



# 江丰电子 (300666.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 溅射靶材稳中向好，

## 设备零部件开启新成长曲线

### 投资逻辑

公司是国内半导体靶材龙头，布局半导体精密零部件。23年公司实现营收 26.0 亿元 (YoY+12%)；实现归母净利润 2.6 亿元 (YoY-4%)；1Q24 公司实现营收 7.7 亿元 (YoY+37%)，实现归母净利 0.6 亿元 (YoY+60%)。23 年收入增速下滑系半导体景气度下行和地缘政治等因素影响；1Q24 公司收入和净利润同比改善，主要系下游晶圆制造和半导体设备行业需求逐步复苏。

**Fab 厂稼动率提升靶材有望直接受益，半导体精密零部件自主可控替代空间广阔。** 半导体用靶材市场公司具备国际竞争力，根据弗若斯特沙利文，22 年公司在全球半导体靶材市场份额排名第二。1) 短期，靶材需求直接受益 Fab 厂稼动率提升，根据各公司公告，1Q24 中芯国际和华虹稼动率分别为 80.8%和 91.7%，分别环比+4 pcts 和+8 pcts；2) 长期，国内晶圆制造产能持续扩张，根据 ASML 公告，1Q24 ASML 在中国大陆销售额 26 亿欧元，占比创历史新高，反应中国大陆持续扩产和对半导体设备的强劲需求。海外对中国大陆半导体行业的限制范围持续扩大，国产设备加速验证导入，半导体设备和零部件持续受益国产替代。依托半导体用靶材积累的技术积淀及客户优势，半导体零部件快速成长，23 年公司半导体精密零部件业务收入为 5.7 亿元 (YoY+59%)，占比提升至 22%。

**深耕靶材业务积累核心技术，加大研发和产能投入拓宽护城河。** 1Q24 公司研发费率提升至 7.18%。公司 21 年发行可转债，募资 5.16 亿元，转股价为 51.93 元，资金投向为面板用靶材及零部件建设项目。22 年公司通过定增募资 16.29 亿元，增发数量为 1,939 万股，发行价为 85.0 元，主要用于靶材产业化和半导体材料研发中心建设。

### 盈利预测、估值和评级

预测公司 24~26 年分别实现营收 32.24/41.87/55.69 亿元，同比 +24%/+30%/+33%，实现归母净利润 3.41/4.59/6.26 元，同比 +34%/+34%/+36%，对应 EPS 为 1.29/1.73/2.36 元。考虑到半导体行业稼动率提升，行业持续扩产叠加自主可控大趋势，零部件业务有望持续放量，给予 2024 年 45xPE，对应目标价 58.05 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

下游需求恢复不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；汇率波动的风险；限售股解禁的风险；大股东质押的风险。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

联系人：戴宗廷

daizongting@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：47.45 元

目标价 (人民币)：58.05 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,324	2,602	3,224	4,187	5,569
营业收入增长率	45.80%	11.95%	23.91%	29.90%	32.99%
归母净利润(百万元)	265	255	341	459	626
归母净利润增长率	148.72%	-3.67%	33.57%	34.39%	36.49%
摊薄每股收益(元)	0.999	0.962	1.286	1.728	2.359
每股经营性现金流净额	0.06	0.95	0.36	1.48	1.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.62%	6.12%	7.66%	9.46%	11.59%
P/E	47.52	49.30	36.90	27.45	20.11
P/B	3.15	3.02	2.82	2.60	2.33

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、半导体溅射靶材需求稳定增长，公司龙头地位优势显著.....	4
1.1 溅射靶材是制备集成电路的核心材料之一.....	4
1.2 公司向产业链上游延伸龙头优势明显.....	5
二、乘产业链自主可控东风，依托技术积淀切入设备零部件.....	9
2.1 半导体设备结构复杂，零部件种类繁多需具备较深技术沉淀和客户积累.....	9
2.2 半导体行业扩产有望逐步落地，看好产业链自主可控大趋势.....	12
2.3 公司自主研发技术优势突出，半导体零件板块收入快速成长.....	14
三、盈利预测与投资建议.....	16
3.1 盈利预测.....	16
3.2 投资建议及估值.....	17
四、风险提示.....	18
附录.....	19

## 图表目录

图表 1：靶材制造是溅射靶材产业链中的关键环节.....	4
图表 2：公司深耕靶材赛道近二十载，国产工艺持续精进.....	4
图表 3：半导体用溅射靶材集中于晶圆制造与封装镀膜.....	5
图表 4：预计 26 年半导体用靶材市场规模将达 33 亿元.....	5
图表 5：原材料占公司主营业务成本比重较高.....	5
图表 6：积极向上游布局助力供应链安全和成本降低.....	5
图表 7：公司的靶材收入规模在国内溅射靶材行业内相对领先（单位：百万元）.....	6
图表 8：2023 年受半导体景气度下行影响公司靶材业务收入增速大幅下滑（单位：%）.....	6
图表 9：受下游需求不景气的影响靶材行业毛利率呈下降趋势（单位：%）.....	7
图表 10：分产品来看，公司各项产品毛利率均保持稳定.....	7
图表 11：公司近几年的研发费用率行业领先.....	8
图表 12：1Q24 公司存货周转天数略有下降，领先于同行业公司平均水平（单位：天）.....	8
图表 13：公司应收账款周转天数相对稳定且优于行业均值（单位：天）.....	8
图表 14：1Q24 应付账款周转天数与 2023 年全年基本持平（单位：天）.....	8
图表 15：24 年全球半导体市场有望复苏至 6300 亿美元.....	9
图表 16：24 年中国半导体市场有望复苏至 1989 亿美元.....	9
图表 17：2Q23 中国半导体设备销售额同比转正，4Q23 中国半导体设备销售额同比+90.81%.....	9
图表 18：半导体产业链的不同层级年产值.....	10
图表 19：设备零部件主要分为机械类、电气类、气液真空类等，呈现碎片化特点.....	10
图表 20：半导体设备零部件行业业务模式.....	11
图表 21：2020 年中国晶圆厂采购 8-12 寸晶圆设备零部件产品结构.....	11
图表 22：半导体设备精密零部件涉及多领域学科技术.....	11
图表 23：目前机械类精密零部件的国产化程度相对较高.....	12
图表 24：24 年全球计划投入运营新晶圆厂数量达 42 个，较 23 年显著提升.....	12



图表 25:	中芯国际预计 24 年资本开支与 23 年持平, 23 年资本开支约 75 亿美元.....	12
图表 26:	1Q24 主要半导体设备零部件厂商收入增速同比大幅改善.....	13
图表 27:	国内龙头半导体设备厂商在建工程仍保持增长 (单位: 亿元) .....	13
图表 28:	国内主要半导体设备厂商合同负债呈上升趋势 (单位: 亿元) .....	13
图表 29:	国内的半导体设备零部件公司在收入规模上与海外龙头有较大差距 (单位: 亿元) .....	14
图表 30:	半导体设备零部件行业公司的国内收入占比总体呈上升趋势 (单位: %) .....	14
图表 31:	公司生产的零部件主要用于 CVD、PVD 和刻蚀机等半导体设备.....	15
图表 32:	匀气盘 (showerhead) 在 CVD 设备中的应用.....	15
图表 33:	硅电极在刻蚀机内部的应用.....	15
图表 34:	公司保持收入规模稳步提升 (单位: 百万元) .....	16
图表 35:	半导体零部件收入占比迅速提升 (单位: %) .....	16
图表 36:	公司分业务营收、毛利率预测.....	16
图表 37:	可比公司估值情况 (截至 2024 年 6 月 25 日) .....	17
图表 38:	公司股权结构稳定, 董事长姚力军为实控人 (截至 2024 年一季报) .....	19
图表 39:	公司历史募投项目情况.....	19

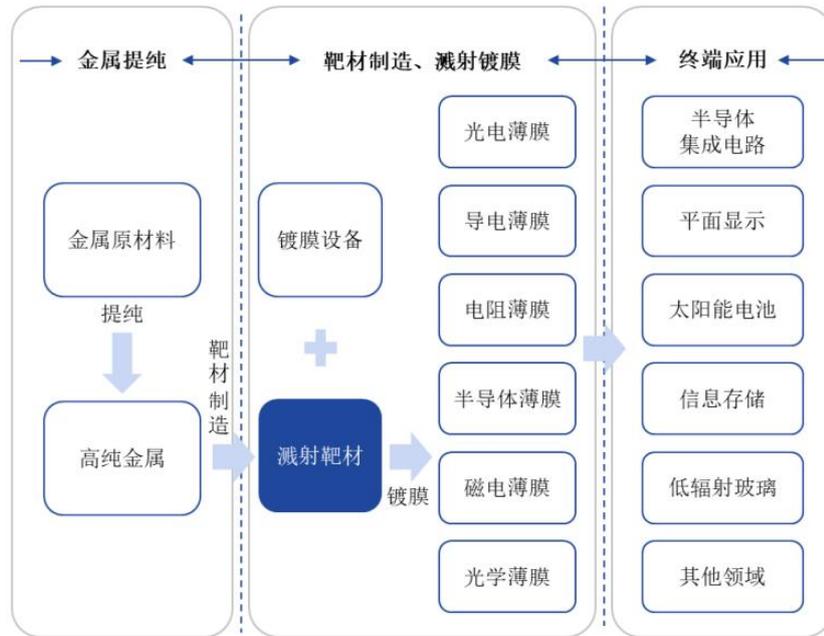


## 一、半导体溅射靶材需求稳定增长，公司龙头地位优势显著

### 1.1 溅射靶材是制备集成电路的核心材料之一

在溅射过程中，被高速度能的离子束流轰击的固体称为溅射靶材。溅射镀膜过程中，高速粒子束流轰击目标材料，靶坯被离子撞击后，表面原子被溅射飞散出来并沉积于基板表面形成薄膜。作为各类薄膜工业化制备的关键材料，溅射靶材被广泛应用于面板显示、半导体集成电路、新能源电池和太阳能电池、消费电子、光伏、工业控制、汽车电子等领域。

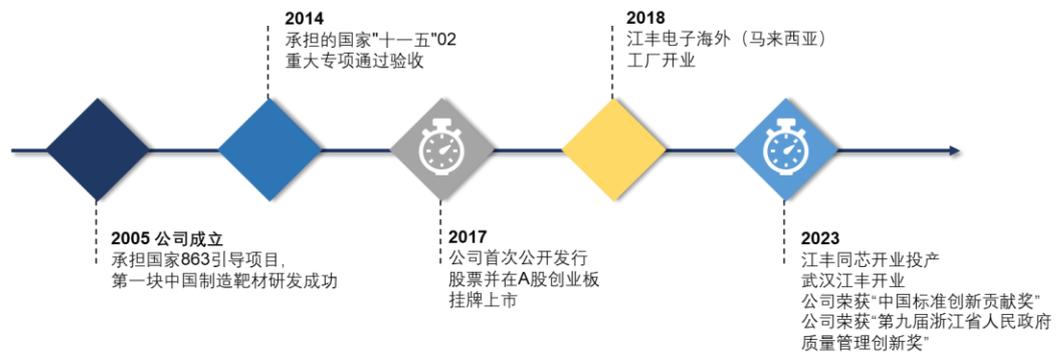
图1：靶材制造是溅射靶材产业链中的关键环节



来源：欧莱新材招股说明书，国金证券研究所

溅射靶材生产制造涉及电子光学、工程学、材料学、物理学、化学等多门专业学科，融合了微观结构控制、靶材结构设计、金属粉末制备、高精度成型、机加工、绑定焊接、清洗包装等多个专业技术领域，技术综合性强，复杂程度高，研发难度大。溅射靶材生产工艺流程复杂，工序环节众多，包括工艺设计，塑性变形，热处理，控制晶粒、晶向等关键指标，焊接，机械加工，清洗干燥等，各生产环节相互影响，每一个生产工序均会影响最终产品品质，生产过程中必须对各环节工序进行严格的控制，以确保产品品质和性能的稳定性和行业技术壁垒较高。

图2：公司深耕靶材赛道近二十载，国产工艺持续精进



来源：公司官网，国金证券研究所

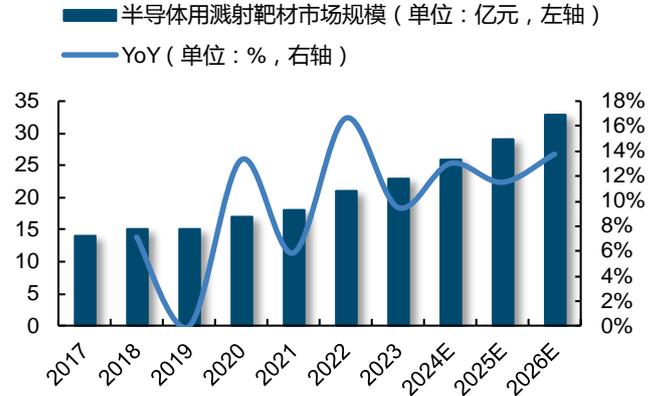
公司深耕溅射靶材领域近 20 年，目前已成为具备国际竞争力的超高纯靶材供应商。经过多年的技术积累，公司产品全面覆盖先进制程、成熟制程和特色工艺领域，在半导体溅射靶材领域，公司是台积电、中芯国际、SK 海力士、联华电子等全球知名的芯片制造企业的核心供应商。



半导体集成电路用溅射靶材种类繁多，随着半导体产业的快速发展，中国半导体集成电路用溅射靶材市场将保持稳定增长态势。根据中商产业研究院的数据，2017~2023 年中国半导体集成电路用溅射靶材市场规模从 14 亿元增长至 23 亿元，年均复合增长率为 8.63%，预计 2026 年市场规模将达到 33 亿元。

图表3: 半导体用溅射靶材集中于晶圆制造与封装镀膜

图表4: 预计 26 年半导体用靶材市场规模将达 33 亿元



来源: 欧莱新材招股说明书, 国金证券研究所

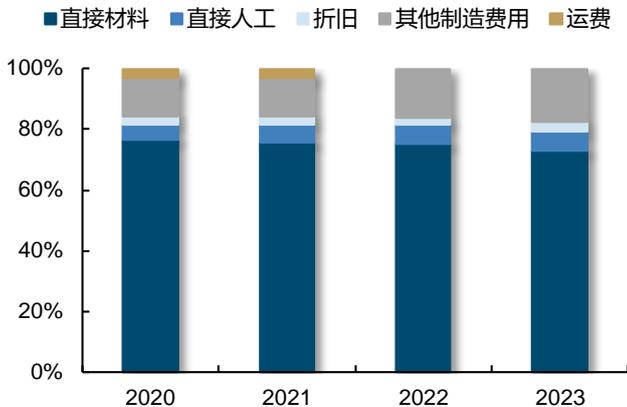
来源: 中商产业研究院, 国金证券研究所

### 1.2 公司向产业链上游延伸龙头优势明显

公司生产高纯溅射靶材所需要的原材料主要为高纯铝、高纯钛、高纯钽、高纯铜等高纯金属材料。公司原材料占主营业务成本比重较高，2020~2023 年直接材料占公司主营业务成本比重分别为 76.47%、75.83%、75.20%和 72.76%。上游原材料稳定供应对产品品质稳定性和供应链体系安全性至关重要。

图表5: 原材料占公司主营业务成本比重较高

图表6: 积极向上游布局助力供应链安全和成本降低



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**同创普润**

法定代表人为公司实控人，主要从事靶材关键原材料高纯（5N、6N）金属材料生产业务，产品线涵盖高纯和超高纯铝、铜、钽和先进铝合金

**宁波创润**

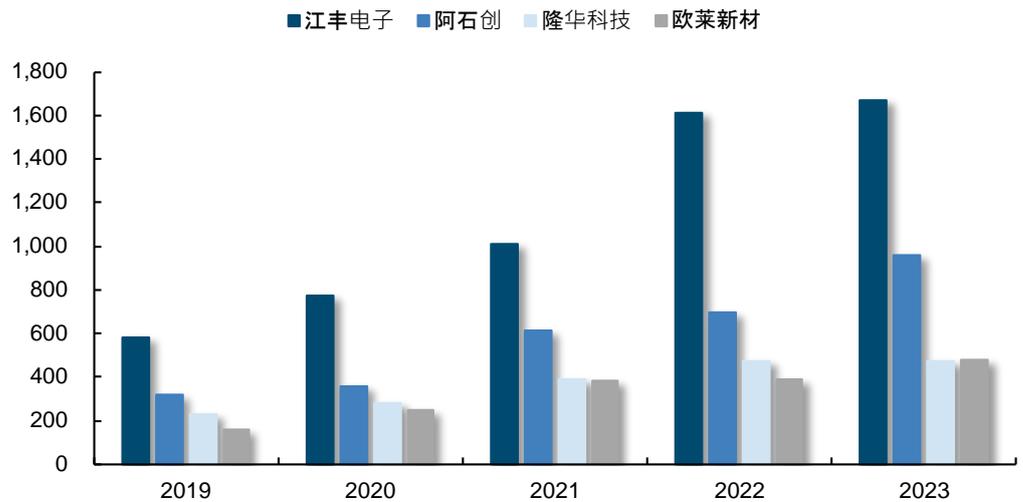
系公司参股公司，主要产品包括低氧超高纯钛材、高端钛合金材，以及低氧超细球化钛（合金）粉末

来源: 公司公告, 企查查, 国金证券研究所

公司积极向产业链上游布局，助力供应链安全和成本降低。公司高纯铝、高纯钽等高纯金属材料逐步实现量产，将增强公司靶材产品质量稳定性并提高在市場中的竞争力。公司主要供应商中，同创普润为公司实际控制人姚力军实际控制的企业，主要从事超高纯钽材料等金属材料提纯与制备，并已研发生产了少量高纯铝和高纯铜及铜合金材料。宁波创润为公司原联营企业，（根据 2023 年报披露公司持股 4%），主要从事精炼、冶炼和加工方面的高纯度钛（3N5-5N）的制造，为全行业提供了全系列的高纯度钛产品，例如铸锭，钢坯，晶体，粉末和其他进一步加工的零件。公司向宁波创润采购原材料，提高了产品质量稳定性和供应链体系安全性。根据公司公告，2023 年公司与同创普润产生的关联交易金额为 4.35 亿元，获批的交易额度为 6.82 亿元，公司与同创普润的日常关联交易实际发生额未超过预计金额。



图表7: 公司的靶材收入规模在国内溅射靶材行业内相对领先 (单位: 百万元)

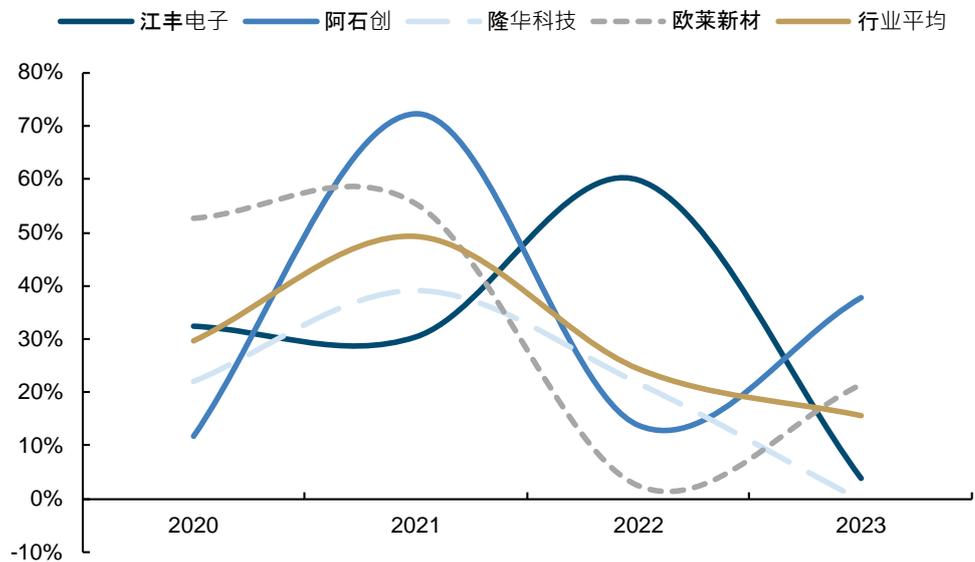


来源: Wind, 国金证券研究所

注: 江丰电子 2019-2021 年靶材收入规模数据为铝靶、钛靶、钽靶收入之和, 隆华科技靶材收入规模数据为电子新材料

公司的收入规模在国内溅射靶材行业内相对领先, 2023 年公司溅射靶材业务实现营业收入 16.73 亿元, 公司下游主要为半导体集成电路, 少量用于显示面板行业。2023 年公司靶材收入增速下滑主要系半导体行业周期下行、地缘政治等因素综合影响, 半导体行业以及显示面板行业稼动率不足导致溅射靶材需求较弱。1Q24 公司收入增速提升至 36.65%, 同比大幅改善, 主要系下游半导体和显示面板行业逐步复苏。

图表8: 2023 年受半导体景气度下行影响公司靶材业务收入增速大幅下滑 (单位: %)



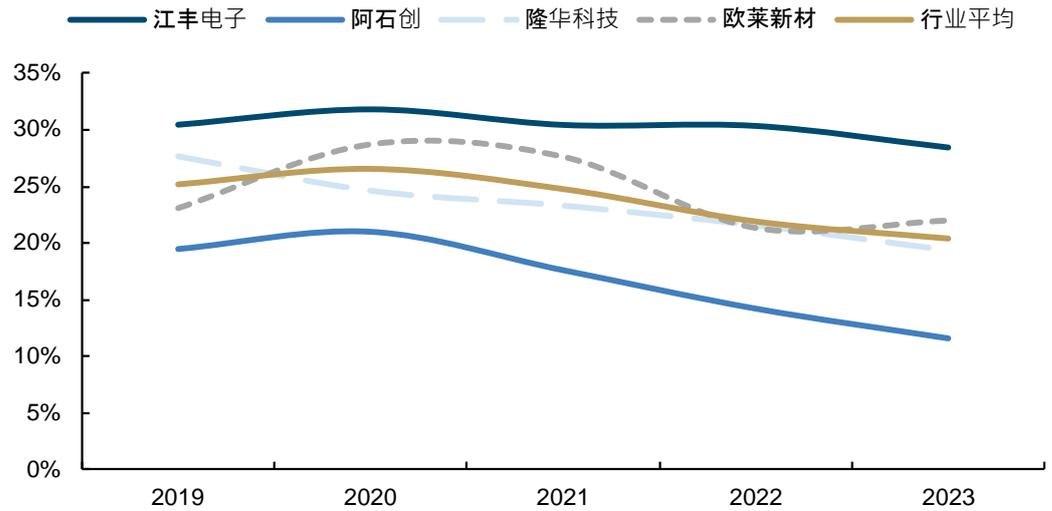
来源: Wind, 国金证券研究所

注: 江丰电子 2019-2021 年靶材收入规模数据为铝靶、钛靶、钽靶收入之和, 隆华科技靶材收入规模数据为电子新材料

2021~2023 年公司靶材业务的毛利率分别为 30.47%、30.38%和 28.45%, 公司溅射靶材业务的毛利率变动趋势与行业基本一致, 但高于行业平均水平。



图9: 受下游需求不景气的影响靶材行业毛利率呈下降趋势 (单位: %)

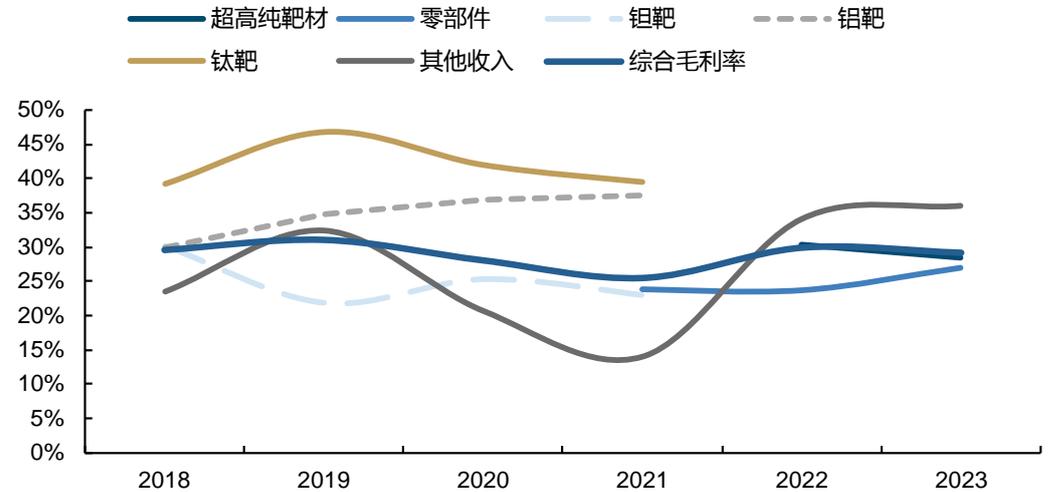


来源: Wind, 国金证券研究所

注: 江丰电子 2019-2021 年靶材业务毛利为铝靶、钛靶、钽靶业务毛利之和, 隆华科技靶材业务毛利率为电子新材料

2021-2023 年, 公司综合毛利率在 25%~30% 区间波动。2023 年超高纯靶材业务受行业需求下滑和竞争加剧的影响, 毛利率下滑至 28.45%。半导体零部件业务随着销售规模的提升, 毛利率从 2022 年的 23.78% 提升至 2023 年的 27.08%。1Q24 公司综合毛利率为 31.97%, 同比+0.17pct, 环比+2.98pct, 主要系下游半导体行业逐步复苏, 公司凭借在半导体用超高纯金属溅射靶材积累的技术经验及客户优势, 实现半导体零部件业务快速增长, 零部件业务规模效应逐步显现带动综合毛利率的提升。

图10: 分产品来看, 公司各项产品毛利率均保持稳定

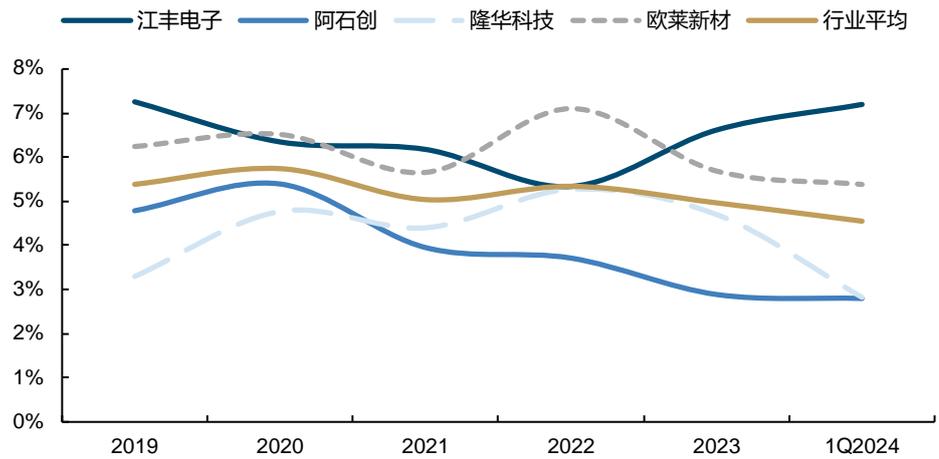


来源: Wind, 国金证券研究所

公司在研发方面的投入力度行业领先, 截至 2023 年底, 公司及子公司共取得有效授权专利 784 项, 包括发明专利 482 项, 实用新型 302 项。1Q24 公司的研发费用率提升至 7.18%, 研发方面持续加大投入力度拓宽护城河。



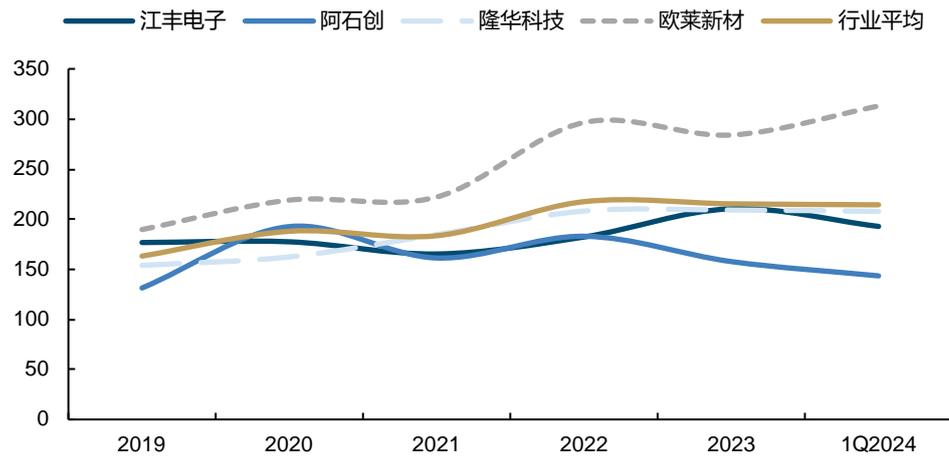
图表11: 公司近几年的研发费用率行业领先



来源: Wind, 国金证券研究所

2020~2022年, 公司存货周转天数分别为 178 天、165 天和 182 天, 优于行业平均水平。1H24 随着半导体行业稼动率提升以及设备厂商零部件去库存接近尾声, 公司存货周转天数降至 193 天, 优于同行业公司的平均水平 (214 天), 存货周转速度行业领先。

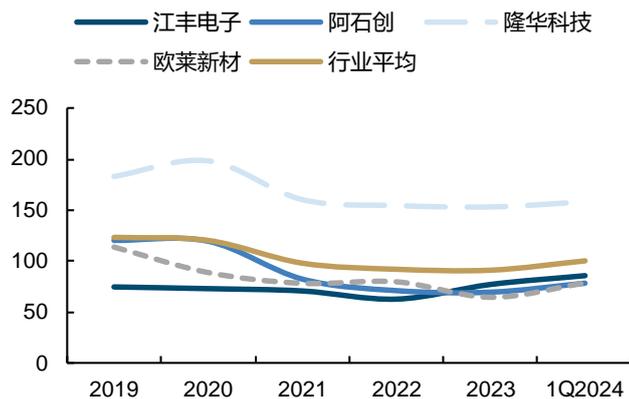
图表12: 1Q24 公司存货周转天数略有下降, 领先于同行业公司平均水平 (单位: 天)



来源: Wind, 国金证券研究所

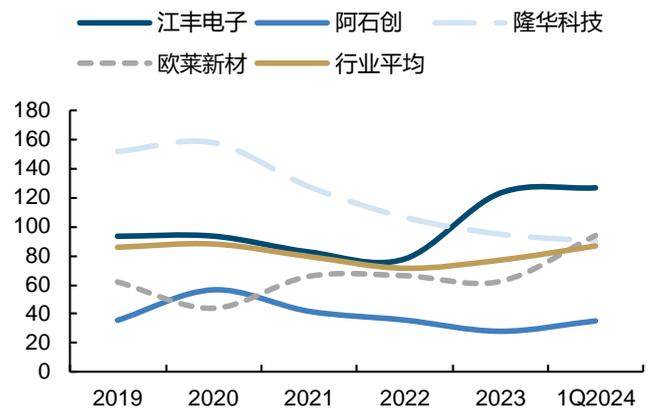
公司应收账款周转速度持续行业领先, 主要系公司客户均为各领域内信誉较高的知名企业, 付款周期相对较短, 2021~2023 年, 公司应收账款周转天数分别为 70 天、62 天和 77 天, 1Q24 公司应收账款周转天数略有上升至 85 天, 但仍优于行业均值 (100 天)。

图表13: 公司应收账款周转天数相对稳定且优于行业均值 (单位: 天)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 1Q24 应付账款周转天数与 2023 年全年基本持平 (单位: 天)



来源: Wind, 国金证券研究所



2021~2023 年，公司应付账款周转天数分别为 83 天、78 天和 123 天，近年来公司应付账款周转天数有所上升，主要系公司积极扩产，应付工程款增加所致。1Q24 公司应付账款周转天数略有下降至 126 天。

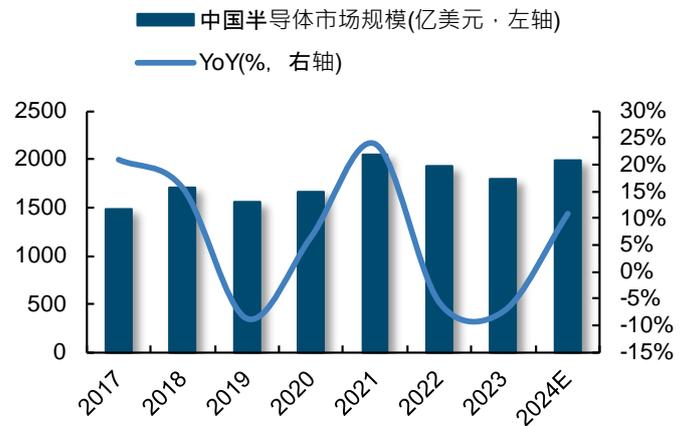
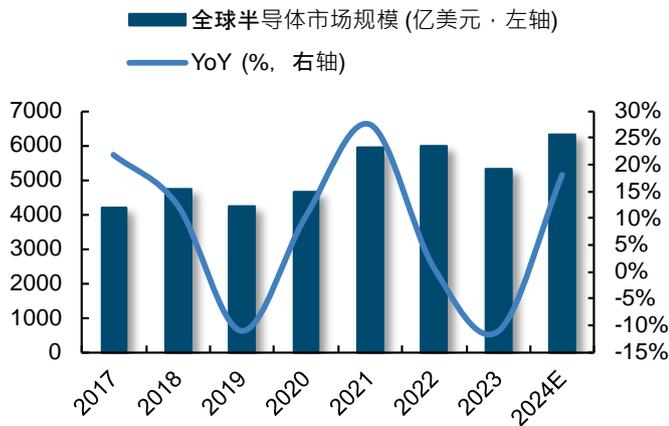
## 二、乘产业链自主可控东风，依托技术积淀切入设备零部件

### 2.1 半导体设备结构复杂，零部件种类繁多需具备较深技术沉淀和客户积累

2023 年受下游需求景气度及经济环境影响，全球和中国半导体市场均出现不同程度的下滑。根据中微公司 2023 年年报披露以及 Gartner 的数据，2023 年全球半导体市场规模为 5330 亿美元，同比下降 11%，受益于下游需求的好转，预计 2024 年有望达到 6300 亿美元，同比+18%。据 Statista 于 2023 年 8 月发布的中国半导体市场规模预测数据，2023 年中国市场整体规模为 1795 亿美元，同比下降 7%；预计 2024 年中国半导体市场有望复苏至 1989 亿美元，同比+11%。

图表15: 24 年全球半导体市场有望复苏至 6300 亿美元

图表16: 24 年中国半导体市场有望复苏至 1989 亿美元

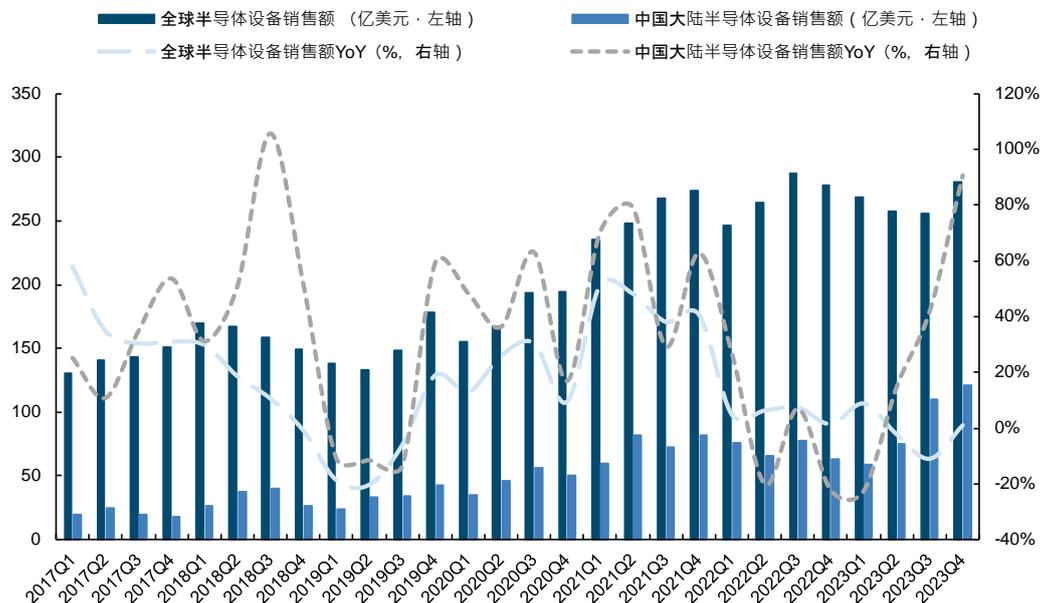


来源: Gartner, 中微公司 2023 年年报, 国金证券研究所

来源: Statista, 国金证券研究所

受地缘政治及扩产周期的影响，2023 年全球半导体设备销售额出现下滑，但在全球半导体设备市场周期性衰退的同时，中国大陆半导体设备市场仍维持强劲增长态势。23 年上半年，受行业去库存及制裁收紧影响，半导体设备销售额受到明显影响，出现一定程度下滑。2023 年下半年开始中国大陆半导体设备销售额出现明显回暖，4Q23 中国大陆半导体设备销售额达 121.29 亿美元，同比+90.81%，反映出中国大陆半导体设备旺盛需求。

图表17: 2023 中国半导体设备销售额同比转正，4Q23 中国半导体设备销售额同比 +90.81%

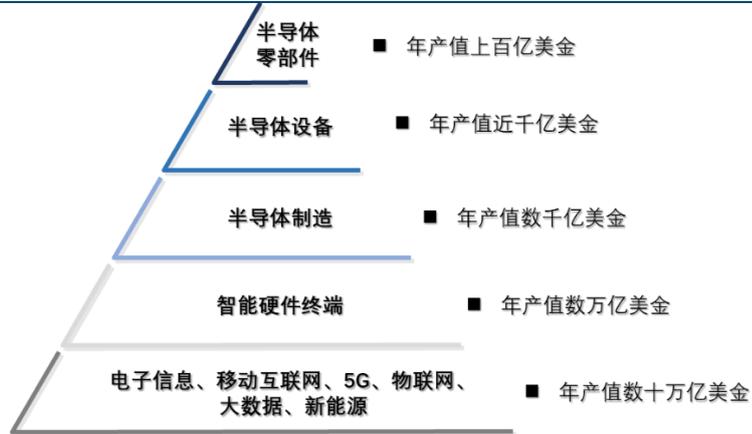


来源: Wind, 国金证券研究所



半导体设备是延续行业“摩尔定律”的瓶颈和关键。半导体设备精密零部件具有高精度、高洁净、超强耐腐蚀能力和耐击穿电压等特性，生产工艺设计精密机械加工、材料、表面处理 and 工程设计等多个领域和学科，是半导体设备的核心技术保障。

图表18: 半导体产业链的不同层级年产值



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

作为半导体设备的重要组成部分，零部件的质量、性能和精度优劣直接决定了半导体设备的可靠性和稳定性，也是半导体设备不断向先进制程精进的具体载体。精密零部件是半导体设备制造环节中难度较大且技术含量较高的环节之一，也是国内设备企业被“卡脖子”的环节之一，目前国内的半导体设备零部件国产化率整体处于较低水平。

图表19: 设备零部件主要分为机械类、电气类、气液真空类等，呈现碎片化特点

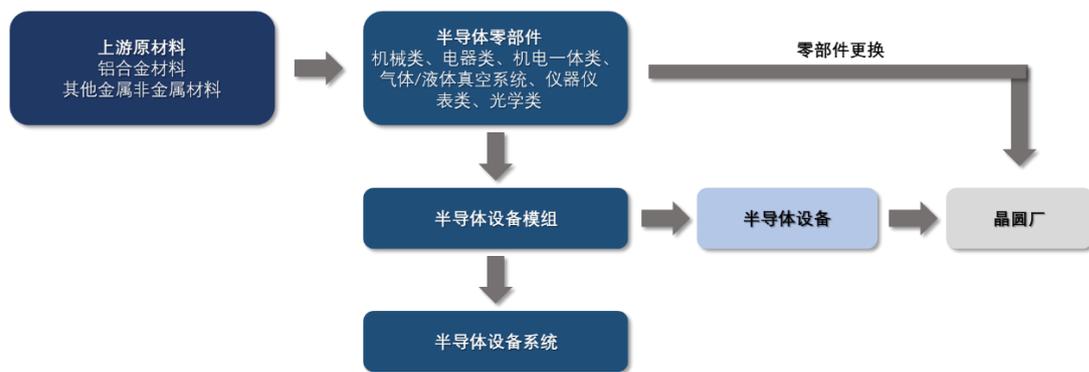
分类	占设备成本的比例	零部件具体类别	技术要求	所应用的主要设备	在设备中发挥的主要作用
机械类	20%-40%	金属工艺件：反应腔、传输腔、过渡腔、内衬、匀气盘等金属结构件；托盘、冷却板、底座、铸钢平台等非金属机械件；石英、陶瓷件、硅部件、静电卡盘、橡胶密封件等	满足加工精度、耐腐蚀性、密封性、洁净度、真空度等指标	应用于所有设备	设备中起到构建整体框架、基础结构和实现零部件特殊功能的作用，保证反应良率，延长设备使用寿命
电气类	10%-20%	射频电源、射频匹配器、远程等离子源、供电系统、工控电脑等	满足输出功率的稳定性、电压质量、波形质量、频率质量等指标	应用于所有设备	在设备中起到控制电力、信号、工艺反应制程的作用
机电一体类	10%-25%	EFEM、机械手、加热带、腔体模组、阀体模组、双工机台、浸液系统、温控系统等	满足真空度、洁净度、放气率、SEMI 定制标准等指标，同时保证多次使用后的一致性和稳定性，不同具体产品要求差别较大	应用于所有设备，其中双工机台和浸液系统仅用于光刻设备	在设备中起到实现晶圆装载、传输、运动控制、温度控制的作用，部分产品包含机械类产品
气体/液体/真空系统类	10%-30%	气体输送系统类：气柜、气体管路、管路焊接件等	满足真空度、耐腐蚀性、洁净度、SEMI 定制标准等指标	主要应用于薄膜沉积设备、刻蚀设备和离子注入设备等干法设备	在设备中起到传输和控制特种气体、液体和保持真空的作用
		真空系统类：干泵、分子泵、真空阀门等	满足抽气后的真空指标、可靠性、稳定性、一致性等指标	主要应用于薄膜沉积设备、刻蚀设备和离子注入设备等干法设备	
		气动液压系统类：阀门、接头、过滤器、液体管路等	满足真空度、表面粗糙度、洁净度、使用寿命、耐液体腐蚀等指标	主要应用于化学机械抛光设备、清洗设备等湿法设备	
仪器仪表类	1%-3%	气体流量计、真空压力计等	满足量程时间、流量测量精度、温度测量精度、压力测量精度、温度影响小等指标	应用于所有设备	在设备中起到控制和监控流量、压力、真空度、温度等数值的作用
光学类	55%	光学元件、光栅、激光源、物镜等	满足制造精度、分辨率、曝光能力、光学误差小等指标	主要应用于光刻设备、量测设备等	在光学设备中起到控制和传输光源的作用
其他	3%-5%	定制装置、耗材等	满足相应设备定制化要求	应用于所有设备	实现设备运行作用

来源：富创精密招股说明书，国金证券研究所



按照主流的划分方式，半导体零部件可以划分为机械类、电器类、机电一体类、气体/液体/真空系统类、仪器仪表类、光学类和其他零部件。机械类（金属/非金属结构件）、机电一体类用于所有设备，光学类零部件主要用于光刻机以及过程控制设备，另有一些真空类泵阀主要用于刻蚀、薄膜沉积等干法设备、液体管路等气动液压系统零部件主要用于清洗机等湿法设备。不同种类的零部件各有侧重，零部件市场呈现碎片化的特点。零部件相比于设备整机而言虽然市场规模不大，但也属于以小制大的卡脖子环节。根据先锋精科招股书，半导体设备零部件通常以模组的形式供应设备厂商，最终供给晶圆厂，而后续的零部件更换则由零部件厂商直接对接晶圆厂。

图表20：半导体设备零部件行业业务模式

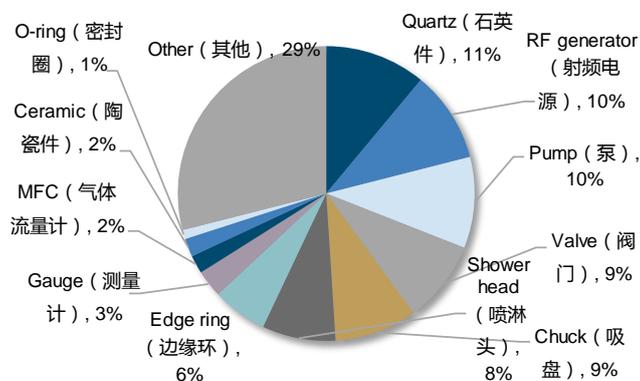


来源：先锋精科招股说明书，国金证券研究所

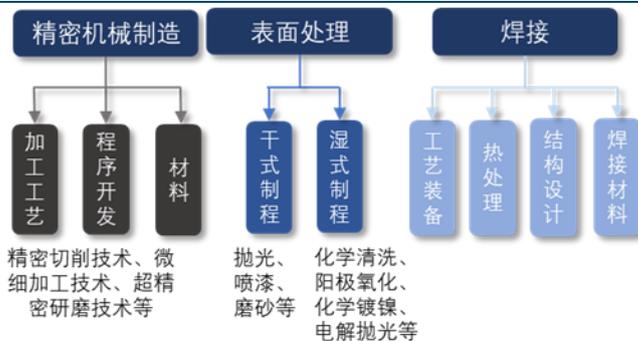
根据芯谋研究的数据，例如 Gauge、MFC、O-ring 等零部件，不仅对精度和材料要求高，而且半导体级产品的市场规模小，在中国市场即使算上外商的采购也不超过三千万美元的金額。不仅市场规模小，有些产品还种类繁多，不同种类工作原理差异显著，碎片化特征的市场也是导致国内厂商发展的兴趣和动力也不足的主要原因。

图表21：2020年中国晶圆厂采购8-12寸晶圆设备零部件产品结构

图表22：半导体设备精密零部件涉及多领域学科技术



来源：芯谋研究公众号，国金证券研究所



来源：先锋精科招股说明书，国金证券研究所

半导体设备零部件研发投入高，验证周期长，因此导入后能够形成稳定供应的客户黏性高。半导体设备由于高精密度以及内部严苛的反应环境，对零部件的精密度、洁净度以及耐腐蚀性要求极高。根据富创精密的公告，零部件厂商进入设备厂商供应商名录通常需要 2~3 年的验证周期来确定零部件的性能指标达到要求。由于较长的验证周期，半导体设备厂商一旦与零部件厂商建立合作关系，后续客户黏性也较高。



图表23: 目前机械类精密零部件的国产化程度相对较高

各类半导体零部件国产化率情况			
分类	整体国产化率	高端产品国产化率	具体情况
机械类	相对较高	较低	品类繁多, 国内已出现进入国际知名半导体设备厂商供应链的国产零部件公司
电气类	低	尚未国产化	对于核心模块(如射频电源等), 国内公司尚未出现进入国际知名半导体设备厂商供应链, 少量应用于国内半导体设备厂商, 主要用于光伏、LED光电等泛半导体领域
机电一体类	中等	尚未国产化	品类较为繁多, 国内已出现进入国际知名半导体设备厂商供应链的零部件企业, 国内厂商可供应大部分品类至国内的半导体设备厂商
气体/液体/真空系统类	中等	尚未国产化	品类繁多, 少数公司通过自研或收购部分产品进入国际知名半导体设备厂商供应链
仪器仪表类	低	尚未国产化	国内企业通过收购进入国际知名半导体设备厂商供应链, 国内厂商少量自研产品可供应国内的半导体设备厂商, 由于产品占采购成本较低, 国内企业目前仍以采购进口产品为主
光学类	较低	尚未国产化	国内企业尚未进入国际知名半导体设备厂商供应链, 少量应用于国内光刻设备

来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

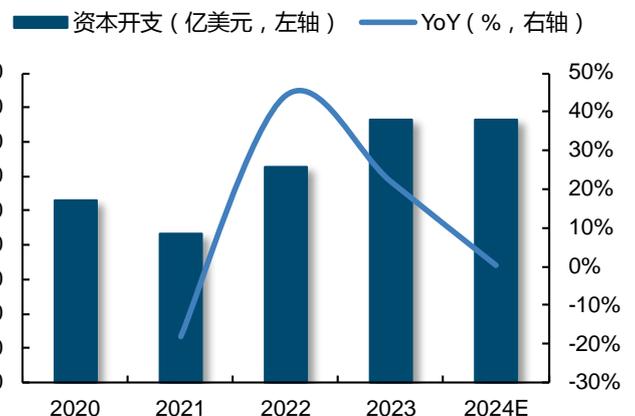
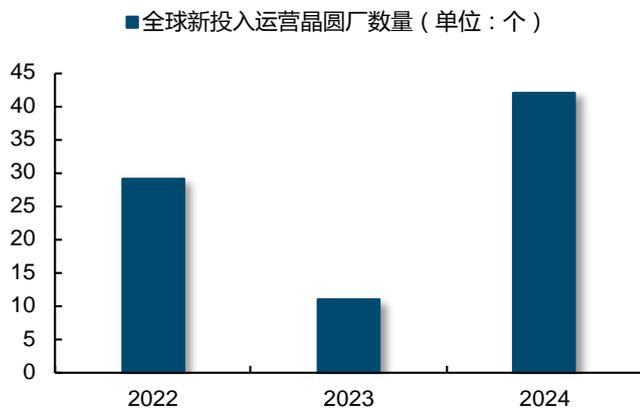
零部件行业市场集中度低, 欧美日企占主导地位, 国内设备厂商受外部因素影响和政策驱动, 自主可控加速进行。根据 VLSI 的数据, 近 10 年半导体零部件市场前十大供应商的市场份额总和稳定在 50% 左右, 从地域分布来看, 通用型零部件市场主要由美国、日本供应商主导。由于精密零部件种类多, 制作工艺差异大, 即使是全球领先的头部企业也只专注于个别生产工艺, 行业相对分散使得国产替代成为可能。从目前国产替代的进展来看, 非金属零部件和压力计、流量计等标准件国内尚无法实现国产替代, 偏定制化的机械类精密金属零部件具备大规模放量 and 份额提升的条件。

### 2.2 半导体行业扩产有望逐步落地, 看好产业链自主可控大趋势

24 年恢复投产, 全球计划投入运营晶圆厂数量达 42 个, 较 23 年显著提升。我们预计 2024 年全球半导体产能将创下新纪录, 月产达 3000 万片晶圆。预期的增长将由前沿逻辑和代工推动, 特别是随着生成式人工智能和高性能计算 (HPC) 的应用产能增长以及芯片终端需求的复苏。此外, 虽然在 2023 年, 半导体市场需求的疲软和由此引发的库存调整使产能扩张放缓, 但 2024 年的市场前景向好, 预期产能将恢复增长态势, 晶圆厂的扩产也将带动上游半导体材料和零部件的需求增长。

图表24: 24 年全球计划投入运营晶圆厂数量达 42 个, 较 23 年显著提升

图表25: 中芯国际预计 24 年资本开支与 23 年持平, 23 年资本开支约 75 亿美元



来源: SEMI, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

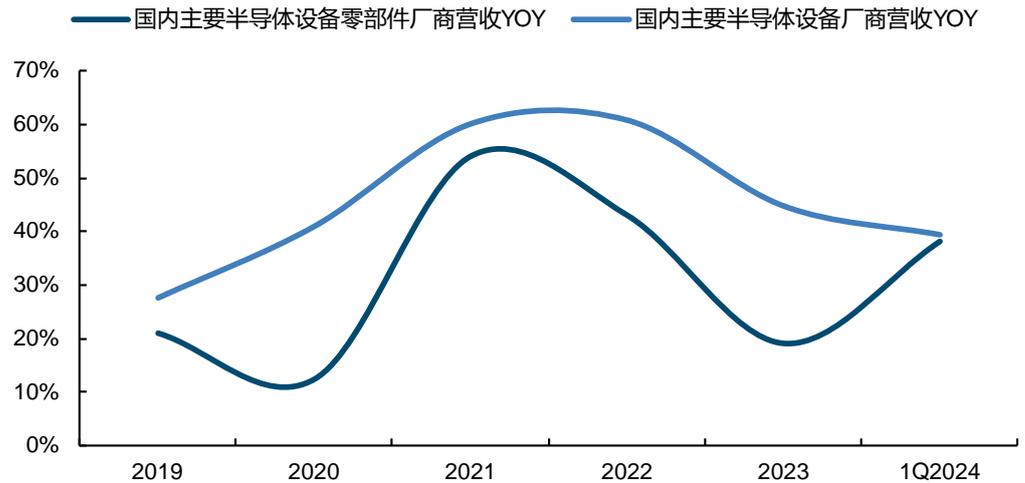
国内龙头晶圆代工厂 24 年维持高资本开支, 国产设备厂商有望受益先进制程逻辑厂及存储厂扩产。代工大厂维持高资本开支叠加国内存储大厂年内有望招标扩产, 24 年国产半导体设备厂商有望迎来订单大年。2023 年中芯国际资本开支约 75 亿美元, 同比增长超 20%, 根据中芯国际年报, 24 年资本开支预计将持平。



ASML2024年Q1中国大陆订单持续交货，占比已提升至49%。主要归因于2021~2022年积压的中国大陆客户订单，光刻机作为卡脖子环节设备，国内晶圆厂会提前下海外光刻机设备订单，随着ASML设备的交付，其他环节设备需求开始释放。24Q1ASML在中国大陆销售额25.92亿欧元，中国大陆占比创新高，反应国内逆势扩产以及对半导体设备的强劲需求。

随着终端库存去化完成，设备厂商对零部件厂的拉货已经重新逐步开始，晶圆厂资本开支呈现初步复苏的迹象，目前下游需求改善，部分晶圆厂稼动率在2024年一季度开始回升，根据各公司公告，1Q2024中芯国际和华虹的稼动率分别为80.8%和91.7%，分别环比提升了4pcts和8pcts，因此我们认为国内晶圆厂扩产的需求逐步回归合理水位，设备厂的旺盛需求传递到零部件厂，从而拉动了零部件厂商的业绩复苏。

图表26: 1Q24 主要半导体设备零部件厂商收入增速同比大幅改善



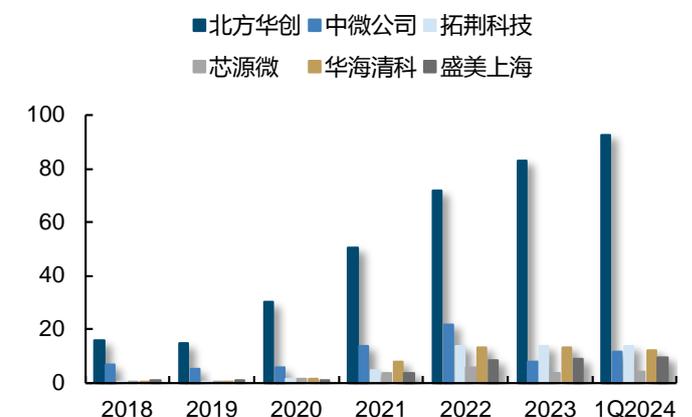
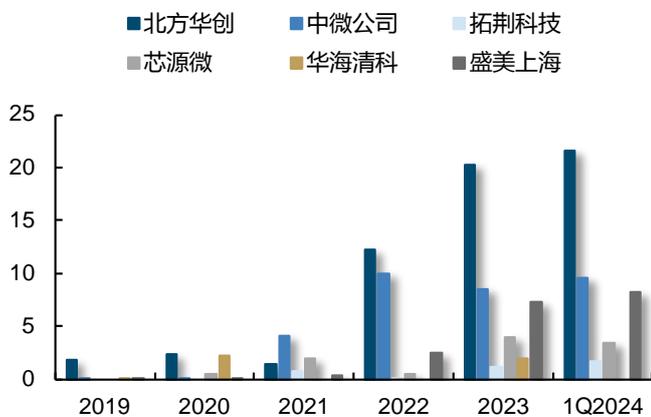
来源: Wind, 国金证券研究所

注: 国内主要半导体设备零部件厂商数据包含正帆科技、新莱应材、华亚智能、富创精密、江丰电子; 国内主要半导体设备厂商数据包含北方华创、中微公司、拓荆科技、芯源微、华海清科、盛美上海。

根据Wind的数据，截至2024年第一季度，国内主流的半导体设备厂的在建工程、合同负债仍不断增长。1Q2024，北方华创、中微公司、拓荆科技、芯源微和盛美上海的在建工程分别达到了21.63亿元、9.61亿元、1.68亿元、3.45亿元和8.29亿元，分别较2023年末增长6.71%、13.19%、43.59%、-14.18%和13.56%。从合同负债数据来看，北方华创和中微公司2024年第一季度的合同负债规模分别达到了92.51亿元和11.69亿元，分别较2023年末增长11.23%和51.50%。

图表27: 国内龙头半导体设备厂商在建工程仍保持增长 (单位: 亿元)

图表28: 国内主要半导体设备厂商合同负债呈上升趋势 (单位: 亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

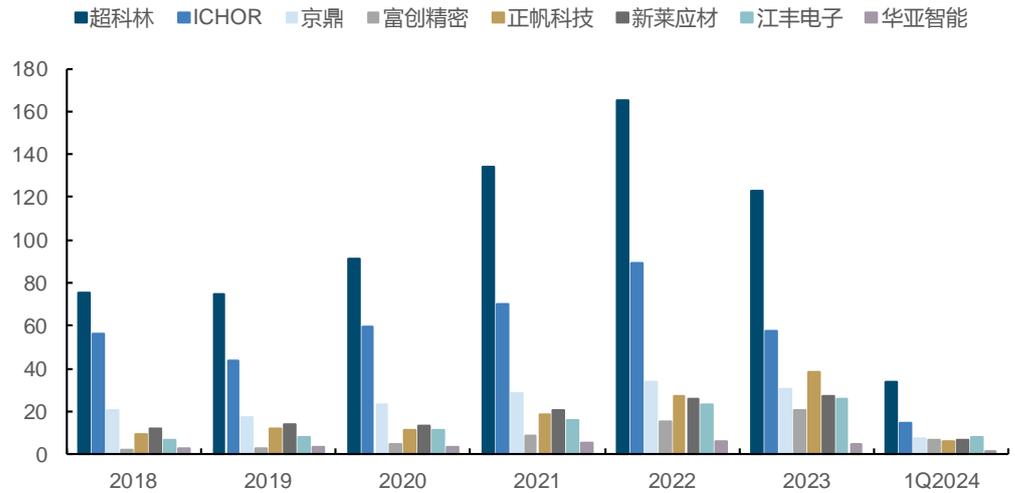
来源: Wind, 国金证券研究所

注: 上图2018、2019年数据为预收款项数据

国内的半导体设备零部件厂商也正在延续海外龙头的成长路径，丰富产品品类和拓宽下游应用领域已获得更大的成长空间。与年收入规模上百亿人民币的海外龙头相比，国内的零部件公司目前收入体量相对较小，未来还有较大提升空间。



图表29：国内的半导体设备零部件公司在收入规模上与海外龙头有较大差距（单位：亿元）

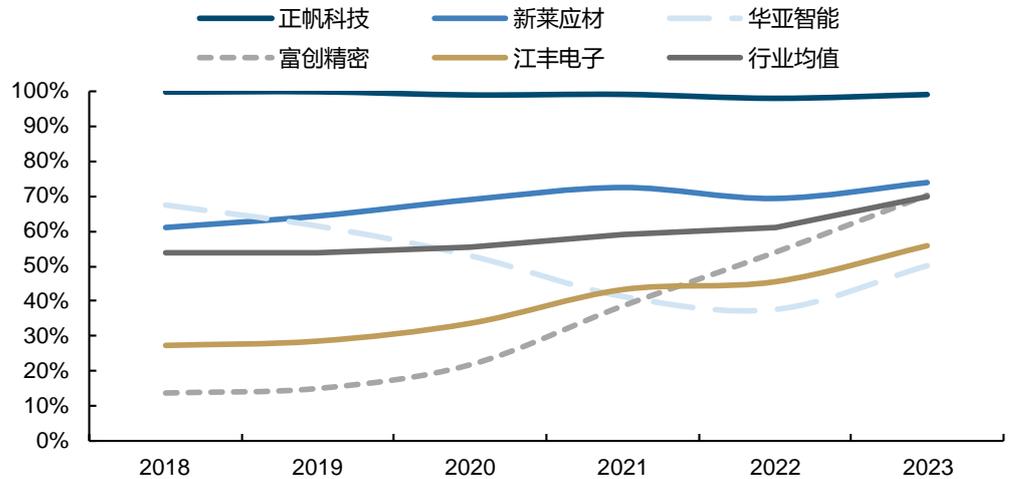


来源：Wind，国金证券研究所

注：超科林、ICHOR、京鼎营业总收入数据经 Wind 换算，单位为 CNY

受行业周期下行的影响，海外半导体设备零部件需求较弱，国内主要零部件公司的海外收入占比在近几年呈下降趋势。根据 Wind 的数据，从国内主要半导体零部件公司国内收入占比的变化来看，富创精密的国内业务收入占比从 2018 年的 13.72% 提升至 2023 年 70.46%、公司的国内业务收入占比也从 2018 年的 27.23% 提升至 2023 年的 56.01%，原先主要供应海外半导体材料、零部件的公司国内收入占比近年来均呈现提升的态势。

图表30：半导体设备零部件行业公司的国内收入占比总体呈上升趋势（单位：%）



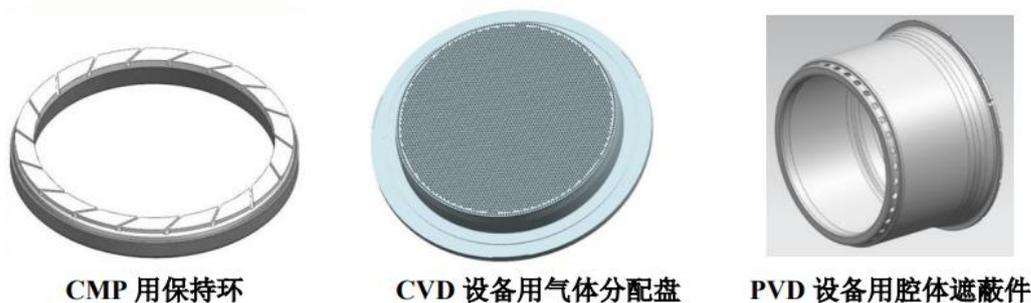
来源：Wind，国金证券研究所

### 2.3 公司自主研发技术优势突出，半导体零部件板块收入快速增长

公司引领国内溅射靶材的技术发展，打破了长期依赖进口的局面。公司坚持以科技创新为动力，注重自主研发且拥有完整的自主知识产权。公司先后承担了国家 02 重大专项、国家 863 重大专项、发改委高技术产业化项目、工信部电子发展基金等科研及产业化项目，积极推动关键材料的国产化。半导体设备零部件业务与靶材业务在金属材料、精密机械制造、表面处理和焊接等技术上相通，公司基于溅射靶材的技术积淀，把握半导体设备国产替代的机遇切入半导体设备零部件，助力产业链自主可控。



图表31：公司生产的零部件主要用于CVD、PVD和刻蚀机等半导体设备

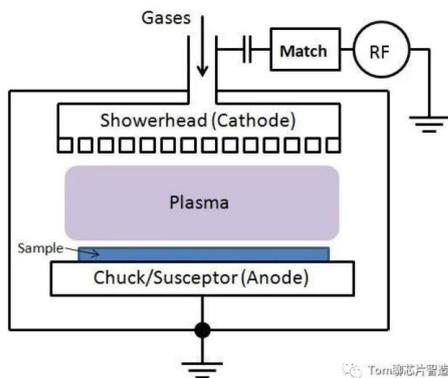


来源：公司定增募集说明书，国金证券研究所

公司建成了多个零部件生产基地，各基地均配备了包括数控加工中心、复杂焊接、表面处理、超级净化车间等全工艺、全流程的生产体系。公司生产的精密零部件包括设备制造零部件和工艺消耗零部件，主要应用于 PVD（物理气相沉积）、CVD（化学气相沉积）、蚀刻设备、CMP（化学机械平坦化）等半导体设备中，零部件产品既出售给晶圆制造商可作为设备使用耗材，也用于周期性更换，出售给半导体设备厂商用于设备的生产。2023 年，公司的匀气盘（Shower head）、硅电极等核心功能零部件迅速放量，助力工艺设备上游的设备零部件自助可控。

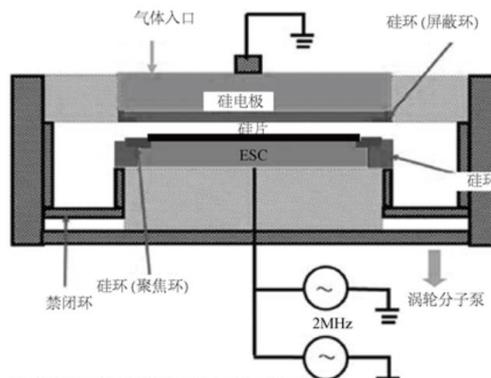
CVD 是一种热化学过程，气态前驱体在加热的表面上分解和反应，在基底上形成固体薄膜。匀气盘是 CVD 设备中的核心工艺零部件之一，加工难度高，金属盘上有数量众多的小孔和复杂细小的气路通道，晶圆制造过程中需要用到的电子级工业气体经过气柜模组的调节后进入管道，最终由匀气盘以稳定且均匀的速度输送至反应腔，使到达芯片表面的气体密度分布趋于一致。由于匀气盘与核心进气步骤相关，产品的定制化程度也高。

图表32：匀气盘（showerhead）在 CVD 设备中的应用



来源：CSDN，国金证券研究所

图表33：硅电极在刻蚀机内部的应用



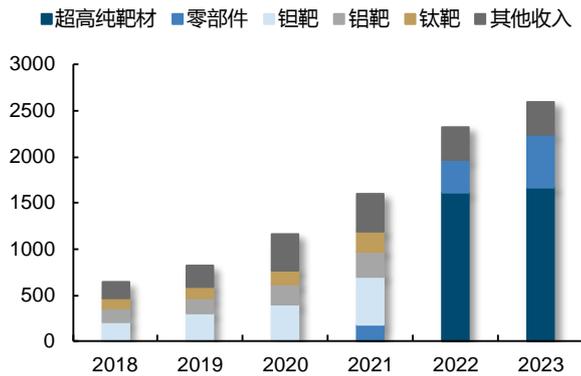
来源：《集成电路刻蚀用硅部件加工及最新发展》，国金证券研究所

刻蚀设备所用的硅部件包括硅环和硅电极，主要用于 8~12 英寸等离子刻蚀机上。在集成电路制造过程中，刻蚀晶圆的同时也会对硅部件进行刻蚀，高纯硅部件和晶圆均为硅材料，刻蚀电学性能更加均匀，因此硅部件制品广泛用于半导体刻蚀机中。硅部件制品是晶圆加工过程的重要零部件耗材，需求主要受 Fab 厂晶圆加工能力的驱动。根据《集成电路刻蚀用硅部件加工及最新发展》的数据，按全球目前晶圆生产情况进行测算，全球年需求 8 寸硅环和硅电极数量分别约 30 万片和 7 万多片，12 寸环片硅电极数量分别约 50 万片和 10 万片，市场规模总计约 40 亿人民币。公司的硅电极产品迅速放量，填补了国产替代的空白，而此前硅部件制品市场主要依赖进口，主要市场份额由日本和韩国厂商占据。

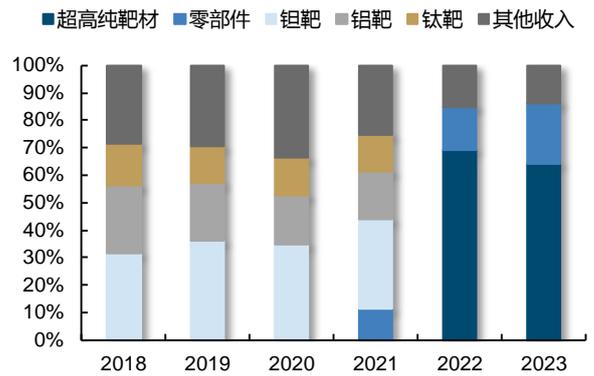
公司的半导体精密零部件业务快速成长，产品组合不断丰富。公司的半导体精密零部件业务自 2021 年开始形成批量销售，2021~2023 年半导体精密零部件业务实现销售收入分别为 1.84 亿元、3.58 亿元和 5.70 亿元，22 年和 23 年分别同比增长 94.51%和 58.55%，收入占比从 2021 年的 11.56%提升至 2023 年的 21.91%。



图表34：公司保持收入规模稳步提升（单位：百万元）



图表35：半导体零部件收入占比迅速提升（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

靶材业务方面，1) 我们看好短期靶材业务的需求直接受益于 Fab 厂稼动率提升的影响，根据各公司公告，1Q24 中芯国际和华虹稼动率分别为 80.8%和 91.7%，分别环比+4 pcts 和+8 pcts；2) 长期来看，国内晶圆制造产能持续扩张，溅射靶材市场规模随半导体材料规模、晶圆产能同步增长。根据 ASML 公告，1Q24 ASML 在中国大陆销售额 26 亿欧元，占比创历史新高，反应中国大陆持续扩产和对半导体设备的强劲需求。海外对中国大陆半导体行业的限制范围持续扩大，国产设备加速验证导入，半导体设备和零部件持续受益国产替代。公司在半导体溅射靶材市场具备国际竞争力，根据弗若斯特沙利文的报告，2022 年公司在全球晶圆制造溅射靶材市场份额排名第二，靶材业务龙头优势显著，叠加定增项目落地业绩逐步释放，预期公司靶材业务 2024~2026 年增速有望逐步修复，分别为 18%/23%/24%；零部件业务方面，公司布局产品包括石英和陶瓷件等，基于半导体精密零部件业务与公司原有的半导体靶材业务在技术路线上的相通性，24 年半导体行业恢复扩产叠加自主可控趋势下设备及零部件的加速替代，我们预测 2024~2026 年公司零部件业务增速分别为 50%/55%/57%。

毛利率：得益于 AI 领域端侧应用落地，24 年扩产有望重启，行业扩产叠加自主可控的需求也将带动公司的半导体设备零部件业务放量，随着规模效应逐步显现，我们预测 2024~2026 年公司综合毛利率将稳定在 30%左右，预测 2024~2026 年综合毛利率为 30.77%/29.80%/29.32%。

图表36：公司分业务营收、毛利率预测

单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>超高纯靶材</b>						
营收	百万元	1,611.43	1,672.57	1973.63	2427.57	3010.18
YOY	%	59.84%	3.79%	18.00%	23.00%	24.00%
占比	%	69.34%	64.29%	61.22%	57.97%	54.05%
毛利率	%	30.38%	28.45%	30.57%	29.73%	29.44%
<b>半导体设备零部件</b>						
营收	百万元	358.25	570.12	855.18	1325.53	2081.08
YOY	%	94.51%	59.14%	50.00%	55.00%	57.00%
占比	%	15.42%	21.91%	26.53%	31.66%	37.37%
毛利率	%	23.78%	27.08%	31.46%	31.01%	30.58%
<b>其他业务</b>						
营收	百万元	354.20	358.92	394.81	434.29	477.72
YOY	%	-11.80%	1.33%	10.00%	10.00%	10.00%
占比	%	15.24%	13.80%	12.25%	10.37%	8.58%
毛利率	%	34.12%	36.08%	30.27%	26.47%	23.12%
<b>合计</b>						
营收	百万元	2,323.88	2,601.61	3,223.62	4,187.39	5,568.99
YOY	%	45.80%	11.95%	23.91%	29.90%	32.99%
毛利率	%	29.93%	29.20%	30.77%	29.80%	29.32%

来源：Wind，国金证券研究所



期间费用率预测：公司 2021~2023 年销售费用率分别为 3.6%/3.3%/3.4%；管理费用率分别为 7.2%/8.2%/8.7%。预计往后的销售费用率和管理费用率将趋于平稳，2023 年公司持续加大研发投入，导致研发费用率有所上升，预计公司将保持行业内相对较高的研发支出水平，24~26 年研发费用率分别为 7.2%/6.6%/6.2%，预计 24~26 年销售和管理费用率分别为 3.2%/3.0%/2.8%和 7.4%/7.2%/6.7%。

综上，我们预计公司 2024~2026 年营收分别为 32.24、41.87 和 55.69 亿元，分别同比+23.91%/+29.90%/+32.99%。2024~2026 年分别实现归母净利润 3.41、4.59 和 6.26 亿元，同比分别+33.57%/+34.39%/+36.49%。

### 3.2 投资建议及估值

在可比公司选取上综合考虑业务范围和体量规模，我们选取了国内另外两家溅射靶材厂商欧莱新材和隆华科技，半导体设备零部件业务方面选取主营产品为工艺和结构零部件以及模组产品的富创精密和气液真空类零部件的新莱应材。可比公司 24 年 PE 一致预期均值为 34.63 倍、中位数为 31.13 倍，根据我们的盈利预测结果，公司当前股价对应 2024 年 PE 为 36.90 倍。

半导体下游需求逐步复苏，公司通过较强的产品技术、丰富的种类、优良的质量以及优质的销售服务已进入国内外主要晶圆代工厂和半导体设备厂客户，并且依托龙头客户不断拓展客户群体，我们看好公司未来业绩的成长性。参考公司的历史 PE 估值水平，给予公司 2024 年 PE 45 倍估值，给予公司目标市值 153.45 亿元，对应目标价 58.05 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表37：可比公司估值情况（截至 2024 年 6 月 25 日）

股票名称	股价（元）	EPS					PE				
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
欧莱新材	20.55	0.29	0.41	0.36	0.44	0.53	-	-	56.91	47.15	38.81
隆华科技	5.55	0.07	0.14	0.29	0.37	0.45	79.29	39.64	19.36	15.13	12.47
富创精密	38.99	1.18	0.81	1.01	1.45	1.86	33.04	48.14	38.60	26.89	20.96
新莱应材*	21.31	1.52	0.58	0.90	1.26	1.53	14.00	36.84	23.65	16.86	13.95
平均数							42.11	41.54	34.63	26.51	21.55
中位数							33.04	39.64	31.13	21.87	17.46
江丰电子	47.45	1.00	0.96	1.29	1.73	2.36	47.45	49.43	36.90	27.45	20.11

来源：Wind，国金证券研究所

注：带\*公司的数据为国金证券研究所预测值，其他可比公司采用 Wind 一致预期



## 四、风险提示

**下游需求恢复不及预期的风险：**2023 年半导体行业弱复苏，晶圆厂稼动率下滑导致溅射靶材等耗材需求下滑，并且半导体行业整体扩产力度较弱，半导体设备零部件去库存导致需求同比大幅下滑，若未来下游市场需求恢复不及预期，下游晶圆厂和设备厂客户提货速度放缓，将导致公司业绩不及预期；

**市场竞争加剧的风险：**公司是高纯溅射靶材行业的龙头企业，积累了较高的技术优势，打破了我国高纯溅射靶材长期依赖进口的局面。公司面临国内厂商以及海外溅射靶材龙头企业的竞争压力，若公司未来不能在产品技术、成本控制、客户服务等方面持续保持现有优势地位，竞争对手未来比公司投入更多的资金和资源在技术研发及创新等方面，则公司所面临的市场竞争将加剧，从而导致公司的收入增长不及预期；

**汇率波动的风险：**受到国际收支状况、地缘政治、宏观经济等相关因素的综合影响，人民币汇率波动较大，公司外销收入占比相对较高，根据 Wind 的数据，公司 2021-2023 年海外业务收入占比分别为 56.65%、54.40%和 43.99%，海外业务主要以美元、日元结算，汇率波动或将导致公司的业绩增长不达预期；

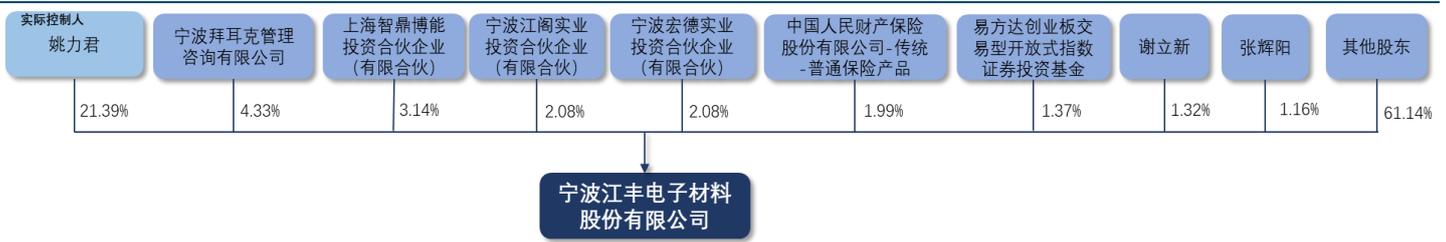
**限售股解禁的风险：**公司于 2024 年的 4 月 10 日和 5 月 10 日分别解禁了限售股 17.65 万股和 81.96 万股，分别占解禁前流通股比例为 0.08%和 0.39%，分别占解禁后流通股比例为 0.08%和 0.39%，股票解禁将对公司股价造成影响；

**股东质押的风险：**截至 2024 年 6 月，公司实际控制人、第一大股东姚力军合计持有 5676.57 万股公司股份，累计质押 3099.12 万股，累计质押股份占公司总股本的 11.68%，占其持股数的 54.59%。



## 附录

图表38：公司股权结构稳定，董事长姚力军为实控人（截至2024年一季度）



来源：Wind，国金证券研究所

公司股权结构稳定，控股股东、实际控制人为姚力军。截至2024年4月30日，姚力军直接持有公司5,676.57万股，占总股本的21.39%。公司近三年实际控制人未发生变化。

图表39：公司历史募投项目情况

2017年IPO		
募投项目名称	计划投资额(万元)	已投入募集资金(万元)
年产400吨平板显示器用钨溅射靶材坯料产业化项目	10,876.00	9,199.76
年产300吨电子级超高纯铝生产项目	4,021.00	3,995.13
分析检测及客户支持服务中心建设项目	5,504.00	2,983.66
补充流动资金	5,099.73	5,036.23
2021年发行可转债		
募投项目名称	计划投资额(万元)	已投入募集资金(万元)
惠州基地平板显示用高纯金属靶材及部件建设项目	17,482.76	10,662.34
武汉基地平板显示用高纯金属靶材及部件建设项目	30,355.76	12,362.54
补充流动资金	15,104.92	14,099.95
2022年定向增发		
募投项目名称	计划投资额(万元)	已投入募集资金(万元)
宁波江丰电子年产5.2万个超大规模集成电路用超高纯金属溅射靶材产业化项目	100,867.12	23,513.85
浙江海宁年产1.8万个超大规模集成电路用超高纯金属溅射靶材产业化项目	40,783.18	11,225.53
宁波江丰电子半导体材料研发中心建设项目	7,192.60	114.00
补充流动资金	47,822.30	45,840.94

来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

公司通过募投项目拓展业务品类，整合产业资源布局超高纯溅射靶材和半导体设备零部件产能。2017年，公司通过首次公开发行募集资金净额2.12亿元，发行新股5,469.00万股，发行价为4.64元，资金主要投向年产400吨平板显示器用钨溅射靶材坯料产业化、年产300吨电子级超高纯铝生产和分析检测及客户支持服务中心的建设。

2021年，公司通过发行可转债，发行数量为5,165,000张，发行价为100.0元，募集资金净额5.06亿元，转股价为51.93元，主要用于惠州基地平板显示用高纯金属靶材及部件项目、武汉基地平板显示用高纯金属靶材及部件项目的建设。

2022年，公司通过定增募集资金16.29亿元，增发数量为1,939.41万股，发行价为85.0元，资金主要用于宁波江丰电子年产5.20万个超大规模集成电路用超高纯金属溅射靶材产业化、浙江海宁年产1.80万个超大规模集成电路用超高纯金属溅射靶材产业化和宁波江丰电子半导体材料研发中心项目的建设。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,594</b>	<b>2,324</b>	<b>2,602</b>	<b>3,224</b>	<b>4,187</b>	<b>5,569</b>
增长率		45.8%	12.0%	23.9%	29.9%	33.0%
主营业务成本	-1,187	-1,628	-1,842	-2,232	-2,940	-3,936
%销售收入	74.4%	70.1%	70.8%	69.2%	70.2%	70.7%
毛利	407	696	760	992	1,248	1,633
%销售收入	25.6%	29.9%	29.2%	30.8%	29.8%	29.3%
营业税金及附加	-9	-10	-16	-16	-21	-28
%销售收入	0.6%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-57	-77	-88	-103	-126	-156
%销售收入	3.6%	3.3%	3.4%	3.2%	3.0%	2.8%
管理费用	-115	-190	-227	-239	-301	-373
%销售收入	7.2%	8.2%	8.7%	7.4%	7.2%	6.7%
研发费用	-98	-124	-172	-232	-276	-345
%销售收入	6.2%	5.3%	6.6%	7.2%	6.6%	6.2%
息税前利润 (EBIT)	128	296	257	402	523	731
%销售收入	8.0%	12.7%	9.9%	12.5%	12.5%	13.1%
财务费用	-45	-7	17	-56	-73	-86
%销售收入	2.8%	0.3%	-0.6%	1.7%	1.8%	1.5%
资产减值损失	-18	-32	-78	-26	-7	-9
公允价值变动收益	20	-21	28	0	0	0
投资收益	-12	41	29	20	30	32
%税前利润	n.a	13.7%	9.9%	5.6%	6.0%	4.6%
营业利润	113	302	291	360	498	695
营业利润率	7.1%	13.0%	11.2%	11.2%	11.9%	12.5%
营业外收支	-9	-5	-1	0	0	0
税前利润	104	297	289	360	498	695
利润率	6.5%	12.8%	11.1%	11.2%	11.9%	12.5%
所得税	-5	-60	-69	-54	-75	-104
所得税率	4.8%	20.2%	23.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	99	237	220	306	424	591
少数股东损益	-7	-28	-35	-35	-35	-35
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>107</b>	<b>265</b>	<b>255</b>	<b>341</b>	<b>459</b>	<b>626</b>
净利率	6.7%	11.4%	9.8%	10.6%	11.0%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	99	237	220	306	424	591
少数股东损益	-7	-28	-35	-35	-35	-35
非现金支出	100	147	239	199	204	225
非经营收益	51	32	-22	74	56	71
营运资金变动	-148	-400	-187	-483	-290	-398
<b>经营活动现金净流</b>	<b>103</b>	<b>16</b>	<b>251</b>	<b>96</b>	<b>393</b>	<b>489</b>
资本开支	-316	-786	-823	-368	-400	-320
投资	15	-67	-194	-20	0	0
其他	0	0	-10	20	30	32
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-301</b>	<b>-853</b>	<b>-1,026</b>	<b>-368</b>	<b>-370</b>	<b>-288</b>
股权募资	119	1,947	32	0	0	0
债权募资	236	-242	652	-7	304	218
其他	-75	-72	-271	-130	-153	-177
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>279</b>	<b>1,633</b>	<b>413</b>	<b>-137</b>	<b>151</b>	<b>40</b>
<b>现金净流量</b>	<b>76</b>	<b>827</b>	<b>-356</b>	<b>-408</b>	<b>175</b>	<b>242</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	482	1,315	959	541	709	946
应收款项	385	488	714	873	1,076	1,355
存货	589	1,060	1,090	1,258	1,579	2,008
其他流动资产	33	60	106	167	193	219
流动资产	1,488	2,923	2,869	2,839	3,557	4,528
%总资产	51.3%	57.5%	45.7%	44.3%	48.5%	53.9%
长期投资	259	374	638	638	638	638
固定资产	819	1,175	2,014	2,275	2,442	2,512
%总资产	28.2%	23.1%	32.1%	35.5%	33.3%	29.9%
无形资产	186	449	565	605	643	680
非流动资产	1,413	2,162	3,403	3,573	3,775	3,879
%总资产	48.7%	42.5%	54.3%	55.7%	51.5%	46.1%
<b>资产总计</b>	<b>2,901</b>	<b>5,085</b>	<b>6,272</b>	<b>6,412</b>	<b>7,333</b>	<b>8,406</b>
短期借款	493	186	276	347	651	869
应付款项	288	523	884	804	1,036	1,330
其他流动负债	60	84	117	108	143	192
流动负债	841	793	1,277	1,259	1,830	2,392
长期贷款	117	209	750	750	750	750
其他长期负债	478	97	114	25	18	13
负债	1,436	1,099	2,142	2,034	2,598	3,155
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,457</b>	<b>4,003</b>	<b>4,174</b>	<b>4,457</b>	<b>4,849</b>	<b>5,401</b>
其中：股本	228	266	265	265	265	265
未分配利润	408	617	777	1,060	1,452	2,004
少数股东权益	9	-17	-45	-80	-115	-150
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,901</b>	<b>5,085</b>	<b>6,272</b>	<b>6,412</b>	<b>7,333</b>	<b>8,406</b>

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.468	0.999	0.962	1.286	1.728	2.359
每股净资产	6.400	15.074	15.726	16.798	18.276	20.355
每股经营现金净流	0.452	0.062	0.946	0.362	1.482	1.843
每股股利	0.100	0.210	0.200	0.220	0.250	0.280
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.32%	6.62%	6.12%	7.66%	9.46%	11.59%
总资产收益率	3.67%	5.22%	4.07%	5.32%	6.25%	7.45%
投入资本收益率	4.94%	5.39%	3.80%	6.24%	7.25%	9.04%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	36.64%	45.80%	11.95%	23.91%	29.90%	32.99%
EBIT 增长率	14.48%	131.21%	-12.98%	56.27%	30.17%	39.68%
净利润增长率	-27.55%	148.72%	-3.67%	33.57%	34.39%	36.49%
总资产增长率	22.35%	75.27%	23.33%	2.23%	14.36%	14.64%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	71.2	63.1	77.7	95.0	90.0	85.0
存货周转天数	167.8	184.8	213.1	210.0	200.0	190.0
应付账款周转天数	83.8	78.9	124.5	120.0	115.0	110.0
固定资产周转天数	142.6	132.0	149.2	127.3	99.5	70.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	32.41%	-23.08%	1.63%	12.71%	14.62%	12.82%
EBIT 利息保障倍数	2.8	41.0	-15.4	7.2	7.1	8.5
资产负债率	49.48%	21.61%	34.15%	31.72%	35.43%	37.53%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	4	6	8	14
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.33</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
电话：021-80234211  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 5 楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建国内大街 26 号  
新闻大厦 8 层南侧

**深圳**  
电话：0755-86695353  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心  
18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究