

江丰电子 (300666.SZ)

靶材实现国产化供应链，零部件打开第二成长曲线

优于大市

核心观点

1Q25 营收同比增长 29.53%，归母净利润同比增长 163.58%。公司 2025 年第一季度实现营收 10.00 亿元 (YoY +29.53%，QoQ +2.11%)，归母净利润 1.57 亿元 (YoY +163.58%，QoQ +38.22%)。公司基于自身晶圆制造溅射靶材领域的竞争优势，在国产半导体材料零部件自主可控的背景下，实现技术创新和规模化供应能力，提升半导体靶材的市场份额。同时，公司积极布局半导体精密零部件，为客户提供高品质的定制化产品，打开公司业务第二成长曲线。

2024 年业绩高速增长，超高纯靶材毛利率改善。公司 2024 年实现营业收入 36.05 亿元 (YoY +38.57%)，归母净利润 4.01 亿元 (YoY +56.79%)，扣非归母净利润 3.04 亿元 (YoY +94.92%)。公司整体毛利率为 28.17%，同比下降 1.03 个百分点。分业务看，2024 年超高纯靶材业务实现销售收入 23.33 亿元，占比 64.73%，受益于产品结构优化及国产原材料使用比例提升，毛利率同比提升 2.90pct 至 31.35%。精密零部件业务覆盖 PVD、CVD、刻蚀、离子注入等半导体核心工艺环节，实现销售收入 8.87 亿元，占比 24.60%，因处于产能扩张和新品导入期，毛利率同比下降 2.81pct 至 24.27%。公司持续加大研发投入，研发费用同比增长 26.50% 至 2.17 亿元，研发费用率为 6.03%。

靶材业务全球份额持续提升，零部件业务成为第二增长曲线。公司作为国内领先的超高纯金属溅射靶材供应商，覆盖布局包括铝靶、钛靶、钽靶、铜靶等，应用于超大规模集成电路芯片、平板显示器等领域。公司已成功跻身全球溅射靶材行业领先梯队，成为台积电、中芯国际、SK 海力士、联华电子等全球知名芯片制造企业的核心供应商。公司 300mm 铜钨合金靶产量大幅攀升，用于先进制程的高致密 300mm 钨靶实现稳定批量供货，HCM 钽靶和 HCM 钛靶成功开发并量产。半导体精密零部件方面，公司产品线迅速拓展，已在 PVD、CVD、刻蚀等核心工艺环节得到广泛应用，可量产气体分配盘、硅电极等 4 万多种零部件，客户覆盖晶圆厂与设备厂。

投资建议：我们看好公司在半导体超高纯靶材领域的竞争力，同时第二成长曲线精密零部件有望带动公司业绩稳步增长。我们预计 2025-2027 年公司营业收入同比增长 30.3%/27.14%/28.0% 至 46.99/59.89/76.67 亿元，对应归母净利润 5.21/6.87/9.04 亿元，当前股价对应 PE 分别为 37/28/22 倍。通过盈利预测与假设，预计公司合理估值 208.4-229.2 亿元，相对目前股价有 6.9%-17.5% 溢价，首次覆盖，给与“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；市场竞争加剧导致毛利率下滑风险；汇率变动和地缘政治风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,602	3,605	4,699	5,989	7,667
(+/-%)	12.0%	38.6%	30.3%	27.4%	28.0%
净利润(百万元)	255	401	521	687	904
(+/-%)	-3.7%	56.8%	30.1%	31.8%	31.5%
每股收益(元)	0.96	1.51	1.96	2.59	3.41
EBIT Margin	9.9%	10.9%	11.8%	12.8%	13.9%
净资产收益率 (ROE)	6.1%	8.9%	10.7%	12.7%	14.9%
市盈率 (PE)	76.5	48.8	37.5	28.4	21.6
EV/EBITDA	57.8	43.9	30.9	22.2	17.5
市净率 (PB)	4.68	4.34	3.99	3.61	3.21

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

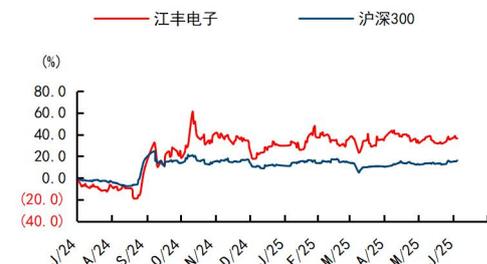
lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	78.64 - 84.49 元
收盘价	73.60 元
总市值/流通市值	19528/16269 百万元
52 周最高价/最低价	88.99/43.35 元
近 3 个月日均成交额	463.02 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

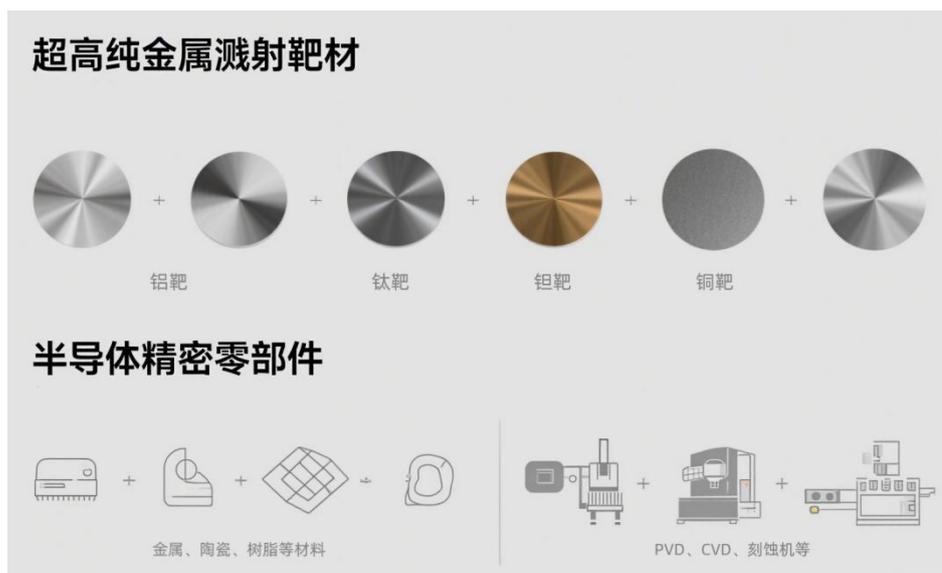
相关研究报告

深耕高纯溅射靶材，打造半导体零部件平台

覆盖全系列半导体靶材产品，兼具超高纯度与精密制造能力。公司是全球少数掌握超高纯金属提纯、精密加工及靶材制备全链条技术的材料科技企业，同时能够提供半导体、平板显示、太阳能等领域用靶材的定制化开发及技术服务。公司深耕电子材料研发生产，具备全球领先的靶材综合解决方案能力。在半导体靶材领域，公司已覆盖铝、钛、铜、钽等多种金属及复合靶材（12英寸及以下），技术体系全面，在逻辑芯片、存储芯片、先进封装等关键环节实现批量供货。

公司具备快速响应市场需求和拓展产品线的能力。公司依托先进的溅射靶材研发技术和成熟的工艺制造经验，成功实现了高纯度、高均匀性靶材的量产，同时有效解决了材料制备过程中的杂质控制和性能稳定性问题，并持续对产品进行优化升级。下游客户在与高纯材料供应商合作过程中，由于半导体及显示面板行业技术快速演进，对靶材的性能和规格提出了更高要求，因此需要供应商能够持续改进产品以满足终端制造的需求。公司在发展过程中，已对溅射靶材产品进行了多代技术迭代，展现了强大的研发实力和创新能力。

图1：江丰电子主要业务类型



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

前十大股东合计持股比例 90.95%，姚力军为公司实际控制人。截至 2025 年一季度末，公司实际控制人姚力军博士直接持有公司股份约 21.39%，为公司第一大股东，并与宁波江阁、宁波宏德签署了《一致行动协议》，与其一致行动人合计持有江丰电子股份约 24.57%。2025 年 5 月，姚力军博士因工作调整申请辞去公司董事长等职务，但仍担任公司首席技术官，董事长职位由公司总经理边逸军博士接任。

表1：江丰电子前十大股东明细（截至 2025 年一季报）

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	姚力军	56,765,724	21.39	42.55
2	宁波拜耳克管理咨询有限公司	8,887,303	3.35	6.66
3	上海智鼎博能投资合伙企业(有限合伙)	6,140,641	2.31	4.60

4	易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金	5,209,201	1.96	3.90
5	宁波江阁实业投资合伙企业(有限合伙)	4,803,035	1.81	3.60
6	宁波宏德实业投资合伙企业(有限合伙)	4,765,976	1.80	3.57
7	谢立新	3,508,372	1.32	2.63
8	张辉阳	3,077,054	1.16	2.31
9	景顺长城基金国寿股份成长股票型组合单一资产管理计划	2,475,246	0.93	1.86
10	中国人民财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品	2,464,403	0.93	1.85
	合计	98,096,955	36.96	73.52

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司管理层在半导体材料及设备领域拥有深厚的技术积累和行业经验。公司创始人姚力军博士在材料科学领域拥有丰富经验,曾任职于世界知名半导体材料企业,掌握核心工艺技术,回国后创立江丰电子,成功打破国外在高纯溅射靶材领域的垄断。公司现任董事长边逸军,曾任中芯国际、武汉新芯工艺和研发负责人,加入江丰电子后,主要从事溅射靶材的研发和全球销售工作,搭建芯片先进工艺用溅射靶材研发体系的同时,组建了全球销售和全球技术服务能力,迅速将半导体靶材的市场份额做到了国内第一,全球第二。

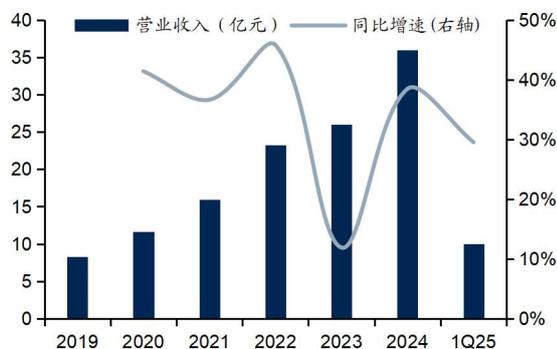
表2: 公司高管及重要人员概况

序号	高管姓名	高管职位	高管简历
1	边逸军	董事长, 总经理	博士研究生学历, 材料科学与工程博士后, 高级工程师。现任公司董事、总经理, 兼任武汉芯丰精密科技有限公司执行董事、宁波江丰同芯半导体材料有限公司董事长兼执行公司事务的董事、安徽江丰同芯半导体材料有限公司董事、无锡江丰同芯新材料技术有限公司执行公司事务的董事、丽水同芯半导体材料有限公司执行董事兼总经理。
2	钱红兵	董事, 副总经理	硕士研究生学历, 高级工程师。现任公司董事, 副总经理。
3	白清	副总经理	本科学历, 现任公司副总经理, 采购总监, 兼任湖南鸿力新材料有限公司监事。
4	王青松	副总经理	本科学历, 现任公司副总经理, 兼任余姚市华硕电子厂(普通合伙)执行事务合伙人。
5	姚力军	首席技术官	哈尔滨工业大学及日本广岛大学双博士, 教授级高级工程师。曾任霍尼韦尔日本区高管, 2005年回国创立江丰电子, 主导超高纯金属溅射靶材研发, 打破国外垄断。获国家技术发明二等奖、浙江省特级专家等荣誉, 入选国家“引才计划”。
6	于泳群	董事, 财务总监	本科学历, 高级会计师, 中国注册会计师协会非执业会员。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

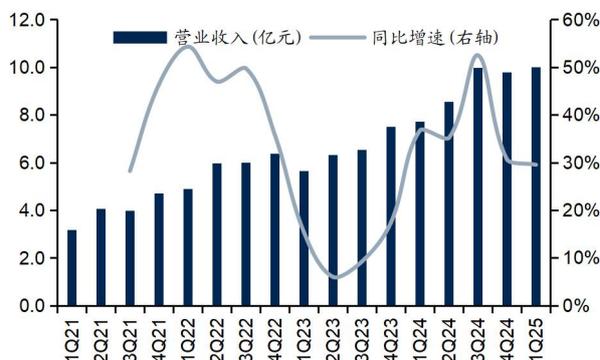
2019-2024 年营业收入 CAGR 为 34.3%, 2025 一季度同比增长 29.53%。公司自 2017 年上市以来, 营收保持持续增长。从季节性看, 下半年营收占比普遍高于上半年。2025 年一季度, 公司营收同环比均实现增长, 单季度营收首次突破 10 亿元, 创下单季度营收历史新高。

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, %)

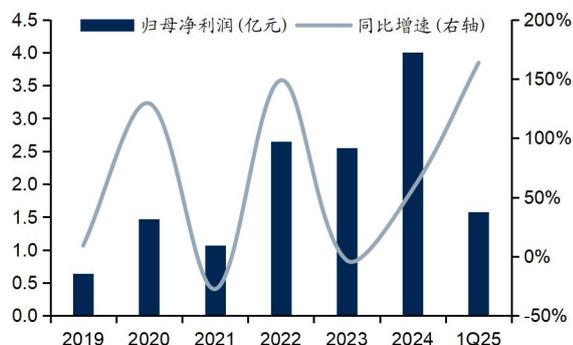


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2019-2024 年归母净利润 CAGR 为 44.2%, 2025 一季度同比增长 163.58%。2024 年公司实现归母净利润亏损 4.01 亿元, 一季度至四季度归母净利润分别为 0.59 亿

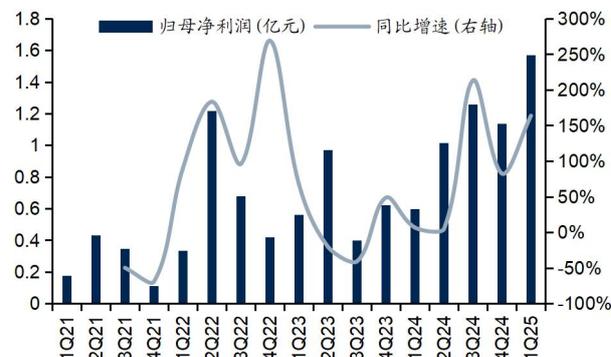
元、1.01 亿元、1.27 亿元、1.14 亿元。公司深耕高壁垒的半导体靶材领域，并持续拓展先进制程靶材研发，伴随新产线投产及客户认证完成，收入持续增长的同时，在建工程转固后，带来一定的折旧压力，2024 年固定资产折旧约 1.32 亿元。

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

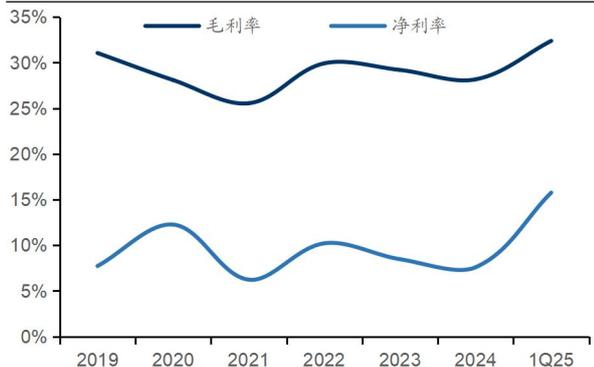
图5: 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

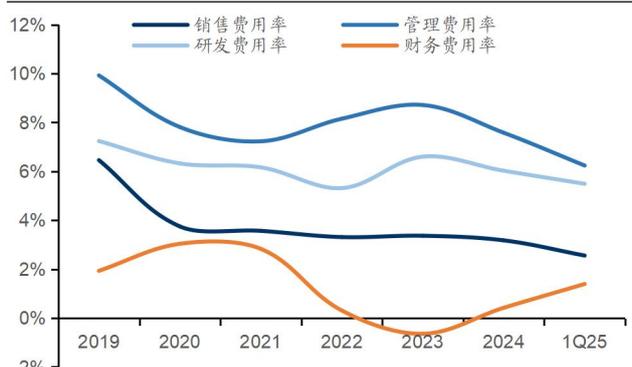
一季度毛利率环比改善，费用率管控稳定。2025 年一季度公司综合毛利率达到 32.39%，环比提升 8.99 个百分点，同比提升 0.42 个百分点，净利率约 7.59%。分产品来看，2024 年公司超高纯靶材毛利率约 31.35%，精密零部件毛利率约 24.27%，其他业务毛利率约 17.92%。费用率方面，2024 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.18%、7.58%、0.42%。研发费用方面达到 2.17 亿元，同比增长 26.5%，占总营收的 6.03%。截至 2024 年底，公司研发人员 377 人，占公司总人数 3437 人的 10.97%。

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

公司是国内领先的超高纯金属溅射靶材及半导体精密零部件供应商，专注于超高纯金属溅射靶材、半导体精密零部件的研发、生产和销售。产品方面，超高纯金属溅射靶材主要包括铝靶、钛靶、钽靶、铜靶等，应用于超大规模集成电路芯片、平板显示器等领域；半导体精密零部件覆盖 PVD、CVD、刻蚀、离子注入、光刻、氧化扩散等半导体核心工艺环节，可量产气体分配盘（Shower head）、Si 电极等 4 万多种零部件，形成了全品类零部件覆盖。2024 年公司收入中，超高纯靶材业务实现销售收入 23.33 亿元，占比 64.73%；半导体精密零部件业务实现销售收入 8.87 亿元，占比 24.60%；其他业务收入约 3.85 亿，占比 10.67%。公司盈利预测假设条件如下：

超高纯靶材业务：2024 年公司超高纯靶材业务实现收入 23.33 亿元，同比增长 33.86%，毛利率为 31.35%。超高纯靶材作为公司的传统主业，盈利能力稳定，公司积极推动上游原材料的全产业链自主可控，实现国产替代的同时，进一步降低成本。当前半导体周期逐步恢复，同时伴随国内晶圆厂客户的国产替代需求起量。我们预计 2025-2027 年超高纯靶材业务收入同比增长 28.1%/28.1%/28.1% 至 29.90/38.30/49.08 亿元，毛利率分别为 32.0%/32.0%/32.0%。

精密零部件业务：2024 年公司精密零部件业务实现收入 8.87 亿元，同比增长 55.5%，毛利率为 24.27%。公司半导体精密零部件产品线迅速拓展，大量新品完成技术攻关，逐步从试制阶段推进到批量生产，新品销售持续放量。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 年精密零部件收入同比增长 49.4%/33.9%/33.9% 至 13.24/17.73/23.74 亿元，毛利率分别为 25.0%/25.0%/25.0%。

其他业务：2024 年公司其他业务实现收入 3.85 亿元，同比增长 7.2%，毛利率为 17.9%。我们预计 2025-2027 年其他业务收入同比持平，保持 3.85/3.85/3.85 亿元，毛利率维持在 20.0% 水平。

表3：公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
超高纯靶材						
收入（百万元）	1611.4	1672.6	2333.5	2989.7	3830.6	4908.0
增速	59.8%	3.8%	39.5%	28.1%	28.1%	28.1%
成本（百万元）	1121.9	1196.7	1601.9	2033.0	2604.8	3337.4
毛利率	30.4%	28.4%	31.4%	32.0%	32.0%	32.0%
精密零部件						
收入（百万元）	358.2	570.1	886.7	1324.3	1773.2	2374.3
增速	94.5%	59.1%	55.5%	49.4%	33.9%	33.9%
成本（百万元）	273.0	415.7	671.5	993.2	1329.9	1780.8
毛利率	23.8%	27.1%	24.3%	25.0%	25.0%	25.0%
其他						
收入（百万元）	354.2	358.9	384.8	384.8	384.8	384.8
增速	-11.8%	1.3%	7.2%	0.0%	0.0%	0.0%
成本（百万元）	233.4	229.4	315.9	307.8	307.8	307.8
毛利率	34.1%	36.1%	17.9%	20.0%	20.0%	20.0%
合计						
收入（百万元）	2323.9	2601.6	3605.0	4698.8	5988.6	7667.1
增速	45.8%	12.0%	38.6%	30.3%	27.4%	28.0%
成本（百万元）	1628.3	1841.9	2589.3	3334.1	4242.6	5426.0

毛利率 29.9% 29.2% 28.2% 29.0% 29.2% 29.2%

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46.99/59.89/76.67亿元, 同比增加30.3%/27.4%/28.0%, 毛利率分别为29.0%/29.2%/29.2%。

未来3年业绩预测

销售费率: 随着半导体零部件国产化推进和公司收入增长, 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2.90%/2.80%/2.60%。

管理费率: 随着半导体零部件国产化推进和公司收入增长, 我们认为管理费率将逐步下降, 假设2025-2027年管理费率分别为7.00%/6.60%/6.20%。

研发费率: 随着半导体零部件国产化推进和公司收入增长, 我们认为研发费率将逐步下降, 假设2025-2027年研发费率分别为6.00%/5.70%/5.30%。

表4: 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	2602	3605	4699	5989	7667
YoY	12.0%	38.6%	30.3%	27.4%	28.0%
销售费用	88	115	136	168	199
管理费用	227	273	346	413	493
研发费用	172	217	282	341	406
财务费用	(17)	15	118	156	195
营业利润	291	383	545	717	943
利润总额	289	382	543	716	941
归母净利润	255	401	521	687	904
YoY	-3.7%	56.8%	30.1%	31.8%	31.5%
EPS (元)	0.96	1.51	1.96	2.59	3.41
ROE (%)	6%	9%	11%	13%	15%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

综上所述, 我们预计2025-2027年公司营业收入同比增长30.3%/27.14%/28.0%至46.99/59.89/76.67亿元, 对应归母净利润5.21/6.87/9.04亿元。

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5: 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)	2,602	3,605	4,754	6,124	7,926
(+/-%)	12.0%	38.6%	31.9%	28.8%	29.4%
净利润(百万元)	255	401	720	954	1263
(+/-%)	-3.7%	56.8%	79.7%	32.5%	32.4%
摊薄EPS	0.96	1.51	2.71	3.60	4.76
中性预测					

营业收入(百万元)	2,602	3,605	4,699	5,989	7,667
(+/-%)	12.0%	38.6%	30.3%	27.4%	28.0%
净利润(百万元)	255	401	521	687	904
(+/-%)	-3.7%	56.8%	30.1%	31.8%	31.5%
摊薄 EPS(元)	0.96	1.51	1.96	2.59	3.41
悲观预测					
营业收入(百万元)	2,602	3,605	4,644	5,855	7,414
(+/-%)	12.0%	38.6%	28.8%	26.1%	26.6%
净利润(百万元)	255	401	329	434	570
(+/-%)	-3.7%	56.8%	-17.8%	31.9%	31.2%
摊薄 EPS	0.96	1.51	1.24	1.64	2.15
总股本(百万股)	265	265	265	265	265

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司覆盖全系列半导体靶材产品，是全球少数掌握超高纯金属提纯、精密加工及靶材制备全链条技术的材料科技企业，同时能够提供半导体、平板显示、太阳能等领域用靶材的定制化开发及技术服务。此外，公司积极布局精密零部件，产品线迅速拓展，已在 PVD、CVD、刻蚀等核心工艺环节得到广泛应用，可量产气体分配盘、硅电极等 4 万多种零部件，客户覆盖晶圆厂与设备厂。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，选择国内知名公司富创精密、新莱应材、神工股份、鼎龙股份等作为可比公司。

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。

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。

神工股份：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。

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 5.21/6.87/9.04 亿元，参考可比公司 Wind 一致预期下 2025 年平均 PE 约 44 倍，考虑到公司在半导体高纯靶材领域的领先优势，以及精密零部件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 40-44 倍预期 PE，对应公司合理估值区间为 208.4-229.2 亿元，对应 78.64-84.49 元/股。

表1：可比公司估值比较（股价截至 2025 年 7 月 3 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	
300666	江丰电子	73.60	4.01	5.21	6.87	9.04	48.8	37.5	28.4	21.6	195.28
	可比公司										
688409	富创精密	53.02	2.03	3.14	4.69	6.19	80.1	51.7	34.6	26.2	162.35
300260	新莱应材	32.94	2.26	3.12	4.04	4.90	59.3	43.1	33.2	27.4	134.33
688233	神工股份	32.45	0.41	1.25	2.01	2.77	134.3	44.1	27.5	20.0	55.26
300054	鼎龙股份	28.60	5.21	7.08	9.21	11.46	51.8	38.1	29.3	23.5	269.82
	可比公司平均		2.5	3.6	5.0	6.3	81.4	44.2	31.2	24.3	

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：公司作为国内领先的超高纯金属溅射靶材供应商，成为台积电、中芯国际、SK 海力士、联华电子等全球知名芯片制造企业的核心供应商。同时，公司 300mm 铜锰合金靶产量大幅攀升，用于先进制程的高致密 300mm 钨靶实现稳定批量供货，HCM 钽靶和 HCM 钛靶成功开发并量产。此外公司半导体精密零部件产品线迅速拓展，已在 PVD、CVD、刻蚀等核心工艺环节得到广泛应用，可量产气体分配盘、硅电极等 4 万多种零部件，未来有望在众多半导体晶圆厂与设备厂客户中，逐步上量。综合上述相对估值，我们认为公司估值的合理区间为 208.4-229.2 亿元，对应 78.64-84.49 元/股，给予“优于大市”评级。

风险提示

盈利预测的风险

在盈利预测中，我们看好公司在半导体超高纯靶材领域的竞争力，同时第二成长曲线精密零部件有望带动公司稳步增长，未来业绩有望逐步兑现。我们预计 2025-2027 年公司营业收入同比增长 30.3%/27.14%/28.0%至 46.99/59.89/76.67 亿元，对应归母净利润 5.21/6.87/9.04 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

行业和市场变动风险：半导体产业具有技术呈周期性发展和市场呈周期性发展的特点。公司主营业务处于半导体产业链的材料和设备支撑行业，其市场需求和中国乃至全球半导体产业的发展状况息息相关。未来几年公司将在技术开发和市场开发加大投入。开发市场、加速进口替代可以扩大公司市场份额，保证经营业绩；开发技术、持续推出新产品可以不断丰富公司产品组合，拓宽公司产品应用领域，提高产品毛利。

新产品市场推广风险：由于芯片制造工艺对环境、材料的严格要求，芯片制造企业一般选择认证合格的安全供应商保持长期合作，从而降低材料供应商变化可能导致的产品质量风险；同时，新的材料供应商必须通过芯片制造企业严格的评估和产品评估认证才能成为其合格供应商。因此，公司超大规模集成电路用靶材和零部件新产品大规模市场推广面临客户的认证意愿、对公司质量管理能力的认可以及严格的产品认证等不确定因素，存在一定的市场推广风险。

经营风险

新产品开发所面临的风险：公司的超高纯金属溅射靶材具有品种多、批量少、升级快、研发投入大、周期长、风险高等特点，需要持续开发和创新。产品研发试制成功后，进行大规模生产时，任何设备工艺参数缺陷、员工素质差异等都可能对产品品质波动，面临产品难以规模化生产风险。

投资规模扩张和研发投入导致盈利能力下降的风险：随着募投项目建成投产，公司投资规模迅速扩大，新增较大金额的资本性支出将带来折旧及摊销费用的增加，同时公司近年来研发投入较大，如果公司市场开发工作进展不顺利，将会导致公司盈利能力下降的风险。

投资项目无法实现预期收益的风险：虽然公司在对外投资决策过程中综合考虑了各方面的情况，为投资项目作了多方面的准备，但项目在实施过程中可能受到市场环境变化、国家产业政策变化以及设备供应、客户开发、产品市场销售状况等变化因素的影响。如果投资项目不能顺利实施，或实施后由于市场开拓不力无法消化新增的产能，公司将会面临投资项目无法达到预期收益的风险。

财务风险

汇率变动风险：近年来，公司外销收入占比较高，主要以美元、日元结算，如果人民币对美元、日元持续升值，公司以美元标价的产品价格将提高，从而在一定程度上降低公司产品的竞争力，境外客户可能减少对公司产品的采购，反之，将会对公司带来正面影响，公司持有的美元、日元资产的价值会

受到汇率波动的影响，人民币的汇兑损益有可能对公司净利润产生影响。

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	959	1155	1143	500	500	营业收入	2602	3605	4699	5989	7667
应收款项	699	1016	1177	1599	2043	营业成本	1842	2589	3334	4243	5426
存货净额	1090	1451	1975	2395	3051	营业税金及附加	16	19	47	60	77
其他流动资产	120	260	240	338	458	销售费用	88	115	136	168	199
流动资产合计	2869	3881	4535	4831	6052	管理费用	227	273	346	413	493
固定资产	2014	3306	4221	5216	6185	研发费用	172	217	282	341	406
无形资产及其他	437	434	417	399	382	财务费用	(17)	15	118	156	195
其他长期资产	681	641	641	641	641	投资收益	29	58	142	147	119
长期股权投资	271	427	531	632	753	资产减值及公允价值变动	(33)	(90)	(57)	(60)	(69)
资产总计	6272	8689	10344	11720	14013	其他收入	21	40	25	22	22
短期借款及交易性金融负债	276	1247	2679	3326	4607	营业利润	291	383	545	717	943
应付款项	836	1313	1336	1867	2392	营业外净收支	(1)	(2)	(3)	(2)	(2)
其他流动负债	165	182	296	338	420	利润总额	289	382	543	716	941
流动负债合计	1277	2741	4311	5531	7419	所得税费用	69	108	60	79	104
长期借款及应付债券	750	1388	1111	777	544	少数股东损益	(35)	(127)	(38)	(50)	(66)
其他长期负债	114	132	133	144	154	归属于母公司净利润	255	401	521	687	904
长期负债合计	864	1520	1243	922	699	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2142	4262	5554	6452	8117	净利润	220	274	483	637	838
少数股东权益	(45)	(74)	(103)	(140)	(190)	资产减值准备	46	57	250	99	98
股东权益	4174	4502	4893	5408	6085	折旧摊销	118	150	260	408	512
负债和股东权益总计	6272	8689	10344	11720	14013	公允价值变动损失	33	90	57	60	69
关键财务与估值指标						财务费用	(17)	15	118	156	195
每股收益	0.96	1.51	1.96	2.59	3.41	营运资本变动	(157)	(208)	(278)	(256)	(505)
每股红利	0.30	0.38	0.49	0.65	0.85	其它	7	(476)	(359)	(242)	(276)
每股净资产	15.73	16.97	18.44	20.38	22.94	经营活动现金流	251	(96)	531	862	930
ROIC	7%	8%	10%	12%	14%	资本开支	(849)	(1380)	(1464)	(1544)	(1631)
ROE	6%	9%	11%	13%	15%	其它投资现金流	(177)	30	(103)	(102)	(121)
毛利率	29%	28%	29%	29%	29%	投资活动现金流	(1026)	(1350)	(1567)	(1646)	(1751)
EBIT Margin	10%	11%	12%	13%	14%	权益性融资	6	25	0	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	17%	20%	21%	负债净变化	541	638	(278)	(333)	(233)
收入增长	12%	39%	30%	27%	28%	支付股利、利息	(79)	(100)	(130)	(172)	(226)
净利润增长率	-4%	57%	30%	32%	32%	其它融资现金流	(55)	1044	1432	647	1281
资产负债率	33%	48%	53%	54%	57%	融资活动现金流	413	1607	1024	141	821
息率	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	1.2%	现金净变动	(356)	167	(12)	(643)	0
P/E	76.5	48.8	37.5	28.4	21.6	货币资金的期初余额	1309	953	1120	1108	465
P/B	4.7	4.3	4.0	3.6	3.2	货币资金的期末余额	953	1120	1108	465	465
EV/EBITDA	57.8	43.9	30.9	22.2	17.5	企业自由现金流	0	(1157)	(990)	(712)	(675)
						权益自由现金流	0	525	59	(537)	199

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提及的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