

安集科技（688019）：CMP抛光液国内龙头，引领关键材料国产化

2019年07月23日

推荐/首次

安集科技 公司报告

摘要：

公司成功打破国外厂商对 CMP 抛光材料的垄断，技术水平国内领先。公司主营产品为化学机械抛光液和光刻胶去除剂，成功打破了国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液的垄断，实现了进口替代，使中国在该领域拥有了自主供应能力。公司化学机械抛光液已在 130-28nm 技术节点实现规模化销售，主要应用于国内 8 英寸和 12 英寸主流晶圆产线；14nm 技术节点产品已进入客户认证阶段，10-7nm 技术节点产品正在研发中。

受益半导体产业强劲需求，半导体材料需求有望迎来快速增长。近年在新兴应用领域强劲需求的带动下，全球半导体产业恢复增长。2013 至 2018 年，全球半导体市场规模复合增长率达到 8.93%。技术的进步推动 CMP 材料种类和用量的需求不断增加。更先进的逻辑芯片工艺对抛光材料提出了更高的要求，为 CMP 抛光材料带来了更多的增长机会。

具备客户优势与技术优势，龙头地位稳固。公司前五名客户均为晶圆制造领域优质企业。公司 2018 年前五大客户分别为中芯国际、台积电、长江存储、华润微电子和华虹半导体，均为大陆及台湾知名半导体制造企业。公司也承担多项国家科技重大专项，积累了多项发明专利，有利于公司龙头地位的持续稳固。

盈利预测：预计 2019-2021 年，公司实现营业总收入 2.88 亿元，3.30 亿元和 3.68 亿元，实现归母净利润 0.59 亿元，0.65 亿元和 0.70 亿元。公司是处于初创期的高新技术企业，有望引领半导体材料国产替代进程，看好公司长期发展潜力，首次给予“推荐”评级。

风险提示：产品更新替代较快带来的研发风险；客户集中度较高的风险；原材料价格上涨的风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	232.43	247.85	287.76	330.15	368.41
增长率(%)	18.20%	6.64%	16.10%	14.73%	11.59%
归母净利润(百万元)	39.74	44.96	58.75	65.20	70.33
增长率(%)	7.12%	13.14%	30.66%	10.98%	7.86%
净资产收益率(%)	13.17%	12.97%	14.03%	13.47%	12.69%
每股收益(元)	1.00	1.13	1.47	1.64	1.77
PE	196.01	173.46	132.89	119.74	111.01
PB	25.87	22.52	24.86	21.51	18.78

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是一家集研发、生产、销售、服务为一体的自主创新型高科技微电子材料企业，主营业务为关键半导体材料的研发和产业化。公司产品包括不同系列的化学机械抛光液和光刻胶去除剂，主要应用于集成电路制造和先进封装领域。

未来 3-6 个月重大事项提示：

暂无

发债及交叉持股介绍：

不适用

主要股东和持股比例：

Anji Microelectronics Co., Ltd.	56.64%
国家集成电路	15.43%
上海张江科技创业投资有限公司	8.91%

分析师：刘慧影

010-66444130 liuh_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519040002

分析师：刘宇卓

010-66554030 liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480516110002

研究助理：吴昊

010-66554020 wuhao_yjs@dxzq.net.cn

研究助理：吴天元

010-66554020 wuty@dxzq.net.cn

目 录

1. 公司是 CMP 抛光液国内龙头.....	4
2. 半导体产业发展迅速，国内厂商迎来机遇	6
2.1 半导体行业发展动力强劲	6
2.2 半导体材料市场规模与半导体市场规模同步增长	8
2.3 半导体工艺进步为 CMP 材料带来诸多机遇.....	9
3. 客户与技术优势是公司的核心竞争力	11
3.1 客户优势	11
3.2 技术优势	12
4. 募投项目.....	12
5. 盈利预测.....	13
6. 风险提示.....	14
相关报告汇总	16

表格目录

表 1: 公司各项主营产品情况	4
表 2: 安集科技控股子公司情况	4
表 3: 安集科技各产品毛利率拆分	6
表 4: 2016-2018 年公司前五大客户名称及销售占比.....	11
表 5: 公司主要客户均为晶圆制造领域优质企业	12
表 6: 安集科技本次募集资金用途（万元）	13
表 7: 公司各业务营收预测	13

插图目录

图 1: 安集科技截止招股意向书签署日的股权结构图	5
图 2: 公司 2018 年营业总收入同比增加 6.63%.....	5
图 3: 公司 2018 年归母净利润同比增加 13.14%.....	5
图 4: 公司研发费用占比始终维持在 22%左右	6
图 5: 公司研发费用占比高于江丰电子和上海新阳	6
图 6: 全球半导体市场规模	7
图 7: 1998-2019 年全球晶圆产能趋势（等效于 8 英寸晶圆）	7
图 8: 1998-2019 年全球晶圆产能增量（等效于 8 英寸晶圆）	7
图 9: 2010-2018 年中国集成电路产业销售额（亿元）	8
图 10: 材料是半导体产业的重要支撑	8

图 11: 2013-2018 年全球晶圆制造及封装材料市场销售规模（亿美元）	9
图 12: 2016-2019 年全球晶圆制造材料市场结构（亿美元）	9
图 13: 2019 年全球晶圆制造材料市场结构占比预测	9
图 14: 化学机械抛光（CMP）工作原理	10
图 15: CMP 抛光步骤随制程进步而增加	10
图 16: CMP 抛光步骤随 3DNAND 技术变革而增加	10
图 17: 2016-2018 年全球抛光液市场规模（亿美元）	11
图 18: 全球集成电路领域光刻胶去除剂市场规模（亿美元）	11

1. 公司是 CMP 抛光液国内龙头

安集有限成立于 2006 年 2 月，并于 2017 年 8 月 2 日整体变更为安集微电子科技（上海）股份有限公司。公司自成立以来就专注于关键半导体材料的研发和产业化，目前产品包括不同系列的化学机械抛光液和光刻胶去除剂，主要应用于集成电路制造和先进封装领域。

公司主营产品为化学机械抛光液和光刻胶去除剂两大类。化学机械抛光液产品依照抛光的介质不同，包含铜及铜阻挡层系列产品和其他系列产品（钨、硅和氧化物抛光液），其中铜及铜阻挡层系列产品是公司最主要的收入来源，2018 年该产品占公司营业总收入比重为 66.32%。光刻胶去除剂产品依照使用场景的不同，分为集成电路制造用、晶圆级封装用、LED/OLED 用等三个类别。

表 1：公司各项主营产品情况

项目	2018 年营收占比	简介
化学机械抛光液	82.78%	
铜及铜阻挡层系列	66.32%	公司最主要的收入来源，用于抛光铜及铜阻挡层以分离铜和相邻的绝缘材料，主要用于制造先进的逻辑芯片和先进的存储芯片。
其他系列	16.46%	包括钨抛光液、硅抛光液、氧化物抛光液等产品，已供应国内外多家芯片制造商。
光刻胶去除剂	16.97%	在图案化的最后，进行下一工艺步骤之前，将光刻胶残留物彻底除去
集成电路制造用	5.15%	
晶圆级封装用	4.36%	
LED/OLED 用	7.46%	
其他	0.10%	

资料来源：安集科技招股说明书，东兴证券研究所

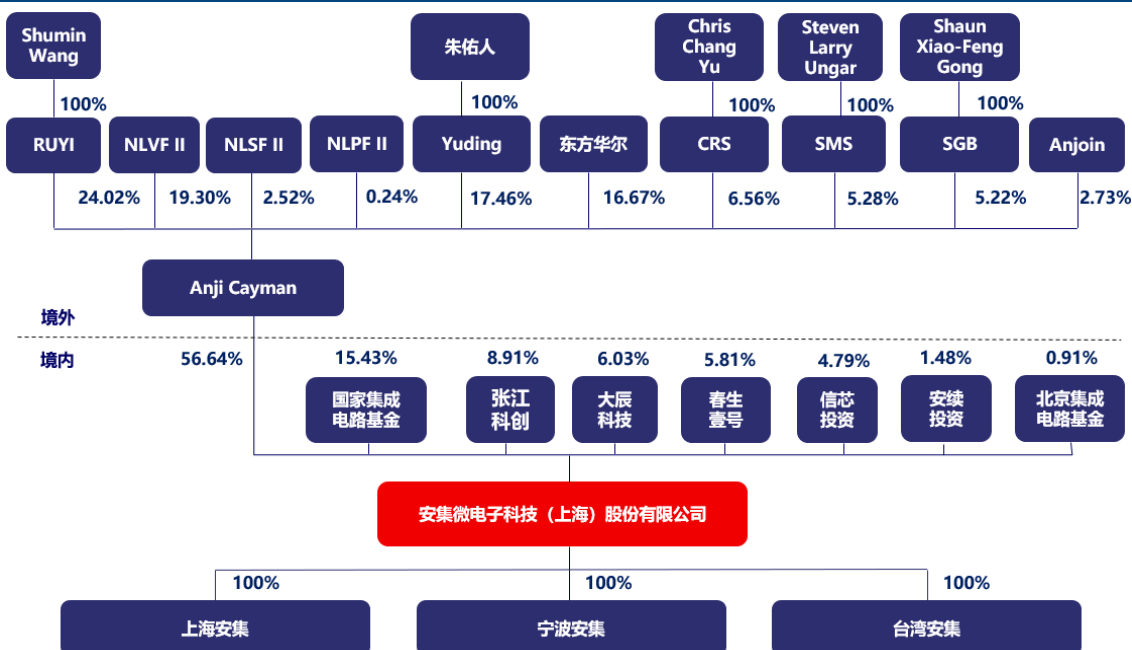
公司成功打破国外厂商对 CMP 抛光材料的垄断，技术水平国内领先。公司成功打破了国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液的垄断，实现了进口替代，使中国在该领域拥有了自主供应能力。公司化学机械抛光液已在 130-28nm 技术节点实现规模化销售，主要应用于国内 8 英寸和 12 英寸主流晶圆产线；14nm 技术节点产品已进入客户认证阶段，10-7nm 技术节点产品正在研发中。

Anji Cayman 为公司控股股东，持股占比为 56.64%。Anji Cayman 是一家投资控股型公司，不实际从事生产经营业务，其主要资产为持有发行人股份。公司共有上海安集、宁波安集和台湾安集等 3 家全资子公司，主要从事电子产品和电子材料的研发和销售等相关业务。

表 2：安集科技控股子公司情况

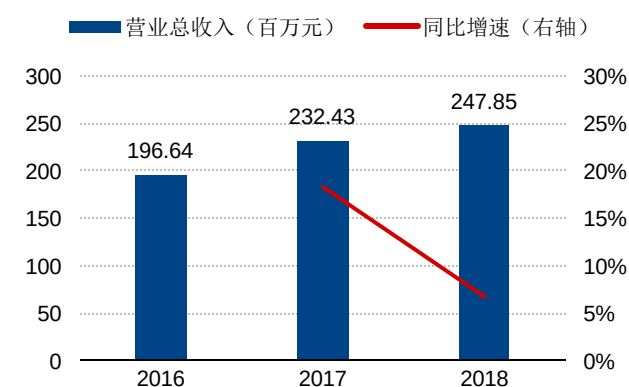
名称	总资产	净资产	净利润	从事业务
上海安集	9560.26 万元	2725.94 万元	134.41 万元	微电子相关材料的研究、设计、生产和销售。
宁波安集	3983.42 万元	3922.36 万元	-71.68 万元	集成电路、半导体材料的技术研发、设计。
台湾安集	845.10 万新台币	700.80 万新台币	104.00 万新台币	化学原料批发业，其他化学制品批发业等

资料来源：安集科技招股说明书，东兴证券研究所。注：资产为截止 2018 年 12 月 31 日值，净利润为 2018 年度值

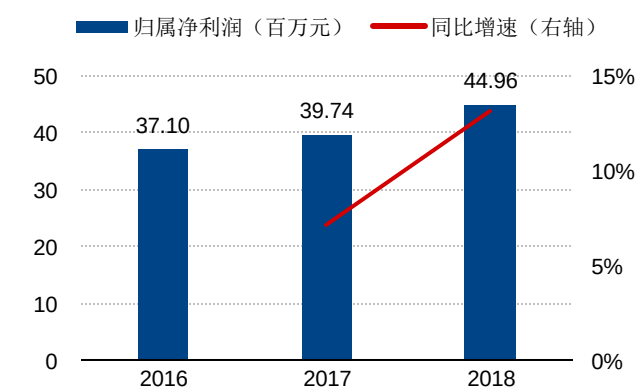
图 1：安集科技截止招股意向书签署日的股权结构图


资料来源：安集科技招股说明书，东兴证券研究所

公司营收和归母净利润增长平稳。2019 年，公司实现营业总收入 2.48 亿元，同比增加 6.63%；实现归母净利润 0.45 亿元，同比增加 13.14%。营业总收入和归母净利润均呈现平稳增长的态势。

图 2：公司 2018 年营业总收入同比增加 6.63%


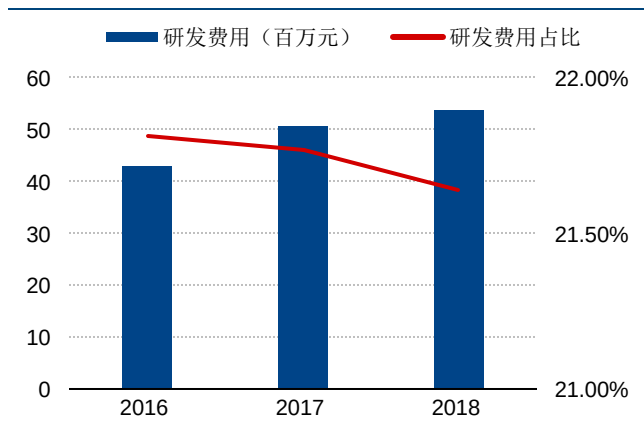
资料来源：安集科技招股说明书，东兴证券研究所

图 3：公司 2018 年归母净利润同比增加 13.14%


资料来源：安集科技招股说明书，东兴证券研究所

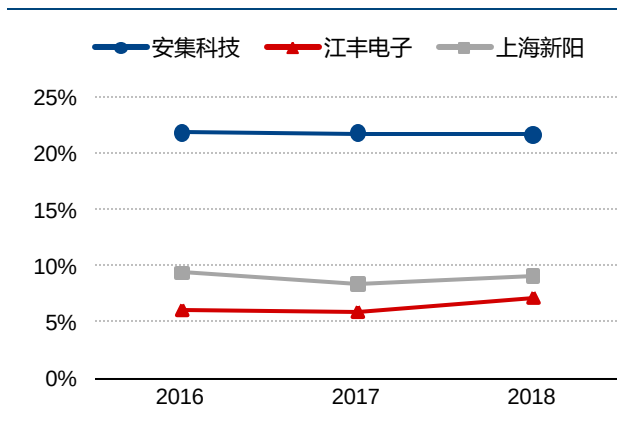
公司的研发投入维持在较高水平。2016-2018 年公司研发费用率分别为 21.81%、21.77%和 21.64%，显著高于同行业公司江丰电子和上海新阳。持续大量的研发投入是公司产品与不断推进的集成电路制造及先进封装技术同步的关键。

图 4：公司研发费用占比始终维持在 22% 左右



资料来源：安集科技招股说明书，东兴证券研究所

图 5：公司研发费用占比高于江丰电子和上海新阳



资料来源：安集科技招股说明书，东兴证券研究所

公司毛利率保持在较高水平，2016 年、2017 年和 2018 年，公司综合毛利率分别为 55.61%、55.58% 和 51.10%。2018 年，公司综合毛利率较 2017 年下降的主要原因为收入结构的变化，同时公司对已稳定销售多年的产品选择性降价维持公司产品的竞争优势，以应对客户成本控制的需求和竞争对手价格的挑战。

表 3：安集科技各产品毛利率拆分

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
化学机械抛光液	82.78%	54.06%	89.64%	55.69%	89.75%	55.57%
铜及铜阻挡层系列	66.32%	57.09%	74.99%	59.86%	76.42%	60.60%
其他系列	16.46%	41.84%	14.64%	34.34%	13.33%	26.73%
光刻胶去除剂	16.97%	36.50%	9.90%	53.80%	9.87%	56.17%
集成电路制造用	5.15%	59.53%	4.29%	70.42%	3.84%	71.74%
晶圆级封装用	4.36%	39.38%	3.19%	54.11%	3.09%	59.46%
LED/OLED 用	7.46%	18.90%	2.42%	24.01%	2.94%	32.40%
综合毛利率	51.10%		55.58%		55.61%	

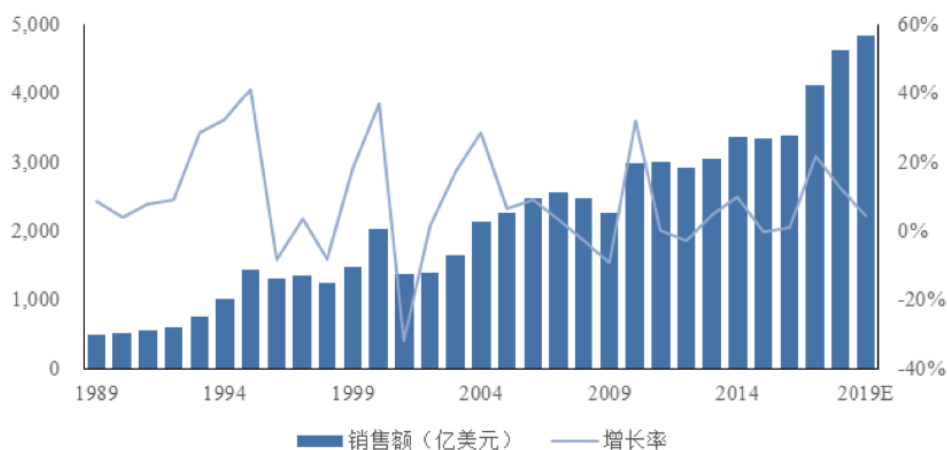
资料来源：安集科技招股说明书，东兴证券研究所

2. 半导体产业发展迅速，国内厂商迎来机遇

2.1 半导体行业发展动力强劲

近年在以物联网、可穿戴设备、云计算、大数据、新能源、医疗电子和安防电子等为主的新兴应用领域强劲需求的带动下，全球半导体产业恢复增长。根据 WSTS 统计，从 2013 年到 2018 年，全球半导体市场规模从 3056 亿美元迅速提升至 4688 亿美元，年均复合增长率达到 8.93%。

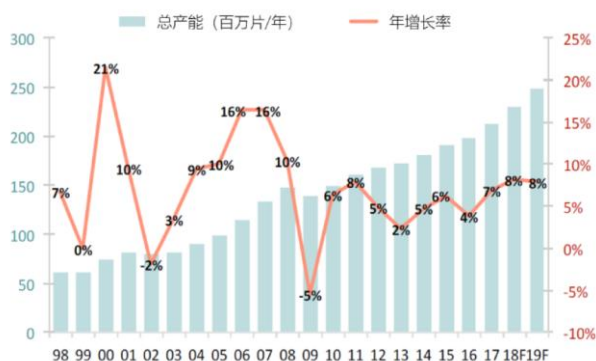
图 6: 全球半导体市场规模



资料来源: WSTS, 东兴证券研究所

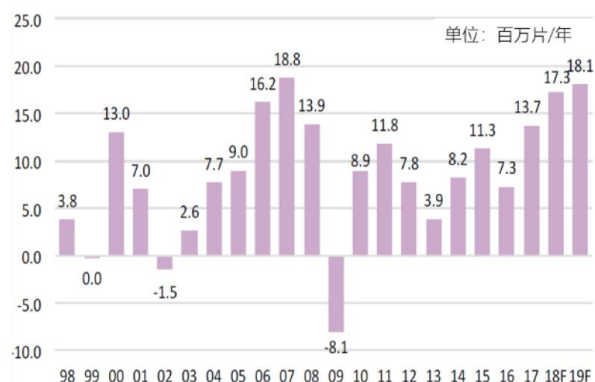
DRAM 和 3D NAND Flash 生产线导入加速, 晶圆产能维持高增长。根据 IC Insights 的数据, 在经过 2017 年增长 7% 之后, 2018 年和 2019 年全球晶圆产能都将继续增长 8%, 分别增加 1730 万片和 1810 万片。在这两年中, 众多的 DRAM 和 3D NAND Flash 生产线导入是晶圆产能增加的主导因素。预计 2017-2022 年全球 IC 产能年增长率平均为 6.0%, 而 2012-2017 年平均为 4.8%。全球晶圆产能增长为上游半导体材料行业带来了强劲的需求。

图 7: 1998-2019 年全球晶圆产能趋势 (等效于 8 英寸晶圆)



资料来源: IC Insights, 安集科技招股说明书, 东兴证券研究所

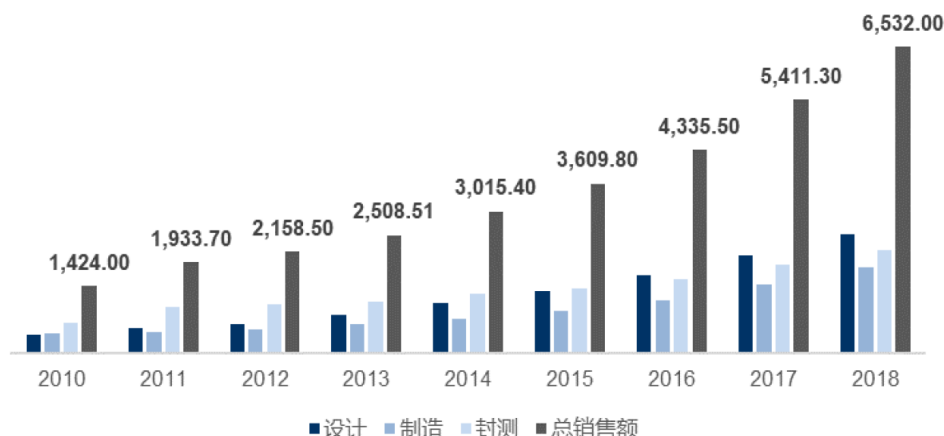
图 8: 1998-2019 年全球晶圆产能增量 (等效于 8 英寸晶圆)



资料来源: IC Insights, 安集科技招股说明书, 东兴证券研究所

在下游市场的驱动以及政府与资本市场的推动下, 中国集成电路产业也获得了强大的发展动力, 呈现快速增长趋势。2018 年中国集成电路产业销售额达到 6532 亿元, 同比增长 20.7%。其中设计业、制造业和封装测试业分别同比增长 21.5%, 25.6% 和 16.1%, 各细分领域均维持着较高的增速。

图 9: 2010-2018 年中国集成电路产业销售额（亿元）

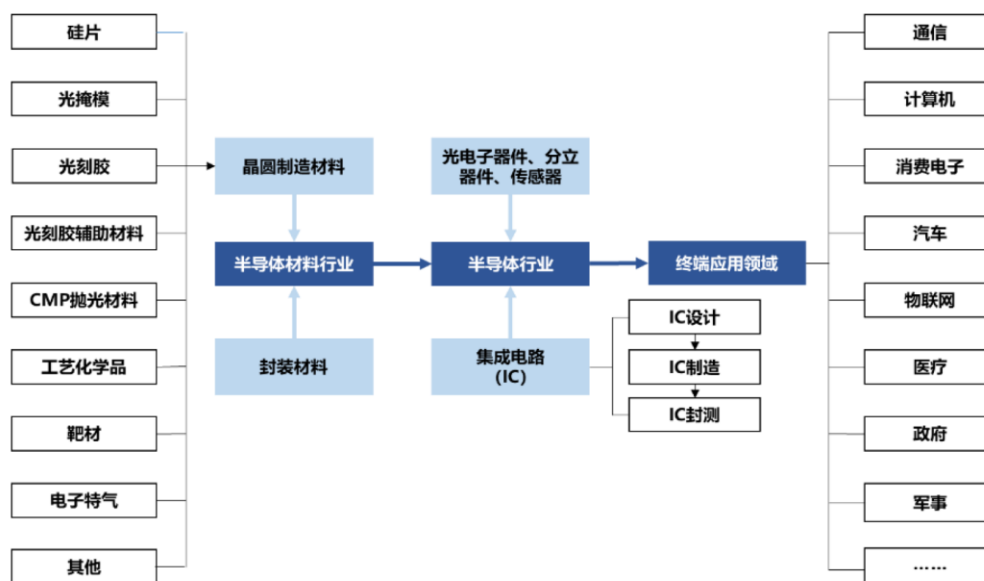


资料来源：中国半导体行业协会，安集科技招股说明书，东兴证券研究所

2.2 半导体材料市场规模与半导体市场规模同步增长

材料和设备是半导体产业的基石，是推动集成电路技术创新的引擎。一代技术依赖于代工艺，一代工艺依赖一代材料和设备来实现。公司从事主要业务半导体材料处于整个半导体产业链的上游环节，对半导体产业发展起着重要支撑作用，具有产业规模大、细分行业多、技术门槛高、更新速度快等特点。

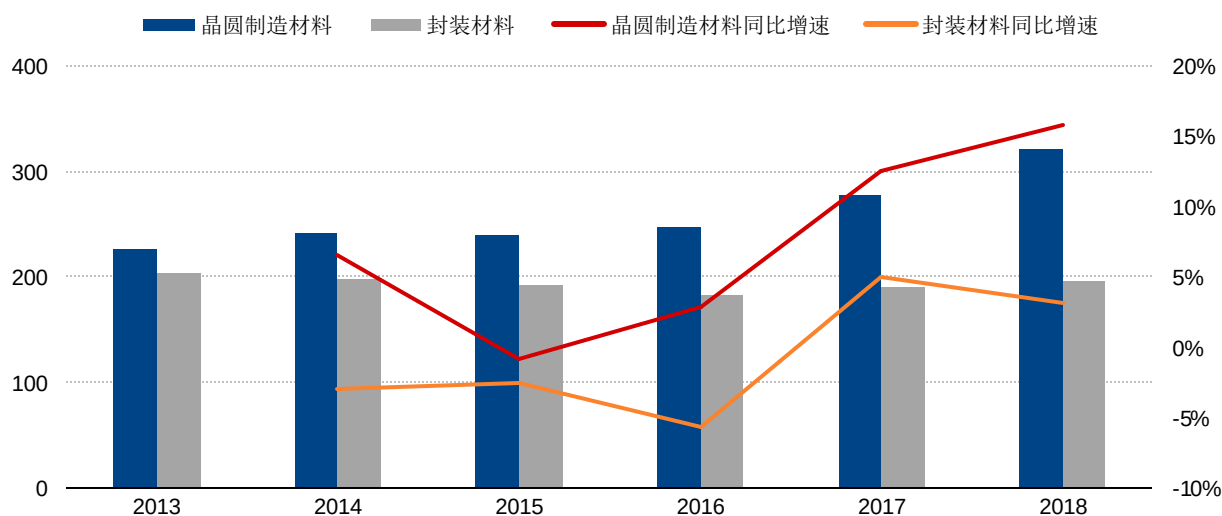
图 10: 材料是半导体产业的重要支撑



资料来源：安集科技招股说明书，东兴证券研究所

半导体材料市场规模随半导体市场规模同步上升，空间巨大。2018 年全球半导体材料销售额达到 519 亿美元，同比增长 10.6%。其中晶圆制造材料和封装材料的销售额分别为 322 亿美元和 197 亿美元，同比增长率分别为 15.9%和 3.0%。

图 11: 2013-2018 年全球晶圆制造及封装材料市场销售规模 (亿美元)



资料来源: SEMI, 安集科技招股说明书, 东兴证券研究所

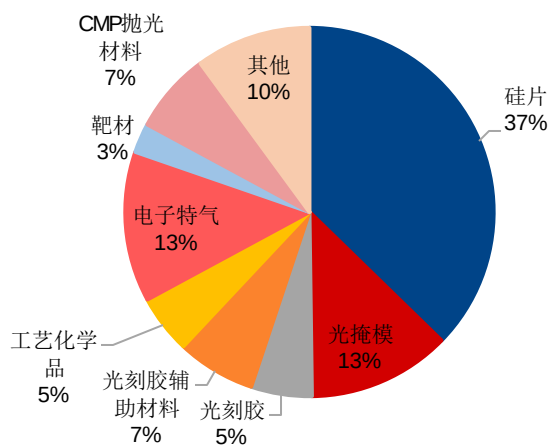
半导体材料细分行业多。半导体材料行业是半导体产业链中细分领域最多的产业链环节, 其中晶圆制造材料包括硅片、光掩模、光刻胶、CMP 抛光材料等; 封装材料包括引线框架、封装基板、陶瓷基板、键合丝、包封材料、芯片粘结材料及其他封装材料, 每一种大类材料又包括几十种甚至上百种具体产品, 细分行业多达上百个。公司产品化学机械抛光液和光刻胶去除剂属于半导体材料中的晶圆制造材料大类。

图 12: 2016-2019 年全球晶圆制造材料市场结构 (亿美元)

项目	2016	2017	2018	2019F
硅片	76.5	92.5	121.2	123.7
光掩模	33.2	37.5	40.4	41.5
光刻胶	14.5	16.0	17.3	17.7
光刻胶辅助材料	19.1	21.1	22.3	22.8
工艺化学品	14.2	15.1	16.1	17.0
电子特气	36.3	38.7	42.7	43.7
靶材	6.7	7.5	8.0	8.6
CMP 抛光材料	16.7	18.5	21.7	23.4
其他	29.6	31.4	32.6	33.4
合计	246.7	278.2	322.4	331.7
增长率	3%	13%	16%	3%

资料来源: SEMI, 安集科技招股说明书, 东兴证券研究所

图 13: 2019 年全球晶圆制造材料市场结构占比预测



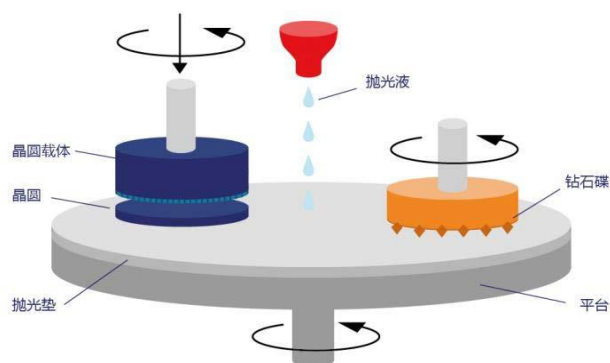
资料来源: SEMI, 安集科技招股说明书, 东兴证券研究所

2.3 半导体工艺进步为 CMP 材料带来诸多机遇

化学机械抛光 (CMP) 是集成电路制造过程中实现晶圆表面平坦化的关键工艺。与传统的纯机械或纯化学的抛光方法不同, CMP 工艺是通过表面化学作用和机械研磨的技术结合来实现晶圆表面微米/纳米级不同材料的去除, 从而达到晶圆表面的高度 (纳米级) 平坦化效应, 使下一步的光刻工艺得以进行。根

据不同工艺制程和技术节点的要求，每一片晶圆在生产过程中都会经历几道甚至几十道的 CMP 抛光工艺步骤。

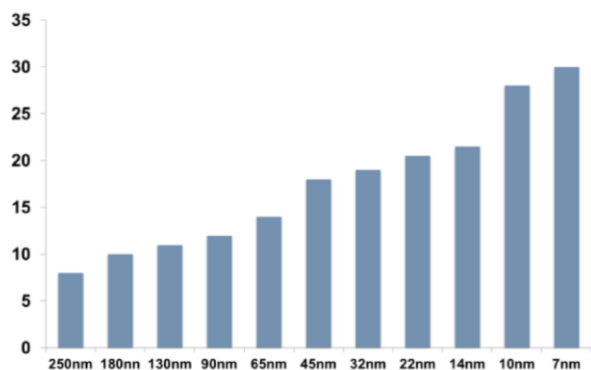
图 14: 化学机械抛光（CMP）工作原理



资料来源：安集科技招股说明书，东兴证券研究所

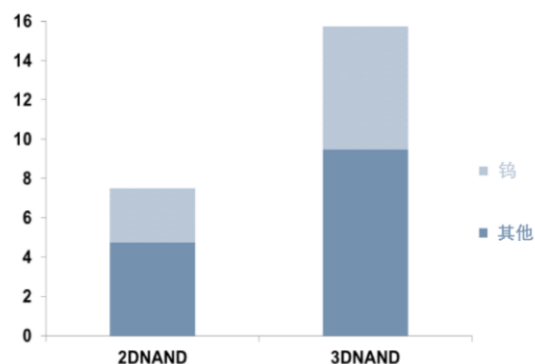
技术的进步推动 CMP 材料种类和用量的需求不断增加。更先进的逻辑芯片工艺对抛光材料提出了更高的要求，为 CMP 抛光材料带来了更多的增长机会。14 纳米以下逻辑芯片工艺要求的关键 CMP 工艺将达到 20 步以上，使用的抛光液将从 90 纳米的五六种抛光液增加到二十种以上，种类和用量迅速增长；7 纳米及以下逻辑芯片工艺中 CMP 抛光步骤甚至可能达到 30 步，使用的抛光液种类接近三十种。同样地，存储芯片由 2D NAND 向 3D NAND 技术变革，也会使 CMP 抛光步骤数近乎翻倍。

图 15: CMP 抛光步骤随制程进步而增加



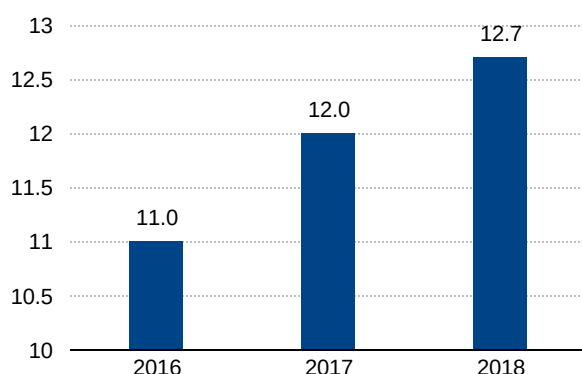
资料来源：Cabot，安集科技招股说明书，东兴证券研究所

图 16: CMP 抛光步骤随 3D NAND 技术变革而增加

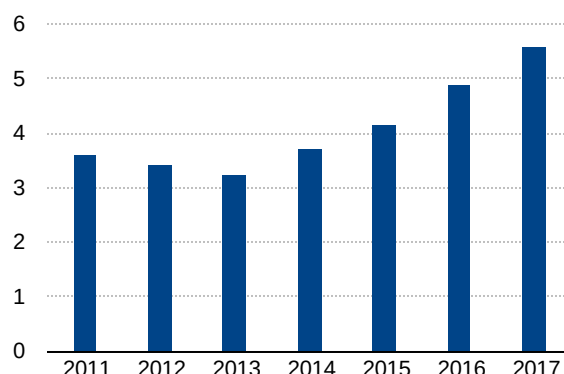


资料来源：Cabot，安集科技招股说明书，东兴证券研究所

CMP 抛光材料耗用量增加体现在晶圆产量增加和 CMP 工艺步骤数增加两方面。CMP 抛光材料是晶圆制造过程中的必需材料，其市场规模与半导体市场规模具有较强的正相关性。同时，晶圆制造工艺精度不断提升，对 CMP 抛光后晶圆的平整度和洁净度要求也更为苛刻。CMP 工艺步骤数逐渐增加，提高了 CMP 抛光材料的耗用量。2016 年，2017 年和 2018 年全球化学机械抛光液市场规模分别为 11.0 亿美元、12.0 亿美元和 12.7 亿美元，2016-2018 年年化复合增速 7.45%。

图 17: 2016-2018 年全球抛光液市场规模（亿美元）


资料来源：Cabot 官网，安集科技招股说明书，东兴证券研究所

图 18: 全球集成电路领域光刻胶去除剂市场规模（亿美元）


资料来源：SEMI，安集科技招股说明书，东兴证券研究所

长期以来全球 CMP 抛光液市场主要被美日企业所垄断，未来正朝向多元化方向发展。CMP 抛光液主要国外厂商包括美国的 Cabot、Versum 和日本的 Fujimi 等。其中，Cabot 全球抛光液市场占有率最高，但是已经从 2000 年约 80% 下降至 2017 年约 35%，表明未来全球抛光液市场朝向多元化发展。公司成功打破了国外厂商的垄断，实现了进口替代，使中国在该领域拥有了自主供应能力。

3. 客户与技术优势是公司的核心竞争力

3.1 客户优势

公司前五名客户均为晶圆制造领域优质企业。公司 2018 年前五大客户分别为中芯国际、台积电、长江存储、华润微电子和华虹半导体，均为大陆及台湾知名半导体制造企业。与优质客户的绑定有利于公司在产品设计阶段即了解客户的未来需求，快速满足客户新产品研发和制造需要，协助客户创造更快、更小、更高效的芯片产品。

表 4: 2016-2018 年公司前五大客户名称及销售占比

年度	序号	客户名称	销售金额（元）	销售占比
2018	1	中芯国际下属子公司	147,973,763.02	59.70%
	2	台湾积体电路制造股份有限公司	20,202,871.27	8.15%
	3	长江存储科技有限责任公司	18,907,203.35	7.63%
	4	华润微电子控股有限公司下属子公司	10,888,542.12	4.39%
	5	上海华虹宏力半导体制造有限公司	10,306,641.46	4.16%
2018 年合计			208,279,021.22	84.03%
2017	1	中芯国际下属子公司	153,943,759.48	66.23%
	2	台湾积体电路制造股份有限公司	22,604,831.16	9.73%
	3	上海华虹宏力半导体制造有限公司	11,639,567.23	5.01%
	4	武汉新芯集成电路制造有限公司	10,519,060.53	4.53%
	5	华润微电子控股有限公司下属子公司	10,506,211.39	4.52%
2017 年合计			209,213,429.79	90.01%
2016	1	中芯国际下属子公司	130,508,517.48	66.37%

2	台湾积体电路制造股份有限公司	21,118,707.71	10.74%
3	上海华虹宏力半导体制造有限公司	11,297,829.56	5.75%
4	武汉新芯集成电路制造有限公司	10,655,378.53	5.42%
5	华润微电子控股有限公司下属子公司	8,711,648.04	4.43%
2016 年合计		182,292,081.32	92.70%

资料来源：安集科技招股说明书，东兴证券研究所

表 5：公司主要客户均为晶圆制造领域优质企业

序号	客户简称	是否上市	行业地位
1	中芯国际	是	2017 年全球第五大晶圆代工企业、2017 年中国第二大晶圆制造企业（内资第一），中国内地技术最全面、配套最完善、规模最大、跨国经营的集成电路制造企业
2	台积电	是	2017 年全球第一大晶圆代工企业
3	长江存储	否	专注于 3D NAND 闪存芯片设计、生产和销售的 IDM 存储器公司，成功设计并制造了中国首批 3D NAND 闪存芯片，2018 年发布突破性技术 XtackingTM；武汉新芯为长江存储全资子公司，中国乃至世界领先的 NOR Flash 供应商之一，2017 年中国第九大晶圆制造企业（内资第五）
4	华润微电子	否	2017 年中国第六大晶圆制造企业（内资第三）
5	华虹宏力	是	与上海华力合并为 2017 年全球第七大晶圆代工企业、2017 年中国第五大晶圆制造企业（内资第二）

资料来源：安集科技招股说明书，东兴证券研究所

3.2 技术优势

公司承担多项国家科技重大专项。公司作为项目责任单位完成了“90-65nm 集成电路关键抛光材料研究与产业化”和“45-28nm 集成电路关键抛光材料研发与产业化”两个国家“02 专项”项目，目前作为课题单位负责“高密度封装 TSV 抛光液和清洗液研发与产业化”和“CMP 抛光液及配套材料技术平台和产品系列”两个国家“02 专项”项目。

公司也依靠核心技术取得了多项发明专利。截至 2018 年 12 月 31 日，公司及其子公司共获得 190 项发明专利，其中中国大陆 140 项、中国台湾 42 项、美国 4 项、新加坡 3 项、韩国 1 项。

核心研发团队具备丰富行业研发经验，具备全球领先视角。截至 2018 年末，公司技术研发人员 67 人，占比 36%，公司核心技术团队在半导体材料行业积累了数十年的丰富经验。公司董事长兼总经理王淑敏和副总经理王雨春均拥有二十余年化学、材料化学、材料工程等专业领域的研究经验，并在全球领先的相关领域公司从事十余年的研发、运营和管理工作经验。公司管理团队在半导体材料及相关行业的丰富经验为公司的业务发展带来了全球领先的视角。

4. 募投项目

公司本次募集资金的 **93.4%** 将用于科技创新领域。公司募集资金总额为 3.031 亿元,其中拟投资科技创新领域（包括 CMP 抛光液生产线扩建项目、安集集成电路材料基地项目、集成电路材料研发中心建设项目）的资金为 2.831 亿元，占比 93.4%。

表 6：安集科技本次募集资金用途（万元）

序号	项目名称	预计投资总额	拟投入募集资金金额	项目建设期
1	安集微电子科技（上海）股份有限公司 CMP 抛光液生产线扩建项目	12,000.00	12,000.00	2 年
2	安集集成电路材料基地项目	10,500.00	9,410.00	2 年
3	安集微电子集成电路材料研发中心建设项目	6,900.00	6,900.00	2 年
4	安集微电子科技（上海）股份有限公司信息系统升级项目	2,000.00	2,000.00	2 年
	合计	31,400.00	30,310.00	——

资料来源：安集科技招股说明书，东兴证券研究所

5. 盈利预测

关键假设：假设公司铜及铜阻挡层系列抛光液的 2019-2021 年产能均为 9435.29 吨，产能利用率分别为 60%，70%和 80%，毛利率分别为 57%，56%和 55%。

表 7：公司各业务营收预测

单位：百万元		2017	2018	2019E	2020E	2021E
铜及铜阻挡层系列	营业收入	174.31	164.37	193.61	219.61	243.81
	营收增长率	15.99%	-5.70%	17.79%	13.43%	11.02%
	毛利率	59.86%	57.09%	57.00%	56.00%	55.00%
其他系列	营业收入	34.04	40.79	46.09	57.91	68.50
	营收增长率	29.90%	19.85%	12.99%	25.65%	18.27%
	毛利率	34.34%	41.84%	38.62%	43.65%	46.45%
集成电路制造用	营业收入	9.96	12.77	13.67	14.10	14.20
	营收增长率	31.90%	28.20%	7.02%	3.11%	0.75%
	毛利率	70.42%	59.53%	58.00%	57.00%	56.00%
晶圆级封装	营业收入	7.41	10.80	11.51	12.23	12.95
	营收增长率	22.07%	45.78%	6.57%	6.25%	5.88%
	毛利率	54.11%	39.38%	40.00%	40.00%	40.00%
LED/OLED	营业收入	5.64	18.48	22.17	25.50	28.05
	营收增长率	-2.64%	227.85%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	24.01%	18.90%	18.00%	18.00%	18.00%
其他	营业收入	1.07	0.63	0.70	0.80	0.90
	营收增长率	44.13%	-41.13%	10.97%	14.29%	12.50%
	毛利率	72.29%	62.40%	65.00%	60.00%	60.00%

合计	营业收入	232.43	247.85	287.76	330.15	368.41
	营收增长率	18.20%	6.64%	16.10%	14.73%	11.59%
	毛利率	55.25%	50.94%	50.44%	50.36%	50.12%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所预测

预计 2019-2021 年, 公司实现营业总收入 2.88 亿元, 3.30 亿元和 3.68 亿元, 实现归母净利润 0.59 亿元, 0.65 亿元和 0.70 亿元, EPS 分别为 1.47 元, 1.64 元和 1.77 元。公司是处于初创期的高新技术企业, 有望引领半导体材料国产替代进程, 看好公司长期发展潜力, 首次给予“推荐”评级。。

6. 风险提示

产品更新替代较快带来的研发风险; 客户集中度较高的风险; 原材料价格上涨的风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	266	350	421	486	557	营业收入	232	248	288	330	368
货币资金	65	140	204	239	281	营业成本	103	121	143	164	184
应收账款	44	54	55	63	71	营业税金及附加	0	1	1	1	1
其他应收款	1	1	1	1	1	营业费用	17	15	17	20	22
预付款项	5	9	13	18	23	管理费用	19	21	24	28	31
存货	63	70	78	90	101	财务费用	3	-10	-2	-2	-3
其他流动资产	87	62	66	70	74	研发费用	51	54	58	66	74
非流动资产合计	88	83	89	94	98	资产减值损失	2.94	0.28	2.00	2.00	2.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	50	49	53	57	60	投资净收益	0.00	-0.34	0.00	0.00	0.00
无形资产	7	7	8	8	9	加：其他收益	3.35	2.78	2.78	2.78	2.78
其他非流动资产	12	8	7	7	7	营业利润	40	48	47	54	60
资产总计	354	433	509	580	655	营业外收入	0.00	0.00	15.00	15.00	15.00
流动负债合计	47	69	73	78	83	营业外支出	0.20	0.06	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	39	48	62	69	75
应付账款	15	28	31	36	40	所得税	0	3	4	4	4
预收款项	0	0	0	1	1	净利润	40	45	59	65	70
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	4	17	17	17	17	归属母公司净利润	40	45	59	65	70
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	52	87	91	96	100	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	18.20%	6.64%	16.10%	14.73%	11.59%
实收资本 (或股本)	40	40	53	53	53	营业利润增长	18.42%	21.58%	-1.27%	14.45%	10.03%
资本公积	247	247	247	247	247	归属于母公司净利	7.12%	13.14%	30.66%	10.98%	7.86%
未分配利润	12	53	106	165	229	获利能力					
归属母公司股东权益	302	347	419	484	554	毛利率(%)	55.58%	51.10%	50.44%	50.36%	50.12%
负债和所有者权益	354	433	509	580	655	净利率(%)	17.10%	18.14%	20.42%	19.75%	19.09%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润 (%)	11.24%	10.38%	11.53%	11.25%	10.74%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	13.17%	12.97%	14.03%	13.47%	12.69%
经营活动现金流	27	60	50	46	53	偿债能力					
净利润	40	45	59	65	70	资产负债率(%)	15%	20%	18%	16%	15%
折旧摊销	13.26	14.82	4.25	4.91	5.64	流动比率	5.60	5.06	5.75	6.22	6.71
财务费用	3	-10	-2	-2	-3	速动比率	4.27	4.06	4.68	5.07	5.50
应收账款减少	0	0	-1	-8	-7	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.70	0.63	0.61	0.61	0.60
投资活动现金流	-129	12	-2	-13	-13	应收账款周转率	6	5	5	6	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.87	11.59	9.79	9.83	9.67
长期股权投资减少	0	0	11	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.00	1.13	1.47	1.64	1.77
筹资活动现金流	0	0	15	2	3	每股净现金流(最新摊薄)	-2.55	1.80	1.20	0.67	0.80
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.58	8.71	7.89	9.11	10.44
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	13	0	0	P/E	196.01	173.46	132.89	119.74	111.01
资本公积增加	-49	0	0	0	0	P/B	25.87	22.52	24.86	21.51	18.78
现金净增加额	-102	72	64	35	42	EV/EBITDA	137.88	144.92	202.27	176.83	159.90

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	科创板系列报告（七）之电子篇：信息科技公司的估值密码	2019-4-10
公司	中微公司（688012）：半导体设备国产化领军者	2019-7-15

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘慧影

4 年证券从业经验, 曾在纽约一家对冲基金任 TMT 研究员, 2017 年 1 月加入东兴证券从事电子研究。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士, CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部, 从事基础化工行业研究, 2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

吴昊

北京航空航天大学材料工程硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 从事电子行业研究。

吴天元

哈尔滨工业大学工学学士, 山东大学金融硕士, 3 年核电工程师经历, 2019 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。