、IC insights、SC-IQ、湘财证券研究所

图 8 全球晶圆出货量

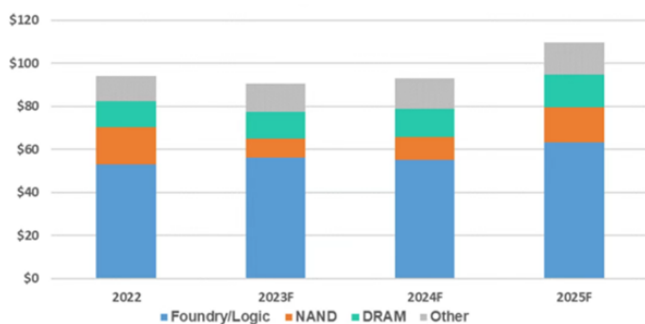


资料来源：SEMI、湘财证券研究所

此外，由于存储芯片（如 DRAM、NAND）以及 TSV（硅通孔）结构在制造过程中通常比模拟和传统逻辑电路需要更多的刻蚀步骤，存储领域龙头企业的 CAPX 支出和出货量对刻蚀机设备、刻蚀用零部件的需求影响更为显著。

- 根据 SEMI 披露的数据显示，Foundry 和 logic 应用的历年设备销售额占当年设备厂总收入约为 50%，DRAM 和 NAND 应用的历年设备销售额占设备厂总收入为 30% 左右。
- 存储芯片刻蚀需求简介：（1）3D NAND 结构复杂度高，需要刻蚀超过百层的氧化物/氮化物叠层（例如通孔刻蚀），其高深宽比（aspect ratio）刻蚀要求极高，如深宽比 60:1 甚至更高。多次刻蚀用于形成堆叠结构中的存储单元、字线/位线接触、通孔等。
（2）DRAM：为获得细节结构，会使用 ALD+ 刻蚀反复形成阶梯型或杯状结构。
- TSV 结构刻蚀需求简介：TSV 是一种垂直穿透整个硅片的连接结构，其刻蚀深度常在几十微米以上，刻蚀步骤非常关键。TSV 结构多次刻蚀与沉积交替进行：需要刻蚀孔 → 衬底隔离 → 金属填充，多个刻蚀步骤嵌套进行。

图 9 半导体设备销售额（按应用划分）



资料来源：SEMI、湘财证券研究所

图 10 150 k/月假定产能下各个工艺区设备数量占比

工艺分区/技术节点	32 L	64 L	128 L
Litho	5.3%	5.4%	4.0%
Etch	34.9%	41.0%	48.4%
IMP	3.5%	3.0%	2.0%
Diff	15.0%	12.8%	8.9%
TF	24.8%	22.6%	23.1%
CMP	9.2%	8.8%	8.6%
WET	7.3%	6.4%	5.0%

资料来源：《3D NAND 存储芯片刻蚀设备选型和数量配置研究》、湘财证券研究所

2023 年受下游需求不振影响，存储公司资本支出缩减到 551 亿美元，同比下滑 19%。晶圆代工厂资本支出同比下滑 3%。2023 年全球存储器市场规模同比下滑 28.9%。

表 1 半导体分行业开支

公司/类别	2021 (US\$ Billion)	2022 (US\$ Billion)	2023 (US\$ Billion)	2024 (US\$ Billion)	2025 (US\$ Billion)
存储公司 (Memory Companies)	59.1	68.1	55.1	55.7	58.1
Samsung	38.1	40.2	37	33.9	30.3
Micron (FYE Sep.)	11.7	15.9	7	8.1	14
SK Hynix	9.7	12	6.4	11.7	11.2
Others			4.6	2	2.5
晶圆代工厂 (Foundries)	37.9	48.8	47.4	43.4	52.4
TSMC	30	36.3	32	29.8	40
SMIC	4.3	6.4	7.5	7.3	7.3
UMC	1.8	3.1	3	2.9	1.8
GlobalFoundries	1.8	3.1	1.8	0.6	0.7
Others			3.1	2.8	2.6
IDMs	26.4	33.6	61.5	55.9	49.5
Intel	20.3	24.8	25.8	25.1	20
Texas Instruments	2.5	2.8	5.1	4.8	5
STMicroelectronics	1.8	3.5	4.1	2.5	2.3
Infineon (FYE Sep.)	1.8	2.4	3.2	3	2.7
Others	29.4	31.2	23.3	20.5	19.6
Total SC CapEx	153.1	181.7	164	155	160

资料来源：电子工程专辑、IC insights、SC-IQ、湘财证券研究所

表 2 半导体分产品市场规模

地区/产品类别	2023 (百万美元)	2024 (百万美元)	2025 (百万美元)	2023 年同比增长 (%)	2024 年同比增长 (%)	2025 年同比增长 (%)
集成电路 (Integrated Circuits)	428,442	534,499	600,069	-9.7	24.8	12.3
模拟 (Analog)	81,225	79,433	83,157	-8.7	-2.2	4.7
微控制器 (Micro)	76,340	79,291	83,723	-3.5	3.9	5.6
逻辑 (Logic)	178,589	208,723	243,782	1.1	16.9	16.8
存储器 (Memory)	92,288	167,053	189,407	-28.9	81	13.4

资料来源：WSTS、湘财证券研究所

根据 wind 数据显示,2023 年公司总营收为 1.35 亿元,同比下滑 74.96%。公司毛利率为-0.84%。主要系半导体终端市场需求不振叠加大尺寸硅片业务产线进入折旧高企。2023 年公司已着手进行排产计划优化,实现研发验证和经济效益的最优平衡,降低大尺寸硅片业务对于公司盈利能力的影响。

- 存储巨头及各大 Foundry 厂产能利用率下滑且降低了 Capex 支出,导致公司大直径硅材料业务订单下滑。大直径硅材料业务营收同比下滑 82.45%,毛利率为 50.12%,同比降低 7.75pcts。
- 硅零部件正处于国内客户验证期,批量订单增长但毛利率仍处于低位;根据 wind 数据显示,2023 年硅零部件业务营收同比增长 166%,毛利率为 36.41%,同比增长 11.87pcts。
- 半导体大尺寸硅片业务进入客户验证阶段,尚未产生收入,大尺寸硅片业务产线折旧大幅增加了公司的制造费用。根据 wind 数据显示,2023 年公司半导体大尺寸硅片营收同比下滑 33.41%;毛利率受折旧影响为-216.46%。

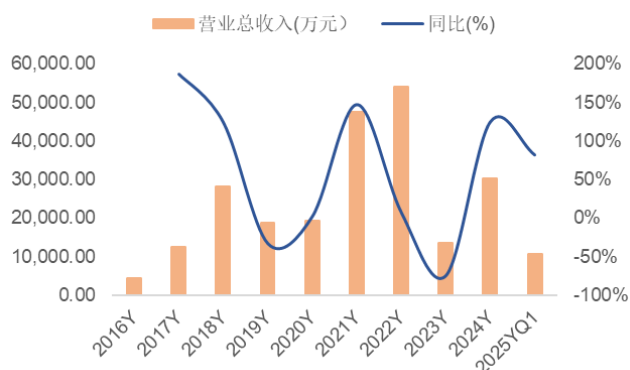
根据 wind 数据显示,2024 年公司营收为 3.03 亿元,同比增长 124.19%;公司毛利率为 52.14%;主要系下游市场回暖拉动大直径硅材料出货量,国内市场国产化替代推动刻蚀机国产化率提升,且国内晶圆厂产线陆续投入生产、刻蚀机设备进入批量进场阶段,显著提振硅零部件业务盈利表现。大尺寸硅片业务持续推进排产计划的优化和工艺优化。

- 根据 wind 数据显示,公司大直径硅材料业务营收为 1.74 亿元,同比增长 108.32%;毛利率为 63.85%,同比增长 13.73pcts。大直径硅材料业务生产情况稳定,产能逐步提升中;产品结构继续优化升级;利润率较高的 16 英寸营收占比持续提升,带动公司大直径硅材料业务毛利率稳步上行。

- 根据 wind 数据显示，公司硅零部件产品实现收入 11,849.41 万元，同比增长 214.82%。该业务毛利率为 39.55%，同比增长 3.14pcts。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，能够满足等离子刻蚀设备原厂不断提升的技术升级要求。公司产品的应用，已经从研发机型扩展至成熟量产机型。
- 根据 wind 数据显示，半导体大尺寸硅片实现收入 702.14 万元，同比下滑 14.98%；公司根据市场需求进一步调减大尺寸硅片产量，合理定产。大尺寸硅片业务毛利率为 -25.56%，毛利率同比增加 190.9pcts。系销售上年库存、存货跌价转销的影响所致。

2025 年半导体下游终端市场需求持续回暖，存储领域 HBM、3D NAND 出货量进一步提升，驱动公司大直径业务客户订单上行。硅零部件受益于国产刻蚀机出货量持续增加带动，营收持续上行，营收占比进一步提升。2025 YQ1，公司实现营业收入 10,584.43 万元，较上年同期增长 81.49%；公司毛利率为 39.68%，环比 3.4pcts。

图 11 2016Y-2025YQ1 神工股份营收



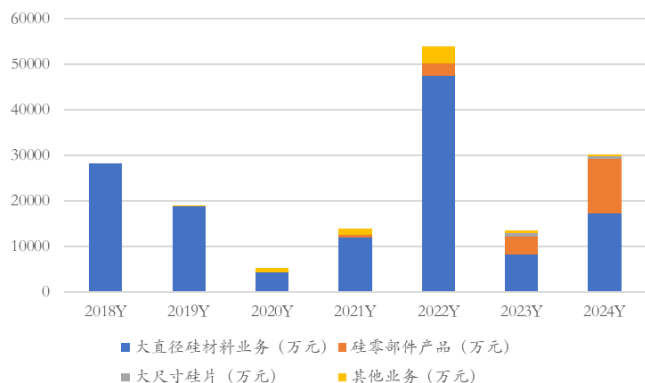
资料来源：wind、湘财证券研究所

图 12 2016Y-2025YQ1 神工股份毛利率



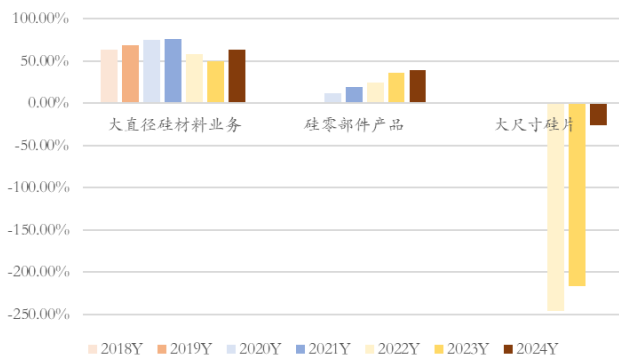
资料来源：wind、湘财证券研究所

图 13 2016Y-2025YQ1 神工股份分业务营收



资料来源：wind、湘财证券研究所

图 14 2016Y-2025YQ1 神工股份分业务毛利率

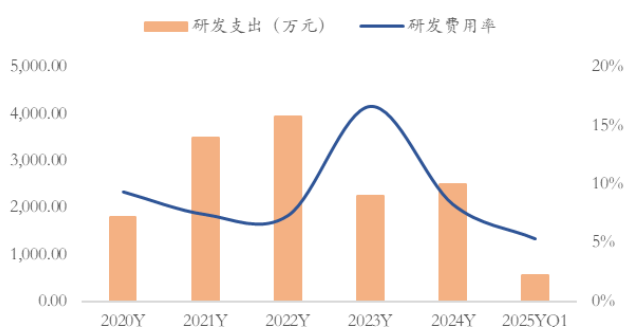


资料来源：wind、湘财证券研究所

2024 年受公司开拓国内市场及部分产品送样验证影响，公司销售费用同比增长 38.6%，2025YQ1 公司销售费用同比增长 63.5%。公司管理费用支出稳定，2023 年受营收大幅下行影响，管理费用率提升至 27.57%，2024 年管理费用率回落至 12.02%，2025YQ1 管理费用率为 6.25%。

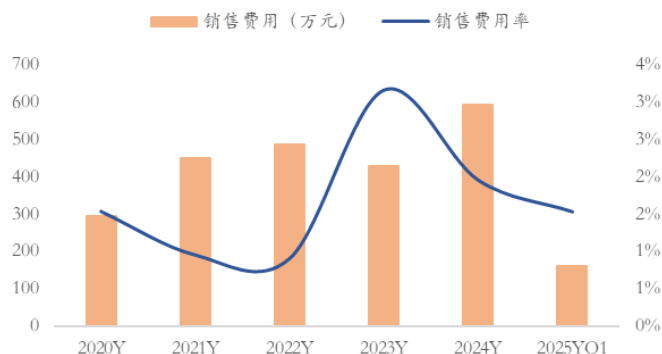
公司从 2024 年已优化排产计划，调降半导体大尺寸硅片产量，将存货控制在合理范围内。公司资产减值损失主要由存货跌价准备构成，2023 年公司大尺寸硅片存货消化较慢，造成计提存货跌价准备为 3,042.37 万元。2024 年受公司销售库存大尺寸硅片，出现存货转回。

图 15 2016Y-2025YQ1 神工股份研发支出及占比



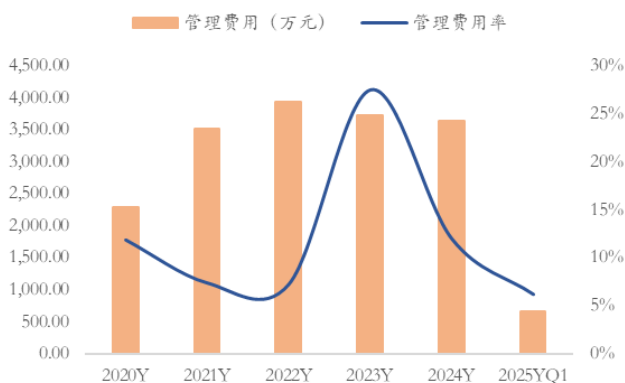
资料来源：wind、湘财证券研究所

图 16 2016Y-2025YQ1 神工股份销售费用



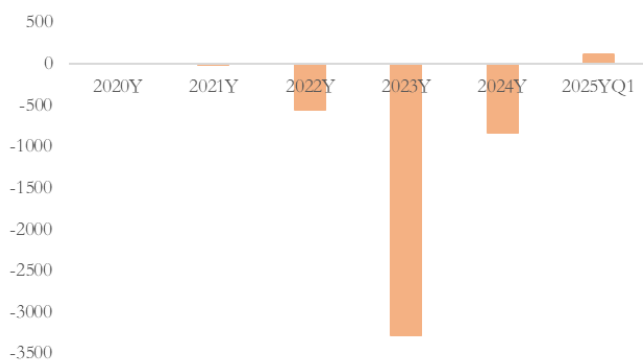
资料来源：wind、湘财证券研究所

图 17 2016Y-2025YQ1 神工股份管理费用及支出



资料来源：wind、湘财证券研究所

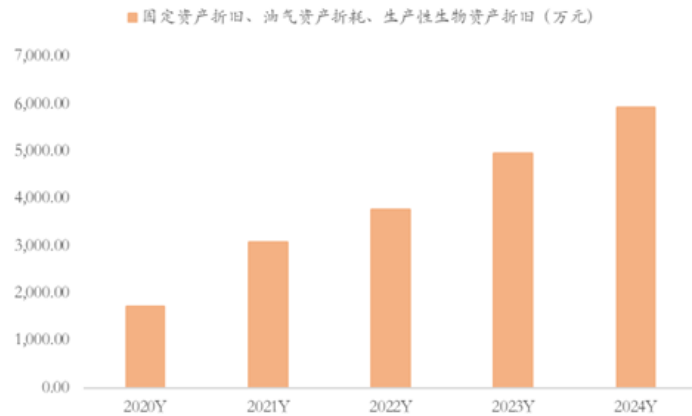
图 18 2016Y-2025YQ1 神工股份资产减值损失



资料来源：wind、湘财证券研究所

公司固定资产折旧和停工损失均主要受大尺寸硅片业务影响。公司大尺寸硅片产品尚处在认证阶段，产品的销售价格无法覆盖单位成本，但大尺寸硅片业务的经营策略已转为“防御战略”，影响可控。

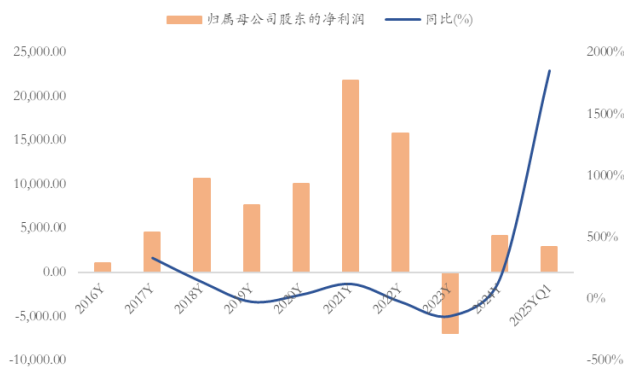
图 19 2016Y-2025YQ1 神工股份固定资产折旧



资料来源：wind、湘财证券研究所

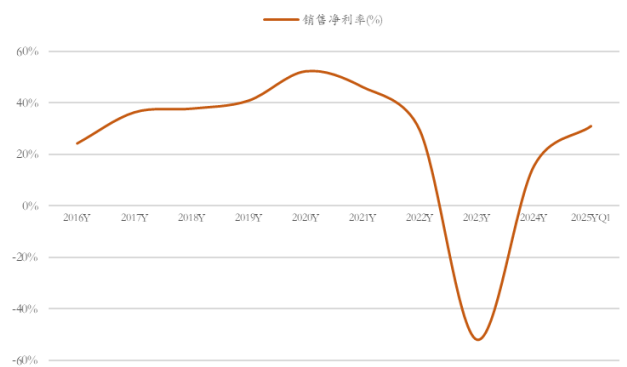
公司积极拓展市场，下游市场需求回暖叠加国产化替代，推动公司利润稳步上行。根据 wind 数据，2023 年受营收下滑，叠加大尺寸硅片业务折旧、存货跌价准备较高影响，公司出现小幅亏损。2024 年公司归母净利润为 4115.07 万元。2025YQ1 公司归母净利润为 2851.07 万元，同比增长 1850.7%。

图 20 2016Y-2025YQ1 神工股份归母净利润



资料来源：wind、湘财证券研究所

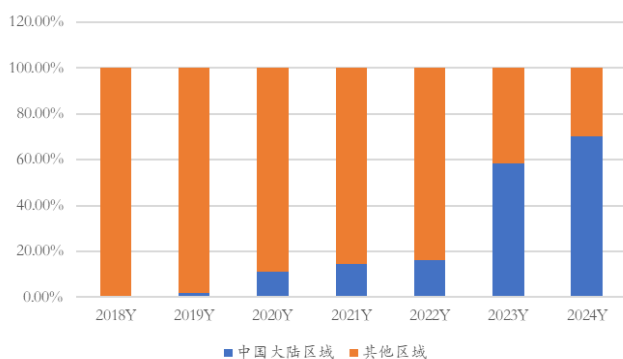
图 21 2016Y-2025YQ1 神工股份销售净利润率



资料来源：wind、湘财证券研究所

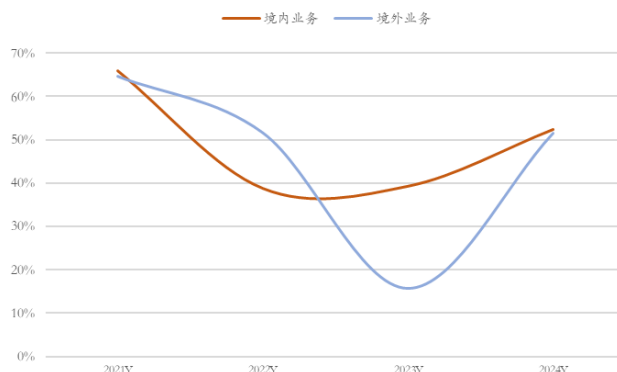
公司分区域营收的变动就是半导体产业国产化进程快速推进的一个缩影。根据 wind 数据显示，2019 年公司国内市场收入占比仅为 1.9%，2024 年国内收入占比已提升至 70.17%；2024 年公司国内市场毛利率为 52.37%，同比提升 13.09pcts。2019 年之前公司的营收主要来自于海外市场，2019 年至今，公司积极培育国内市场，成为国内晶圆厂的二供厂商及头部设备厂的供应商；2022 年至 2024 年受国内刻蚀机设备密集入场带动，公司的国产化收入占比显著提升。根据 wind 数据显示，2024 年公司国内市场收入为 2.12 亿元，国内市场占公司总营收的比例高达 70.17%。

图 22 2016Y-2025YQ1 神工股份分区域营收占比



资料来源：wind、湘财证券研究所

图 23 2016Y-2025YQ1 神工股份分区域毛利率



资料来源：wind、湘财证券研究所

3 盈利预期与估值

2025 年半导体下游手机、PC 需求稳步回暖，新兴需求领域 AI、AI 眼镜、AIOT 等方兴未艾，带动晶圆代工厂产能利用率稳步提升。刻蚀设备领域国产化替代快速推进，国产刻蚀机出货量提升。终端需求回暖叠加国产化替代推动公司刻蚀用大直径硅材料、刻蚀用硅零部件市场需求实现增长。我们预计 2025-2027 年公司的归母净利润为 128 百万元/221 百万元/278 百万元，归母净利润增速分别为 210.2%/73.3%/25.7%；2025-2027 年公司的 EPS 分别为 0.75 元/1.3 元/1.63 元。对应 2025 年 5 月 9 日的收盘价 28.64 元，公司 2025 年-2027 年的 PE 分别为 38.21 倍/22.04 倍/17.53 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 3 财务和估值数据摘要

单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	303	485	690	856
同比(%)	124.2%	60.2%	42.3%	24.0%
归属母公司净利润	41	128	221	278
同比(%)	159.5%	210.2%	73.3%	25.7%
毛利率(%)	33.7%	42.9%	45.2%	45.0%
ROE(%)	2.3%	6.7%	10.4%	11.6%
每股收益(元)	0.24	0.75	1.30	1.63
P/E	118.53	38.21	22.04	17.53
P/B	2.72	2.56	2.30	2.03
EV/EBITDA	39.23	23.46	15.72	12.87

资料来源：天软、湘财证券研究所

4 风险提示

下游需求复苏进程不及预期，PC、手机市场复苏进程不及预期。国内晶圆厂新建产线投产进度不及预期。供给端多晶硅材料成本下行幅度不及预期。下游市场竞争加剧，公司主营产品价格超预期下调。

附表 1 神工股份财务报表以及相应指标

利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	135	303	485	690	856	经营活动现金流	82	173	255	279	271
营业成本	135	201	277	378	470	净利润	-70	47	137	221	278
税金及附加	3	3	3	4	5	资产减值准备	33	8	-17	6	-6
销售费用	4	6	8	9	11	折旧摊销	67	77	52	52	52
管理费用	37	36	38	40	41	财务费用	3	0	-12	-12	-12
研发费用	22	25	29	32	38	投资损失	-0	-1	-1	-1	-1
财务费用	-7	-15	-12	-12	-12	营运资金变动	43	29	119	14	-37
信用减值损失	-3	4	0	0	0	其他经营现金流	7	13	-22	-0	-2
资产减值损失	-33	-8	2	0	0	投资活动现金流	-330	-455	87	31	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	资本支出	155	124	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1	长期投资	176	335	-30	-30	-30
营业利润	-91	52	152	246	309	其他投资现金流	1	4	57	1	1
营业外收入	0	0	0	0	0	筹资活动现金流	265	-15	0	12	12
营业外支出	0	0	0	0	0	短期借款	0	0	0	0	0
利润总额	-91	53	152	246	309	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	-21	6	15	25	31	普通股增加	10	0	0	0	0
净利润	-70	47	137	221	278	资本公积增加	281	0	0	0	0
少数股东损益	-1	6	9	0	0	其他筹资现金流	-26	-15	0	12	12
归属母公司净利润	-69	41	128	221	278	现金净增加额	16	-298	342	322	315
EBITDA	-32	114	191	285	348	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EPS (元)	-0.41	0.24	0.75	1.30	1.63	成长能力					
资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营业收入	-75.0%	124.2%	60.2%	42.3%	24.0%
流动资产	1106	1134	1287	1612	1991	营业利润	-151.2%	157.7%	189.1%	62.1%	25.8%
货币资金	828	296	639	961	1275	归属母公司净利润	-143.7%	159.5%	210.2%	73.3%	25.7%
应收账款	52	92	95	139	185	获利能力					
其他应收款	1	1	5	7	10	毛利率(%)	0.1%	33.7%	42.9%	45.2%	45.0%
预付账款	9	12	21	29	36	净利率(%)	-51.2%	13.6%	26.3%	32.1%	32.5%
存货	146	110	277	227	235	ROE(%)	-3.9%	2.3%	6.7%	10.4%	11.6%
其他流动资产	69	623	250	250	250	ROIC(%)	-7.9%	2.3%	9.6%	17.0%	21.8%
非流动资产	827	859	803	722	642	偿债能力					
长期股权投资	0	0	-30	-60	-90	资产负债率(%)	6.3%	7.2%	5.8%	6.1%	6.2%
固定资产	512	611	566	515	463	流动比率	11.86	11.43	16.19	15.77	16.17
在建工程	186	121	121	121	121	速动比率	10.29	10.32	12.70	13.55	14.26
无形资产	32	52	52	52	52	利息保障倍数	-406.96	574.40	-	-	-
其他非流动资产	98	74	93	94	95	营运能力					
资产总计	1933	1993	2090	2334	2633	总资产周转率	0.07	0.15	0.24	0.31	0.34
流动负债	93	99	79	102	123	应收账款周转率	1.65	3.89	4.58	4.90	4.62
短期借款	0	0	0	0	0	存货周转率	0.72	1.26	1.34	1.50	2.04
应付账款	40	47	63	85	106	每股指标 (元)					
其他流动负债	54	52	17	17	17	每股收益(最新摊薄)	-0.41	0.24	0.75	1.30	1.63
非流动负债	28	44	41	41	41	每股经营现金流(最	0.48	1.02	1.50	1.64	1.59
长期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	10.34	10.53	11.18	12.48	14.11
其他非流动负债	28	44	41	41	41	估值比率					
负债合计	121	144	121	143	164	P/E	-70.58	118.53	38.21	22.04	17.53
归属母公司股东权益	1762	1793	1904	2125	2404	P/B	2.77	2.72	2.56	2.30	2.03
股本	170	170	170	170	170	EV/EBITDA	-142.25	39.23	23.46	15.72	12.87
资本公积	1209	1209	1209	1209	1209						
留存收益	401	442	557	778	1056						
少数股东权益	50	56	65	65	65						
负债和股东权益	1933	1993	2090	2334	2633						

资料来源：Wind，湘财证券研究所

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并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。