

铋加工业务增收增利，半导体设备核心零部件获赋能

核心观点

- 开展铋材料加工业务，实现增收增利。**全资子公司安徽万导已成为先导科技集团旗下唯一的铋金属深加工及化合物产品的平台。25年上半年，公司铋业务实现销售收入 5.25 亿元，占总营收的 75%；且产能与销量逐季爬升，二季度收入环比一季度增长 450%。公司铋化合物材料湖北荆州与浙江衢州基地计划于今年年底前完成新增产能扩张，全年产能及销量规模在铋材料市场处于领先地位。我们认为，公司未来有望借助先导集团高端材料-器件-模组-系统的全产业链优势，实现半导体材料业务的横向开拓和纵向延伸。
- 离子注入机实现规模量产，国产设备“硬卡替”环节空间广阔。**上半年，凯世通已交付 8 台 12 英寸离子注入机，其中，已交付的应用于 CIS 器件掺杂的低能大束流离子注入机实现首台设备验收；上半年，凯世通已交付国产低能大束流离子注入机的 12 英寸晶圆产品片安全生产过货量突破 500 万片，标志着凯世通实现了国产低能大束流离子注入机从样机研发、产线验证再到规模量产的跨越式发展。我们认为，离子注入作为目前国产化率不足 10%的“硬卡替”环节，其规模化国产替代进程必将加速，公司作为掌握关键核心技术的离子注入机国内先行者，有望在新一轮产能扩充进程中提高市场份额。
- 半导体设备业务与集团深化合作，静电卡盘、流量计等核心零部件获赋能。**先导集团与凯世通在关键零部件整机领域持续深化合作，尤其在静电卡盘、流量计等核心子系统零部件方面，全力赋能凯世通国产化零部件建设。通过对外合规经营、对内优化管理以及与集团的协同合作，凯世通获得了从电子材料、零部件到原位检测等多方面供应链支持，目前供应链对海外的依存度逐步降低。我们认为，未来关键零部件的国产化供应能力，有望成为公司半导体设备业务板块加速拓展的关键力量。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.27、0.30、0.37 元（原 25-26 年预测为 0.12、0.14 元，主要调整了主营业务构成和营收、费用率等预测），根据可比公司 2025 年 75 倍 PE 估值，给出目标价为 20.25 元，维持增持评级。

风险提示

- 行业景气度不及预期；产品研发和验证不及预期；公允价值变动损益和投资收益超预期；费用管控不及预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	965	581	1,892	2,395	2,849
同比增长(%)	-16.7%	-39.7%	225.4%	26.5%	19.0%
营业利润(百万元)	178	23	171	212	309
同比增长(%)	-65.2%	-87.1%	646.0%	24.2%	45.8%
归属母公司净利润(百万元)	151	108	250	277	343
同比增长(%)	-64.3%	-28.9%	132.7%	10.8%	23.5%
每股收益(元)	0.16	0.12	0.27	0.30	0.37
毛利率(%)	46.1%	47.7%	29.8%	29.4%	29.4%
净利率(%)	15.7%	18.5%	13.2%	11.6%	12.0%
净资产收益率(%)	1.8%	1.3%	3.1%	3.4%	4.0%
市盈率	113.0	158.8	68.3	61.6	49.9
市净率	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	增持
股价（2025年09月26日）	18.35 元
目标价格	20.25 元
52 周最高价/最低价	20.59/11.06 元
总股本/流通 A 股（万股）	93,063/93,063
A 股市值（百万元）	17,077
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 09 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	8.32	17.7	37.34	69.94
相对表现%	7.25	15.51	22.03	41.6
沪深 300%	1.07	2.19	15.31	28.34



证券分析师	
薛宏伟	执业证书编号：S0860524110001 xuehongwei@orientsec.com.cn 021-63326320
蒯剑	执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856 kuaijian@orientsec.com.cn 021-63326320
韩潇锐	执业证书编号：S0860523080004 hanxiaorui@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人	
朱茜	执业证书编号：S0860123100018 zhuqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李晋杰	执业证书编号：S0860125070012 lijinjie@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告	
积极推进"N+1"平台化战略，离子注入机订单持续成长	2024-09-05

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.27、0.30、0.37 元（原 25-26 年预测为 0.12、0.14 元），主要根据 25 年半年报，公司铍材料加工业务增收增利，调整了主营业务构成和营业收入、费用率预测。根据可比公司 25 年 75 倍 PE，对应目标价为 20.25 元，维持增持评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2025/9/26	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
北方华创	002371	452.80	7.76	10.35	13.36	16.72	58.33	43.77	33.90	27.07
拓荆科技	688072	250.19	2.45	3.46	4.90	6.69	102.22	72.41	51.05	37.38
芯源微	688037	138.19	1.01	1.27	2.09	3.15	137.38	108.57	66.20	43.89
中微公司	688012	290.00	2.58	3.67	5.19	6.90	112.39	79.13	55.83	42.03
上海新阳	300236	62.60	0.56	0.86	1.13	1.57	111.65	72.47	55.28	39.96
	最大值						137.38	108.57	66.20	43.89
	最小值						58.33	43.77	33.90	27.07
	平均数						104.39	75.27	52.45	38.07
	调整后平均						108.75	74.67	54.05	39.79

数据来源：wind、东方证券研究所

风险提示

行业景气度不及预期；产品研发和验证不及预期；公允价值变动损益和投资收益超预期；费用管控不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,049	2,988	3,784	2,395	2,421	营业收入	965	581	1,892	2,395	2,849
应收票据、账款及款项融资	156	119	388	491	584	营业成本	520	304	1,328	1,691	2,010
预付账款	56	49	158	201	239	销售费用	19	19	25	30	34
存货	1,103	1,393	5,015	5,372	5,584	管理费用	198	241	289	316	342
其他	812	839	905	930	953	研发费用	163	184	223	252	288
流动资产合计	5,175	5,388	10,251	9,389	9,781	财务费用	(36)	(38)	(13)	(6)	(15)
长期股权投资	786	743	743	743	743	资产、信用减值损失	20	63	7	7	5
固定资产	142	966	1,150	1,362	1,494	公允价值变动收益	29	67	(200)	0	0
在建工程	389	0	330	408	305	投资净收益	110	114	385	140	140
无形资产	110	97	89	81	73	其他	(42)	34	(48)	(33)	(15)
其他	3,983	2,803	443	438	433	营业利润	178	23	171	212	309
非流动资产合计	5,411	4,609	2,755	3,032	3,048	营业外收入	11	17	1	1	1
资产总计	10,586	9,997	13,006	12,421	12,829	营业外支出	20	0	11	2	2
短期借款	352	120	2,344	1,119	856	利润总额	169	40	161	211	308
应付票据及应付账款	300	269	1,175	1,497	1,780	所得税	85	46	14	21	35
其他	357	355	690	818	934	净利润	84	(7)	146	190	273
流动负债合计	1,009	744	4,209	3,434	3,570	少数股东损益	(67)	(114)	(104)	(87)	(70)
长期借款	245	252	252	252	252	归属于母公司净利润	151	108	250	277	343
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.16	0.12	0.27	0.30	0.37
其他	525	296	14	14	14						
非流动负债合计	770	548	267	267	267	主要财务比率					
负债合计	1,779	1,293	4,476	3,700	3,836		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	442	507	403	316	246	成长能力					
实收资本（或股本）	931	931	931	931	931	营业收入	-16.7%	-39.7%	225.4%	26.5%	19.0%
资本公积	158	121	371	371	371	营业利润	-65.2%	-87.1%	646.0%	24.2%	45.8%
留存收益	6,553	6,615	6,825	7,103	7,445	归属于母公司净利润	-64.3%	-28.9%	132.7%	10.8%	23.5%
其他	724	530	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	8,807	8,704	8,530	8,720	8,993	毛利率	46.1%	47.7%	29.8%	29.4%	29.4%
负债和股东权益总计	10,586	9,997	13,006	12,421	12,829	净利率	15.7%	18.5%	13.2%	11.6%	12.0%
						ROE	1.8%	1.3%	3.1%	3.4%	4.0%
						ROIC	0.8%	0.0%	1.4%	1.7%	2.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	16.8%	12.9%	34.4%	29.8%	29.9%
净利润	84	(7)	146	190	273	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	29	59	63	74	85	流动比率	5.13	7.24	2.44	2.73	2.74
财务费用	(36)	(38)	(13)	(6)	(15)	速动比率	4.02	5.27	1.22	1.14	1.15
投资损失	(110)	(114)	(385)	(140)	(140)	营运能力					
营运资金变动	(77)	(339)	(2,846)	(85)	29	应收账款周转率	9.8	4.7	8.2	6.0	5.8
其它	(132)	222	1,750	7	5	存货周转率	0.5	0.2	0.4	0.3	0.4
经营活动现金流	(241)	(217)	(1,285)	40	236	总资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
资本支出	(339)	(464)	(551)	(350)	(100)	每股指标（元）					
长期投资	(15)	250	0	0	0	每股收益	0.16	0.12	0.27	0.30	0.37
其他	314	540	185	140	140	每股经营现金流	-0.26	-0.23	-1.38	0.04	0.25
投资活动现金流	(40)	326	(366)	(210)	40	每股净资产	8.99	8.81	8.73	9.03	9.40
债权融资	266	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	88	(36)	250	0	0	市盈率	113.0	158.8	68.3	61.6	49.9
其他	229	(128)	2,197	(1,220)	(249)	市净率	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0
筹资活动现金流	583	(165)	2,447	(1,220)	(249)	EV/EBITDA	81.0	313.6	63.2	49.7	36.7
汇率变动影响	(1)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	97.7	-924.5	88.3	67.4	47.3
现金净增加额	302	(55)	797	(1,390)	27						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。