

有研新材(600206)

国内靶材龙头，产能加速释放助力公司发展

——有研新材覆盖报告

✎：分析师 马金龙 执业证书号：S1230520120003
☎：分析师 刘岗 执业证书号：S1250517100001
✉：majinlong@stocke.com.cn；liugang@stocke.com.cn

投资要点

公司是国内集成电路用超高纯金属靶材的龙头企业，未来靶材产能持续提升，由2021年的2万块提升到2025年的7.3万块，且结构持续优化，技术壁垒高、盈利能力强的铜、钴、镍等靶材占比不端提升

公司覆盖靶材产业链中上游环节，攻破金属提纯技术。核心业务为集成电路用超高纯金属靶材，在国内处于领先地位，已实现铜系列靶材、钴靶材等垂直一体化，在重要芯片下游客户保持稳定批量供应，龙头地位稳固；截至2021年底公司已有靶材产能为2万块，未来随着有研亿金的靶材扩产项目的投产，公司将于2025年底实现靶材产能73000块/年，CAGR为33.28%。

除靶材外，公司主要定位于“电磁光医”四大板块，加快向高端优势产品的结构转型

磁板块：公司重点发展磁材用稀土金属、合金及靶材产业，已进军高端稀土磁材市场和烧结钕铁硼行业；**光板块：**公司红外锗单晶制品销量超10吨，全球市占率约25%，同时布局半导体光电子材料新领域；**医板块：**数字化口腔正畸产品成功开拓市场，高性能镍钛生物医用材料实现批量销售，已成功跻身国内一线固定正畸器械制造和服务商；

公司产品持续向高端及优势产品转型发展。铜系列靶材、钴靶材占比逐步上升，未来将专注于持续推广12英寸高端靶材产品；同时在磁性材料、高端稀土磁材领域积极向下延伸产业链，以加快构建全产业布局。

盈利预测及估值

我们预计公司2022-2024年实现营业总收入165.3/173/184.9亿元，归母净利润4.08/5.8/8.2亿元，EPS分别为0.48/0.69/0.96，对应PE为34/24/17，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

半导体行业景气度不及预期、金属价格大幅波动、靶材产能投放不及预期

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	16058.61	16531.63	17300.29	18487.27
(+/-)	23.82%	2.95%	4.65%	6.86%
净利润	238.76	407.51	582.89	816.36
(+/-)	-1.91%	70.68%	43.04%	40.05%
每股收益(元)	0.28	0.48	0.69	0.96
P/E	57.65	33.78	23.62	16.86

评级

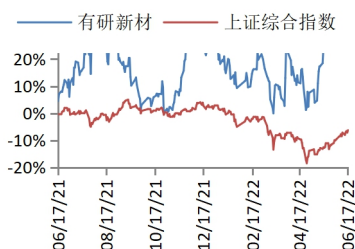
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥16.26

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.13
4Q/2021	0.04
3Q/2021	0.08
2Q/2021	0.10



公司简介

相关报告

报告撰写人：马金龙、刘岗
联系人：刘岗

正文目录

1. 有研新材是国内集成电路用超高纯金属靶材开发领先企业.....	4
1.1. 控股股东为有研科技集团.....	4
1.2. 专注靶材产品发展, 高纯、超高纯金属材料已成为业绩主要贡献.....	5
2. “电磁光医”四大板块齐头并进, 协同效应尽显.....	6
2.1. 电板块: 覆盖靶材产业链上中游, 2021-2025 产能 CAGR 达 38.22%.....	6
2.1.1. 公司产品覆盖靶材产业链上中游, 专注于高纯金属靶材.....	7
2.1.2. 靶材行业高度集中于美日等国, 以有研新材为代表的国内企业逆势而上.....	9
2.1.3. 在半导体需求和国产化加速双重驱动下, 靶材市场规模将持续扩张.....	11
2.2. 磁板块: 重点布局磁材、稀土靶材, 加快构建稀土磁材全产业链.....	12
2.3. 光板块: 红外储单晶全球市占率达 25%, 为主要供应商之一.....	13
2.4. 医板块: 重点发展口腔、医学材料, 已成为国内一线正畸器械提供商.....	14
3. 盈利预测与估值.....	15
4. 风险提示.....	16

图表目录

图 1: 有研新材发展历程.....	4
图 2: 有研科技集团为控股股东.....	5
图 3: 公司主营产品.....	5
图 4: 2021 年铂族金属材料营收占比达 72.84%.....	6
图 5: 2021 年稀土材料毛利贡献达 31.08%.....	6
图 6: 2020 年医板块和光板块产品毛利率超 45%.....	6
图 7: 公司覆盖靶材产业链金属提纯及中游加工环节.....	7
图 8: 溅射靶材产业链公司.....	8
图 9: 公司电板块产品系列.....	8
图 10: 2021 年公司高纯/超高纯金属靶材产量约 304 吨, 同比增长约 80%.....	9
图 11: 2019 年全球半导体靶材市场竞争格局.....	10
图 12: 2012-2021 年我国集成电路销售额(亿元).....	11
图 13: 2012-2021 年我国集成电路进出口额(千美元).....	11
图 14: 2020 年中国半导体用靶材市场规模达 17 亿元.....	12
图 15: 靶材行业市场规模预测(万亿元).....	12
图 16: 公司磁板块产品系列.....	12
图 17: 2021 年公司稀土主要产品产量达 4841.76 吨.....	13
图 18: 公司光板块产品系列.....	13
图 19: 2021 年公司红外光学、光纤光电材料产品产量约 30 吨.....	14
图 20: 公司医板块产品系列.....	14
图 21: 2021 年公司医疗器械产品产量为 997536 个.....	15

表 1: 贵金属溅射靶材在半导体制造中的应用.....	9
表 2: 公司未来重点靶材项目表.....	9
表 3: 中国半导体靶材主要生产公司概况.....	10
表 4: 溅射靶材行业壁垒.....	11
表 5: 公司细分业务盈利预测.....	15
表 6: 公司估值对比表.....	16
表附录: 三大报表预测值.....	17

1. 有研新材是国内集成电路用超高纯金属靶材开发领先企业

有研新材主要从事微光电子用薄膜材料、超高纯金属靶材、稀土材料、生物医用材料、稀有金属及贵金属、红外光学及光电材料等新材料的研发与生产，是我国有色金属新材料行业的骨干企业。公司的产品主要应用于新一代信息技术、新能源及新能源汽车、高端装备制造、节能环保、生物医药等战略性新兴产业领域，以满足国民经济发展和国防科技工业建设需要。

1.1. 控股股东为有研科技集团

有研新材是由北京有色金属研究总院独家发起，于1999年3月成立，同年在上交所挂牌上市，原名为有研半导体材料股份有限公司2006年完成股权分置改革，2014年完成重大资产重组，实现业务转型，从单一从事半导体硅料的企业发展为集半导体、稀土材料、光电材料、高纯/超高纯金属材料、医用材料等多领域于一身、成为国内具有领先优势的新材料领军企业。

2015年子公司有研亿金将医疗产业剥离出来并作为重要板块单独运营；2018年公司镉、钽靶材市场占有率超90%，稳居国内第一；2019年开始进军半导体零件服务，产业链向烧结钨钼行业延伸，全年实现营收突破100亿元，净利润突破1亿元；2021年山东高纯材料基地实现全年投产，为公司实现铜靶材、钴靶材垂直一体化奠定基础。

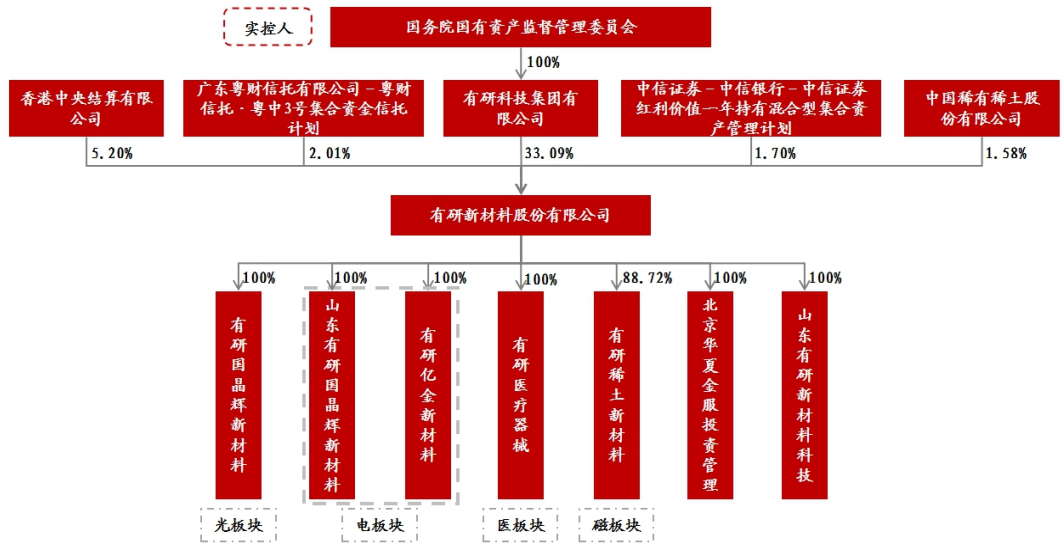
图 1：有研新材发展历程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，国资委通过持有有研科技集团100%股权进而控股公司。有研新材的股权结构较为稳定，控股股东为有研科技集团有限责任公司，持有公司33.09%股份。有研新材拥有控股或间接控股企业19家，其中全资子公司山东右眼国晶辉、有研亿金主要定位于发展电板块，全资子公司有研晶辉的主营业务为红外光学、发光材料。

图 2：有研科技集团为控股股东



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

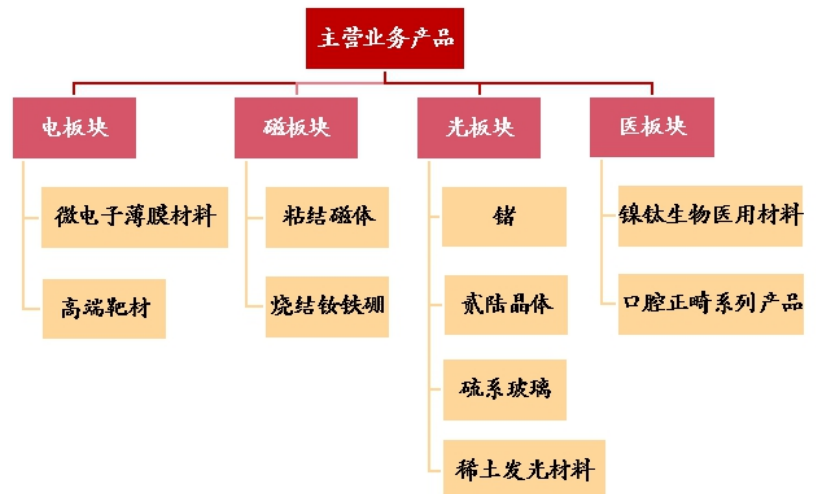
1.2. 专注靶材产品发展，高纯、超高纯金属材料已成为业绩主要贡献

集成电路用金属靶材是公司核心产品。公司主营业务定位于战略性新材料领域，覆盖高端金属靶材、先进稀土材料、特种红外光学及光电材料、生物医用材料等战略性新材料领域。

公司主营业务可分为“电磁光医”四大板块，其中电板块主要包括集成电路用靶材、稀贵金属材料等业务，磁板块包括磁性材料及磁体、稀土金属等业务，光板块包括特种红外光学、发光材料等业务，医板块包括生物医用材料及口腔器械等业务。

公司产品主要应用于新一代信息技术、高端装备制造、节能环保、生物医用材料等战略性新兴产业和国防军工领域，满足国民经济发展和国防科技工业建设需要。

图 3：公司主营产品

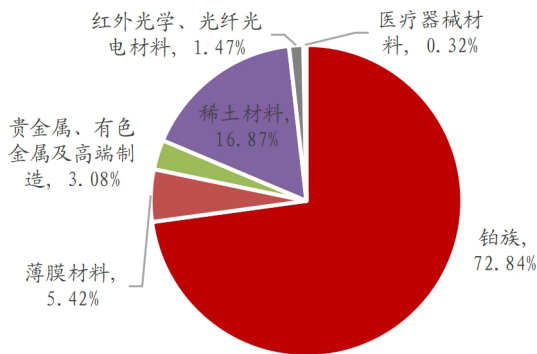


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

产品结构持续优化，主导业务高纯、超高纯金属材料逐渐成为主要营收贡献。近年来公司集中力量持续发展12英寸高端靶材产品，8-12英寸产品销售数量占比显著提升，铜系列靶材、钴靶材占比逐步上升。

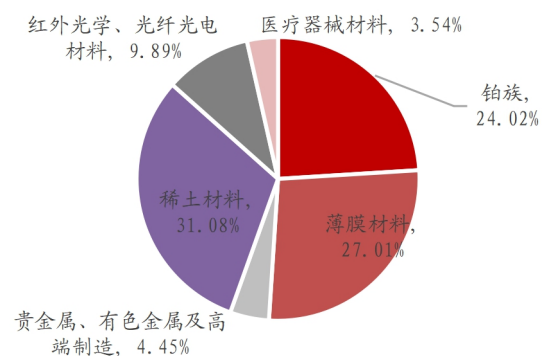
得益于高端靶材产品的扩能量增，高纯、超高纯金属材料营收贡献从2017年的44.16%增至2021年的81.34%，稀土材料营收占比逐年下降，2021年营收贡献为16.87%。主要包括铂族、贵金属、有色金属及薄膜材料。其中铂族营收贡献72.84%，其次是稀土板块营收贡献占比16.87%。

图4：2021年铂族金属材料营收占比达72.84%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

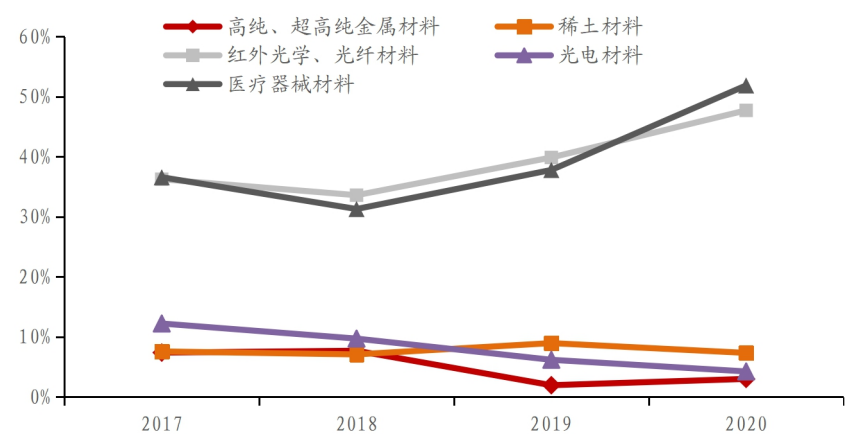
图5：2021年稀土材料毛利贡献达31.08%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

高纯金属及稀土材料为公司主要毛利贡献，“医”和“光”板块产品毛利率均超45%。2021年，铂族毛利占比24.02%，薄膜材料或靶材毛利贡献达27.01%，仅次于稀土材料的31.08%。2017-2020年，医疗器械材料及红外光学光纤材料毛利率在2018年小幅下降后实现大幅提升，截至2020年两个板块产品的毛利率均超过45%，远高于其他业务产品。

图6：2020年医板块和光板块产品毛利率超45%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. “电磁光医”四大板块齐头并进，协同效应尽显

2.1. 电板块：覆盖靶材产业链上中游，2021-2025产能CAGR达38.22%

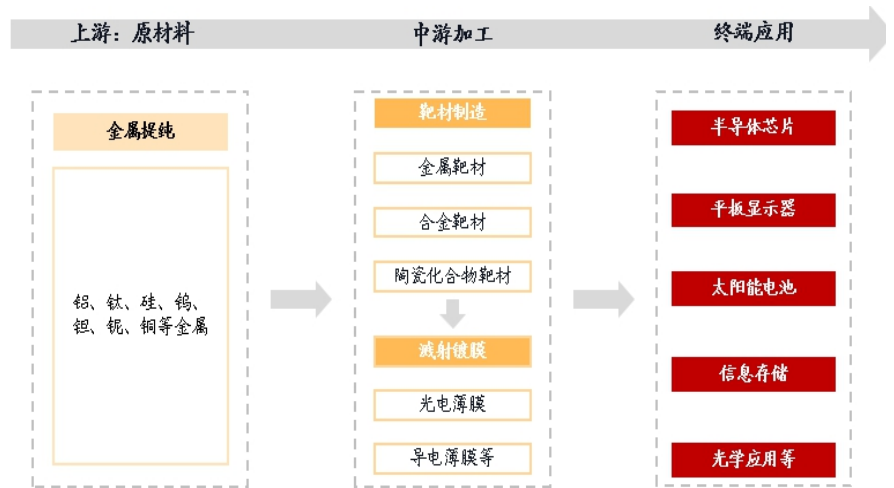
2.1.1. 公司产品覆盖靶材产业链上中游，专注于高纯金属靶材

公司主营产品高纯、超高纯金属靶材位于产业链中游，同时覆盖上游金属提纯环节。靶材的产业链上游是铝、铜、钴、钛、钨、钽、铌等高纯金属的提纯；

中游加工环节主要包括靶材制造与溅射镀膜，其中靶材制造可分为金属靶材、合金靶材及陶瓷化合物靶材，溅射镀膜主要分为光电薄膜和导电薄膜等；

产品将广泛应用于半导体芯片、面板显示、太阳能电池、电子信息等终端领域。

图7：公司覆盖靶材产业链金属提纯及中游加工环节

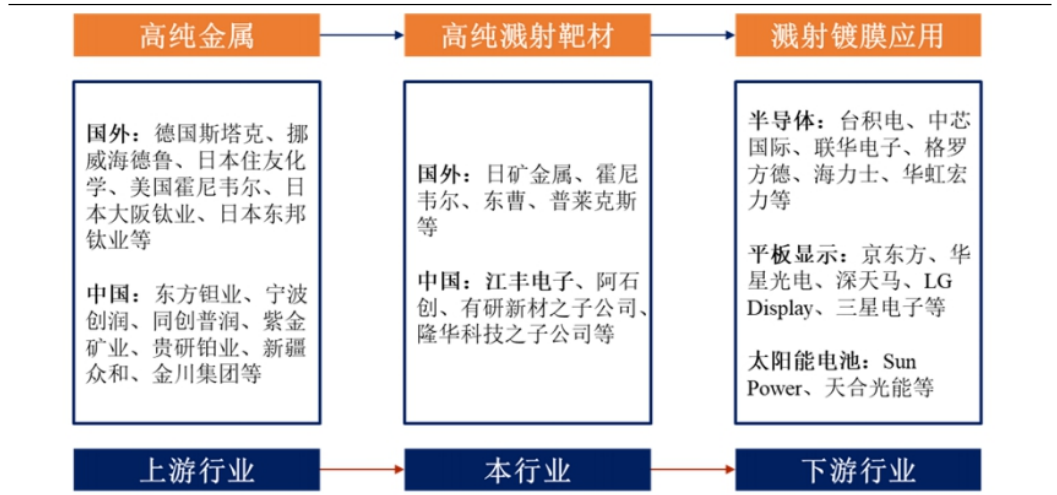


资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

溅射靶材是制造半导体芯片必需的一种极其重要的关键材料，其原理是采用物理气相沉积技术（PVD），用高压加速气态离子轰击靶材，使靶材的原子被溅射出，以薄膜的形式沉积到硅片上，最终形成半导体芯片中复杂的配线结构。溅射靶材具有金属镀膜的均匀性、可控性等诸多优势，因此被广泛应用于半导体领域。

公司主营产品溅射靶材主要应用于集成电路制造领域，并积极向下游产业进一步延伸。公司布局的靶材主要有8-12英寸高端集成电路靶材用超高纯铜、铝、钛、钴、钽、贵金属靶材和高纯镍铂合金靶材，同时也在铝钽靶材、钨靶材研发取得重要进展，特别是超高纯铜、钴、贵金属等靶材产品具有领先优势，批量供货于国内外高端客户。其中超高纯铜及铜合金、钴及贵金属等靶材已完成从原材提纯到靶材加工整条工艺路线开发，实现了6N高纯铜等靶材原料的自产自供，打破了国外对此技术的垄断。此外，公司专门建立了山东高纯材料基地，以实现铜、钴垂直一体化。

图 8：溅射靶材产业链公司



资料来源：江丰电子向特定对象发行股票并在创业板上市募集说明书，浙商证券研究所

铜靶材是真空镀膜行业溅射靶材中的一种，是高纯铜材料经过系列加工后的产品，具有特定的尺寸和形状高纯铜材料。由于高纯铜特别是超高纯铜具有许多优良的特性，已广泛应用于电子、通信、超导、航天等尖端领域。高纯铜及铜合金是目前使用最为广泛的导电层薄膜材料之一。在其应用领域中，超大规模集成电路芯片的制造对溅射靶材金属纯度的要求最高，通常要求达到 99.9999% (6N) 以上，平板显示器、太阳能电池用铜靶的金属纯度略低，分别要求达到 99.999% (5N)、99.995% (4N5) 以上。铜及铜合金作为导电层通常用于 90 纳米以下技术节点的先端芯片中。公司产品超高纯金属靶材是集成电路制造的重要微电子薄膜材料，主要应用于半导体行业。

目前有研亿金 12 英寸超高纯铜合金靶材等新产品已通过世界一流集成电路企业验证并实现批量供货，有研新材已成为当前国内唯一大规模量产铜靶材并通过头部晶圆厂验证的公司。此外，公司还实现了电子薄膜材料产业上下游的全面布局。

图 9：公司电板块产品系列



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

度要求在 4N 以上，且当芯片制程在 20nm 以下，尤其是小于 7nm 时，钴靶材在填满能力、抗阻力和可靠度三方面优势明显。

贵金属（金、银、铂、钯、铑、铱等）具有优异的物理和化学性能，用其制造的靶材广泛应用于半导体领域的高性能薄膜制备中，贵金属靶材主要分为纯金属靶材和合金靶材，其特性直接关系到薄膜质量以及溅射镀膜的成本。随着半导体及信息记录媒体向高密度化、小型化和低成本化发展，贵金属靶材的需求量越来越大。目前，半导体芯片行业用贵金属靶材的纯度要求在 5 N 甚至 6 N 以上。

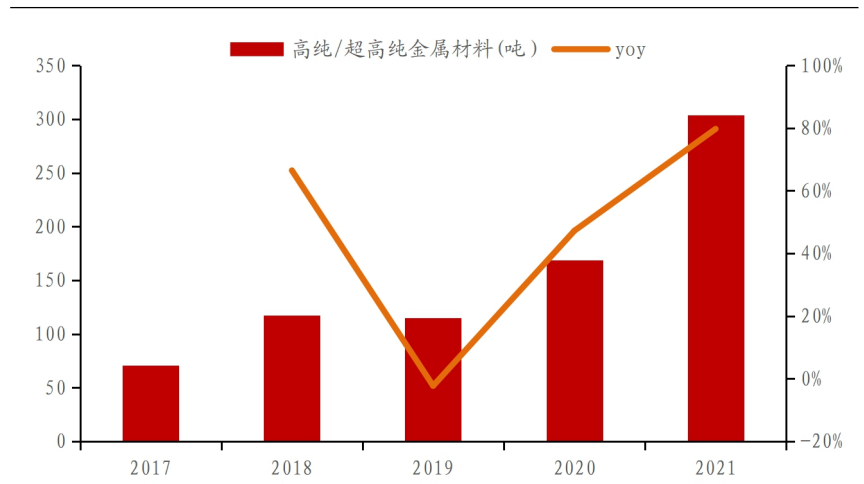
表 1: 贵金属溅射靶材在半导体制造中的应用

靶材材料	性能要求	应用
Ag	纯度 > 4N, 晶粒尺寸均匀可控	分立器件背面金属化、集成电路先进封装
Au	纯度 > 4N, 晶粒尺寸均匀可控	分立器件背面金属化、集成电路先进封装
Pt 及其合金	纯度 > 4N, 晶粒尺寸均匀可控, 合金成分均匀	分立器件肖特基二极管、集成电路硅化物
Pu 及其合金	纯度 > 4N5, 高致密度, 合金成分均匀	集成电路阻挡层

资料来源: 高纯贵金属靶材在半导体制造中的应用与制备技术, 浙商证券研究所

电板块营收逐年提升得益于靶材产品的扩能量增。目前公司已有靶材产能已达到 20000 块/年, 自 2017 年至 2021 年, 电板块营收占比从 44.16% 增至 81.34%, 为主要营收贡献, 这主要得益于产量在不断爬升, 2021 年毛利占比 55.48%, 2021 年电板块主营产品高纯/超高纯金属靶材产量从 2017 年的 70.57 吨增至 304 吨, 同比增长 80%, 近五年 CAGR 高达 44%。

图 10: 2021 年公司高纯/超高纯金属靶材产量约 304 吨, 同比增长约 80%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2025 年靶材产能将达到 73000 块/年, 2021-2025 年 CAGR 为 33.28%。未来随着子公司有研亿金的靶材扩产项目的投产, 公司将于 2025 年底实现靶材产能 73000 块/年, 此项目主要包括山东德州新建生产基地和昌平基地升级改造两部分, 其中主要以高端制程集成电路靶材为主。此项目将利于进一步优化和改善公司产品结构和生产工艺, 加快高端靶材产能的释放, 提高公司的市场占有率及竞争优势。

表 2: 公司未来重点靶材项目表

项目	实施主体	产品	达产后产能	投资额(亿元)	资金来源	建设期	达产时间
有研亿金新材料有限公司靶材扩产项目	有研亿金	靶材(高端制程集成电路靶材为主)	73000 块/年	6.46	自筹	德州基地: 18 个月 昌平基地: 12 个月	2025 年底

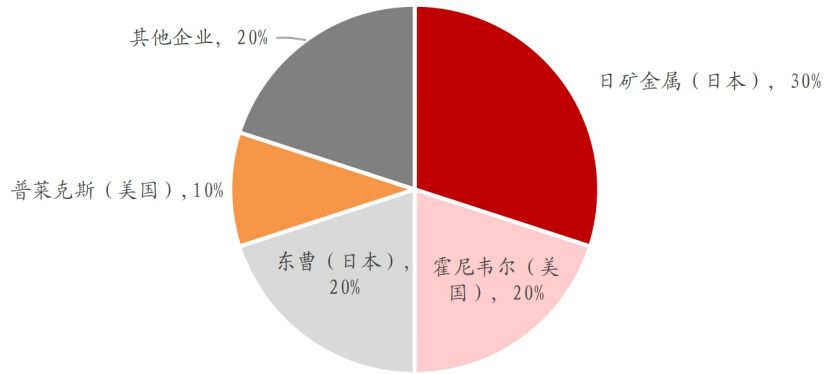
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.1.2. 靶材行业高度集中于美日等国, 以有研新材为代表的国内企业逆势而上

目前芯片靶材市场集中度非常高, 呈现寡头竞争格局。日矿金属、东曹公司以及美国的霍尼韦尔、普莱克斯公司这四家靶材制造国际巨头, 占据了全球半导体芯片用靶材

市场约 80% 的份额，其中，日矿金属占据最大的市场份额，市场占比达到 30%。这些国家的靶材企业从金属材料的高纯化制备到靶材制造生产具备了完备的技术垂直整合能力，控制着全球高端电子制造用靶材的主要市场。全球范围内，高纯金属产业集中度较高，美、日等国家的高纯金属生产商依托其提纯技术在整个产业链中居于有利地位，这也是国外得以寡占靶材市场的重要原因。

图 11：2019 年全球半导体靶材市场竞争格局



资料来源：Wind，浙商证券研究所

高纯溅射靶材行业长期被少数日本、美国企业所掌控。目前，我国与掌握靶材制备先进技术国家的差距主要集中在靶材上游超高纯原材料制备和靶材产品更新换代两个方面。以江丰电子、有研新材等为代表的本土企业不断弥补国内同类产品的技术空白，尤其是在高纯金属的提炼环节打破了美日的技术垄断，缩小了与日美竞争对手的差距，已具备一定国际竞争力，市场影响力及所占份额正在逐步提升。

表 3：中国半导体靶材主要生产公司概况

企业	概述
日矿金属	一家多元化金属制造业公司，拥有全系列的溅射靶材产品可用于半导体、平板显示、光伏电池等下游领域，拥有深厚的技术积累
霍尼韦尔	一家多元化的技术及制造业公司，在电子材料之靶材领域的产品包括各类高纯金属溅射靶材，主要是铝靶、钛靶、钽靶、合金靶、铜靶，能满足半导体领域等客户的需求
东曹	一家多元化的化工行业公司，业务覆盖氯碱化学品、石化、功能性材料等。在功能性材料领域，靶材产品包括陶瓷靶材 ITO 靶材、金属靶材如铝靶、钛靶、钽靶、合金靶、铜靶等，能够为各领域下游客户提供解决方案
普莱克斯	一家多元化的化工行业公司，在靶材细分领域的产品包括高纯金属靶材等能够为各领域下游客户提供解决方案
江丰电子	国内最大半导体芯片靶材生产商；目前已可量产用于 7nm 半导体芯片的钽铜钛铝靶材
有研新材	12 英寸超高纯铜合金靶材等新产品通过世界一流集成电路企业验证并实现批量供货，铝钽靶材、钨靶材研发取得重要进展；主要客户包括中芯国际、台积电、联华电子、北方华创等
阿石创	在面板领域主要生产钼铝铜钛及 ITO 靶材，产品除面板、触控外还应用于光学器件、太阳能光伏和汽车/建筑玻璃镀膜等领域；主要客户包括京东方、群创光电等
隆华科技	通过收购四丰电子切入钨靶材领域，相关产品在面板领域认可度高；截至 2022 年 3 月末，共拥有钨靶材产能 800 吨/年，ITO 靶材产能 160 吨/年；主要客户包括京东方、华星光电、深天马等

资料来源：江丰电子向特定对象发行股票并在创业板上市募集说明书，浙商证券研究所

高纯溅射靶材产业存在较高的行业壁垒如客户认证壁垒、技术壁垒、资金壁垒、人才壁垒，主要体现在对于靶材的研发技术、产品质量、性能指标要求较为严苛，供应商从开发产品到最终实现批量供货的周期较长，因此对新进入企业的资金要求也在持续提升

升；同时靶材供应的客户粘性较强，这就要求企业在各方面均优于客户现有的合作商，才有可能抢占或提高市场份额。

表 4：溅射靶材行业壁垒

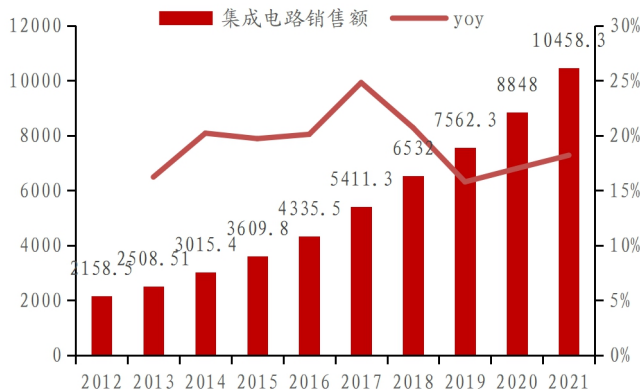
壁垒	概述
客户认证壁垒	高纯溅射靶材技术含量高，其产品质量、性能指标直接决定了终端产品的品质和稳定性，属于客户的关键材料。下游客户对溅射靶材供应商的认证过程主要包括供应商初评、产品报价、样品检测、小批量试用、稳定性检测、批量生产等阶段，过程较为苛刻。供应商从新产品开发到实现批量供货的周期较长。同时新进入者需在技术水平、产品质量、后续服务和供应价格等方面显著超过原有供应商，才有获取业务合作机会的可能性。
技术壁垒	高纯溅射靶材行业是伴随着半导体工业的发展而兴起的产业，属于典型的技术密集型产业，对生产技术、机器设备、工艺流程和工作环境都提出了较为严格的要求，长期以来，以日本、美国为代表的溅射靶材生产商在掌握核心技术以后，执行严格的保密和专利授权措施，对于新进入者设定了较高的技术门槛。
资金壁垒	高纯溅射靶材研发及生产的特点为投入高、周期长。产品从研究开发、性能检测到最终产品的销售，需要投入大量的资金和时间，建设现代化的生产厂房和试验室，引进先进的研发生产设备和精密的检验测量仪器。随着靶材下游应用领域技术迭代速度加快，尤其是终端电子消费品的市场竞争加剧，生产技术标准日趋严格，高纯溅射靶材生产企业在产品研发、生产等方面需持续投入资金保持市场竞争力，因而资金门槛亦持续提升。
人才壁垒	高纯溅射靶材研发和制造需要大批具有深厚专业背景、丰富实践经验的高层次技术人才，具备复合型的专业知识结构和较强的学习能力，对行业技术发展趋势有准确的把握，还需要在实际的工艺环境中长期积累应用经验，深刻理解生产工艺的关键技术环节，才能开发出满足下游客户需求的产品。

资料来源：江丰电子向特定对象发行股票并在创业板上市募集说明书，浙商证券研究所

2.1.3. 在半导体需求和国产化加速双重驱动下，靶材市场规模将持续扩张

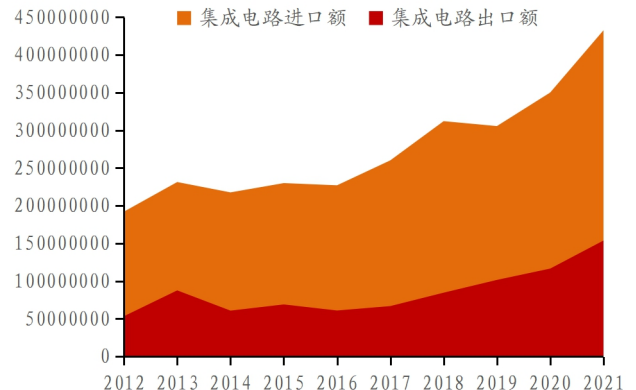
未来国内靶材下游需求空间很大，2021 年集成电路进口替代空间达 4325 亿美元。高纯溅射靶材的下游行业主要包括半导体、平板显示器、太阳能电池等领域，其中半导体用靶材的技术含量和靶材材料的附加值在所有应用领域中最高。在国家针对集成电路产业发展连续颁布的《中国制造 2025》、《国家集成电路产业发展推进纲要》等一系列支持政策的持续助力下，中国成为全世界集成电路发展最快的区域。目前我国国内集成电路产业整体发展趋势良好，集成电路关键装备和材料也在逐步由进口向国产转换，超高纯金属溅射靶材是代表性的关键材料之一，是集成电路制造中的重要薄膜材料，与芯片需求保持同步增长。超高纯金属溅射靶材作为芯片生产制备中核心关键的材料，在逻辑芯片、存储器、功率器件及智能传感器等关键芯片器件的制造中不可或缺。2012 年以来我国集成电路销售额逐年增加，增至 2021 年的 10458 亿元，CAGR 达 19.16%，集成电路进出口额也在逐年攀升，2021 年进口替代空间仍较大，约为 4325 亿美元。随着相关产业的出台，集成电路的国产化率有望进一步提升。

图 12：2012-2021 年我国集成电路销售额（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

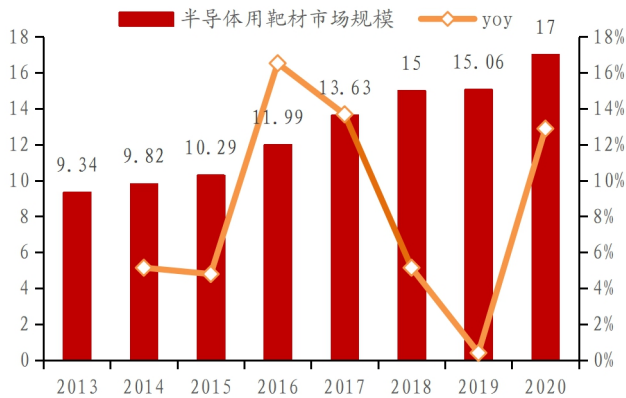
图 13：2012-2021 年我国集成电路进出口额（千美元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

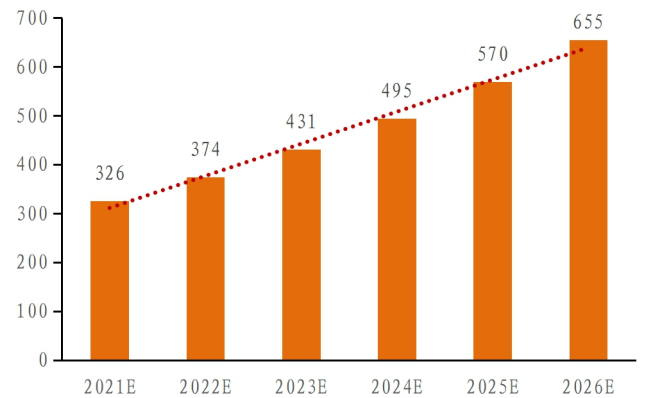
随着国内靶材企业的技术实力持续提升、市场开拓不断加强，全球集成电路高端靶材市场以国外靶材公司为主的格局正在改变，中国靶材企业将扮演越来越重要的角色。在我国集成电路制造业发展带动下，国内相关靶材产业总体规模不断扩大，2013-2020年我国半导体用靶材市场规模达17亿元，市场规模增速接近9%。据前瞻产业研究院预测，2026年我国靶材行业市场规模将达到655万亿元，CAGR约为15%。其中，半导体芯片占比约为45%，由此可见，我国未来靶材行业发展空间广阔。

图 14：2020 年中国半导体用靶材市场规模达 17 亿元



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 15：靶材行业市场规模预测（万亿元）

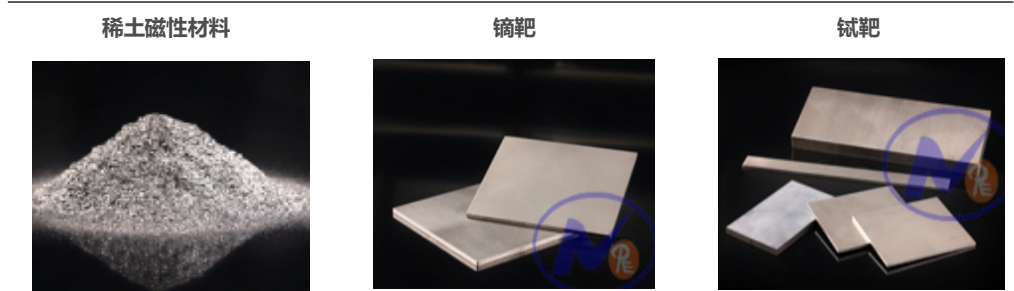


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

2.2. 磁板块：重点布局磁材、稀土靶材，加快构建稀土磁材全产业链

磁板块业务主要包括高纯稀土靶材、稀土化合物、稀土金属及合金、稀土发光材料、稀土磁性材料如烧结钕铁硼、粘结磁体等，以及为客户提供多领域全方位的磁材产品解决方案，产品广泛应用于手机扬声器、摄像头马达、VCM、TWS 耳机、智能音响、微电机、传感器等领域。一方面，公司在四川乐山设立稀土基础材料生产加工基地，基于当地丰富电力资源、保障稀土磁材关键材料的稳定供应；另一方面，公司重点布局磁性材料用稀土金属、合金及靶材产业，设立有研稀土（荣成）磁性材料研究院，进军高端稀土磁材市场和烧结钕铁硼行业、积极推进磁产业规模的提升，加快稀土磁性材料全产业链的构建，以实现协同效应，进而深入开拓市场应用领域。

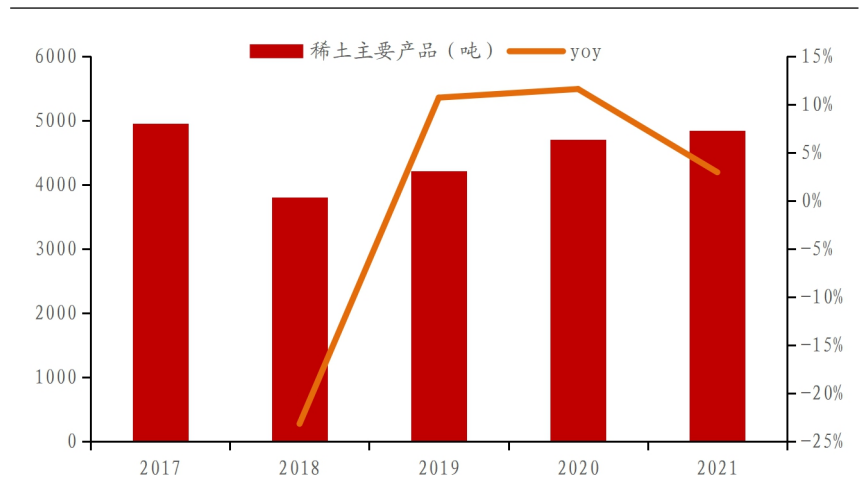
图 16：公司磁板块产品系列



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

营收占比 16.87%，毛利占比 31.08%，产品毛利率基本维持在 7% 左右，2018 稀土主要产品产量略有下滑，此后一直保持稳定增长趋势，2021 年产量达 4841.76 吨，同比增长 2.95%。

图 17：2021 年公司稀土主要产品产量达 4841.76 吨



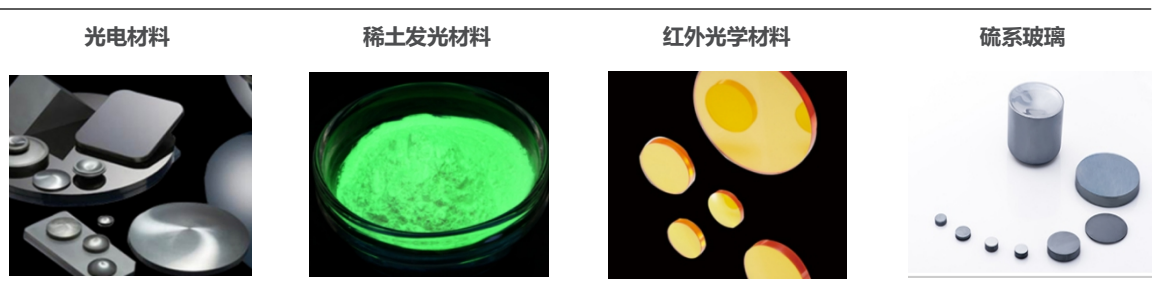
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3. 光板块：红外储单晶全球市占率达 25%，为主要供应商之一

光板块业务主要包括锗、碲晶体、硫系玻璃、稀土发光材料等产品，实现了从材料向组件器件延伸。红外光学产品方面，公司凭借技术优势和进口替代政策支持硫化锌在国内军工应用处于领先地位，国内市场占有率较高；红外锗单晶制品销售已连续四年超过 10 吨，全球市场占有率约 25%，是全球红外锗的主要供应商之一，CVDZnS 材料经过持续多年的研发攻关和能力建设，近几年在我国多个重点项目中陆续获得批量应用，国内市场占有率较高；硫系玻璃等材料也进入批量生产阶段；此外子公司有研国晶辉与有研光电完成合并重组，打造了红外光学材料-元件-组件的垂直一体化产业平台，实现了红外光学全品种由原料到加工、镜头等全产业链一体化生产管理。

公司将继续发展壮大红外光学产业，同时拓展半导体光电子材料市场。公司将依托自身在红外光学材料领域的技术和市场优势，进一步提升 CVDZnS、CVDZnSe 和硫系玻璃等红外材料的产能，积极开发新型红外光学材料、半导体材料、发光材料新产品，并加大对红外光学元件和镜头组件开发的支持力度，向产业链下游加速延伸。同时，公司也将持续关注半导体光电子材料新领域，开发空间电池用锗单晶材料和市场。

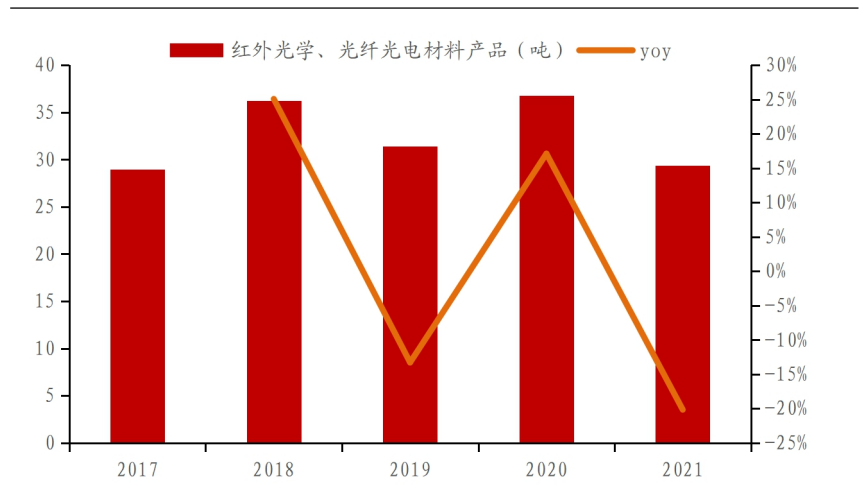
图 18：公司光板块产品系列



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

光纤光电材料营收占比仅 1.47%，但毛利贡献达 9.89%，红外光学及光纤产品毛利率逐年提升，2020 年达 47%，公司也在加大高毛利产品—红外光学产品的产能和研发力度。2017-2021 年光板块产品产量总体呈现小幅波动但基本稳定状态，维持在 30 吨左右，2021 年红外光学、光纤光电材料产品产量为 29.36 吨。

图 19：2021 年公司红外光学、光纤光电材料产品产量约 30 吨



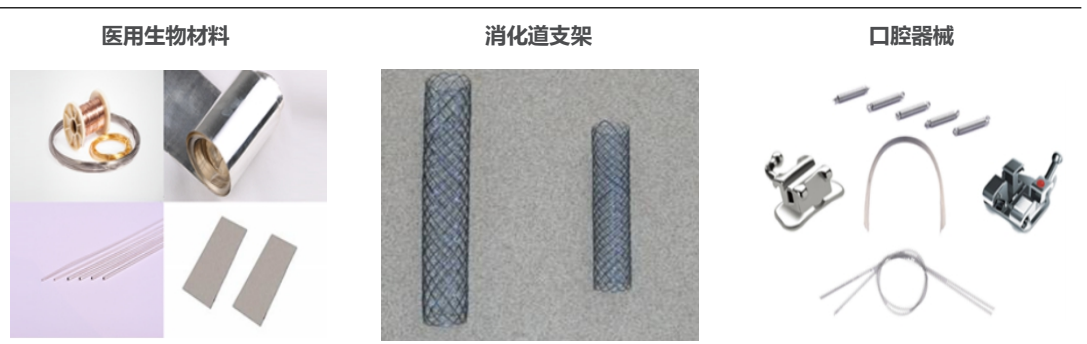
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.4. 医板块：重点发展口腔、医学材料，已成为国内一线正畸器械提供商

医板块主要业务为口腔正畸产品、镍钛生物医用材料、医用支架等。近年来，公司不断加大新产品开发力度，已形成正畸丝、自锁托槽、正畸附件、3D 打印个性化定制四大类口腔正畸产品族，持有 12 个一类、二类口腔正畸方向医疗器械产品注册证，是国内拥有口腔固定正畸全系列产品、且唯一自主拥有从原材料到正畸丝完成生产线的企业。目前公司已完成支架业务剥离，数字化口腔正畸产品成功开拓市场，根管锉用钛镍光亮丝实现了批量生产供货；高性能镍钛生物医用材料也实现了批量化生产销售，已成功跻身国内一线固定正畸器械制造和服务商。

产业结构不断优化，未来将致力实现全产业链布局。有研医疗将持续推进乐陵--镍钛丝材生产线建设，完成医用镍钛丝生产线项目转产，建成年产能 30 吨钛镍粗丝生产线，以保障后续产业扩容的需求，实现了医板块产业结构的进一步优化调整及高端口腔正畸产品的进口替代。下一步公司将重点围绕口腔板块开展工作，加快实行从原材料端到终端客户的全产业链布局。

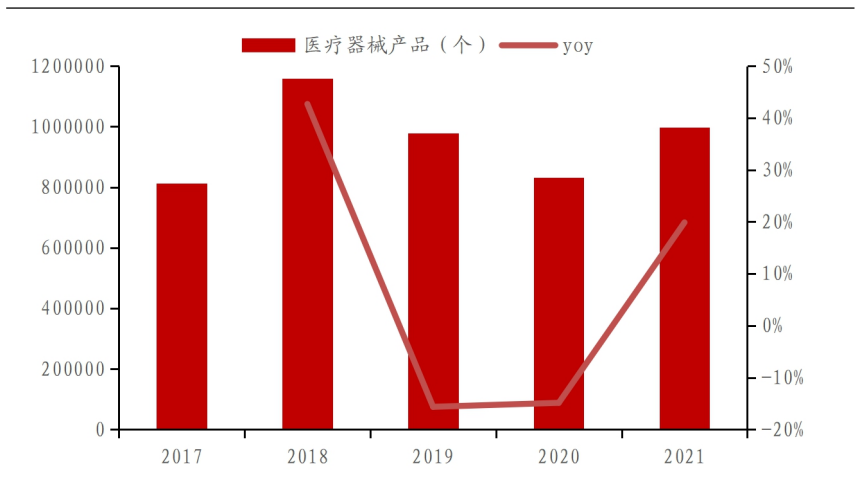
图 20：公司医板块产品系列



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

器械板块毛利率水平突出，2021 年毛利率为 46.9%。营收占比仅 0.32%，但毛利贡献达 3.54%，产品毛利率也在逐年提升，2020 年超 50%。2018-2021 年医疗器械产品产量小幅下降，2021 年略有回升至 997536 个，同比增长 19.88%。

图 21：2021 年公司医疗器械产品产量为 997536 个



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 盈利预测与估值

收入端：

(1) 薄膜材料业务受益于半导体用靶材需求旺盛，公司靶材产品供不应求，产能由 2021 年的 2 万块提升到 2025 年的 7.3 万块，公司相关产品铜、钴、镍等靶材价格将在一定程度上随着商品价格波动，但受益于供求关系，公司产品毛利率将维持稳定，根据公司产能释放节奏，假设 2022-2024 年营业收入年均增速分别为 50%左右，毛利率维持在 31.86%；

(2) 根据公司对于贵金属业务的定位及行业特征，以及贵金属业务较大的规模体量，同时考虑到铂族金属价格的回落，我们预计公司贵金属铂族业务 2022-2024 年营业收入增速分别为 0%，-0.5%和-1%，同时考虑到公司铂族业务的加工属性，假设 2022-2024 年的毛利率维持在 1.42%；

(3) 公司稀土材料业务主要包括稀土金属和稀土功能磁材,的生产和销售，预计 2022 年稀土材料的价格同比上涨，但下游需求疲软，我们预计公司稀土材料业务 2022 年的营收增速为 0，考虑到未来稀土功能材料的行业增长有望持续，假设 2023-2024 年营业收入增速分别为 5%和 10%，同时考虑到公司稀土材料业务的加工属性，假设 2022-2024 年的毛利率维持在 7.91%；

(4) 贵金属有色金属及高端制造、红外光学、光前光电材料、医疗器械材料业务，行业相对平稳，公司业务体量相对较小，我们假设 2022-2024 年营业收入年均增速分别为 5%左右；

表 5：公司细分业务盈利预测

产品		2021A	2022E	2023E	2024E
铂族	收入	11,659.21	11659.21	11600.91	11484.90
	成本	11,494.16	11494.16	11436.69	11322.32
	毛利率	1.42%	1.42%	1.42%	1.42%
薄膜材料	收入	868.05	1302.08	1953.11	2929.67
	成本	682.44	887.17	1330.76	1996.14
	毛利率	21.38%	31.86%	31.86%	31.86%

贵金属、有色金属收入	492.92	517.57	543.44	570.62
属及高端制造	成本	462.34	485.46	509.73
	毛利率	6.20%	6.20%	6.20%
	收入	2,699.63	2699.63	2834.61
稀土材料	成本	2,486.03	2610.33	2740.85
	毛利率	7.91%	7.91%	7.91%
红外光学、光纤	收入	235.29	247.05	259.41
光电材料	成本	167.30	175.67	184.45
	毛利率	28.90%	28.90%	28.90%
	收入	51.90	54.50	57.22
医疗器械材料	成本	27.57	28.94	30.39
	毛利率	46.89%	46.89%	46.89%
	收入	52.00	52.00	52.00
其他	成本	43.00	43.00	43.00
	毛利率	17.31%	17.31%	17.31%
	总收入	16,059.00	16,532.03	17,300.71
主营业务总计	总成本	15,362.84	15,600.43	16,145.35
	毛利率	4.34%	5.64%	6.68%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

根据公司收入端测算，我们预计公司 2022-2024 年实现营业总收入 165.3/1723/184.9 亿元，归母净利润 4.08/5.8/8.2 亿元，EPS 分别为 0.48/0.69/0.96，对应 PE 为 34/24/17，通过行业三家同类上市公司 2022 年平均 PE46X 测算，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 6：公司估值对比表

证券代码	证券简称	最新收盘价	PE			EPS		
		(元)	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
300666.SZ	江丰电子	70.6	112.25	63.59	43.32	0.47	1.11	1.63
300263.SZ	隆华科技	9.35	32.06	23.25	18.16	0.32	0.40	0.51
300054.SZ	鼎龙股份	20.28	107.22	50.01	32.77	0.23	0.41	0.62
	可比公司							
	估值平均			45.62				
600206.SH	有研新材	16.26	57.65	33.78	23.62	0.28	0.48	0.69

资料来源：Wind 一致预期，浙商证券研究所

4. 风险提示

半导体行业景气度不及预期。 半导体行业如果需求下降，对原材料需求可能不及预期，导致公司产能释放缓慢。

金属价格大幅波动。 公司靶材主要以铜、钴、贵金属等为基材，金属价格的大幅波动将导致公司成本波动变大，导致盈利能力波动。

靶材产能投放不及预期。 如果公司自身由于技术、资金或者行业需求下滑导致的产能释放延后或者缓慢。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3526	3573	4231	5208
现金	1276	1113	1770	2652
交易性金融资产	290	296	228	271
应收账款	488	562	576	609
其它应收款	6	6	8	7
预付账款	167	122	148	158
存货	1005	1038	1062	1120
其他	295	435	440	390
非流动资产	1373	1509	1521	1490
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	988	1112	1202	1247
无形资产	78	91	93	96
在建工程	15	(62)	(136)	(187)
其他	291	368	361	334
资产总计	4899	5082	5752	6698
流动负债	918	714	765	846
短期借款	113	38	50	67
应付款项	321	180	217	260
预收账款	0	15	5	7
其他	484	481	493	512
非流动负债	297	245	253	265
长期借款	142	142	142	142
其他	155	103	111	123
负债合计	1215	958	1018	1111
少数股东权益	275	294	321	358
归属母公司股东权益	3408	3830	4413	5229
负债和股东权益	4899	5082	5752	6698
现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	304	67	648	1006
净利润	251	426	610	853
折旧摊销	86	74	86	96
财务费用	21	22	37	46
投资损失	(67)	(44)	(42)	(44)
营运资金变动	534	(293)	(22)	87
其它	(521)	(118)	(21)	(32)
投资活动现金流	210	(98)	6	(92)
资本支出	(34)	(115)	(94)	(81)
长期投资	0	0	0	0
其他	244	17	101	(11)
筹资活动现金流	26	(131)	2	(31)
短期借款	113	(75)	13	17
长期借款	(24)	0	0	0
其他	(63)	(56)	(11)	(48)
现金净增加额	541	(162)	656	882

利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	16059	16532	17300	18487
营业成本	15363	15600	16145	16993
营业税金及附加	32	33	33	36
营业费用	44	55	53	59
管理费用	204	212	221	236
研发费用	191	196	206	220
财务费用	21	22	37	46
资产减值损失	28	17	9	9
公允价值变动损益	15	12	15	14
投资净收益	67	44	42	44
其他经营收益	40	38	39	39
营业利润	297	491	693	984
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	296	490	691	982
所得税	45	63	81	129
净利润	251	426	610	853
少数股东损益	12	19	27	37
归属母公司净利润	239	408	583	816
EBITDA	377	566	775	1064
EPS (最新摊薄)	0.28	0.48	0.69	0.96
主要财务比率				
	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	24%	3%	5%	7%
营业利润	2%	65%	41%	42%
归属母公司净利润	-2%	71%	43%	40%
获利能力				
毛利率	4%	6%	7%	8%
净利率	2%	3%	4%	5%
ROE	7%	10%	13%	16%
ROIC	6%	10%	13%	15%
偿债能力				
资产负债率	25%	19%	18%	17%
净负债比率	32%	27%	29%	28%
流动比率	384%	501%	553%	616%
速动比率	274%	355%	414%	483%
营运能力				
总资产周转率	351%	331%	319%	297%
应收账款周转率	5498%	5084%	4820%	5041%
应付账款周转率	7590%	6476%	8383%	7378%
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.48	0.69	0.96
每股经营现金	0.36	0.08	0.77	1.19
每股净资产	4.03	4.52	5.21	6.18
估值比率				
P/E	57.65	33.78	23.62	16.86
P/B	4.04	3.59	3.12	2.63
EV/EBITDA	34.78	22.97	16.13	10.93

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>