

首席周观点：2026年第18周

2026年5月7日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：金银河（300619.SZ）：经营状态实质改善，锂铷铯业务将进入业绩释放新周期

事件：公司发布2025年年度报告及2026年一季度报告。2025年公司实现营业收入19.30亿元，同比+27.90%；实现归母净利润0.19亿元，同比扭亏（24年为-0.81亿元）；基本每股收益由24年-0.6元/股转正至25年的0.11元/股。此外，2026年一季度，公司实现营业收入2.37亿元，同比+60.39%；实现归母净利润-0.14亿元（同比+78.09%），同比减亏0.52亿元；基本每股收益由25Q1的-0.49元/股收窄至26Q1的-0.08元/股。

我们认为公司成长属性已经有效确认，考虑到折旧摊销及坏账计提对26Q1业绩的实际影响，公司利润的增长弹性大概率在二季度有效显现。公司25年的新增折旧与摊销受铷铯盐工厂达产及天宝利全国首家高温硫化全自动连续硅橡胶产线达产合计为1.31亿元（同比+11.3%，固定资产全年净增加2.21亿元，其中机器设备净增加2.16亿元，机器设备累计折旧净增加约0.67亿元）。根据公司资产负债表中固定资产与在建工程变化，以及年报披露的折旧方法估算，我们测算铷铯工厂由在建工程转固，对公司季度造成的新增折旧摊销影响约为0.18亿元~0.37亿元。此外，公司25年信用减值损失-0.35亿元，全部为坏账损失计提。其中，25Q4单季度信用减值损失-0.14亿元。考虑到后期锂电设备项目下游回款加速，坏账准备大额计提有望逐渐冲回。另一方面，26Q1公司经营状态已出现实质性改善。公司当期经营性现金流同比+227.49%至0.179亿元、合同负债较25年末+159%至3.22亿元、存货因备货且生产半成品增加而较25年末+37.62%至10.50亿元，数据综合显示公司已进入订单驱动型的经营模式扩张时期，合同负债的明显强化暗示公司产业链溢价及定价能力增强并且反映公司现金流及利润流的质量提升。考虑到公司所处锂电设备板块高景气度延续，有机硅板块行业供需格局改善，铷铯盐产销放量推动公司成长弹性发生质变，公司业绩或在26Q2进入全面上行新阶段。

锂电设备业务板块已进入强景气周期。从锂电设备板块表现观察，公司锂电池设备业绩规模及盈利能力均大幅提升，是公司25年业绩反转的最大推动项。2025年公司锂电池设备营收同比+53.75%至10.98亿元，营收占比由24年的47.34%升至56.91%；毛利同比+84.87%至3.16亿元，毛利占比由24年的70.98%升至73.98%；毛利率同比+4.84PCT至28.79%。从产销情况观察，报告期内公司储能电池制造设备产销规模出现与行业共振的显著增长。公司设备制造产量同比+47.15%至1008台，销量同比+18.95%至1042台，库存量同比-17.35%

至 162 台，产销率达到 103%。另一方面，公司在固态电池领域取得持续性商业订单落地。截至 25H1，公司“黄金龙”干法电极制造机组已获得超 30 台商业化订单落地，至 25H2 公司进一步推出“黑金龙”锂电池浆料动态捏合/静态混合自动生产线产品。由于干法电极已成为固态电池核心制备工艺，而公司在固态电池干法电极工艺装备及产线具有的技术优势有助向效益优势加速转变：如公司锂电产品已具有完全替代传统电极制造装备潜力产品--能在宽泛材料和工艺适应、电极厚度与压实密度等方面有效对接客户端多样化需求，这有助于客户黏性的持续深化及公司产品市占率的长期提升。此外，从实际订单状态及利润实现角度，截止 2025 年末公司仍有 12.46 亿元应收账款待确认（26Q1 该数据仍为 11.25 亿元，鉴于公司硅设备行业商业模式的不同，此处应收账款多为锂电设备），我们认为锂电设备订单结转在二季度的加速将有效推动公司业绩弹性的释放。综合观察，考虑到公司已在传统锂（钠）电池设备前段一体化生产环节建立具有厚度的竞争优势，在固态电池领域有黄金龙及黑金龙干法电极制造机组的商业化落地，公司将并充分受益于锂电行业 Beta 上行而实现利润共振并在固态电池产业发展中展现实质性的领先优势及竞争优势。

有机硅超临界产品有望推动有机硅板块出现量级跨越及利润率提升。公司是国内有机硅化合物装备龙头企业，已实现有机硅橡胶连续化自动生产线全覆盖（双螺杆全自动连续生产线和自动化单体生产线），是行业内技术力量最雄厚、产品线最丰富、产销量最高的企业（具有年产 4.5 万吨的太阳能光伏胶及风电胶连续生产线，生产可用于智能机器人仿真皮肤及关节连接的有机硅中间体，以及生产用于低空飞行器及新能源三电系统的液态基胶等）。报告期内公司有机硅设备及产品的盈利规模及盈利水平均实现稳定增长。2025 年公司有机硅设备营收同比+5.14%至 2.59 亿元，毛利同比+5.69%至 0.45 亿元，毛利率同比+0.09PCT 至 17.49%；

公司硅橡胶产品营业收入同比-7.51%至 2.74 亿元，毛利同比+1.26%至 0.29 亿元，毛利率同比+0.90PCT 至 10.42%。公司有机硅业务具有明确的稳定性及成长性特点，当前全球有机硅行业供需格局持续改善，新能源及电子电气市场的拓展推动全球有机硅预期消费量 CAGR 达到 7.8%（至 2030 年），行业设备智能连续化（AI+工艺优化推动连续法生产装备渗透率>65%）、产品高端化（高导热、高绝缘、超洁净）及进口替代有望持续加速。公司有机硅业务保持产品及技术的领先性，报告期内公司已拥有国内唯一自主研发液体硅橡胶基自动生产线（年产 6000 吨），通过将有机硅超临界物理发泡结合挤出、模压和注射等成型方式，可用于生产各种形状和性能的液态硅橡胶和固态硅橡胶的发泡制品，在集成电路、智能机器人、新能源汽车、低空飞行器、光伏储能等领域均有商业化落地与普及的巨大空间。考虑到公司在报告期内已建立相关子公司来进行新业务落地及推广，我们认为公司有机硅材料业务规模在 2026 年有望出现量级跨越及利润率的有效提升。

锂云母产品综合利用业务将进入强业绩释放周期，产业链一体化拓展可期。公司千吨级高纯铷铯盐重结晶法生产项目于 2025 年 10 月 18 日正式达产，当前已实现高效、连续、稳定的 3N 级及以上高纯铷铯盐（硫酸铷铯、氯化铷铯、碳酸铷铯）、电池级碳酸锂、硫酸钾、硫酸铝等产品生产，并在 25 年内完成部分产品销售。报告期内公司锂云母产品营收+26.78%至 2.1 亿元，占主营业务比例 10.9%；其他项（硫酸钾、铷铯盐）营收 0.88 亿元，占主营业务比例 4.55%。从利润角度观察，锂云母产品营业成本+28.99%至 2.14 亿元，毛利率降至-1.68%，其他项毛利率大幅增长至 46.53%。我们认为 2025 年内公司锂云母产品业务利润偏低主要受 1. 铷铯工厂转固折旧影响叠加全年产能利用率偏低（M11-12 因铷铯工厂优化调试一体化产

线的实际产能利用率难以大幅提升)；2.报告期内全年锂价呈现前低后高状态(Q2: 6.43万元/吨至 Q4: 9.27万元/吨, Q4较Q2: +44.1%)，令公司实际销售状态及收入确认状态仅为25Q3末-Q4有效；3. 铷铯盐产品在投产后的25M11品质仅为99.79%，至25M12优化至99.9%，产品线从建成至优化所需的时间对当期产品定价及销售起到影响。考虑到公司在26Q1已完成对锂云母一体化生产基地进一步的优化技改(可有效处理高含铁量的锂云母矿石)，预计Q2开始锂云母综合产线实际产能利用率或将大幅攀升。鉴于公司全年不低于60%的产能利用率目标，我们认为26Q2-Q3该产线产能或攀升至70%以上。从产品销售角度考虑，公司锂云母产品业务26Q2开始将显现明确的销售及利润规模扩大。从产品产量角度，公司核心产品电池级碳酸锂、铷盐、铯盐以及硫酸钾按70%产能利用率对应全年单季计算或分别达到1750吨、210-315吨、53-79吨及26000吨，按26年均价计算(至4月24日)，根据同花顺iFinD数据，相关产品售价分别为15.8万元/吨(均价)、250万元/吨(26年公司最新推广价下限)、150万元/吨(按公司产品最低售价)及0.39万元/吨(均价)。从利润角度，考虑到锂云母精矿成本的攀升(金银河吨碳酸锂对应云母矿综合成本升至约10万元/吨)，单吨碳酸锂平均毛利或为吨5.5万元(约35%)，铷盐及铯盐保守对标50%左右毛利率；并且保守按50%产销率计算(电池级碳酸锂及铯盐实际表现供不应求、铷盐市场推广已经取得积极进展)，预计26Q2-Q3单季该业务综合收入或可达到4.91亿元-6.42亿元，综合毛利或升至1.53亿元-2.11亿元(仅为产品毛利测算，按76.75%股权计算，未计入固定资产折旧及收入确认滞后等因素)。

此外，根据我们统计，截止至26年4月，全国已确定获批的高纯金属铷(5N)年产能升至246吨(其中221吨新增产能为25年至今获批)。按平均4吨铷盐生产1吨金属铷(5N)计算，当前全国高纯金属铷行业的铷盐原料需求已达984吨。我们依然建议对于铷铯市场的定价要用演绎法去动态分析，用传统大宗市场的归纳法简单拟合固化的供需状态会导致产业链及公司成长价值的忽视。另一方面，考虑到公司锂云母多金属生产工艺的领先性及强环保优势，结合公司产业链端上游处理原材料工艺的持续优化及下游金属产品多样化及品质化的持续升级，我们认为公司的锂云母产品业务在年内有较大概率显现垂直一体化发展，这有助于公司估值弹性的进一步释放。

综合观察，结合公司现有产能及销售节奏，我们仍维持前期报告中对公司的产出判断。预计2026-2028年间，公司碳酸锂产量或达6500/9000/9500吨，对应铷盐产量或为1040/1440/1750吨，对应铯盐产量或260/360/440吨。鉴于当前铷盐定价较高且国内市场有需求开拓的过程，为审慎考虑，我们将26~28年铷铯盐价格折扣和产销率分别定为70%/80%/90%及50%/60%/70%进行相对保守的压力测算，按碳酸锂32%-36%毛利率，铷铯盐55%-70%毛利率测算：我们认为2026-2028年间公司锂云母综合利用板块(锂云母+铷盐+铯盐)或实现营收23.17亿元/39.41亿元/55.49亿元，或实现毛利10.5亿元/19.9亿元/33.12亿元；按76.75%股权对应上市公司毛利约8.06亿元/15.28亿元/25.43亿元，推动公司综合毛利率由22.15%增至50.12%(至2028年)。

公司盈利能力明显改善，研发投入推动技术水平提升。2025年公司销售毛利率同比+6.18PCT至22.15%，销售净利率由24年的-6.03%同比+6.6PCT至0.57%。2026年一季度，公司盈利水平维持改善趋势，销售毛利率同比+13.52PCT至18.03%，销售净利率同比+38.28%至

-9.17%。从回报能力观察，公司股东回报能力优化，运营效率提升25 年 ROE 由负转正，同比+6.4PCT 至 1.21%，公司 ROA 亦由负转正，同比+2.32PCT 至 1.21%。从成本控制观察，公司 25 年销售期间费用率同比-1.57PCT 至 18.59%。其中，公司销售费用率同比-0.46PCT 至 1.73%，管理费用率同比-0.65PCT 至 7.14%（折旧摊销占比 1.61%），财务费用率同比-0.53PCT 至 3.74%。值得关注的是，公司研发费用同比+29.12%至 1.15 亿元（同比+0.26 亿元），研发费用率增至 5.97%，有效推动 25 年内公司新增发明专利 6 项（总计 86 项）、实用新型 21 项（总计 225 项）、计算机软件著作权 4 项（总计 57 项），我们认为公司的研发优势将逐渐转变为公司的产品优势及效益优势，有利于公司长期稳定的发展及护城河的持续增厚。

盈利预测与投资评级：建议持续关注公司 2026 年的成长属性，业绩弹性及估值属性的变化，依然建议重点关注公司 2026 年 Q2 及 H1 的经营情况。我们预计公司 2026—2028 年实现营业收入分别为 44.01/64.34/83.31 亿元，归母净利润分别为 6.97/13.40/23.51 亿元，对应 EPS 为 4.01/7.70/13.51 元/股，对应 PE 分别为 10.24X/5.33X/3.04X，维持“推荐”评级。

风险提示：大股东减持所带来的流动性风险，项目投产情况不及预期，锂价下行，铷铯盐销售情况不及预期，下游锂电行业发展不及预期，下游有机硅行业发展不及预期风险等。

参考报告：《金银河（300619.SZ）：经营状态实质改善，锂铷铯业务将进入业绩释放新周期》，2026-5-6



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：江丰电子（300666.SZ）：2025 业绩稳步增长，公司全球半导体靶材份额进一步扩大

事件：

2026 年 4 月 15 日，江丰电子公布 2025 年年度报告，报告期内，公司营业收入为 46.04 亿元，同比上升 27.72%；归母净利润为 5.00 亿元，同比上升 24.70%；扣非归母净利润 3.60 亿元，同比增长 18.74%。

点评：

公司 2025 年业绩延续增长态势，营收与利润同步提升，全球晶圆制造溅射靶材领域市场份额进一步扩大。公司 2025 年实现营业收入 46.04 亿元，同比上升 27.72%；实现归母净利润 5.00 亿元，同比上升 24.70%，毛利率为 27.17%、同比下降 1pct。分业务板块看，1) 超高纯金属溅射靶材实现收入 28.50 亿元，同比上升 22.13%，毛利率为 34.24%，同比上升 2.89pct，作为公司基本盘与核心增长来源，主要受益于下游晶圆制造需求增长、客户订单持续攀升，

以及公司在全球晶圆制造溅射靶材领域市场份额进一步扩大；同时，公司围绕先进制程持续推进产品迭代，强化了全球竞争力。2) 半导体精密零部件实现收入 10.84 亿元，同比上升 22.24%，毛利率为 14.88%，同比下降 9.39pct，已成为公司第二大业务板块，主要受益于半导体零部件国产替代加速、公司与设备厂/晶圆厂合作持续深化，以及真空阀、加热器等核心产品实现技术突破并逐步由试制走向批量放量，第二成长曲线加快兑现。而在产品线快速拓展、大量新产品完成技术攻关并进入放量阶段，产销量大幅增长的同时叠加成本增速影响，导致毛利率出现同比下滑。分季度来看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 10.00 亿元/10.94 亿元/11.96 亿元/13.13 亿元，收入规模逐季提升，Q4 单季为全年高点。

扎根超高纯金属溅射靶材领域，完善半导体精密零部件业务布局。公司持续攻坚靶材关键技术，牢牢把握下游应用芯片朝先进制程演进的大势，公司生产的超高纯金属溅射靶材已批量应用于全球知名半导体芯片制造商先端技术节点的芯片制造。此外，公司生产的先端存储芯片用高纯 300mm 硅靶实现稳定批量供货，晶圆薄膜沉积工艺用精密温控核心部件出货量逐步攀升。在未来业务布局方面，公司于 2025 年 7 月启动向特定对象发行股票项目，拟在韩国建设半导体溅射靶材生产基地、实现关键零部件静电吸盘产业化，并进一步建设升级研发检测中心及区域性更强的综合性服务中心，本次发行实施后将进一步优化公司产能布局、建设全球性先进制造工厂，夯实核心技术护城河，增强客户服务能力，提升国际化竞争力和全球市场份额，并持续完善半导体精密零部件业务布局。

半导体材料与零部件赛道景气度持续上行。受益于人工智能、5G 通信、云计算、物联网、汽车电子等下游需求持续增长，全球晶圆及芯片产量提升并不断向先进制程演进，带动半导体用靶材及精密零部件需求同步扩容。全球半导体行业规模 2023 年/2024 年分别约为 5269 亿美元/6269 亿美元，2025 年预计达 6972 亿美元。分领域看，1) 半导体用靶材作为集成电路制造的重要先进材料，伴随芯片集成度提升、晶圆尺寸增大及先进制程持续推进，对靶材纯度、组织均匀性和加工精度的要求不断提高，预计至 2027 年全球半导体溅射靶材市场规模将达 251.10 亿元。2) 平板显示器用靶材方面，在国内“以旧换新”能效补贴及海外渠道补贴等政策支撑下，全球显示面板产值呈恢复上升趋势，未来随着新兴应用场景扩展对显示面板产业的推动，需求有望稳步增长，带动平板显示器用靶材市场需求的稳步增长。3) 半导体精密零部件方面，行业兼具广阔市场空间与较强国产替代逻辑，预计 2027 年全球半导体设备精密零部件市场规模约 5428 亿元，中国市场规模有望由 2023 年的 1094 亿元增长至 2027 年的 1877 亿元，复合增速达 14.5%。整体来看，行业需求扩容、先进制程升级与国产替代深化形成共振，为公司靶材主业稳健增长及零部件业务加速放量提供了良好的外部环境。

公司盈利预测及投资评级：公司是国内半导体靶材龙头，半导体零部件业务持续发力，收购凯德石英控股权完善石英件布局。预计 2026-2028 年公司 EPS 分别为 3.25 元，4.22 元和 5.41 元，维持“推荐”评级。

参考报告：《江丰电子（300666.SZ）：2025 业绩稳步增长，公司全球半导体靶材份额进一步扩大》，2026-04-20

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(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):
以报告日后的6个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(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):
以报告日后的6个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5%~+5%之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编:100033

电话:010-66554070

传真:010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编:200082

电话:021-25102800

传真:021-25102881

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编:518038

电话:0755-83239601

传真:0755-23824526