

江丰电子 (300666.SZ) 深度报告

强烈推荐 (首次)

全球金属靶材龙头企业，零部件平台化布局持续加深

江丰电子是全球超高纯金属靶材龙头企业，布局铝/钛/钽/铜/钨等靶材，覆盖前沿制程节点，面向台积电、中芯国际、海力士等全球龙头客户，短期供需缺口及成本上涨有望推动靶材涨价，中长期产品结构有望持续优化；公司零部件业务逐年起量，实现硅电极、匀气盘、加热器等核心部件规模化量产，静电吸盘等核心部件未来有望增厚利润，收购凯德石英控股权形成优势互补。公司靶材及零部件双轮驱动，收入利润有望持续增长，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

□ 江丰电子是全球超高纯金属溅射靶材的领军企业之一，构建了“靶材+零部件”双轮驱动的战略格局。江丰电子成立于 2005 年，主要从事半导体靶材及零部件，靶材涵盖铝、钛、钽、铜、钨等金属靶材，构建从超高纯金属原材料提纯到靶材成品制造完整产业链，面向台积电、中芯国际、SK 海力士等国内外龙头客户；公司依托同源技术优势拓展精密零部件业务，已实现 Si 电极、匀气盘、加热器等零部件的规模化生产。江丰通过联营等方式实现了对 CMP 材料、核心零部件及后道设备覆盖，同时布局上游原材料保证供应链安全。

□ 靶材营收持续增长，零部件有望开启第二增长曲线。2020-2024 年公司营收 CAGR 达 32.6%，公司预计 2025 年营收 46 亿元，同比增长 28%；2022-2024 年靶材业务加速增长，25H1 靶材营收 13.25 亿元，同比+24%，占比 63%。2022-2024 年零部件快速放量，25H1 零部件营收 4.59 亿元，同比+15%，占比 22%。2022-2025 前三季度公司毛利率位于 28%-30% 区间，25Q3 公司综合毛利率 28.93%，其中靶材毛利率自 2023 年开始持续回升，25H1 毛利率 33.26%；零部件毛利率自 2023 年开始下降，25H1 毛利率 23.65%。公司预计 2025 年归母净利润/扣非净利润分别为 4.31-5.11 亿元/3.05-3.85 亿元。

□ 短期供需缺口及成本上涨有望推动靶材涨价，中长期产品结构有望持续优化。靶材表面原子或分子通过高能离子束反应沉积基底表面，从而形成导电层、阻挡层等功能性薄膜，搭配 PVD 机台应用于逻辑、存储及封装工艺，全球靶材 CR2 占比超 80%，面向超过 250 亿元市场空间，其中钽靶和铜靶主要应用于先进制程、钨靶主要应用于存储工艺，江丰电子 2024 年公司靶材出货量全球第一、销售额全球第二，占全球份额 26.9%。①短期维度靶材景气旺盛，供需缺口及成本上涨有望推动涨价。需求端看，2026 年全球逻辑和存储产能加速增长，台积电、海力士等资本开支大幅提升，国内厂商同样有望加速扩产；供给端看，部分出口限制收缩或影响关键金属供给，海外巨头扩产亦或相对受限，江丰电子此前布局宁波和海宁产能有望在 26-27 年达产；价格端看，成本大幅上涨推动靶材涨价，2025 年以来 LME 铝/LME 铜/钨粉上涨 19%/48%/423%，日矿表示因材料涨价上修收入指引，我们结合长鑫招股书披露靶材采购数据计算，外推至 1 万片/月产能对应逻辑/DRAM/NAND 中 PVD 腔体数量测算，得出靶材存在供需缺口结论，为靶材提价注入动能；②随着晶圆厂向更先进制程工艺迈进，江丰电子中长期产品结构有望持续优化。英伟达及台积电指引中长期 AI 需求持续旺盛，台积电规划扩产 2nm 及以下前沿制程，DRAM/NAND 分别向 1c 及以下/上千层叠层工艺迈进，国内晶圆厂未来 3-5 年产能规模及工艺节点持续推进，江丰电子在规划产能开出后产品

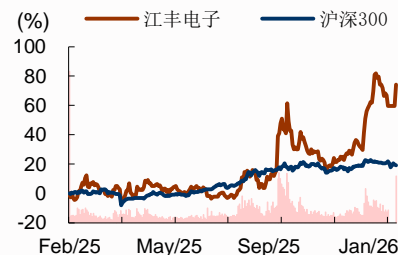
TMT 及中小盘/电子

基础数据

总股本 (百万股)	265
已上市流通股 (百万股)	221
总市值 (十亿元)	32.8
流通市值 (十亿元)	27.3
每股净资产 (MRQ)	18.3
ROE (TTM)	10.6
资产负债率	53.4%
主要股东	姚力军
主要股东持股比例	21.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	77	76
相对表现	26	64	55



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

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

结构有望持续向偏先进制程优化，同时未来国内外份额有望持续提升。

- **静电吸盘等核心部件未来有望增厚利润，收购凯德石英控股权形成优势互补。**
 公司零部件 2024 年快速扩产，25H1 产销率大幅提升，产品已全面覆盖 PVD、CVD、刻蚀、CMP 等核心工艺环节，可生产半导体零部件超四万种，并已实现 Si 电极、匀气盘、加热器等零部件的规模化生产，未来主要看点在静电吸盘等非金属部件，静电吸盘国产化率不足 10%，公司通过引进韩国公司 KSTE 提升静电吸盘技术实力，当前已获得某客户 5000 万订单，拟投入 9.98 亿元建设年产 5100 个静电吸盘项目，未来有望带来 11.9 亿营收及 4.4 亿净利润增长，增厚零部件利润；凯德石英是国内领先的石英玻璃制品加工企业，覆盖北方华创等头部客户，2025 年前三季度公司营收 2.22 亿，归母净利润 0.22 亿元，公司及关联方拟通过 5.9 亿元现金收购凯德石英 20.6424% 股权，能够与现有零部件业务优势互补，增强石英部件整体实力。
- **集团公司协同布局工艺赋能靶材市场份额长期增长，靶材优势赋能零部件及其他子公司导入客户，公司远期有望成为平台型半导体材料+零部件巨头。**
 同创普润和创润新材协同布局原料提纯及加工，关键金属材料实现自主可控，同时工艺参数把控调整更适配江丰产线，成品良率效果相对显著，同时靶材回收技术中长期降低成本，利润中枢长期提升；先进逻辑主要用铜靶和钽靶做导电层和阻挡层，随着金属互连层增加需求量持续增长，公司钽靶市场份额领先，铜靶正处于起步阶段，未来随着公司产能投放铜靶有望快速放量，整体市场份额有望迈上新台阶；公司通过靶材产品及客户优势能够带动零部件及其他子公司快速导入放量，公司零部件围绕半导体晶圆产线布局，随着零部件国产需求提升及工艺实力突破，公司能够向设备及原厂持续供货并逐步完善平台化布局，提升非金属件占比增厚零部件利润；集团同样布局抛光垫、抛光液等并取得一定规模，长期有望成为平台型半导体材料+零部件巨头。
- **投资建议。**公司靶材位居全球龙头，供需缺口及成本上涨推动靶材涨价，有望带动利润率提升，中长期随着先进工艺扩产及国产替代加速，产品结构有望持续优化，份额或将持续提升；零部件收购凯德石英控股权完善石英件布局，随着硅/石英/陶瓷等部件逐渐放量将加速开启第二曲线，中长期有望增厚零部件利润。公司靶材及零部件双轮驱动，集团协同战略布局长期赋能，收入利润有望持续增长，我们预计公司 2025/2026/2027 年营收分别为 45.5/62.0/79.3 亿元，归母净利润 4.85/8.09/10.75 亿元，对应 PE 为 67.6/40.5/30.5 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济及行业波动风险、国际贸易政策变动的风险、市场竞争风险、新产品开发所面临的风险、募集资金用于拓展新产品的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2602	3605	4550	6204	7928
同比增长	12%	39%	26%	36%	28%
营业利润(百万元)	291	383	590	981	1303
同比增长	-4%	32%	54%	66%	33%
归母净利润(百万元)	255	401	485	809	1075
同比增长	-4%	57%	21%	67%	33%
每股收益(元)	0.96	1.51	1.83	3.05	4.05
PE	128.4	81.9	67.6	40.5	30.5
PB	7.9	7.3	6.7	5.8	5.0

资料来源：Wind、招商证券

正文目录

一、高纯金属靶材龙头，零部件开启第二曲线	6
1、深耕高纯溅射靶材二十载，拓展零部件双轮驱动战略成型	6
2、核心团队持股稳定，国际化技术专家领航长远发展	7
3、双极驱动营收净利实现高增，零部件业务贡献显著增量	9
二、靶材业务：铸就核心技术护城河，全球市场份额持续领先	12
1、高纯金属溅射靶材搭配 PVD 工艺，应用于逻辑、存储及封装产线	12
2、江丰电子金属靶材出货量全球第一，形成从原料提纯到最终产品的全产业链	14
3、全球靶材或存在供需缺口，金属成本上涨推动龙头厂商提价	18
三、零部件业务：发挥同源技术优势，多维品类扩张加速放量	20
1、半导体零部件种类繁多，公司构建全品类产品矩阵	20
(1) 匀气盘	21
(2) 硅电极	22
(3) 加热器	22
(4) 静电吸盘	23
2、依托材料优势构建技术壁垒，募投加速静电吸盘国产化	23
3、拟收购凯德石英控股权，深化石英制品等版图布局	25
四、投资建议	28
1、盈利预测	28
2、估值分析	29
3、风险提示	29

图表目录

图 1：江丰电子发展历程	6
图 2：江丰电子股权结构（25Q3）	7
图 3：集团重要协同公司布局	9
图 4：2020-2025Q3 公司营业收入及同比	9
图 5：2022-2025H1 公司分业务收入	10
图 6：2022-2025Q3 公司毛利率	10

图 7: 2020-2025Q3 公司期间费用率.....	10
图 8: 2020-25Q3 公司归母净利润及扣非净利润	11
图 9: 溅射镀膜的原理图	12
图 10: 金属靶材	12
图 11: 北方华创 eVictor 12 Inch PVD System	13
图 12: 全球半导体溅射靶材市场规模 (亿元)	15
图 13: 2024 年全球靶材市场份额	15
图 14: 全球晶圆代工厂资本开支增速	18
图 15: DRAM 和 NAND 资本开支	18
图 16: 25Q3 全球 DRAM 份额	18
图 17: 25Q3 全球 NAND 份额	18
图 18: LME 铝、LME 铜价格走势	19
图 19: 钨粉价格走势	19
图 20: 匀气盘原理图	21
图 21: Si 电极产品图	22
图 22: 加热器结构图	23
图 23: 静电吸盘结构图	23
图 24: 静电吸盘原理	23
图 25: 2022-2025Q3 凯德石英营业收入	27
图 26: 2022-25H1 凯德石英分业务收入	27
图 27: 2022-2025Q3 凯德石英毛利率	27
图 28: 2022-2025Q3 凯德石英归母及扣非净利润	27
表 1: 江丰电子主要产品	7
表 2: 江丰电子部分高管及核心人员概况	8
表 3: 靶材在集成电路中的主要应用	13
表 4: 靶材在先进封装中的主要应用	13
表 5: 部分金属靶材制备难点和技术壁垒	14
表 6: 江丰电子溅射靶材产品	16
表 7: 2022-2025H1 江丰电子靶材产销情况表	16
表 8: 公司主要原材料供应商情况	17

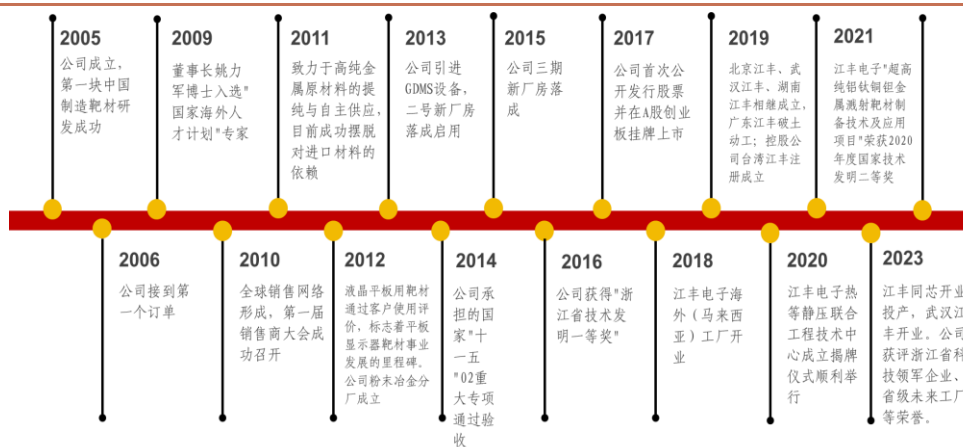
表 9: 公司主要原材料采购情况.....	17
表 10: 江丰电子靶材未来产能情况	17
表 11: 半导体零部件类别及技术要求	20
表 12: 公司部分零部件产品量产情况.....	21
表 13: 公司半导体精密零部件核心技术研发情况	24
表 14: 江丰电子 2022-2025H1 半导体零部件产销情况表.....	24
表 15: 静电吸盘各层级核心技术及国内外水平对比	24
表 16: 静电吸盘项目效益测算	25
表 17: 江丰电子收购凯德石英股份、表决权变动情况	25
表 18: 凯德石英产品矩阵	26
表 19: 江丰电子盈利预测简表	28
表 20: 可比公司 PE 估值.....	29

一、高纯金属靶材龙头，零部件开启第二曲线

1、深耕高纯溅射靶材二十载，拓展零部件双轮驱动战略成型

公司深耕半导体行业二十年，构建了从靶材到零部件的业务体系。2005年江丰电子成立，第一块中国制造靶材研发成功。2009年，公司实现半导体用靶材产业化生产。2011年，公司致力于高纯金属原材料的提纯与自主供应，成功摆脱对进口材料的依赖。2013年，公司引进GDMS设备，二号新厂房落成启用。2016年，公司获得“浙江省技术发明一等奖”。2019年，公司开始进军精密零部件领域。北京江丰、武汉江丰、湖南江丰相继成立，广东江丰破土动工，控股公司台湾江丰注册成立。2020年，江丰电子热等静压联合工程技术中心成立揭牌；公司“超高纯铝钛铜钽金属溅射靶材制备技术及应用项目”荣获年度国家技术发明二等奖。2023年，江丰同芯开业投产，武汉江丰开业。公司获评浙江省科技领军企业、省级未来工厂等荣誉。2025年，公司入选中国新质生产力年度十佳案例，同期持续推进静电吸盘产业化项目，致力于填补国产核心零部件空白。

图 1：江丰电子发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

在超高纯金属及溅射靶材领域，公司持续巩固全球第一梯队地位，推动先进制程产品全覆盖，实现核心材料自主可控。公司生产的超高纯金属溅射靶材已成功在7nm、5nm等先端技术节点实现批量应用，并进入3nm技术节点供应链，打破了美日跨国公司在超高纯金属材料领域的长期垄断。公司自主研发的高致密300mm钨靶已实现稳定批量供货，HCM钽靶及HCM钛靶成功开发并量产，异形靶材品类实现多元化。高端靶材产品竞争力进一步强化。

在半导体精密零部件领域，公司打造第二增长曲线，聚焦核心工艺设备关键部件，市场份额快速提升。公司积极拓展半导体精密零部件业务，现已成为国内多家知名半导体设备公司和国际一流芯片制造企业的核心零部件供应商。公司零部件产品已经在PVD、CVD、刻蚀、离子注入、光刻、氧化扩散等半导体核心工艺环节得到广泛应用，可量产匀气盘（Shower head）、Si电极等4万多种零部件，形成了全品类零部件覆盖，业务快速增长。

表 1: 江丰电子主要产品

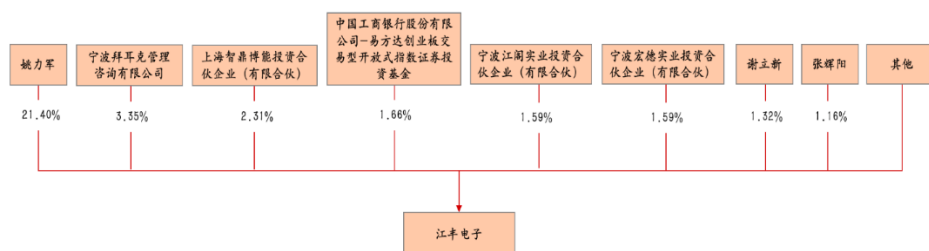
产品分类	产品类型	产品型号	产品应用	主要客户
半导体用 超高纯金 属溅射靶 材	超高纯铝靶材	纯铝、Al30ppmSi、Al0.5Si、Al0.75Si、Al0.8Si、Al1Si、Al0.5Cu、AlSiCu 等	半导体芯片配线薄膜材料、平板显示器制造	公司主要面向台积电、联华电子、中芯国际、SK 海力士、华虹宏力、北方华创等客户
	超高纯钛靶材及环件	4N5 钛、5N 钛、低氧钛等	阻挡层薄膜材料	
	超高纯钽靶材及环件	3N5 到 5N 的各种纯度钽靶材、钽环以及各种寿命和规格的钽靶材和钽环	先端阻挡层薄膜材料	
	超高纯铜靶材及环件	4N 铜、4N5 铜、5N 铜、6N 铜以及铜铝、铜锰等合金靶材、纯铜以及 CuP 阳极材料、纯铜的环件	先端半导体导电层薄膜材料、平板显示器制造	
	超高纯钨靶材	纯钨、钨钛合金、钨硅合金	存储芯片的电极、接触层材料；逻辑芯片的扩散阻挡层薄膜材料	
半导体用 精密零部 件	PVD 零部件	ESC、Clamp Ring、Collimator 等	晶圆固定、离子束准直等	
	CVD/刻蚀零部件	Si 电极、Heater、Shower head 等	反应气体均匀输送、等离子体电场控制等	

资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

2、核心团队持股稳定，国际化技术专家领航长远发展

姚力军博士是公司第一大股东，核心技术人员持股稳定。截至 2025 年 9 月 30 日，公司前十大股东合计持股比例为 36.25%，整体股权结构呈现出核心持股与多元化投资并存的特征。姚力军先生作为公司第一大股东，直接持有公司股份 5677 万股，占总股本比例的 21.40%。此外，宁波拜耳克管理咨询有限公司持股 3.35%，上海智鼎博能投资合伙企业持股 2.31%，中国工商银行股份有限公司-易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金 1.66%，宁波江润实业投资合伙企业（有限合伙）1.59%，宁波宏德实业投资合伙企业（有限合伙）1.59%，谢立新 1.32%，张辉阳 1.16%，其他

图 2: 江丰电子股权结构（25Q3）



资料来源：iFind、招商证券

公司核心团队兼具国际化视野与深厚技术底蕴。①姚力军博士：公司创始人、首席技术官（CTO）姚力军博士作为全球超高纯金属材料领域的权威专家，持有日本广岛大学工学博士学位，并具备世界 500 强企业霍尼韦尔的全球技术高管履历。他于 2025 年 5 月辞去董事长职务，专注于超高纯金属材料的前沿技术研发与战略规划，持续引领公司突破全球技术壁垒。②边逸军博士：现任董事长兼总经理

边逸军博士是公司产业化进程的核心领导者，作为复旦大学微电子学院及浙江大学博士后流动站培养的复合型专家，曾长期担任中芯国际及武汉新芯的工艺研发负责人。截至 2025 年 6 月末，公司研发人员超过 400 人，其中硕士研究生及以上学历的研发人员占比超过 1/4，研发实力突出。

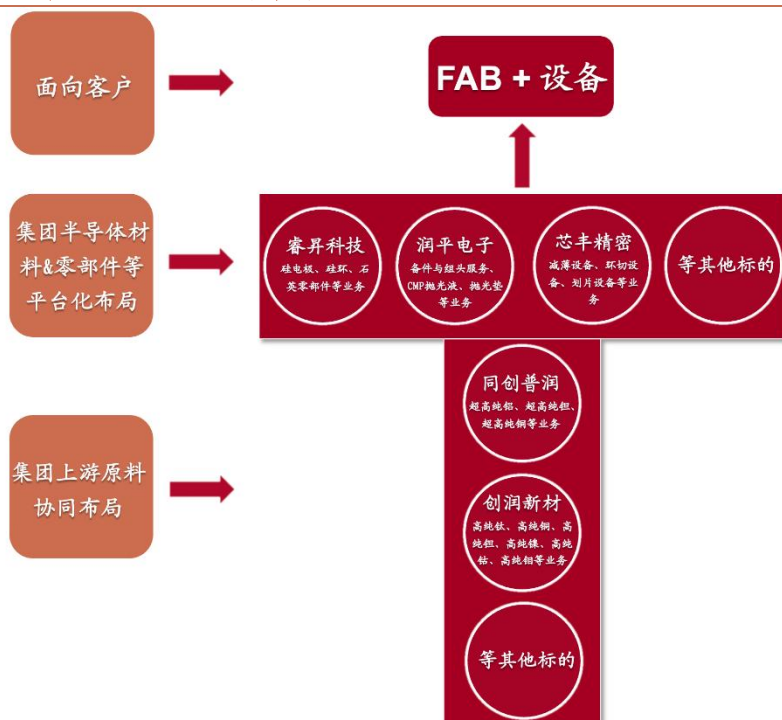
表 2: 江丰电子部分高管及核心人员概况

高管姓名	高管职位	高管简历
姚力军	首席技术官	博士研究生学历,教授级高级工程师。1997 年 9 月至 2000 年 4 月担任 Royka Matthey Corporation 产品研究员,2000 年 5 月至 2003 年 9 月在 Honeywell Electronic Materials Corporation(Japan)先后担任日本生产基地技术支持负责人、技术负责人和负责人,2003 年 10 月至 2005 年 7 月担任霍尼韦尔电子材料事业部中国区总经理,2005 年 8 月加入江丰有限,现任公司首席技术官
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。现任公司董事长、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
王学泽	党支部书记, 副总经理, 总工程师	硕士研究生学历,教授级高级工程师,现任公司党支部书记、副总经理、总工程师,曾任西北稀有金属材料研究院钽铌制品分厂副厂长、东方钽业晶体分厂厂长
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,兼任余姚康富特电子材料有限公司董事,并任宁波江阁实业投资合伙企业(有限合伙)有限合伙人
周友平	副总经理	本科学历,现任公司副总经理,兼任宁波江丰热等静压技术有限公司执行董事,宁波江丰半导体科技有限公司执行公司事务的董事兼经理,宁波荣跃智能科技合伙企业(有限合伙)、宁波鲲华商务服务合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人。曾任上海中泰实业有限公司软件工程师
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、宁波兆盈医疗器械有限公司财务负责人
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
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,现任公司董事、财务总监
邹俊伟	董事会秘书, 投资总监	博士研究生学历,现任公司董事会秘书、投资总监,曾任教育部中国教育科学研究院助理研究员、北京金融资产交易所有限公司高级经理、北京国富资本有限公司董秘兼投资总监、浙江富浙私募基金管理有限公司董事总经理、上海同创普润新材料有限公司总经理助理

资料来源:公司公告、招商证券

公司积极实施多元化产业布局，产业版图实现了对半导体材料、核心零部件及专用设备的广泛覆盖。公司的产业版图已延伸至 CMP 关键耗材、半导体精密零部件以及先进封装专用设备等领域，部分公司采用持股或联营的方式，构建起从超高纯金属及溅射靶材领域到半导体精密零部件领域的综合竞争优势，为公司长期发展奠定了坚实的技术基础。

图 3：集团重要协同公司布局

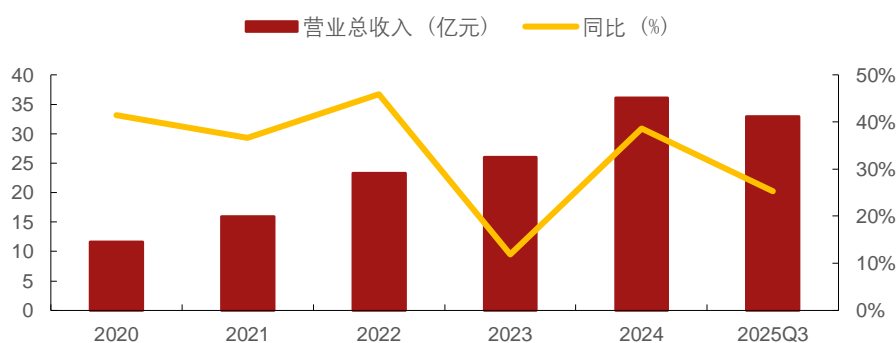


资料来源：公司公告、招商证券

3、双极驱动营收净利实现高增，零部件业务贡献显著增量

公司营业收入实现较快增长，整体经营情况良好。2020 年至 2024 年，公司营业收入由 11.67 亿元增长至 36.05 亿元，年复合增长率达 32.6%，主要系公司持续巩固靶材全球领先地位，同时精密零部件业务受益于国产替代需求加速放量。2025 年前三季度实现营业收入 32.91 亿元，同比增长 25.37%，主要系全球半导体行业复苏及先进制程产能释放带动下游需求增长。根据公司业绩预告，2025 年度预计实现营收 46 亿元，较上年同期增长约 28%。

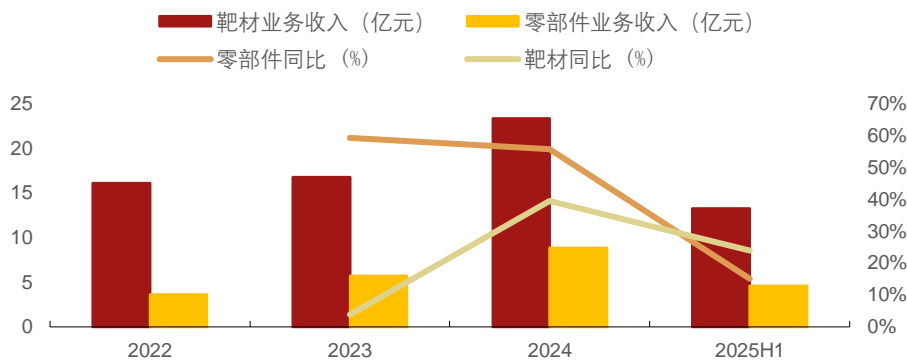
图 4：2020-2025Q3 公司营业收入及同比



资料来源：公司公告、iFind、招商证券

公司超高纯溅射靶材业务稳居全球第一梯队，半导体精密零部件业务加速放量。超高纯溅射靶材业务收入由2022年的16.11亿元提升至2024年的23.33亿元，2024年营收占比达64.73%。2025年上半年该业务实现营收13.25亿元，同比增长23.9%，占比63.26%；2022-2024年半导体精密零部件业务快速放量，2024年实现营收8.87亿元，同比增长55.53%，占总营收比例提升至24.60%，2025年上半年该业务实现营收4.59亿元，同比增长15.10%，有望开启第二增长曲线。

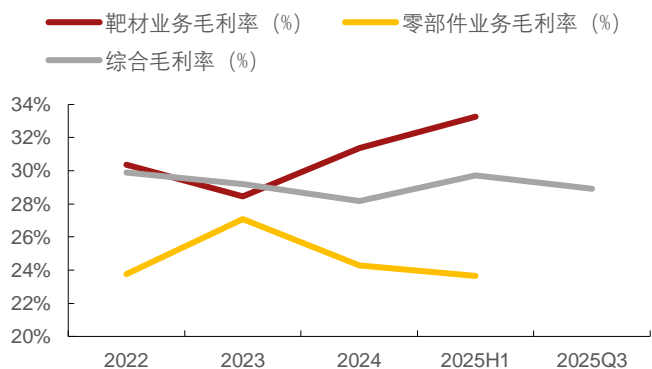
图 5: 2022-2025H1 公司分业务收入



资料来源：公司公告、iFind、招商证券

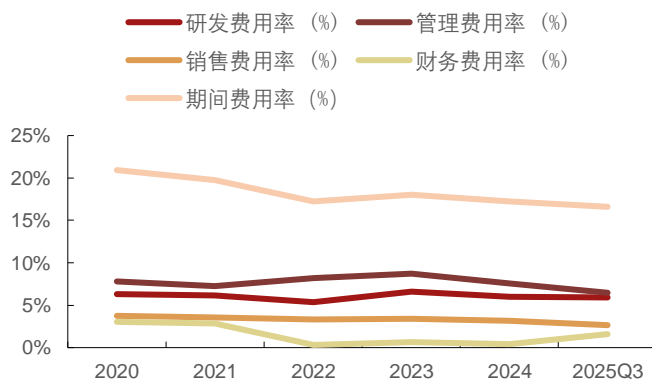
公司综合毛利率维持在 28%-30%，期间费用率整体保持稳定。公司毛利率 2021 年触底回升，此后维持在 28%-30% 区间，25Q3 公司综合毛利率 28.93%，同比 -1.03pct。靶材毛利率自 2023 年开始持续上升，25H1 毛利率 33.26%，同比 +2.93pcts；零部件毛利率自 2023 年开始下降，25H1 毛利率 23.65%，同比 -10.99pcts。2022-25Q3 公司期间费用率整体保持稳定。

图 6: 2022-2025Q3 公司毛利率



资料来源：公司公告、iFind、招商证券

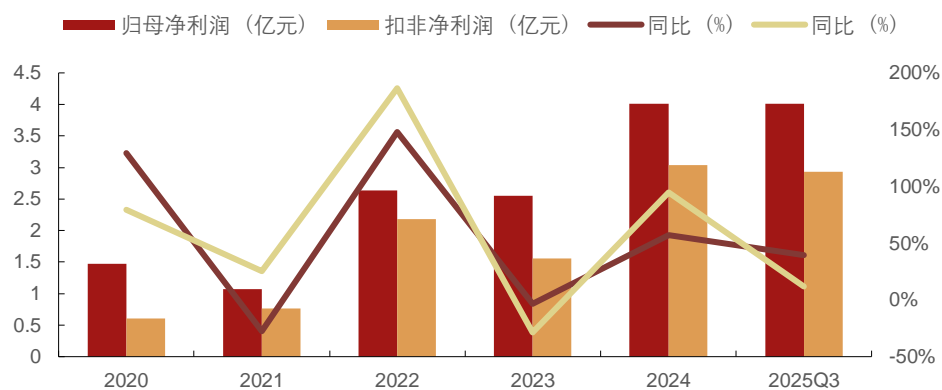
图 7: 2020-2025Q3 公司期间费用率



资料来源：公司公告、iFind、招商证券

靶材业务市场份额扩张叠加零部件放量，驱动归母净利润提升。2020 年至 2024 年，公司归母净利润由 1.47 亿元增长至 4.01 亿元。2021 年归母净利润同比下降 27.55%，主要系公司实施股权激励计划产生股份支付费用摊销所致；2023 年，受行业景气度下行影响，公司归母净利润有所下滑。2025 年前三季度实现归母净利润 4.01 亿元，同比增长 39.72%，根据公司业绩预告，2025 年归母净利润 4.31-5.11 亿元，同比增长 7.5%-27.5%；扣非净利润 3.05-3.85 亿元，同比增长 0.36%-26.75%；2025 年非经常性损益金额约为 1.26 亿元，主要系公司战略投资的芯联集成等公允价值变动、转让联营企业部分股权和政府补助等因素影响。

图 8: 2020-25Q3 公司归母净利润及扣非净利润



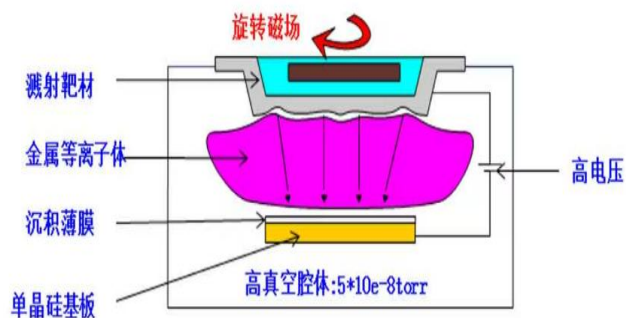
资料来源: 公司公告、iFind、招商证券

二、靶材业务：铸就核心技术护城河，全球市场份额持续领先

1、高纯金属溅射靶材搭配 PVD 工艺，应用于逻辑、存储及封装产线

靶材主要由靶坯、背板或背管等部分组成，表面原子或分子通过高能离子束反应沉积基底表面，从而形成导电层、阻挡层等功能性薄膜。靶坯是高速离子束流轰击的目标材料，属于溅射靶材的核心部分。溅射的过程中，离子在真空环境加速聚集形成高能离子束并轰击靶材表面，进而靶材表面的原子或分子获得能量而脱离靶材表面并沉积在衬底材料上，形成导电层、绝缘层、阻挡层、栅极等功能性薄膜。背板或背管起到主要起到固定溅射靶材的作用，且需要具备良好的导电、导热性能，常用铜、钛等金属材料，靶坯与背板通过不同的绑定技术进行接合。

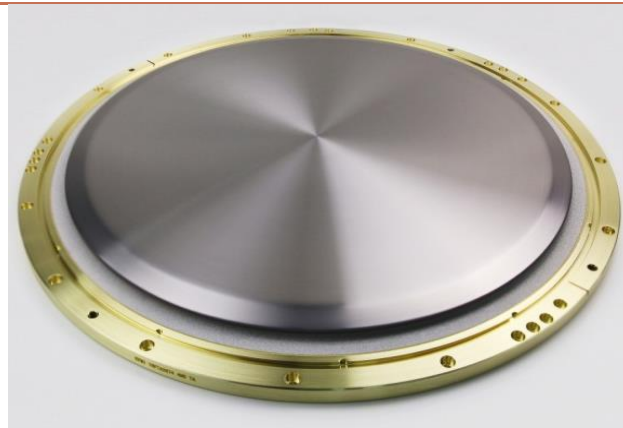
图 9：溅射镀膜的原理图



资料来源：江丰电子、招商证券

靶材按材质主要分为铝靶、钛靶、钽靶、铜靶等金属靶材以及合金靶材，配合 PVD 机台应用于逻辑、存储及封装产线。超高纯金属靶材是溅射薄膜制备的源头材料，常见的金属靶材包括铝靶、钛靶、钽靶、铜靶、钴靶、镍靶、钼靶、钨靶等纯金属靶材和铁钴合金、镍铬合金、钛铝合金等合金靶材，常用于导电层、阻挡层和接触层等关键部分的制备。PVD 沉积工艺是半导体制造中形成金属薄膜的核心工艺之一，以北方华创 eVictor 系列 12 Inch PVD System 为例，支持钽、钛等材料，搭载先进的磁控溅射系统，有效提高薄膜均匀性及靶材利用率。在先进逻辑及存储中，钽靶、铜靶、钨靶及相关合金靶材的使用比例有所升高。在传统封装工艺中，超高纯金属溅射靶材则被用于贴片焊线的镀膜处理，在先进封装中，靶材主要应用于 Bumping、RDL、TSV 等工艺环节。

图 10：金属靶材



资料来源：江丰电子、招商证券

图 11: 北方华创 eVictor 12 Inch PVD System



资料来源：北方华创、招商证券

表 3: 靶材在集成电路中的主要应用

材料	应用场景	应用说明
铝靶	导电层	铝互连导电层，主要用于 110nm 以上布局
钛靶	阻挡层	阻挡层薄膜材料，常用于 130-5nm 工艺当中
钽靶	阻挡层	铜互连阻挡层，隔绝不同材料间扩散； 常用于 12 英寸晶圆 90nm 以下高端芯片阻挡层
铜靶	导电层	铜互连中导电层，主要起连接布线、导电作用，常用于 110nm 以下
镍铬合金靶	接触层	起接触连接作用
钴靶	接触层	起接触连接作用
钨钛合金靶	接触层	起接触连接作用
钨靶	导电层	多用于前道导电层

资料来源：江丰电子、招商证券

表 4: 靶材在先进封装中的主要应用

材料	纯度	应用
Al、AlSi、AlCu、AlSiCu	5N5	UBM、RDL
Ti	4N5	UBM、RDL、TSV
NiCr、NiV	4N、4N5	UBM
TiW	4N5	UBM、TSV
Ag	4N	UBM
CuP	4N	UBM
Sn	4N	Bumping
In	4N	Bumping
Ni	4N	UBM

资料来源：《集成电路先进封装材料》、江丰电子、招商证券

高纯溅射靶材行业是以冶金提纯、塑性加工、热处理和机械加工为基础的技术密集型产业，对生产技术、机器设备、工艺流程和工作环境要求严格，行业技术壁垒明显。金属提纯是金属靶材制备上游的核心工艺之一，提纯质量直接影响薄膜性能。高纯金属提纯分为化学提纯和物理提纯，为达到半导体芯片用靶材的高纯度标准，需将两种工艺结合，经精炼去除氧气、氮气等气体杂质，加入合金元素

并均匀混合，最终铸造成无缺陷的锭材。以高纯铜锭制备为例，除了传统电解法等化学提纯方法外，必须利用元素物理变化过程中蒸汽压、分凝系数的差异，在超高真空环境中将杂质分离。

晶粒晶向控制是溅射靶材生产的核心技术，对工艺参数的把控要求极高。晶粒尺寸与晶向一致性直接影响溅射薄膜的均匀性和溅射速度，需通过反复塑性变形与多阶段热处理的精准协同，实现晶粒尺寸及晶向的严格管控，避免溅射过程中微粒飞溅导致终端产品缺陷。此外，异种金属大面积焊接技术、金属的精密加工及特殊处理技术、靶材的清洗包装技术也是新进入者难以复制的工艺技术。

表 5：部分金属靶材制备难点和技术壁垒

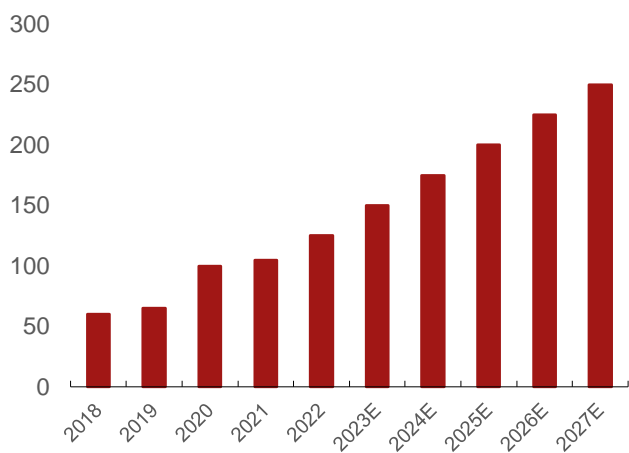
靶材	制备难点和技术壁垒
铝靶	1. 无氧控制：需要减少含氧量，避免形成氧化铝影响导电性能 2. 晶粒尺寸控制：避免再结晶晶粒过大
钛靶	1. 纯度控制：纯化过程需去除 C、N、H 等元素 2. 大尺寸钛靶制备：需要解决“脆钛”问题
钽靶	1. 纯度控制：高纯钽粉制备使用金属钠还原法，需要控制氧含量；W、Mo 等难熔杂质需要去除 2. 温度控制：钽的高熔点带来加工困难 3. 资源控制：钽资源稀缺，需要提高利用率
铜靶	1. 纯度控制：集成电路对铜靶要求达到 99.9999% 以上，纯化过程需有效去除银、铁、镍、铝、砷、铋等元素 2. 晶粒、晶向控制：避免溅射过程中微粒飞溅；细晶高纯铜铝合金和铜锰合金靶材的晶粒度的平均值不大于 50μm，最大值不超过 100μm；超细晶铜锰合金靶材的晶粒度的平均值不大于 5μm，最大值不超过 10μm 3. 无氧控制：需要真空除气，避免形成 CuO 影响导电性能

资料来源：《铜溅射靶材制备技术现状与发展趋势》、《高纯度钛的应用与制备研究进展》、《半导体用难熔金属靶材研究现状与展望》、《集成电路用高纯金属溅射靶材发展研究》、《Aluminum targets for semiconductor applications: key challenges in preparation and quality control》、江丰电子、招商证券

2、江丰电子金属靶材出货量全球第一，形成从原料提纯到最终产品的全产业链

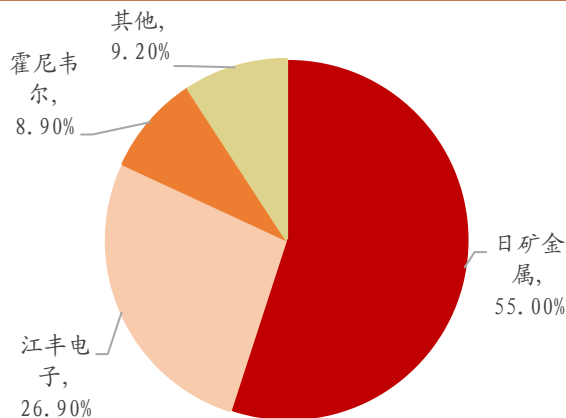
全球靶材 CR2 占比超 80%，面向超过 250 亿元市场空间。全球半导体金属靶材龙头为日矿、江丰，CR2 占比超过 80%，从出货量占比看，江丰为全球第一，日矿为全球第二；从出货金额看，日矿市场份额为 55%，江丰市场份额 26.9%，霍尼韦尔、东曹、普兰克斯等规模相对较小。全球晶圆及芯片产量相应提升，并不断向先进制程方向发展，带动了超高纯金属溅射靶材需求的增长。根据弗若斯特沙利文报告，预计至 2027 年全球半导体溅射靶材市场规模将达到 251.10 亿元。

图 12: 全球半导体溅射靶材市场规模 (亿元)



资料来源: 日本富士经济、江丰电子、招商证券

图 13: 2024 年全球靶材市场份额



资料来源: 日本富士经济、江丰电子、招商证券

江丰电子布局铝、钛、钽、铜、钨等靶材。单金属靶材包括超高纯铝靶、钛靶、钽靶、铜靶等; 采购原材料主要系高纯铝、高纯钛、高纯钽、高纯铜等高纯金属原材料和靶材生产配套所需的背板。2025 年 1-9 月, 公司超高纯靶材持续放量, 实现营收 20.65 亿元。

1) **铝靶:** 铝靶主要用于布线, 由于电迁徙及电阻率等限制, 常用于 110nm 以上布局。目前, 公司铝靶材金属纯度可达 5N5, 已广泛应用于超大规模集成电路芯片领域, 主要客户包括台积电、联华电子、中芯国际、SK 海力士、华虹宏力等国内外知名企业。江丰电子哈尔滨基地已建成世界最大、年产 1000 吨的高纯铝产线。






2) **钛靶:** 钛靶材及环件主要应用于 130-5nm 工艺当中, 通常配合使用以实现更好的薄膜性能。目前, 江丰电子余姚产线可提纯 99.999% 超高纯 Ti 晶, 哈尔滨基地高纯钛产线年产 600 吨, 产能中国第一、全球第二。

3) **钽靶:** 钽靶材及环件是在 90-3nm 的先进制程中必要的阻挡层薄膜材料, 主要应用于最尖端的芯片制造工艺当中, 此前长期被美日跨国企业 (霍尼韦尔、日矿金属等) 垄断。江丰电子掌握了高难度的钽 (5N) 及环件的核心技术, 目前江丰电子丽水基地高纯钽产线年产 500 吨, 产能位居中国第一、全球第二。

4) **铜靶及铜合金靶材:** 超高纯铜靶材及铜锰、铜铝合金靶材是目前使用最为广泛的先端半导体导电层薄膜材料之一, 通常用于 90-3nm 技术节点的先端芯片中。江丰电子掌握了技术难度最高的铜靶材 (6N) 及环件的核心技术, 满足先端半导体制造的严格要求, 在铜溅射靶材领域已具备国际领先的技术实力。目前, 公司铜锰合金靶材已实现国内外规模化量产, 并成功切入全球头部芯片制造企业供应链。江丰电子哈尔滨基地高纯铜产线年产 2000 吨, 产能位居中国第一、全球第三。

5) **钨靶:** 近些年 AI 和 HBM 技术导致存储芯片市场对超高纯钨靶的需求激增。目前仅有江丰电子及头部跨国企业掌握生产此产品的核心技术, 江丰电子超高纯钨靶已在多家国际知名存储芯片制造商实现批量应用。

表 6: 江丰电子溅射靶材产品

溅射靶材	产品示意图	产品类型	备注
铝靶		Al、Al30ppmSi、Al0.5Si、Al0.75Si、Al0.8Si、Al1Si、Al0.5Cu、AlSiCu 等	纯度为 4N-5N5； 不同的晶粒晶向满足客户的不同溅射需求； 能和客户开发特制各种类型长寿命靶材
钛靶		4N5 钛、5N 钛、低氧钛等	不同的晶粒晶向满足客户的不同溅射需求； 能够为客户提供不同类型特制的长寿命靶材和环件
钽靶		3N5 到 5N 的各种纯度钽靶材、钽环各种寿命和规格的钽靶材和钽环	提供钽环的翻新服务
铜靶		4N 铜、4N5 铜、5N 铜、6N 铜以及铜铝、铜锰等合金靶材、纯铜以及 CuP 阳极材料、纯铜的环件	—
其他靶材		—	—

资料来源：江丰电子官网、江丰电子招股书、湾芯展、招商证券

表 7: 2022-2025H1 江丰电子靶材产销情况表

产品	项目	2022	2023	2024	2025H1
铝靶	产量 (枚)	66747	53095	72397	34796
	销量 (枚)	61618	52931	68865	36324
	产销率 (%)	92.32%	99.69%	95.12%	104.39%
钛靶	产量 (枚)	28334	20708	29616	15837
	销量 (枚)	24534	20793	28088	15737
	产销率 (%)	86.77%	100.41%	94.84%	99.37%
钽靶	产量 (枚)	11497	9785	13642	7939
	销量 (枚)	10614	8960	13122	7650
	产销率 (%)	92.32%	91.57%	96.19%	96.36%
铜靶	产量 (枚)	16209	18701	26325	14582
	销量 (枚)	14341	15870	24950	14042
	产销率 (%)	88.48%	84.86%	94.78%	96.30%

资料来源：江丰电子募集说明书、招商证券

原材料供应链的自主可控是江丰的关键优势之一，公司借助同创普润实现了超高纯度金属原料的提纯及再生循环技术。高纯度金属原材料是溅射靶材的基础。此前中国高纯度金属提纯技术有限，与日本、美国存在差距，国内溅射靶材制造商长期依赖进口获取高纯度原材料。江丰电子通过与同创普润的深度协同，构建了“原材料制造—靶材制造—废料回收”的闭环体系。公司借助同创普润的提纯技术实现了超高纯钽、高纯铝及高纯钛等关键金属材料的自主可控供应；同时公司将生产及客户使用过程中产生的高价值金属废料返售给同创普润进行专业提纯再生，用于再生产，这种模式大幅降低了公司对稀缺贵金属资源的采购成本。

表 8: 公司主要原材料供应商情况

项目	国内主流或潜力供应商	国外主流供应商
高纯铝	同创普润、新疆众和	海德鲁、住友化学、KMA Aluminum、KM アルミニウム株式会社、日本越菱株式会社、ALCONIX CORPORATION
高纯钛	创润新材	TOHOTITANIUM CO.,LTD、大阪钛业株式会社、Honeywell Electronic materials
高纯钽	同创普润、东方钽业、株洲高力新材料	东京电解(日矿金属)、Global Advanced Metal、Ulba Metallurgical Plant、Materion
高纯铜	同创普润、有研新材、河南国玺超纯新材料、金川集团	霍尼韦尔、日矿金属、三菱伸铜(隶属于三菱材料)、芬兰 Luvata(隶属于三菱材料)

资料来源：江丰电子问询函、招商证券

表 9: 公司主要原材料采购情况

项目	2022 年度 金额(亿元)	2022 年度 占比	2023 年度 金额(亿元)	2023 年度 占比	2024 年度 金额(亿元)	2024 年度 占比	25H1 金额 (亿元)	25H1 占比
高纯铝	1.02	5.37%	0.51	2.99%	1.18	4.32%	0.52	3.94%
高纯钛	1.1	5.79%	0.61	3.57%	1.46	5.37%	0.59	4.46%
高纯钽	7.83	41.14%	5.62	32.97%	9.43	34.57%	4.91	37.15%
高纯铜	1.54	8.07%	2.08	12.22%	3.27	12.00%	1.27	9.60%
背板	0.81	4.23%	0.66	3.89%	1.03	3.78%	0.57	4.30%
合计	12.3	64.60%	9.48	55.64%	16.37	60.04%	7.85	59.45%

资料来源：江丰电子问询函、招商证券

公司加速靶材扩产，布局海外头部客户。公司此前募投靶材项目如惠州和武汉基地的靶材部件建设项目、宁波靶材产业化项目、海宁靶材生产线技改项目、宁波研发中心建设项目靶材项目预计于 2026 年投产，至 2029 年实现 100% 达产。此外，靶材项目拟于韩国投资 3.5 亿元建设生产基地，实现 SK 海力士、三星等重要客户覆盖，预计达产后实现 5.76 亿元收入，带动利润加速释放。

表 10: 江丰电子靶材未来产能情况

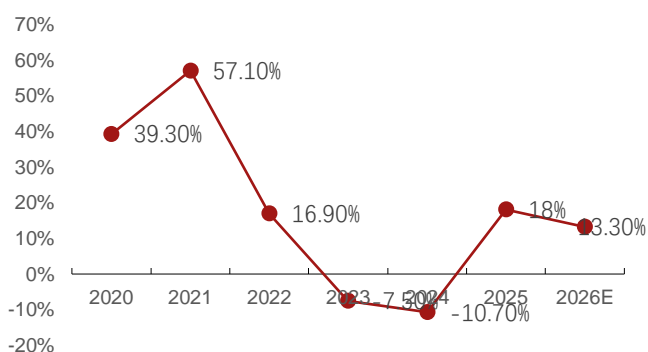
部分在建项目	预计可用时间	产能	拆分
宁波江丰电子产业化项目	2026.6.30	年产 5.2 万个超大规模集成电路用超高纯金属溅射靶材	铝靶: 25250 个 钛靶: 15327 个
海宁江丰电子产业化项目	2026.9.30	年产 1.8 万个超大规模集成电路用超高纯金属溅射靶材	钽靶: 10783 个 铜靶: 18012 个
韩国江丰电子产业化项目	至少 2030 实现 100% 达产	年产 1.23 万个超大规模集成电路用超高纯金属溅射靶材	铝靶: 1800 个 钛靶: 1800 个 钽靶: 4200 个 铜靶: 4500 个

资料来源：江丰电子、招商证券

3、全球靶材或存在供需缺口，金属成本上涨推动龙头厂商提价

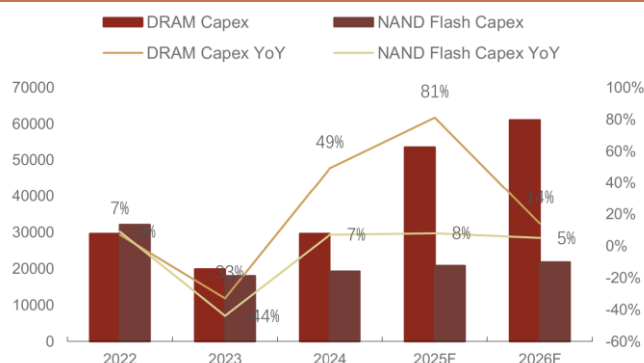
2026 年台积电、海力士等资本开支大幅增长，中长期面向更前沿工艺节点突破。台积电 2026 年全年资本开支 520-560 亿美元，中值相较 2025 年 409 亿美元增长 32%，其中约 70%至 80%将用于先进制程技术，约 10%用于特殊制程技术，约 10%至 20%用于先进封装、测试、掩膜制造及其他领域，中长期扩产面向 2nm 及以下前沿制程；Trendforce 预计 2026 年 DRAM 和 NAND 资本开支增长，DRAM 资本支出预计增长 14%、NAND 资本支出预计增长 5%，海力士表示 2026 年资本支出预计将较去年显著增加，主要用于产能扩张和基础设施的建设，中长期 DRAM 工艺持续向 1c 节点及以下前沿制程、NAND 有望向 1000 层突破。

图 14: 全球晶圆代工厂资本开支增速



资料来源: Trendforce、招商证券

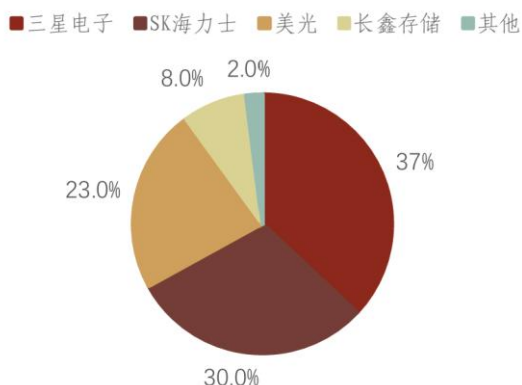
图 15: DRAM 和 NAND 资本开支



资料来源: Trendforce、招商证券

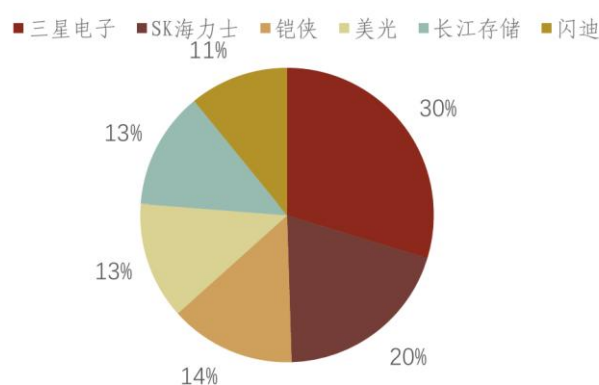
国内逻辑存储厂资本密集催化，未来产能规模有望持续提升。2025 年 12 月 29 日，中芯、国家大基金等对南方增资约 77.8 亿美元，其中 35.773 亿美元计入注册资本、42.007 亿美元计入资本公积，中芯南方 SN2 产能规划 3.5 万片/月，有望在新资金驱动下加速扩产。长鑫预计 2026 年三厂产能全部达产，拟通过 IPO 募资 295 亿，其中量产线技改投资额 75 亿元、DRAM 升级投资 180 亿元、前瞻 DRAM 研发 90 亿元，未来产能规模有望持续提升。

图 16: 25Q3 全球 DRAM 份额



资料来源: Counterpoint、招商证券

图 17: 25Q3 全球 NAND 份额



资料来源: Counterpoint、招商证券

上游原材料涨价推动靶材成本端上涨，同时部分靶材厂商新产能开出受限，靶材龙头厂商有望提价。2025年以来LME铝/LME铜/钨粉分别上涨19%/48%/423%，靶材成本大幅上涨，日矿表示因材料涨价上修收入指引，TECHCET表示金属成本大幅上涨推动靶材涨价。同时供给端部分出口限制收缩或影响关键金属供给，海外巨头获取原材料的成本提升，扩产亦或相对受限。

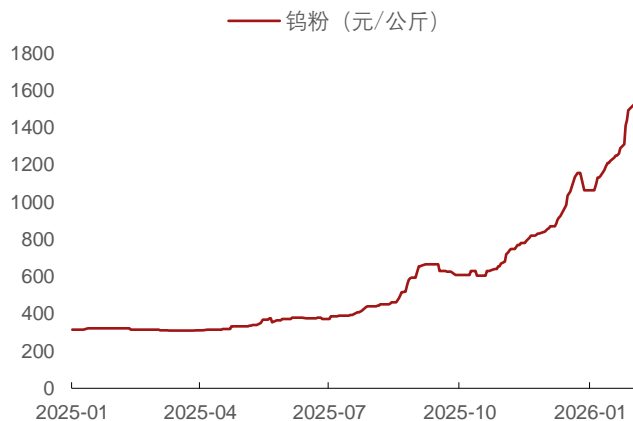
经计算认为靶材存在供需缺口，为靶材提价注入动能。根据长鑫招股书披露，其2022-25H1靶材采购金额分别为0.8/1.2/1.7/1.3亿元，线性外推2025年采购金额为2.63亿元，根据全球市场份额8%测算，长鑫产能大约对应15万片/月产量，以ASP为2.5万元计算，对应其靶材需求量约1.05万块/年，则全球DRAM靶材需求量约12.96万块，我们结合1万片/月产能在DRAM中PVD机台腔体数量验算结论相符；将结论延至逻辑、NAND等领域，并结合上下游扩产情况测算，我们认为2026年靶材存在供需缺口。

图 18: LME 铝、LME 铜价格走势



资料来源: wind、招商证券

图 19: 钨粉价格走势



资料来源: wind、招商证券

三、零部件业务：发挥同源技术优势，多维品类扩张加速放量

1、半导体零部件种类繁多，公司构建全品类产品矩阵

半导体精密零部件呈现出种类丰富、材料多样、工艺繁杂的特点。半导体精密部件主要包括传输腔体、反应腔体、腔体、圆环类组件、腔体遮蔽件、保护盘体、冷却盘体、加热盘体、气体分配盘、气体缓冲盘等；材料包括金属类（不锈钢、铝合金、钛合金）、非金属类（陶瓷、石英、硅、高分子材料）等；制造工艺包括超精密加工、扩散焊、氩弧焊、真空钎焊、表面处理、阳极氧化、等离子喷涂、热喷涂、特殊涂层、超级净化清洗等。在芯片先进制程生产工艺中，各种精密零部件以及 CMP 用保持环、抛光垫等作为耗材被广泛使用。

表 11：半导体零部件类别及技术要求

分类	零部件具体类别	技术要求
机械类	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
电器类	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
机电一体类	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，保证多次使用后的一致性和稳定性，不同产品要求差别较大
气体/液体/真空系统类	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
气体/液体/真空系统类	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
气体/液体/真空系统类	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
仪器仪表类	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
光学类	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
其他	定制装置、耗材等	满足相应设备要求的定制化指标

资料来源：《中国半导体零部件产业现状及发展的建议》、招商证券

公司构建了覆盖半导体制造全流程的精密零部件产品矩阵，其产品已广泛应用于 PVD、CVD、刻蚀、离子注入、光刻、氧化扩散等半导体核心工艺环节。公司半导体零部件产品主要划分为三大类：PVD 用零部件主要包括静电吸盘（ESC）、压环（Clamp Ring）及准直器（Collimator）等；CVD/刻蚀用零部件主要包括 Si 电极、加热器（Heater）、匀气盘（Shower head）等；CMP 用零部件主要包括金刚石研磨片、保持环（Retaining Ring）等。目前公司可量产匀气盘、Si 电极等 4 万多种零部件，实现了半导体设备零部件的全品类覆盖。此外，公司正重点推进高端核心零部件静电吸盘（ESC）的研发与产业化项目，致力于进一步提升半导体核心零部件的国产化率。

表 12: 公司部分零部件产品量产情况

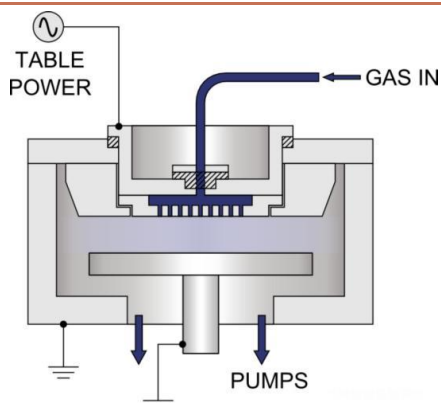
零部件产品类型	量产情况	客户情况
匀气盘	已量产并实现产业化应用。已成熟应用于多个业内知名客户，已成熟应用于先进制程。	公司当前精密零部件产品主要面向境内设备厂和 FAB 厂销售
金属腔体	已量产并实现产业化应用。已成熟应用于多个业内知名客户，已成熟应用于先进制程。	
其他结构零部件	已量产并实现产业化应用。已成熟应用于多个业内知名客户，已成熟应用于先进制程。	
静电吸盘	产线建设中，尚未实现量产	

资料来源：江丰电子问询函、招商证券

(1) 匀气盘

匀气盘（Shower head）是 CVD 设备中用于均匀输送工艺气体的核心组件。该零件的主要作用是将气体均匀分配至反应腔内，确保半导体材料在反应过程中能够与气体均匀接触，提升生产效率和产品质量。该装置具备高精度、高清洁度以及多重复合表面处理等特征。在材质分类上，主要包括硅质、金属及石英/陶瓷三大类；其中，铝金属凭借优异的热导率及抗腐蚀能力，成为最常见的金属类基材。根据 QY Research 研究统计，2025 年全球半导体匀气盘市场规模为 12.59 亿美元，预计到 2032 年将达到 21.08 亿美元，复合年增长率（CAGR）为 7.8%。

图 20: 匀气盘原理图

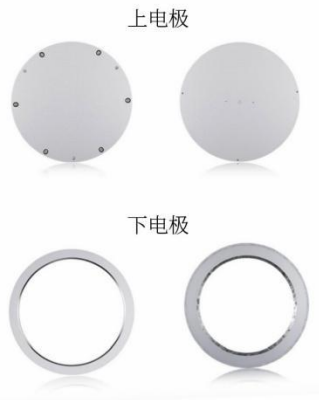


资料来源：半导体设备资讯站、招商证券

(2) 硅电极

硅电极是干法刻蚀设备中用于激发等离子体及均匀输气的核心部件。硅电极主要由上电极、下电极及外环套组成。上电极除了作为附加电压的负极，还作为刻蚀气体进入腔体的通路；下电极主要用于承载硅片以及作为附加电压的正极。外环套是支撑上电极及其他相关零件的承载部件，主要用于保证等离子干式刻蚀机腔体的密封性和纯净度。该装置具备超高纯度、耐等离子体冲刷等特征，主要分为单晶硅电极（用于先进制程）与多晶硅电极两大类；其中，单晶硅电极凭借更均匀的刻蚀速率及更少的颗粒污染，成为 14nm 以下制程及 3D NAND 制造的主流选择。根据 QY Research 研究统计，2025 年全球 Si 电极市场规模为 9.8 亿美元，预计到 2032 年将达到 16.24 亿美元；中国本土市场的硅零部件需求约为 60 亿元人民币/年，未来五年的年化增长率不低于 15%。

图 21: Si 电极产品图

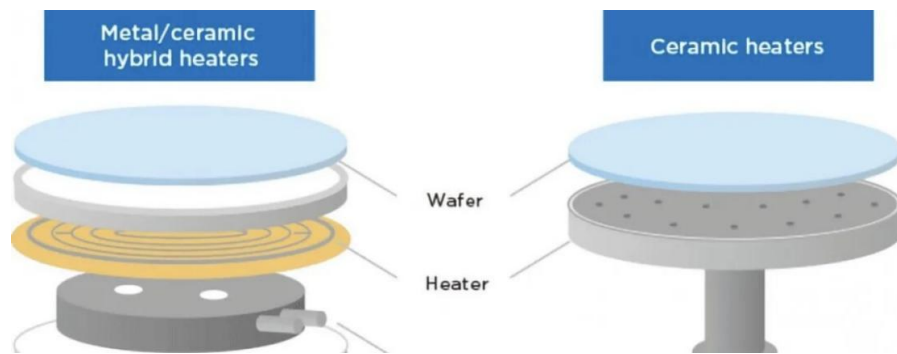


资料来源：神工股份、招商证券

(3) 加热器

加热器 (Heater) 是 CVD 设备的关键热场控制组件。该零件通常位于腔体底部作为晶圆承载台，其主要作用是均匀温度分布，对晶圆均匀加热，使衬底表面上进行高精度的反应并生成薄膜。该装置具备高导热性、高耐腐蚀性等特征，主要分为金属加热器（以铝合金为主）与陶瓷加热器（以氮化铝为主）两大类。根据 QY Research 研究统计，半导体设备用加热器市场规模将从 2025 年的 25.5 亿美元增长至 2035 年的 50 亿美元，复合年增长率 (CAGR) 预计约为 7.0%。其中陶瓷加热器 2031 年市场规模预计将达到 19.29 亿美元，复合年增长率 (CAGR) 为 8.2%。

图 22: 加热器结构图

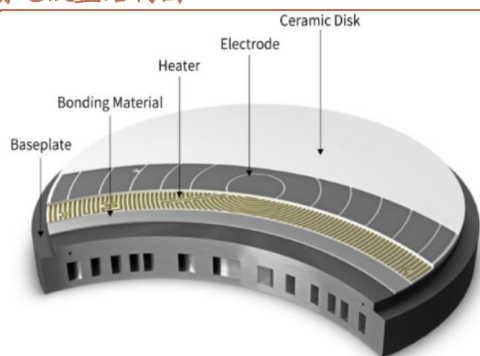


资料来源: 住友电工、招商证券

(4) 静电吸盘

静电吸盘 (ESC) 是利用静电吸附原理在真空环境中固定晶圆并精确调节其温度的关键装置。其核心作用主要体现在两个方面: 一是利用静电吸附原理进行超薄晶圆片的平整均匀夹持, 对大面积 (8 寸及以上的晶圆采用) 薄片工件吸附时不会产生伤痕和皱纹, 同时没有晶片边缘排除效应等优点; 二是发挥散热作用, 运用导热系统和通氮气的方式导出加工过程中产生的热量, 确保晶圆加工精度和稳定性。该装置属于高技术壁垒产品, 具备高平整度、高洁净度及高导热性等特征。按力学模型分类, 静电吸盘可分为库仑型、J-R 型两大类; 其中 J-R 型吸盘因吸附力更强, 被广泛应用于对吸附力要求较高的工艺环节。随着全球半导体设备支出及晶圆产能产量持续扩张, 静电吸盘市场规模将会同步提升, 根据 QY Research 研究统计, 2030 年全球晶圆静电吸盘市场规模预计将达到 24.24 亿美元, 市场空间广阔。

图 23: 静电吸盘结构图



资料来源: 江丰电子、招商证券

图 24: 静电吸盘原理



资料来源: 江丰电子、招商证券

2、依托材料优势构建技术壁垒, 募投加速静电吸盘国产化

公司已成功构建起基于底层材料优势的半导体精密零部件技术体系。公司依托在超高纯金属溅射靶材领域的深厚技术积淀, 成功实现了从材料到零部件的技术迁移, 并通过子公司睿昇科技完善了战略布局。睿昇科技重点部署了包括气体分配盘、加热器、静电吸盘在内的多条核心产品专线。公司已成功自主研发高精度陶瓷零部件加工技术、精密机械加工技术、表面处理技术等五大半导体精密零部件

技术，并已实现量产，构建了全面的半导体零部件工艺体系。

表 13: 公司半导体精密零部件核心技术研发情况

核心技术名称	技术来源	应用领域	所处阶段
高精度陶瓷零部件加工技术	自主研发	半导体精密零部件	已量产
精密机械加工技术	自主研发		已量产
特种焊接技术	自主研发		已量产
表面处理技术	自主研发		已量产
超高洁净清洗技术	自主研发		已量产

资料来源：江丰电子问询函、招商证券

公司零部件 2024 年快速扩产，25H1 产销率大幅提升，未来看点在静电吸盘等。

2024 年公司快速扩产，产量大幅增长，产销率在 25H1 大幅提升，匀气盘、金属腔体及其他结构零部件均已实现量产，并成功进入国内外主流半导体设备厂商的供应链体系，高端核心零部件静电吸盘产线正在建设中。

表 14: 江丰电子 2022-2025H1 半导体零部件产销情况表

	2022	2023	2024	2025H1
产量 (枚)	148741.06	158533.49	543593.99	340509.72
销量 (枚)	148474.38	156097.65	392509.31	300608.05
产销率 (%)	99.82%	98.46%	72.21%	88.28%

资料来源：江丰电子募集说明书、招商证券

静电吸盘面向较大市场增长空间，整体国产化率不足 10%。需求端，受益于半导体设备制造的增量需求与晶圆代工过程中设备零部件的定期替换需求，静电吸盘拥有较大的市场增长空间。供给端，由于静电吸盘对原料性能要求高、后工序处理难度大、对产品精度及微观误差接受率较低，生产环境清洁要求严苛等技术壁垒，静电吸盘市场长期呈现寡头垄断的竞争格局。根据 QY Research 数据，AMAT/LAM 等全球静电吸盘前四大厂商的核心厂商占据了约 92% 的份额，我国静电吸盘整体国产化率不足 10%，仅华卓精科、珂玛科技等极少数企业实现了静电吸盘的小批量生产销售。

表 15: 静电吸盘各层级核心技术及国内外水平对比

功能层	用途	国内水平	国际领先水平	关键技术指标
介电层	与晶圆片接触，并起到吸附、绝缘和散热作用	国产氧化铝陶瓷纯度不足 99.9% (3N)，热导率仅为国际先进产品的 60%-70%	国际领先企业通过长期技术积累，已实现陶瓷基板孔隙率低于 0.01% (4N 及以上) 的精密烧结工艺	陶瓷制备加工技术
		产品温区数量普遍不足 20 个，温度均匀性误差达 ±2°C，导致刻蚀工艺良率降低 3%-5%。	国际领先企业 (如日本新光电气) 已开发出超 100 温区的分区温控技术，可实现晶圆表面温度波动 ±0.1°C 的精准控制，能够满足高导热性、耐高温 (300°C 以上) 和抗等离子腐蚀等特性	耐高温性、温区数量、温度均匀性等温控相关技术、表面处理技术
电极层	连接电源	国内在复杂电极结构加工、表面处理技术等方面仍存在瓶颈，影响静电吸附力的均匀性和可控性	能够实现高精度图案化设计以均匀分布电场，这对微米级加工工艺要求极高	表面处理技术、复杂电极结构加工技术
基底层	支撑作用	随着静电卡盘工作环境温度的升高，高温或热冲击极有可能导致现有静电卡盘产品中成熟的粘接方式失效。同时，焊接方式的应力过大也可能致使产品损坏	可实现陶瓷介电层、电极层及基底层等异质材料层间在严苛热循环下的高可靠、低热阻连接	特种焊接技术、表面处理技术

资料来源：江丰电子问询函、招商证券

引进韩国公司 KSTE 提升静电吸盘技术实力，销售订单已超过 5000 万元。2025 年 1 月 17 日，公司与韩国静电吸盘制造商 KSTE INC. 正式签署《关于静电吸盘项目之合作框架协议》，公司从 KSTE 引进约定范围的静电吸盘产品所需的全部生产技术并采购相关生产线，最终实现公司在中国大陆地区独立量产，截至 2025 年 12 月，静电吸盘业务已签署销售订单超过 5000 万元。同时，公司目前已实现一款静电吸盘的独立自研，后续公司拟将该样品送至目标客户评价检验，并申请相应的知识产权保护。

募投项目推动静电吸盘的国产化突破，有望带来收入利润加速释放。公司拟投入募集资金 9.98 亿元建设“年产 5100 个集成电路设备用静电吸盘产业化项目”，建设期 24 个月。公司预计该项目预计全部达产后年均营业收入可达 11.91 亿元，年均净利润可达 4.42 亿元，平均毛利率可达 65.71%。随着后续产能释放与客户验证通过，静电吸盘业务将成为公司零部件板块新的重要增长极。

表 16: 静电吸盘项目效益测算

项目	T	T+1	T+2	T+3	T+4 及以后
达产率	-	10%	40%	80%	100%
销售数量 (个)	-	510	2040	4080	5100
销售均价 (万元/个)	30.91	30.91	29.37	27.90	23.35
销售收入 (亿元)	-	1.58	5.99	11.38	11.91

资料来源：江丰电子问询函、招商证券

3、拟收购凯德石英控股权，深化石英制品等版图布局

江丰电子拟收购凯德石英控制权，深化产业结构布局。江丰电子 2 月 5 日晚公告，公司及其关联方宁波甬金与张忠恕先生、王毓敏女士等转让方签署协议，拟以现金人民币 5.907047 亿元协议收购北京凯德石英股份有限公司合计 1547.5627 万股，占其总股本的 20.6424%；同时张忠恕先生、张凯轩先生、德益诚及英凯石英同意放弃其持有的凯德石英全部剩余股份 1482.0283 万股的表决权，占总股本 19.7683%，放弃期限至其持股比例低于 5% 之日为止。本次交易完成后，江丰电子将成为凯德石英的控股股东，通过整合国内领先的石英玻璃制品加工资源，进一步增强公司半导体零部件业务的核心竞争力。

表 17: 江丰电子收购凯德石英股份、表决权变动情况

股东	本次交易变动前股份及表决权情况			本次交易变动后股份及表决权情况		
	持股数量 (股)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
张忠恕	14869947	19.8345	19.8345	11152461	14.8759	-
王毓敏	7946000	10.5989	10.5989	-	-	-
张凯轩	150000	0.2001	0.2001	112500	0.1501	-
德益诚	6130419	8.1772	8.1772	3086005	4.1163	-
英凯石英	1199544	1.6000	1.6000	469317	0.6260	-
转让方合计	30295910	40.4107	40.4107	14820283	19.7683	-
江丰电子	-	-	-	11727127	15.6424	15.6424
宁波甬金	-	-	-	3748500	5.0000	5.0000
受让方合计	-	-	-	15475627	20.6424	20.6424

资料来源：江丰电子关于与关联人共同收购北京凯德石英股份有限公司控制权暨关联交易的公告、招商证券

凯德石英是国内领先的石英玻璃制品加工企业，覆盖北方华创等头部客户。凯德石英创建于1997年1月，主要从事石英仪器、石英管道、石英舟等石英玻璃制品的研发、生产和销售。公司于2022年3月4日在北京证券交易所上市，其产品作为下游企业的生产耗材，广泛应用于半导体集成电路芯片领域、光伏太阳能行业领域及其他领域，长期供应北方华创、捷佳伟创、华微电子等客户。石英制品主要被美国应用材料、德国贺利氏、日本信越等海外企业占据，公司凭借在大尺寸石英加工环节中掌握的焊接、抛光、退火控制等技术，成功攻克了高端石英制品产品图纸复杂、火加工工艺要求高等技术问题，成为目前国内少数具备8、12英寸半导体集成电路芯片生产线配套石英玻璃制品加工能力的企业之一。

表 18: 凯德石英产品矩阵

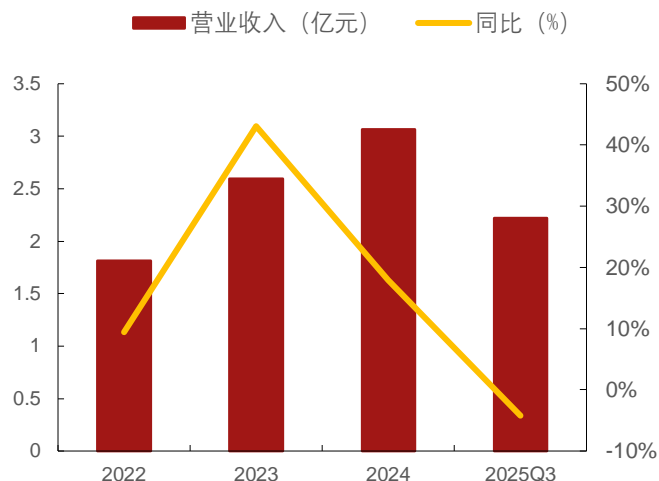
产品大类	产品名称	适用工艺	应用领域
石英舟	立式石英舟	氧化, 扩散, CVD	半导体
	卧式石英舟	氧化, 扩散, CVD	半导体、光伏
石英管道	立式炉管	氧化, 扩散, CVD	半导体
	卧式炉管	氧化、扩散、CVD	半导体、光伏
石英仪器	石英湿氧瓶	氧化	半导体
	接液瓶	扩散	半导体、光伏
	源瓶	氧化, 扩散	半导体、光伏
	基座	氧化, 扩散, CVD	半导体
	点火枪	氧化	半导体
	点火腔室	氧化	半导体
	石英挡板	氧化, 扩散, CVD	半导体、光伏
	套管	氧化, 扩散, CVD	半导体、光伏
	保温桶	氧化, 扩散, CVD	半导体
	石英帽	氧化, 扩散, CVD	半导体、光伏
	石英门	氧化, 扩散, CVD	半导体、光伏
	石英清洗槽	清洗及刻蚀	半导体
石英刻蚀盘	刻蚀	半导体	
其他	精馏塔	金属提纯	其他

资料来源：凯德石英招股书、招商证券

凯德石英 2022-2024 年营业收入持续增长, 25H1 IC 石英收入占比提升至 95%。

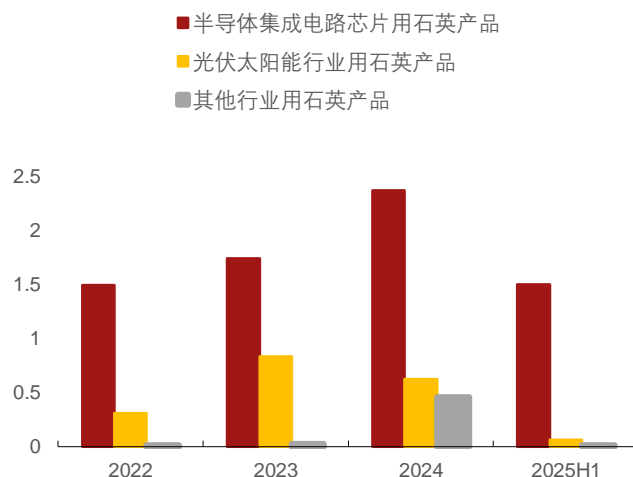
2022 年至 2024 年, 公司营业收入从 1.82 亿元增长至 3.06 亿元, 年均复合增长率 29.90%, 2025 年前三季度公司营收 2.22 亿, 同比下降 4.2%。营收拆分看, IC 石英产品收入从 2022 年的 1.50 亿提升至 2024 年的 2.37 亿, 25H1 公司 IC 石英产品收入为 1.50 亿, 营收占比达 95.2%, 是公司的核心收入来源。

图 25: 2022-2025Q3 凯德石英营业收入



资料来源: 凯德石英、iFind、招商证券

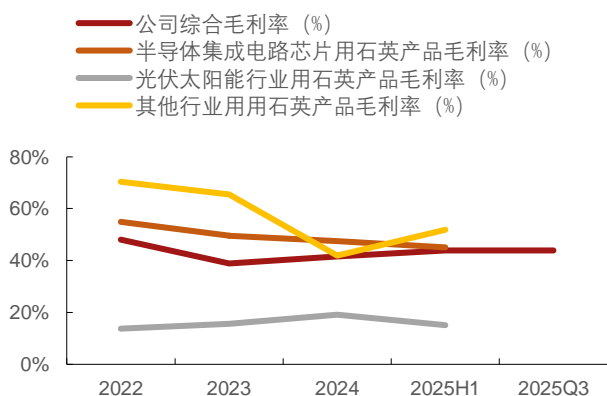
图 26: 2022-25H1 凯德石英分业务收入



资料来源: 凯德石英、iFind、招商证券

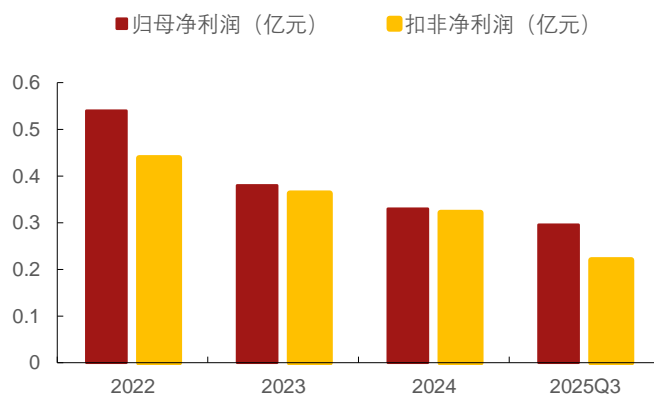
公司 2023 年综合毛利率下滑受并表影响, 归母净利润下滑明显。2022-2023 年, 公司综合毛利率由 48.08% 下滑至 38.90%, 主要由凯德芯贝于该期纳入合并范围、公司产品结构变化、光伏太阳能行业用石英产品成本占比上升导致。2023-2025Q3, 公司综合毛利率有所抬升。自 2024 年后, 公司综合毛利率始终维持 40% 以上的水平, 2025 年第三季度, 公司综合毛利率达到 43.82%。分业务来看, 公司 IC 石英产品毛利率从 2022 年的 54.95% 下降至 25H1 的 45.10%; 光伏太阳能行业用石英产品毛利率处于 20% 以下。公司归母净利润从 2022 年的 0.54 亿元降至 2024 年的 0.33 亿元, 扣非净利润从 2022 年的 0.44 亿元降至 2024 年的 0.32 亿元。截至 2025 年第三季度, 公司归母净利润 0.22 亿元, 同比下降 24.57%, 扣非净利润 0.22 亿元, 同比下降 24.27%。

图 27: 2022-2025Q3 凯德石英毛利率



资料来源: 凯德石英、iFind、招商证券

图 28: 2022-2025Q3 凯德石英归母及扣非净利润



资料来源: 凯德石英、iFind、招商证券

四、投资建议

1、盈利预测

1) 收入预测

公司主营业务收入系半导体金属靶材及零部件业务，①靶材：25H1 靶材营收占比 63%，2022-2025 年前三季度营收 CAGR 达 19.55%，其中铝靶/钛靶/钽靶/铜靶营收 CAGR 分别达 10.64%/21.10%/17.25%/42.55%，考虑先进制程中单价较高的钽靶和铜靶占比提升，同时钨靶等新品在客户端有望加速放量，结合两次靶材产能募投规划以及上游原材料价格上涨，我们预测 2025-2027 年靶材营收分别为 29.8/44.4/55.9 亿元，同比增长 28%/49%/26%；②零部件：25H1 零部件营收占比 22%，公司已实现半导体设备零部件的全品类覆盖，充分利用在靶材领域积累的客户资源向半导体零部件业务进行客户迁移与协同销售，零部件产值规模有望快速提升，结合重点扩产静电卡盘等品类分析，我们预测 2025-2027 年零部件营收分别为 10.9/15.7/21.4 亿元，同比增长 23%/44%/37%。

综上所述，我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 45.5/62.0/79.3 亿元，同比增长 26%/36%/28%。

2) 毛利率预测

公司 2022-2025 年前三季度综合毛利率稳定在 28%-30%之间，①靶材：靶材毛利率自 2023 年以来持续提升，25H1 靶材毛利率为 33.26%，我们预测 2025-2027 年靶材整体毛利率分别为 33%/36%/36%；②零部件：2022-25H1 零部件平均毛利率约为 24.7%，25H1 零部件毛利率为 23.65%，我们预测 2025-2027 年零部件整体毛利率分别为 23%/24%/25%。

综上所述，我们预测公司 2025-2027 年综合毛利率分别为 29%/32%/32%。

3) 费用率及归母净利润预测

我们预测期间费用率整体保持稳定下行趋势，2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.85/8.09/10.75 亿元，同比增长 21%/67%/33%。

表 19：江丰电子盈利预测简表

单位：百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	2324	2602	3605	4550	6204	7928
——超高纯靶材	1611	1673	2333	2979	4439	5588
——零部件	358	570	887	1090	1565	2140
营收增长率	46%	12%	39%	26%	36%	28%
——超高纯靶材	46%	4%	40%	28%	49%	26%
——零部件	95%	59%	56%	23%	44%	37%
毛利率	30%	29%	28%	29%	32%	32%
——超高纯靶材	30%	28%	31%	33%	36%	36%
——零部件	24%	27%	24%	23%	24%	25%
期间费用率	17.1%	18.0%	17.2%	17.0%	16.5%	16.0%
销售费用率	3.3%	3.4%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用率	8.2%	8.7%	7.6%	7.5%	7.0%	6.5%
研发费用率	5.3%	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
财务费用率	0.3%	-0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
归母净利润	265	255	401	485	809	1075
yoy	149%	-4%	57%	21%	67%	33%

资料来源：江丰电子、招商证券

2、估值分析

综合考虑业务类型、布局品类、客户结构、市值规模等方面，我们选取安集科技、鼎龙股份、上海新阳三家半导体材料公司以及富创精密、神工股份、珂玛科技三家半导体零部件公司作为可比公司。根据 wind 一致预测，可比公司 2025-2027 年平均市盈率分别为 105.3/65.6/46.0 倍，半导体材料公司估值低于零部件；公司 2025-2027 年平均市盈率分别为 67.6/40.5/30.5 倍，低于可比公司，主要系公司靶材已取得全球市场竞争优势，收入利润稳步提升，零部件主要以金属件为主，高毛利陶瓷件尚未放量，整体估值具备合理性。公司靶材业务持续增长，短期涨价带动利润率提升，中长期产品结构有望持续优化，份额有望持续提升，同时随着硅/石英/陶瓷等大单品逐渐放量，零部件加速开启第二曲线，整体成长性向好，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 20：可比公司 PE 估值

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			市盈率 PE (倍)		
			25E	26E	27E	25E	26E	27E
688019.SH	安集科技	440	801	1074	1349	54.9	41.0	32.6
300054.SZ	鼎龙股份	412	718	944	1195	57.3	43.6	34.4
300236.SZ	上海新阳	238	271	355	491	88.1	67.2	48.6
688409.SH	富创精密	272	180	347	545	150.7	78.2	49.8
688233.SH	神工股份	148	108	228	363	137.3	64.8	40.6
301611.SZ	珂玛科技	543	379	550	775	143.3	98.7	70.1
	平均值					105.3	65.6	46.0
300666.SZ	江丰电子	328	485	809	1075	67.6	40.5	30.5

资料来源：Wind，招商证券；注：业绩预测取自 wind 一致预期

3、风险提示

1) 宏观经济及行业波动风险

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。若全球或国内宏观经济增速放缓，终端市场需求恢复不及预期，将直接导致半导体靶材及精密零部件的市场需求下滑。行业周期性波动可能引发市场供需失衡，导致产品价格波动，同时影响公司的订单获取与产能利用率。若宏观经济恶化导致下游客户经营状况承压，可能进一步加剧应收账款回收风险，对公司资金周转及盈利能力造成不利影响。

2) 国际贸易政策变动的风险

公司产品涉及国际市场拓展，且行业供应链具有全球化特征，国际贸易政策变动将对公司经营产生直接影响。不同国家和地区的进出口政策、关税壁垒、贸易摩擦等因素存在不确定性，可能导致公司产品出口成本增加、市场准入受限。全球贸易环境的变化可能影响原材料跨境采购的稳定性，增加供应链成本与中断风险。同时，半导体行业作为科技领域核心产业，可能受到相关国家技术出口管制、投资限制等政策调整的影响，对公司的技术合作、市场拓展及供应链安全构成潜在风险，进而影响整体经营业绩。公司外销收入占比较高，主要以美元、日元结算，人民币对美元、日元的汇率波动会影响公司产品的竞争力，境外客户可能因此调

整采购量，公司持有的美元、日元资产价值也会受汇率波动影响，人民币的汇兑损益有可能对公司净利润产生影响。

3) 市场竞争风险

超高纯金属溅射靶材是半导体、液晶显示等各应用行业的上游材料，溅射靶材的品质要求、行业认证壁垒、行业集中度、市场化程度都较高，竞争较为激烈。长期以来，溅射靶材主要被日本、美国的国际化企业所垄断。全球半导体溅射靶材及精密零部件市场竞争格局严峻，国际巨头在高端领域仍占据主导地位，凭借品牌、资金及高端技术优势形成竞争壁垒。国内同行在相关细分领域快速崛起，在产品性价比、本地化服务等方面的竞争持续加剧，可能导致行业整体毛利率下降。公司精密零部件业务已实现多种产品量产，但该领域产品品类繁多、工艺要求严苛，下游客户对产品性能稳定性、兼容性的要求不断提高。随着行业参与者增多，零部件市场竞争可能进一步激化，若公司无法持续优化产品结构、控制生产成本，或不能维持与核心客户的合作关系，可能导致靶材及零部件业务的市场份额下滑。

4) 新产品开发所面临的风险

半导体行业技术迭代速度快，下游客户对靶材及精密零部件的性能、规格要求持续升级，新产品开发需投入大量研发资源，且面临多重不确定性。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导致产品品质波动，面临产品难以规模化生产风险。在零部件新产品方面，部分新业务虽已进入客户供应链验证，但仍需经历严格的批量供货认证流程，认证结果存在不确定性。若新产品在技术性能、可靠性等方面未能满足客户要求，或量产良率未达预期，将导致研发投入无法及时回收。同时，新产品初期设备折旧压力较大，若市场拓展不及预期，可能进一步影响该业务的盈利能力，导致公司整体业绩下滑。

5) 募集资金用于拓展新产品的风险

公司募集资金主要用于新产品研发、产能建设及技术升级等项目，项目实施过程中面临多重风险。募集资金投资项目存在建设周期，期间可能因行业技术迭代、市场需求变化等因素，导致项目建成后产品市场竞争力不及预期，出现产能利用率不足的情况。项目实施过程中可能面临原材料价格波动、设备采购延迟、建设成本超支等问题，导致项目投产进度滞后，影响资金使用效率。若新产品未能如期实现量产或市场拓展未达预期，将导致募集资金投资回报不及预期，无法实现预期收益。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。此外，若募集资金项目收益不及预期，可能进一步加剧公司的债务压力与财务风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2869	3881	4156	5345	6688
现金	959	1155	269	336	439
交易性投资	0	0	500	500	500
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	665	1005	1244	1696	2168
其它应收款	34	10	13	18	23
存货	1090	1451	1803	2350	2990
其他	120	260	327	445	568
非流动资产	3403	4809	5948	6581	7200
长期股权投资	271	427	427	427	427
固定资产	1064	1300	1520	1716	1890
无形资产商誉	437	434	391	352	316
其他	1631	2648	3610	4086	4566
资产总计	6272	8689	10105	11926	13888
流动负债	1277	2741	3797	4962	6064
短期借款	185	398	1972	2635	3151
应付账款	836	1313	1641	2139	2721
预收账款	8	9	11	14	18
其他	248	1022	173	173	174
长期负债	864	1520	1520	1520	1520
长期借款	750	1388	1388	1388	1388
其他	114	132	132	132	132
负债合计	2142	4262	5317	6482	7584
股本	265	265	265	265	265
资本公积金	2997	2976	2976	2976	2976
留存收益	912	1260	1664	2394	3352
少数股东权益	(45)	(74)	(118)	(192)	(289)
归属于母公司所有者权	4174	4502	4906	5635	6594
负债及权益合计	6272	8689	10105	11926	13888

现金流量表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	251	(96)	175	203	433
净利润	220	274	441	736	977
折旧摊销	143	191	220	234	247
财务费用	23	49	23	31	40
投资收益	(29)	(58)	(180)	(180)	(180)
营运资金变动	(118)	(554)	(338)	(632)	(666)
其它	12	3	10	15	15
投资活动现金流	(1026)	(1350)	(1682)	(689)	(689)
资本支出	(849)	(1380)	(1362)	(869)	(869)
其他投资	(177)	30	(320)	180	180
筹资活动现金流	413	1607	621	553	359
借款变动	464	1683	725	663	516
普通股增加	(0)	(0)	0	0	0
资本公积增加	(28)	(20)	0	0	0
股利分配	(55)	(53)	(81)	(80)	(117)
其他	32	(2)	(23)	(31)	(40)
现金净增加额	(362)	161	(886)	67	103

利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2602	3605	4550	6204	7928
营业成本	1842	2589	3236	4218	5367
营业税金及附加	16	19	23	31	40
营业费用	88	115	136	186	238
管理费用	227	273	341	434	515
研发费用	172	217	273	372	476
财务费用	(17)	15	23	31	40
资产减值损失	(77)	(135)	(107)	(130)	(130)
公允价值变动收益	28	18	20	20	20
其他收益	37	66	80	80	80
投资收益	29	58	80	80	80
营业利润	291	383	590	981	1303
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	3	2	2	0	0
利润总额	289	382	588	981	1303
所得税	69	108	147	245	326
少数股东损益	(35)	(127)	(44)	(74)	(98)
归属于母公司净利润	255	401	485	809	1075

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	12%	39%	26%	36%	28%
营业利润	-4%	32%	54%	66%	33%
归母净利润	-4%	57%	21%	67%	33%
获利能力					
毛利率	29.2%	28.2%	28.9%	32.0%	32.3%
净利率	9.8%	11.1%	10.7%	13.0%	13.6%
ROE	6.2%	9.2%	10.3%	15.4%	17.6%
ROIC	4.2%	4.3%	8.1%	11.5%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	34.2%	49.0%	52.6%	54.4%	54.6%
净负债比率	16.4%	30.3%	33.3%	33.7%	32.7%
流动比率	2.2	1.4	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.4	0.9	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	4.7	4.3	4.0	4.2	4.1
应付账款周转率	2.9	2.4	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	0.96	1.51	1.83	3.05	4.05
每股经营净现金	0.95	-0.36	0.66	0.76	1.63
每股净资产	15.73	16.97	18.49	21.24	24.85
每股股利	0.20	0.31	0.30	0.44	0.45
估值比率					
PE	128.4	81.9	67.6	40.5	30.5
PB	7.9	7.3	6.7	5.8	5.0
EV/EBITDA	119.0	61.4	39.1	26.2	20.5

资料来源: Wind、招商证券

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。