靶材行业：景气上行与信用风险前瞻

工商部| 程春晓 2026 年 9 月 11 日

摘要：

算力产业快速扩张与国产替代政策持续推进，为靶材行业奠定了较为确定的需求增长预期和制度环境基础。高端靶材供需缺口短期仍存，国产替代虽加速但产能释放受认证周期制约等而存在时滞；上游高纯金属价格波动较大，不同企业的成本传导能力因产品定位和技术壁垒差异而明显分化。头部企业凭借先进制程认证和产业链一体化优势，盈利质量与现金流持续改善，信用基本面稳健；缺乏核心壁垒、依赖中低端市场的企业则面临盈利下滑与杠杆攀升的双重压力，信用风险有所暴露。行业景气上行与信用分层加剧将同步演进，需重点关注企业认证进展、成本传导能力及扩产期杠杆变化。

关键词：靶材；算力产业；半导体；国产替代

正文：

一、行业属性界定与逻辑解构

（一）行业分类与属性界定

1.行业定义与分类

溅射靶材（Sputtering Target）是物理气相沉积（PVD）工艺中使用的核心原材料，通过磁控溅射技术在真空环境中将靶材原子溅射沉积于基片表面，形成纳米级功能薄膜。靶材由"靶坯"和"背板"两部分组成，靶坯的纯度、致密度及微观均匀性直接决定薄膜质量与器件良率，靶材的性能直接关系到终端产品的可靠性。高端溅射靶材通常指应用于高端集成电路（≤28nm）、高分辨率平板显示、新型半导体器件等领域，对纯度（≥99.999%）、微观组织均匀性、缺陷密度、稳定性等均有极高要求的产品。

靶材品种繁多，可从材质、应用领域、形状等维度分类，其中按材质与下游应用的对应关系进行分类，最能直观反映行业的分层竞争格局：

表 1　靶材分类

靶材类别	典型品种	主要应用领域
金属靶材	铝靶、铜靶、钛靶、钽靶、钴靶、钌靶	半导体（互连层、阻挡层、接触层、栅极）
	钼靶、铝靶、铜靶	平板显示（电极层、布线层）
	铝靶	光伏（电极层）
合金靶材	铝硅合金、钛铝合金、镍铂合金	半导体（接触层、栅极）
陶瓷靶材	ITO（氧化铟锡）、IGZO（铟镓锌氧化物）	平板显示（透明导电层）
	AZO（氧化锌铝）	光伏（透明导电膜）

数据来源：大公国际根据公开资料整理

2.产业链结构与行业属性

从产业链结构看，靶材产业链可划分为上游原材料、中游靶材制造和下游应用三个环节，各环节技术门槛和附加值分布差异显著。上游核心门槛在于超高纯金属的提纯能力，技术主要掌握在国际巨头手中，国内头部企业正在突破但在纯度和微观均匀性方面仍有差距，部分关键金属对外依存度较高。中游靶材制造需经过熔铸或粉末冶金成型、机加工、靶坯与背板焊接等工序，大尺寸靶材焊接工艺和设备精度是关键瓶颈，国产设备在温度控制精度和定位精度方面与进口设备仍有差距。下游涵盖半导体芯片、平板显示、光伏电池三大核心应用，合计占据大部分需求。

下游三大应用领域对靶材的技术要求差异显著，构成行业分层竞争的基础。半导体领域技术壁垒最高，纯度要求 5N～7N，据 SEMI 统计溅射靶材在晶圆制造材料中占比约 3%，虽占比不高但不可替代，先进制程对靶材纯度和均匀性提出日益苛刻的要求。平板显示领域以大尺寸靶材为主，钼靶、铝靶、ITO 靶应用最为广泛，纯度一般为 4N；光伏领域技术壁垒相对较低，纯度一般为 4N，主要使用铝靶、AZO 靶，市场规模受光伏装机周期影响较大。

综上，靶材行业具有以下核心属性：一是体量小但战略价值极高，政策文件将超高纯金属靶材列为鼓励发展类；二是技术壁垒呈多层结构，从上游提纯到中游加工再到焊接工艺均需长期积累，且制备与检测设备自主保障能力有待提升；三是投资驱动型，需求主要受下游晶圆厂、面板厂资本开支驱动，而非终端消费波动直接传导，景气节奏与半导体/面板产能投资周期高度关联；四是分层周期属性，高端半导体靶材因认证壁垒高、客户粘性强、通过后形成稳定供应关系，先进入者具有显著先发优势，呈现弱周期；中低端显示和光伏靶材受下游产能利用率波动影响显著，呈现较强周期性；五是产业链议价能力分化，上游稀有金属供给集中、价格波动大，下游晶圆厂议价强势，靶材企业议价能力受双向约束。

（二）政策与外部环境扫描

近年来，国家在集成电路产业领域构建了从税收优惠、产业基金到顶层规划的多层次政策支持体系，靶材作为半导体关键材料在多项政策中直接或间接受益。

2020 年 8 月，国务院发布《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》。该政策构建财税、投融资、研发、进出口、人才、市场应用等八大维度全方位扶持体系。2023 年 4 月，财政部、税务总局联合发布《关于集成电路企业增值税加计抵减政策的通知》。该政策规定，自 2023 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，允许集成电路设计、生产、封测、装备、材料企业按照当期可抵扣进项税额加计 15%抵减应纳增值税税额，对靶材制造企业具有更直接的利润增厚效应。

2023 年 12 月，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2024 年本）》。该目录将"超高纯金属靶材"明确列入鼓励发展类，享受土地、融资和税收等政策优惠。国家层面在产业结构调整目录中点名，体现了靶材在半导体产业链自主可控战略中的定位提升，为靶材企业获取产业用地、信贷支持和政府补贴提供了明确的政策依据，也有利于引导社会资本向靶材领域聚集。

此外，国家集成电路产业投资基金采取三期接续、梯度扶持模式，基金二期于 2019 年启动设立，投资重心偏向半导体上游耗材、生产设备等关键国产化短板领域，已于 2025 年战略增资国内溅射靶材头部企业有研新材下属核心子公司，用于靶材业务。2024 年 5 月，大基金三期成立，规模超过一期和二期之和，本次六大国有银行首次大规模参与出资，为半导体行业输送长期稳定的耐心资本。上游设备与耗材属于核心投资方向，溅射靶材作为芯片制造关键高纯耗材，行业发展有望迎来政策资本加持。

2025 年 10 月，十五五规划建议提出"完善新型举国体制，采取超常规措施，全链条推动集成电路、工业母机、高端仪器等关键核心技术取得决定性突破"。"全链条"表述意味着从上游材料到下游制造的完整产业链均纳入重点攻关范围，靶材作为集成电路制造的关键基础材料，其国产化是"全链条"突破的重要一环。该建议为靶材行业的政策支持和资源投入提供了最高层级的顶层指引，政策确定性显著增强。

从外部环境看，中美科技博弈持续加深，半导体材料自主可控的战略紧迫性进一步凸显。2024 年 12 月，美国商务部工业与安全局（BIS）发布对华半导体出口管制新规，将超百家中国实体列入实体清单，系自 2022 年 10 月以来的第三次大规模限制措施。虽然本次管制清单未单独设置溅射靶材专项限制，但高端半导体加工设备受限等间接推高国内靶材供应链自主可控需求，为国内靶材企业提供了加速认证和放量导入

的窗口期。

综合上述政策，国家政策对靶材行业的支持已从普惠性税收优惠升级为精准性产业定位和战略性资本投入，并在十五五规划建议中提升至"决定性突破"的战略高度。政策力度的持续加码与外部出口管制的倒逼效应形成合力，为国内靶材企业构建了有利的制度环境和市场需求窗口。仍需关注政策红利向企业盈利的传导存在滞后性，且受益程度因企业技术能力和产品定位而异。

（三）景气驱动因子与传导路径分析

靶材行业的景气度受需求与供给双侧因素驱动。

1.算力产业扩张——核心需求驱动

近年来，以人工智能（AI）芯片、高带宽存储器（HBM）和先进制程逻辑芯片为代表的算力产业正经历前所未有的快速扩张。根据工业和信息化部数据，截至 2026 年 6 月底，我国智能算力规模达 2,185 EFLOPS（FP16），同比增长 177%。AI 大模型训练和推理提升对算力的需求，算力产业直接拉动先进制程芯片产能扩张，进而对上游半导体材料的需求产生显著的拉动效应。从需求传导看，算力扩张通过互连层数增加和存储芯片产能扩张两条路径直接拉动高端靶材需求，同时数据中心建设的溢出效应间接延伸至面板、光伏等下游领域。

2.国产替代加速——结构性机遇

靶材行业具有鲜明的“小市场、高壁垒、强认证”特征。全球高端靶材市场高度集中，日美头部企业占据约八成份额，头部企业凭借技术积累和客户资源优势形成竞争壁垒。从国产化进展看，在成熟制程（28nm 及以上）的铝靶、钛靶领域，国内企业已占据较大市场份额，具备全球竞争力；而在先进制程（14nm 及以下）的铜靶、钽靶、钨靶等关键品种上，国内龙头企业已取得突破并进入部分头部客户供应链，对外依存度正在快速下降，但整体国产化率仍处于攻坚阶段，在超高端应用上的对外依存性依然存在。在外部技术封锁和内部政策支持的双重作用下，国产替代既是国家战略，也是产业安全的重要保障，为国内靶材企业提供了结构性的增长机遇。

3.传导路径与节奏

靶材行业的景气传导遵循"宏观驱动→行业供需→企业订单→财务表现"的链条，各环节之间存在可识别的时滞特征。靶材行业的景气判断需前瞻性跟踪硅晶圆出货量、晶圆厂资本开支计划、认证进度等先行指标，同时关注原材料价格波动对企业毛利率的滞后冲击。

需求侧传导方面，算力产业扩张推动芯片设计企业更新产品，进而触发晶圆厂资本开支决策；晶圆厂从开工到投产通常需一年以上，因此靶材需求增长滞后于晶圆厂资本开支。硅晶圆出货量是这一传导的先行指标。从产能投产到靶材企业收入确认仍需一段时间，整体而言，算力需求扩张到靶材企业收入增长的传导周期相对较久。

供给侧传导方面，国产替代政策和出口管制倒逼企业加速高端产能建设，但高端产能释放存在明显滞后效应，这意味着政策红利向企业财务表现的传导存在显著滞后，且受益程度因企业技术能力和产品定位而异——头部企业已进入认证放量阶段，而中低端企业的产能投入可能面临"产能投产即过剩"的风险。

成本传导方面，高端靶材企业凭借客户粘性和长协采购模式，成本传导能力较强；中低端靶材企业因下游客户议价能力强，价格传导滞后明显，原材料涨价短期内直接侵蚀毛利率。

从传导节奏看，靶材需求相对于芯片产能扩张存在一定的滞后效应，主要因为靶材采购通常跟随晶圆厂量产爬坡节奏而非建设期。当前阶段，全球半导体行业正处于 AI 算力等驱动的上行周期，靶材行业整体处于结构性景气上行通道。

二、行业景气度追踪与周期定位

（一）价格与毛利走势

1.原材料价格与成本传导

靶材处于电子材料产业链的中游位置，其议价能力受到上下游双重约束。上游原材料中，基础金属（铜、铝、钛）全球供给充分，交易透明度高，靶材企业议价空间有限；稀有金属（钽、钴、钌）供给弹性弱，地缘因素扰动大。靶材企业在上游环节议价偏弱，成本端承压明显。

原材料成本占靶材企业营业成本约 60%～80%，是影响盈利能力的核心变量。其中，半导体高端靶材因加工附加值较高，原材料成本占比相对偏低。近年来，靶材核心原材料价格普遍大幅上涨，但品种间分化显著，对不同类型靶材企业的盈利冲击存在差异。钽锭价格涨幅剧烈，从 2025 年末的 2,600 元/千克飙升至 2026 年 8 月的 6,150 元/千克，主要由于海外部分地区供应减少，叠加 AI 算力对钽电容需求加大。LME 铜价从 2024 年均价 9,144 美元/吨涨至 2026 年 8 月的 14,240 美元/吨，高纯铜价格更是普通电解铜的数倍以上。2025 年海外供应受限等推动国内钴价升至约 41 万元/吨，2026 年上半年再生钴供应增加后高位回落。原材料涨价的深层原因是

高纯金属供给高度集中且进口依赖度高。例如高纯钽粉、高纯钴和电子级高纯铜等存在进口依赖且供应商集中。上游垄断格局使靶材企业在原材料采购中议价能力偏弱，原材料价格上涨或直接导致对应靶材毛利率下降。大型晶圆厂通常采用长协采购模式，有利于靶材企业的收入稳定性，通过认证形成稳定供应关系，具有较强的客户黏性和一定的议价优势。

2.企业毛利率对比分析

靶材业务毛利率的差异直观反映了不同企业的技术壁垒和下游应用领域差异。基于 2025 年年报分产品/分板块数据，江丰电子以 34.24%的超高纯溅射靶材毛利率位居行业首位，高于有研新材薄膜材料业务 18.63%、欧莱新材溅射靶材 14.98%和阿石创溅射靶材 8.94%。毛利率分化印证了高端半导体靶材的议价优势和成本传导能力，高端半导体靶材企业凭借技术壁垒和客户粘性，在原材料涨价背景下仍能将成本向下游传导，毛利率逆势提升；而议价能力较弱的企业价格传导滞后，毛利率大幅下降。2026 年一季度，部分靶材企业已启动提价，原材料涨价压力正加速向下游传导。总体来看，掌握高端技术、通过头部客户认证、实现上游原材料配套一体化的头部靶材企业更可巩固毛利率和议价优势，进一步印证了行业景气分层特征。

（二）需求侧追踪

靶材市场需求主要受半导体、平板显示和光伏三大下游应用驱动。其中，以算力芯片和存储芯片为代表的算力产业快速扩张，正成为拉动高端靶材需求增长的核心动力。

从靶材下游应用结构看，靶材市场需求主要受半导体、平板显示和光伏三大下游应用驱动，平板显示约占三成，半导体约占两成，光伏约占两成。尽管半导体靶材在整体靶材市场中占比并非最高，但其技术壁垒最高、产品附加值最大，是决定企业盈利能力和行业竞争地位的核心战场。硅晶圆出货量是靶材需求的先行指标，当前半导体靶材需求处于"产能扩张驱动、先行指标向好"的景气上行阶段；显示面板和光伏靶材需求总量增长但节奏随下游产能利用率波动，呈现结构性特征。

1.半导体靶材需求：晶圆产能扩张为核心驱动力

硅晶圆出货量是半导体靶材需求的先行指标，半导体靶材需求直接受晶圆制造产能扩张驱动。据 SEMI 报告，2025 年全球半导体材料市场销售额达 732 亿美元，同比增长 6.8%，创历史新高。中国大陆以 156 亿美元排名全球第二大半导体材料消费地区，受益于国内半导体晶圆厂密集扩产和平板显示高世代产线建设，增速显著。据 SEMI

统计，2026 年第二季度全球硅晶圆出货量同比增长 7.4%，环比增长 9.1%。晶圆产能的持续扩张直接对应靶材消耗量的增长——每片晶圆在互连层、阻挡层、接触层等制程环节均需消耗铜、铝、钛、钽、钴、钌等多种金属靶材。从需求结构看，算力芯片（逻辑芯片）和存储芯片（HBM）的持续扩产正在拉动铜、钴、钌、钽等特种靶材的需求增长。中国大陆的产能扩张主要聚焦在成熟制程，但先进制程产线亦在积极布局。晶圆产能扩张为靶材企业提供了确定性较高的需求增长预期，也是国产替代得以推进的市场基础，但先进制程靶材的供给缺口意味着短期内外资企业仍将占据高端市场主导地位，国内企业的受益程度取决于其技术突破和客户认证进度。

2.显示面板靶材需求：大尺寸化与新显示技术双轮驱动

平板显示是靶材用量最大的应用领域之一。大尺寸化、新显示技术是驱动面板靶材需求增长和性能要求的主要因素。尽管面板行业整体已进入成熟期，但大尺寸面板产线建设仍在推进，叠加靶材属消耗品需定期更换，需求将保持稳健增长；需注意面板下行周期中产能利用率下降对靶材消耗量的间接影响。

3.光伏靶材需求：HJT 电池技术带来结构性增量

光伏靶材需求受行业周期影响较大，受装机节奏和政策周期影响呈现明显的波动性特征。传统晶硅电池技术壁垒较低，市场规模受光伏装机周期影响较大。但新型电池技术的产业化或导致靶材需求的结构性变化，例如异质结（HJT）电池和钙钛矿电池对 ITO 靶材需求尤为旺盛。铟作为 ITO 靶材的核心原料，其供给集中度高、价格波动大，将直接影响靶材企业的成本压力，需关注铟价波动对靶材企业盈利的侵蚀风险及 HJT 技术路线本身的成本竞争压力。

（三）供给侧追踪

靶材行业当前呈现供需紧平衡格局；海外巨头扩产保守导致供给缺口持续扩大，国内企业产能快速扩张但短期内难以完全弥补缺口。

1.竞争格局

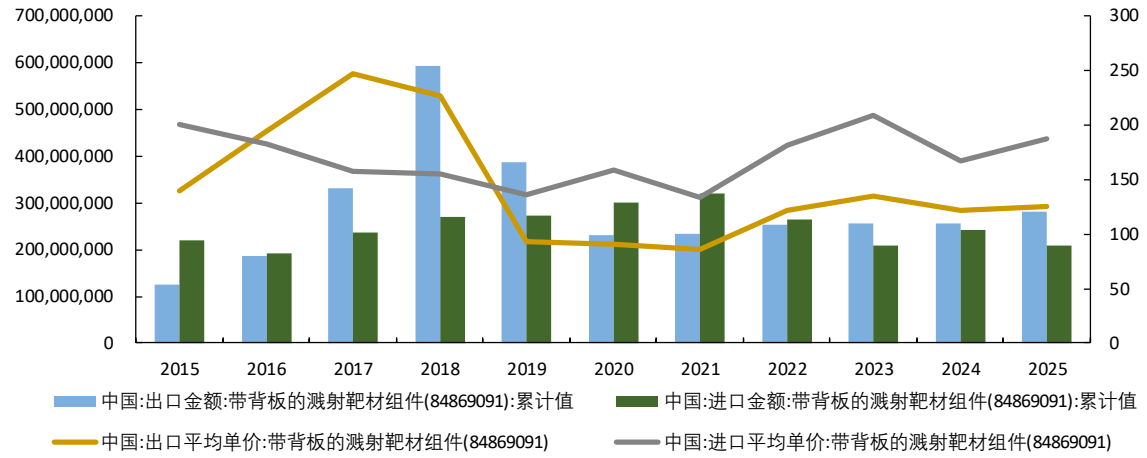
全球靶材供给呈现清晰的分层结构：高端半导体靶材由日本、美国头部企业主导，占据 7nm 及以下先进制程的核心供应地位，日矿金属（JX）凭借在超高纯金属提纯和半导体靶材领域的长期积累，市场份额领先，霍尼韦尔（Honeywell）和东曹（Tosoh）等企业紧随其后，上述头部厂商合计占据大部分市场份额。中端靶材（成熟制程半导体、显示面板）正逐步向中国企业转移；低端靶材（光伏镀膜、通用镀膜）国内已基本实现自给。

从竞争格局演变趋势看，国内靶材企业近年来在平板显示和光伏镀膜等中低端领域已实现较快突破，市场份额持续提升。但在高端半导体靶材领域国产替代空间仍广阔。具体而言，国内企业方面，行业第一梯队例如江丰电子、有研新材，已实现半导体高端靶材量产，产品覆盖铜、钴、钽、钛等关键品种，积极推进先进制程靶材研发，进入头部半导体企业供应链。行业第二梯队主要聚焦新型显示和光伏镀膜赛道，产能规模较大。此外第三梯队为众多中小靶材企业以通用镀膜、低端封装靶材为主，同质化竞争明显，毛利率普遍偏低，面临较大的盈利压力和信用风险。

2.进出口格局与产能缺口

在 AI 算力需求爆发、半导体先进制程与先进封装升级、平板显示大尺寸化等因素影响下，头部企业正积极推进 12 英寸高端靶材产线和配套超高纯金属生产线的建设。然而，高端产能释放存在明显的滞后效应。高端靶材供给高度集中于海外巨头，国内企业产能加速扩张但认证周期长，短期内先进制程靶材的供需缺口仍将持续。

图 1　中国带背板的溅射靶材组件进出口金额及相关情况（单位：美元）



数据来源：Wind，大公国际整理

据中国海关总署统计进出口数据(关于带背板的溅射靶材组件,HS 编码 84869091，仅覆盖焊接背板的成品靶材，不含裸靶坯和未焊接靶材）[1]，2025 年进口额降至 2.09 亿美元，同比下降 14.1%，出口额升至 2.81 亿美元，同比增长 9.4%，顺差扩大至超 7,000 万美元。从十年趋势看，2015～2025 年出口金额复合年均增长率为正，出口持续扩张而进口趋于收缩。贸易差额经历了"逆差(2015-2016)→首次顺差(2017-2019)→逆差回归（2020-2022）→新一轮顺差（2023 至今）"四个阶段，2025 年顺差创近五

[1] HS84869091 口径以显示面板和光伏用靶材组件为主，半导体高端靶材占比有限。

年新高。2026 年上半年延续此趋势，顺差已超过 2025 年全年，国产替代在进出口端加速印证。从进出口量看，进出口均价差异反映产品结构梯度，近 5 年（2021-2025）进口均价约为出口均价的 1.55 倍，进口均价持续高于出口的趋势表明高端靶材仍以进口为主。

从供需格局看，中低端靶材国产供给能力增强，高端靶材供给缺口尚未弥合，主要靶材上市企业多数处于产能建设期而非投资回收期。综合判断，高端半导体靶材处于需求扩张同时供给滞后的景气上行阶段。

三、微观财务映射与经营周期验证

（一）盈利能力与现金流质量

2025 年，靶材产业链上市公司[2]盈利能力分化，毛利率跨度较大。盈利分化主要受资源定价权、技术壁垒、产品结构及成本管控能力等多重因素影响。

表 2　靶材行业部分上市公司 2025 年盈利能力与现金流质量指标

企业名称	营业收入（亿元）	营业收入同比增长率（%）	毛利率（%）	净利率（%）	经营性现金流（亿元）
锡业股份	435.35	3.72	11.37	4.85	12.95
金钼股份	138.34	1.94	41.13	25.36	16.28
新疆众和	78.94	7.83	8.98	8.39	3.73
东方钽业	15.43	20.49	18.43	16.87	-3.65
有研新材	95.42	4.33	9.01	2.56	-0.79
安泰科技	79.32	4.73	17.19	5.11	7.98
江丰电子	46.04	27.72	27.17	9.00	4.70
隆华科技	30.74	13.39	21.86	6.28	4.42
阿石创	14.27	20.62	6.51	-3.90	0.13
欧莱新材	5.46	25.04	9.40	-7.33	-0.56

数据来源：Wind，大公国际整理

从毛利率看，具备资源垄断优势的原材料企业和具备先进制程认证能力的靶材企业处于盈利第一梯队，例如江丰电子、有研新材等；而业务结构中低毛利贸易业务占比高的企业，综合毛利率被拖累，靶材业务实际盈利能力高于表观数据；以面板、光伏及半导体封装等靶材为主、2025 年毛利率处于样本低位，例如阿石创等。这表明，靶材行业的盈利分化本质上由竞争壁垒的高低决定：资源垄断和技术认证构成两类核心壁垒，缺乏壁垒的企业依赖价格竞争，盈利空间受限。与此同时，具备技术认证优势的靶材业务正在进入盈利释放期。值得注意的是，多家企业未能将收入增长转化为

[2] 样本选取靶材产业链相关上市公司，包括靶材制造企业和上游原材料企业。

盈利，出现净利润同比大幅下降而营收增长的背离。

现金流质量分化比账面盈利更为显著，利润含金量差异显著。部分企业盈利但经营性现金流为负，利润质量有待提升，现金流与净利润的背离程度是衡量靶材企业利润含金量的关键指标。

（二）资本开支与资产效率

2025 年，靶材产业链上市公司投资性现金流普遍净流出，整体处于扩产投资周期，但投资强度、研发投入、营运效率和资产回报四个维度均呈现显著分化。投资强度分化反映战略差异，研发投入与盈利能力正相关。多数企业处于扩产期而非投资回收期，投资现金流为负，新疆众和因高纯铝材产能扩建投资强度远超其他企业；江丰电子投资强度达营收的 26%，对应 12 英寸高端靶材产线及配套超高纯金属生产线建设，产能扩张有明确的需求支撑。研发投入方面，靶材企业研发费用率整体高于上游原材料企业，反映技术驱动型竞争特征，上游企业的竞争核心在于资源禀赋而非技术研发。

表 3　靶材行业部分上市公司 2025 年资本开支与资产效率指标

企业名称	投资性现金流（亿元）	研发费用率(%)	应收账款周转天数(天)	存货周转率(次)	ROE(%)
锡业股份	-7.52	1.01	4.37	85.71	9.23
金钼股份	6.07	3.05	3.02	19.82	17.57
新疆众和	-36.03	0.80	18.71	98.63	5.86
东方钽业	-4.18	1.62	73.37	203.78	9.63
有研新材	-2.77	2.99	34.67	47.47	6.48
安泰科技	-3.01	6.54	51.62	121.45	6.45
江丰电子	-12.07	5.69	87.95	160.61	10.55
隆华科技	-2.03	4.50	156.89	195.46	5.17
阿石创	-0.81	3.62	62.10	122.22	-7.87
欧莱新材	-0.98	4.83	71.27	307.17	-4.81

数据来源：Wind，大公国际整理

营运效率与资产回报分化印证产业链议价能力差异。上游原材料企业中，应收账款周转天数相对较短，反映资源型产品即期结算的行业特征；而靶材企业应收账款周转天数普遍偏长，反映其面对下游晶圆厂/面板厂时议价能力偏弱、账期被拉长的行业特征。ROE 方面，金钼股份领先样本，靶材企业中江丰电子居首，与其技术壁垒和高毛利率相匹配。

（三）杠杆水平与流动性安全

杠杆水平与流动性安全是信用评级的核心考量，需结合现金流质量综合判断实际

偿债能力，存在实际偿债压力大于表观指标、流动性依赖外部融资等情况。对上述情形需结合经营现金流审慎评估，避免仅凭表观指标低估尾部风险。

表 4　靶材行业部分上市公司 2025 年杠杆水平与流动性安全指标

企业名称	资产负债率(%)	流动比率	速动比率	现金比率	经营性净现金流/流动负债
锡业股份	42.90	1.31	0.47	0.20	0.10
金钼股份	11.50	7.02	6.74	3.60	0.89
新疆众和	42.67	1.99	1.47	0.92	0.09
东方钽业	29.36	2.88	1.43	0.73	-0.57
有研新材	34.86	2.28	1.76	0.94	-0.03
安泰科技	41.99	1.47	0.96	0.59	0.17
江丰电子	54.40	1.27	0.84	0.37	0.13
隆华科技	42.67	1.86	1.38	0.53	0.19
阿石创	64.06	1.10	0.68	0.35	0.01
欧莱新材	41.51	1.85	0.75	0.35	-0.13

数据来源：Wind，大公国际整理

总体来看，2025 年靶材产业链财务表现表明，技术壁垒和客户认证水平直接决定企业盈利能力和信用质量；行业整体处于扩产投资周期，部分企业杠杆水平短期上升，需关注产能释放后的回报兑现和杠杆回落；尾部企业面临盈利恶化、杠杆偏高、短期偿债能力偏弱等多重风险，行业竞争壁垒分化加剧。

四、信用分化与风险主体画像

（一）发债企业概况

从债券市场看，靶材行业直接信用债发行主体有限，多数企业融资以股权融资和银行信贷为主。央企背景企业（有研新材、安泰科技）借助母公司信用优势，融资渠道相对畅通，其中有研新材控股股东中国有研科技集团有限公司 2025 年已发行科创公司债券；多数靶材企业主要通过可转债和定向增发等资本市场工具融资。

（二）关键风险预警信号清单

1. 原材料价格波动风险：稀有金属（钽、钌、钴等）供给弹性弱，价格受国际局势、产能集中度等因素影响波动较大。原材料价格的阶段性大幅波动将直接影响靶材企业的成本结构和毛利率水平，对未实现上游一体化布局的企业冲击尤为显著。

2. 高端认证不及预期风险：先进制程靶材的晶圆厂认证周期通常为 2～3 年，新增产能释放存在较大的时间不确定性。若国内企业的认证进度不及预期，将影响高端市场份额的获取和国产化率的提升节奏。

3. 客户集中度风险：靶材企业对头部晶圆厂和面板厂存在一定的客户依赖，尽管上市公司前五大客户合计销售金额占比相对分散，单一核心客户的流失仍将对靶材企业的收入稳定性和盈利能力造成冲击。此外，对于客户应收账款回款风险同样值得关注。

4. 技术迭代风险：半导体制造工艺的持续演进可能改变靶材需求结构，短期内铜、钽等主流靶材尚无颠覆性替代迹象，技术迭代以结构性调整为主，但新型材料的导入对企业研发投入和产品迭代能力提出更高要求。

5. 市场竞争加剧风险：中低端靶材（显示、光伏镀膜）同质化竞争加剧，新进入者增多可能导致价格战，挤压现有企业的毛利率空间。

6. 政策变化风险：靶材行业当前享受多项税收优惠政策，政策到期后是否延续存在不确定性。此外，国家大基金等产业基金的投资节奏变化也可能影响靶材企业的融资环境和资本开支计划。

（三）信用分化格局

从信用分化角度看，靶材行业信用分层正在加剧。取得先进制程客户认证落地的企业受益于算力需求扩张和国产替代加速，营收高增、经营现金流流入，信用基本面持续改善；央企背景企业融资渠道畅通，但仍需关注利润质量和平台型业务的结构性波动；而缺乏核心壁垒的企业或面临亏损和杠杆等多重压力。随着高端靶材国产替代加速和中低端同质化竞争加剧并存，行业信用分层格局预计将进一步深化。

五、行业发展展望

总体来看，靶材行业结构性景气上行格局明确，信用分层加剧将持续演进。在算力产业扩张和国产替代双重驱动下，高端靶材供需缺口有望在中期内维持，行业整体景气度具备持续性；但企业间分化将进一步拉大，头部与尾部企业的信用基本面差距将持续扩大。

需求侧多因素驱动，高端靶材增长确定性较强。AI 算力扩张拉动铜、钴、钌、钽等先进制程靶材需求，显示面板大尺寸化维持钼靶、ITO 靶稳定需求，光伏新型电池技术产业化有望带来阶段性增量。三大下游景气节奏不同但高端产品增长趋势一致，为行业需求提供较强支撑。

供给侧国产替代加速但产能释放存在时滞，高端供需缺口短期仍存。头部企业正加快高端产线布局，但晶圆厂认证周期长，技术壁垒高、客户粘性强，高端国产化率

提升仍为渐进过程；海外巨头扩产保守，为国内企业认证导入提供有利窗口。

上游高纯金属价格波动将持续放大企业盈利分化。钽、钴、钌等稀有金属供给集中、进口依赖度高，价格波动风险短期难以缓解。头部企业可通过价格传导维持毛利率相对稳定，而依赖中低端同质化市场的企业将持续承压。

政策与信用层面，行业信用分层格局预计进一步深化。大基金三期、十五五规划及税收优惠形成政策叠加效应，更利于具备技术实力的头部企业。取得先进制程认证、具备一体化优势的头部企业信用基本面持续改善；缺乏核心壁垒的企业则面临盈利与杠杆的双重压力。建议重点关注企业认证进展、原材料自给率、成本传导能力及扩产期杠杆变化，以及产能压力对行业信用质量的结构性冲击。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。