

2023年11月18日

艾森股份 (688720.SH)

投资要点

- ◆ 下周三（11月22日）有一家科创板上市公司“艾森股份”询价。
- ◆ 艾森股份（688720）：公司围绕电子电镀、光刻两个半导体制造及封装过程中的关键工艺环节，形成了电镀液及配套试剂、光刻胶及配套试剂两大产品板块布局，产品已进入长电科技、通富微电、华天科技、日月新等国内集成电路封测头部厂商供应体系。公司2020-2022年分别实现营业收入2.09亿元/3.14亿元/3.24亿元，YOY依次为18.41%/50.65%/2.95%，三年营业收入的年复合增速22.46%；实现归母净利润0.23亿元/0.35亿元/0.23亿元，YOY依次为36.58%/49.87%/-33.45%，三年归母净利润的年复合增速10.85%。最新报告期，2023Q1-Q3公司实现营业收入2.48亿元，同比下降2.23%，归母净利润0.19亿元，同比增加116.10%。公司预计2023年度归属于母公司股东的净利润约0.33亿元至0.37亿元，较上年同期增长41.72%至58.90%。

- ② **投资亮点：**1、公司围绕传统封装领域电镀工序形成了全流程的配套化学品供应体系，在该领域居国内前二；同时，公司多款先进封装电镀产品在国内主要封测厂处取得积极进展。以传统封装电镀系列化学品起步，公司目前已围绕传统封装的电镀工序形成了电镀前化学品（祛毛刺液、除油剂等）、电镀液、电镀后化学品（中和剂、退镀剂）的全流程化学品配套体系，从2016年起逐步实现传统封装电镀化学品的国产替代，在该领域确立了较为显著的竞争优势；据中国电子材料行业协会数据，2021年度传统封装电镀液及配套试剂的国产化率超过75%，而公司结合自身销量测算得市占率达到30%以上。同时，公司积极拓展先进封装用电镀化学品，其中，电镀铜基液已批量供应华天科技、电镀锡银添加剂已通过长电科技认证，电镀铜添加剂的研发及认证进程正有序推进。2、近年来公司实现了自研光刻胶的销售突破、在国内主流封测厂处实现了批量供应，有望顺应光刻胶产品国产化浪潮；此外，公司还在显示面板、晶圆制造等领域实现了光刻胶产品的小批量供应。1)公司自2016年开始布局光刻胶领域，通过以配套试剂切入市场、与其他厂商合作开发光刻胶产品等方式逐步积累光刻胶领域的产业经验，2022年公司自研的先进封装用g/i线负性光刻胶通过长电科技、华天科技的认证并实现了批量供应，实现了自研产品的销售突破。光刻胶为半导体制造中光刻工序的必备化学品，但据中国电子材料行业协会，当前g/i线光刻胶的国产化率仅为约20%、KrF光刻胶整体国产化率不足2%、ArF光刻胶整体国产化率不足1%，国产化亟待突破，公司有望抓住光刻胶产品国产化机遇。2)除封装领域外，公司积极拓展显示面板、晶圆制造领域的光刻胶产品，目前OLED阵列制造正性光刻胶已通过京东方两膜层认证且实现小批量供应、正在进行京东方的全膜层测试认证，晶圆制造i线正性光刻胶已在华虹宏力进行小批量供应。3、公司获业内众多知名厂商以及国家大基金旗下投资平台的资本支持；此外，公司核心技术人员在半导体封测、电子材料领域拥有丰富产业经验。1)截至招股书签署日，芯动能投资基金（国家大基金持股37.35%、京东方持股37.35%）持有公司6.65%股份，鹏鼎控股持有公司3.93%股份，屹唐华创、士兰创投亦为公司参股股东。2)公司核心技术人员包括董事向文胜、副总经理赵建龙、研发总监杜冰、胡青华四位，其中向文胜先生在半导体封测领域产业经验丰

新股覆盖研究

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	66.10
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师 李蕙
 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinse.cn

相关报告

- 锦江航运-华金证券-新股-锦江航运- 新股专题覆盖报告（锦江航运）-2023年210期-总第407期 2023.11.17
- 中远通-华金证券-新股-中远通- 新股专题覆盖报告（中远通）-2023年209期-总第406期 2023.11.16
- 中机认检-华金证券-新股-中机认检- 新股专题覆盖报告（中机认检）-2023年208期-总第405期 2023.11.12
- 京仪装备-华金证券-新股-京仪装备- 新股专题覆盖报告（京仪装备）-2023年207期-总第404期 2023.11.11
- 思泰克-华金证券-新股-思泰克- 新股专题覆盖报告（思泰克）-2023年206期-总第403期 2023.11.10



富，曾任职于金朋封测、安靠封测等司；杜冰女士曾任富士胶片高级研发化学家，拥有近15年的电子材料相关试剂研发、生产经验；胡青华先生曾任上海新阳研发工程师。

② **同行业上市公司对比：**选取从事电镀液及配套试剂产品研产销的上海新阳、三孚新科，以及从事光刻胶及配套试剂产品研产销的安集科技、晶瑞电材作为艾森股份的可比上市公司；从上述可比公司来看，行业平均收入（TTM）规模为10.39亿元，可比PE-TTM（剔除负值、异常值/算术平均）为59.84X，销售毛利率为36.12%；相较而言，公司的营收规模及销售毛利率均低于行业平均水平。

◆ **风险提示：**已经开启动询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	208.8	314.5	323.8
同比增长(%)	18.41	50.65	2.95
营业利润(百万元)	24.7	38.2	17.2
同比增长(%)	47.73	54.33	-54.89
净利润(百万元)	23.3	35.0	23.3
同比增长(%)	36.58	49.87	-33.45
每股收益(元)	0.37	0.55	0.35

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、艾森股份	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	9
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 集成电路封装湿电子化学品市场行业结构	6
图 6: 中国集成电路封装用湿化学品市场规模 (单位: 亿元)	6
图 7: 中国集成电路晶圆制造用湿化学品市场规模 (单位: 亿元)	7
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 2: 同行业上市公司指标对比	9

一、艾森股份

公司主要从事电子化学品的研发、生产和销售业务。公司围绕电子电镀、光刻两个半导体制造及封装过程中的关键工艺环节，形成了电镀液及配套试剂、光刻胶及配套试剂两大产品板块布局，产品广泛应用于集成电路、新型电子元件及显示面板等行业。公司已成为国内前二的半导体封装用电镀液及配套试剂生产企业，确立了国内半导体传统封装领域的主流电子化学品供应商地位。公司下游客户主要集中在集成电路封装和新型电子元件制造领域，涵盖了长电科技、通富微电、华天科技、日月新等国内集成电路封测头部厂商以及国巨电子、华新科等国际知名电子元件厂商。

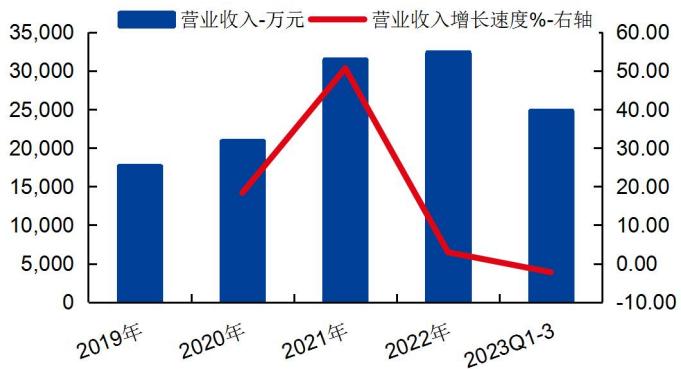
公司是国家高新技术企业、江苏省博士后创新实践基地及江苏省省级企业技术中心。截至2023年6月30日，公司已获发明专利授权30项，专利覆盖各类公司主要产品。

(一) 基本财务状况

公司2020-2022年分别实现营业收入2.09亿元/3.14亿元/3.24亿元，YOY依次为18.41%/50.65%/2.95%，三年营业收入的年复合增速22.46%；实现归母净利润0.23亿元/0.35亿元/0.23亿元，YOY依次为36.58%/49.87%/-33.45%，三年归母净利润的年复合增速10.85%。最新报告期，2023Q1-Q3公司实现营业收入2.48亿元，同比下降2.23%，归母净利润0.19亿元，同比增加116.10%。

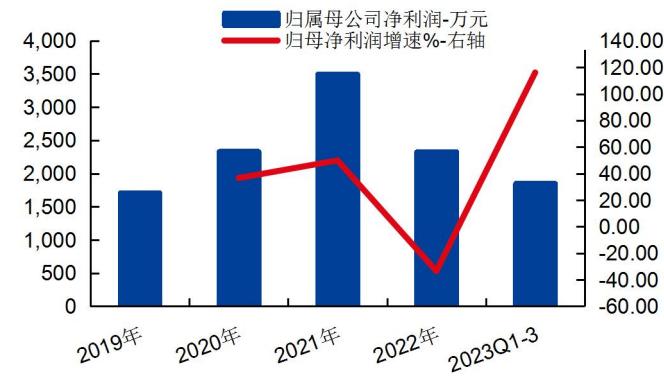
2022年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为电镀液及配套试剂（1.47亿元，45.98%）、光刻胶及配套试剂（0.58亿元，18.15%）、电镀配套材料（1.12亿元，35.21%）和其他电子化学品（0.02亿元，0.66%）。报告期内，电镀液及配套试剂、电镀配套材料一直为公司的核心收入来源。

图1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图2：公司归母净利润及增速变化



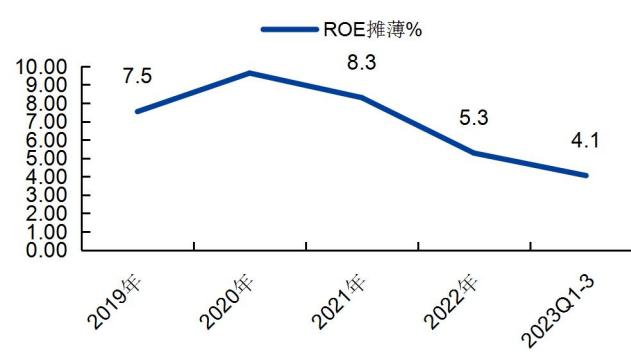
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

(二) 行业情况

公司主要从事电子化学品的研发、生产和销售业务。公司围绕电子电镀、光刻两个半导体制造及封装过程中的关键工艺环节，形成了电镀液及配套试剂、光刻胶及配套试剂两大产品板块布局，属于电子化学品中的电镀液及光刻胶行业。

电子化学品泛指专为电子工业配套使用的精细化工材料，处于精细化工行业与半导体行业的交叉领域，属于化学、化工、材料科学、电子工程等多学科结合的综合学科。

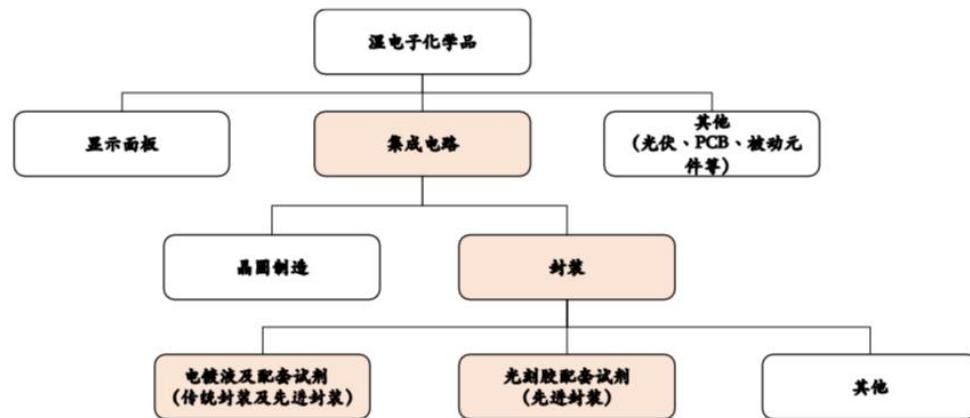
电子化学品因其高技术含量、高性能参数而被业界誉为“精细化工皇冠上的明珠”，随着大数据、人工智能、物联网等新兴电子信息产业的快速发展，电子化学品显示出了品种越来越多、质量要求越来越高、纯净度要求越来越严苛、产品附加值不断提升等特点，已成为世界上各国为发展电子工业而优先开发的关键材料之一。

1、集成电路湿化学品行业

根据中国电子材料行业协会的数据，全球在集成电路、显示面板、光伏三个应用领域所使用湿化学品量的比例约为 46%、36% 及 18%。2021 年全球在三个应用市场使用湿化学品总量达到 458.3 万吨。其中半导体集成电路领域用湿化学品需求量达到 209 万吨，新型显示领域用湿化学品需求量达到 167.2 万吨，晶硅太阳能电池领域用湿化学品需求量达到 82.1 万吨。集成电路是湿化学品的主要应用领域，全球湿化学品需求增长的主要驱动力来源于对集成电路持续增加的需求及多座晶圆厂的建成投产。

按产品分类区分，公司电镀液及配套试剂、光刻胶配套试剂属于电子化学品下细分的湿电子化学品领域，且主要应用于集成电路封装，因此，公司的电镀液及配套试剂、光刻胶配套试剂主要面向集成电路封装湿电子化学品市场，具体行业结构对应情况如下图：

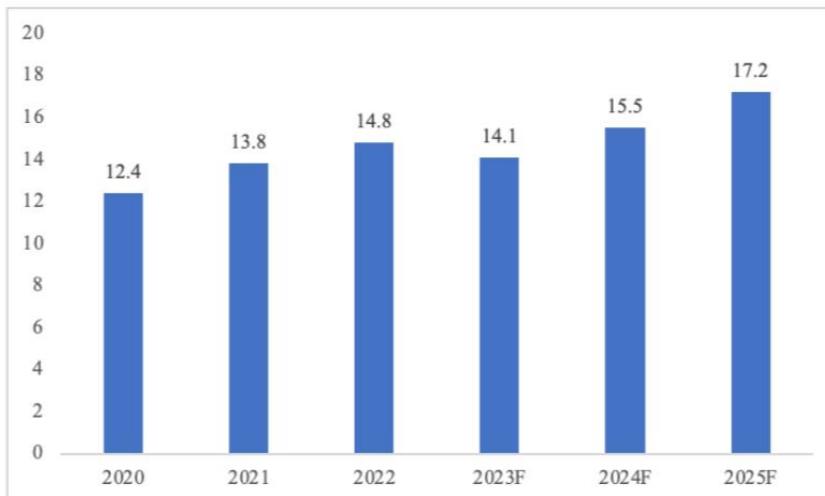
图 5：集成电路封装湿电子化学品市场行业结构



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

根据中国电子材料行业协会的数据，2022 年中国集成电路封装（含传统封装与先进封装）用湿化学品市场规模 14.8 亿元，同比 2021 年的 13.8 亿元增长 7.25%，随着晶圆制造工艺的不断提升，对与之配套的封测技术同步要求提高，传统封装技术的发展将趋于平稳，先进封装技术的应用将进一步加强，对湿化学品的需求量也将随之增加，预计 2025 年中国集成电路封装用湿化学品市场规模将达到 17.2 亿元。

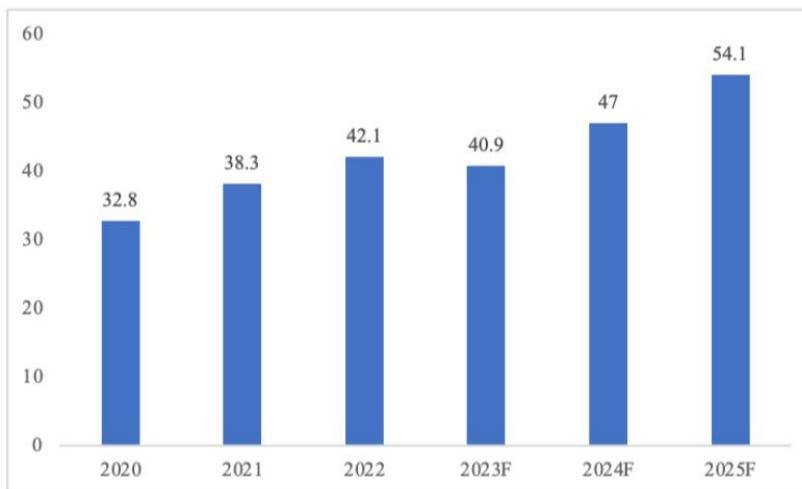
图 6：中国集成电路封装用湿化学品市场规模（单位：亿元）



资料来源：中国电子材料行业协会，华金证券研究所

根据中国电子材料行业协会的数据，2022 年中国集成电路晶圆制造（即前道工艺）用湿化学品市场规模 42.1 亿元，同比 2021 年的 38.3 亿元增长 9.92%，随着国内诸多晶圆厂的投产，湿化学品的需求量也将随之增加，预计 2025 年中国集成电路前道晶圆制造用湿化学品市场规模将达到 54.1 亿元。

图 7：中国集成电路晶圆制造用湿化学品市场规模（单位：亿元）



资料来源：中国电子材料行业协会，华金证券研究所

2、光刻胶行业

光刻胶作为技术壁垒最高的电子化学品之一，我国光刻胶产业，特别是集成电路用光刻胶，长期以来发展较为缓慢。2008 年以后，在国家重大科技专项的支持和国内集成电路产业快速成长的带动下，这种局面得到了一定程度的改变，陆续有公司关注集成电路用光刻胶及其相关产品产业化技术开发，并有部分产品进入市场应用。但是，目前国内光刻胶仍主要集中在 PCB 光刻胶、TFT-LCD 光刻胶等产品，在 OLED 显示面板和集成电路用光刻胶等高端产品仍需大量进口，国产光刻胶正处于由中低端向中高端过渡阶段。

根据中国电子材料行业协会的数据，2022 年中国集成电路 g/i 线光刻胶市场规模总计 9.14 亿元，预计到 2025 年将增长至 10.09 亿元，其中，2022 年中国集成电路封装用 g/i 线光刻胶市场规模 5.47 亿元，预计 2025 年将增长至 5.95 亿元；晶圆制造用 g/i 线光刻胶市场规模 3.67 亿元，预计 2025 年将增长至 4.14 亿元。

2022 年公司的 OLED 阵列制造正性光刻胶所属的中国 OLED 用光刻胶市场规模为 0.93 亿元，预计到 2025 年中国 OLED 用光刻胶市场规模将增长至 1.60 亿元。

（三）公司亮点

1、公司围绕传统封装领域电镀工序形成了全流程的配套化学品供应体系，在该领域居国内前二；同时，公司多款先进封装电镀产品在国内主要封测厂处取得积极进展。以传统封装电镀系列化学品起步，公司目前已围绕传统封装的电镀工序形成了电镀前化学品（祛毛刺液、除油剂等）、电镀液、电镀后化学品（中和剂、退镀剂）的全流程化学品配套体系，从 2016 年起逐步实现传统封装电镀化学品的国产替代，在该领域确立了较为显著的竞争优势；据中国电子材料行业协会数据，2021 年度传统封装电镀液及配套试剂的国产化率超过 75%，而公司结合自身销量测算得市占率达到 30% 以上。同时，公司积极拓展先进封装用电镀化学品，其中，电镀铜基液已批量供应华天科技、电镀锡银添加剂已通过长电科技认证，电镀铜添加剂的研发及认证进程正有序推进。

2、近年来公司实现了自研光刻胶的销售突破、在国内主流封测厂处实现了批量供应，有望顺应光刻胶产品国产化浪潮；此外，公司还在显示面板、晶圆制造等领域实现了光刻胶产品的小批量供应。1) 公司自 2016 年开始布局光刻胶领域，通过以配套试剂切入市场、与其他厂商合作开发光刻胶产品等方式逐步积累光刻胶领域的产业经验，2022 年公司自研的先进封装用 g/i 线负性光刻胶通过长电科技、华天科技的认证并实现了批量供应，实现了自研产品的销售突破。光刻胶为半导体制造中光刻工序的必备化学品，但据中国电子材料行业协会，当前 g/i 线光刻胶的国产化率仅为约 20%、KrF 光刻胶整体国产化率不足 2%、ArF 光刻胶整体国产化率不足 1%，国产化亟待突破，公司有望抓住光刻胶产品国产化机遇。2) 除封装领域外，公司积极拓展显示面板、晶圆制造领域的光刻胶产品，目前 OLED 阵列制造正性光刻胶已通过京东方两膜层认证且实现小批量供应、正在进行京东方的全膜层测试认证，晶圆制造 i 线正性光刻胶已在华虹宏力进行小批量供应。

3、公司获业内众多知名厂商以及国家大基金旗下投资平台的资本支持；此外，公司核心技术人员在半导体封测、电子材料领域拥有丰富产业经验。1) 截至招股书签署日，芯动能投资基金（国家大基金持股 37.35%、京东方持股 37.35%）持有公司 6.65% 股份，鹏鼎控股持有公司 3.93% 股份，屹唐华创、士兰创投亦为公司参股股东。2) 公司核心技术人员包括董事向文胜、副总经理赵建龙、研发总监杜冰、胡青华四位，其中向文胜先生在半导体封测领域产业经验丰富，曾任职于金朋封测、安靠封测等司；杜冰女士曾任富士胶片高级研发化学家，拥有近 15 年的电子材料相关试剂研发、生产经验；胡青华先生曾任上海新阳研发工程师。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目及补充流动资金。

1、**年产 12,000 吨半导体专用材料项目**：公司成立南通艾森子公司，在南通经济技术开发区通达路西、中心港河北建设年产 12,000 吨半导体专用材料项目。本项目的建设可以进一步扩大公司电子化学品的供应能力，巩固行业龙头位置，项目生产的产品将供应长电科技、通富微电、华天科技、日月新、飞思卡尔（Freescale）、恩智浦（NXP）、宇芯（Unisem）、安森美（Onsemi）等下游客户，产品附加值高、经济效益好。

2、**集成电路材料测试中心项目**：集成电路材料测试中心项目中包括研发及检测两部分，本项目的实施将进一步加强公司的持续创新能力、提高产品技术水平、保持市场竞争优势。通过本募投项目的建设，公司将加大研发投入，进一步提升公司的持续创新能力，在核心技术及核心产品方面做到“生产一代、储存一代、开发一代”的动态良性趋势，使公司的新产品开发保持勃勃生机与活力。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 额(万元)	项目建设期
1	年产 12,000 吨半导体专用材料项目	25,000.00	21,076.83	3.5 年
2	集成电路材料测试中心项目	45,000.00	45,000.00	2 年
3	补充流动资金	5,000.00	5,000.00	-
	总计	75,000.00	71,076.83	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 3.24 亿元，同比增长 2.95%；实现归属于母公司净利润 0.23 亿元，同比下降 33.45%。基于 2023 年 1-9 月已实现收入及目前的销售计划、在手订单及市场发展形势等情况，公司预计 2023 年度实现营业收入约 3.50 亿元至 3.80 亿元，较上年同期增长 8.10% 至 17.37%；预计归属于母公司股东的净利润约 0.33 亿元至 0.37 亿元，较上年同期增长 41.72% 至 58.90%；预计扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润约 0.24 亿元至 0.28 亿元，较上年同期增长 66.63% 至 94.40%。

公司主要从事电镀液及光刻胶的研发、生产及销售，选取从事电镀液及配套试剂产品研产销的上海新阳、三孚新科，以及从事光刻胶及配套试剂产品研产销的安集科技、晶瑞电材作为艾森股份的可比上市公司；从上述可比公司来看，行业平均收入(TTM)规模为 10.39 亿元，可比 PE-TTM（剔除负值、异常值/算术平均）为 59.84X，销售毛利率为 36.12%；相较而言，公司的营收规模及销售毛利率均低于行业平均水平。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年 收入增速	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年净 利润增长 率	2022 年 销售毛利 率 (%)	2022 年 ROE 摊薄 (%)
300236.SZ	上海新阳	119.52	78.06	11.89	0.62%	1.53	362.05%	33.07	3.48
688019.SH	安集科技	170.80	41.63	11.81	16.96%	4.10	74.89%	56.67	20.27
300655.SZ	晶瑞电材	112.63	146.86	13.67	-26.53%	0.77	-47.10%	25.02	3.89
688359.SH	三孚新科	69.32	-240.57	4.20	12.03%	-0.29	44.11%	29.73	-5.90
行业均值		118.07	59.84	10.39	0.77%	1.53	1.08	36.12	5.43
688720.SH	艾森股份	/	/	3.18	1.12%	0.26	/	30.47	7.26

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 11 月 16 日），华金证券研究所

（六）风险提示

细分行业市场规模较小的风险、自研光刻胶产品产业化风险、半导体行业周期变化风险、毛利率下降的风险、客户认证及量产风险、因超量生产而受处罚的风险、外购产品供应对公司经营与核心技术收入的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： www.huajinsec.cn