

江丰电子（300666.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

王锐
电子材料研究员

2025年12月22日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	92.71
总市值	245.98 亿
PE-TTM	47.81
PB-MRQ	5.05

估值结果

价值	224.36 亿
DDM 估值	上行空间 -8.8%
状态	合理估值
价值	199.58 亿
动态估值	上行空间 -19%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

江丰电子是国内高纯溅射靶材行业的领军企业，凭借“金属提纯-靶材制造”的垂直整合优势构建了极高的技术壁垒。公司靶材出货量位居全球前列，是台积电、中芯国际等全球晶圆龙头的核心供应商，并成功拓展了半导体精密零部件业务，实现了从材料到部件的全品类覆盖。

公司成长空间评级较高，主要受益于半导体供应链国产自主可控需求迫切及下游晶圆厂持续扩产带来的确定性增量；盈利趋势评级稳健向好，主要系行业景气度回暖带动核心靶材业务修复，且零部件业务随着产能释放逐步摊薄折旧压力；公司产业格局评级一般，虽靶材制造技术门槛极高，但受限于下游晶圆厂客户高度集中且议价权强势，叠加零部件市场竞争相对分散；但公司护城河星级较高，主要系凭借“高纯金属提纯-靶材制造”的垂直整合优势及严苛的客户认证壁垒，构筑了极强的存量竞争护城河。

尽管市场给予较高溢价，但作为国内稀缺的材料部件龙头，其估值具备合理性。漫长的验证周期虽短期压制业绩，实则构筑了极高的竞争壁垒；叠加行业回暖及AI驱动，公司长期的确定性成长足以消化当前估值，因此我们认为公司估值处于基本合理状态。

我们区别于市场的观点

市场普遍对公司零部件业务维持着极高的成长预期，但我们认为，随着该业务营收基数逐步扩大，单纯依靠中低端结构件难以维持高增长；尤为关键的是，尽管驱动新增长的核心功能部件已完成研发，但下游晶圆厂在核心制程的供应链切换上极为审慎，验证周期远超预期，这决定了公司短期内的高端化进程注定曲折，恐难支撑市场对其业绩爆发的过高预期。

风险提示

公司靶材原材料对外依存度较高，如果全球供应链发生波动，可能面临断供风险。此外，零部件产品验证周期长、技术门槛高，如果认证受阻或交付品质不及预期，将显著拖累公司的整体盈利能力。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	11
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	14
6.4 估值确定性	14

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	10
表2：公司整体业绩预测	12
表3：公司分业务业绩预测	13
表4：公司整体及分业务动态估值	13
表5：公司整体及分业务DDM估值	14

1. 基本信息

江丰电子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，其中靶材出货量全球第一，零部件形成全品类覆盖。

2. 业务介绍

对于江丰电子公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

靶材业务：

江丰电子的靶材业务主要涵盖铝、钛、钽、铜及各类超高纯金属合金靶材。作为公司的核心基石，该业务已打破国际垄断并批量应用于7nm-3nm先进技术节点，是台积电、中芯国际等全球晶圆龙头的核心供应商。考虑到下游客户深度参与全球半导体产业链分工，我们将该业务的竞争市场界定为全球市场。

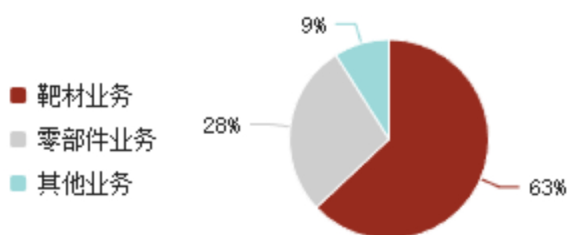
零部件业务：

零部件业务定位为半导体设备的“心脏”与“骨架”，直接决定了设备的优良性能。公司致力于为全球设备厂商提供精密零部件解决方案，产品线正逐步实现全品类覆盖。鉴于该业务主要配套全球顶级半导体设备厂商及晶圆制造产线，我们将该业务的竞争市场界定为全球市场。

其他业务：

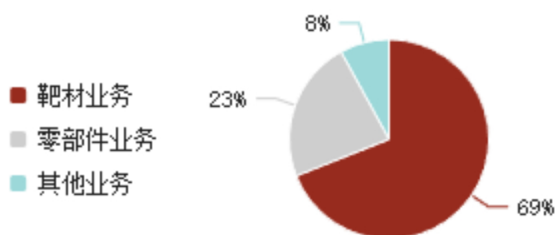
该板块业务种类较为多元，主要包括陶瓷覆铜基板、SiC外延片、LCD碳纤维复合部件、液晶平板显示用高纯靶材以及靶材回收与清洗翻新服务等。该业务设立的初衷主要是为了配合主业发挥协同效应，并利用现有资源进行产线复用与多元化技术探索。我们将该业务的竞争市场界定为中国市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

江丰电子是典型的技术与资产双密集型高端制造平台。其模式以超高纯金属提纯核心技术为基石，构建了“材料+零部件”的全产业链布局。公司的研发强度与资产强度较高，持续攻克先进制程壁垒，构筑极深技术护城河。设备与扩产投入大，折旧压力较大，属重资产运营。公司的靶材产品质量高度依赖原材料的纯度，上游稀缺矿产资源依赖性强，因此供应商集中度较高，公司正通过向上游延伸强化控制。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

江丰电子的资产强度较高，核心在于其坚定推行的“全产业链垂直整合”战略。不同于轻资产的简单加工模式，公司深度布局了上游超高纯金属提纯及下游精密零部件制造的重资产产能，庞大的高纯冶炼装备、精密CNC加工中心与多个新生产基地（如临港、武汉）的配套设施投入，直接推高了固定资产在总资产中的占比。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司的研发强度长期维持高位，主要源于半导体靶材与零部件行业技术迭代迅速的内在要求。为了在超高纯金属提纯、先进制程靶材等核心“卡脖子”技术上打破国际垄断，并持续配合台积电、中芯国际等头部晶圆厂进行协同开发以满足严苛认证需求，公司必须保持高强度的研发投入。

3.3 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

江丰电子的供应商集中度较高，主要受制于上游高纯金属原材料市场的寡头垄断格局。由于高纯铜、钼等核心原材料的提纯技术壁垒极高，全球合格供应商数量有限且产能分布集中。为了保障供应链安全及产品品质的稳定性，公司必须与少数头部原材料厂商建立长期稳固的战略合作关系，这客观上导致了前五大供应商的采购占比维持高位。

4. 历史经营绩效

从历史经营绩效来看，公司历史成长能力评级表现优异，但盈利能力及股东回报评级整体表现平稳偏弱。这主要归因于公司正处于“材料+零部件”战略的高强度投入期，新建基地的巨额折旧摊销与持续攀升的研发投入暂时压制了利润释放弹性。此外，公司的业务控制力评级处于中低水平，核心制约因素在于下游晶圆厂客户高度集中且强势，对公司形成了较强的议价优势与营运资金占用压力。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



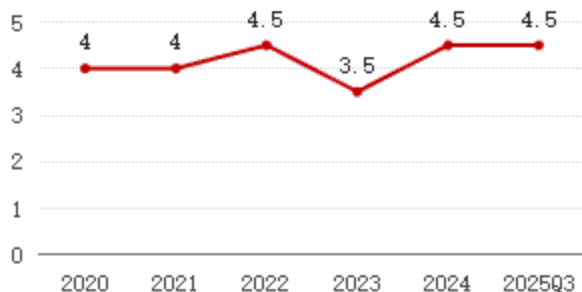
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力评级整体表现平稳，维持在中等水平。2023 年受半导体行业周期下行影响曾短暂承压，目前已企稳回升。未能达到高分的核心症结在于公司正处于“重资产扩张”的投入期，新建基地带来的巨额折旧摊销显著侵蚀了利润空间；同时，零部件业务尚在爬坡，规模效应不足叠加产品结构调整，导致毛利率承压，限制了盈利能力的向上突破。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



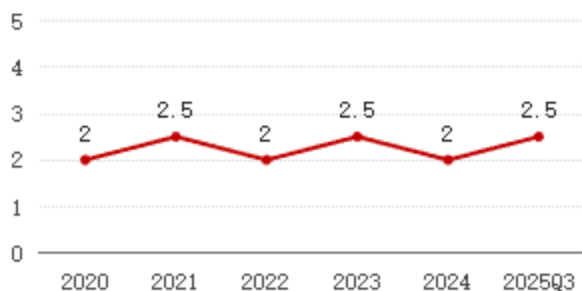
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史成长能力评级长期维持在高位，整体表现优异。虽然2023年受半导体行业下行周期及去库存压力的影响，评分曾出现短暂回调，但最新季度成长能力已迅速反弹至高点。核心原因在于下游半导体市场景气度回暖带动晶圆厂稼动率提升，叠加公司“靶材+零部件”双引擎战略的有力兑现，特别是精密零部件业务的爆发式放量，成功构建了第二增长曲线，驱动整体业绩重回高速增长通道。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★☆☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力星级在低位震荡，整体水平偏弱，未能达到高分的主要症结在于产业链话语权的缺失。受限于下游晶圆厂客户极高的集中度与强势地位，公司不仅面临长账期的应收账款压力，还需维持高昂的贵金属原材料库存，导致大量营运资金被双重占用，进而严重削弱了经营性净现金流对净利润的覆盖质量，财务健康状况持续承压。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报评级长期维持在一般水平，表现相对平稳。核心在于公司正处于“产能扩张与技术攻坚”的关键投入期，高强度的资本开支与研发投入虽然推动了营收增长，但也带来了较大的折旧压力与资金需求，限制了净利润释放的弹性与ROE水平；同时，公司优先将资金用于长期战略布局，现金分红策略相对保守，导致整体对股东的回报吸引力提升有限。

5. 四维评级

公司成长空间评级较高，主要受益于半导体供应链国产自主可控需求迫切及下游晶圆厂持续扩产带来的确定性增量；盈利趋势评级稳健向好，主要系行业景气度回暖带动核心靶材业务修复，且零部件业务随着产能释放逐步摊薄折旧压力；公司产业格局评级一般，虽靶材制造技术门槛极高，但受限于下游晶圆厂客户高度集中且议价权强势，叠加零部件市场竞争相对分散；但公司护城河星级较高，主要系凭借“高纯金属提纯-靶材制造”的垂直整合优势及严苛的客户认证壁垒，构筑了极强的存量竞争护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的整体成长空间广阔，形成了以稳健的超高纯溅射靶材为基石、高爆发的精密零部件为新增长极的双引擎驱动格局。尽管靶材板块受限于行业周期增速相对平稳，但核心精密零部件业务凭借刻蚀、薄膜沉积等关键设备国产替代的巨大缺口及下游晶圆厂的扩产需求，拥有广阔的市场延伸空间与极强的成长弹性。

靶材业务(4星):

行业天花板较高，受益于全球半导体晶圆厂的持续扩产及国产化进程加速，溅射靶材作为芯片制造的关键耗材，其需求随晶圆投片量提升具备极强的确定性。公司依托“超高纯金属提纯-靶材制造”的垂直整合优势，成功打破了美日国际垄断，在存量市场中凭借极高的客户粘性与技术壁垒稳步提升全球市占率，发挥着公司业绩增长“压舱石”的关键作用。

零部件业务(5星):

零部件业务市场空间庞大，仅国内市场零部件业务空间超千亿，深度受益于半导体供应链自主可控的迫切需求及国内晶圆厂的持续扩产浪潮。作为刻蚀、薄膜沉积等核心设备的“心脏”与关键耗材，精密零部件的国产化率极低，替代空间巨大且确定性强。公司依托“材料+加工”的一体化协同优势及深厚的客户渠道壁垒，正加速从备件市场向原装配套渗透，该业务已成为驱动公司未来业绩爆发的第二增长极。

其他业务(3.5星):

主要涵盖精密陶瓷基板、碳化硅外延片及资源回收业务。该板块精准卡位新能源与功率半导体黄金赛道，尤其是AMB基板与SiC外延片，深度受益于国产替代逻辑，拥有较好的远期成长潜力。尽管目前新业务尚处于产业化导入初期，体量较小，但叠加资源回收业务对关键原材料成本的闭环支撑，整体具备明确的战略价值与向上弹性，故成长空间较好。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势向好，主要由于靶材与零部件业务的良性共振。一方面，核心溅射靶材业务受益于半导体行业景气度回暖及晶圆厂稼动率回升，盈利基石稳固且具备修复弹性；另一方面，精密零部件业务随着产能利用率提升及高端产品放量，有望逐步消化新建基地的折旧压力，驱动公司整体盈利中枢在触底后迎来稳步回升。

靶材业务(4星):

随着全球半导体行业去库存结束及晶圆厂稼动率回升，靶材作为核心耗材需求显著回暖，带动盈利能力稳步修复。公司依托“金属提纯-靶材制造”的垂直整合成本优势及极高的客户粘性，在存量竞争中具备优于行业的业绩韧性及稳定性，持续发挥公司利润“压舱石”的关键作用，盈利趋势星级优秀。

零部件业务(3.5星):

受益于半导体设备国产化浪潮及下游晶圆厂的扩产需求，该业务正处于从“高强度投入”向“规模效益释放”的关键转折期。尽管新建基地的折旧摊销与新产品验证成本暂时限制了当期利润的释放弹性，但凭借“材料+零部件”的一体化协同壁垒，其毛利率随着高端产品放量正稳步爬坡，具备优于纯加工企业的盈利向上潜力，盈利趋势星级较好。

其他业务(2星):

主要涵盖精密陶瓷基板、碳化硅外延片及资源回收业务，该板块目前仍处于高投入、低产出的产业化培育期，受限于新建产线的巨额折旧摊销及高昂的研发试错成本，其毛利率显著承压。此外，由于产能利用率尚未饱和且良率仍在爬坡，该业务暂未形成规模经济效益，对公司整体业绩形成负向拖累，盈利趋势星级较差。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局评级一般。尽管核心溅射靶材业务凭借极高的技术壁垒打破了国际垄断，在细分领域构筑了稳固的护城河；但受限于下游晶圆制造环节的高度集中与极强话语权，公司始终面临着严苛的认证壁垒与较弱的议价能力。这种产业链地位的“结构性弱势”，叠加零部件业务尚处国产替代突围期的激烈博弈，因此公司的整体产业格局评级一般。

靶材业务(3.5星):

该业务产业格局评级较好，核心在于其构建了极高的技术与认证壁垒。不同于低门槛的普通材料，半导体靶材对纯度及工艺要求极严，且客户验证周期长，供给端格局清晰，有效避免了低端内卷。但受限于下游晶圆厂客户高度集中且地位强势，公司在价格博弈中略显被动，这种“供给高壁垒”与“需求强议价”的特征，决定了其产业格局评级定为3.5星。

零部件业务(2.5星):

该业务产业格局评级较差，主要受限于业务尚处起步期且产品结构层级不高。目前公司出货仍以技术含量一般的结构件为主，具备高护城河属性的高端核心功能部件尚未实现大规模放量。这种“低端为主、高端缺位”的现状，导致公司极易陷入同质化价格博弈，难以在短期内构建起稳固的市场垄断地位与强议价权。

其他业务(3星):

该业务产业格局评级一般。尽管布局的陶瓷基板与碳化硅外延片卡位热门赛道，但目前尚处孵化突围期，面临激烈的技术博弈与同质化竞争，尚未建立起稳固的头部垄断优势；叠加资源回收业务主要侧重于内部供应链配套，对外缺乏强议价权与排他性壁垒，导致该板块整体缺乏掌控力，难以支撑更高的格局评级。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体的护城河星级较高，其中溅射靶材业务优势显著。除了凭借“金属提纯-靶材制造”的垂直整合确立了极高的技术与成本壁垒外，公司还攻克了超高纯金属核心技术，并依托严苛的客户认证体系深度绑定全球头部晶圆厂，构筑了极强的存量竞争壁垒与不可替代性，相比之下，零部件业务的护城河星级相对较弱，主要系该板块尚处产能爬坡与国产替代初期，虽具备“材料协同”特色，但高端核心部件尚未形成类似靶材那样的绝对技术统治力与市场垄断壁垒。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
靶材业务	(3星) 该业务的护城河宽度星级较高，经壹评级调整的ROE为13.6%，ROIC为11%，具有较高的超额收益。凭借“金属提纯-靶材制造”的垂直整合，公司建立了极高的技术与认证壁垒；但业务控制力受限于下游晶圆厂的强势地位，面临较长的回款周期与占款压力。由于客户集中度极高，大量营运资金以应收账款形式存在，对现金流周转效率构成一定制约。	(5星) 护城河主要由线下渠道、规模经济、利基市场垄断及技术优势四方面共同构成。在线下渠道上，公司与主流晶圆厂均建立了深度合作。在规模经济上，公司靶材出货量已达世界第一，确立了超越同行的成本领先优势，利基市场垄断上，公司在高纯靶材市场中占据了核心份额并形成了稳固的寡头竞争格局。在技术优势上，公司攻克了从源头材料提纯到微观组织控制的关键技术。护城河持续性较强，规模经济上，公司出货量已达世界第一，竞争对手短时间内难以超越，利基市场垄断上，半导体靶材是个典型的利基市场，公司出货量已达世界第一，竞争对手大量涌入的概率较低，公司的优势可以维持。
零部件业务	(1星) 该业务的护城河宽度星级一般，经壹评级调整的ROE为8.8%，ROIC为7.2%，主要受限于精密加工环节较为浓厚的“代工”属性，公司高端产品占比较少，技术门槛相对有限，导致价格战激烈。此外，面对下游高集中度的设备龙头客户缺乏足够的议价权，叠加新建产能带来的折旧摊销压力，使得该业务难以构建起稳固的成本壁垒与竞争优势。	(4.5星) 护城主要由线下渠道、规模经济及技术优势三方面共同构成。线上渠道上，靶材业务与主流晶圆厂都有合作，可以就近供应零部件，规模经济上，目前已投建大量零部件生产基地，产能释放后，将有较大的规模优势。技术优势上，依托独特的“自产材料+精密加工”一体化模式，构筑了单纯机加工企业难以复制的技术护城河。护城河持续性较强，主要系公司零部件业务放量后，规模经济将会进一步加强，以及公司是靶材业务起家，在原材料提纯方面具有得天独厚的优势，这是纯加工企业难以模仿的技术优势。
其他业务	(0.5星) 该业务的护城河宽度星级较差，经壹评级调整的ROE为3.9%，ROIC为3.5%，均处于较低水平，目前不具备超额收益能力。主要系陶瓷基板与碳化硅外延片等新业务尚处高强度的投入期，面临巨额的固定资产折旧与高昂的研发试错成本，且由于良率爬坡缓慢，尚未形成规模经济效应；叠加资源回收业务主要侧重于内部供应链配套，对外缺乏独立定价权与核心竞争壁垒，导致该板块整体在市场竞争中处于明显的劣势地位。	(1.5星) 该业务的护城河持续性较差，主要受限于规模经济处于明显的劣势地位。由于精密陶瓷基板与碳化硅外延片等新业务尚处产业化培育初期，巨额的设备投入带来了沉重的固定资产折旧压力，而当前微小的出货体量根本无法有效摊薄这些固定成本，导致单位制造成本居高不下；叠加资源回收业务主要服务于内部闭环，缺乏对外的大规模扩张能力，难以形成边际成本递减的规模效应。这种“高固定成本+低产出规模”的负向剪刀差，使得该业务在较长时期内都将面临规模经济为负的困境，难以构建起可持续的成本护城河。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于对公司核心靶材业务凭借垂直整合优势稳固全球龙头地位、毛利率维持高位，以及零部件业务虽验证周期长但一旦导入即具备极强壁垒的基本假设；我们认为，市场当前给予的高估值倍数实质上是对其“供应链自主可控”战略稀缺性与长期高确定性成长的合理定价。尽管短期内零部件高端化爬坡存在波动，但考虑到行业复苏带来的β收益以及AI算力需求对高端靶材的强劲拉动，公司的高成长性有望逐步消化静态溢价。基于壹评级的DDM估值和动态估值方法，经测算公司目前估值处于合理的状态。

6.1 核心假设及逻辑

业务1：靶材业务

收入假设：

- 1) 市场份额：依托“金属提纯-靶材制造”的垂直整合优势，随着前端制造靶材的高端化突破及封测用靶材顺利导入全球主流封测厂商，公司在核心市场的占有率有望持续提升，整体份额趋势向好。
- 2) 行业增速：受益于晶圆先进制程演进及AI芯片带动的CoWoS、3D堆叠等先进封装需求爆发，行业规模在显性期内维持中高速增长，预计半显性期增速中枢逐步回落至5%左右。

毛利率假设：

随着半导体先进制程渗透率提升及核心原材料自供比例的持续优化，该业务毛利率整体呈上升趋势。分产品看，铝靶与钛靶因原材料自供及提纯技术成熟，毛利率长期维持高位；钽靶作为先进制程关键材料，受益于自供比例提升，毛利率稳步增长；铜靶材虽目前受制于龙头JX金属的垄断，但随着技术突破带来的放量及规模效应释放，其盈利弹性将逐步显现。中长期看，鉴于靶材属于高技术壁垒的利基市场，竞争格局优良，预计在半显性期内毛利率仍能维持较高水平，公司凭借垂直整合的龙头壁垒将持续享受稳定的超额收益。

业务2：零部件业务

收入假设：

- 1) 市场份额：受益于供应链安全自主可控的迫切需求，公司气体分配盘、刻蚀用硅电极及硅环等核心产品在国内市场加速放量。随着公司定增落地与新建产能的逐步释放，叠加高端化产品验证取得突破，公司在半导体零部件领域的综合市占率将呈持续提升态势。
- 2) 行业增速：中国大陆作为全球半导体设备增长最快的区域（2019-2023年CAGR高达28.4%），叠加AI技术变革推动整体市场规模扩容，行业景气度持续向上。零部件作为设备制造的核心上游环节，直接受益于设备端的强劲增长，预计在显性期内将维持较高的增速水平，半显性期增速中枢逐步回落至5%左右。

毛利率假设：

近几年内，受限于中低端市场的激烈价格战与同质化竞争，叠加高端产品放量进展较慢，该业务毛利率处于相对低位，对整体盈利能力形成拖累。展望未来，随着公司高端化战略推进及核心产品逐渐放量，高附加值订单占比的提升将驱动毛利率走出底部并实现稳步提升。

业务3：其他业务

收入假设：

1) 市场份额：公司该板块业务种类繁多，主要涵盖碳化硅外延片、陶瓷基板及贸易回收等，定位上更多侧重于产线复用与多元化技术探索，并非目前的战略主攻方向。考虑到陶瓷基板尚处于送样阶段，且碳化硅主要应用于新能源特定细分领域，市场空间相对有限，预计公司在该板块的市场份额将保持相对稳定。

2) 行业增速：然碳化硅材料赛道增速较快，且未来陶瓷基板的逐渐放量有望带来一定拉动，但受限于占比不小的材料贸易及废料回收等传统业务增速平缓的拖累，预计该板块整体行业增速表现一般。

毛利率假设：

该业务产品结构较为复杂，主要包括面板支撑材料、碳化硅及陶瓷基板材料，以及废料回收与材料贸易等。受限于贸易与回收类业务的低附加值属性，以及新材料业务尚未形成大规模效应，预计毛利率将长期维持在20%左右的水平。

表2：公司整体业绩预测

江丰电子	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	23.2	26.0	36.0	46.8	58.3	71.4	85.5	102.1
归母净利润(亿)	2.5	2.8	5.3	4.7	6.9	9.0	10.8	13.0
归母净利润增速(%)	160.0	13.8	85.7	-11.1	46.3	30.3	20.6	20.7
经营性净利润(亿)	2.3	2.0	3.1	4.7	6.9	9.0	10.8	13.0
经营性净利润增速(%)	139.3	-13.4	57.1	52.9	46.3	30.3	20.6	20.7
经营性归母净利润(亿)	2.5	2.3	4.5	4.7	6.9	9.0	10.8	13.0
经营性归母净利润增速(%)	149.0	-10.2	98.4	4.5	46.3	30.3	20.6	20.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

靶材业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	16.1	16.7	23.2	28.8	34.2	40.1	46.5	54.4
收入增速(%)	59.8	3.8	38.9	24.0	18.8	17.3	16.0	17.0
经营性净利润(亿)	1.8	1.3	2.4	3.9	5.0	6.1	7.2	8.5
经营性净利率(%)	11.2	7.5	10.2	13.5	14.7	15.2	15.4	15.7
经营性净利润增速(%)	74.9	-30.6	89.3	64.0	29.0	21.7	17.5	18.9
零部件业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.6	5.7	8.9	13.3	18.8	25.1	32.2	40.3
收入增速(%)	94.5	59.1	55.6	49.9	41.4	33.5	28.3	25.2
经营性净利润(亿)	0.4	0.3	0.7	0.6	1.6	2.6	3.3	4.2
经营性净利率(%)	10.4	4.9	8.4	4.6	8.7	10.3	10.3	10.4
经营性净利润增速(%)	304.2	-24.2	165.9	-17.6	164.6	58.7	28.7	25.6
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.5	3.6	3.9	4.7	5.3	6.2	6.8	7.4
收入增速(%)	-11.8	1.3	8.0	20.0	15.0	15.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.4	-0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
经营性净利率(%)	2.4	11.8	-1.2	4.2	4.2	4.3	4.3	4.4
经营性净利润增速(%)	146.8	402.7	-110.7	530.5	16.5	16.4	11.3	11.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
靶材业务	5.0%	中等	较好	强	7.5%	19.5	10.6
零部件业务	8.7%	中等	一般	强	7.8%	16.79	8.1
其他业务	8.4%	中等	较好	一般	7.8%	15.26	0.4
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
靶材业务(亿)	7.4	124.0	131.4	-	-	2.0	133.4
零部件业务(亿)	-16.9	80.2	63.4	-	-	1.0	64.4
其他业务(亿)	-3.3	4.1	0.8	-	-	1.0	1.8
公司整体测算(亿)	-12.8	208.3	195.6	-	-	4.0	199.6

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
靶材业务(亿)	41.2	88.3	129.5	-	-	2.0	131.5
零部件业务(亿)	8.0	84.1	92.1	-	-	1.0	93.1
其他业务(亿)	-3.9	2.7	-1.2	-	-	1.0	-0.2
公司整体测算(亿)	45.3	175.0	220.4	-	-	4.0	224.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司的估值确定性处于中等水平。分业务看，核心靶材业务的业绩能见度相对优于处于成长初期的零部件业务；然而，即便在靶材板块，钽靶与铜靶等高端原材料的提纯突破高度依赖技术研发进展，这种非线性的技术攻关难以提前锁定，给成本端的改善带来扰动。与此同时，零部件业务面临着国产替代节奏波动的外部不确定性，且高端产品的研发涉及多学科复杂技术耦合，叠加漫长的验证周期与良率爬坡过程高度依赖技术水平，使得业绩释放的节点难以精准预判，因此对整体估值的确定性给予中等评级。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。