

神工股份（688233.SH）

一季度业绩同比高增，半导体硅电极持续放量

优于大市

核心观点

1Q25 营收同比增长 81.49%，归母净利润同比增长 1850.70%。公司发布 2025 年第一季度报告，实现营收 1.06 亿元 (YoY +81.49%，QoQ +19.44%)，归母净利润 0.28 亿元 (YoY +1850.70%，QoQ +108.64%)，综合毛利率达到 39.68%。公司业绩实现同环比增长，主要受益于下游晶圆厂驱动大直径硅材料销售额增长，同时公司硅零部件产品聚焦国内市场，配合重点设备和景园厂商研发新产品，并逐步转为量产订单，推动硅零部件产品出货量持续提升。

2024 年营收同比增长 124.19%，归母净利润实现扭亏为盈。24 年公司实现营收 3.03 亿元，实现归母净利润 4115 万元，较 23 年同期亏损 6911 万元实现扭亏为盈。分业务来看，24 年公司大直径硅材料业务实现销售收入 1.74 亿元，同比增长 108.32%，毛利率达到 63.85%，盈利能力显著修复。第二成长曲线硅零部件业务实现营收 1.18 亿元，同比增长 214.82%，占总营收接近 40%，成为公司业绩增长的重要引擎。硅片业务方面，公司实现营收 702 万元，同比下降 14.98%，主要系硅片产品仍处于客户认证阶段，整体认证周期较长导致，公司在积极推进主流晶圆厂的评估认证工作同时，尽可能优化排产计划，严格管理库存，减少硅片业务造成的亏损。

大直径硅材料需求回暖优化结构，硅电极订单饱满持续扩产。大直径硅材料作为公司的传统主业，具备较强盈利能力，当前半导体周期向上推动需求趋势逐步恢复。同时，伴随国内零部件客户需求起量，整体销售结构实现优化。目前国内具备大尺寸单晶硅稳定量产能力的厂商有限，公司凭借自身技术 know-how 与优异的成本管控能力，在行业内处于领先地位。硅零部件业务方面，受益于国内半导体设备国产化进程加速及本土晶圆厂产能扩张与国产替代带来的需求拉动，公司积极配合推动 12 英寸等离子刻蚀机用硅零部件产品，目前已经入长江存储、北方华创等主流晶圆厂和设备制造商。此外，公司开拓 SiC 相关新材料业务，在研 SiC 涂层、SiC bulk 等，可用于 SiC 舟、SiC 电极涂层、炉管、外延组件、MOCVD 外延托盘等。

投资建议：我们看好公司在半导体大直径硅材料领域的竞争力，同时第二成长曲线有望带动公司业绩稳步增长。我们预计 2025-2027 年公司营收同比增长至 4.98/7.02/10 亿元，归母净利润 0.98/2.05/3.22 亿元。通过盈利预测与假设，预计公司合理估值 58.8-63.7 亿元，相对目前股价有 25.1%-35.5% 溢价，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：半导体行业周期性波动风险；原材料采购价格上涨风险；新产品客户验证导入不及预期风险；硅片业务客户认证及盈利改善不及预期风险；市场竞争加剧导致毛利率下滑风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	135	303	498	702	1,000
(+/-%)	-75.0%	124.2%	64.4%	41.1%	42.3%
净利润(百万元)	-69	41	98	205	322
(+/-%)	-143.7%	159.5%	138.7%	108.5%	57.4%
每股收益(元)	-0.41	0.24	0.58	1.20	1.89
EBIT Margin	-49.3%	10.6%	26.2%	26.3%	27.5%
净资产收益率 (ROE)	-3.9%	2.3%	5.2%	9.8%	13.3%
市盈率 (PE)	-65.0	109.2	45.8	21.9	13.9
EV/EBITDA	-306.6	50.0	24.2	19.1	14.8
市净率 (PB)	2.55	2.51	2.38	2.14	1.86

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

联系人：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	34.59 - 37.47 元
收盘价	26.39 元
总市值/流通市值	4494/4494 百万元
52 周最高价/最低价	30.65/13.64 元
近 3 个月日均成交额	114.15 百万元

市场走势



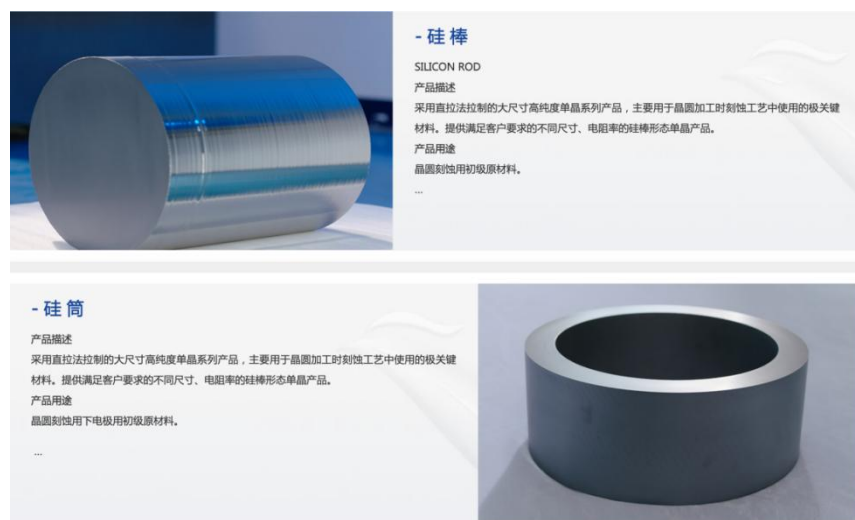
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

深耕大直径硅材料，硅电极开拓第二成长曲线

以硅为代表的半导体脆性材料公司。公司于 2013 年 7 月在辽宁省锦州市成立，专注于集成电路刻蚀用单晶硅材料的研发、生产和销售。2020 年 2 月，公司在上海证券交易所科创板成功发行上市。在立足刻蚀设备用大直径单晶硅材料主业的同时，公司积极向下游拓展硅电极零部件，包括上电极、下电极等多种产品形态，实现刻蚀设备零部件国产化自主可控，打开公司第二成长曲线。此外，公司同时利用 IPO 募集资金，深入布局 8 英寸轻掺低缺陷硅片，规划二期共计 15 万片/月的硅片产能，对标海外硅片龙头信越化学，研发布局超平坦硅片、氩气退火片等特殊工艺轻掺硅片。

图 1：公司主业大直径硅材料包括硅棒和硅筒等



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

截至 2025 年一季度末，公司处于无实际控制人状态，第一大股东是更多亮照明有限公司，持股比例为 21.73%。公司共有 3 家全资子公司，3 家间接控股子公司和 1 家控股子公司。其中，锦州精合半导体有限公司与福建精工半导体有限公司两家间接控股子公司，分别在辽宁总部和福建负责半导体硅零部件加工，锦州精辰半导体有限公司负责部分 SiC 新兴材料业务的研发、生产和销售等。

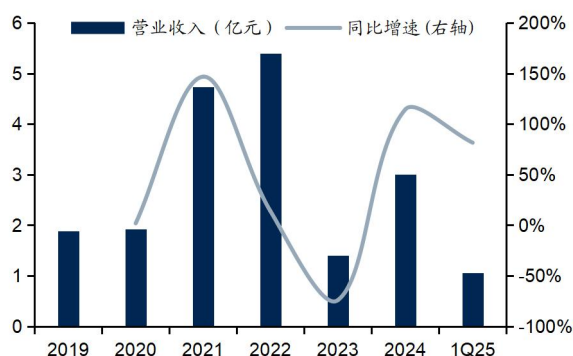
表 1：神工股份前十大股东明细（截至 2025 年一季度）

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	期末参考市值(亿元)
1	更多亮照明有限公司	37,003,560	21.73	8.66
2	矽康半导体科技(上海)有限公司	35,550,301	20.87	8.32
3	北京航天科工军民融合科技成果转化创业投资基金(有限合伙)	7,641,705	4.49	1.79
4	温州晶励企业管理合伙企业(有限合伙)	2,873,733	1.69	0.67
5	626 投资控股有限公司	2,338,965	1.37	0.55
6	睿郡有孚 1 号私募证券投资基金	949,771	0.56	0.22
7	睿郡有孚 3 号私募证券投资基金	814,345	0.48	0.19
8	王进平	800,000	0.47	0.19
9	恒德锦绣 1 号私募证券投资基金	691,600	0.41	0.16
10	马焕文	580,000	0.34	0.14
	合计	89,243,980	52.41	20.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2019-2024 年收入 CAGR 为 8.9%，2025 一季度同比增长 81.49%。公司在 2021 年受益于半导体行业的高景气，海外客户订单大幅增长，推动 2021 年收入同比增长 146.69%，创下历史新高。而 2022 至 2023 年行业进入去库存周期，尤其 2023 年公司收入大幅下滑 74.96% 至 1.35 亿元。随后，伴随主业大直径硅材料业务逐步企稳，且硅零部件业务逐步起量，2024 年公司营收同比增长 124.19% 至 3.03 亿元，其中大直径硅材料营收 1.74 亿元，同比增长 108.32%；硅零部件营收 1.18 亿元，同比增长 214.82%；硅片营收 702 万元，同比下滑 14.98%。1Q25 公司实现营业收入 1.06 亿元，同比增长 81.49%，环比增长 19.44%。

图2：公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

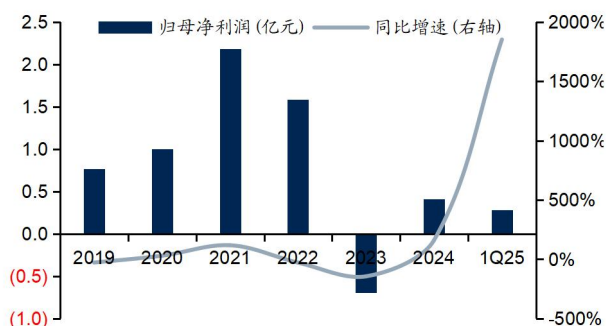
图3：公司分季度营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

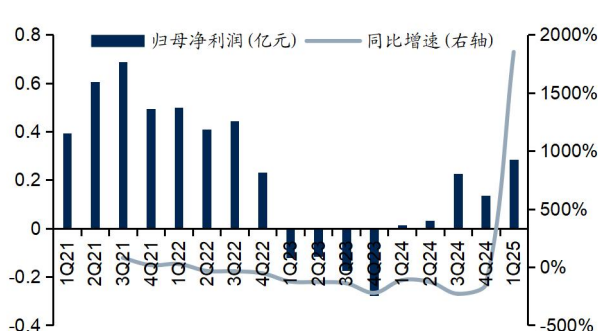
2019-2024 年归母净利润 CAGR 为-11.8%，2025 一季度同比增长 1850.70%。公司归母净利润与营收相似，受半导体周期影响 2022-2023 年负增长，2023 年因受高价原材料库存和硅片产线停工损失等影响，当年亏损达到 0.69 亿元。但伴随周期复苏与硅电极业务逐步起量，2024 年公司利润快速转正，实现盈利 0.41 亿元。1Q25 公司实现归母净利润 0.28 亿元，同比增长 1850.70%，环比增长 108.64%。

图4：公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司分季度归母净利润及增速（亿元，%）

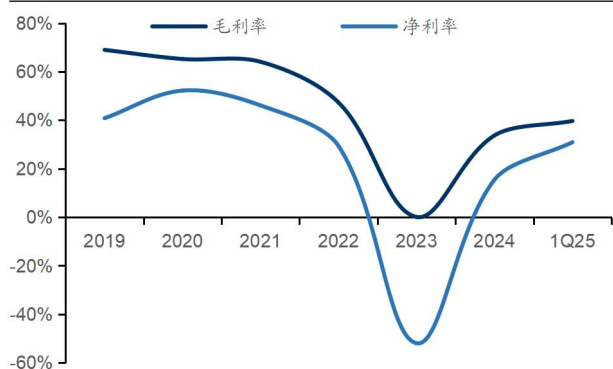


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率探底回升，硅材料毛利率高于硅零部件毛利率。公司综合毛利率从 2019 年的 68.99% 逐年下降至 2023 年的 0.09%，2024 已恢复至 33.69%，2025 年一季度公司毛利率进一步改善至 39.68%。其中，2024 年大直径硅材料毛利率同比增加 13.73 个百分点至 63.85%；硅零部件毛利率同比增加 3.14 个百分点至 39.55%；硅片业务由于尚未形成批量生产，产能利用率不高，毛利率为-25.56%。2023 年公司毛利率下降主要是由于电子级多晶硅等原材料价格上涨，且产能利用率较低

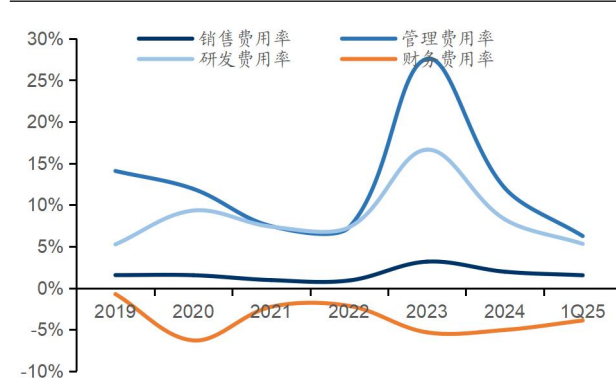
等原因。

图6：公司毛利率和净利率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司主要期间费率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

公司定位半导体脆性材料公司，当前主要集中于硅材料相关半导体业务。在集成电路刻蚀用单晶硅材料领域，公司高品质的单晶硅材料，进入国际先进半导体材料产业链体系，处于行业领先地位。工艺技术方面，公司无磁场大直径单晶硅制造技术、固液共存界面控制技术、热场尺寸优化工艺等技术均已处于国际先进水平。此外，以硅电极为代表的硅零部件业务作为公司的第二成长曲线，目前已实现稳定量产出货，在手订单饱满，带动公司业绩稳健增长。硅片业务方面，公司布局 8 英寸轻掺低缺陷硅片，对标海外硅片龙头信越化学，未来目标实现国产高端硅片的进口替代。公司盈利预测假设条件如下：

大直径刻蚀用硅材料：2024 年公司大直径刻蚀用硅材料业务实现收入 1.74 亿元，同比增长 108.3%，毛利率为 63.9%。大直径硅材料作为公司的传统主业，具备较强盈利能力，当前半导体周期向上推动需求趋势逐步恢复。同时，伴随国内零部件客户需求起量，整体销售结构实现优化。我们预计 2025-2027 年大直径刻蚀用硅材料业务收入同比增长 84.7%/109.1%/140.4%至 2.42/3.12/4.01 亿元，毛利率分别为 65.0%/65.0%/65.0%。

硅零部件业务：2024 年公司硅零部件业务实现收入 1.18 亿元，同比增长 214.8%，毛利率为 39.6%。公司硅零部件业务订单饱满，受益于国内半导体设备国产化进程加速及本土晶圆厂产能扩张与国产替代带来的需求拉动，未来有望维持高速增长。我们预计 2025-2027 年硅零部件收入同比增长 106%/54.5%/54.5%至 2.44/3.77/5.83 亿元，毛利率分别为 40.0%/38.0%/38.0%。

硅片业务：2024 年公司硅片业务实现收入 0.07 亿元，公司布局 8 英寸轻掺低缺陷硅片，对标海外硅片龙头信越化学。由于硅片验证周期较长，公司硅片产线采用精细化管理，部分产能暂停生产持续带来停工损失。我们预计 2025-2027 年硅片业务收入同比增长 21.2%/21.2%/21.2%至 0.09/0.1/0.13 亿元。

表2：公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
大直径刻蚀用硅材料						
收入（百万元）	476.1	83.6	174.0	242.0	311.6	401.2
增速	4.9%	-82.5%	108.3%	39.1%	28.8%	28.8%
成本（百万元）	284.3	134.9	62.9	84.7	109.1	140.4
毛利率	57.9%	50.1%	63.9%	65.0%	65.0%	65.0%
硅零部件						
收入（百万元）	14.2	37.6	118.5	244.1	377.1	582.7
增速		166.0%	214.8%	106.0%	54.5%	54.5%
成本（百万元）	10.7	23.9	71.6	146.5	233.8	361.3
毛利率	24.6%	36.4%	39.6%	40.0%	38.0%	38.0%
硅片						
收入（百万元）	12.4	8.3	7.0	8.5	10.3	12.5
增速	362.2%	-33.4%	-15.0%	21.2%	21.2%	21.2%
成本（百万元）	42.9	26.1	8.8	9.4	11.3	13.8
毛利率	-246.3%	-216.3%	-25.6%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
其他业务						
收入（百万元）	36.6	5.6	3.2	3.2	3.2	3.2
增速	157.2%	-84.7%	-43.3%	0.0%	0.0%	0.0%
成本（百万元）	30.1	4.4	2.7	2.7	2.7	2.7
毛利率	17.7%	21.6%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
停工损失						
成本（百万元）		38.8	54.7	60.0	60.0	60.0

合计						
收入（百万元）	508.3	135.0	302.7	497.8	702.2	999.5
增速	13.8%	-75.0%	124.2%	64.4%	41.1%	42.3%
成本（百万元）	284.3	134.9	200.7	303.2	416.9	578.1
毛利率	47.3%	0.1%	33.7%	39.1%	40.6%	42.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来3年公司营业收入分别为4.98/7.02/10.00亿元，同比增加64.4%/41.1%/42.3%，毛利率分别为39.1%/40.6%/42.2%。

未来3年业绩预测

销售费率：随着半导体周期上行和公司收入增长，我们认为销售费率将逐步下降，假设2025-2027年销售费率分别为1.5%/1.5%/1.0%。

管理费率：随着半导体周期上行和公司收入增长，我们认为管理费率将保持稳定，假设2025-2027年管理费率分别为6.0%/6.0%/6.0%。

研发费率：随着半导体周期上行和公司收入增长，我们认为研发费率将保持稳定，假设2025-2027年研发费率分别为5.0%/5.0%/5.0%。

表3：公司未来3年盈利预测表（单位：百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	135	303	498	702	1,000
YoY	-75.0%	124.2%	64.4%	41.1%	42.3%
销售费用	4	6	7	11	10
管理费用	37	36	32	44	62
研发费用	22	25	25	35	60
财务费用	(7)	(15)	(7)	(3)	7
营业利润	(91)	52	125	261	411
利润总额	(91)	53	125	261	411
归母净利润	-69	41	98	205	322
YoY	-143.7%	159.5%	138.7%	108.5%	57.4%
EPS（元）	-0.41	0.24	0.58	1.20	1.89
ROE（%）	-4%	2%	5%	10%	13%

综上所述，我们预计2025-2027年公司营业收入同比增长64.4%/41.1%/42.3%至4.98/7.02/10.00亿元，对应归母净利润同比增长138.7%/108.8%/57.4%至0.98/2.05/3.22亿元。

盈利预测的情景分析

对盈利预测进行情景分析，以前述假设为中性预测，乐观预测将营收增速和毛利率、股利分配率分别提高5%；悲观预测将营收增速和毛利率、股利分配率分别降低5%。

表4：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	135	303	508	726	1,049
(+/-%)	-75.0%	124.2%	67.7%	43.1%	44.5%
净利润(百万元)	-69	41	116	233	366

(+/-%)	-143.7%	159.5%	181.6%	101.1%	57.2%
摊薄 EPS	-0.41	0.24	0.68	1.37	2.15
中性预测					
营业收入(百万元)	135	303	498	702	1,000
(+/-%)	-75.0%	124.2%	64.4%	41.1%	42.3%
净利润(百万元)	-69	41	98	205	322
(+/-%)	-143.7%	159.5%	138.7%	108.5%	57.4%
摊薄 EPS(元)	-0.41	0.24	0.58	1.20	1.89
悲观预测					
营业收入(百万元)	135	303	488	678	951
(+/-%)	-75.0%	124.2%	61.2%	39.0%	40.2%
净利润(百万元)	-69	41	81	178	282
(+/-%)	-143.7%	159.5%	97.7%	119.4%	58.0%
摊薄 EPS	-0.41	0.24	0.48	1.05	1.66
总股本(百万股)	170	170	170	170	170

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司深耕集成电路刻蚀用单晶硅材料的研发、生产和销售，在立足刻蚀设备用大直径单晶硅材料主业的同时，积极向下游拓展硅电极零部件，包括上电极、下电极等多种产品形态，实现刻蚀设备零部件国产化自主可控，打开公司第二成长曲线。同时，公司利用 IPO 募集资金，深入布局 8 英寸轻掺低缺陷硅片，对标海外硅片龙头信越化学。考虑公司的业务特点，我们采用相对估值法来估算公司的合理估值区间。

相对估值

基于半导体材料市场的竞争情况，选择国内知名公司立昂微、新莱应材、江丰电子、富创精密、鼎龙股份等作为可比公司。

立昂微：公司聚焦车载、工控、消费电子领域需求，深化 BCD、CIS、超低阻半导体硅片、FRD 芯片、IGBT 芯片、VCSEL 芯片、pHEMT 芯片等高附加值产品。在半导体硅片领域，公司成功开发出高压 IGBT 器件用低氧高阻硅抛光片、超结 MOSFET 器件用硅外延片、低压 MOSFET 器件用超低电阻率硅抛光片和硅外延片等 8 英寸及 12 英寸产品。

新莱应材：公司专注于超高洁净应用材料的研究、制造与销售。产品领域涵盖食品安全、生物医药、真空与半导体（IC、LED、面板、太阳能光伏、航天航空等），公司是超高洁净设备关键部件的专业供应商。

江丰电子：公司从事高纯溅射靶材的研发、生产和销售业务，主要产品为各种高纯溅射靶材，包括铝靶、钛靶、钽靶、钨钛靶等，这些产品主要应用于半导体（主要为超大规模集成电路领域）、平板显示、太阳能等领域，公司的超高纯金属溅射靶材产品已应用于世界著名半导体厂商的最先端制造工艺。

富创精密：公司专注于金属材料零部件精密制造技术，掌握了可满足严苛标准的精密机械制造、表面处理特种工艺、焊接、组装、检测等多种制造工艺，通过向国内外半导体设备龙头企业直销供货，产品的高精密、高洁净、高耐腐蚀、耐击穿电压等性能达到主流国际客户标准。

鼎龙股份：公司从事集成电路设计、半导体材料及打印复印通用耗材研发、生产及服务的国家高新技术企业、国家技术创新示范企业、国家知识产权示范企业、工信部制造业单项冠军示范企业，重点聚焦光电成像显示及半导体工艺材料领域。

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别达到 0.98/2.05/3.22 亿元，参考可比公司 Wind 一致预期下 2025 年平均 PE 约 61 倍，考虑到公司在大直径硅材料领域的领先优势，以及硅零部件领域导入主流客户后的快速增长，因此判断公司增长潜力较大，给予公司 2025 年 60-65 倍预期 PE，对应公司合理估值区间为 58.8-63.7 亿元，对应 34.59-37.47 元/股。

表5：可比公司估值比较（股价截至 2025 年 6 月 13 日）

代码	简称	股价(元)	归母净利润(亿元)				PE(倍)				总市值(亿元)
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
688233	神工股份	26.39	0.41	0.98	2.05	3.22	109.6	45.9	21.9	14.0	44.94
	可比公司										
605358	立昂微	22.28	(2.66)	1.02	2.64	4.06	-56.3	147.0	56.7	36.8	149.58
300260	新莱应材	29.20	28.49	3.12	4.04	4.90	4.2	38.2	29.5	24.3	119.08
300666	江丰电子	71.79	36.05	5.30	6.91	8.99	5.3	36.0	27.6	21.2	190.47
688409	富创精密	51.00	30.40	3.26	4.75	6.15	5.1	49.7	33.3	25.2	156.17

300054	鼎龙股份	27.05	33.38	7.03	9.14	11.46	7.6	36.0	27.7	22.2	254.95
可比公司平均			25.1	3.9	5.5	7.1	-6.8	61.4	34.9	26.0	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测 注：可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

投资建议

我们看好：1) 公司大直径硅材料作为公司的传统主业，具备较强盈利能力，当前半导体周期向上推动需求趋势逐步恢复；2) 硅零部件业务受益于国内半导体设备国产化进程加速，本土晶圆厂产能扩张与国产替代带来的需求拉动快速起量；3) 公司开拓 SiC 相关新材料业务，在研 SiC 涂层、SiC bulk 等业务产品。综合上述相对估值，我们认为公司估值的合理区间为 58.8-63.7 亿元，对应 34.59-37.47 元/股，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了相对估值方法，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来，特别是对可比公司的估值参数的选定，融入了较多个人判断，进而导致估值出现偏差的风险。具体来说，相对估值法中我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过 PE 估值的方式得到相对估值法下公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好半导体周期上行带动大直径硅材料需求、以及硅零部件受益于国内半导体设备国产化进程加速和本土晶圆厂产能扩张与国产替代带来的需求拉动，预计 2025-2027 年公司营业收入同比增长 64.4%/41.1%/42.3%至 4.98/7.02/10.00 亿元，对应归母净利润同比增长 138.7%/108.8%/57.4%至 0.98/2.05/3.22 亿元。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们的盈利预测存在出现偏差的风险。

市场风险

地缘政治导致的市场风险：全球范围内主要等离子刻蚀机生产厂商和刻蚀用硅零部件制造厂商位于日本、韩国和美国，公司大直径硅材料产品的海外市场主要面向上述国家。如未来相关国家在贸易政策、关税等方面对我国设置壁垒或汇率发生不利变化，且公司不能采取有效措施降低成本、提升产品竞争力，将导致公司产品失去竞争优势，从而对公司经营业绩产生不利影响。

新产品导入不及预期或市场竞争加剧风险：公司大直径硅材料产品的现有客户主要为半导体材料行业企业；硅零部件产品下游客户为国内等离子刻蚀机制造厂商和国内集成电路制造厂商，前者如北方华创、中微公司，后者如长江存储等公司；半导体 8 英寸轻掺低缺陷抛光硅片的目标客户群体为国内外集成电路制造商，主要包括台湾积体电路制造股份有限公司、中芯国际集成电路制造有限公司等企业。因此，公司大直径硅材料产品既有客户与硅零部件产品、半导体大尺寸硅片产品的目标客户并不重叠，公司拓展下游客户存在一定难度和不确定性；同时半导体 8 英寸轻掺低缺陷抛光硅片所在细分市场的市场集中度较高，新进入者面临的市场竞争较为激烈，存在市场竞争风险，可能拉长前期技术投入的回报期或使公司无法有效应对市场竞争，将会对公司未来经营业绩产生不利影响。

经营风险

客户集中度较高风险：大直径硅材料产品是公司收入的主要来源。单晶硅材料行业具有进入门槛高、细分行业市场参与者较少等典型特征。公司该产品的主要海外客户分布在日本、韩国等国家和地区，客户集中度较高，存在客户集中风险。此外，公司硅零部件产品和半导体大尺寸硅片产品主要面向境内市场销售，终端客户较为集中。如公司下游主要客户的经营状况或业务结构发生重大变化并在未来减少对公司产品的采购，或出现主要客户流失的情形，公司经营业绩存在下滑的风险。

供应商集中度较高风险：公司生产用原材料主要为高纯度多晶硅、高纯度石英坩埚和石墨件等，其中高纯度多晶硅和高纯度石英坩埚主要采购自位于海

外的终端供应商，公司高纯度多晶硅和高纯度石英坩埚的采购渠道较为单一，采购集中度较高。如果公司主要供应商交付能力下降，公司原材料供应的稳定性、及时性和价格均可能发生不利变化，从而对公司的生产经营产生不利影响。

原材料价格波动风险：公司生产用主要原材料为高纯度多晶硅、高纯度石英坩埚和石墨件等，原材料成本占公司主营业务成本的比重较高，主要原材料价格的变化直接影响公司的利润水平。如果未来原材料价格大幅度上涨，且公司主要产品销售价格不能同步上调，将对公司的盈利能力产生不利影响。

经营规模扩大带来的管理风险：公司扩张将对现有的经营管理、内部控制、财务规范等提出更高要求。公司逐步建立了符合科创板上市公司要求的各项制度及内控体系，但上述制度及体系的实施仍需根据公司业务的发展、内外环境的变化不断予以修正及完善，在此期间，公司存在因内控体系不能根据业务需求及时完善而产生的内控风险。

财务风险

毛利率下滑的风险：近年来下游市场需求和行业竞争格局不断变化，未来随着公司大直径硅材料和硅零部件销售规模的扩大以及新增固定资产折旧的计提，若公司不能持续推出具有市场竞争力的优质产品，并通过提高生产效率、技术创新、规模效应等方式降低生产成本，大直径硅材料和硅零部件业务的毛利率都可能面临下滑的风险。

折旧及停工损失带来的风险：公司半导体大尺寸硅片业务前期资本投入较大，相关产品尚处在认证阶段，产品的销售价格无法覆盖单位成本，目前产能利用率低，资产折旧和停工损失等因素可能对公司财务状况产生不利影响。

汇率波动风险：公司的记账本位币为人民币，公司存在以美元和日元结算的购销业务，美元和日元与公司的记账本位币之间的汇率变动导致公司存在一定的汇率风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	828	296	583	500	500	营业收入	135	303	498	702	1000
应收款项	57	93	153	242	319	营业成本	135	201	303	417	578
存货净额	146	110	248	401	498	营业税金及附加	3	3	0	11	15
其他流动资产	35	504	326	603	1059	销售费用	4	6	7	11	10
流动资产合计	1106	1134	1442	1880	2512	管理费用	37	36	32	44	62
固定资产	698	732	785	836	894	研发费用	22	25	25	35	60
无形资产及其他	32	52	50	48	46	财务费用	(7)	(15)	(7)	(3)	7
其他长期资产	98	74	74	74	74	投资收益	0	1	2	92	157
长期股权投资	0	0	(2)	(2)	(3)	资产减值及公允价值变动	(33)	(8)	(15)	(19)	(14)
资产总计	1933	1993	2350	2836	3522	其他收入	1	12	1	0	1
短期借款及交易性金融负债	2	0	173	312	534	营业利润	(91)	52	125	261	411
应付款项	72	81	137	226	301	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	20	18	29	48	61	利润总额	(91)	53	125	261	411
流动负债合计	93	99	339	585	896	所得税费用	(21)	6	14	29	45
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	6	13	28	44
其他长期负债	28	44	50	57	66	归属于母公司净利润	(69)	41	98	205	322
长期负债合计	28	44	50	57	66	现金流量表（百万元）					
负债合计	121	144	389	642	962	净利润	(70)	47	112	233	366
少数股东权益	50	56	70	98	141	资产减值准备	27	(24)	2	1	1
股东权益	1762	1793	1891	2096	2418	折旧摊销	51	61	72	84	94
负债和股东权益总计	1933	1993	2350	2836	3522	公允价值变动损失	33	8	15	19	14
关键财务与估值指标						财务费用	(7)	(15)	(7)	(3)	7
每股收益	(0.41)	0.24	0.58	1.20	1.89	营运资本变动	139	(446)	54	(404)	(531)
每股红利	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	(91)	543	5	2	(7)
每股净资产	10.34	10.53	11.10	12.31	14.20	经营活动现金流	82	173	253	(69)	(57)
ROIC	-2%	3%	7%	9%	11%	资本开支	(155)	(124)	(140)	(151)	(164)
ROE	-4%	2%	5%	10%	13%	其它投资现金流	(175)	(331)	0	(1)	(1)
毛利率	0%	34%	39%	41%	42%	投资活动现金流	(330)	(455)	(139)	(152)	(165)
EBIT Margin	-49%	11%	26%	26%	27%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBITDA Margin	-11%	31%	41%	38%	37%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-75%	124%	64%	41%	42%	支付股利、利息	(16)	0	0	0	0
净利润增长率	-144%	160%	139%	109%	57%	其它融资现金流	283	(16)	173	138	222
资产负债率	9%	10%	20%	26%	31%	融资活动现金流	265	(15)	173	138	222
息率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	16	(298)	287	(83)	0
P/E	(65.0)	109.2	45.8	21.9	13.9	货币资金的期初余额	548	564	266	553	470
P/B	2.6	2.5	2.4	2.1	1.9	货币资金的期末余额	564	266	553	470	470
EV/EBITDA	(306.6)	50.0	24.2	19.1	14.8	企业自由现金流	0	(481)	102	(307)	(357)
						权益自由现金流	0	(497)	282	(167)	(141)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032