

## 神工股份 (688233.SH)

### 刻蚀用大直径硅材料筑基, 硅零部件国产替代持续进行

神工股份是半导体刻蚀用硅材料及零部件平台公司, 从大直径硅材料向硅零部件延伸。大直径硅材料方面, 公司产品覆盖 14-22 英寸, 16 英寸以上高端产品占比持续提升, 已深度嵌入全球刻蚀供应链; 硅零部件方面, 受益于国内存储厂扩产、国产刻蚀设备放量及客户认证推进, 已成为公司第一大收入来源; 半导体硅片方面, 公司聚焦轻掺低缺陷路线, 短期仍处验证和小规模供货阶段, 中长期有望贡献业务储备。整体看, 行业景气修复叠加国产替代加速, 公司有望凭借“材料+零部件”一体化能力, 持续推动收入结构优化与盈利能力修复。首次覆盖, 给予“增持”投资评级。

- 神工股份是国内领先的半导体硅材料及零部件平台型公司, 正从刻蚀用大直径硅材料供应商向“材料+零部件”一体化厂商升级。公司从集成电路刻蚀用大直径硅材料起步, 产品覆盖 14-22 英寸全规格, 并逐步延伸至刻蚀用硅零部件和半导体大尺寸硅片。2025 年公司实现收入 4.38 亿元, 同比+44.68%; 毛利率 44.75%, 同比提升 11.06pcts; 归母净利润 1.02 亿元, 同比+147.96%; 扣非净利润 1.00 亿元, 同比+161.64%。其中, 大直径硅材料收入 1.88 亿元, 同比增长 8.11%; 硅零部件收入 2.37 亿元, 同比+100.15%, 已超过大直径硅材料成为公司第一大收入来源, 第二增长曲线进一步强化。
- 大直径硅材料高端化升级, 深度嵌入全球刻蚀供应链。公司大直径硅材料主要销售给半导体等离子刻蚀设备硅零部件制造商, 经下游加工后最终用于集成电路刻蚀工艺。公司产品覆盖 14-22 英寸规格, 纯度达到 11N 级别, 核心质量指标处于国际先进水平, 可满足 7nm 及以下先进制程刻蚀环节需求。2025 年, 公司大直径硅材料 16 英寸以上高端产品收入占比由 2024 年的 51.61% 提升至 2025 年的 56.72%, 产品结构持续优化。受海外存储客户需求修复, 公司 2025 年 12 月以来已收到海外市场新增订单, 2026Q1 大直径硅材料业务受境外需求传导带动, 开工率持续上升、销售额增长, 已进入景气区间。公司产品直接销售给日本、韩国等硅零部件厂商, 后续进入国际刻蚀设备厂商及全球晶圆厂供应链, 海外客户黏性较强。
- 硅零部件国产替代核心主线, 放量打开第二成长曲线。公司硅零部件由大直径硅材料加工而成, 主要应用于存储芯片制造厂的等离子刻蚀工艺, 是刻蚀设备腔体内需要定期更换的核心耗材。公司已进入中国主流存储芯片制造厂及等离子刻蚀设备制造厂供应链, 以高端品类为主。2025 年, 公司硅零部件销量 1.14 万件, 同比+39.52%; ASP 约 2.08 万元/件; 毛利率提升至 54.03%。随着国产替代加速及客户认证推进, 硅零部件有望继续贡献主要业绩弹性。
- 半导体硅片短期聚焦减亏, 细分应用贡献弹性。公司半导体大尺寸硅片业务聚焦轻掺低缺陷抛光硅片, 目前仍处于客户验证和小规模供货阶段, 短期以提升开工率、控制亏损为主。后续随着 8 英寸硅片国产替代推进, 以及硅基氮化镓厚外延硅片、光模块硅透镜用超平整硅片等高附加值应用拓展, 硅片业务盈利能力有望逐步改善。
- DRAM/HBM 与 3D NAND 扩产提升刻蚀价值量, 硅零部件国产替代空间打开。AI 服务器带动 HBM、DDR5 等高端 DRAM 需求快速增长, 3D NAND 持

## 增持 (首次)

TMT 及中小盘/电子  
 当前股价: 104.1 元

### 基础数据

总股本 (百万股)	170
已上市流通股 (百万股)	170
总市值 (十亿元)	15.4
流通市值 (十亿元)	15.4
每股净资产 (MRQ)	11.2
ROE (TTM)	5.2
资产负债率	5.1%
主要股东	矽康半导体科技(上海)有限
主要股东持股比例	20.87%

### 股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

### 相关报告

- 鄢凡 S1090511060002  
 yanfan@cmschina.com.cn
- 湛薇 S1090524070008  
 shenwei3@cmschina.com.cn
- 王焱仟 研究助理  
 wangyanqian@cmschina.com.cn

续向更高堆叠层数迭代，推动刻蚀工艺复杂度和使用频次提升。硅上电极、硅环、硅片托环等硅零部件位于刻蚀设备反应腔内，长期处于等离子体环境中，需要定期更换，具备典型耗材属性。随着国内外存储厂扩产、晶圆厂稼动率提升及国产刻蚀设备出货增加，硅零部件及上游大直径硅材料需求有望持续增长。

- **投资建议。**公司是刻蚀用大直径硅材料细分龙头，硅零部件业务受益于国内存储扩产、国产刻蚀设备放量和核心耗材国产替代，收入弹性有望持续释放；大直径硅材料提供高毛利材料底座，半导体硅片及碳化硅陶瓷零部件贡献中长期储备。我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 7.79/11.69/15.33 亿元，归母净利润分别为 2.24/3.85/5.33 亿元，对应 PE 为 68.7/40.0/28.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**半导体行业景气度下行风险；客户集中风险；供应商集中风险；客户认证及市场开拓不及预期；国产替代进展不及预期；贸易摩擦及汇率波动风险；行业周期波动风险；估值回调风险。

### 财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	303	438	779	1169	1533
同比增长	124%	45%	78%	50%	31%
营业利润(百万元)	52	125	266	445	609
同比增长	-158%	139%	112%	67%	37%
归母净利润(百万元)	41	102	224	385	533
同比增长	-160%	148%	120%	72%	38%
每股收益(元)	0.24	0.60	1.32	2.26	3.13
PE	374.2	150.9	68.7	40.0	28.9
PB	8.6	8.1	7.4	6.4	5.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、神工股份：硅零部件和大直径硅材料双轮驱动 .....	5
1、十二年平台化延伸，从刻蚀用大直径硅材料逐步拓展至硅零部件、硅片业务综合布局 .....	5
2、硅零部件打开第二增长曲线，盈利能力随行业复苏快速修复 .....	6
二、晶圆扩产拉动刻蚀材料需求，硅零部件国产替代打开成长空间 .....	9
1、存储技术升级叠加国内外扩产，硅材料、硅零部件及硅片本土供应链迎来放量机遇 .....	9
2、大直径硅材料筑基，硅零部件放量强化第二增长曲线 .....	11
三、投资建议 .....	15
1、盈利预测 .....	15
2、风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1：神工股份发展历程 .....	5
图 2：2020-26Q1 公司营业收入及同比 .....	6
图 3：2020-2025 公司大直径硅材料业务收入及同比 .....	7
图 4：2020-2025 公司硅零部件业务收入及同比 .....	7
图 5：2020-26Q1 公司主要业务毛利率 .....	7
图 6：2020-26Q1 公司期间费用率 .....	8
图 7：2020-26Q1 公司归母净利润及扣非净利润 .....	8
图 8：3D NAND 堆叠示意图 .....	9
图 9：全球 300mm 晶圆厂设备支出 .....	9
图 10：刻蚀工艺 .....	12
图 11：公司主要产品-大直径硅材料 .....	12
图 12：硅零部件在 ICP 刻蚀设备反应腔内的应用情况 .....	12
图 13：硅零部件在 CCP 刻蚀设备反应腔内的应用情况 .....	12
图 14：中国晶圆厂硅零部件采购额（按供应商类型拆分）（亿元） .....	13
表 1：公司主要产品 .....	6
表 2：国外存储厂商扩产规划 .....	10

---

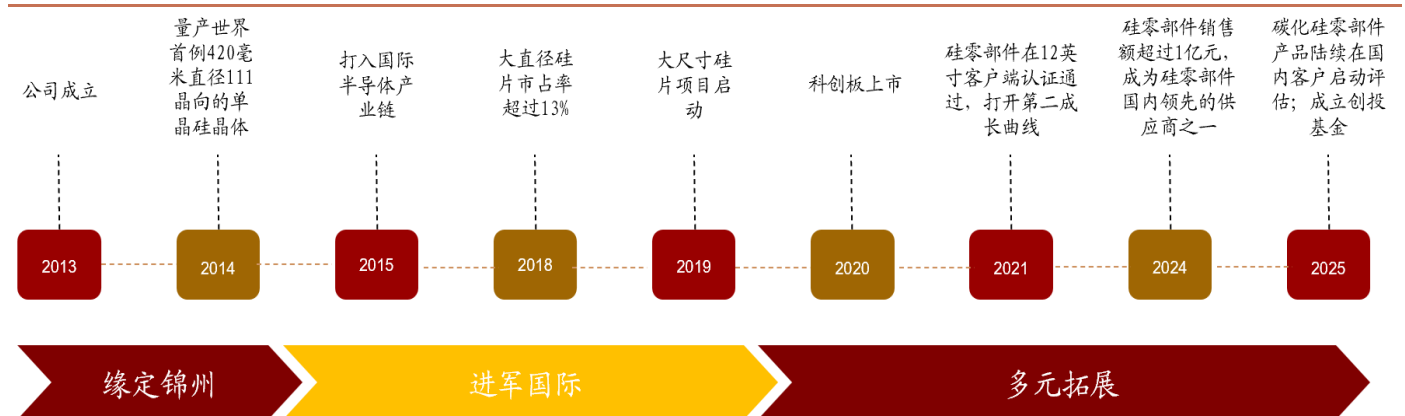
表 3: 国内存储厂商扩产规划.....	10
表 4: 存储原厂资本支出规划.....	11
表 5: 产销量情况分析.....	13
表 6: 2026 年度定增募投项目情况 (亿元) .....	14
表 7: 神工股份盈利预测简表.....	16

## 一、神工股份：硅零部件和大直径硅材料双轮驱动

### 1、十二年平台化延伸，从刻蚀用大直径硅材料逐步拓展至硅零部件、硅片业务综合布局

神工股份以刻蚀用大直径硅材料起家，逐步向硅零部件、半导体硅片及碳化硅零部件延伸，持续完善半导体材料与零部件平台布局。2013 年公司成立后，便聚焦大直径单晶硅材料领域，2014 年实现全球首例 420 毫米直径、111 晶向单晶硅晶体量产，奠定了大尺寸硅材料技术基础。2015 年，公司进入国际半导体产业链，产品开始面向海外客户；2018 年，公司大直径硅片市场占有率超过 13%，在全球细分市场中的竞争力进一步提升。2019 年，公司启动大尺寸硅片项目，业务范围从刻蚀用大直径硅材料向半导体硅片延伸。2020 年，公司登陆科创板，进入资本市场发展新阶段。此后，公司加快硅零部件业务布局，2021 年硅零部件在 12 英寸客户端通过认证，打开第二成长曲线；2024 年，公司硅零部件销售额超过 1 亿元，成为国内领先供应商之一。2025 年，公司碳化硅零部件产品持续在国内客户启动评估，并成立创投基金，围绕半导体材料、零部件及相关产业链进一步拓展。经十二载发展，公司已成长为国际半导体供应链关键参与者，同时通过适配国内设备与芯片厂需求，持续助力本土供应链安全，正朝着全球领先硅材料企业的目标迈进。

图 1：神工股份发展历程






资料来源：公司官网，招商证券

大直径硅材料技术指标全球领先，公司已深度嵌入日韩硅零部件厂商及全球刻蚀设备供应链。公司大直径硅材料产品已实现 14-22 英寸全规格覆盖，纯度 11 个 9 的国际领先水平，良率高达 85%。产品形态涵盖硅棒、硅筒、硅环及硅盘，通过“表面钝化处理工艺”将抗等离子体腐蚀寿命提升至 2200 次，可满足 7nm 及以下先进制程刻蚀环节的工艺要求，公司大直径硅材料产品直接销售给日本、韩国等国的知名硅零部件厂商，后者的产品销售给国际知名刻蚀机设备商，例如美国泛林集团和日本东电电子，并最终销售给三星电子、SK Hynix、英特尔和台积电等国际知名集成电路制造厂商。

硅零部件业务承接大直径硅材料优势加速放量，产品主要面向国内存储芯片厂及国产刻蚀设备厂商供应。公司硅零部件由大直径硅材料加工而成，主要应用于存储芯片制造厂的等离子刻蚀工艺，是刻蚀设备腔体内需要定期更换的核心耗材。大直径硅材料经过切片、磨片、腐蚀、打微孔、形状加工、抛光、清洗等一系列

精密加工后，可最终制成刻蚀用硅零部件，包括硅上电极、硅片托环等产品。在硅零部件领域，公司产品已经进入中国本土主流等离子刻蚀设备，如中微公司等，以及中国主流存储芯片制造厂，如长江存储、长鑫存储等，产销量居于本土厂商前列。半导体大尺寸硅片方面，公司主要聚焦轻掺低缺陷抛光硅片，目标是满足国内集成电路制造厂商对高质量硅片的需求。8英寸轻掺硅片已通过中芯国际认证并获批量订单，12英寸硅片处于客户验证阶段，业务潜力持续释放。

表 1: 公司主要产品

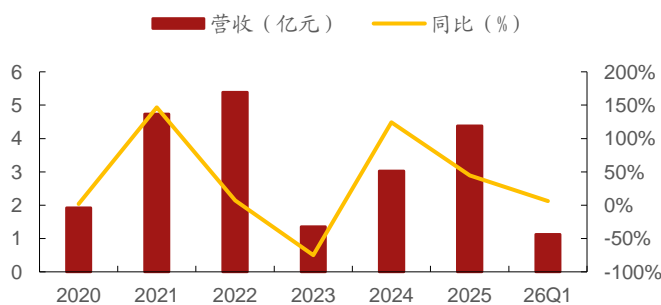
产品类型	示意图	用途
大直径硅材料		主要用于拉制高纯度单晶硅棒，为后续制造硅片、硅电极等核心部件提供最基础的原材料
硅零部件		安装在刻蚀设备内部，通过射频电源激发等离子体，对晶圆表面进行精准刻蚀，形成芯片所需的细微电路结构
大尺寸硅片		是芯片制造的物理基底与载体，所有晶体管、电路都直接制作在硅片表面

资料来源：公司官网，招商证券

## 2、硅零部件打开第二增长曲线，盈利能力随行业复苏快速修复

2020-2025 年神工股份营业收入增长率呈现阶段性波动特征，核心受下游半导体硅片行业周期、产品结构与市场供需变化驱动。2020-2022 年公司营收稳步持续增长，主要系全球集成电路产业蓬勃发展带动刻蚀设备用大直径硅材料订单需求激增，叠加研发投入聚焦半导体级 8 英寸轻掺低缺陷抛光硅片项目，推动收入大幅增长；2023 年受半导体行业下行周期影响，大直径硅材料需求萎缩，新产品尚未规模化，叠加贸易摩擦及成本压力，营收同比下降；2024-2025 年受益于全球半导体行业回暖以及 NAND/DRAM 扩产带动刻蚀耗材需求回暖，叠加硅零部件国产替代放量，营业收入持续修复上升。2020 年至 2025 年，公司营业收入由 1.92 亿元增长至 4.38 亿元，年复合增长率达 17.9%。2025 年营收增速回落至 45%，主要系行业复苏节奏放缓，硅片市场供需格局趋于平稳，高基数效应下增速有所回调，但仍保持正增长。26Q1 实现营业收入 1.12 亿元，同比增长 6.22%，主要系大直径硅材料业务境外收入增长，契合全球存储芯片供不应求的产业趋势。

图 2: 2020-26Q1 公司营业收入及同比



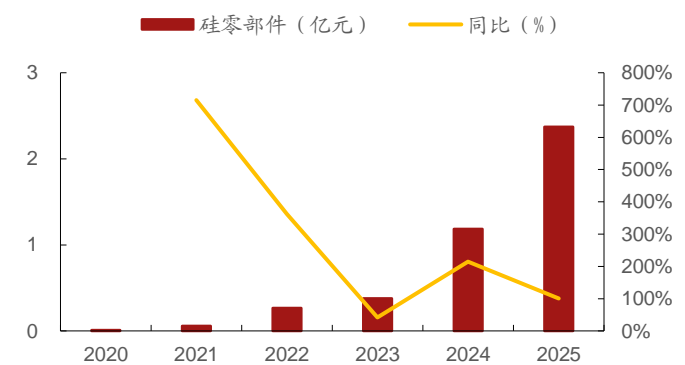
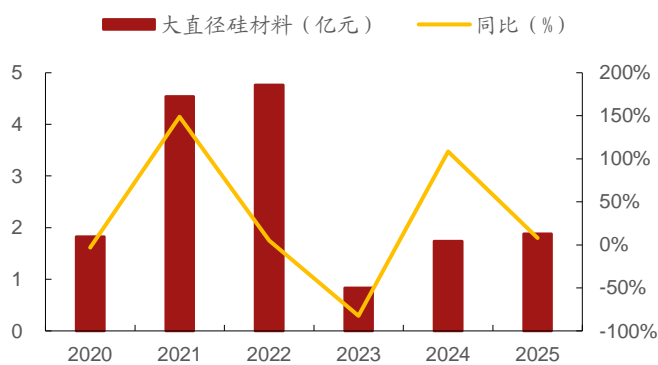
资料来源：公司公告，iFind，招商证券



**硅零部件快速放量，带动公司收入结构持续优化。**2025 年大直径硅材料业务实现收入 1.88 亿元，同比增长 8.11%，其中利润率较高的 16 英寸以上产品收入占比由 2024 年的 51.61% 提升至 2025 年的 56.72%，该业务营收增长主要系海外方面，国际主流集成电路制造厂商产能利用率持续提升，带动存量市场需求向好；国内方面，伴随中国集成电路制造产能国产化推进，公司大直径硅材料产品向本土市场销售，并受到国内集成电路制造厂终端需求拉动。硅零部件业务实现收入 2.37 亿元，同比增长 100.15%，已成为公司第一大收入来源。公司硅零部件产品已进入中国主流存储芯片制造厂及等离子刻蚀设备制造厂供应链，以高端品类为主，并受益于下游客户国产化突破，硅零部件占总营收比重已超过大直径硅材料，第二增长曲线进一步强化。

图 3：2020-2025 公司大直径硅材料业务收入及同比

图 4：2020-2025 公司硅零部件业务收入及同比

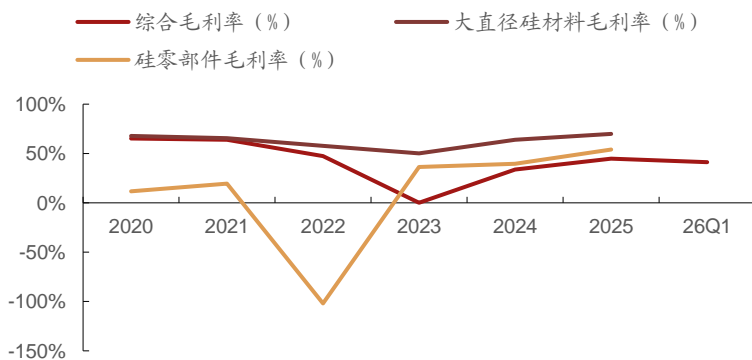


资料来源：公司公告，iFind，招商证券

资料来源：公司公告，iFind，招商证券

**公司核心业务毛利率双升，综合盈利水平触底回升。**2025 年公司毛利率为 44.75%，同比提升 11.06pcts，较 2023 年低点明显修复。毛利率提升主要来自大直径硅材料及硅零部件毛利率改善。大直径硅材料及硅零部件毛利率较去年均有较大提升，分别从 63.85%/39.55% 提升至 69.87%/54.03%，同比 +6.03pcts/+14.48pcts，一方面受益于上游原材料价格降低及工艺优化，另一方面公司抓住下游市场回暖机遇，通过产品结构调整、生产组织优化、工序效率提升，规模效应逐步释放。

图 5：2020-26Q1 公司主要业务毛利率



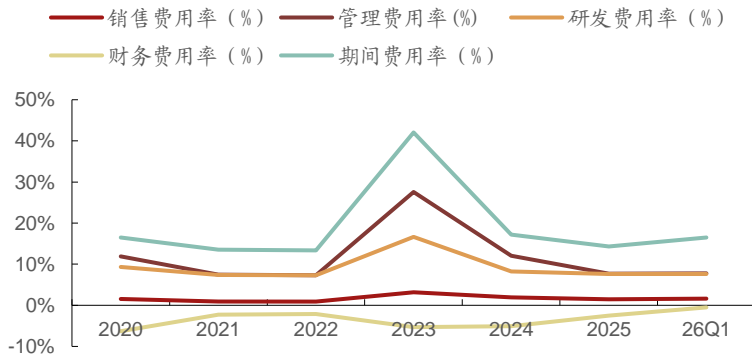
资料来源：公司公告，iFind，招商证券

**研发投入支撑长期成长，公司盈利能力持续修复。**2025 年，公司期间费用率为 14.35%，同比下降 2.85pcts，其中销售/管理/研发/财务费用分别为

敬请阅读末页的重要说明

0.06/0.34/0.33/-0.11 亿元。研发费用增加主要用于配合客户评估认证和产品开发。随着相关研发项目逐步结题，后续有望推动产品认证、客户导入及业务持续增长；财务费用为-0.11 亿元，变动主要系利息收入减少及汇兑净损失增加。26Q1 公司毛利率为 41.31%，净利率为 24.94%，期间费用率为 16.48%，整体仍保持在较好水平。

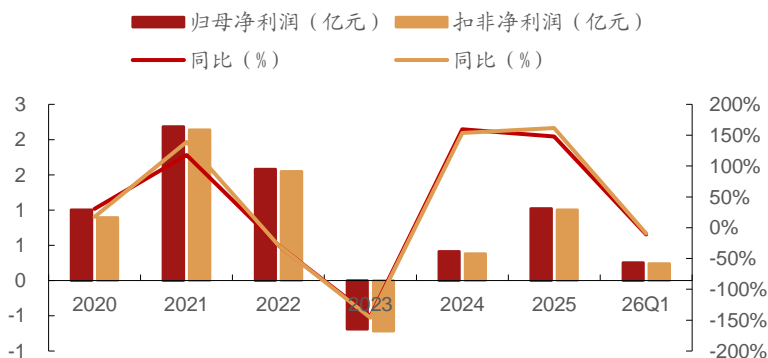
图 6: 2020-26Q1 公司期间费用率



资料来源：公司公告，iFind，招商证券

归母及扣非净利润随行业周期波动，2025 年主营盈利能力显著修复。2020-2022 年，公司归母净利润分别为 1.00/2.21/1.58 亿元，整体处于盈利区间。受益于大直径硅材料订单爆发，2021 年达盈利峰值，2022 年随行业景气度边际回落，归母净利润有所下滑。2023 年，受半导体行业下行影响，公司归母净利润转亏至 -0.69 亿元，扣非净利润为 -0.72 亿元，盈利阶段性承压。2024 年以来，公司盈利开始修复，归母净利润回升至 0.41 亿元，扣非净利润回升至 0.38 亿元。2025 年，随着半导体市场持续回暖、公司订单增加，收入端恢复增长，带动利润进一步释放，全年归母净利润回升至 1.02 亿元，同比增长 147.96%；扣非净利润 1.00 亿元，同比增长 161.64%。26Q1 公司盈利增速放缓，主要系上年同期低基数效应消退及硅片业务持续亏损所致，单季度实现归母净利润 0.25 亿元，同比下降 10.96%；扣非净利润 0.24 亿元，同比下降 9.42%。

图 7: 2020-26Q1 公司归母净利润及扣非净利润



资料来源：公司公告，iFind，招商证券

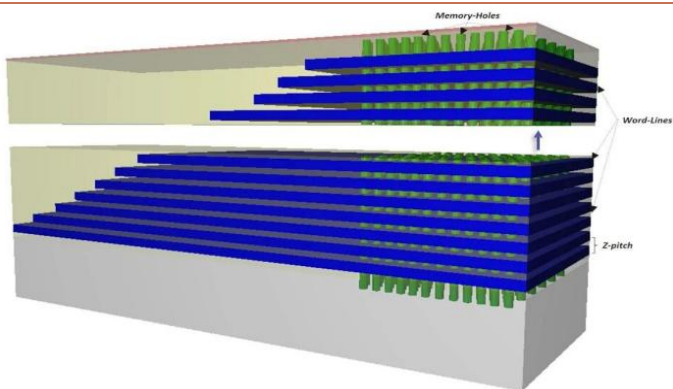
## 二、晶圆扩产拉动刻蚀材料需求，硅零部件国产替代打开成长空间

### 1、存储技术升级叠加国内外扩产，硅材料、硅零部件及硅片本土供应链迎来放量机遇

**DRAM 需求高增通过晶圆扩产和刻蚀强度提升，拉动硅材料及硅零部件需求。** AI 服务器带动 HBM、DDR5 等高端 DRAM 需求快速增长，存储厂商加大产能建设和技术升级投入，进而带动刻蚀设备装机需求及存量产线稼动率提升。与此同时，DRAM 制程微缩、HBM 三维堆叠及 TSV 等工艺增加了高深宽比刻蚀需求，使刻蚀环节的工艺复杂度和使用频次持续提升。硅上电极、硅片托环、硅环等硅零部件位于刻蚀设备腔体内，在等离子体环境中持续消耗，需要定期更换，因此刻蚀设备装机增加和产线开工率提升会同步放大耗材替换需求。刻蚀用大直径硅材料作为硅零部件的上游基础材料，也将随硅零部件需求增长而受益。

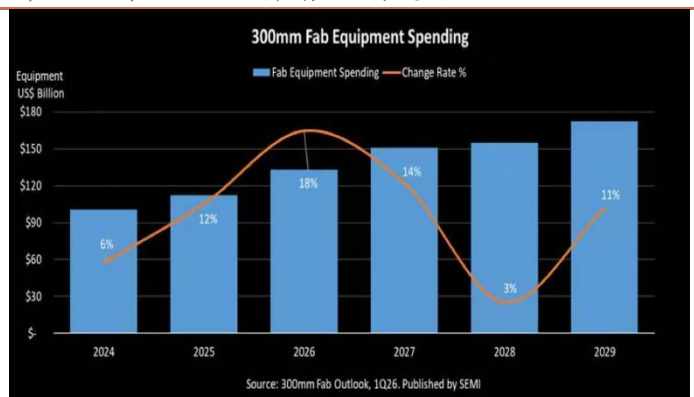
**3D NAND 闪存技术正持续向更高堆叠层数迭代，带动刻蚀工艺复杂度和核心耗材需求提升。** 自 2013 年 24 层技术量产以来，行业已从早期 64-128 层快速演进至当前 200-300 层以上的主流工艺，三星、SK 海力士、长江存储等头部厂商已实现 230-321 层产品规模化量产，并规划在 2026-2027 年向 400 层、500 层继续突破。随着堆叠层数提升，3D NAND 制造需要更深、更复杂的高深宽比刻蚀工艺，单台设备对硅电极、硅环等刻蚀耗材的消耗量增加，产线开工率和刻蚀强度提升也会加快核心硅部件更换频率。叠加 12 英寸大尺寸硅片成为 3D NAND 制造主流载体，以及全球存储厂扩产和国产厂商加速追赶，高纯度、大直径单晶硅材料及硅零部件需求有望持续提升，为神工股份等核心供应商打开成长空间。

图 8：3D NAND 堆叠示意图



资料来源：半导体行业观察，招商证券

图 9：全球 300mm 晶圆厂设备支出



资料来源：Semi，招商证券

**海外存储龙头加大产能建设，带动刻蚀核心耗材需求提升。** 三星电子逐步提升 DRAM 与 NAND 闪存产能，并于 2024 年 11 月重启平泽工厂第五条生产线建设，预计 2028 年投产，产能重心向 DDR5 及 HBM 等高端存储倾斜。SK 海力士推进清州 M15X 工厂建设，主要面向 DRAM 及 AI 存储产品，同时加快龙仁半导体集群首座制造厂建设。美光方面，爱达荷州第一座晶圆厂预计 2027 年年中开始生产晶圆，第二座晶圆厂计划 2026 年动工、2028 年投入运营，纽约晶圆厂计划 2026 年初破土动工，并在 2030 年及以后开始供应产品；同时公司计划将 2026

财年资本开支提高至约 250 亿美元，主要用于支持 HBM 供应能力和 1-gamma DRAM 产能，并通过提前设备订单、加快安装节奏提升产出能力。随着新产能建设和存量产线稼动率提升，刻蚀设备装机量和使用强度同步上升，硅上电极、硅环、硅片托环等腔体内硅零部件作为定期更换耗材，消耗量和替换频率将随之增加，拉动上游刻蚀核心耗材需求。

表 2: 国外存储厂商扩产规划

	产能	扩产情况及规划
SK 海力士	M15X 工厂将从本月起逐步提高每月晶圆的产量，平均每月产量从 1 万片增至明年平均每月 8 万片。	龙仁半导体集群与清州 M15X 晶圆厂
三星电子	2026 年第二季度、第四季度分别扩产 DRAM 产能至 14 万片/月、20 万片/月。2026 年 DRAM 晶圆产量预计达 793 万片，较 2025 年的 759 万片增长约 5%。	平泽 P5 晶圆厂以及龙仁国家产业园，专注于 1c/1d 制程节点演进
美光	预计 2026 年 DRAM 和 NAND 位元出货量均同比增长约 20%，并将 FY2026 资本开支提高至约 250 亿美元，主要支持 2026 年 HBM 供应能力和 1-gamma DRAM 供给，同时提前设备订单并加快安装节奏以提升产出能力。	博伊西 ID2 晶圆厂、爱达荷州、纽约厂以及扩建新加坡晶圆厂

资料来源：各公司公告，招商证券

国内存储龙头扩产节奏明确，持续拉动晶圆制造设备及国产供应链需求。长江存储和长鑫存储作为国内 NAND 和 DRAM 领域的代表厂商，均在推进新一轮产能建设。长江存储目前拥有两座晶圆厂，月产能合计约 20 万片晶圆；三期项目已于 2025 年 9 月动工，预计 2026 年下半年量产，新增 10 万片/月 12 英寸产能，达产后总月产能有望突破 30 万片，进一步提升其在全球 NAND 市场中的竞争地位。长鑫存储当前 12 英寸晶圆月产能约 26 万至 30 万片，处于全球 DRAM 厂商前列；合肥三期工厂已于 2025 年开工，预计 2027 年全部投产后月产能突破 50 万片，同时上海超级工厂规划月产能 40 万至 60 万片，计划 2026 年下半年设备搬入、2027 年投产、2028 年满产。两大存储厂商扩产以成熟与高端工艺并行，产能投放节奏明确，持续拉动晶圆制造设备国产化渗透。

表 3: 国内存储厂商扩产规划

	产能	扩产情况及规划
长江存储	长江存储目前拥有两座晶圆厂，每月合计可生产约 20 万片晶圆。	三期项目 2025 年 9 月动工，2026 年下半年量产，新增 10 万片/月 12 英寸产能。三期达产后，总月产能突破 30 万片 12 英寸，对应年化产能约 360 万片，跃居全球 NAND 前三。
长鑫存储	月产能约 26 万至 30 万片 12 英寸晶圆，位居全球 DRAM 制造商第四位	合肥三期工厂已于 2025 年开工，预计 2027 年全部投产后，月产能将突破 50 万片。上海超级工厂规划月产能 40-60 万片 12 英寸，2026 年下半年设备搬入，2027 年投产、2028 年满产，建成后产能将达合肥基地 2-3 倍，成为全球重要高端 DRAM 产能支点。

资料来源：各公司公告，招商证券

海外存储厂商资本开支上行，刻蚀材料与零部件需求具备顺周期弹性。三星、美光、SK 海力士均围绕 AI 存储需求提升资本开支，重点投向先进 DRAM、HBM、NAND 及洁净室/晶圆厂建设。三星 2026 年资本开支预计显著增加，主要用于

DRAM 1c 纳米、NAND V9 及相关产能建设；美光 FY2026 资本开支上修至 250 亿美元，重点投向铜锣厂区、美国晶圆厂及 HBM/1-gamma DRAM 供应能力；SK 海力士 2026 年资本开支预计较 2025 年明显增加，主要用于 M15X 产能扩张、基础设施建设及 1c nm DRAM、321 层 NAND 技术迁移。DRAM、HBM 及高层数 NAND 制造均依赖大量刻蚀工艺，随着先进工艺产能扩张，硅上电极、硅环、硅片托环等刻蚀腔体内耗材的替换需求有望提升。

表 4：存储原厂资本支出规划

存储原厂	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年规划
三星电子	53.1 万亿韩元，其中 48.4 万亿韩元用于 DS 部门，2.4 万亿韩元用于显示	增加 2.5 倍及以上 HBM 产能，其他非 HBM 产量增长有限，并减产 NAND	优化产品产量，HBM 位元供应量同比翻倍增长；近 400 层 V10 NAND 产线预计于 26 年 3 月建设	2025 年 DS 部门资本开支 47.5 万亿韩元，2026 年预计存储业务资本支出将增加
SK 海力士	2023 年资本支出同比减少 50% 以上	大幅扩产 HBM、TSV 产能，NAND 产能提升有限	超此前指引，用于 HBM 新产线的支出同比显著增长	显著增加，主要用于产能扩张和基础设施的建设，将扩大 M15X 产能，同时加速向 1c nm DRAM 和 321 层
美光	130 亿美元，同比减少 38%	81 亿美元	138 亿美元，用于投资 1β 和 1γ nm 节点 DRAM，但将削减 NAND 资本开支	约 250 亿美元，优先支持 HBM 供应能力和 1-gamma 技术产能扩张

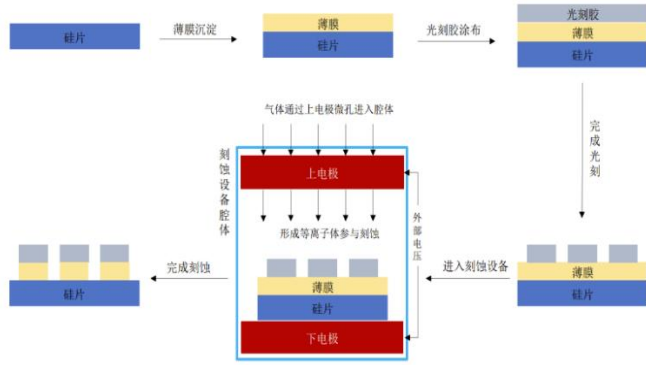
资料来源：各公司公告，招商证券

## 2、大直径硅材料筑基，硅零部件放量强化第二增长曲线

公司大直径硅材料产品经下游客户加工制成刻蚀用单晶硅部件，最终应用于集成电路刻蚀工艺。刻蚀是移除晶圆表面材料，公司大直径硅材料产品尺寸主要为 14-22 英寸，主要销售给半导体等离子刻蚀设备硅零部件制造商，经一系列精密的机械加工制作成为集成电路制造刻蚀环节所需的核心硅零部件。公司生产并销售的集成电路刻蚀用大直径硅材料纯度为 10N-11N 级别，产品质量核心指标达到国际先进水平，可满足 7nm 及以下先进制程芯片刻蚀环节对硅材料的工艺要求。

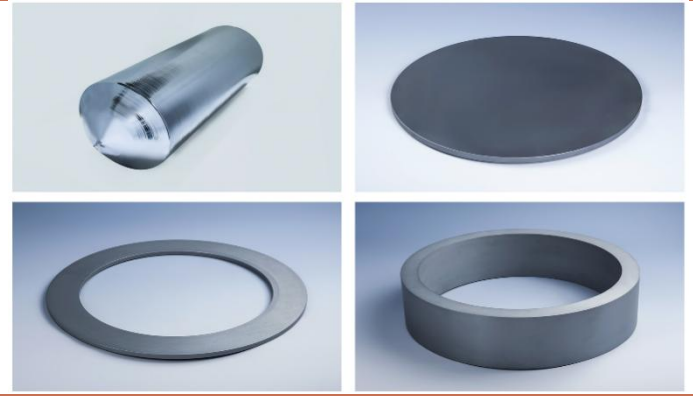
公司大直径硅材料产品生产情况稳定，产品结构继续优化升级。利润率较高的 16 英寸以上产品收入占比进一步提升，从 2024 年度的 51.61% 提升至 2025 年度的 56.72%，对该业务的整体毛利率水平提高有较大贡献。公司大直径硅材料产能在上一轮周期景气高点达到满产状态，当前公司大直径硅材料产能居于全球前列，足以应对潜在增量需求，开工率仍有提升空间。2025 年 12 月以来，公司已收到海外市场新增订单；2026 年一季度，大直径硅材料业务受境外市场需求传导带动，开工率持续上升、销售额增长，已进入景气区间。大直径硅材料直接销售给日本、韩国等国的知名硅零部件厂商。后者的产品销售给国际知名刻蚀机设备厂商，例如美国泛林集团和日本东电电子，并最终销售给三星和台积电等国际知名集成电路制造厂商。

图 10: 刻蚀工艺



资料来源：公司招股书，招商证券

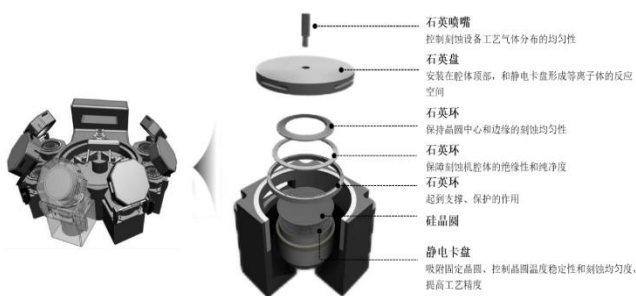
图 11: 公司主要产品-大直径硅材料



资料来源：公司官网，招商证券

硅零部件位于刻蚀设备反应腔核心位置，属于影响刻蚀均匀性和良率的关键耗材。在 ICP 和 CCP 等离子刻蚀设备中，硅环、硅电极、硅片托环等零部件分布在反应腔内，用于控制等离子体分布、维持晶圆边缘刻蚀均匀性，并起到支撑、保护和改善工艺稳定性的作用。由于这些零部件长期处于等离子体刻蚀环境中，会随设备运行逐步损耗，需要定期更换，因此具备典型耗材属性。大直径硅材料是硅零部件的上游基础材料，经过切片、磨片、打孔、抛光、清洗等精密加工后形成硅零部件，因此刻蚀设备装机提升和产线稼动率上行，将同步拉动硅零部件及上游大直径硅材料需求。

图 12: 硅零部件在 ICP 刻蚀设备反应腔内的应用情况



资料来源：臻宝科技招股书，招商证券

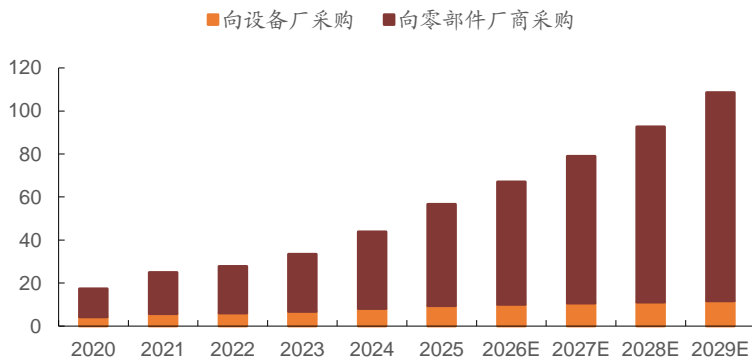
图 13: 硅零部件在 CCP 刻蚀设备反应腔内的应用情况



资料来源：臻宝科技招股书，招商证券

中国晶圆厂硅零部件采购规模持续增长，国产供应链导入空间明确。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年，在晶圆厂 43.8 亿元的硅零部件采购额中，向零部件厂商直接采购金额为 35.7 亿元，占比 81.6%，预计 2029 年可达 96.9 亿元，占比 89.22%。行业需求具备持续扩张基础。随着国内晶圆厂扩产、国产刻蚀设备出货增加以及供应链自主可控推进，本土硅零部件厂商有望持续受益。

图 14: 中国晶圆厂硅零部件采购额 (按供应商类型拆分) (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 招商证券

公司大尺寸硅片业务短期仍以减亏和提升开工率为主。现阶段公司为满足客户认证和研发验证需求, 仍需维持一定生产量, 同时通过控制库存、优化排产计划, 在研发验证与经济效益之间取得平衡, 生产量和销售量整体保持稳定。公司 2026 年硅片业务策略更趋稳健, 不再新增扩产, 而是依托现有产能争取更多订单、提升产能利用率。受日本厂商逐步退出 8 英寸硅片市场影响, 国内 8 英寸硅片国产替代需求有望释放, 公司自 2025 年四季度起推进相关产品验证, 积极争取国内晶圆厂订单。公司重点布局硅基氮化镓所需厚外延硅片, 以及光模块上游硅透镜所需超平整硅片等定制化产品, 该类产品价格约为传统硅片的两倍, 有望改善硅片业务盈利水平。

大直径硅材料需求回暖、硅零部件批量订单增加, 共同带动公司产销量提升。在大直径硅材料方面, 受下游市场需求回暖影响销售收入增加、销量上升、产量同比增长。在硅零部件方面, 销售额与去年相比呈现大幅度上升, 硅零部件因国产替代加速及逐步通过客户认证, 获得的批量订单增加, 生产量及销量上升。半导体大尺寸硅片, 公司为保持客户认证所需, 需要维持一定的生产量, 并控制库存量, 公司为实现研发验证和经济效益的最优平衡, 优化排产计划, 生产量及销售量均无显著变动。

表 5: 产销量情况分析

主要产品	单位	生产量	销售量	ASP	生产量同比%	销售量同比%
大直径硅材料	mm	660,086.15	624,154.05	301.45	22.08	16.97
硅零部件	ea	11,900.00	11,420.00	20,768.09	28.12	39.52
半导体大尺寸硅片	pc	66,411.00	87,257.00	118.40	4.31	6.53

资料来源: 公司公告, 招商证券

定增加码硅零部件与碳化硅陶瓷零部件, 强化“材料+零部件”平台能力。公司拟向特定对象发行 A 股股票不超过 5,109.17 万股, 募集资金不超过 10 亿元, 扣除发行费用后用于硅零部件扩产项目、碳化硅陶瓷零部件研发及产业化建设项目和研发中心建设项目。具体来看, 硅零部件扩产项目总投资 5.77 亿元, 拟投入募集资金 5 亿元, 重点补齐高端刻蚀用硅零部件产能瓶颈; 碳化硅陶瓷零部件研发及产业化建设项目总投资 3.01 亿元, 拟投入募集资金 3 亿元, 推动碳化硅陶瓷零部件从研发、样品验证向批量交付转化; 研发中心建设项目总投资 2.06 亿元,

拟投入募集资金 2 亿元，用于提升公司在高端硅零部件、碳化硅陶瓷零部件及相关工艺研发上的持续创新能力。公司本次募投项目均围绕现有主业展开，其中硅零部件项目聚焦 12 英寸曲面电极、平面电极、导气环等高端刻蚀用零部件扩产，碳化硅项目则通过新增 CVD-SiC 陶瓷零部件生产线及配套研发设施，提升公司在新材料零部件领域的规模化供应能力。

**表 6：2026 年度定增募投项目情况（亿元）**

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
1	硅零部件扩产项目	5.77	5.00
2	碳化硅陶瓷零部件研发及产业化建设项目	3.01	3.00
3	研发中心建设项目	2.06	2.00
	合计	10.85	10.00

资料来源：公司公告，招商证券

### 三、投资建议

#### 1、盈利预测

##### 1) 收入预测

公司主营业务收入系大直径硅材料、硅零部件及半导体硅片业务，①大直径硅材料：2025 年大直径硅材料营收占比 43%，16 英寸以上产品占大直径硅材料收入比从 2024 年度的 51.61% 提升至 2025 年度的 56.72%。2022-2025 年大直径硅材料收入阶段性下滑，主要受全球半导体行业库存消化及需求减弱影响，2024 年以来下游需求逐步回暖，16 寸以上产品收入占比提升，产品结构持续优化。考虑先进制程对大尺寸硅材料需求提升，结合上游原材料价格走势，我们预测 2026-2028 年大直径硅材料营收分别为 3.39/5.08/6.60 亿元，同比增长 80.0%/50.0%/30.0%；②硅零部件：2025 年硅零部件营收占比 54%，公司已实现半导体用硅零部件全品类覆盖，充分利用在大直径硅材料领域积累的客户资源向硅零部件业务进行客户迁移与协同销售，硅零部件产值规模有望快速提升，结合重点扩产高端精密零部件品类分析，我们预测 2026-2028 年硅零部件营收分别为 4.27/6.40/8.33 亿元，同比增长 80.0%/50.0%/30.0%；③半导体硅片：2025 年半导体硅片营收占比 2%，公司 8 英寸硅片业务逐步放量，产品良率持续提升，客户认证进度顺利，我们预测 2026-2028 年半导体硅片营收分别为 0.10/0.10/0.10 亿元，同比增长 0.0%/0.0%/0.0%。

综上所述，我们预测公司 2026-2028 年营收分别为 7.79/11.69/15.33 亿元，同比增长 78%/50%/31%。

##### 2) 毛利率预测

公司 2022-2025 年综合毛利率呈修复回升态势，①大直径硅材料：大直径硅材料毛利率自 2023 年行业周期底部以来持续修复，2025 年大直径硅材料毛利率为 69.9%，我们预测 2026-2028 年大直径硅材料整体毛利率分别为 70.0%/70.0%/70.0%，其中 16 寸以上高端产品毛利率持续提升，16 寸以下产品毛利率随规模效应稳步改善；②2025 年硅零部件毛利率为 54.0%，我们预测 2026-2028 年硅零部件整体毛利率分别为 55%/55%/55%，随高端精密零部件占比提升、规模效应释放持续上行；③半导体硅片：2025 年半导体硅片毛利率为 -9.2%，我们预测 2026-2028 年半导体硅片毛利率分别为 -10.0%/-10.0%/-10.0%，随产能爬坡、良率提升逐步减亏并实现盈利。

综上所述，我们预测公司 2026-2028 年综合毛利率分别为 50%/54%/56%。

##### 3) 归母净利润预测

我们预测 2026-2028 年公司归母净利润分别为 2.24/3.85/5.33 亿元，同比增长 120%/72%/38%，对应当前股价 PE 分别为 68.7/40.0/28.9 倍。公司是刻蚀用大直径硅材料细分龙头，大直径硅材料业务提供高毛利材料底座，硅零部件业务已成为第一大收入来源，并受益于国内存储厂扩产、国产刻蚀设备放量及核心耗材国产替代，后续收入弹性有望持续释放。考虑公司硅零部件业务仍处于快速放量

阶段，叠加半导体硅片及碳化硅陶瓷零部件贡献中长期储备，首次覆盖，给予“增持”投资评级。

表 7: 神工股份盈利预测简表

单位: 百万元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>总收入</b>	<b>135</b>	<b>303</b>	<b>438</b>	<b>779</b>	<b>1169</b>	<b>1533</b>
——大直径硅材料	84	174	188	339	508	660
——硅零部件	38	118	237	427	640	832
——半导体硅片	8	7	10	10	10	10
<b>营收增长率</b>	<b>-75%</b>	<b>124%</b>	<b>45%</b>	<b>78%</b>	<b>50%</b>	<b>31%</b>
——大直径硅材料	-82%	108%	8%	80%	50%	30%
——硅零部件	362%	42%	215%	100%	80%	50%
——半导体硅片		-15%	47%	0%	0%	0%
<b>毛利率</b>	<b>0%</b>	<b>34%</b>	<b>45%</b>	<b>50%</b>	<b>54%</b>	<b>56%</b>
——大直径硅材料	50%	64%	70%	70%	70%	70%
——硅零部件	36%	40%	54%	55%	55%	55%
——半导体硅片	-216%	-26%	-9%	-10%	-10%	-10%
<b>期间费用率</b>	<b>42%</b>	<b>4%</b>	<b>14%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>6%</b>
销售费用率	3%	2%	1%	2%	2%	2%
管理费用率	28%	12%	8%	8%	8%	8%
研发费用率	17%	8%	8%	8%	8%	8%
财务费用率	-5%	-5%	-2%	-2%	-2%	-2%
<b>归母净利润</b>	<b>-69</b>	<b>41</b>	<b>102</b>	<b>224</b>	<b>385</b>	<b>533</b>
yoy	-144%	160%	148%	120%	72%	38%

资料来源: 神工股份、招商证券

## 2、风险提示

**客户集中风险。**公司大直径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，产品客户集中度较高，硅零部件产品和半导体大尺寸硅片产品主要面向国内市场销售，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，其中部分高纯度多晶硅和高纯度石英坩埚采购自位于海外的终端供应商，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。

**行业下行风险。**半导体行业属于周期性行业，行业增速与科技发展、全球经济形势高度相关，行业整体需求受全球地缘政治冲突等影响仍存在不确定性，公司大直径单晶硅材料主要向下游集成电路刻蚀用零部件制造商销售，在行业下行周期中，主要客户外购单晶硅材料的规模可能下降，公司作为行业内主要的大直径单晶硅材料生产企业可能面临较高的业务波动风险，硅零部件和半导体大尺寸硅片产品的销售前景与半导体行业景气度相关，在行业下行周期中同样可能面临一定

的业务波动风险。

**市场开拓及竞争风险。**公司大直径硅材料产品、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，同时半导体大尺寸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。

**贸易摩擦风险。**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造成不利影响。

**行业周期波动风险。**半导体行业具有较强周期性，公司大直径硅材料、硅零部件及半导体硅片业务均与下游晶圆厂资本开支、产能利用率和刻蚀耗材需求密切相关。若后续存储及晶圆制造行业景气度回落，下游客户扩产、稼动率提升不及预期，公司订单需求、收入增长和盈利能力可能受到不利影响。

**估值回落风险。**受半导体材料国产替代、存储扩产及公司硅零部件业务放量预期影响，公司股价及估值已处于历史较高水平。若后续业绩兑现不及预期、行业景气度回落、市场风险偏好下降，或半导体板块估值中枢下移，公司估值存在回调风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	1134	1126	1276	1564	1959
现金	296	348	237	233	353
交易性投资	131	422	422	422	422
应收票据	0	0	0	1	1
应收款项	92	121	214	322	422
其它应收款	1	1	3	4	5
存货	110	87	140	194	246
其他	504	146	259	388	509
<b>非流动资产</b>	859	957	1033	1100	1158
长期股权投资	0	15	15	15	15
固定资产	611	711	798	874	940
无形资产商誉	52	51	46	41	37
其他	196	181	175	170	166
<b>资产总计</b>	<b>1993</b>	<b>2083</b>	<b>2309</b>	<b>2664</b>	<b>3118</b>
<b>流动负债</b>	99	57	75	97	118
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	81	35	56	78	99
预收账款	1	0	0	0	0
其他	17	22	19	19	20
<b>长期负债</b>	44	62	62	62	62
长期借款	0	0	0	0	0
其他	44	62	62	62	62
<b>负债合计</b>	<b>144</b>	<b>119</b>	<b>137</b>	<b>159</b>	<b>180</b>
股本	170	170	170	170	170
资本公积金	1181	1190	1190	1190	1190
留存收益	442	530	723	1041	1458
少数股东权益	56	74	89	104	119
归属于母公司所有者权益	1793	1890	2083	2401	2818
<b>负债及权益合计</b>	<b>1993</b>	<b>2083</b>	<b>2309</b>	<b>2664</b>	<b>3118</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	173	173	68	198	362
净利润	47	123	239	400	548
折旧摊销	74	93	101	111	119
财务费用	0	4	(19)	(29)	(38)
投资收益	(1)	(2)	(14)	(14)	(14)
营运资金变动	50	(48)	(240)	(271)	(254)
其它	4	2	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(455)	(81)	(164)	(164)	(164)
资本支出	(124)	(174)	(177)	(177)	(177)
其他投资	(331)	93	14	14	14
<b>筹资活动现金流</b>	(15)	(14)	(15)	(38)	(78)
借款变动	(33)	(36)	(3)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(10)	9	0	0	0
股利分配	0	(13)	(32)	(67)	(116)
其他	28	27	19	29	38
<b>现金净增加额</b>	<b>(297)</b>	<b>79</b>	<b>(111)</b>	<b>(4)</b>	<b>120</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	303	438	779	1169	1533
营业成本	201	242	387	538	682
营业税金及附加	3	4	8	12	15
营业费用	6	6	12	18	23
管理费用	36	34	60	90	118
研发费用	25	33	59	89	117
财务费用	(15)	(11)	(19)	(29)	(38)
资产减值损失	(5)	(18)	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	0	2	2	2	2
其他收益	8	10	10	10	10
投资收益	1	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	52	125	266	445	609
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	53	125	266	445	609
所得税	6	2	27	44	61
少数股东损益	6	21	15	15	15
<b>归属于母公司净利润</b>	41	102	224	385	533

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	124%	45%	78%	50%	31%
营业利润	-158%	139%	112%	67%	37%
归母净利润	-160%	148%	120%	72%	38%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.7%	44.8%	50.3%	54.0%	55.5%
净利率	13.6%	23.3%	28.8%	33.0%	34.8%
ROE	2.3%	5.5%	11.3%	17.2%	20.4%
ROIC	1.8%	5.9%	10.7%	16.0%	18.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	7.2%	5.7%	5.9%	6.0%	5.8%
净负债比率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	11.4	19.7	16.9	16.1	16.6
速动比率	10.3	18.2	15.1	14.1	14.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.6	2.5	3.4	3.2	3.1
应收账款周转率	4.1	4.1	4.6	4.4	4.1
应付账款周转率	2.6	4.2	8.5	8.0	7.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.24	0.60	1.32	2.26	3.13
每股经营净现金	1.02	1.02	0.40	1.16	2.12
每股净资产	10.53	11.10	12.23	14.10	16.55
每股股利	0.07	0.18	0.39	0.68	0.94
<b>估值比率</b>					
PE	374.2	150.9	68.7	40.0	28.9
PB	8.6	8.1	7.4	6.4	5.5
EV/EBITDA	144.7	72.7	40.1	26.5	20.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。