下载日志已记录，仅供内部参考

先导基电（600641.SH）

稀散金属平台化启航，SOFC 与 Micro-TEC 发展有潜力

先导基电是国内稀散金属深加工与半导体装备平台型企业，主营业务涵盖铋材料、离子注入机、Micro-TEC 热电制冷器件及科学仪器等多个方向，均有不错的竞争力。同时，依托集团布局 SOFC 隔膜板、连接体等核心部件，随着 AIDC 缺电推动 SOFC 商业化加速、AI 算力拉动 Micro-TEC 温控需求，公司新老业务共振，成长潜力大。首次覆盖给予“增持”评级。

- **公司简介。**先导基电成立于 1991 年，历经多次控股股东变更，2024 年 11 月稀散金属行业龙头先导科技集团入主后更名为先导基电，并持续获得集团资产注入。公司主要承接集团铋金属深加工业务，依托于对上游材料的理解，通过并购、合资等形式垂直化布局下游多个应用领域，打造成集团稀散金属高端材料与半导体装备核心上市平台。
- **业绩分析。**公司 2025/2026H1 营收 18.52/11.47 亿元，同比+218.5%/+64.1%，归母净利润-1.27/2.10 亿元，扣非归母净利润-1.74/-1.12 亿元。2025/2026H1 扣非亏损主要受半导体设备前期研发费用投入及放量节奏影响；2026H1 非经常性损益主要系前期投资的臻宝科技 26H1 IPO 带来公允价值变动收益。
- **业务多点布局。**公司是铋材料全球头部企业，营收占比超 8 成，由子公司安徽万导承载，25 年以来铋价格上涨，公司盈利同步改善；子公司凯世通是国内离子注入机头部企业，2025 年收入 3.48 亿元，累计交付 12 英寸设备超 55 台、客户覆盖国内主流晶圆厂，先进制程 Hyperion 已交付头部客户验证；2026 年公司增资 20 亿元控股先导微电子，切入化合物衬底、电子级高纯金属、前驱体及电子特气；同年，收购伍丰仪器（液相色谱）、控股本原纳米（AFM）补齐科学仪器版图。
- **新兴业务发展潜力大。**集团 SOFC 业务很早就进入北美大客户供应链，先导基电 26 年 9 月设立元朔基电（持股 65%）布局 SOFC 隔膜板、连接体等核心部件，后续有望与集团形成协同；此外，公司 Micro-TEC 产品已向光通信客户送样验证。
- **下游赛道共振，打开长期成长空间。**2025 年 2 月商务部将金属铋纳入两用物项出口管制实施许可证管理，叠加 MLCC、Micro-TEC、固态电池等新兴需求放量，铋价从 2024 年低位约 5 万元/吨上行至当前 14 万元/吨以上高位运行；北美数据中心缺电进入兑现期，燃机交付瓶颈倒逼 SOFC 分布式电源方案商业化加速，头部企业订单爆发；AI 算力驱动 1.6T 及以上光模块放量，激光器高精度温控需求持续增长，国产 Micro-TEC 替代日厂趋势明确。公司前瞻性布局核心部件，未来发展潜力大。
- **投资建议：**我们看好公司铋业务稳健运行，半导体设备利润好转，SOFC、Micro-TEC 等业务具备增长潜力，预计 2026-2028 年，公司归母净利润 0.74、1.96、4.16 亿元，对应 PE 为 491.3、184.6、86.9，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：研发进展不及预期、下游市场开拓效果不佳、铋金属价格大幅波动、多业务管理风险、投资收益波动、关联交易风险、国际贸易政策风险等。**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	581	1852	3488	4053	4708
同比增长	-40%	218%	88%	16%	16%
营业利润(百万元)	23	(217)	37	218	508
同比增长	-87%	-1048%	117%	496%	133%
归母净利润(百万元)	108	(127)	74	196	416
同比增长	-29%	-218%	158%	166%	112%
每股收益(元)	0.11	-0.13	0.08	0.21	0.44
PE	336.5	-285.8	491.3	184.6	86.9
PB	4.4	4.4	4.7	4.6	4.4

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

中游制造/电力设备及新能源
目标估值：NA
当前股价：38.16 元

基础数据

总股本（百万股）	948
已上市流通股(百万股)	931
总市值（十亿元）	36.2
流通市值（十亿元）	35.5
每股净资产（MRQ）	8.9
ROE（TTM）	0.5
资产负债率	32.0%
主要股东	先导汇芯(上海)科技投资有
主要股东持股比例	23.85%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	77	79
相对表现	14	89	86

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

蒋国峰 S1090524100005
jiangguofeng@cmschina.com.cn
吕昊 S1090524020002
lvhao1@cmschina.com.cn
张洵伊 研究助理
zhangxunyi@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

一、公司概况.....5
1、基本情况.....5
2、股权结构.....5
3、主营业务.....6
4、财务分析.....8
5、股权激励.....10
二、平台化布局加速成型，新老业务多线并进.....11
1、高管及研发情况.....11
2、以铋材料为支柱，切入化合物半导体材料.....13
3、设立元朔基电，卡位 SOFC 核心部件.....16
4、Micro-TEC 切入光通信温控.....17
5、离子注入机国产化率提升，布局其他设备形成协同.....18
三、下游赛道共振，打开长期成长空间.....19
1、出口管制叠加供需共振，铋价中枢上移.....19
2、北美缺电进入兑现期，SOFC 大规模商业化加速.....21
3、Micro-TEC 及半导体设备市场空间广阔.....22
四、盈利预测.....25
风险提示.....26

图表目录

图 1：公司发展历程.....5
图 2：公司股权结构.....6
图 3 先导基电核心产品体系.....7
图 4：主营业务营收（亿元）.....7
图 5：主营业务毛利率.....7
图 6：公司毛利率及净利率情况.....8
图 7：研发费用情况.....12
图 8：研发人员情况.....12
图 9：铋材料收入及毛利.....14

下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：集团业务版图.....14
图 11：嘉芯半导体主要产品.....19
图 12：伍丰仪器主要产品.....19
图 13：本原纳米主要产品.....19
图 14：各国精炼钛产量（吨）.....20
图 15：钛金属价格（元/吨）.....20
图 16：钛下游消费结构.....20
图 17：数据中心建设阶段及电力设备瓶颈.....21
图 18：PJM 容量拍卖价格变化.....22
图 19：Micro-TEC 结构示意图.....23
图 20：TEC 在光模块中的应用.....23
图 21：半导体设备行业分类.....24
图 22：半导体设备市场空间.....24

表 1：先导基电各子公司业务版图.....7
表 2：业绩摘要.....8
表 3：主要比率.....9
表 4：单季度业绩摘要.....9
表 5：单季度主要比率.....9
表 6：负债情况.....9
表 7：现金流情况.....10
表 8：资产回报率情况.....10
表 9：固定资产和在建工程情况.....10
表 10：主要子公司业绩情况.....10
表 11：公司高管履历.....11
表 12：公司人力资源情况.....13
表 13：钛材料体系.....13
表 14：公司关联交易情况.....15
表 15：先导微电子分产品收入情况.....16
表 16：先导科技集团 SOFC 布局情况.....16
表 17：元朔基电 SOFC 相关产品.....17

下载日志已记录，仅供内部参考

表 18：TEC 产品系列.....17
表 19：凯世通产品系列.....18
表 20：主要 AIDC 电源对比.....22
表 21：分业务收入情况（百万元）.....25
附：财务预测表.....27

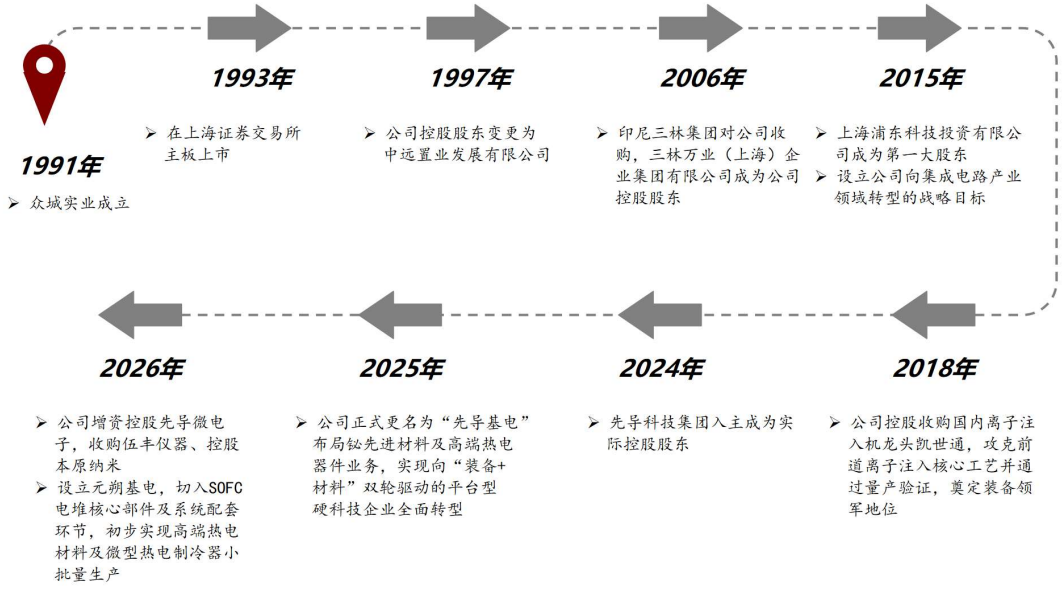
下载日志已记录，仅供内部参考

一、公司概况

1、基本情况

先导基电前身为 1991 年成立的上海众城实业，1993 年于上交所主板上市，后历经中远集团、三林集团等股东更迭，过去长期以房地产为主业。2015 年浦科投资入主后，公司明确向集成电路产业转型，2018 年以 9.7 亿元收购离子注入机龙头凯世通，逐步由地产公司转型为半导体设备企业。2024 年 11 月，先导科技集团入主，实际控制人变更为朱世会，公司随后加速产业整合：2025 年承接集团钪材料业务并更名为“先导基电”；2026 年以来陆续布局科学仪器、电子级高纯半导体材料及 SOFC 核心部件，逐步形成平台型硬科技布局。

图 1：公司发展历程



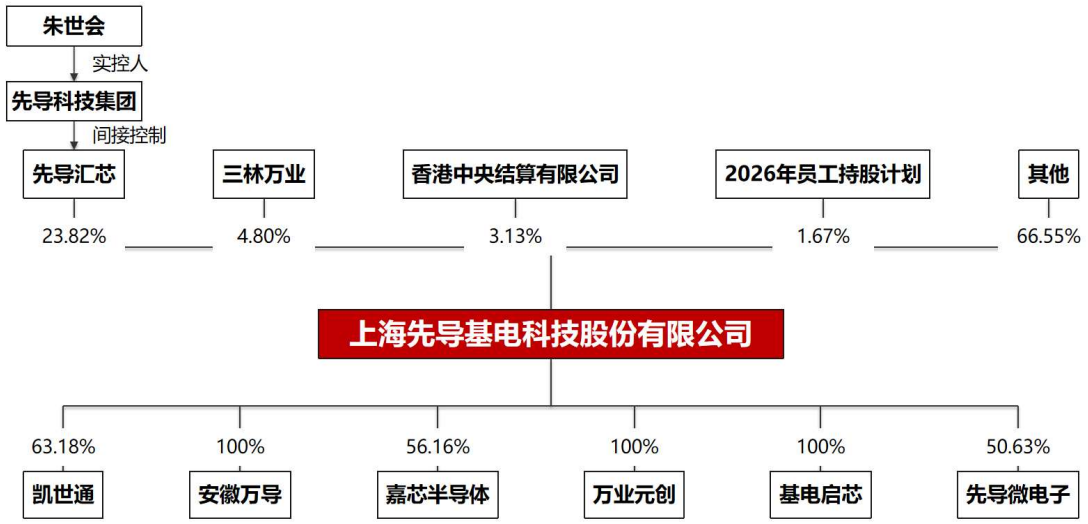
资料来源：公司官网、招商证券

2、股权结构

公司控股股东为先导汇芯（上海）科技投资有限公司，持股比例为 23.82%，实际控制人为朱世会。公司有多家子公司，主要的钪产品及半导体材料、半导体设备、Micro-TEC、SOFC 等业务都在子公司内。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

3、主营业务

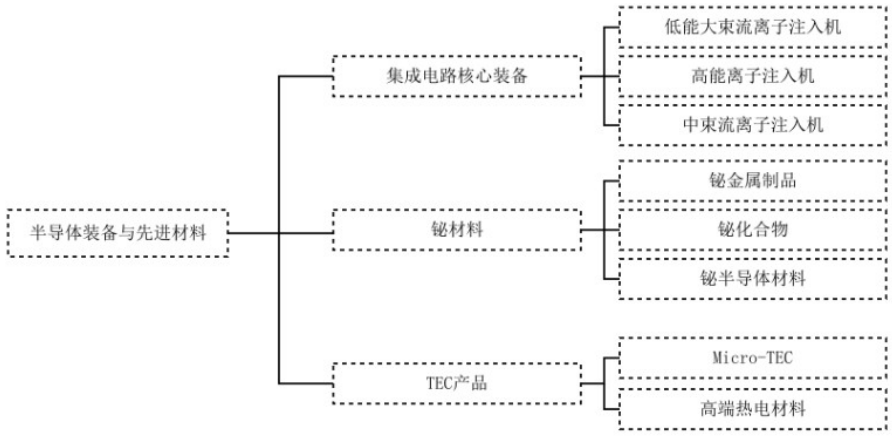
公司围绕半导体材料，不断拓展业务范围。先导基电当前主营业务主要涵盖以铋产品为主的稀散金属及半导体材料、半导体设备与零部件、TEC 产品三大方向，此外 SOFC 方向也有潜力。其中，材料板块以安徽万导铋材料业务和控股子公司先导微电子为核心，布局铋、高纯镓、锗、砷、锑、电子特气、半导体前驱体及化合物半导体衬底等产品，已成为公司当前主要收入和利润来源；半导体设备板块以凯世通离子注入机为核心，并向精密零部件等环节延伸；TEC 产品由全资孙公司衢州万导热电承载，是公司半导体材料向下游高附加值延伸的核心器件。同时，公司 2026 年 9 月通过元朔基电切入 SOFC 电解质片、金属连接体及变压器、中高压开关柜、超级电容等配套产品。

整体来看，公司正逐步形成“稀散金属及高端材料+半导体设备+TEC 产品+SOFC 核心部件”的多元产业布局。

房地产业务收缩，铋材料和专用设备成为两大主业。2025 年公司营业收入 18.52 亿元，同比大幅增长 218.50%。其中，铋材料业务贡献收入 13.20 亿元，占比 71.27%，成为公司核心营收支柱；专用设备制造（主要为离子注入机）收入 3.48 亿元，占比 18.81%，同比增长 44.55%。传统房地产业务持续收缩，2025 年收入 1.25 亿元，占比降至 6.74%，同比下降 55.61%。2026H1，铋材料业务占比提升至 86.9%，进一步强化核心地位。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3 先导基电核心产品体系



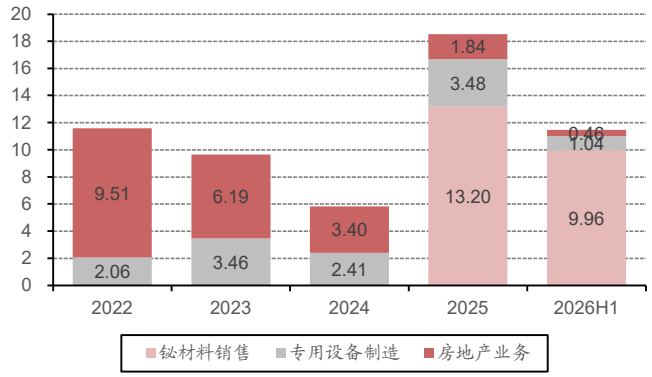
资料来源：公司年度报告、招商证券

表 1：先导基电各子公司业务版图

子公司名称	主营业务	取得方式
凯世通	离子注入机（低能大束流 / 高能 / 中束流 / 超低温）	2018 年以 9.7 亿元收购
嘉芯半导体	刻蚀机 / RTP / 薄膜沉积设备	2021 年 4 月设立
安徽万导	铋金属深加工（金属制品 / 化合物 / 半导体材料）	2025 年 1 月设立，承接集团铋业务
衢州万导	Micro-TEC 微型热电制冷器	2025 年 7 月设立
伍丰仪器	液相色谱 / 气相色谱 / 色质联用仪	2026 年 3 月收购 100%股权
本原纳米	AFM/STM 等扫描探针显微镜	2026 年 4 月控股收购
先导微电子	化合物半导体衬底 / 7N-8N 高纯金属 / 前驱体 / 电子特气	2026 年 7 月增资 20 亿元控股
元朔基电	SOFC 电解质片 / 金属连接体 / 中高压开关柜	2026 年 9 月与广东固能合资设立

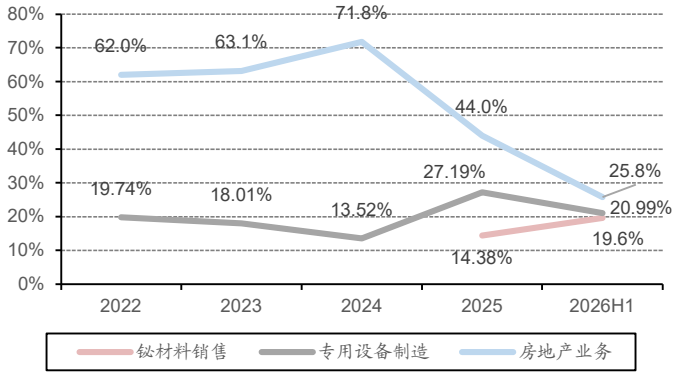
资料来源：公司公告、招商证券

图 4：主营业务营收（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

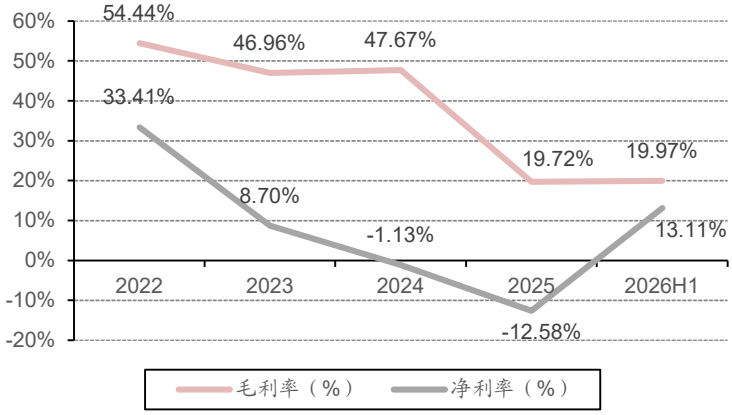
图 5：主营业务毛利率



资料来源：公司公告、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、招商证券

4、财务分析

钚业务放量驱动收入增长，扣非盈利仍待修复。 2025 年，公司实现营业收入 18.52 亿元，同比增长 218.5%，主要受钚材料业务并表及规模快速扩张带动，全年归母净利润亏损 1.27 亿元。2026 年上半年，公司实现营业收入 11.47 亿元，同比增长 64.06%，其中二季度单季营收 6.12 亿元，环比增长 14.27%；上半年归母净利润 2.10 亿元，同比增长 414.95%。表观利润主要受金融资产公允价值变动拉动，上半年公允价值变动净收益 4.16 亿元，主要来自于臻宝科技 IPO 战略配售，非经常性损益合计 3.23 亿元，扣非归母净利润仍为-1.12 亿元。

分业务看，钚材料已成为公司主要盈利来源，而凯世通及半导体零部件等业务仍处投入和爬坡阶段，对整体利润形成一定拖累。上半年毛利率 19.97%，二季度单季提升至 21.26%，随着钚业务盈利释放及半导体业务规模扩大，公司扣非盈利有望逐步改善。

现金流同比改善。 截至 2026 年二季度末，公司资产负债率 32.03%，同比提升 6.85 个百分点，期末短期借款 15.25 亿元、长期借款 4.39 亿元。上半年经营性现金流净额-11.52 亿元，较上年同期-32.94 亿元明显改善。同期销售收现比 106.03%，回款情况总体较好。

表 2：业绩摘要

（百万元）	2023 年	2024 年	2025 年	2025H1	2026H1	同比变化(%)
营业收入	964.61	581.43	1851.82	698.97	1146.69	64.06
营业成本	511.62	304.27	1486.59	506.60	917.68	81.14
毛利润	452.99	277.15	365.23	192.36	229.01	19.05
销售税金	54.62	28.33	19.15	13.15	7.10	-45.97
毛利润（扣除销售税金）	398.37	248.82	346.08	179.22	221.91	23.82
销售费用	27.31	18.97	30.93	10.36	16.68	61.08
管理费用	198.24	241.16	328.95	145.00	238.91	64.76
研发费用	163.06	184.48	227.04	79.31	229.50	189.37
经营利润	9.76	-195.79	-240.84	-55.45	-263.18	374.59
资产和信用减值损失	19.55	63.48	46.64	-1.39	0.62	-144.20
财务费用	-35.61	-37.96	29.39	15.06	26.96	79.07
投资收益	110.25	114.32	396.79	323.75	23.60	-92.71
资产处置收益	0.16	0.10	-0.08	0.00	0.01	
公允价值变动净收益	29.22	67.27	-338.22	-250.99	416.31	-265.87

下载日志已记录，仅供内部参考

（百万元）	2023 年	2024 年	2025 年	2025H1	2026H1	同比变化(%)
其他收益	12.65	62.50	41.29	12.97	27.82	114.51
营业外收入	11.28	17.09	1.70	0.30	5.67	1767.80
营业外支出	20.19	0.43	16.62	10.37	2.36	-77.22
利润总额	169.19	39.55	-232.00	6.55	180.29	2653.90
所得税	85.29	46.11	0.86	24.82	29.96	20.74
税后净利润	83.89	-6.56	-232.87	-18.27	150.32	-922.79
少数股东损益	-67.26	-114.10	-106.27	-59.08	-59.81	1.24
归母净利润	151.15	107.54	-126.60	40.81	210.13	414.95
非经常性损益	73.82	162.15	47.11	41.98	322.60	668.44
扣非归母净利润	77.33	-54.62	-173.71	-1.18	-112.47	9471.69

资料来源：iFind、招商证券

表 3：主要比率

（%）	2023 年	2024 年	2025 年	2025H1	2026H1	百分点变化
毛利率	46.96	47.67	19.72	27.52	19.97	-7.55
销售费用率	2.83	3.26	1.67	1.48	1.45	-0.03
管理费用率	20.55	41.48	17.76	20.75	20.83	0.09
研发费用率	16.90	31.73	12.26	11.35	20.01	8.67
财务费用率	-3.69	-6.53	1.59	2.15	2.35	0.20
经营利润率	1.01	-33.67	-13.01	-7.93	-22.95	-15.02
所得税率	144.71	-61.67	-0.14	-7.82	19.12	26.95
净利率	8.70	-1.13	-12.58	-2.61	13.11	15.72
扣非净利率	8.02	-9.39	-9.38	-0.17	-9.81	-9.64

资料来源：iFind、招商证券

表 4：单季度业绩摘要

百万元	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
营业收入	101.87	106.60	273.84	192.39	506.57	369.67	783.18	535.17	611.52
营业成本	58.34	44.31	179.09	122.53	384.08	282.02	697.97	436.17	481.51
毛利润	43.53	62.28	94.75	69.86	122.50	87.66	85.21	99.00	130.01
销售费用	5.47	9.76	-2.13	4.45	5.90	5.65	14.93	6.04	10.64
管理费用	51.98	55.30	72.66	61.37	83.63	98.14	85.80	96.06	142.85
研发费用	59.19	45.88	62.60	40.50	38.81	25.25	122.48	56.83	172.66
财务费用	-12.50	-13.91	-4.97	-3.14	18.19	3.35	10.98	7.76	19.20
所得税	-17.40	7.57	56.08	-12.40	37.21	-0.60	-23.35	-24.79	54.76
归母净利润	-54.19	39.13	139.22	-20.49	61.29	-22.14	-145.26	-16.90	227.03

资料来源：iFind、招商证券

表 5：单季度主要比率

（%）	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
毛利率	42.73	58.43	34.60	36.31	24.18	23.71	10.88	18.50	21.26
销售费用率	5.37	9.16	-0.78	2.32	1.16	1.53	1.91	1.13	1.74
管理费用率	51.03	51.88	26.53	31.90	16.51	26.55	10.96	17.95	23.36
研发费用率	58.10	43.04	22.86	21.05	7.66	6.83	15.64	10.62	28.24
财务费用率	-12.27	-13.05	-1.82	-1.63	3.59	0.91	1.40	1.45	3.14
净利率	-53.19	36.71	50.84	-10.65	12.10	-5.99	-18.55	-3.16	37.13

资料来源：iFind、招商证券

表 6：负债情况

（人民币，百万元）	2023 年	2024 年	2025 年	2025Q2	2026Q2	百分点变化
负债率%	16.81	12.93	28.35	25.18	32.03	6.85
短期借款	352.18	119.88	1275.44	463.73	1525.49	228.96

下载日志已记录，仅供内部参考

（人民币，百万元）	2023 年	2024 年	2025 年	2025Q2	2026Q2	百分点变化
一年内到期的非流动负债	46.92	39.82	54.03	68.10	65.46	-3.88
长期借款	245.22	252.40	361.32	303.74	439.49	44.70
货币资金	3049.10	2987.73	1596.17	2081.96	1204.24	-42.16

资料来源：公司公告、招商证券

表 7：现金流情况

	2023 年	2024 年	2025 年	2025H1	2026 H1	百分点变化/同比变化
赊销比	16.15	20.51	30.53	73.76	45.74	-28.02
存货营收比	114.31	239.55	244.54	490.23	448.27	-41.96
销售商品、劳务获现金（百万元）	853.15	760.59	1667.86	406.33	1215.82	199.22%
销售商品、劳务获现金/营收	88.44	130.82	90.07	58.13	106.03	47.90
经营性现金流净额（百万元）	-240.54	-216.65	-4130.76	-3293.90	-1152.08	-65.02%
经营现金流净额/税后净利润	-159.14	-201.46	3262.93	-8072.05	-548.27	7523.78

资料来源：公司公告、招商证券

注：比值的变动按照绝对值列示，金额的变动按照百分比列示

表 8：资产回报率情况

	2023 年	2024 年	2025 年	2025H1	2026 H1	百分点变化
归上净利率(%)	15.67	18.50	-6.84	5.84	18.32	12.49
总资产周转率(%)	0.09	0.06	0.17	0.06	0.09	0.03
权益乘数	1.22	1.24	1.34	1.31	1.49	0.17
净资产收益率-平均(%)	1.81	1.30	-1.55	0.50	2.54	2.04
总资产净利率(%)	0.82	-0.06	-2.13	-0.17	1.22	1.39

资料来源：公司公告、招商证券

表 9：固定资产和在建工程情况

百万元	2023 年	2024 年	2025 年	2025Q2	2026Q2	同比变化（%）
固定资产	141.77	966.09	1,090.21	971.14	1,120.71	15.40
在建工程	389.31	0.00	81.96	126.72	108.42	-14.44

资料来源：公司公告、招商证券

表 10：主要子公司业绩情况

	2025 年		2026H1	
公司名称	营业收入	净利润	营业收入	净利润
凯世通半导体	35,740.19	-18,159.49	7,789.56	-12,974.82
嘉芯半导体	1,755.33	-7,464.29	2,706.64	-2,852.68
安徽万导	131,622.22	11,194.01	101,930.69	12,973.68
上海万业元创	306.65	-1,692.90	760.97	-7,648.28

资料来源：公司公告、招商证券

注：凯世通和嘉芯半导体为归母净利润

5、股权激励

实行股权激励，彰显增长信心。2026 年 1 月，公司公告股权激励计划，拟授予总量 2,198 万股，占公告时总股本的 2.36%，其中首次授予 1,759 万股，预留 439 万股，首次及预留授予价格均为 9.74 元/股。首次授予于 2026 年 2 月 13 日完成，覆盖 86 名董事、高管及核心员工；预留部分分两批实施，8 月 14 日向 15 名激励对象授予 137.10 万股，9 月 29 日再向 56 名激励对象授予剩余预留 308.30 万股。公司层面考核以营业收入为单一指标，2026 年不低于 25.00 亿元，2027 年不低于 35.00 亿元，对应两期各解除限售 50%。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、平台化布局加速成型，新老业务多线并进

1、高管及研发情况

管理层产业积累深厚，专业背景多元互补。公司董事长、总裁朱世会于 1995 年创立广东先导稀材股份有限公司，深耕稀散金属及半导体材料行业三十余年，现任先导电子科技股份有限公司董事长，行业积淀与产业资源深厚。管理团队经验深厚，专业度高，深耕产业多年。公司重视研发投入，研发人员数量及占比持续提升。

研发投入持续加码，人才队伍与业务扩张同步扩充。2026 年上半年，公司研发费用 2.30 亿元，同比增长 189.37%，研发费用率 20.01%，同比提升 8.67pcts，研发投入强度持续加大。员工总数由 2023 年末的 618 人增至 2025 年末的 1492 人，其中技术人员由 230 人增至 588 人，占比 39.4%，人才结构持续优化。

截至 2026 年 6 月 30 日，公司已累计申请专利 402 项（发明专利 220 项、实用新型专利 167 项、外观设计专利 15 项），已授权专利 293 项（发明专利 125 项、实用新型专利 153 项、外观设计专利 15 项），并拥有软件著作权 77 项，注册商标 5 项，形成了较为完善的自主知识产权体系。

表 11：公司高管履历

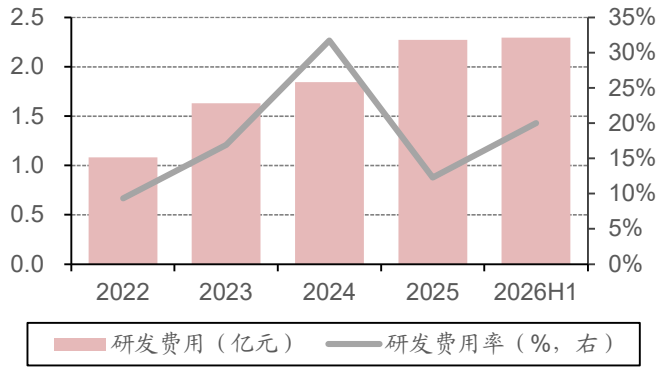
姓名	职务	简历
朱世会	董事长，董事，总裁	1967 年 3 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于广州外国语学院，研究生学历。1995 年创立广东先导稀材股份有限公司。曾任广东先导稀材股份有限公司董事长；佛山粤邦投资有限公司执行董事；光智科技股份有限公司董事长。担任国际 STDA 协会理事、中国有色金属工业协会理事、中国有色金属工业协会铟铋锗协会副会长、中国有色金属标准化委员会委员、中国稀有金属冶金学术委员会稀散金属专业委员会会员、广东省材料研究学会理事。现任先导电子科技股份有限公司董事长，上海先导基电科技股份有限公司第十二届董事会董事长、总裁。
余舒婷	副董事长，董事，副总裁	1985 年 7 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，中山大学管理学学士。曾任中国信保广州业务处部门经理；先导科技集团副总经理及半导体事业部负责人。现任上海先导基电科技股份有限公司第十二届董事会副董事长、副总裁。
于洵	独立董事	1964 年 1 月出生，中国国籍，教授，博士生导师。1987 年毕业于西安工业学院，获得光学测试专业学士学位，2000 年毕业于北京理工大学，获得精密仪器专业硕士学位。现任西安工业大学三级教授，博士生导师，中国光学学会高级会员，中国光学学会计算成像专业委员，西安电子科技大学兼职教授。
蔡伟	独立董事	1983 年出生，中国国籍，无境外居留权，法学博士，具备法律职业资格，已取得独立董事资格证书。曾任北京康达（广州）律师事务所律师、生命人寿保险股份有限公司合规人员、中国国际金融股份有限公司合规律师。现任中山大学法学院教授、博士生导师。
虞熙春	独立董事	1962 年出生，中国国籍，无境外居留权，研究生学历，具有中国注册会计师、中国注册税务师、企业法律顾问执业资格。1993 年至 2011 年先后任职深圳大华会计师事务所、深圳市永明会计师事务所、深圳正大华明会计师事务所总审计师、合伙人，2011 年 11 月至今任深圳市义达会计师事务所有限责任公司董事、合伙人；曾于 2008 年 11 月至 2014 年 11 月兼任深圳市得润电子股份有限公司独立董事；现任深圳市得润电子股份有限公司独立董事，兼任深圳市尚荣医疗股份有限公司董事，天津经纬辉开光电股份有限公司、上海先导基电科技股份有限公司独立董事，深圳市科技和创新委员会评审专家。

下载日志已记录，仅供内部参考

姓名	职务	简历
叶蒙蒙	董事，首席财务官	1992 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于长江大学，本科学历。曾任大华会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所项目经理；中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所项目经理；政旦志远（深圳）会计师事务所（特殊普通合伙）高级项目经理。现任上海先导基电科技股份有限公司首席财务官。
朱刘	董事	1983 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中南大学，冶金工程学士，高级工程师。曾任光智科技股份有限公司董事，昆明先导新材料科技有限责任公司副董事长，先导薄膜材料（淄博）有限公司董事长，先导新型材料（昆明）有限公司执行董事、总经理；先导薄膜材料（昆明）有限公司执行董事、总经理；哈尔滨中飞新材料有限公司董事；江苏先导微电子科技有限公司董事；广东先导稀贵金属材料有限公司执行董事、经理，先导电子科技股份有限公司总经理，国家稀散金属工程技术研究中心副主任。现任先导电子科技股份有限公司董事、总经理；上海先导基电科技股份有限公司第十二届董事会董事。
苏小平	董事	1965 年 12 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于吉林大学半导体材料专业，博士学位，教授级高级工程师，国务院政府特殊津贴专家。曾任中国有研科技集团有限公司子公司董事总经理、SK（中国）投资董事总经理、威科赛乐微电子股份有限公司董事总经理。现任先导科技集团有限公司副总裁兼先导医疗事业部负责人、奥泰医疗系统有限责任公司董事长；并担任中国电子材料行业协会半导体材料分会理事，SEMI 中国化合物半导体标准技术核心技术委员。
郑新和	董事	1972 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于中国科学院半导体研究所，博士学历。曾任中国石油大学（北京）副教授，中国科学院苏州纳米技术与纳米仿生研究所研究员、博士生导师、纪委委员、党支部书记，北京科技大学数理学院教授、博士生导师；曾前往德国、智利、台湾、日本、美国、新加坡、泰国、比利时等地从事博士后、应用培训、学术会议、项目合作交流和访问学者工作；曾担任北京市自然科学一等奖、科技部项目、教育部学位中心学位论文以及国家自然科学基金委项目等评审专家；曾任安徽先导先进科技有限公司首席技术专家。现任先导科技集团首席科学家，先导集团中央研究院 CTO；并担任中国机械工程学会半导体装备分会常务委员、高端芯片联盟半导体材料专委会委员、中国电工学会半导体光源系统分会专委会委员、安徽省先进光电子材料及系统产业创新研究院副主任委员、中国电子科技集团《半导体光电》编委等。现任先导科技集团首席科学家，先导集团中央研究院 CTO。
周伟芳	副总裁，董事会秘书	1980 年 4 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，毕业于上海财经大学，会计专业学士，市场营销学硕士，中欧国际工商学院 EMBA。曾任紫光集团旗下紫光展锐科技有限公司副总裁、展讯通信有限公司市场总监（NSDQ 股票代码：SPRD）、凯明信息科技有限公司市场经理等。现任上海先导基电科技股份有限公司副总裁兼董事会秘书。

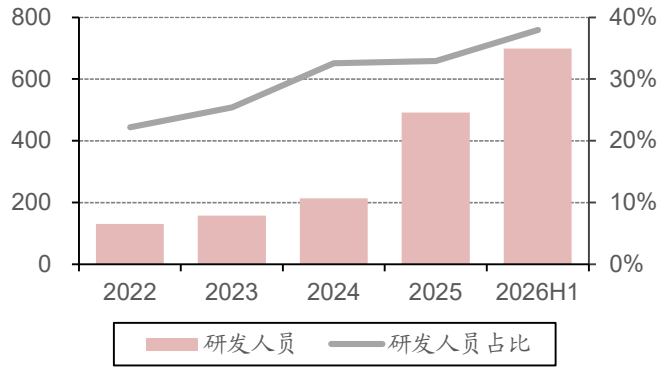
资料来源：ifind、招商证券

图 7：研发费用情况



资料来源：ifind、招商证券

图 8：研发人员情况



资料来源：ifind、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

表 12：公司人力资源情况

项目	2023	2024	2025
员工总人数	618	654	1492
行政人员	70	73	184
销售人员	26	21	28
技术人员	230	276	588
财务人员	35	32	39
生产人员	257	252	653
博士	4	5	16
硕士	45	53	159
本科	180	217	501
专科	246	238	375
高中及以下	143	141	441
人均薪酬（万元）	31.1	31.8	32.0
人均创利（万元）	25.1	16.9	-11.8
人均创收（万元）	160.4	91.4	172.6

资料来源：ifind、招商证券

2、以铋材料为支柱，切入化合物半导体材料

公司铋材料产品横跨三大板块：铋金属制品、铋化合物、铋半导体材料，广泛应用于冶金添加剂、低熔点合金、核工业、涂料、医药、化妆品、化工催化及电子元器件等领域。

铋材料业务由公司全资子公司安徽万导承接，系先导科技集团旗下唯一的铋金属深加工及化合物产品整合平台，2025 年 1 月设立以来已在广东清远、安徽五河、湖北荆州、浙江衢州建成四大生产基地，形成覆盖华东、华中、华南的产能网络。

铋材料业务增长迅速。公司依托控股股东先导科技集团资源协同优势，通过全球化采购渠道获取原材料，实施动态库存管理与战略备货策略，同时面向超 300 家海内外客户布局全球市场。2025 年铋业务实现收入 13.20 亿元，占公司总营收 71.27%；2026 年上半年受铋金属价格高位运行（期内最高达 16.3 万元/吨）及四大基地产能放量驱动，铋材料收入达 9.96 亿元，同比增长 89.6%，占总营收比重升至 86.86%，已成为公司当前业绩的核心支柱。

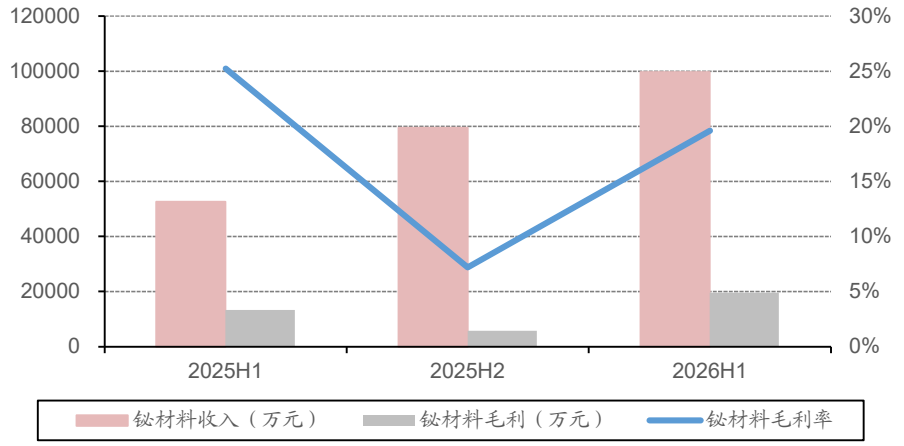
表 13：铋材料体系

产品类型	代表产品	核心应用领域
铋金属制品	铋针、铋粒（珠）、铋粉、浇铸铋、氢化铋、高纯铋、铋系合金	冶金添加剂、低熔点合金、核工业
化合物	三氧化二铋（工业级）、氢氧化铋、氯氧化铋、柠檬酸铋、硝酸铋、碱式硝酸铋、碱式水杨酸铋、有机铋	涂料、医药、化妆品、化工催化
半导体材料	三氧化二铋（高纯级）、硫化铋、铋基靶材	电子元器件（多层陶瓷电容 MLCC）/ TEC 制冷片 / 探测器 / 固态电池

资料来源：公司公告、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9：钚材料收入及毛利

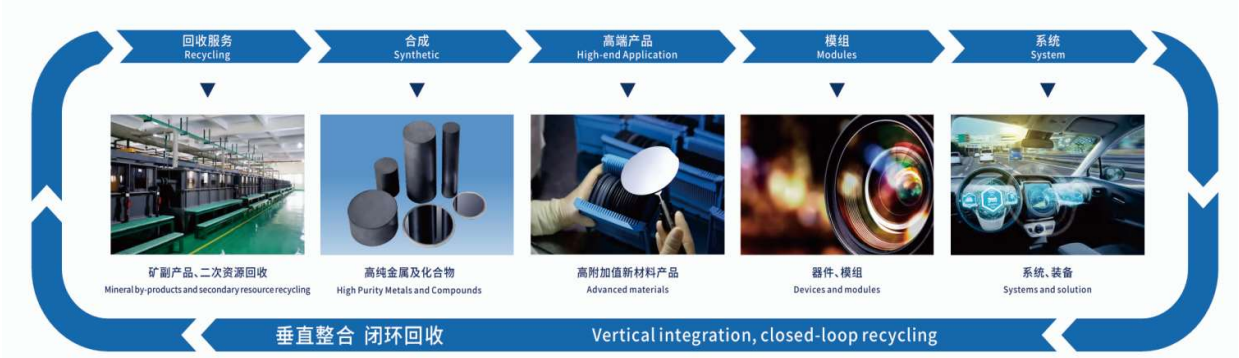


资料来源：公司公告，招商证券

公司钚材料业务深度嵌入集团稀散金属版图。先导科技集团由朱世会先生于 1995 年创立，总部位于广东清远，是全球领先的稀散金属及高端材料企业，在铟、硒、碲、铋等品种的产量和市场份额上均居全球前列，拥有国家稀散金属工程技术研究中心，业务覆盖从矿端资源/回收提纯到高纯金属、化合物、半导体材料、器件模组的全链条。集团旗下已形成三家资本化平台：上市公司先导基电定位为铋金属深加工+半导体装备+科学仪器整合平台；上市公司光智科技承载红外光学及铝合金材料业务；先导电科则聚焦氧化钪等高端电子材料，其韩国子公司 KV Materials 供应含氧化钪在内的电解质粉体，经 Amosense 加工为陶瓷电解质基板，已切入北美大客户供应链。此外，集团在电子级高纯金属（7N 级镓、锑、砷、铝）、MO 源、电子特气等领域亦有深度布局。

除了业务版图的协同，先导基电还自先导稀材等关联方购买部分铋锭、铋金属粗料、铋化合物等原材料，并通过 Vital Materials、OCB、先导新材等关联方销售部分铋产品。2025/2026H1，公司关联采购总额 7.75/1.69 亿元，占营业成本比重为 52.11%/18.42%。2025/2026H1，公司关联销售总额 3.20/1.88 亿元，占营业收入比重为 17.29%/16.38%。据公司披露，2025 年自广东稀材采购铋锭单价 9.43 万元/吨，当年市场均价 10.73 万元/吨，关联方交易价格与市场价格差异较小且波动趋势相同。

图 10：集团业务版图



资料来源：先导科技集团，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

表 14：公司关联交易情况

		2025 年		2026H1	
关联方采购	交易内容	金额	占营业成本比	金额	占营业成本比
广东先导稀材股份有限公司	铋锭	62,798.01	42.24%	7,768.17	8.47%
Vital Materials Belgium S.A.	铋金属粗料	2,302.01	1.55%	2,359.67	2.57%
VITAL MATERIALS CO., LIMITED	铋金属粗料、铋化合物	4,866.22	3.27%	2,629.69	2.87%
其他	委托加工、燃料动力、薄膜靶材、半导体材料与微电子等	7,505.15	5.05%	4,147.09	4.52%
合计（关联采购总额）		77,471.39	52.11%	16,904.62	18.42%
营业成本		148,658.94		91,767.98	
关联方销售	交易内容	金额	占营业收入比	金额	占营业收入比
Vital Materials Belgium S.A.（比利时）	氧化铋	13,870.77	7.49%	8,151.96	7.11%
湖南先导新材料科技有限公司	贵金属（银、金、铅）、铅铋合金及低品位金属物料	13,573.31	7.33%	1,236.83	1.08%
五河先导光电材料有限公司				2,767.70	2.41%
OCB PHARMACEUTICAL, S.R.L（西班牙）	氧化铋、碱式硝酸铋、柠檬酸	1,536.13	0.83%	2,762.92	2.41%
广东先导元创精密科技有限公司	零件及耗材（离子注入机等设备零部件）	344.20	0.19%	2,349.77	2.05%
其他	委托加工、燃料动力、薄膜靶材、半导体材料与微电子等	4,566.61	2.47%	9,391.74	8.19%
合计（关联销售总额）		32,010.69	17.29%	18,780.53	16.38%
营业收入		185,182.18		185,182.18	

资料来源：公司公告、招商证券

并购先导微电子，切入半导体化合物材料赛道。2026 年 7 月 14 日，公司公告以自有和自筹资金 20 亿元增资先导微电子，本次增资完成后，公司将持有先导微电子 50.63%的股权，先导微电子将成为公司控股子公司。先导微电子系公司实控人朱世会旗下半导体化合物材料整合平台，产品布局聚焦四大核心赛道，广泛应用于集成电路、显示面板、光伏新能源等领域：

- 化合物半导体衬底（包括 2-8 英寸砷化镓、4-8 英寸锗等）
- 电子级高纯金属（包括 7N 级镓、锑、砷、铝等；具备超高纯 8N 镓量产能力）
- 半导体前驱体材料（包括 6N 级四氯化铪、二氯二氧化钼及 MO 源前驱体）
- 电子特气（锗烷、砷烷等）。

业绩承诺彰显信心。根据公告，先导基电增资控股先导微电子时同步设置业绩承诺，承诺期为 2026 至 2028 年度，承诺主体清远先导特种材料有限公司保证先导微电子累计扣除非经常性损益前后净利润孰低值不低于 5 亿元。若未达标，清远先导以现金方式补偿。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 15：先导微电子分产品收入情况

序号	项目	2025 年度金额（万元）	2025 年度占比	2026 年 1-4 月金额（万元）	2026 年 1-4 月占比
1	镓（含高纯镓）	17,367.51	19.84%	6,577.81	21.09%
2	砷化镓	12,803.09	14.62%	5,381.81	17.26%
3	四氯化铪	19,918.27	22.75%	4,438.64	14.23%
4	氧化镓	11,946.45	13.65%	3,672.41	11.78%
5	特气（含锗烷）	5,123.91	5.85%	4,468.59	14.33%
6	MO 源（含三氯化镓）	4,210.31	4.81%	1,337.16	4.29%
7	砷	4,095.60	4.68%	2,756.03	8.84%
8	锗晶片	4,285.76	4.90%	398.23	1.28%
9	其他	7,793.62	8.90%	2,153.15	6.90%
	主营业务收入合计	**87,544.52**	**100.00%**	**31,183.81**	**100.00%**

资料来源：公司公告、招商证券

3、设立元朔基电，卡位 SOFC 核心部件

设立元朔基电卡位 SOFC 核心部件。 先导科技依托稀散金属、高纯材料及先进陶瓷领域的长期积累，较早布局 SOFC 相关材料与工艺。

2020 年集团收购韩国 KV Materials，获得陶瓷粉体、成型及烧结等规模化制造能力，并逐步切入北美客户供应链体系；此后围绕钪稳定氧化锆粉体、电解质材料、电解质片及金属连接体涂层等环节持续推进研发和产业化，2024 年 KV Materials 相关电解质原料及粉体已通过北美客户体系验证并实现商业化供货。2026 年集团进一步成立广东先导固能，对 SOFC 相关业务进行平台化整合。

2026 年 9 月 21 日，先导基电公告全资子公司上海基电启芯拟与关联方广东固能共同出资 3 亿元设立控股子公司元朔基电，其中上海基电启芯认缴 1.95 亿元、持股 65%，新公司将纳入上市公司合并报表，重点布局电解质片、金属连接体、中高压开关柜、变压器、超级电容等产品，覆盖 SOFC 电堆核心部件及配电、储能等系统配套环节。

将充分受益于北美客户扩产。当前北美头部客户产能指引持续上修，2026 年由约 1GW 扩产至 2GW，2027 年进一步向 5GW 迈进，且产能供不应求，其扩产节奏直接拉动了上游电解质基板及粉体材料的采购需求。整体来看，先导科技已形成由上游稀有金属、陶瓷粉体向电解质、连接体及电力配套产品延伸的 SOFC 产业链布局，未来有望依托先导基电上市公司平台，继续延伸至下游整堆组装，形成更大的发展。

表 16：先导科技集团 SOFC 布局情况

时间	事件	意义
2020	收购韩国 KV Materials	获得陶瓷粉体、烧结和规模制造能力
2021	韩国供应链国产化项目启动	KV 逐步切入北美客户体系
2021-22	先导稀材/薄膜布局钪锆粉体、电解质、MnCo 涂层相关技术	SOFC 材料研发体系成型
2022-23	电解质片回收、氧化锆烧结、连接体涂层等技术持续布局	从粉体向片和连接体扩展
2025	SOFC 正式出现在先导薄膜下游应用体系	从项目进入产业业务
2026.4	广东先导固能成立并整合同控资产	集团 SOFC 平台化
2026.9	固能与先导基电设元朔基电	SOFC 正式进入上市公司体系

资料来源：公司公告、先导科技集团、ifind、艾邦、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

表 17：元朔基电 SOFC 相关产品

产品	在 SOFC 系统中的角色	环节定位
电解质片（陶瓷电解质基板）	传导氧离子、支撑阴阳极	电堆核心
金属连接体（连接板）	分配反应气体、导电导热、支撑单电池	电堆核心
中高压开关柜	电力安全分配、电路保护	BOP / 配电
变压器	电压变换（10kV/34.5kV 中压接入）	BOP / 配电
超级电容	储能稳流、变流电控；800V HVDC 下做 BBU 瞬态缓冲	BOP / 储能

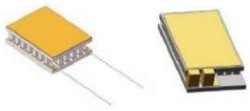
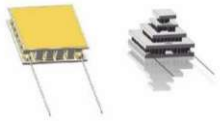
资料来源：EM&T，公司公告，招商证券

4、Micro-TEC 切入光通信温控

打造垂直一体化 Micro-TEC 产品体系。公司 Micro-TEC 业务由全资孙公司衢州万导热电科技有限公司承载，系铋材料产业链向下游高附加值器件延伸的战略落点。衢州万导成立于 2025 年下半年，依托公司铋材料业务的原料优势，构建“铋/碲原料—碲化铋热电晶体—TEC 器件”垂直一体化制造链路。Micro-TEC 具备体积小、响应快、控温精度高的特点，广泛应用于光通信激光器波长锁定、激光雷达、气体探测、红外探测、生物医疗及汽车电子等高精度温控场景。

逐步开展客户导入。产品矩阵覆盖 TO 系列、激光器应用系列、红外探测应用系列及工业科学仪器类四大方向，其中激光器应用系列直接对接 1.6T 及以上光模块、AI 算力光引擎中 DFB/EML 激光器的波长稳定与功率控制需求。2025 年公司完成 Micro-TEC 产线建设并投产，高端热电材料同步送样验证；2026 年上半年已初步实现高端热电材料及微型热电制冷器小批量生产，产品向光通信、传感检测等领域客户完成送样并通过客户相关测试。当前业务尚处导入期，收入贡献有限，但长期看，在 AI 算力驱动光模块速率持续升级、CPO 架构渗透及国产 TEC 替代日厂的产业趋势下，公司凭借铋 / 碲原料自供的成本优势与垂直一体化制造能力，有望切入头部光模块及激光器供应链，成为继铋材料、离子注入机之后的又一成长曲线。

表 18：TEC 产品系列

产品类型	产品图片	应用领域
TO 系列		气体探测、智能传感、光通讯等
激光器应用系列		光通讯、激光雷达、AI 等
红外探测应用系列		航空等
工业科学仪器类		生物医疗、科学仪器、汽车电子等

资料来源：公司公告、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

5、离子注入机国产化率提升，布局其他设备形成协同

围绕离子注入机布局半导体设备。公司离子注入机业务由控股子公司凯世通承载，系国内前道离子注入机核心标的，有望拉动国产化率提升。凯世通成立于 2009 年，2018 年纳入上市公司体系，产品覆盖低能大束流、高能及超低温离子注入机全谱系，工艺应用从逻辑芯片延伸至存储、CIS、功率半导体等领域。此外，公司围绕离子注入机，打造“1+N”平台化发展半导体设备布局。

量产能力逐步攀升。2025 年凯世通实现销售收入 3.48 亿元，同比增长 44.55%；全年交付 10 余台 12 英寸设备，验收超 15 台，12 英寸晶圆产品片安全生产过货量突破 1000 万片。2026 年爬坡节奏延续：上半年交付 6 台 12 英寸设备、验收 3 台，2020 年至 2026H1 累计交付量突破 55 台，客户数达 16 家；2026H1 新签 4 家客户订单，其中包含 2 家国内 12 英寸晶圆厂主流客户的重复订单，显示存量客户黏性持续增强；12 英寸晶圆产品片过货量进一步突破 2000 万片，较 2025 年底翻倍，量产验证加速。

先进制程产品迭代同步推进。2026 年上半年，凯世通研发推出国产先进制程低能大束流离子注入机 Hyperion，束流传输效率与束流性能显著提升，目前正推进客户验证。

国产化率提升窗口期明确，集团供应链协同强化长期竞争力。 在美国对华半导体设备出口管制持续加码的背景下，离子注入机作为晶圆制造前道关键设备，国产化率仍有较大提升空间。公司依托先导科技集团在静电卡盘、流量计等核心子系统的产业资源，持续提升零部件国产化率，降低对海外供应链依赖，长期成长空间可期。

表 19：凯世通产品系列

系列	型号	定位	主要应用
低能大束流系列	iStellar-500	成熟制程主力机型	集成电路浅结及超浅结掺杂工艺注入
	iStellar-500C	专用机型	集成电路顶非晶化注入工艺
	iStellar-500CIS	CIS 专用机型	CIS 器件掺杂，具备金属污染控制、高精度注入角度控制
	Hyperion（新品）	先进制程机型	先进逻辑、先进存储集成电路浅结及超浅结掺杂注入
中束流系列	iKing-360（新品）	化合物/功率器件机型	化合物半导体、功率器件掺杂；支持氢剥离（Smart Cut）工艺，满足薄膜铌酸锂等异质集成材料制备
高能系列	iStellar-HE2000	高能机型	集成电路深阱掺杂工艺注入

资料来源：公司公告、招商证券

此外公司还布局刻蚀、薄膜沉积、快速热处理、半导体支撑以及分析仪器、显微镜等高端设备。

嘉芯半导体：多类制程设备生产平台。2021 年 4 月，先导基电成立嘉芯半导体，业务覆盖刻蚀、薄膜沉积、快速热处理等多类主制程设备以及尾气处理等支撑制程设备。公司依托凯世通离子注入机积累的晶圆厂客户资源与供应链体系，有望推动嘉芯多品类设备协同导入，长期有望成为公司在离子注入机之外的第二块装备成长极。

伍丰仪器：国内液相色谱标杆，切入半导体过程质控。伍丰仪器为国内液相色谱领域老牌厂商，深耕行业三十余年，是国内少数具备自主知识产权和规模化市场基础的分析仪器企业，核心产品覆盖液相色谱、气相色谱及色谱-质谱联用仪，下游从生物医药、环境监测、食品安全等传统领域延伸至半导体制造，可直接对

下载日志已记录，仅供内部参考

接先导科技集团在电子级高纯材料、稀散金属深加工领域的过程质控需求，形成内部协同。

本原纳米：国内扫描探针显微镜源头厂商，补齐微纳测量版图。本原纳米前身为国内扫描探针显微镜（SPM）研究的开拓者，近四十年技术积淀，先后研制出我国首台扫描隧道显微镜（STM）、首台原子力显微镜（AFM），是国内唯一具备文献可溯源原子级分辨率 AFM 的厂商。本原纳米产品线覆盖 AFM、STM、MFM、EFM 等全系列 SPM 平台，下游从基础科研延伸至半导体先进制程表面表征、新型显示、先进材料、光电器件及新能源电池检测。

图 11：嘉芯半导体主要产品



资料来源：公司官网，招商证券

图 12：伍丰仪器主要产品

主要产品	图示	产品描述
LC-100		LC-100 高效液相色谱系统配置完善、提供多种输液单元方案，可广泛应用于工业检测、生物医药等领域，满足高效分离与精准分析需求。
EX1800		EX1800 兼容超高效与高效液相色谱系统，应用扩展丰富，可扩展二维/多维、凝胶、氨基酸分析等组合应用。
LC-80		一体式液相色谱仪 LC-80，易安装、易操作、易维护、移动性强。针对化学化工、农业饲料、教学培训设计。

资料来源：公司公告、招商证券

图 13：本原纳米主要产品



资料来源：公司公告、招商证券

三、下游赛道共振，打开长期成长空间

1、出口管制叠加供需共振，钛价中枢上移

中国主导全球钛的供给，供给刚性特征突出。根据 USGS 数据，2024 年和 2025

下载日志已记录，仅供内部参考

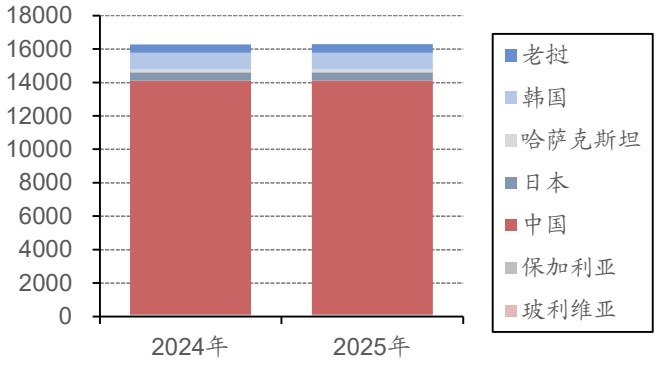
年全球精炼铋产量均约 1.6 万吨，同比基本持平，其中中国产量约 1.4 万吨，占全球比重超过 85%，构成全球供给的绝对主力；韩国、日本、玻利维亚等国产能合计不足 2000 吨，供给补充有限。由于铋多为铅、锌、铜等主金属的伴生副产，独立铋矿极少，供给弹性受主矿种开采计划约束，短期难以随价格快速释放，供给刚性特征显著。

铋化合物市场参与者较少，集中度高。精铋主要生产商包括靖远高能、贵溪大三元、河南济源、湖南宇腾、豫光金铅、中钨高新等企业，高纯铋和铋化合物（氧化铋、氢氧化铋、铋盐等）的主要生产商包括先导科技集团/先导基电、株洲科能等企业。其中先导科技集团/先导基电在铋化合物的全球市占率估算可达 40-50%。

出口管制叠加供需共振，2025 年以来铋价高位运行。2025 年 2 月商务部将金属铋纳入两用物项出口管制实施许可证管理，金属铋及制品、锗酸铋、三苯基铋、三对乙氧基苯基铋以及相关生产技术资料均纳入管制，出口需向商务部进行申报。鉴于国内出口管制因素，海外铋供应紧张、价格坚挺，拉动国内价格共振上行。此外，供给端有国内环保约束收紧、矿山品位下降等收缩因素，需求端 MLCC 电子陶瓷添加剂、Micro-TEC 用碲化铋热电材料、固态电池铋基电解质等新兴需求放量拉动，供需共振推动价格中枢系统性上移。

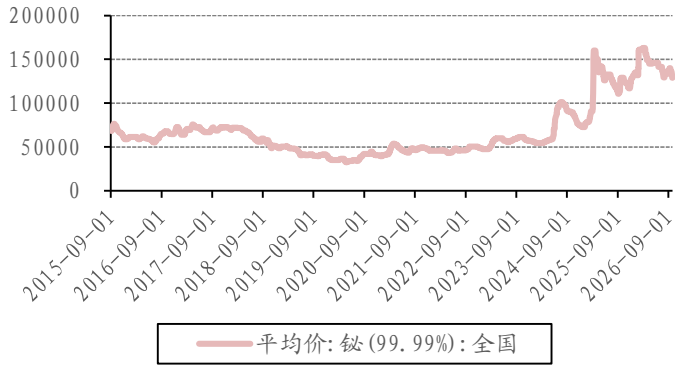
从价格走势看，2015 年至 2024 年上半年，国内 99.99% 铋锭均价长期在 4-7 万元/吨区间窄幅波动；2024 年三季度起铋价开始趋势性上行，2025 年冲高至 15-16 万元/吨区间，较 2024 年低位涨幅超过 2 倍，当前仍维持高位。

图 14：各国精炼铋产量（吨）



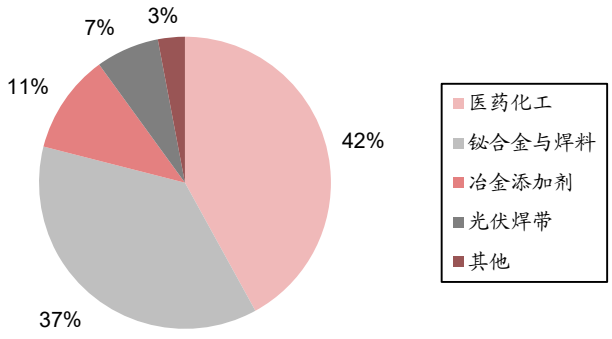
资料来源：USGS，招商证券

图 15：铋金属价格（元/吨）



资料来源：ifind，招商证券

图 16：铋下游消费结构



资料来源：安泰科，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

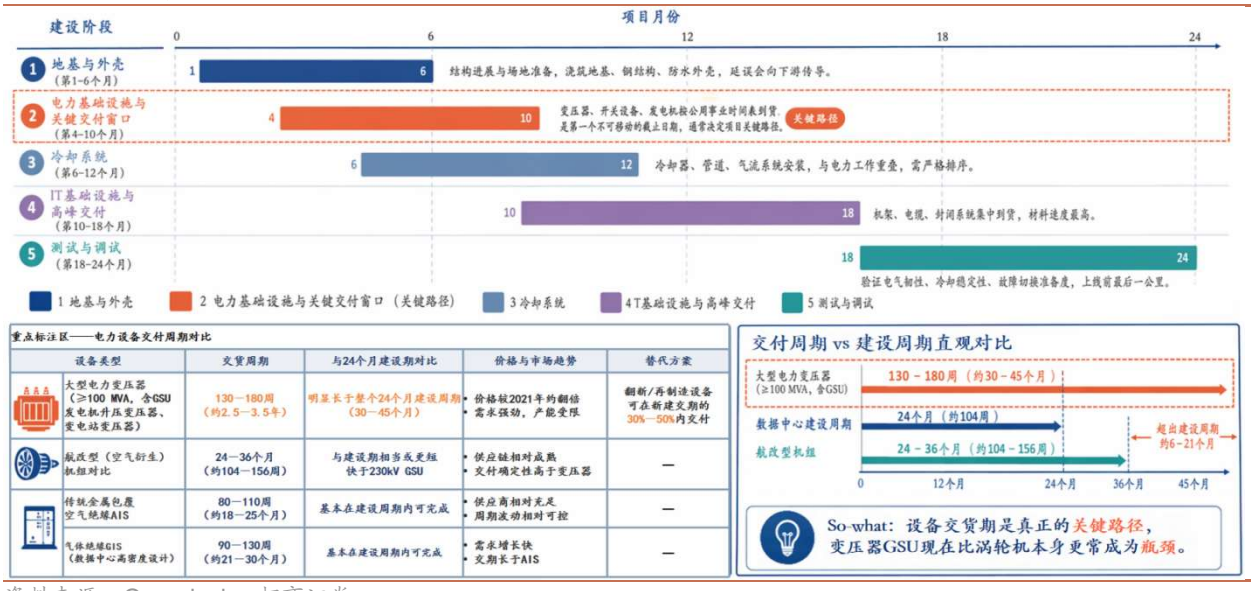
2、北美缺电进入兑现期，SOFC 大规模商业化加速

AIDC 电力瓶颈从 "time to GPU" 转向 "time to power"。美国数据中心电力供给正成为算力扩张的核心约束。大型数据中心从拿地到投产周期 18-24 个月，其中变压器、GIS 开关柜、发电机组等关键电力设备交付普遍排产 2.5-3.5 年；PJM 电网 2025 年撤销并网项目容量同比抬升，单体规模显著扩大，显示即便头部超大规模项目也难以绕开并网瓶颈。容量市场价格已从 2024/25 年度 28.92 美元 / MW-day 飙升至 2026/27 年度 329.17 美元 / MW-day，ERCOT 高需求情景下 2027 年批发电价较基准高约 79%。叠加美国电网 70%输电线路已运行超 25 年、各州 2026 年起陆续要求数据中心承担电网升级费用并取消税收优惠，AI 基础设施竞争正由 "time to GPU" 延伸至 "time to power"，具备快速部署、负荷侧就近供电、可离网运行能力的分布式电源方案价值重估。

燃机交付瓶颈倒逼替代方案。GE Vernova 26Q2 燃机新签订单 12.1GW（同比+137%），但交付仅 3.3GW 订单，交付剪刀差扩大至 8.8GW，在手订单积压达 116GW，预计 26 年底超 125GW。热端部件等上游供应链瓶颈短期难以缓解，数据中心被迫寻找 SOFC 等快速上电方案。

对比公用电网、燃气轮机、SMR 等路径，SOFC 适配 AIDC 的核心逻辑清晰:①交付周期仅 60-90 天，模块化堆叠可匹配算力分期投产曲线；②支持负荷侧表后孤网运行，绕开漫长的并网审批与输变电建设；③纯发电效率 55-65%、热电联供综合效率 85-95%，碳排放远低于燃机；④可直接输出 800V 直流电，原生匹配英伟达 800VDC 数据中心架构，省去 AC-DC 变换损耗，且无需大量锂电备电。

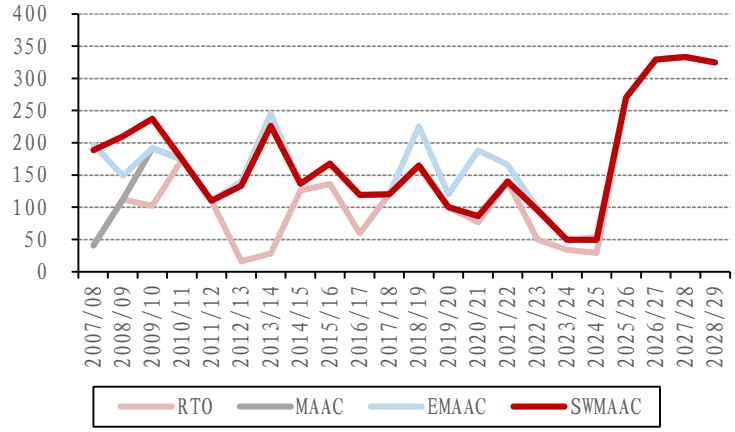
图 17：数据中心建设阶段及电力设备瓶颈



资料来源：Opendock，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图 18：PJM 容量拍卖价格变化



资料来源：POWER，招商证券

表 20：主要 AIDC 电源对比

项目	电网供电	SOFC 燃料电池	燃气轮机	小型模块化核反应堆（SMR）
基本模式	接入公用电网，由电力公司提供电力	数据中心侧部署燃料电池，自发自用	数据中心侧建设小型燃气电站	数据中心侧建设核电设施
主要能源来源	区域电网	天然气/氢气/生物燃气	天然气	核燃料
是否依赖电网扩容	高度依赖	基本不依赖	不依赖输电，但依赖燃气供应	不依赖输电
核心瓶颈	并网排队、输电线路、变电站、变压器	设备供应、燃气接入	环保审批、燃气供应	核监管审批
是否需要并网审批	必须	通常不需要（可孤网运行）	通常不需要	通常不需要
是否需要输电线路建设	可能需要	不需要	不需要	不需要
是否需要新建变电站	经常需要	不需要	不需要	不需要
环保审批	主要涉及线路和变电设施	低排放，通常较简单	燃烧排放要求严格	核环境审批，要求极高
获得稳定电力的时间	3-7 年（电网扩容）	90 天	2-4 年	5-10 年

资料来源：Introl，招商证券

3、Micro-TEC 及半导体设备市场空间广阔

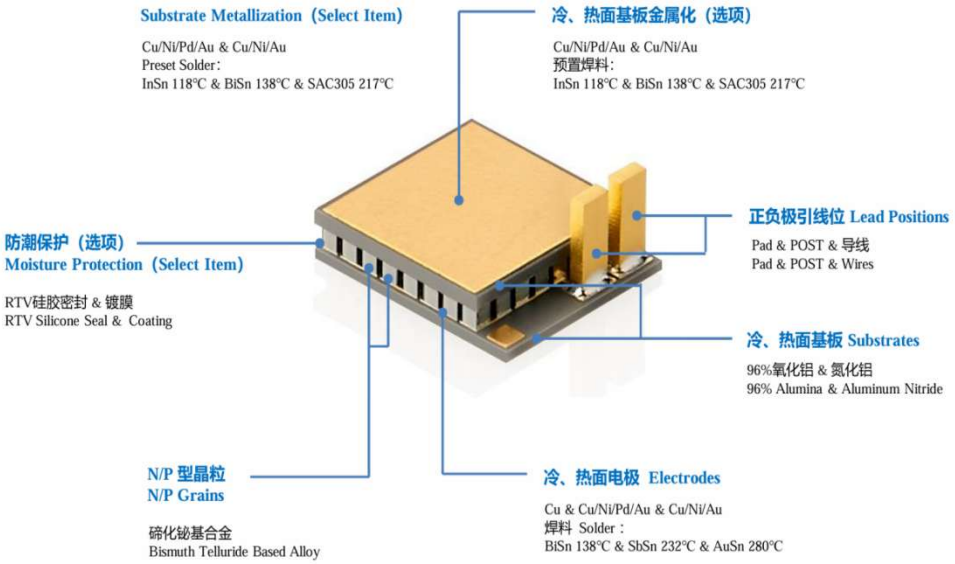
Micro-TEC 国产化率提升空间大。Micro-TEC 是一种面向高精度温控场景的微型半导体制冷器件，具有体积小、响应快、控温精准、无运动部件等优势，广泛应用于高速光通信模块、激光雷达、高端医疗检测设备及精密电子系统等领域。2025 年，全球 Micro-TEC 市场规模约为 8.6 亿美元。该细分市场长期由海外厂商主导，国产化率低，但随着国内在数据中心、智能驾驶、先进制造等领域的快速发展，对高性能 Micro-TEC 的自主供应需求日益迫切，市场空间广阔。

随着 TEC 尺寸持续缩小，热电材料为关键瓶颈。目前，碲化铋（Bi_2Te_3）是最常用的热电材料，需要切割成微小的 P 型和 N 型半导体颗粒，用于组装热电冷

下载日志已记录，仅供内部参考

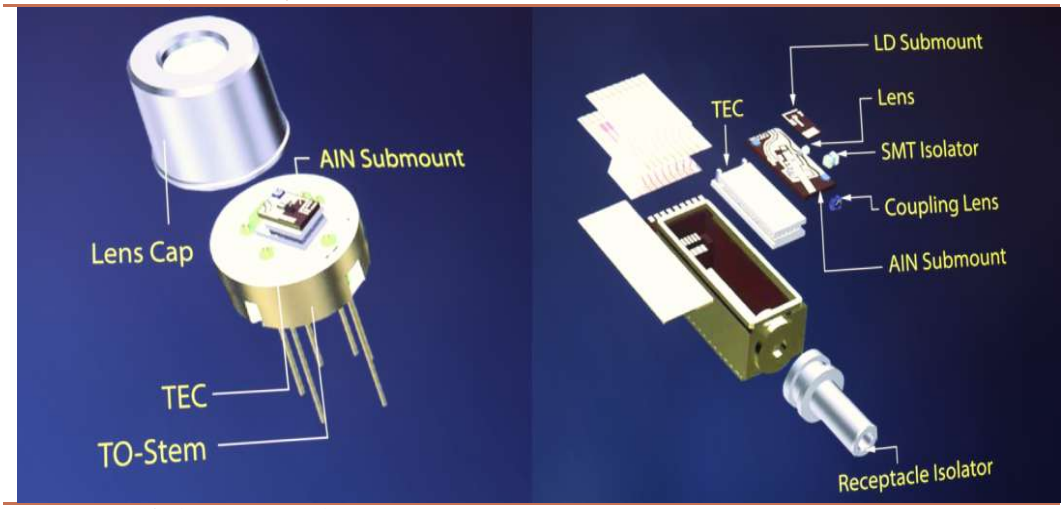
却器。然而，当颗粒尺寸低于 0.2 毫米时，加工难度陡升，产率显著下降。此外，颗粒越小，冷端和热端之间的距离越短，导致冷却效果显著变差。通过改进碲化铋晶体棒的制备方法，可以提高材料的热电转换效率并增强其机械强度。

图 19：Micro-TEC 结构示意图



资料来源：富信科技，招商证券

图 20：TEC 在光模块中的应用

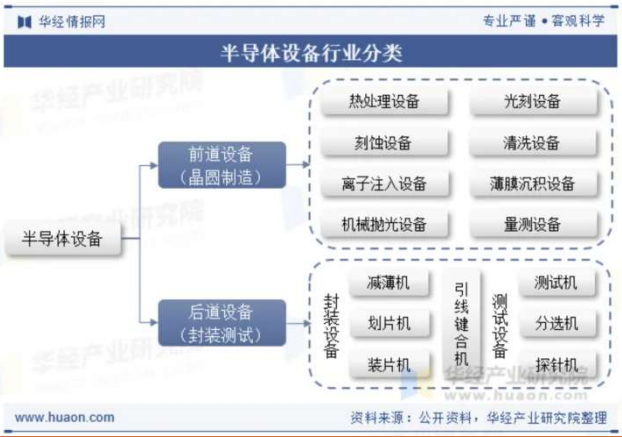


资料来源：艾邦半导体网，招商证券

半导体设备受益于 AI 相关需求，市场迅速增长。根据制造流程，半导体设备可分为前道工艺设备（晶圆制造）和后道工艺设备（封装测试）。前道设备包括光刻机、刻蚀机、薄膜沉积设备等，核心功能是在晶圆上构建纳米级电路；后道设备以分选机、探针台为主，负责芯片性能测试与封装。2025 年前道设备占全球半导体制造设备市场规模的 86%，其中光刻机、刻蚀机、薄膜沉积设备为三大核心设备，离子注入机也是前道设备的重要组成部分。2025 年，全球半导体设备市场空间同比增长 15.2%至 1347 亿美元，SEMI 预计 2026 年再增 23.2%至 1659 亿美元，2027-2028 年维持高增速。

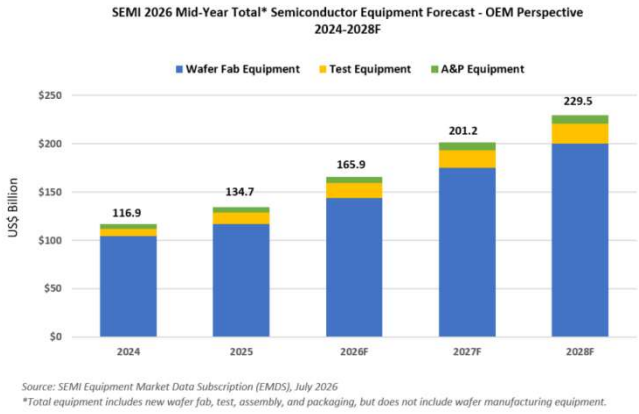
下载日志已记录，仅供内部参考

图 21：半导体设备行业分类



资料来源：华经情报网，招商证券

图 22：半导体设备市场空间



资料来源：SEMI，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

四、盈利预测

我们测算 2026-2028 年，先导基电分别实现营业收入 34.88、40.53、47.08 亿元，销售毛利率分别为 22.2%、25.5%、28.1%，归母净利润 0.74、1.96、4.16 亿元。从主要业务来看：

钛材料销售业务：2026 年随着产能放量增速较高，我们预计在出口管制下，钛价维持高位运行，该板块业务在未来将稳健运行，2026-2028 年收入分别 17.28、19.36、21.54 亿元，毛利率随着现有产能达产，从 20%小幅增至 22%；

半导体材料业务：考虑到公司在并购先导微电子时签署业绩对赌协议，同时半导体行业增长空间较大，预计 2026-2028 年收入分别 10.00、12.50、15.63 亿元，毛利率 22%、28%、32%；

专用设备制造业务：公司在 2026 年新签订单较多，下半年验收节奏有望加速，预计 2026-2028 年收入分别 6.25、7.50、8.75 亿元，毛利率 25%、30%、35%。

表 21：分业务收入情况（百万元）

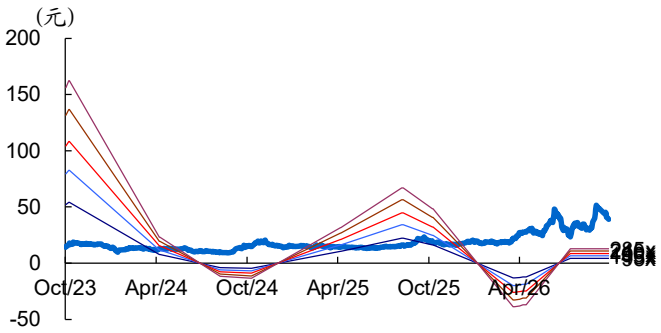
	2025	2026E	2027E	2028E
钛材料销售				
营收	1320	1728	1936	2154
yoy		31%	12%	11%
毛利率	14.4%	20.0%	21.4%	22.0%
半导体材料				
营收		1000	1250	1563
yoy		13%	25%	25%
毛利率		22.0%	28.0%	32.0%
专用设备制造				
营收	348	625	750	875
yoy	45%	79%	20%	17%
毛利率	27.2%	25.0%	30.0%	35.0%
房地产业务及其他				
营收	184	134	117	119
yoy	-46%	-27%	-13%	2%
毛利率	44.0%	39.9%	38.6%	38.6%
合计				
营收	1852	3488	4053	4708
yoy	218%	88%	16%	16%
毛利率	19.7%	22.2%	25.5%	28.1%

资料来源：ifind，招商证券



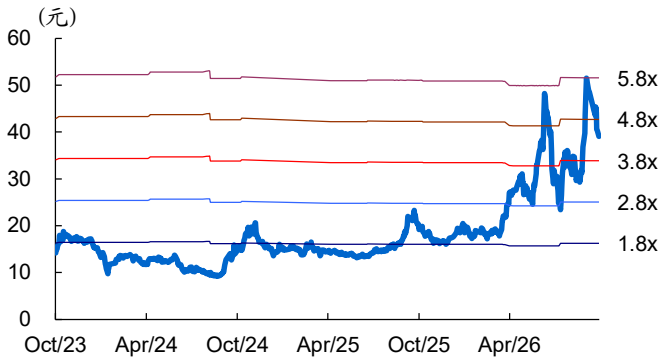
下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：先导基电历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 12：先导基电历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

风险提示

研发进展不及预期：公司离子注入机先进制程机型 Hyperion、Micro-TEC、SOFC 电解质片等新产品均处于客户验证或产业化早期，若关键技术指标验证进度不及预期、或产品良率爬坡慢于规划，可能影响公司在高端半导体设备与新能源部件领域的国产化率提升进程及中长期盈利能力。

下游市场开拓效果不佳：公司 Micro-TEC、SOFC 核心部件、先导微电子化合物半导体材料等新业务下游覆盖光通信、AI 算力、新能源、集成电路等多个新兴领域，各领域技术认证周期长、客户导入节奏存在不确定性，若新客户拓展或订单落地不及预期，可能对新业务贡献业绩的节奏产生影响。

钛金属价格大幅波动：2026 年上半年公司钛材料收入占比已达 86.86%，钛价目前处于历史高位，若后续钛价受宏观需求、供给政策或投机资金影响出现大幅回落，将直接对公司钛材料板块的收入规模与毛利率造成压力。

多业务管理风险：公司业务布局广、下属子公司众多，综合解决方案涉及装备较多，需要较强的管理协调能力，或产生一定管理风险。

投资收益波动：公司投资的臻宝科技于 2026 年上市，其股价波动可能对公司业绩带来较大的波动性，一旦臻宝科技股价出现异常上涨或下跌，可能对公司股价带来连带影响。

关联交易风险：公司与先导科技集团体内资产存在关联交易及潜在同业竞争安排，若关联交易定价公允性或资产整合进度不及预期，可能影响市场对公司的治理评价。

国际贸易政策风险：钛相关物项已纳入两用物项出口管制，同时其他业务也存在境外供应商或境外客户，若贸易政策出现收紧，可能对公司展业带来不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	5388	7700	9118	9512	10255
现金	2988	1596	1226	1250	916
交易性投资	694	46	46	46	46
应收票据	12	56	105	122	141
应收款项	107	510	523	608	706
其它应收款	25	30	57	67	77
存货	1393	4528	5425	5434	6090
其他	170	933	1737	1987	2278
非流动资产	4609	4123	4258	4396	4538
长期股权投资	743	28	28	28	28
固定资产	966	1090	1209	1323	1432
无形资产商誉	311	302	321	349	384
其他	2589	2703	2699	2696	2694
资产总计	**9997**	**11823**	**13376**	**13909**	**14793**
流动负债	744	2721	3377	3711	4153
短期借款	120	1275	1048	1148	1311
应付账款	269	994	1813	2018	2261
预收账款	148	129	236	263	294
其他	207	323	280	283	286
长期负债	548	631	631	631	631
长期借款	252	361	361	361	361
其他	296	269	269	269	269
负债合计	**1293**	**3352**	**4008**	**4341**	**4783**
股本	931	931	947	947	947
资本公积金	121	249	0	0	0
留存收益	7145	6961	6715	6889	7246
少数股东权益	507	330	1707	1732	1816
归属于母公司所有者权益	8197	8141	7662	7836	8193
负债及权益合计	**9997**	**11823**	**13376**	**13909**	**14793**

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(217)	(4131)	(1067)	(173)	(584)
净利润	(7)	(233)	45	221	501
折旧摊销	70	71	80	87	94
财务费用	(39)	58	42	41	42
投资收益	(114)	(397)	(382)	(385)	(423)
营运资金变动	(107)	(3449)	(852)	(136)	(797)
其它	(20)	(182)	0	0	0
投资活动现金流	326	1295	1253	160	188
资本支出	(91)	(291)	(215)	(225)	(235)
其他投资	418	1586	1468	385	423
筹资活动现金流	(165)	896	(556)	37	62
借款变动	(103)	718	(282)	100	163
普通股增加	0	0	16	0	0
资本公积增加	(36)	128	(249)	0	0
股利分配	0	0	0	(22)	(59)
其他	(25)	50	(42)	(41)	(42)
现金净增加额	(55)	(1940)	(371)	24	(334)

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	581	1852	3488	4053	4708
营业成本	304	1487	2712	3019	3383
营业税金及附加	28	19	36	42	49
营业费用	19	31	42	45	47
管理费用	241	329	506	527	541
研发费用	184	227	471	519	527
财务费用	(38)	29	42	41	42
资产减值损失	(63)	(47)	(25)	(29)	(34)
公允价值变动收益	67	(338)	180	150	150
其他收益	63	41	78	90	105
投资收益	114	397	125	145	168
营业利润	23	(217)	37	218	508
营业外收入	17	2	10	12	14
营业外支出	0	17	5	6	7
利润总额	40	(232)	42	224	515
所得税	46	1	(3)	3	14
少数股东损益	(114)	(106)	(29)	25	85
归属于母公司净利润	108	(127)	74	196	416

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-40%	218%	88%	16%	16%
营业利润	-87%	-1048%	117%	496%	133%
归母净利润	-29%	-218%	158%	166%	112%
获利能力					
毛利率	47.7%	19.7%	22.2%	25.5%	28.1%
净利率	18.5%	-6.8%	2.1%	4.8%	8.8%
ROE	1.3%	-1.5%	0.9%	2.5%	5.2%
ROIC	-0.3%	-1.9%	0.7%	2.3%	4.6%
偿债能力					
资产负债率	12.9%	28.4%	30.0%	31.2%	32.3%
净负债比率	4.1%	14.3%	10.5%	10.8%	11.3%
流动比率	7.2	2.8	2.7	2.6	2.5
速动比率	5.4	1.2	1.1	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.2	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	4.2	5.4	5.8	6.0	6.0
应付账款周转率	1.1	2.4	1.9	1.6	1.6
每股资料(元)					
EPS	0.11	-0.13	0.08	0.21	0.44
每股经营净现金	-0.23	-4.36	-1.13	-0.18	-0.62
每股净资产	8.65	8.59	8.08	8.26	8.64
每股股利	0.00	0.00	0.02	0.06	0.13
估值比率					
PE	336.5	-285.8	491.3	184.6	86.9
PB	4.4	4.4	4.7	4.6	4.4
EV/EBITDA	1531.4	-290.9	268.7	123.5	66.2

资料来源：公司数据、招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

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。