

## 下游应用多点开花，募投项目打破产能瓶颈

### ——欧莱新材（688530.SH）首次覆盖报告

#### 报告要点：

- **国内溅射靶材领军企业，产品齐全切入主流客户。**欧莱新材在溅射靶材领域深耕多年，产品包括铜靶、铝靶、钼及钼合金靶和 ITO 靶等产品，客户也涵盖京东方、华星光电、惠科、越亚半导体、SK 海力士等知名企业。
- **下游应用多点开花，产品认证助力公司成长。**1) AI 开始赋能 AI PC 和 Alphone 等电子产品，新一轮的革新将带动显示面板所需的溅射靶材景气度，预计 2026 年中国平面显示用溅射靶材市场空间约为 395 亿元。2) 集成电路市场规模稳定增长，带动溅射靶材等半导体材料市场规模持续高攀。3) 新能源汽车渗透率提速，2022 年全球和中国锂电池出货量分别同比增加 70.3%和 97.7%，溅射靶材作为电池中复合铜箔、铝箔的必备材料有望从中受益。4) 太阳能电池片产量增加，预计带动溅射靶材 2021-2026 年市场规模 CAGR 达到 17.54%。公司已实现 G5、G6、G8.5、G8.6、G10.5、G11 等世代线产品的批量供货，且公司 G8.5、G10.5 平面铜靶、G10.5 平面 ITO 靶等多项产品核心技术指标已达到世界先进水平，实现进口替代。此外，公司半导体显示用 ITO 靶已于 2023 年 6 月成功通过彩虹光电的首套产品测试并进入大批量供应阶段，在惠科、华星光电、超视界等显示面板主流厂商正处于首套产品测试流程。公司太阳能电池用 ITO 靶也已处于华晟新能源、钜能电力、比亚迪供应链的产品认证流程中。随着公司产品不断通过客户验证，营收将有望迎来新一轮的发展周期。
- **募投项目助力增产降本，打开公司成长上限。**公司募集资金 3.84 亿元用于高端溅射靶材生产基地、高纯无氧铜生产基地建设和集成电路靶材研发试制基地三个项目。高端溅射靶材生产基地项目将突破公司溅射靶材后段工序的产能瓶颈，分别新增铜靶、铝靶、钼及钼合金靶和 ITO 靶产能 1050 吨、60 吨、90 吨和 140 吨/年。高纯无氧铜生产基地项目将助力公司产业链向上延伸，降低公司生产成本，提升产品附加值，提供公司溅射靶材产品的稳定性和一致性。

#### ● 投资建议与盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 5.28/6.05/7.05 亿元，归母净利为 0.58/0.70/0.85 亿元，对应 EPS 为 0.36/0.44/0.53 元/股，考虑到公司为国内溅射靶材领军企业，且受显示面板等下游领域景气度上行影响，叠加募投项目打开产能瓶颈，进入新一轮发展阶段。首次覆盖，给予“增持”评级。

#### ● 风险提示

募投项目进度不及预期；原材料价格波动风险；下游需求波动风险。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	391.97	476.26	527.90	604.90	704.70
收入同比 (%)	2.50	21.50	10.84	14.59	16.50
归母净利润(百万元)	35.32	49.34	57.90	69.89	84.91
归母净利润同比(%)	-30.03	39.69	17.34	20.71	21.49
ROE (%)	7.72	9.68	6.21	6.97	7.81
每股收益 (元)	0.22	0.31	0.36	0.44	0.53
市盈率(P/E)	43.50	31.14	26.54	21.98	18.09

资料来源：Wind，国元证券研究所

## 增持|首次推荐

当前价： 9.60 元

目标期限： 6 个月

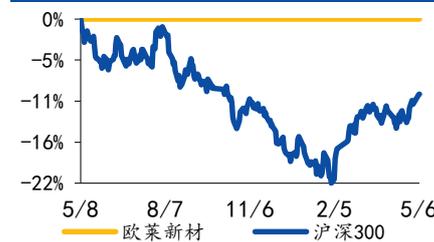
#### 基本数据

发行价 (元): 9.60

A 股流通股 (百万股): 30.09

A 股总股本 (百万股): 160.04

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 (021)5109 7188

邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

## 目 录

1.国内溅射靶材领军企业，需求回暖重回增长轨道.....	4
1.1 深耕行业多年，产品齐全+客户覆盖广.....	4
1.2 需求回暖业绩修复，降本增效提振盈利能力.....	5
2.溅射靶材应用广泛，下游多点开花促进市场扩容.....	7
2.1 溅射靶材市场增长稳定，国产替代空间广阔.....	7
2.2 消费电子需求庞大，溅射靶材市场空间广阔.....	8
2.3 集成电路市场稳定增长，半导体材料需求旺盛.....	9
2.4 新能源汽车渗透提速+光伏技术更迭，电池需求旺盛扩容溅射靶材市场... ..	10
3.产品持续通过客户认证，募投项目打破产能瓶颈.....	12
3.1 产品已达全球标准，技术赋能业务多点开花.....	12
3.2 提升产能优化生产布局，降本增效提升产品附加值.....	16
4.盈利预测、估值与投资评级.....	17
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....	17
4.2 估值分析与投资建议.....	18
5.风险提示.....	19

## 图表目录

图 1：公司产品应用领域及对应客户 .....	5
图 2：公司产品应用领域及对应客户 .....	5
图 3：公司营收及增速（百万元） .....	6
图 4：公司归母净利及增速（百万元） .....	6
图 5：公司营收结构.....	6
图 6：公司毛利率及净利率 .....	6
图 7：公司期间费用率 .....	6
图 8：公司存货水平（百万元） .....	6
图 9：溅射靶材产业链 .....	7
图 10：全球靶材行业市场规模（亿美元） .....	7
图 11：中国靶材行业市场规模（亿元） .....	7
图 12：中国高性能溅射靶材下游应用结构 .....	8
图 13：全球靶材行业竞争格局 .....	8
图 14：全球智能手机出货量及出货金额.....	8
图 15：全球笔记本电脑出货量（百万台） .....	8
图 16：全球半导体显示面板产业市场规模（亿美元） .....	9
图 17：全球液晶显示面板区域产能结构.....	9
图 18：2023 年全球 LCD 电视面板竞争格局.....	9
图 19：中国平面显示用溅射靶材市场规模（亿元） .....	9
图 20：全球集成电路市场规模（亿美元） .....	10
图 21：中国集成电路市场规模（亿元） .....	10

图 22: 全球半导体材料市场规模 (亿美元) .....	10
图 23: 锂离子电池结构 .....	11
图 24: 中国动力锂离子电池出货量 (GWh) .....	11
图 25: 太阳能电池分类 .....	11
图 26: 全球及中国太阳能电池片产量 (GW) .....	11
图 27: 全球太阳能电池出货量占比 .....	12
图 28: 中国太阳能电池用溅射靶材市场规模 (亿元) .....	12
图 29: 公司铜靶营收及单价 .....	13
图 30: 公司铜靶营收结构 .....	13
图 31: 公司铜靶不同显示世代线营收贡献 .....	13
图 32: 公司铜靶毛利率 .....	13
图 33: 公司铝靶营收及增速 (百万元) .....	14
图 34: 公司铝靶销量及单价 .....	14
图 35: 公司铝靶营收结构 .....	14
图 36: 公司铝靶毛利率 .....	14
图 37: 公司钼及钼合金靶营收及增速 (百万元) .....	15
图 38: 公司钼及钼合金靶销量及单价 .....	15
图 39: 公司钼及钼合金靶营收结构 .....	15
图 40: 公司钼及钼合金靶毛利率 .....	15
图 41: 公司 ITO 靶营收及增速 .....	15
图 42: 公司 ITO 靶销量及单价 .....	15
图 43: 公司 ITO 靶营收结构 .....	16
图 44: 公司 ITO 靶毛利率 .....	16
图 45: 公司残靶营收及单价 .....	16
图 46: 公司残靶毛利率 .....	16
表 1: 公司主要产品 .....	4
表 2: 公司及竞争对手主要产品关键指标标准 .....	12
表 3: 募集资金总额及运用计划 (百万元) .....	17
表 4: 公司产品营收结构及毛利率预测 (百万元) .....	18
表 5: 可比公司 PE 数据对比 .....	18

# 1.国内溅射靶材领军企业，需求回暖重回增长轨道

## 1.1 深耕行业多年，产品齐全+客户覆盖广

欧莱新材是国内领先的溅射靶材供应商，主要产品包括多种尺寸和各种形态的铜靶、铝靶、钼及钼合金靶和ITO靶等，产品广泛应用于半导体显示、触控屏、装饰镀膜、集成电路封装、新能源电池和太阳能电池等领域，是各类薄膜工业化制备的关键材料。

表 1：公司主要产品

产品类型	产品名称	产品图例	产品简介	主要应用领域
铜靶	平面铜靶		具有电阻率低、抗电迁移性优、稳定性佳等特点 可用于制备 TFT 阵列电极和互连线膜层、触控屏导线层、彩膜层、光学膜层、陶瓷基板覆铜层、新能源电池的集流体复合铜箔	半导体显示、触控屏、装饰镀膜、建筑玻璃、集成电路封装、新能源电池
	旋转铜靶		主要产品纯度在 4N 以上，晶粒度在 100 μm 以下，平面铜靶绑定焊合率在 98% 以上，旋转铜靶直线度在 0.1mm/m 以下	
铝靶	平面铝靶		具有电阻率低、耐腐蚀性强、蚀刻性能佳等特点 可用于制备 TFT 阵列电极和互连线膜层、彩膜层、光学膜层、太阳能薄膜电池导线层、新能源电池的集流体复合铝箔	半导体显示、装饰镀膜、太阳能电池、新能源电池
	旋转铝靶		主要产品纯度在 5N 以上，晶粒度在 200 μm 以下，平面铝靶绑定焊合率在 95% 以上，旋转铝靶直线度在 0.1mm/m 以下	
钼及钼合金靶	平面钼及钼合金靶		具有熔点高、电导率高、抗氧化性高、比阻抗低和膨胀系数低等特点	半导体显示、触控屏
	旋转钼及钼合金靶		可用于制备 TFT 阵列阻隔层、触控屏电极和导线阻隔层 主要产品纯度在 3N5 以上，相对密度在 99.7% 以上	
ITO 靶	平面 ITO 靶		具有透光率高、导电性能优、刻蚀性能佳等特点 可用于制备触控屏透明导电层、TFT 阵列透明电极、彩色滤光片	触控屏、半导体显示
	旋转 ITO 靶		主要产品纯度在 4N 以上，相对密度在 99.7% 以上	
其他	铝钨合金靶		可用于制备触控屏导线层 主要产品纯度在 4N 以上	触控屏
	锌锡合金靶		可用于制备光学膜层 主要产品纯度在 3N 以上	建筑玻璃
	硅铝合金靶		可用于制备保护膜层 主要产品纯度在 3N 以上	建筑玻璃
	镍铬合金靶		可用于制备保护膜层 主要产品纯度在 2N8 以上	建筑玻璃
	钛靶		可用于制备彩膜层 可用于制备陶瓷基板的阻隔层	装饰镀膜、集成电路封装

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

公司主要代表性客户包括京东方、华星光电、惠科、超视界、彩虹光电、深超光电和中电熊猫等半导体显示面板行业主流厂商，超声电子、莱宝高科、南玻集团、长信科技和 TPK 等知名触控屏厂商。此外，公司还切入越亚半导体、SK 海力士等知名半导体厂商的集成电路封装材料供应体系和万顺新材、宝明科技、腾胜科技等新

能源电池复合集流体正负极材料和镀膜设备核心厂商的供应链。

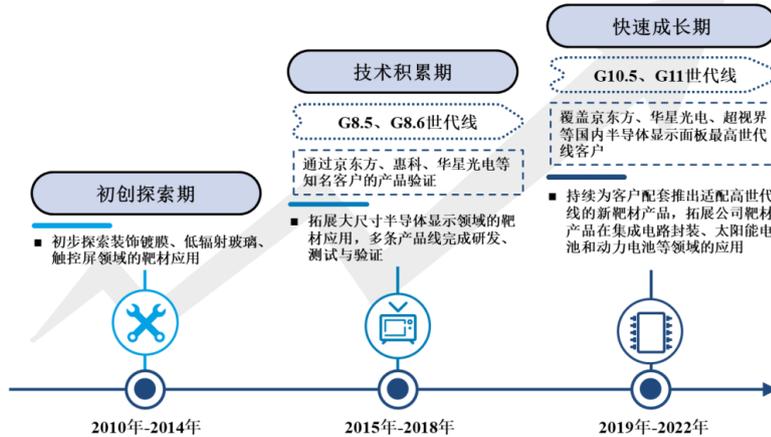
图 1：公司产品应用领域及对应客户



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

公司成立于 2010 年，先后经历初创期、积累期和成长期。探索期为 2010-2014 年，初步探索装饰镀膜、低辐射玻璃、触控屏领域的靶材应用。积累期为 2015-2018 年，扩大大尺寸半导体显示领域的靶材应用，并通过京东方、惠科、华星光电等知名客户的产品验证。成长期为 2019-2022 年，拓展产品在集成电路封装、太阳能电池和动力电池等领域的应用，客户涵盖京东方、华星光电、超视界等国内半导体显示面板最高世代线客户。

图 2：公司产品应用领域及对应客户

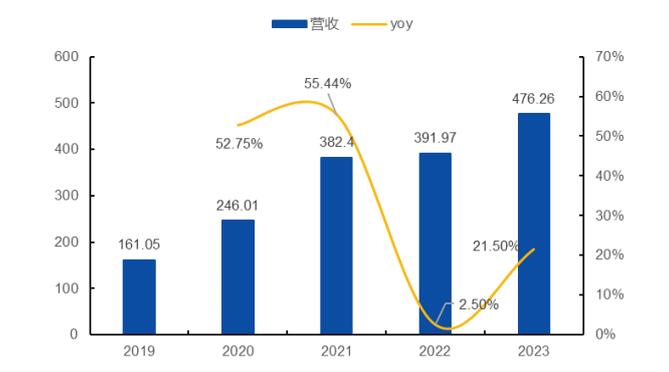


资料来源：公司招股书，国元证券研究所

## 1.2 需求回暖业绩修复，降本增效提振盈利能力

公司营收稳定增长，终端需求回暖业绩压力减弱。2019-2023 年，公司营收呈稳步增长态势，仅在 2022 年受下游需求萎靡不振影响，增长有所削弱。2020 年，公司不断切入集成电路封装、太阳能电池和动力电池等领域的客户，归母净利实现扭亏为盈，在 2021 年实现翻倍增长；2022 年受终端需求不振影响，首次出现下滑，随着消费电子在 2023 年回暖，公司业绩开始边际修复。

图 3：公司营收及增速（百万元）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

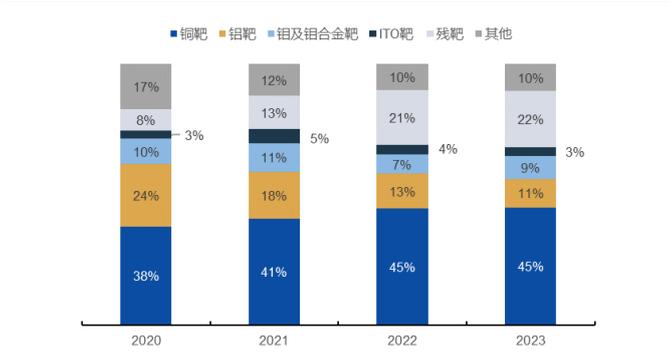
图 4：公司归母净利润及增速（百万元）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

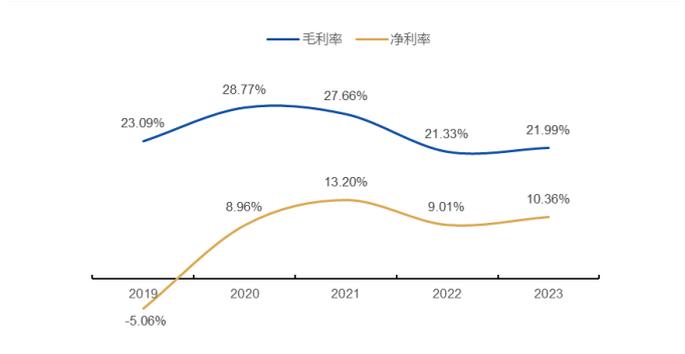
公司核心业务为铜靶和铝靶，铜靶占比约为 40%，公司开始向知名半导体显示面板厂商批量供货，导致 2022 年营收占比上升至 45%。公司铝靶营收占比有所下降，2022 年受消费电子景气度下行，营收贡献有较大幅度下滑。盈利情况来看，公司 2022 年受全球经济下行压力和终端需求减弱影响，毛利率和净利率下滑幅度较大，2023 年经济形势有所改善，毛利率和净利率出现小幅抬头。

图 5：公司营收结构



资料来源：公司招股书, 国元证券研究所

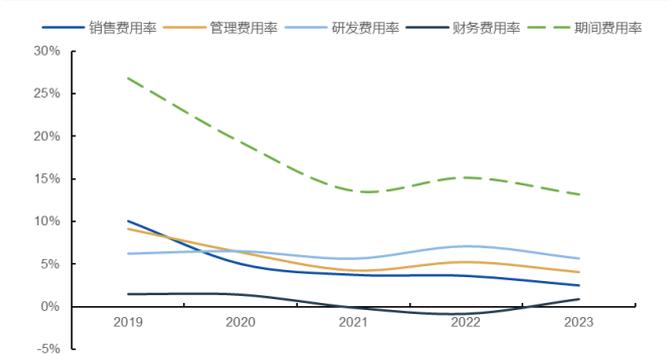
图 6：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind, 国元证券研究所

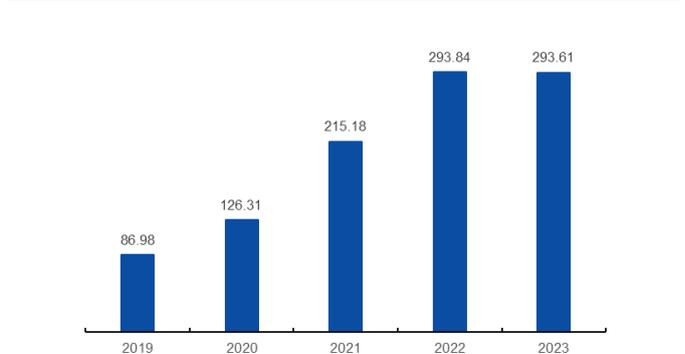
公司期间费用率持续下滑，从 2019 年的 26.82% 下滑至 2023 年的 13.16%，主要为公司营收规模扩大，费用占比有所下降，尤其是销售费用率和管理费用率，分别下滑 12.52 pct 和 13.22 pct。公司正处于经营规模的扩张期，需要增加备货，带动存货水平有所增长。

图 7：公司期间费用率



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 8：公司存货水平（百万元）



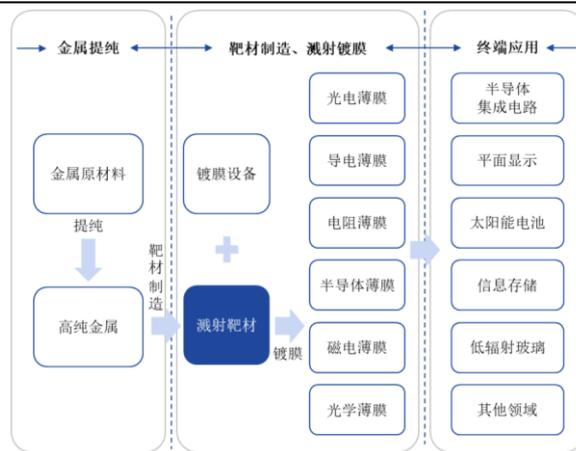
资料来源：Wind, 国元证券研究所

## 2. 溅射靶材应用广泛，下游多点开花促进市场扩容

### 2.1 溅射靶材市场增长稳定，国产替代空间广阔

溅射靶材产业链主要包括金属提纯、靶材制造及溅射镀膜和终端应用等环节。上游金属提纯是将自然界含有杂志的金属进行提纯处理，从而满足靶材制造环节的生产需求；靶材制造是产业链中的关键环节，其所需工序精细繁多，并根据下游应用领域的需求进行特有的工艺设计；溅射镀膜主要是将溅射靶材安装在专用的溅射镀膜设备中完成溅射反应，制备出具有导电、绝缘、光导、压电等特性的膜层，并进行元器件封装。

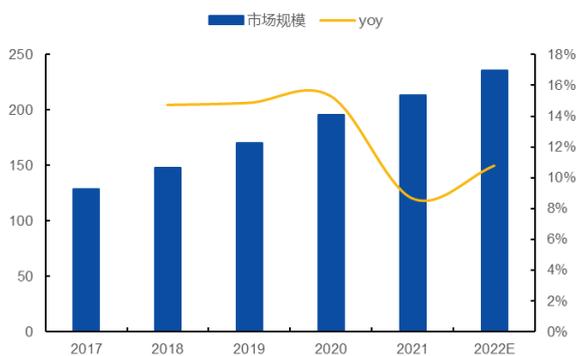
图 9：溅射靶材产业链



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

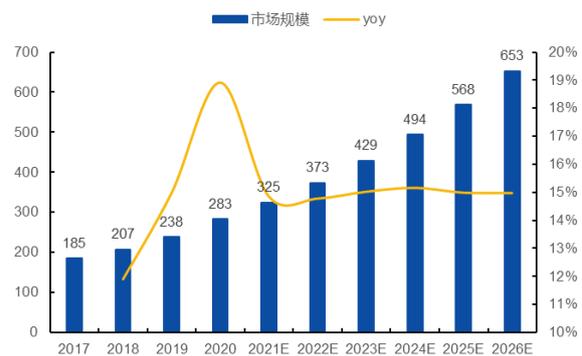
半导体集成电路、平面显示、信息存储等领域对溅射靶材的需求不断增加，将带动高性能溅射靶材市场规模日益扩大。据中商产业研究院数据，2017-2021 年，全球溅射靶材市场规模从 129 亿美元提升至 213 亿美元，CAGR 为 13.36%，预计 2022 年和 2023 年保持 10% 的速度增长。中国随着显示面板产能转移、半导体国产化进程提速及太阳能电池市场景气度上行，中国溅射靶材市场规模增速高于全球水平，据前瞻产业研究院数据，预计 2017-2020 年和 2021-2026 年 CAGR 分别达到 15.2% 和 15%。

图 10：全球靶材行业市场规模（亿美元）



资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

图 11：中国靶材行业市场规模（亿元）

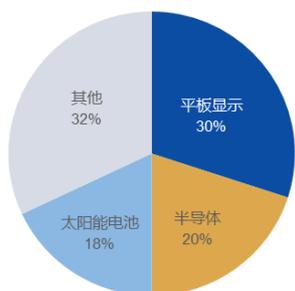


资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

高性能溅射靶材应用聚焦三大领域，海外市场主导行业发展。平板显示为高性能溅射靶材行业主要应用领域，据观研天下数据，在中国高性能溅射靶材应用结构中，平板显示、半导体和太阳能为主要的应用领域，占比共计 68%。从竞争格局来看，据中商产业研究院数据，以 JX 金属、霍尼韦尔、东曹和普莱克斯为首的海外企业

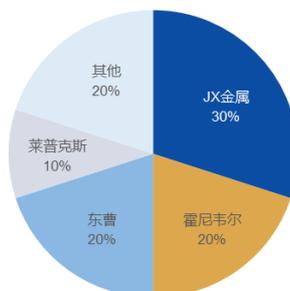
凭借技术上的先发优势、雄厚的技术力量、精细的生产控制和过硬的产品质量，占据了全球 80%左右的市场份额，其主导着产业的发展方向和技术革新，在溅射靶材领域优势明显。此外，三井金属、住友化学、爱发科、世泰克、攀时等资金雄厚、技术水平领先、产业经验丰富的海外公司在各自的靶材领域处于市场领先地位。

图 12：中国高性能溅射靶材下游应用结构



资料来源：观研天下，国元证券研究所

图 13：全球靶材行业竞争格局



资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

## 2.2 消费电子需求庞大，溅射靶材市场空间广阔

触控屏是溅射靶材的重要应用领域，智能手机和笔记本电脑是触控屏主要的应用场景，占比分别为 85%和 9%。智能手机和笔记本电脑的较大出货量将支撑显示面板需求，进而带动溅射靶材需求。据 IDC 数据，2016-2022 年，虽然全球智能手机出货量出现一定程度下滑，但体量依旧庞大，且出货金额持续提升，在技术创新及消费者升级换代需求推动下，手机空间仍有较大空间，预计市场规模仍将不断扩大。2020 年以来，线上经济蓬勃发展带动笔记本出货量实现较大增长，未来随着笔记本电脑细化消费者需求，更多功能的新品不断涌现，将有望带动笔记本电脑出货量持续增加。

图 14：全球智能手机出货量及出货金额



资料来源：公司招股书，IDC，国元证券研究所

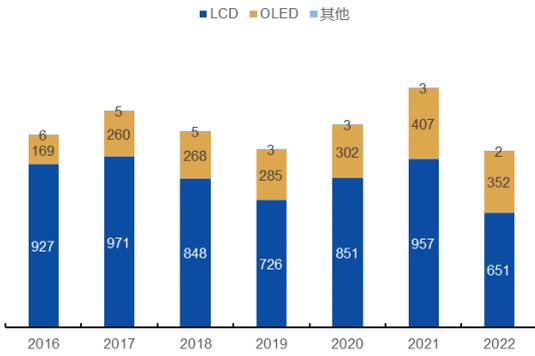
图 15：全球笔记本电脑出货量 (百万台)



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

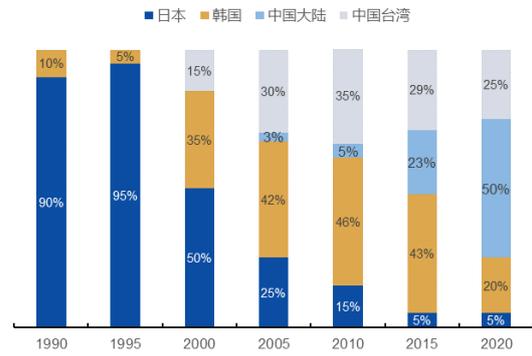
下游电视、显示器、笔记本电脑、手机等终端应用需求增长，全球显示面板行业市场规模保持稳定增长，2021 年产值达到 1366 亿美元，2022 年受消费电子景气度下行影响，显示面板需求有所削弱，下降至 1005 亿美元，未来随着新兴产业的发展将带动显示面板需求，预计显示面板产值将持续提升。从地区分布来看，显示面板行业正向中国大陆转移，2010 年中国大陆面板产能仅占全球比重 5%，随着京东方、华星光电等中国大陆面板厂商崛起，2020 年中国大陆面板产能占比提升至 50%，未来将会进一步提升。

图 16: 全球半导体显示面板产业市场规模 (亿美元)



资料来源: 公司招股书, 国元证券研究所

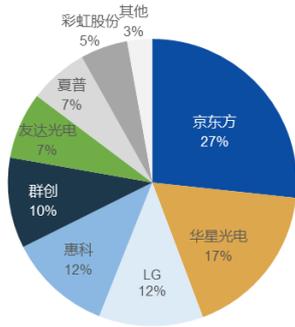
图 17: 全球液晶显示面板区域产能结构



资料来源: 公司招股书, 国元证券研究所

2023 年中国大陆面板厂商京东方、华星光电位居全球 LCD 电视面板出货量 Top 2, 占据了全球显示面板行业的领先地位。中国面板厂商的崛起带动国产溅射靶材行业的发展, 2014-2020 年, 中国平面显示用溅射靶材市场规模 CAGR 达到 18.2%, 预计 2021-2026 年市场规模 CAGR 将达到 17.4%。结合显示面板制造中各类溅射靶材的使用情况等经验数据估算, 平面显示用铜靶约占平面显示用溅射靶材市场规模的 20%, 预计 2026 年中国平面显示用铜靶的市场规模约为 79 亿元。

图 18: 2023 年全球 LCD 电视面板竞争格局



资料来源: Ofweek 工控, 国元证券研究所

图 19: 中国平面显示用溅射靶材市场规模 (亿元)



资料来源: 公司招股书, 国元证券研究所

## 2.3 集成电路市场稳定增长, 半导体材料需求旺盛

随着物联网、自动驾驶和数据中心等新兴产业持续发展, 带动全球集成电路市场规模稳定增长, 据公司招股说明书披露, 2015-2022 年, 全球集成电路销售额 CAGR 为 8.96%, 中国集成电路行业将额外受益半导体制造产能重心转移和政府政策扶持等多重利好, 市场规模 CAGR 将高于全球增速水平, 据前瞻产业研究院数据, 2018-2023 年 CAGR 达到 13.45%。未来产品技术迭代及更广泛的普及将推动集成电路行业稳定增长。

图 20: 全球集成电路市场规模 (亿美元)



资料来源: 公司招股书, 国元证券研究所

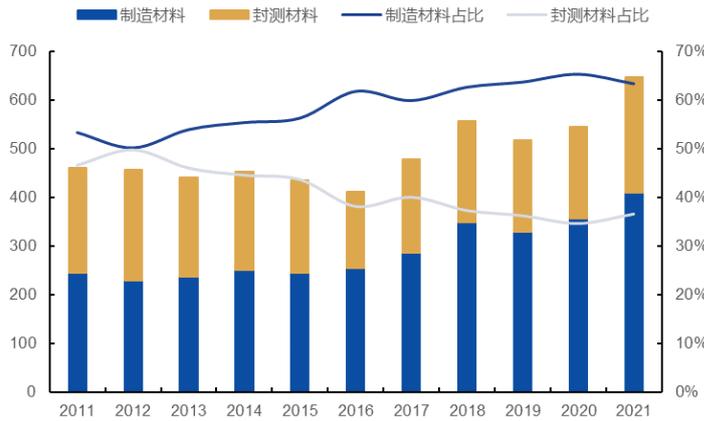
图 21: 中国集成电路市场规模 (亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 国元证券研究所

半导体材料市场规模持续提升, 制造材料占比进一步扩大。半导体材料分为晶圆制造材料和封测材料, 据公司招股书披露, 2016-2021 年, 全球半导体材料市场规模 CAGR 约为 9%, 从两种材料占比情况来看, 制造材料占比逐步提升, 从 2011 年的 53% 提升至 2021 年的 63%, 制造材料市场规模的逐步扩大将带动溅射靶材等产品的需求。

图 22: 全球半导体材料市场规模 (亿美元)

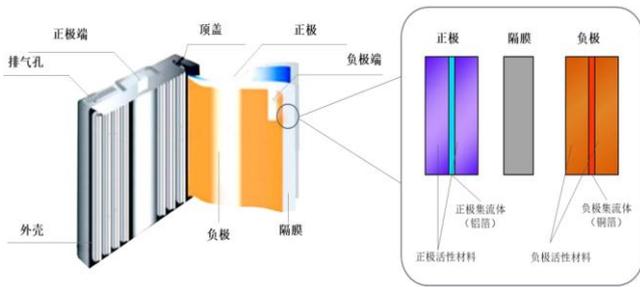


资料来源: 公司招股书, 国元证券研究所

## 2.4 新能源汽车渗透提速+光伏技术更迭, 电池需求旺盛扩容溅射靶材市场

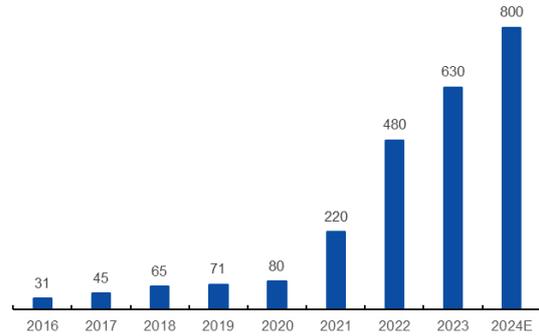
溅射靶材是新能源电池中复合铜箔、铝箔的必备原材料, 将受益中国锂离子电池出货增长。金属箔是锂离子电池集流体的主要材料, 铜箔通常为负极集流体, 铝箔通常为正极集流体。复合集流体需要通过真空蒸镀、磁控溅射等方式在 PET/PP 膜表面形成纳米级金属, 其中, 溅射靶材是磁控溅射过程中的必备原材料。据 GGII 数据, 中国持续推动新能源汽车的渗透率, 带动其销量快速增长, 进而推动锂离子电池动力电池快速发展, 预计 2020-2024 年中国动力锂离子电池出货量 CAGR 达到 77.83%。

图 23: 锂离子电池结构



资料来源: 公司招股书, 国元证券研究所

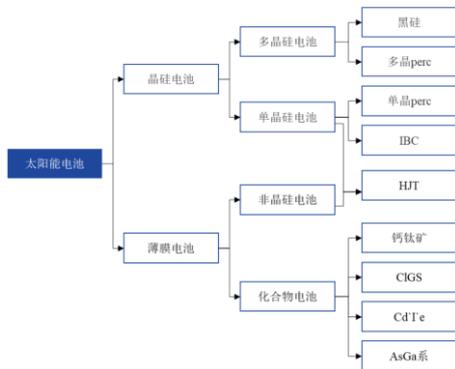
图 24: 中国动力锂离子电池出货量 (GWh)



资料来源: GGII, 国元证券研究所

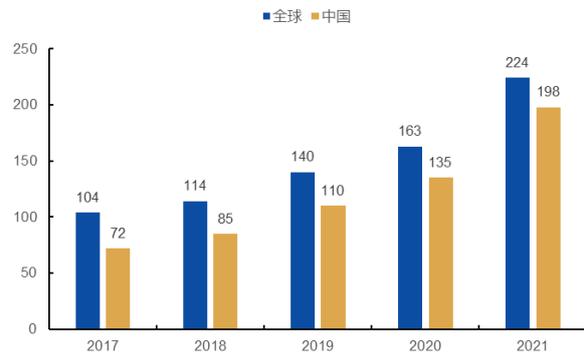
太阳能电池可分为晶硅电池和薄膜电池, 薄膜电池的背电极环节以及 HJT 太阳能电池的导体层将用到溅射靶材, 薄膜电池常用的溅射靶材包括铝靶、铜靶、钼靶、ITO 靶等, HJT 太阳能电池则主要使用 ITO 靶, 两大应用领域将成为溅射靶材的主要增长点。据公司招股书数据, 2017-2021 年, 全球太阳能电池片产能从 104GWh 增长至 224GW, CAGR 为 21.1%, 同期, 中国太阳能电池片产量从 72GW 增长至 198GW, CAGR 为 28.8%, 高于全球增速。目前, 光伏发电成本持续下降, 由政策驱动阶段转向“平价上网”阶段, 光伏发电将成为具有价格竞争力的电力来源, 进入新的发展阶段。

图 25: 太阳能电池分类



资料来源: 公司招股书, IDC, 国元证券研究所

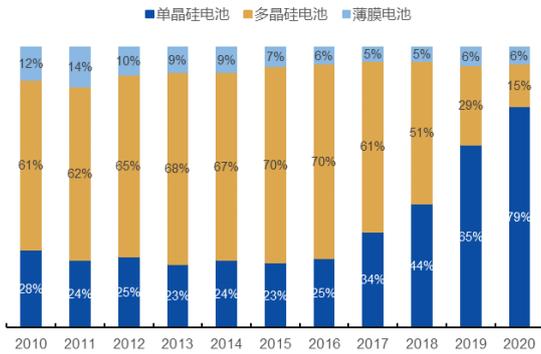
图 26: 全球及中国太阳能电池片产量 (GW)



资料来源: 公司招股书, 国元证券研究所

从不同太阳能电池种类来看, 单晶硅电池虽然转换效率更高, 但受成本影响在前期的出货占比较低, 随着新技术的普及和应用, 占比逐步提升。薄膜电池是新一代的电池技术, 理论上具有更高的转换效率和更低的生产成本, 但由于技术瓶颈, 相关企业相继推出、减产。近几年薄膜电池在生产工艺和技术都出现较大突破, 目前正处于产能扩张阶段, 将逐渐成为市场主流。2013-2020 年, 中国太阳能用溅射靶材市场规模从 3.5 亿元提升至 31.7 亿元, CAGR 达到 37%, 预计 2026 年将达到 83 亿元。

图 27：全球太阳能电池出货量占比



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

图 28：中国太阳能电池用溅射靶材市场规模（亿元）



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

### 3. 产品持续通过客户认证，募投项目打破产能瓶颈

#### 3.1 产品已达全球标准，技术赋能业务多点开花

公司铜靶的晶粒度、相对密度以及绑定焊合率，铝靶的晶粒度以及绑定焊合率，钼及钼合金靶的相对密度、晶粒度、绑定焊合率，ITO 靶的相对密度以及旋转 ITO 靶的单节最大尺寸等关键技术指标的可实现最高标准均超过国内外主要竞争对手的同类产品指标，主要产品在该等关键技术指标上具有先进性，能够有效提升溅射薄膜和显示器件的性能，提高显示面板的良率和生产效率。

表 2：公司及竞争对手主要产品关键指标标准

产品类型	技术指标	公司产品标准	公司可实现最高标准	主要竞争对手	主要竞争对手指标
铜靶	纯度	≥99.99%	99.9982%	爱发科	≥99.99%
	晶粒度	≤100um	39.82um	爱发科	≤100um
	相对密度	>99.5%	99.92%	爱发科	99.67%
	绑定焊合率	≥98%	99.98%	爱发科	≥97%
铝靶	纯度	≥99.999%	99.99947%	爱发科	≥99.999%
	晶粒度	≤200um	≤100um	爱发科	≤200um
	绑定焊合率	≥95%	99.80%	爱发科	≥97%
钼靶	纯度	≥99.97%	99.9887%	攀时	>99.97%
				爱发科	≥99.95%
	相对密度	>99.5%	99.87%	攀时	≥99.5%
				爱发科	≥99.3%
	晶粒度	≤100um	38um	攀时	≤100um
钼钨靶				爱发科	≤150um
	绑定焊合率	≥95%	99.94%	攀时	≥95%
				爱发科	≥97%
	纯度	≥99.95%	99.9858%	攀时	>99.97%
	相对密度	>99.5%	99.98%	攀时	>98.5%
ITO 靶	平面 ITO 靶单片最大尺寸	1143.2mm	1500mm	隆华科技	1400mm
				映日科技	1500mm
				先导薄膜	1500mm
	旋转 ITO 靶单片最大尺寸	911.8mm	1035mm	隆华科技	700mm
			映日科技	1000mm	

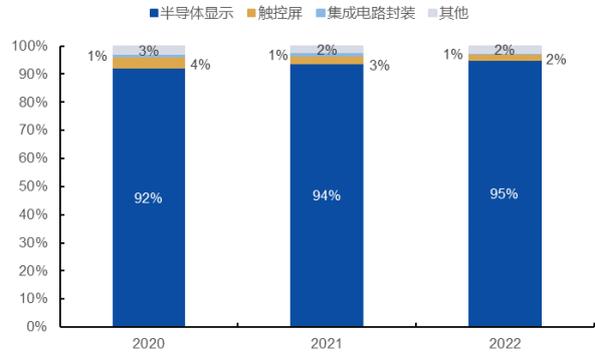
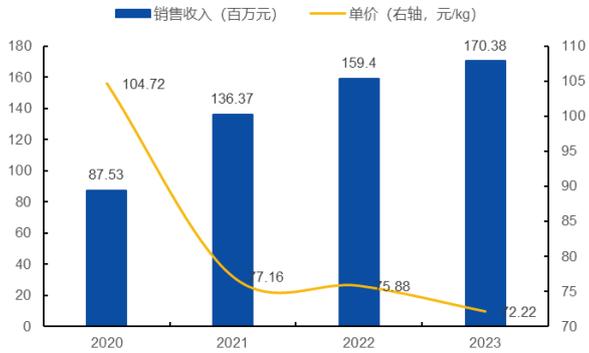
纯度	≥99.99%	99.995%	先导薄膜 JX金属、三井金属、映日科技、隆华科技、先导薄膜	900mm ≥99.99%
相对密度	≥99.7%	99.81%	三井金属 隆华科技 映日科技、先导薄膜	≥99.5% ≥99.3% ≥99.7%

资料来源：《8-1 发行人及保荐机构回复意见》，国元证券研究所

公司铜靶营收稳定增长，2021-2023 年，公司持续加深与惠科、华星光电等客户的合作，铜靶销量持续增长。铜靶价格方面，2021-2023 年，公司为扩大市场份额，采取产品降价策略，叠加单价较低的平面铜靶出货占比增加，进一步导致公司铜靶产品价格下滑。公司铜靶主要应用于平面显示领域，2020-2022 年平面显示营收贡献占比均在 95% 以上，其中半导体显示领域占比较高，比重均在 90% 以上。

图 29：公司铜靶营收及单价

图 30：公司铜靶营收结构



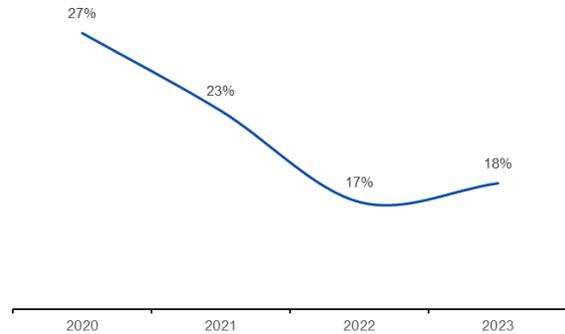
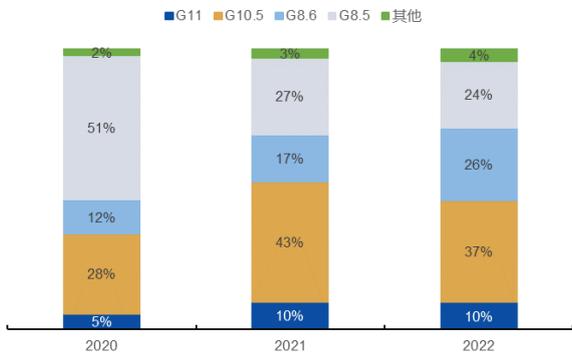
资料来源：公司招股书，国元证券研究所

资料来源：《8-1 发行人及保荐机构回复意见》，国元证券研究所

具体看铜靶中平面显示营收结构，公司铜靶已批量运用于 G6、G8.5、G8.6、G10.5、G11 等世代线半导体显示领域，其中公司产品主要应用于 G8.5 以上高世代产线半导体显示产品中，其营收贡献均在 95% 以上。具体来看，公司铜靶在 G8.6 和 G10.5 世代线的应用占比有较大提升，2020-2022 年分别提升 14 pct 和 9 pct。受铜材采购单价大幅上涨，且公司采取降价抢夺市场份额策略，公司铜靶毛利率从 2020 年的 27% 下滑至 2023 年的 18%，下滑 9 pct。

图 31：公司铜靶不同显示世代线营收贡献

图 32：公司铜靶毛利率



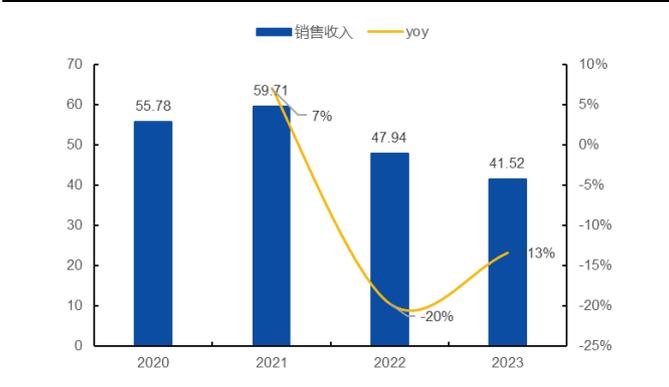
资料来源：《8-1 发行人及保荐机构回复意见》，国元证券研究所

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

2020-2023 年，受消费电子景气度下滑和降价改善产品结构影响，公司铝靶营收呈逐步下滑态势，尤其在

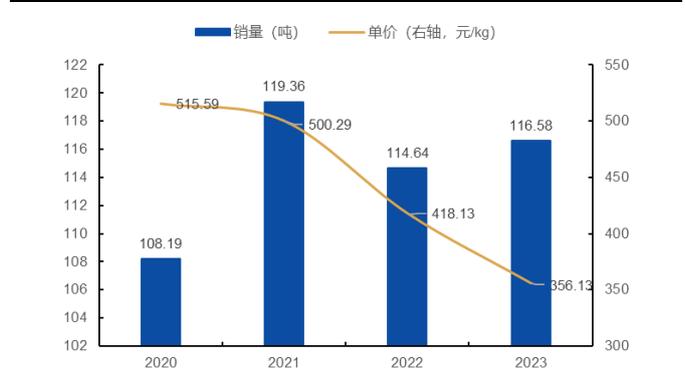
2022 年额外受行业景气度影响，产品单价下滑约 16%，销量下滑约 4%，导致公司铝靶营收下滑约 20%。2023 年公司铝靶产品降价扩大市场份额，虽然销量有所回暖，但单价下滑幅度较大带动公司铝靶营收进一步下滑。

图 33：公司铝靶营收及增速（百万元）



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

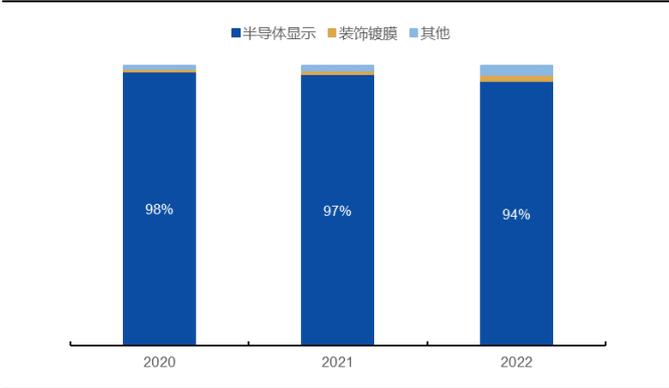
图 34：公司铝靶销量及单价



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

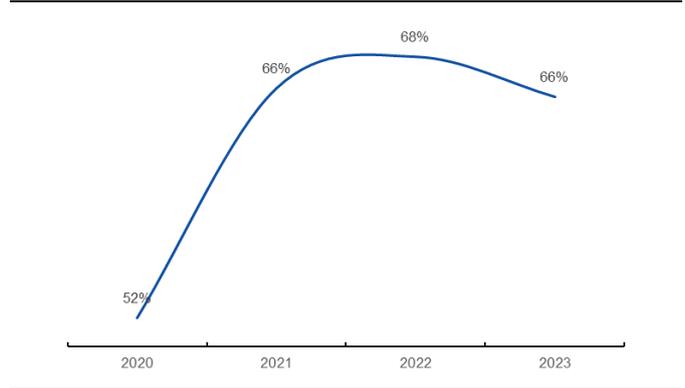
公司铝靶产品主要应用于半导体显示领域，2020-2022 年半导体显示用溅射靶材营收贡献均在 95% 以上。2021-2023 年公司自主制备高纯铝管的占比持续上升，毛利率从 2020 年的 52% 提升至 2023 年的 66%，增加 14 pct。

图 35：公司铝靶营收结构



资料来源：《8-1 发行人及保荐机构回复意见》，国元证券研究所

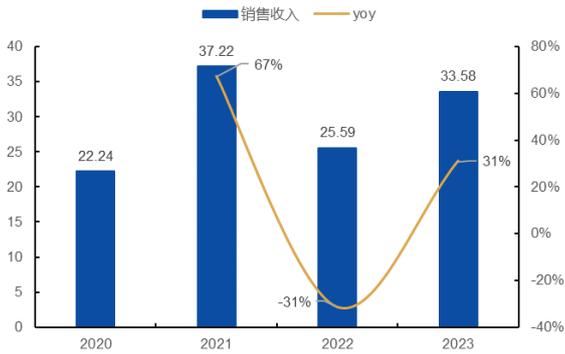
图 36：公司铝靶毛利率



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

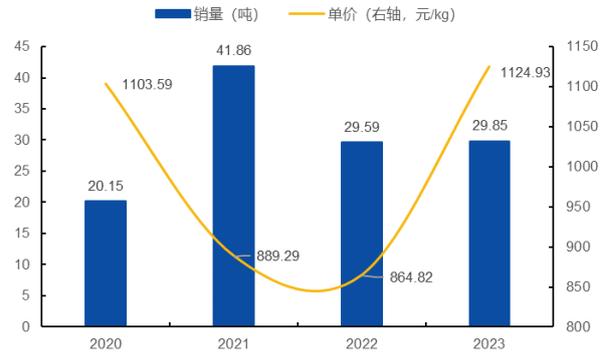
2022 年，受全球宏观经济下行，消费电子需求削弱，带动显示面板行业萎靡，公司钼及钼合金靶营收出现较大幅度下滑，下滑约 31%；2023 年，公司新型钼合金靶切入京东方和惠科产业链，其技术壁垒高、开发难度大、单价较高，带动公司钼及钼合金靶营收回暖，同比增加约 31%。

图 37: 公司钼及钼合金靶营收及增速 (百万元)



资料来源: 公司招股书, 国元证券研究所

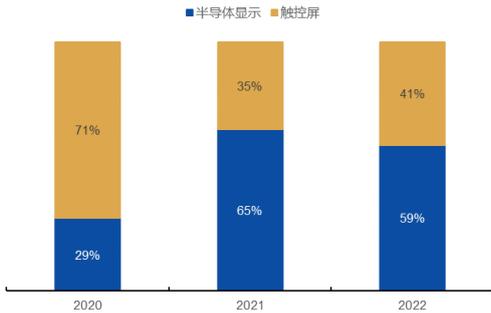
图 38: 公司钼及钼合金靶销量及单价



资料来源: 公司招股书, 国元证券研究所

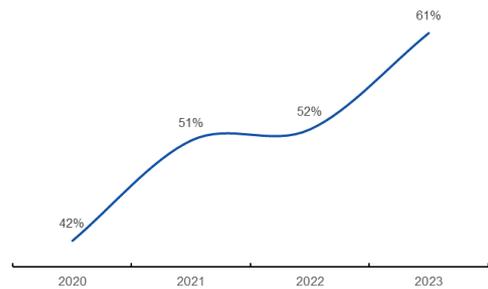
公司钼及钼合金靶产品主要用于平面显示领域, 其中半导体领域营收占比出现较大幅度增加, 从 2020 年的 29% 提升至 2022 年的 59%。公司持续优化改进钼及钼合金靶工艺, 单位钼粉消耗量下降, 直接材料成本下降带动毛利率逐步提升, 从 2020 年的 42% 提升至 2022 年的 52%, 提升 10 pct; 2023 年公司附加值高的新型钼及钼合金靶成功在客户应用, 进一步带动公司毛利率提升 9 pct。

图 39: 公司钼及钼合金靶营收结构



资料来源: 《8-1 发行人及保荐机构回复意见》, 国元证券研究所

图 40: 公司钼及钼合金靶毛利率



资料来源: 公司招股书, 国元证券研究所

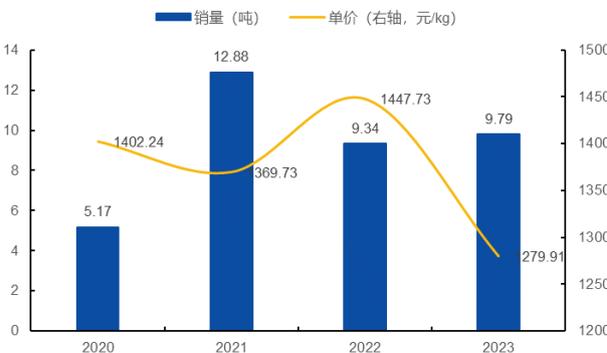
2022 年, 受消费电子景气度下行, 公司 ITO 靶对南玻集团等客户的销售收入有所下降, 同比下滑约 23%; 2023 年, 公司 ITO 靶销量有所回暖, 但因单价较低的旋转 ITO 靶出货比例增加, 拉低 ITO 靶整体价格, 导致 2023 年公司 ITO 靶营收仍出现小幅下滑。

图 41: 公司 ITO 靶营收及增速



资料来源: 公司招股书, 国元证券研究所

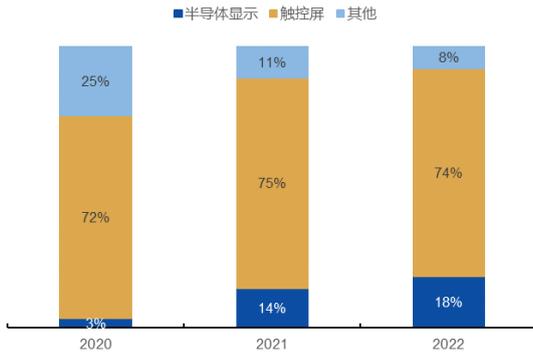
图 42: 公司 ITO 靶销量及单价



资料来源: 公司招股书, 国元证券研究所

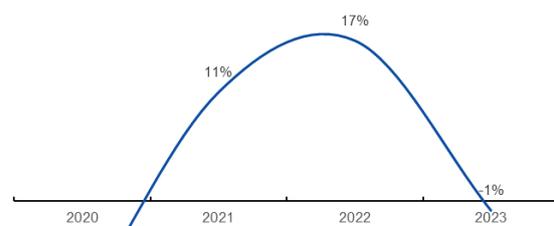
公司 ITO 靶主要应用于触控屏领域，此外，公司积极开拓半导体显示领域客户，现已进入惠科、华星光电和彩虹光电等显示面板主流厂商的测试流程，由于半导体 ITO 靶尺寸较大、技术难度较高，附加值较高，成功导入客户产线后，公司 ITO 营收预计将快速大幅增加。毛利率方面，2021 年，ITO 靶的材料采购成本降低叠加生产工艺持续优化，毛利率由负转正，2022 年单片尺寸较大的产品和价值量更高的平面 ITO 靶出货占比提升，单价增加带动毛利率改善，2023 年附加值较低的旋转 ITO 出货占比增加，叠加竞争激烈，公司降价扩大市场份额，毛利率出现较大幅度下滑。

图 43：公司 ITO 靶营收结构



资料来源：《8-1 发行人及保荐机构回复意见》，国元证券研究所

图 44：公司 ITO 靶毛利率



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

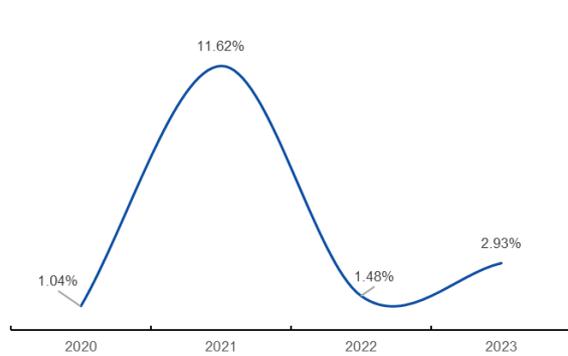
公司的残靶主要包括铜残靶、铝残靶和钼及钼合金残靶，其中铜残靶销售占比较高，均在 80%以上。随着公司销售规模持续提升，残靶回收和对外销售规模也持续增加。公司残靶价格受大宗商品价格影响，2021 年大宗商品价格提升带动公司残靶价格提升，2022 年单价较高的钼及钼合金靶占比提升，拉动公司残靶单价提升。

图 45：公司残靶营收及单价



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

图 46：公司残靶毛利率



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

### 3.2 提升产能优化生产布局，降本增效提升产品附加值

公司拟公开发行不超过 4001.1206 万股，发行数量占公司发行后股份总数比例不低于 25%，实际募集资金总额 3.84 亿元，募集资金将全部用于与公司主营业务相关项目，主要包括高端建设靶材生产基地项目（一期）、高纯无氧铜生产基地建设项目、半导体集成电路靶材研发试制基地项目和补充流动资金，投资总额为 6.48 亿元，拟投入募集资金金额为 5.77 亿元，项目建设周期分别为 2、2.5、3 年。

**表 3：募集资金总额及运用计划（百万元）**

项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额	项目建设周期	新增产能
高端溅射靶材生产基地项目（一期）	204.56	166.94	2 年	铜靶：1050 吨/年 铝靶：60 吨/年 钼及钼合金靶：90 吨/年 ITO 靶：140 吨/年
高纯无氧铜生产基地建设项目	261.99	229.18	2.5 年	高纯铜锭：3840 吨/年 无氧铜板和铜管：6577 吨/年
欧莱新材半导体集成电路靶材研发试制基地项目	81.08	81.08	3 年	钽靶：100 吨/年
补充流动资金	100	100		
合计	647.63	577.21		

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

注：实际募集资金不能满足投资项目需求，公司根据项目的轻重缓急程度进行投资，不足部分由公司自筹方式解决

**高端建设靶材生产基地项目（一期）：**可突破公司溅射靶材后段加工工序的产能瓶颈，扩张产品生产能力。同时可优化现有生产布局，利用其优越的地理位置，为华东地区客户就近提供高质量的溅射靶材和专业配套服务，增强客户粘性，提升产品竞争力。

**高纯无氧铜生产基地建设项目：**公司可自主生产加工高纯铜锭、高纯无氧铜板和铜管，实现高导电率、低氧含量高纯铜的量产供货，在现有高性能溅射靶材的基础上向上游延伸产业链，提升公司产品附加值，保障高纯铜持续稳定的供应，进一步提升公司产品的稳定性和一致性。

**半导体集成电路靶材研发试制基地项目：**公司将开展半导体集成电路晶圆制造用溅射靶材的研发试制，并进行产品认证和小批量生产，储备相关技术，有利于公司未来进一步丰富产品类型、优化产品结构，拓展丰富高性能溅射靶材下游应用范围，提升公司核心竞争力。

## 4. 盈利预测、估值与投资评级

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

欧莱新材主营产品为溅射靶材，主要应用于半导体显示、触控屏、集成电路封装、新能源电池、太阳能电池等领域。随着 AI 赋能消费电子，AI PC、Alphone 等产品有望迎来新一轮的换机潮；集成电路市场规模稳定增长，将带动半导体材料持续攀高，且新能源汽车渗透率持续提升下，锂离子电池出货量将进一步提升，此外，光伏发电成本下滑，由政策驱动转向“平价上网”阶段，将成为具有价格竞争力的电力来源，进入新的发展阶段。在公司产品下游需求稳中向好的背景下，公司通过募投项目打破产能瓶颈，加深与京东方、华星光电、惠科、超视界等知名客户的合作，公司盈利能力将进一步增强。我们预计 2024 年公司铝靶和 ITO 靶在下游需求回暖背景下，降价扩大市场份额战略有效，产品销量持续提升；公司附加值价高的新型钼合金靶进一步切入京东方等客户产业链，量价齐升带动公司钼及钼合金靶营收出现较大幅度增长。

我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 5.28/6.05/7.05 亿元，同比分别增加 10.84%/14.59%/16.49%，毛利率分别为 22.80%/23.09%/23.68%。

**表 4: 公司产品营收结构及毛利率预测 (百万元)**

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	营收	392.0	476.3	527.9	604.9	704.7
	yoy	2.51%	21.50%	10.84%	14.59%	16.49%
	毛利率	21.33%	21.99%	22.80%	23.09%	23.68%
	毛利	83.61	104.73	120.36	139.66	166.86
铜靶	营收	159.40	170.38	197.83	221.79	259.69
	yoy	16.89%	6.89%	16.11%	12.11%	17.09%
	毛利率	16.77%	17.95%	18.5%	18.5%	18.5%
	毛利	26.74	30.58	36.60	41.03	48.04
铝靶	营收	47.94	41.52	46.52	49.70	55.04
	yoy	-19.71%	-13.39%	12.05%	6.84%	10.73%
	毛利率	68.23%	65.70%	65.0%	65.0%	65.0%
	毛利	32.71	27.28	30.24	32.31	35.78
钼及钼合金靶	营收	25.59	33.58	50.23	66.46	88.51
	yoy	-31.25%	31.22%	49.60%	32.30%	33.18%
	毛利率	52.21%	60.78%	62.0%	62.0%	62.0%
	毛利	13.36	20.41	31.15	41.21	54.88
ITO 靶	营收	13.52	12.53	13.63	15.78	18.87
	yoy	-23.40%	-7.32%	8.76%	15.78%	19.57%
	毛利率	16.78%	-0.01%	2.0%	2.5%	3.0%
	毛利	2.27	0.00	0.27	0.39	0.57
残靶	营收	74.57	81.84	97.53	112.16	123.38
	yoy	72.50%	9.75%	19.17%	15.00%	10.00%
	毛利率	1.48%	2.93%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利	1.10	2.40	2.93	3.36	3.70
其他产品	营收	70.96	136.41	122.14	139.03	159.20
	yoy	-19.56%	92.24%	-10.46%	13.83%	14.51%
	毛利率	20.37%	22.06%	15.70%	15.36%	15.01%
	毛利	14.45	30.09	19.18	21.36	23.89

资料来源: Wind, 国元证券研究所

## 4.2 估值分析与投资建议

欧莱新材的主要产品为溅射靶材, 产品包括铜靶、铝靶、钼及钼合金靶、ITO 靶等, 我们选取具有相似业务的江丰电子和隆华科技作为可比公司, 2024-2026 年, 可比公司平均 PE 为 29.33/22.33/17.29 倍。我们预计欧莱新材 2024-2026 年归母净利润为 0.56/0.70/0.85 亿元, 公司发行价为 9.6 元/股, 对应 PE 为 26.54/21.98/18.09 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

**表 5: 可比公司 PE 数据对比**

股票代码	公司简称	收盘价	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300666.SZ	江丰电子	46.59	1.28	1.72	2.34	36.4	27.04	19.88

300263.SZ	隆华科技	6.54	0.29	0.37	0.45	22.26	17.61	14.69
	平均值		0.79	1.05	1.40	29.33	22.33	17.29
688530.SH	欧莱新材	9.6	0.36	0.44	0.53	26.54	21.98	18.09

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 5 月 8 日

## 5.风险提示

1) **募投项目进度不及预期。**公司募投项目主要用于解决公司产能瓶颈，若公司募投项目进度不及预期，则会限制公司产品产能，在行业上行情况下无法满足客户需求，对公司业绩产生负面影响。

2) **原材料价格波动风险。**公司产品主要为铜靶、铝靶、钼及钼合金靶和 ITO 靶，均以有色金属为原材料，受其价格波动影响较大，若其价格上升则会增加公司的生产成本，对公司的盈利能力产生较大影响。

3) **下游需求波动风险。**公司产品主要应用于显示面板、集成电路、新能源和太阳能电池等领域，受其景气度影响较大，若下游领域需求不振，客户拉货动能减弱，则对公司的销售规模产生不利影响。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	520.44	475.58	783.23	753.29	756.94
现金	133.13	65.13	308.14	214.63	139.44
应收账款	78.22	93.95	109.32	122.53	143.18
其他应收款	0.57	1.06	1.07	1.21	1.44
预付账款	8.85	2.20	5.22	6.12	6.37
存货	293.84	293.61	343.45	392.64	448.90
其他流动资产	5.83	19.63	16.03	16.16	17.61
<b>非流动资产</b>	224.37	322.51	468.22	598.54	712.39
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	135.37	146.85	274.87	389.45	490.44
无形资产	29.72	40.74	53.75	67.67	80.81
其他非流动资产	59.27	134.92	139.61	141.41	141.14
<b>资产总计</b>	744.81	798.09	1251.45	1351.83	1469.33
<b>流动负债</b>	229.07	214.58	228.34	240.78	256.08
短期借款	160.61	105.02	118.73	121.14	117.65
应付账款	33.49	94.63	86.22	97.14	116.90
其他流动负债	34.97	14.92	23.39	22.50	21.53
<b>非流动负债</b>	58.03	73.91	90.71	108.76	126.04
长期借款	24.67	43.53	60.14	77.79	95.30
其他非流动负债	33.36	30.38	30.57	30.96	30.74
<b>负债合计</b>	287.11	288.48	319.05	349.53	382.12
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.03	120.03	160.04	160.04	160.04
资本公积	244.39	246.95	571.84	571.84	571.84
留存收益	93.28	142.62	200.52	270.41	355.32
归属母公司股东权益	457.70	509.60	932.41	1002.30	1087.21
<b>负债和股东权益</b>	744.81	798.09	1251.45	1351.83	1469.33

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-31.71	97.83	11.51	58.05	84.14
净利润	35.32	49.34	57.90	69.89	84.91
折旧摊销	12.36	15.70	21.36	35.29	49.20
财务费用	-3.34	4.09	6.89	7.73	9.01
投资损失	-0.80	-0.73	-0.78	-0.77	-0.77
营运资金变动	-83.18	14.03	-76.14	-55.09	-62.03
其他经营现金流	7.92	15.40	2.28	0.99	3.81
<b>投资活动现金流</b>	-93.39	-93.63	-162.83	-163.99	-163.29
资本支出	94.32	94.44	150.00	150.00	150.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	0.93	0.80	-12.83	-13.99	-13.29
<b>筹资活动现金流</b>	94.79	-70.99	394.33	12.43	3.96
短期借款	84.52	-55.59	13.71	2.41	-3.49
长期借款	18.39	18.86	16.61	17.65	17.51
普通股增加	0.00	0.00	40.01	0.00	0.00
资本公积增加	2.87	2.56	324.89	0.00	0.00
其他筹资现金流	-10.99	-36.81	-0.89	-7.64	-10.06
<b>现金净增加额</b>	-25.99	-67.98	243.01	-93.51	-75.19

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	391.97	476.26	527.90	604.90	704.70
营业成本	308.37	371.55	407.53	465.26	537.82
营业税金及附加	1.31	1.88	1.88	2.21	2.59
营业费用	14.18	11.93	12.67	13.91	15.50
管理费用	20.66	19.56	20.85	23.29	26.43
研发费用	27.80	27.11	29.03	32.06	36.64
财务费用	-3.34	4.09	6.89	7.73	9.01
资产减值损失	-4.04	-2.94	-3.87	-3.59	-3.57
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.80	0.73	0.78	0.77	0.77
<b>营业利润</b>	32.64	49.79	57.42	69.45	85.61
营业外收入	0.02	4.29	2.35	2.61	2.80
营业外支出	0.31	0.03	0.12	0.12	0.11
<b>利润总额</b>	32.35	54.05	59.64	71.93	88.31
所得税	-2.97	4.71	1.74	2.04	3.40
<b>净利润</b>	35.32	49.34	57.90	69.89	84.91
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	35.32	49.34	57.90	69.89	84.91
EBITDA	41.66	69.58	85.67	112.47	143.82
EPS (元)	0.29	0.41	0.36	0.44	0.53

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.50	21.50	10.84	14.59	16.50
营业利润(%)	-40.47	52.57	15.32	20.94	23.28
归属母公司净利润(%)	-30.03	39.69	17.34	20.71	21.49
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.33	21.99	22.80	23.08	23.68
净利率(%)	9.01	10.36	10.97	11.55	12.05
ROE(%)	7.72	9.68	6.21	6.97	7.81
ROIC(%)	6.07	8.15	7.65	7.50	7.76
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	38.55	36.15	25.49	25.86	26.01
净负债比率(%)	72.00	52.84	59.40	59.83	58.16
流动比率	2.27	2.22	3.43	3.13	2.96
速动比率	0.99	0.85	1.93	1.50	1.20
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.56	0.62	0.52	0.46	0.50
应收账款周转率	4.20	5.15	4.83	4.86	4.93
应付账款周转率	5.45	5.80	4.51	5.07	5.03
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.31	0.36	0.44	0.53
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.20	0.61	0.07	0.36	0.53
每股净资产(最新摊薄)	2.86	3.18	5.83	6.26	6.79
<b>估值比率</b>					
P/E	43.50	31.14	26.54	21.98	18.09
P/B	3.36	3.01	1.65	1.53	1.41
EV/EBITDA	38.90	23.29	18.92	14.41	11.27

### 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

### 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

### 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188