

PCB 电子化学品成长提速，储备技术蓄势待发

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年半年度报告，上半年共实现营业收入 1.8 亿元，同比增长 68.6%，实现归母净利润 2613 万元，同比增长 60.0%。Q2 单季度实现营业收入 0.9 亿元，同比+40.2%，环比+10.5%；归母净利润 1352 万元，同比+11.5%。
- **表面工程化学品提供商，电子化学品发展提速。** 公司主要产品有电子化学品及通用电镀化学品两大类。电子化学品主要用于 PCB 板制造，通用电镀化学品主要用于下游汽车制造、电子电器等多个领域。目前公司共有 1.2 万吨电子化学品及 1.1 万吨通用电镀化学品产能。公司大力推广电子化学品，上半年共新增 PCB 用户 20 家，实现电子化学品营收 1.2 亿元，同比增长 92.5%，增速较 2020 年提升 53.7 个百分点。
- **突破技术封锁，细分赛道后来居上。** 国际跨国公司在表面工程领域拥有 100 多年的技术积累，技术体系较为完善，技术处于领先地位。公司在表面化学工程多年潜心钻研，已在传统外国公司占领的领域杀出一条血路，在高耐蚀化学镍专用化学品、无氰高密度铜电镀添加剂等领域在技术上已与国际巨头不相上下。同时公司布局 5G 基站陶瓷电镀、LCP 液晶高分子材料电镀等工艺，目前已处于中试阶段，技术水平全球领先，有望在新领域成为行业领头羊。
- **实施股权激励，彰显信心。** 公司 2021 年 8 月发布股权激励公告，拟对包括总工程师、董秘等 29 人授予 366 万股股票，将充分激发公司活力。股权激励考核目标为以 2020 年营收或净利润为基数，2021-2024 年增速分别不低于 15%、35%、55%、75%，彰显公司发展信心。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.72 元、0.95 元、1.24 元，未来三年归母净利润将保持 31.8% 的复合增长率。鉴于公司电子化学品市场推广成效初现，无氰电镀添加剂技术、5G 通讯陶瓷电镀技术等行业领先技术逐渐投入市场，公司成长性将进一步增强。首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、中美关系不稳定或影响下游需求，储备技术产业化进度或不及预期。

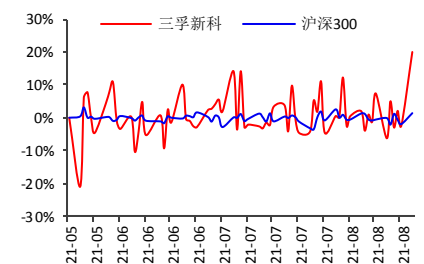
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	286.76	391.14	492.21	626.55
增长率	29.55%	36.40%	25.84%	27.29%
归属母公司净利润 (百万元)	49.98	66.80	87.37	114.48
增长率	41.73%	33.66%	30.79%	31.02%
每股收益 EPS (元)	0.54	0.72	0.95	1.24
净资产收益率 ROE	18.33%	11.92%	13.74%	15.59%
PE	98	74	56	43
PB	17.21	8.24	7.33	6.40

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

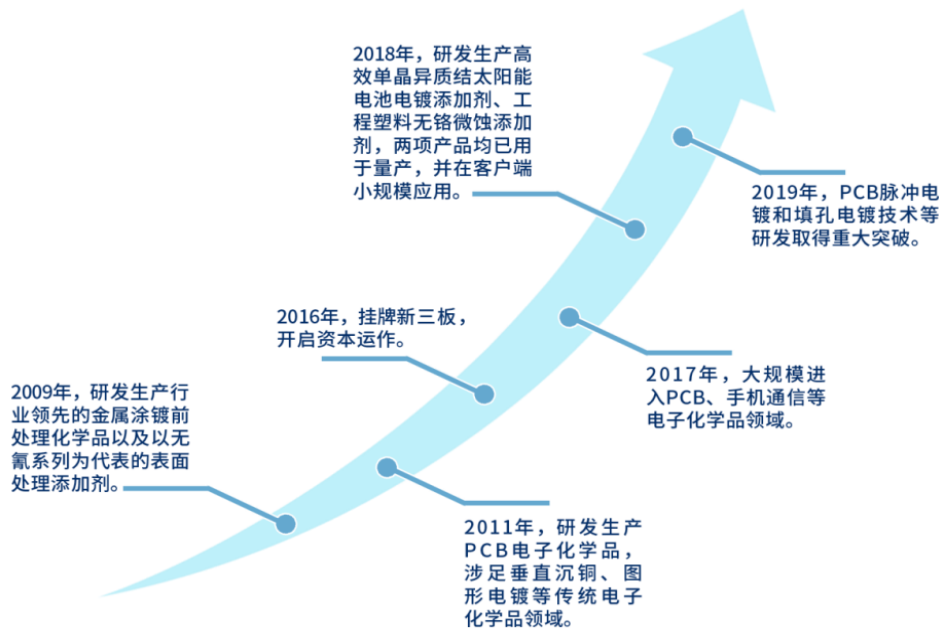
总股本(亿股)	0.92
流通 A 股(亿股)	0.21
52 周内股价区间(元)	27.28-63.98
总市值(亿元)	49.15
总资产(亿元)	1.76
每股净资产(元)	2.04

相关研究

1 表面工程专用化学品提供商，细分赛道异军突起

三孚新科是国内具有较强影响力的表面工程专用化学品提供商，前身是由广州市三孚化工有限公司于 2009 年设立的全资子公司广州三孚新材料科技有限公司。三孚有限成立后，三孚化工逐渐将其资产、业务、员工转移至三孚有限，并在 2014 年注销。随后 2016 年公司挂牌新三板，并于 2021 年科创板上市。成立之初公司主要经营金属镀前处理化学品，2011 年公司布局 PCB 电子化学品业务，2018 年成功研发太阳能电池电镀添加剂、工程塑料无铬微蚀添加剂，业务版图进一步扩张。

图 1：公司业务发展历程



数据来源：招股说明书，西南证券整理

目前公司主营电子化学品、通用电镀化学品两大类表面工程化学品。其中电子化学品主要有 PCB 专用化学品以及高耐蚀化学镍专用化学品，分别运用于 PCB 板生产过程以及电子零部件防腐处理；通用电镀化学品主要分为装饰性、防护性、除油、除蜡四类，主要用于下游卫浴金属件、汽车零部件的表面处理。公司共拥有 1.2 万吨电子化学品产能，1.1 万吨通用电镀化学品产能，公司所有产品均在广州生产基地进行生产，该项目环评显示共建设有包含除油粉、除油剂、金属表面处理剂系列产品等产品 3 万吨产能。近几年公司在没有其他新项目的投产的情况下产能稳步增加，说明该项目产能尚有进一步释放的空间，保障公司持续成长。

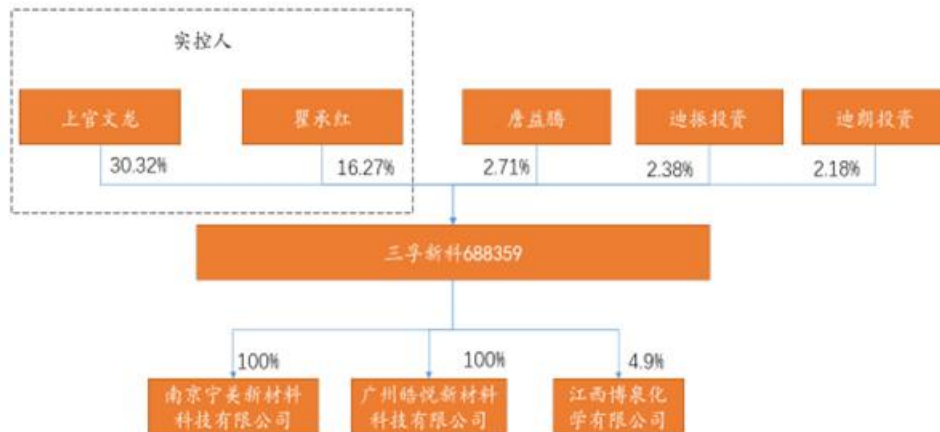
公司 5 月登录科创板上市，募投资金主要用于替代氰化电镀的高密度铜电镀循环经济关键技术产业化示范项目，该项目主要包含研发实验室、工艺研究实验室、化学分析实验室等几部分，虽没有产能上的增加，但可以提高公司研发实力和测试能力，为公司带来研发、测试和示范推广等间接效益，加速公司储备技术的产业化转化。

表 1：公司主要产品

类别	产品名称	产能	主要运用领域
电子化学品	PCB 水平沉铜专用化学品	1.17	PCB 孔金属化
	PCB 化学镍金专用化学品		PCB 表面处理
	高耐蚀化学镍专用化学品		电子通讯设备零件防腐、耐磨处理
通用电镀化学品	装饰性电镀添加剂	1.06	五金卫浴、汽车轮毂等
	防护性电镀添加剂		汽车零部件等
	除油专用化学品		表面工程前处理
	除蜡专用化学品		

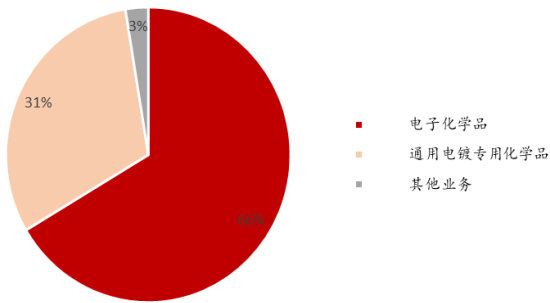
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

股权结构方面：公司实际控制人是上官文龙及瞿承红，二人共持有上市主体 46.6% 的股权。公司首席科学家詹益腾持股 2.7%，其在 2009-2020 年期间就核心技术及通过核心技术研发的产品发表 20 篇论文，技术高管持股有利于公司长期发展。此外公司 2021 年 8 月发布股权激励公告，拟对包括总工程师、董秘等 29 人授予 366 万股股票，将充分激公司活力。发股权激励考核目标为以 2020 年营收或净利润为基数，2021-2024 年增速分别不低于 15%、35%、55%、75%，彰显公司发展信心。

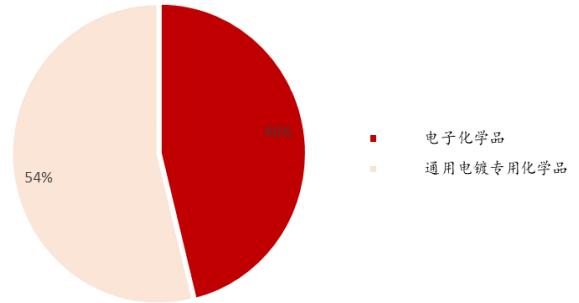
图 2：公司股权结构


数据来源：wind，西南证券整理

公司主营业务结构：公司收入主要来自电子化学品，由于公司上半年大力推广电子化学品，**电子化学品上半年营收占比达到 66.5%**，较 2020 年大幅提升 10.5 个百分点，达 1.2 亿元，同比增长 92.5%。通用电镀专用化学品营收占比 30.9%，上半年营收 5574 万元，同比增长 26.1%。毛利构成方面，由于电子化学品客户规模庞大，采购需求量大，价格谈判优势强，因此电子化学品毛利率相对低于通用电镀产品，2020 年电子化学品毛利率为 33.3%，相对通用电镀化学品的 54.9% 低，电子化学品毛利占比仅为 46.1%。

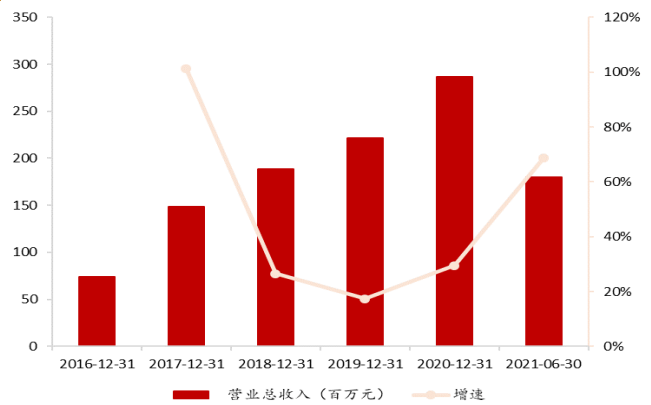
图 3：公司 2021H1 主营业务结构情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

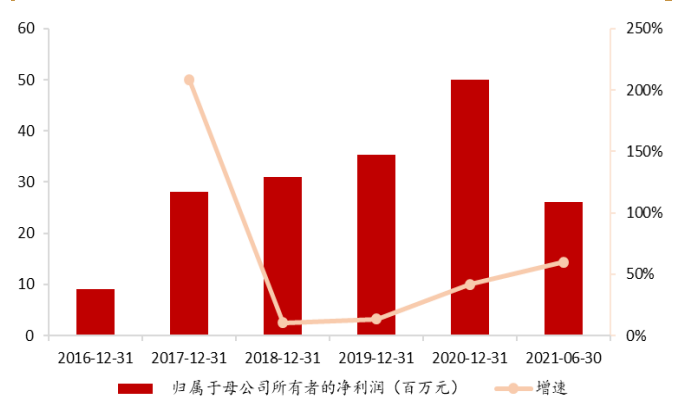
图 4：公司 2020 年主营业务毛利情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司业绩状况：公司营业收入和净利润一直保持高速增长，2016-2020 年营收复合增速高达 40.3%，归母净利润复合增速达 52.9%。受中美贸易摩擦影响，下游客户需求有所萎缩，导致公司 2018-2019 年营收增速有所下滑，贸易摩擦同样导致 2018 年前后镍、黄磷等原材料价格波动加大，公司归母净利润增速有所放缓。进入 2020 年后，虽有疫情冲击，但公司电子化学品市场开拓已略有成果，同时受益于进口产品国产化替代，公司营收及增速逆势增长，2021 年上半年营收重回高速增长，达 1.8 亿元，同比增长 68.6%，实现归母净利润 2613 万元，同比增长 60.0%。

图 5：2016-2021H1 营业收入及增速


数据来源：公司公告, 西南证券整理

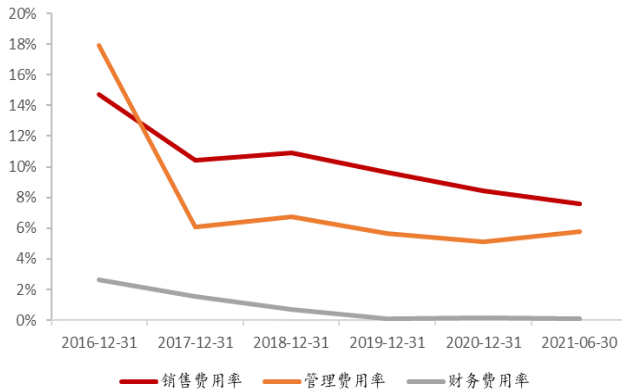
图 6：2016-2021H1 归母净利润及增速


数据来源：公司公告, 西南证券整理

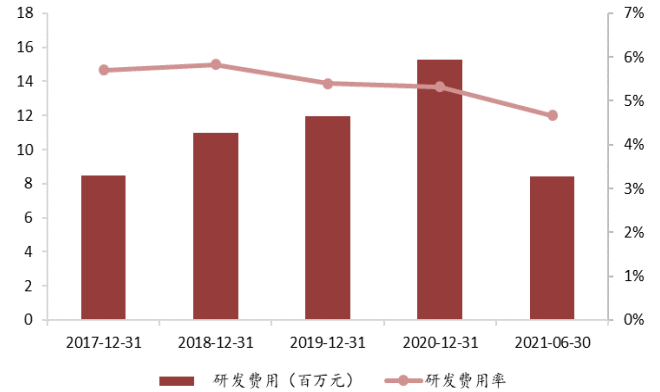
费用率方面，2021H1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 7.6%、5.8%、0.1%，主要由于当前公司仍处于大范围的市场推广阶段，销售费用在成本中占比较高，但是随着下游用户对公司技术水平及实力的认可，公司的销售难度在不断降低，反映在销售费用率的不断下滑，较 2016 年已下降 7.1 个百分点。

研发投入方面，公司的研发费用率一直维持在 5% 左右的较高水平。较大的研发投入力度带来逐渐深厚的技术积累，其中高耐蚀化学镍专用化学品、无氟高密度铜电镀添加剂等领域，技术已达到国际先进水平。专利方面，公司 2021 年共新增国内发明专利授权 9 项，累计共获得 33 项。此外公司已有大量的技术储备，如 5G 基站陶瓷电镀、LCP 液晶高分子材

料电镀、ABS 塑料无铬微蚀工艺已达到中试阶段，技术水平全球领先，有望成为细分赛道上的领头羊。

图 7：2016-2021H1 期间费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：2016-2021H1 研发费用及费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着公司募投项目建成，公司替代氰化电镀技术产业化速度将进一步加快，同时叠加公司电子化学品下游客户认可度增强，公司议价能力有所上升，带动公司电子化学品毛利率上行，2021-2023 年电子化学品毛利率按照 34%、36%、38% 估计。

假设 2：随着下游汽车零部件防护性电镀需求逐步加大，有望带动公司通用电镀化学品价格上行，假设其价格每年增长 5%，即 2021-2023 年分别为 12954、13601、14282 元/吨。毛利率与 2020 年持平。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
电子化学品	收入	160.69	243.0	333.2	457.3
	增速	38.8%	51.2%	37.1%	37.3%
	毛利率	33.3%	34.0%	36.0%	38.0%
通用电镀化学品	收入	114.0	136.0	146.9	157.1
	增速	11%	19%	8%	7%
	毛利率	54.9%	55.0%	55.0%	55.0%
其他	收入	12.1	12.1	12.1	12.1
	增速	290.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
合计	收入	286.8	391.13	492.20	626.55
	增速	29.5%	36.40%	25.84%	27.29%
	毛利率	40.5%	40.29%	40.82%	41.55%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们根据公司招股说明书选取三家国内主营表面工程行业的企业作为可比公司，2020年三家公司平均 PE 为 76.9 倍，2021 年平均 PE 为 88.13 倍。随着公司电子化学品市场推广成效初现，无氟电镀添加剂技术、5G 通讯陶瓷电镀技术等行业领先技术逐渐投入市场，公司成长性将进一步增强，2021-2023 归母净利润复合增速达 31.8%。首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
300236	上海新阳	52.49	0.94	0.47	0.52	0.71	52.22	106.53	97.17	71.90
688019	安集科技	283.91	2.90	2.91	3.83	5.01	102.71	96.54	73.45	56.21
688157	松井股份	114.17	1.10	1.73	2.36	2.95	75.78	61.32	45.01	35.89
平均值							76.90	88.13	71.88	54.67

数据来源：Wind, 西南证券整理

3 风险提示

中美关系不稳定或影响下游需求，储备技术产业化进度或不及预期，原材料或大幅涨价。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	286.76	391.14	492.21	626.55	净利润	55.21	73.79	96.51	126.45
营业成本	170.54	233.55	291.31	366.21	折旧与摊销	4.29	6.50	8.37	9.30
营业税金及附加	1.93	3.29	3.96	4.98	财务费用	0.43	0.11	-0.33	-0.29
销售费用	24.19	34.60	42.86	54.85	资产减值损失	-0.19	0.00	0.00	0.00
管理费用	14.63	35.20	44.30	56.39	经营营运资本变动	-22.64	-76.57	-56.33	-80.22
财务费用	0.43	0.11	-0.33	-0.29	其他	-4.60	5.41	3.34	2.45
资产减值损失	-0.19	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	32.51	9.24	51.55	57.70
投资收益	0.27	0.00	0.00	0.00	资本支出	-34.36	-21.85	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	3.33	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-31.02	-21.85	0.00	0.00
营业利润	61.28	84.38	110.11	144.41	短期借款	4.00	-7.01	0.00	0.00
其他非经营损益	1.79	0.00	0.00	0.00	长期借款	3.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	63.07	84.38	110.11	144.41	股权融资	0.17	254.20	0.00	0.00
所得税	7.86	10.59	13.60	17.96	支付股利	0.00	-10.00	-13.36	-17.47
净利润	55.21	73.79	96.51	126.45	其他	-3.18	-0.96	0.33	0.29
少数股东损益	5.23	6.99	9.14	11.97	筹资活动现金流净额	4.04	236.24	-13.03	-17.19
归属母公司股东净利润	49.98	66.80	87.37	114.48	现金流量净额	5.52	223.63	38.53	40.51
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	44.46	268.09	306.62	347.13	成长能力				
应收和预付款项	166.38	235.90	296.67	374.97	销售收入增长率	29.55%	36.40%	25.84%	27.29%
存货	27.90	53.22	58.82	75.95	营业利润增长率	42.93%	37.70%	30.48%	31.16%
其他流动资产	16.02	5.21	6.56	8.35	净利润增长率	45.12%	33.66%	30.79%	31.02%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	39.68%	37.86%	29.84%	29.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	90.31	106.40	98.77	89.70	毛利率	40.53%	40.29%	40.82%	41.55%
无形资产和开发支出	10.35	10.11	9.87	9.63	三费率	13.69%	17.87%	17.64%	17.71%
其他非流动资产	9.65	9.15	8.65	8.65	净利率	19.25%	18.87%	19.61%	20.18%
资产总计	365.08	688.08	785.96	914.39	ROE	18.33%	11.92%	13.74%	15.59%
短期借款	7.01	0.00	0.00	0.00	ROA	15.12%	10.72%	12.28%	13.83%
应付和预收款项	43.01	55.26	69.41	88.13	ROIC	21.20%	21.97%	23.31%	26.22%
长期借款	3.05	3.05	3.05	3.05	EBITDA/销售收入	23.02%	23.26%	24.00%	24.49%
其他负债	10.82	10.58	11.15	11.89	营运能力				
负债合计	63.88	68.89	83.61	103.06	总资产周转率	0.88	0.74	0.67	0.74
股本	69.13	92.18	92.18	92.18	固定资产周转率	5.50	7.21	6.72	7.42
资本公积	84.26	315.42	315.42	315.42	应收账款周转率	2.12	2.21	2.09	2.12
留存收益	132.22	189.03	263.04	360.05	存货周转率	5.95	5.69	5.09	5.31
归属母公司股东权益	285.61	596.62	670.64	767.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	66.96%	—	—	—
少数股东权益	15.58	22.57	31.71	43.68	资本结构				
股东权益合计	301.20	619.19	702.34	811.32	资产负债率	17.50%	10.01%	10.64%	11.27%
负债和股东权益合计	365.08	688.08	785.96	914.39	带息债务/总负债	15.74%	4.42%	3.65%	2.96%
					流动比率	4.85	9.77	9.25	8.79
					速动比率	4.32	8.85	8.44	7.96
					股利支付率	0.00%	14.96%	15.29%	15.26%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	66.01	90.99	118.15	153.43	每股收益	0.54	0.72	0.95	1.24
PE	98.34	73.57	56.25	42.93	每股净资产	3.10	6.47	7.28	8.33
PB	17.21	8.24	7.33	6.40	每股经营现金	0.35	0.10	0.56	0.63
PS	17.14	12.57	9.99	7.84	每股股利	0.00	0.11	0.14	0.19
EV/EBITDA	55.21	51.01	38.96	29.74					
股息率	0.00%	0.20%	0.27%	0.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn