

# 安集科技 (688019.SH)

## CMP 抛光液行业内资龙头，国产替代加速进行

**安集科技：国产抛光液行业领先者。**安集科技成立于 2006 年，15 年深耕 CMP 抛光液行业，当前已然做到了中国内地行业第一的位置，且根据我们的测算当前安集科技占中国内地（含外资）市场需求约为 20%，同时公司在 2021 年 10 月底公告可转债募集资金 5 亿元用于建设上海安集集成电路材料基地项目，助力公司拓展更多产品品类，以及核心上游原材料的产能建设，帮助公司逐步向电子材料平台厂商的趋势发展。

**CMP 抛光液有望受益于晶圆产能的扩建、晶圆尺寸的提升、以及制程的推动进入市场规模的高速发展阶段。**在文中我们对 CMP 抛光液的市场规模进行了测算，根据我们的测算，结合晶圆产能、尺寸、制程的推动，我们预计中国内地晶圆厂对于 CMP 抛光液的整体需求有望从当前的 17.72 亿元市场规模达到未来的 60 亿元人民币。安集科技作为当前中国内资 CMP 抛光液供应商中市占率最高的供应商，有望在未来实现较高的市占率，增厚公司未来的发展潜力。

**以研发驱动为导向，高铸行业护城河，加速国产替代并向海外拓展，打开面对的市场空间。**公司近年以来持续以研发为核心驱动公司整体技术的进步，近年研发费用率始终维持高位，保持在 20% 上下；此外公司当前所有在研项目预计总投入 4.85 亿元，且研发费用产品种类众多，为公司向平台型企业发展打下良好基础。看到公司营收按地区分布情况，公司虽然是中国内资半导体材料厂商，但是公司的销售市场不仅局限于中国大陆及内资晶圆厂，公司同样将自己产品销往非中国大陆地区，实现了超越国产替代，努力跻身全球市场的格局。因此我们认为随着公司产品逐步完善，公司未来有望在中国市场获得客观市占率的同时，对海外市场同样有所建树。

**盈利预测及投资建议：**安集科技作为当前国内唯一实现 CMP 抛光液量产的厂商，正式的开启了国产替代的进程，并且当前根据我们的测算已经实现了中国市场约为 20% 的市占率。而随着中国晶圆厂的加速扩产，以及中国对于半导体供应链材料的国产替代的需求，我们认为公司 CMP 抛光液业务将会随着晶圆厂扩产的进度，进入更高的收入增长区间。因此我们预计在 2021 年至 2023 年，公司将实现 6.42/9.3/12 亿元的收入，对应公司归母净利润或将达到 1.56/2.16/2.80 亿元，对应当前估值为 96.8/70.1/54.0x PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，技术研发不及预期，市场规模及毛利率测算可能存在误差。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	285	422	642	930	1,200
增长率 yoy (%)	15.2	48.0	52.0	44.9	29.0
归母净利润(百万元)	66	154	156	216	280
增长率 yoy (%)	46.4	133.9	1.6	38.1	29.9
EPS 最新摊薄(元/股)	1.24	2.89	2.94	4.06	5.27
净资产收益率(%)	7.4	14.7	13.2	15.5	16.8
P/E(倍)	230.0	98.3	96.8	70.1	54.0
P/B(倍)	17.1	14.4	12.7	10.9	9.1

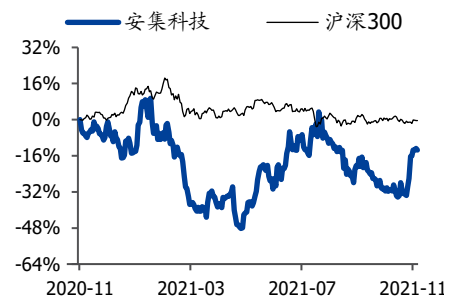
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 16 日收盘价

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	半导体
11月16日收盘价(元)	284.52
总市值(百万元)	15,142.32
总股本(百万股)	53.22
其中自由流通股(%)	57.61
30日日均成交量(百万股)	0.79

#### 股价走势



#### 作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	874	1022	1133	1411	1635
现金	455	336	333	515	638
应收票据及应收账款	54	68	117	150	195
其他应收款	1	1	1	1	2
预付账款	3	7	8	14	14
存货	77	104	167	224	280
其他流动资产	284	506	506	506	506
<b>非流动资产</b>	118	266	309	367	418
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	50	106	154	211	256
无形资产	7	11	13	14	15
其他非流动资产	61	149	142	141	146
<b>资产总计</b>	991	1287	1442	1778	2053
<b>流动负债</b>	79	209	223	352	358
短期借款	0	22	22	22	22
应付票据及应付账款	21	61	61	115	112
其他流动负债	58	126	139	215	224
<b>非流动负债</b>	24	30	30	30	30
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	24	30	30	30	30
<b>负债合计</b>	104	239	253	382	388
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	53	53	53	53	53
资本公积	709	736	736	736	736
留存收益	125	259	399	588	823
归属母公司股东权益	888	1048	1189	1396	1665
<b>负债和股东权益</b>	991	1287	1442	1778	2053

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	85	113	54	249	179
净利润	66	154	156	216	280
折旧摊销	10	13	22	31	36
财务费用	-8	4	0	0	-3
投资损失	-1	-7	-2	-2	-3
营运资金变动	20	19	-100	33	-95
其他经营现金流	-2	-69	-23	-29	-36
<b>投资活动现金流</b>	-245	-231	-40	-58	-48
资本支出	42	104	43	58	51
长期投资	-210	-141	0	0	0
其他投资现金流	-413	-268	3	0	3
<b>筹资活动现金流</b>	475	3	-16	-9	-8
短期借款	0	22	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	13	0	0	0	0
资本公积增加	462	27	0	0	0
其他筹资现金流	0	-46	-16	-9	-8
<b>现金净增加额</b>	315	-119	-2	182	123

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	285	422	642	930	1200
营业成本	142	203	303	436	562
营业税金及附加	0	1	1	2	2
营业费用	20	21	29	42	54
管理费用	30	41	58	79	96
研发费用	58	89	128	186	240
财务费用	-8	4	0	0	-3
资产减值损失	0	-5	0	0	0
其他收益	27	17	20	20	20
公允价值变动收益	1	90	23	29	36
投资净收益	1	7	2	2	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	73	173	168	236	308
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	73	172	167	236	308
所得税	8	18	11	20	28
<b>净利润</b>	66	154	156	216	280
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	66	154	156	216	280
EBITDA	70	176	181	255	328
EPS (元/股)	1.24	2.89	2.94	4.06	5.27

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	15.2	48.0	52.0	44.9	29.0
营业利润 (%)	52.5	135.4	-3.0	40.9	30.6
归属母公司净利润 (%)	46.4	133.9	1.6	38.1	29.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	50.3	52.0	52.8	53.1	53.2
净利率 (%)	23.1	36.5	24.4	23.2	23.4
ROE (%)	7.4	14.7	13.2	15.5	16.8
ROIC (%)	5.9	13.4	12.0	14.3	15.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	10.5	18.6	17.5	21.5	18.9
净负债比率 (%)	-48.5	-27.8	-24.4	-33.8	-35.7
流动比率	11.0	4.9	5.1	4.0	4.6
速动比率	7.1	4.3	4.3	3.3	3.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	5.1	7.0	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	5.9	4.9	4.9	4.9	4.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.24	2.89	2.94	4.06	5.27
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.59	2.13	1.01	4.69	3.36
每股净资产 (最新摊薄)	16.68	19.69	22.33	26.22	31.28
<b>估值比率</b>					
P/E	230.0	98.3	96.8	70.1	54.0
P/B	17.1	14.4	12.7	10.9	9.1
EV/EBITDA	210.0	81.4	79.5	55.5	42.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 11 月 16 日收盘价

## 内容目录

一、安集科技：国产抛光液行业领先者.....	5
1.1 CMP 抛光液深耕多年，专业团队引领公司发展.....	5
1.2 营收稳健增长，向海外拓展打开市场空间.....	6
1.3 发行可转债，拓宽产品线，实现多品类突破.....	9
二、晶圆厂扩产+制程提高，带动 CMP 抛光液需求高速发展.....	11
2.1 受益半导体需求，晶圆厂持续扩产推动半导体材料市场扩大.....	13
2.2 集成电路制程逐步升级，CMP 要求水涨船高.....	15
2.3 CMP 呈现寡头及龙头垄断，格局有望在大陆复制.....	18
三、公司竞争力分析.....	20
3.1 国内 CMP 抛光液高市占率，细分行业龙头已成型.....	20
3.2 研发加大支出，多产品维度拓展，客户结构持续优化.....	20
四、盈利预测及投资建议.....	23
五、风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1: 公司股权结构及子公司 (截止至 21Q3).....	5
图表 2: 公司近年员工学历分布.....	6
图表 3: 公司近年员工所属岗位分布.....	6
图表 4: 年度营业收入情况 (亿元).....	7
图表 5: 季度营业收入情况 (亿元).....	7
图表 6: 年度归母/扣非净利润收入情况 (亿元).....	7
图表 7: 季度归母净利润收入情况 (亿元).....	7
图表 8: 年度毛利率/净利率情况.....	8
图表 9: 季度毛利率/净利率情况.....	8
图表 10: 公司分业务毛利率.....	8
图表 11: 近年三费费用率情况 (管理费用已剔除研发支出).....	8
图表 12: 公司研发费用及研发费用率 (亿元).....	8
图表 13: 公司分业务占比情况.....	9
图表 14: 公司收入按照销往地分布 (亿元).....	9
图表 15: 安集科技可转债资金使用用途.....	10
图表 16: 全球半导体材料市场销售额.....	11
图表 17: 全球各区域半导体材料需求占比.....	11
图表 18: 2021 年 SEMI 预期半导体材料市场按地域分布.....	11
图表 19: 封装及晶圆制造材料市场规模及增速 (单位: 亿美元).....	12
图表 20: 半导体原材料分布情况.....	12
图表 21: CMP 材料细分市场份额.....	12
图表 22: 中国半导体光刻胶市场规模 (亿人民币).....	13
图表 23: 中国半导体 CMP 抛光液市场规模 (亿人民币).....	13
图表 24: 全球半导体制造产能统计.....	14
图表 25: 全球 12 寸晶圆产能情况.....	14
图表 26: 全球各地区 200mm 晶圆厂数量 (座).....	14
图表 27: 全球各地区 200mm 晶圆厂产能 (千片/月).....	14

图表 28: 全球 200mm 晶圆厂综合产能增长情况.....	14
图表 29: 11Q1-21Q1 台积电逐季 R&D 支出 (百万美元) .....	15
图表 30: 台积电 2011-2021Q1 年固定及无形资产支出 (百万美元) .....	15
图表 31: 2D NAND FLASH 和 3D NAND FLASH 结构对比.....	16
图表 32: 2015 年至 2020 年 Q2 3D 及 2D NAND FLASH 市场潜在占比 .....	16
图表 33: 台积电从 20Q1 至 21Q1 各制程节点占收入比重.....	17
图表 34: 2D NAND 到 3D NAND 的技术进步带来抛光步骤增加.....	17
图表 35: 逻辑芯片晶圆抛光次数随技术节点进步而增加.....	17
图表 36: 抛光垫主要生产企业.....	18
图表 37: 抛光液主要生产企业.....	18
图表 38: 国产 CMP 厂商应对国产替代环境变化对比 .....	19
图表 39: 中国半导体 CMP 抛光液市场规模 (亿人民币) .....	20
图表 40: 抛光液主要生产企业.....	20
图表 41: 21H1 公司在研项目 (万元) .....	21
图表 42: 安集科技今年前五大客户销售占比.....	22
图表 43: 安集科技业务拆分 (亿元) .....	23
图表 44: 可比公司估值 (可比公司 EPS 预测取自万得一致预期, 收盘价为 2021 年 11 月 16 日) .....	24

## 一、安集科技：国产抛光液行业领先者

### 1.1 CMP 抛光液深耕多年，专业团队引领公司发展

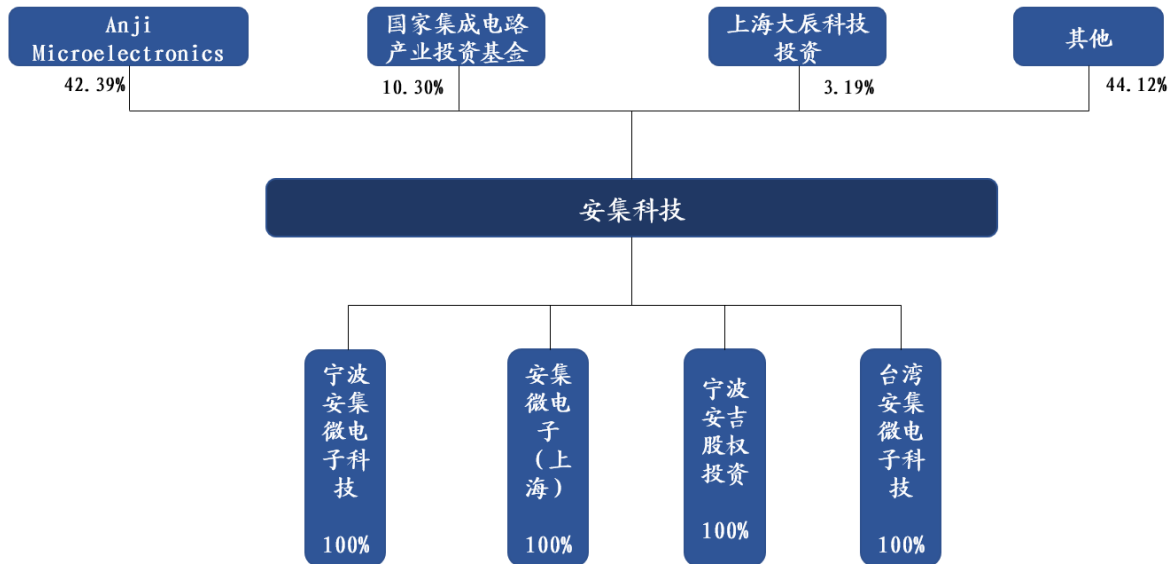
安集科技成立于 2006 年 2 月，坚持自主创新，长期致力于为集成电路行业提供汇集创新驱动、高性能及成本优势的产品和技术解决方案。当前公司成功打破了国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液的垄断，实现了进口替代，使我国具备在该领域的自助供应能力。

公司主营业务为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。

公司无实际控制人，控股股东利益分配较为平等。Anji Microelectronics 持有公司 2256.0328 万股，占公司总股本 42.39%，为公司控股股东，其为一家投资控股型公司，不实际从事生产经营业务，其主要资产为持有安集科技股份。

Anji Microelectronics 虽然为公司控股股东，但因其没有实际控制人，遂公司无实际控制人。而公司王淑敏女士担任公司董事长一职，王淑敏女士先前在美国 IBM 担任研发总部研究员，后在 Cabot Microelectronics（当前 CMP 抛光液市占率第一）任命科学家、项目经理、以及亚洲技术总监；自 2017 年开始担任安集科技董事长兼总经理职位。我们认为王董事长过往的丰富经历，以及在 Cabot Microelectronics 的经历将会引领公司向中国内资 CMP 抛光液龙头走去。

图表 1: 公司股权结构及子公司 (截止至 21Q3)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

高学历及技术人员占比持续提升，科技研发型公司厚积薄发。从公司员工分布来看，公司从 2018 年至 2020 年，博士、硕士、及本科员工比例持续提升，从 54.9% 提升至 65.6%，极大程度增加了公司的无形竞争力；

此外公司在技术人员上的占比也从2018年的36.02%提升至2020年的42.65%，也是极大程度的提高了公司潜在的技术研发能力，也为公司这类科技研发型导向的公司积累了丰富的底蕴。

图表2: 公司近年员工学历分布

	2018		2019		2020	
	人数	占比	人数	占比	人数	占比
博士	12	6.5%	14	7.0%	21	7.5%
硕士	34	18.3%	35	17.5%	56	20.1%
本科	56	30.1%	71	35.5%	106	38.0%
专科	29	15.6%	25	12.5%	33	11.8%
高中及以下	55	29.6%	55	27.5%	63	22.6%
合计	186	100%	200	100%	279	100%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 公司近年员工所属岗位分布

	2018		2019		2020	
	人数	占比	人数	占比	人数	占比
生产			88	44.00%	110	39.43%
销售	11	5.91%	13	6.50%	16	5.73%
技术	67	36.02%	74	37.00%	119	42.65%
财务			8	4.00%	9	3.23%
行政			17	8.50%	25	8.96%
综合管理	24	12.90%				
其他专业	84	45.16%				
合计	186	100.00%	200	100.00%	279	100.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2 营收稳健增长，向海外拓展打开市场空间

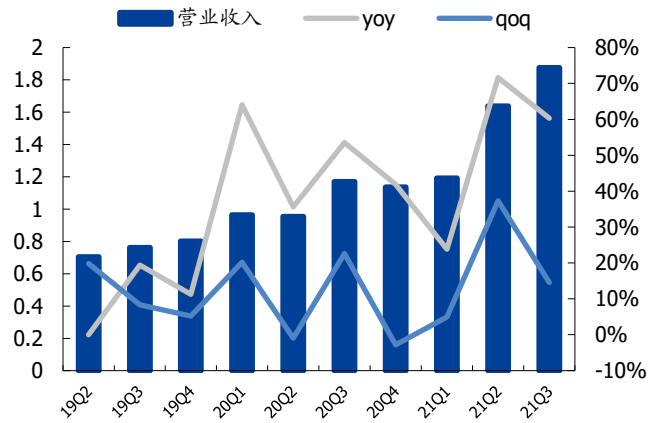
受益 **CMP** 国产替代及下游需求旺盛，公司近年营收飞速增长。公司在近年整体营收从2017年的2.32亿元，持续增长至2020年的4.22亿元，且在21Q3实现了4.71亿元营收，同比增长52.43%；从公司季度销售额来看，公司保持着逐季度的增长，季度销售额屡创新高，至21Q3实现了收入1.88亿元，同比增长60.34%，环比增长14.54%。

图表4: 年度营业收入情况(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

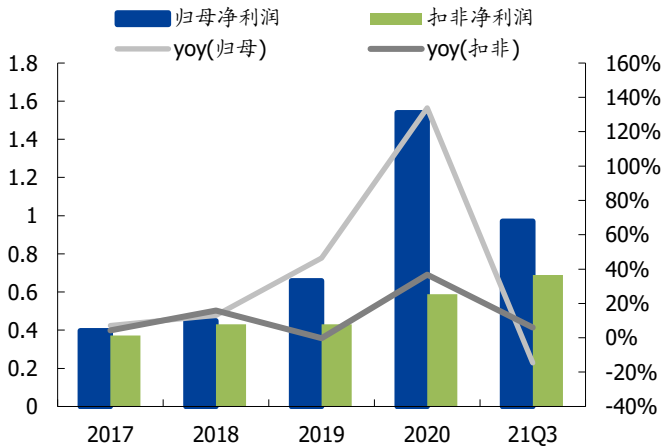
图表5: 季度营业收入情况(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

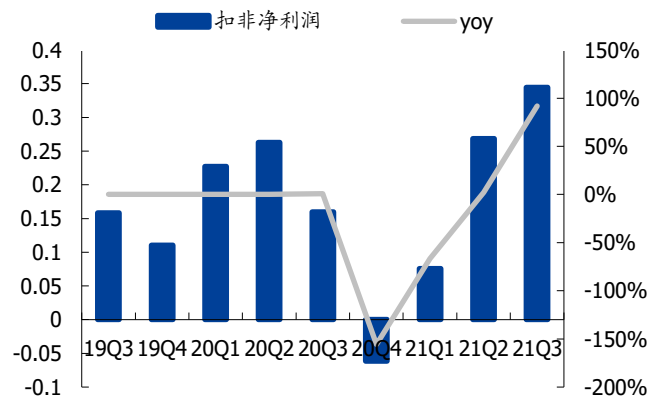
净利润方面, 具备较好参考意义的为公司扣非净利润, 从图表中可以看到公司近年以来归母净利润与营收同步增长, 至 21Q3 公司归母净利润达到 0.9704 亿元, 扣非净利润达到 0.6886 亿元, 实现同比下滑 14.58%和同比增长 5.95%, 而公司同比数据的略微下滑主要源自于公司非经常性损益的改变, 因此我们认为公司扣非净利润的追踪将会是更好的参考指标。此外, 在公司单季度盈利方面, 公司 21Q3 的扣非净利润达到 0.3443 亿元, 实现了同比增长 91.83%的增长。

图表6: 年度归母/扣非净利润收入情况(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

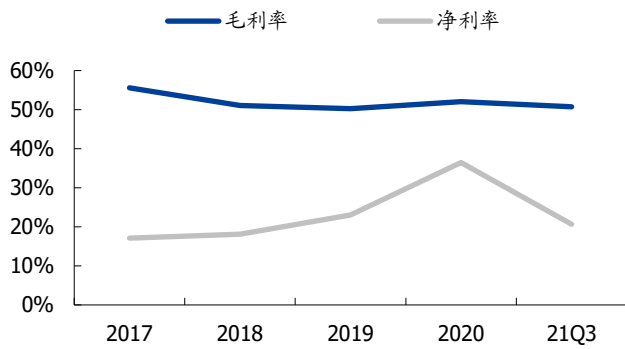
图表7: 季度归母净利润收入情况(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

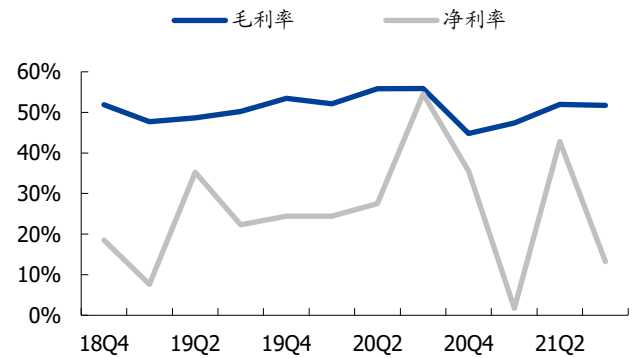
从公司近年的毛利率及净利率数值来看, 公司毛利率长期较为稳定, 维持在 50%左右; 净利率的波动主要源自于非经常性损益及各项费用的波动, 其中主要为研发费用及股权激励费用所致。而在公司两大业务: CMP 抛光液, 及光刻胶去除剂上, CMP 抛光液长期毛利率达到 50%-55%区间, 光刻胶去除剂业务毛利率也已稳定在 30%左右。

图表 8: 年度毛利率/净利率情况



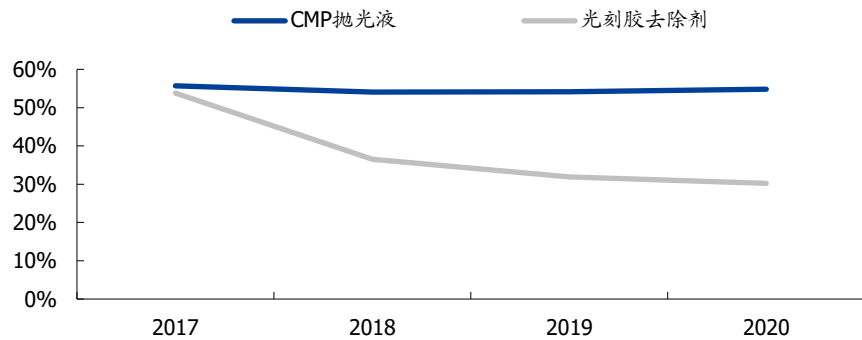
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 季度毛利率/净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

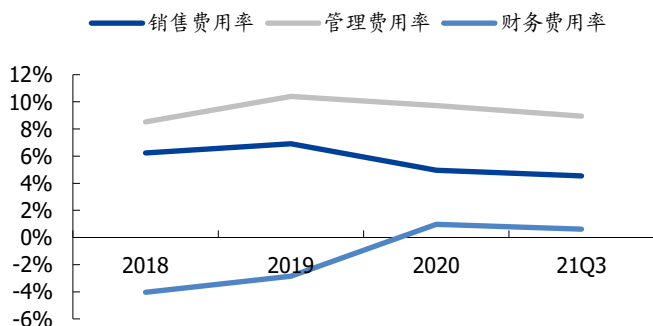
图表 10: 公司分业务毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

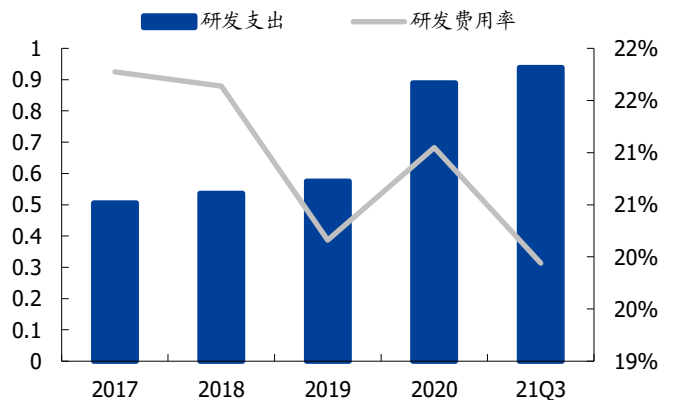
公司费用率方面,我们在剔除管理费用中的研发费用后,整体公司销售费用及管理费用率均处于逐步向下;研发方面,公司整体研发支出持续加大,符合半导体新材料的技术驱动类型公司的常态,在21Q3,公司研发费用提升会0.9383亿元,研发费用率达到约20%。

图表 11: 近年三费费用率情况(管理费用已剔除研发支出)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 公司研发费用及研发费用率(亿元)



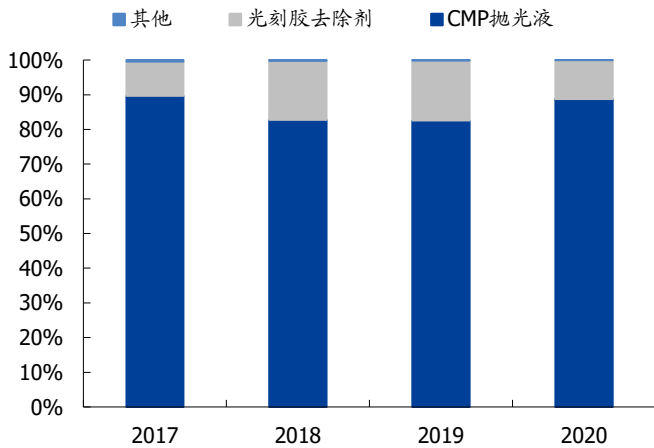
资料来源: Wind, 国盛证券研究所



此外，我们认为在公司的产品销售地区方面值得重点关注：公司作为中国内资半导体材料厂商，早在 2017 年就已经有着部分产品销往海外，虽然其占比在 2017 年为 12%，至 21H1 占比下降至约 7%，但是我们认为这是与其他半导体材料公司有着非常之大的不同之处：安集科技的产品不仅具备了中国境内国产替代的能力，同时当前已然具备着向海外拓展的核心竞争力。

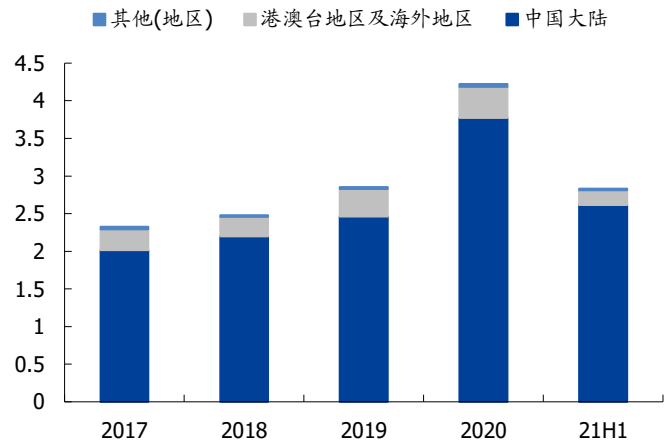
而其中公司海外非中国大陆的销售占比虽然整体处于下降的区间，但我们认为这主要源自于中国境内的需求增长快速，且占了公司主要的产能及精力致使。

图表 13: 公司分业务占比情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 公司收入按照销往地分布 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3 发行可转债，拓宽产品线，实现多品类突破

在 2021 年 10 月 29 日，安集科技公告拟发行可转债，募集资金 5 亿元，用于投资上海安吉集成电路材料基地项目（3.8 亿元），及补充现金流（1.2 亿元）。

公司此次发行可转债用于集成电路材料项目中心的建设，而项目建成后将会为公司带来：

- 1) 将新增特殊工艺用刻蚀液、新型配方工艺化学品等产品产能，公司将在功能性湿电子化学品板块现有产品系列基础上进一步拓宽产品品类。
- 2) 将新增化学机械抛光液用高端纳米磨料、特殊电子级添加剂等关键原材料产能，将填补国内高端纳米磨料等关键半导体材料上游原料规模化生产的空白，实现公司核心原材料的自主可控供应，有助于提升公司产品供应的可靠性和竞争力，降低生产成本，提升经济效益。

图表 15: 安集科技可转债资金使用用途

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	募集资金使用金额(万元)
1	上海安集集成电路材料基地项目	38,000.00	38,000.00
2	补充流动资金	12,000.00	12,000.00
合计		<b>50,000.00</b>	<b>50,000.00</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司过往长期致力于 CMP 抛光液的业务上, 而此次可转债将会帮助公司进一步开拓其功能性湿化学品的产品种类, 让公司逐步的向平台型电子材料厂商的路径转移; 并且帮助公司打开除了 CMP 抛光液以外的更大的市场空间。

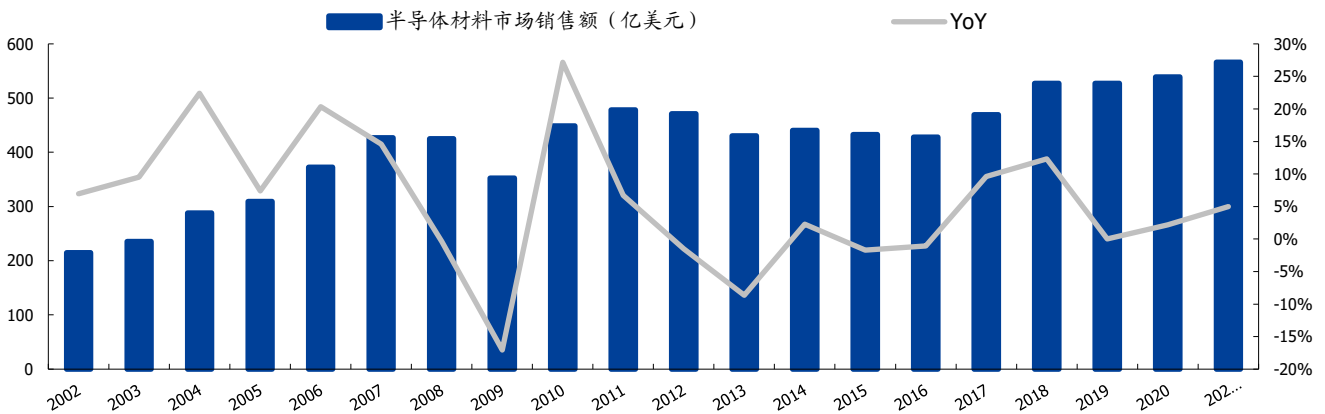
其次公司在本次的项目建设当中也设计了对于公司 CMP 抛光液上游原材料的产能建设。当前公司 CMP 抛光液毛利率在未实现原材料自产的基础上已经达到了毛利率约 55%, 而随着公司逐步将原材料自产化后, 我们有望看到公司在未来各项业务的盈利能力进一步提高, 增厚公司远期利润水平。

## 二、晶圆厂扩产+制程提高，带动 CMP 抛光液需求高速发展

**中游代工扩产叠加下游需求激增推动半导体材料市场持续增长。**从半导体材料来看，至2020年全球市场规模在539.0亿美元，较2019年同比增长2.2%。从长期维度来看半导体材料的市场一直随着全球半导体产业销售而同步波动。而由于半导体芯片存在较大的价格波动，但是作为上游原材料的价格相对较为稳定，因此半导体材料可以被誉为半导体行业中的剔除价格方面最好的参考指标之一。

此外看到当前半导体市场由于5G时代到来，进而推动下游电子设备硅含量的大增，带来的半导体需求的快速增长，直接推动了各个晶圆厂商的扩产规划。而芯片的制造更是离不开最上游的材料环节，因此我们有望看到全球以及中国半导体市场规模的飞速增长。

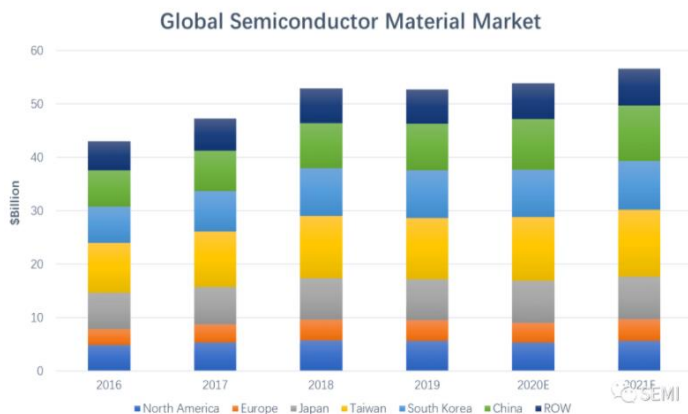
图表 16: 全球半导体材料市场销售额



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

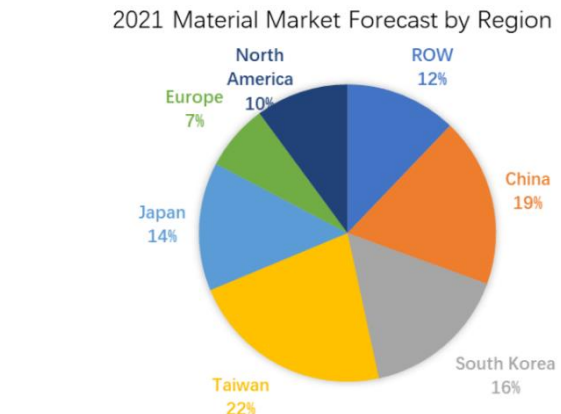
在全球半导体材料的需求格局之中，中国大陆从2011年的10%的需求占比，至2019年已经达到占据全球需求总量的16.7%，仅次于中国台湾(21.7%)及韩国(16.9%)，位列全球第三。随着整个半导体产业的持续增长，以及中国大陆不断新建的代工产能，我们有望看到中国大陆半导体材料市场规模增速将会持续超越全球，荣登第一。

图表 17: 全球各区域半导体材料需求占比



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

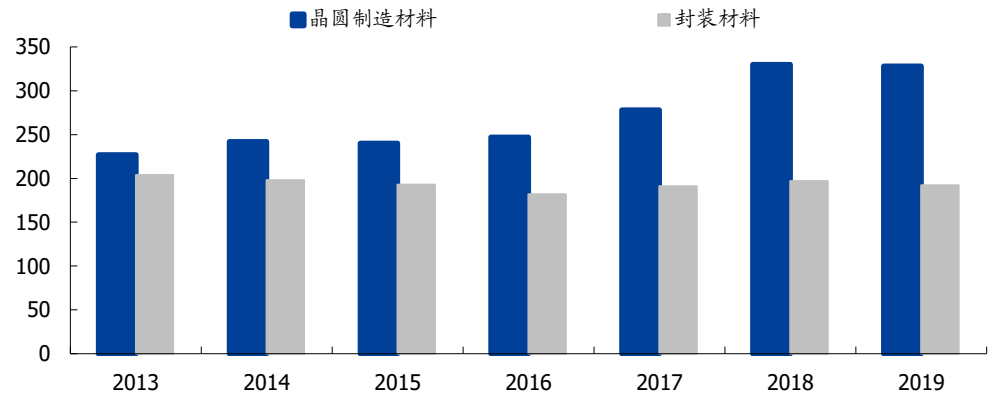
图表 18: 2021年 SEMI 预期半导体材料市场按地域分布



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

在 2019 年期间，整个半导体材料 521 亿美元的市场规模之中，半导体晶圆制造材料占据了约 63%，达到了 328 亿元。晶圆制造材料的持续增长也是源自于当前制造工艺不断升级带来的对于材料的更大的消耗所致。

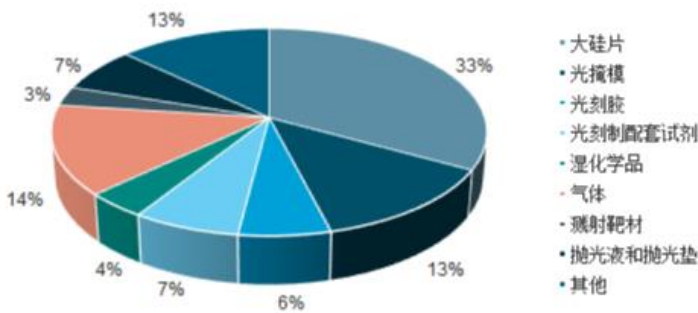
图表 19: 封装及晶圆制造材料市场规模及增速 (单位: 亿美元)



资料来源: 美国半导体产业协会, 国盛证券研究所

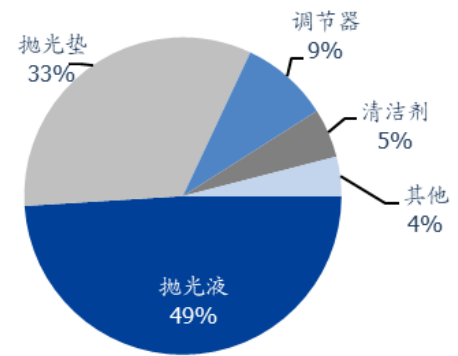
半导体晶圆制造过程繁琐且复杂，对于的材料大类的设计也超过了 9 种。其中 CMP 环节占了整体原材料占比的 7%，而在其中 CMP 抛光液占据了 49%的比重。

图表 20: 半导体原材料分布情况



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

图表 21: CMP 材料细分市场份额

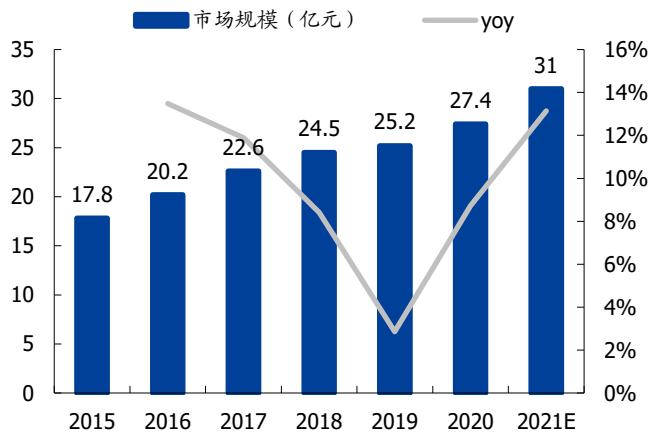


资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

由于当前尚未有 CMP 抛光液、抛光垫的专业第三方数据统计，我们通过对于中国大陆 IC 光刻胶及 IC 用 CMP 抛光材料的比例进行对于 CMP 抛光液环节的测算。

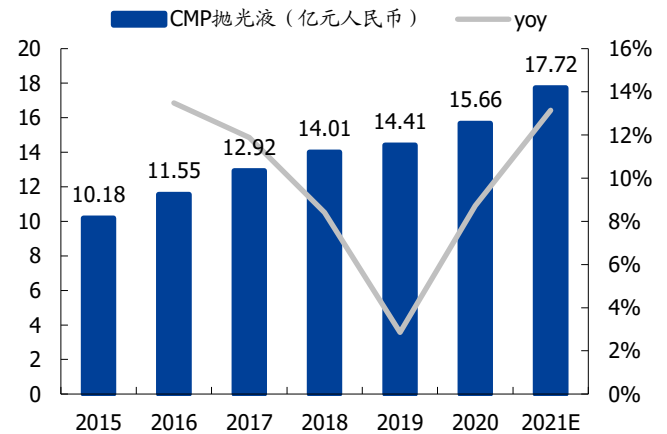
根据《中国半导体支撑业发展状况报告》统计，中国大陆 2021 年对于 IC 光刻胶的整体需求（含外资）的需求在 31 亿元人民币，再考虑到光刻胶在晶圆制造环节的占比约为 6%，CMP 抛光材料占比约为 7%（CMP 抛光液占其 49%），可以得到 2021 年中国 CMP 抛光垫市场规模约在 17.72 亿人民币。

图表 22: 中国半导体光刻胶市场规模 (亿人民币)



资料来源:《中国半导体支撑业发展状况报告》, 国盛证券研究所

图表 23: 中国半导体 CMP 抛光液市场规模 (亿人民币)



资料来源: 国盛电子根据《中国半导体支撑业发展状况报告》测算, 国盛证券研究所

但是中国大陆作为全球范围内晶圆扩产规划最大之一的国家, 我们认为随着中国晶圆产能逐步的投建, 将会为中国大陆对于 **CMP** 耗材的需求有着巨大的提升。

在下文章节我们将展开阐述了 **中国/全球晶圆厂的扩产, 以及制程及晶圆尺寸带来的价值量变化, 因此我们判断随着中国及全球的晶圆产能持续扩张, 以及集成电路制程的不断提升, 中国 **CMP** 抛光液市场有望向着 60 亿人民币规模发展。**

#### 计算方式:

根据下文 SEMI 数据, 2019 年中国 8 寸及 12 寸晶圆产能 (含内外资) 约为 80 万片/月和 65 万片/月; 根据上文智研产业研究院统计 2019 年中国半导体 CMP 抛光液市场规模为 14.41 亿元人民币;

因此我们可以计算得出 2019 年每片 8 寸晶圆平均用光刻胶价值量约为 53.08 万元人民币;

根据下文集微网统计至未来中国 12 寸晶圆规划月产能为 145 万片, 8 寸晶圆规划月产能为 135 万片; 并且我们根据下文 2.2.2 所述, 高制程芯片大尺寸晶圆所用单片光刻胶用量上升, 我们假设 8 寸和 12 寸的价值量 (同面积之下) 比为 1:1.5~1:2.0 (取中值 1:1.75),

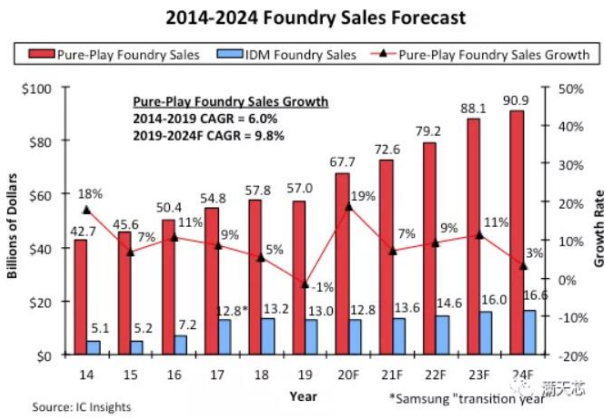
因此我们预计在国内内资晶圆厂对于 CMP 抛光液的市场需求规模约为 45 亿元人民币, 而再考虑外资在中国的晶圆厂的光刻胶需求, 中国整体需求有望达到 60 亿元人民币

## 2.1 受益半导体需求, 晶圆厂持续扩产推动半导体材料市场扩大

根据 IC Insight 的统计及预估, 在不包含三星、英特尔等 IDM 类型晶圆代工市场而言, 2020 年纯晶圆代工市场或实现了约 19% 的增长, 达到了 677 亿美元的市场规模, 是过去多年以来最高的增速幅度。而随着 5G 带来的硅含量渗透的景气及需求的爆发, 未来市场预计将持续增长, 至 2024 年 IDM+Pure-Play Foundry 将会有合计约 1075 亿美元的市场规模。

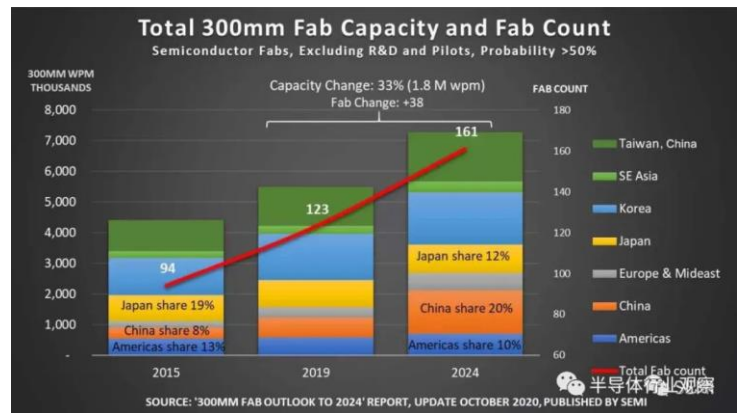
此外不仅市场规模在不断的提升，看到全球12寸硅片的产能的增长情况，根据SEMI在2020年10月的《300mm Fab Outlook to 2024》报告所述，在2019年全球12寸晶圆的产能超过540万片/月，至2024年之时，全球12寸晶圆产能将会超过720万片/月。

图表 24: 全球半导体制造产能统计



资料来源: IC insights, 满天芯, 国盛证券研究所

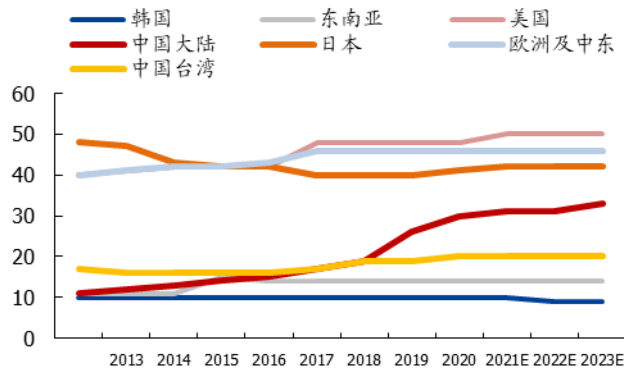
图表 25: 全球12寸晶圆产能情况



资料来源: SEMI, 半导体行业观察, 国盛证券研究所

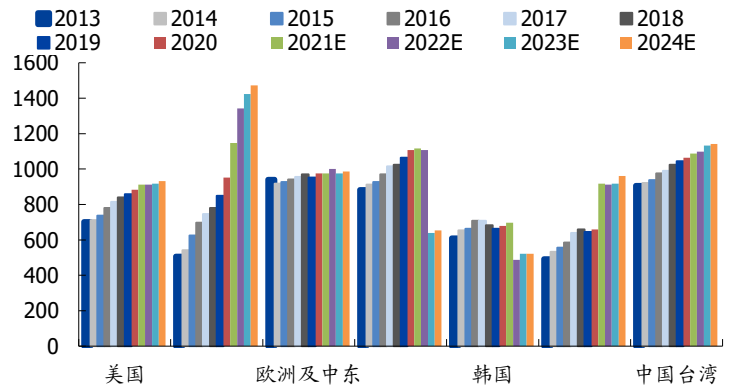
全球半导体制造商在2020年至2024年将持续提高8寸晶圆厂产能，预计增加95万片/月，复合增速将达到17%，至2024年将会达到660万片/月的最高历史记录。而这其中，中国占据大多数产能，在2021年已经达到了18%，在未来的产能不断扩张的情况下，有望占比持续提高。

图表 26: 全球各地区200mm晶圆厂数量(座)



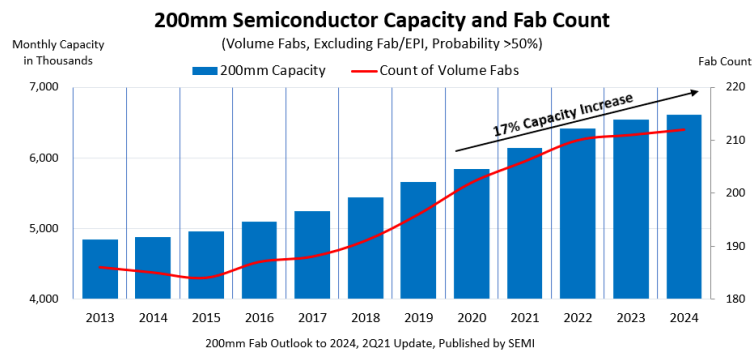
资料来源: SEMI 《200mm Fab Outlook to 2024》, 国盛证券研究所

图表 27: 全球各地区200mm晶圆厂产能(千片/月)



资料来源: SEMI 《200mm Fab Outlook to 2024》, 国盛证券研究所

图表 28: 全球200mm晶圆厂综合产能增长情况

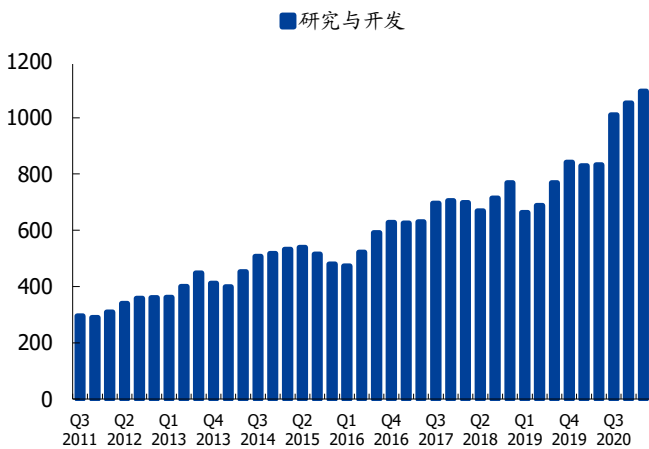


资料来源: SEMI - 《200mm Fab Outlook to 2024, 2Q21 Update》, 国盛证券研究所

此外，随着全球代工行业景气度持续超预期，且持续求有望较强，2021年各大晶圆厂的Capex支出规划更是纷纷明显提升。全球代工市占率超50%的台积电资本开支虽多，但绝大多数钱去投7nm以下的先进制程。客观上导致（1）5G/HPC需求下，先进制程还是不够用；（2）传统需求增长下，成熟产能也开始捉襟见肘。虽然晶圆厂提升资本开支，但是行业紧张局面仍需1-2年后才有望缓解。

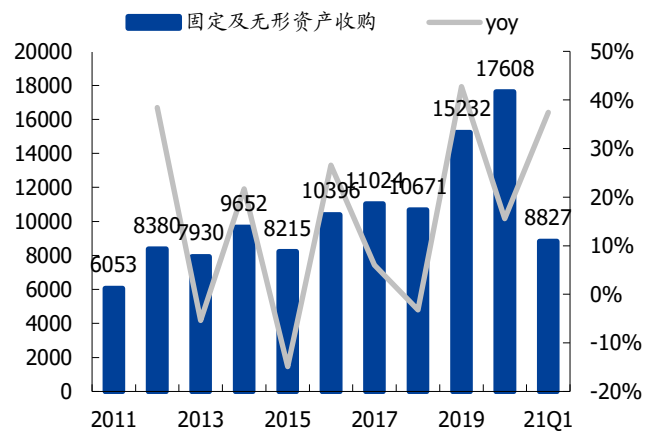
产能紧张传导至晶圆代工扩产，2021年资本开支密集上升。从资本支出角度而言，台积电从2020年170亿美金增长到2021年的300亿美金；联电从2020年10亿美金增长到15亿美金（用于的12寸晶圆的资本支出占85%）；华虹从2020年11亿美金增长到2021年13.5亿美金（大部分用于华虹无锡12寸）；中芯国际2021年资本维持高位，达到43亿美金（大部分用于扩成熟制程，尤其是8寸数量扩4.5万片/月）。

图表 29: 11Q1-21Q1 台积电逐季 R&D 支出 (百万美元)



资料来源: 彭博, 台积电, 国盛证券研究所

图表 30: 台积电 2011-2021Q1 年固定及无形资产支出 (百万美元)



资料来源: 彭博, 台积电, 国盛证券研究所

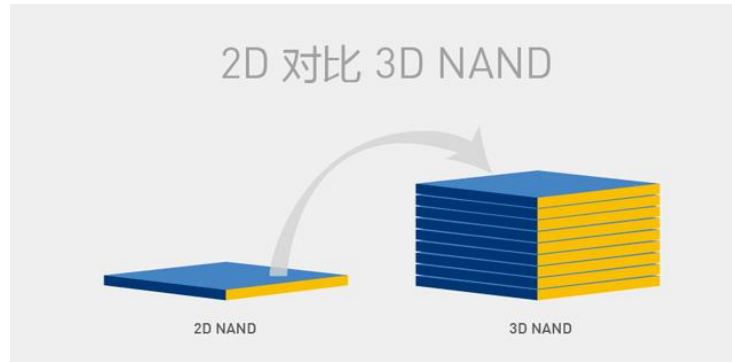
## 2.2 集成电路制程逐步升级, CMP 要求水涨船高

而随各类芯片的技术的进步, 抛光步骤也随之增长, 从而实现了抛光垫及抛光液用量市场的持续增长。同时随着芯片制程的提高带动的抛光材质技术要求的提升, 以及整体半导体芯片市场的复苏, 我们可以预期到未来 CMP 市场的量\*价的双重增高。

我们从 Logic 和 Memory 两个角度进行分析:

从 NAND FLASH 的角度看, 全球现在 3D NAND FLASH 的占比在不断上升, 而其中的核心原因是 3D NAND FLASH 可以在单位面积上实现更大的存储空间, 举例来说, 2D NAND FLASH 就如同单位平地上盖得平房, 而 3D NAND FLASH 就是在同样单位平地上盖起的高楼大厦, 虽然对于存储厂商而言技术难度跃迁十分巨大, 但是可以提供更大的存储空间, 满足了这个时代对于芯片小型化高容量的要求。

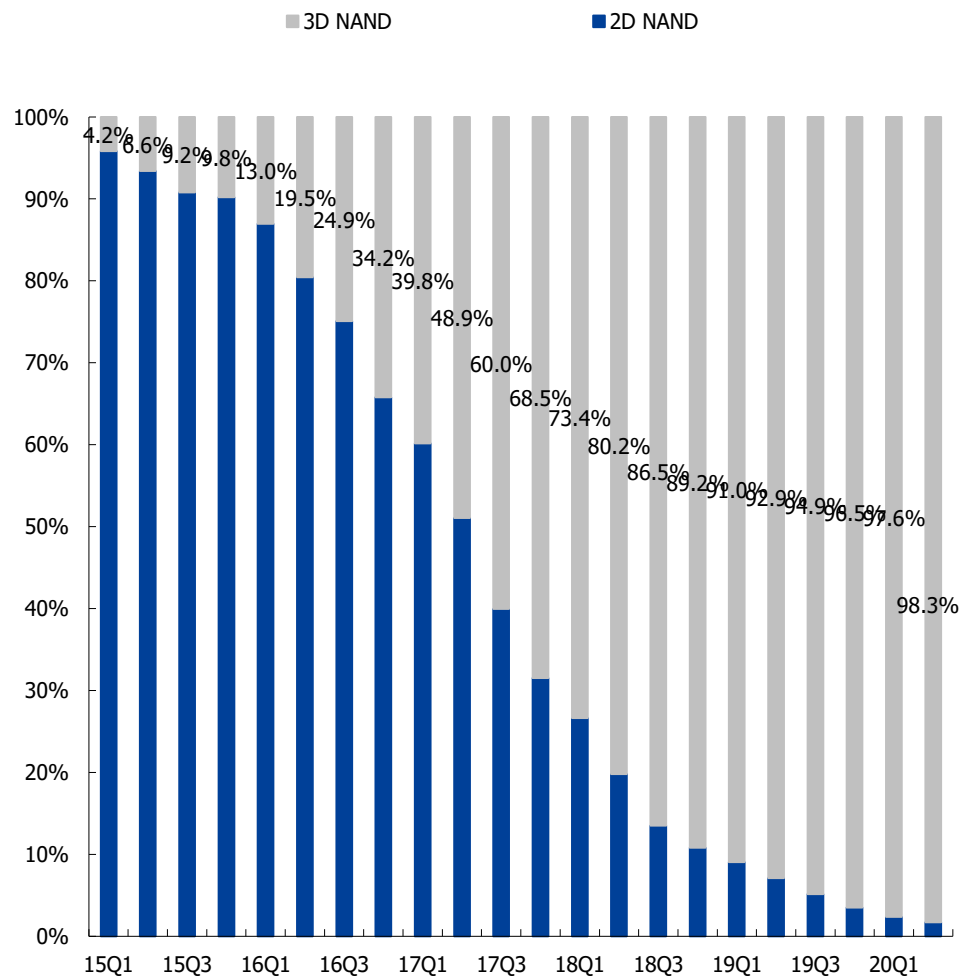
图表 31: 2D NAND FLASH 和 3D NAND FLASH 结构对比



资料来源: 知乎, 国盛证券研究所

从 HIS 统计的 3D 和 2D NAND FLASH 的占比也在不断变化, 从 16 年来看, 3D NAND FLASH 的占比约为 15%, 至 20Q2 时整体占比已经超过了 95%, 可以看到 3D NAND FLASH 已然成为当前及未来的主流发展方向, 且未来的存储厂的扩产也都会集中于此。

图表 32: 2015 年至 2020 年 Q2 3D 及 2D NAND FLASH 市场潜在占比



资料来源: IHS, 国盛证券研究所

从 Logic 芯片的角度来看, 由于制程越高, 单位成本相对性降低, 看到台积电从 20Q1



开始至 21Q1 的各制程占收入之比，可以看到在 28nm 及其以上的制程收入占比从 45% 降低至 37%，其中 5nm 制程从 0% 提升至 14%（20Q4 达到 20%）。

由此可见整体芯片制程不断的向更先进制程的方向发展，而其中将会带动各类集成电路晶圆制造材料的使用量不断地提升。

图表 33: 台积电从 20Q1 至 21Q1 各制程节点占收入比重

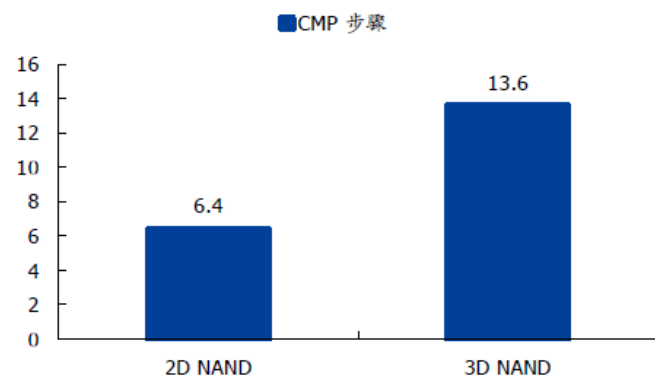
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
0.25 μm 及以上	2%	2%	2%	1%	2%
0.15/0.18 μm	8%	8%	7%	7%	6%
0.11/0.13 μm	2%	3%	2%	3%	3%
90nm	3%	3%	2%	2%	3%
65nm	6%	6%	5%	5%	5%
40/45nm	10%	9%	8%	8%	7%
28nm	14%	14%	12%	11%	11%
20nm	1%	1%	1%	1%	0%
16nm	19%	18%	18%	13%	14%
10nm	1%	0%	0%	0%	0%
7nm	35%	36%	35%	29%	35%
5nm	0%	0%	8%	20%	14%
合计	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
28nm 及以上	45%	45%	38%	37%	37%
28nm 以下	56%	55%	62%	63%	63%

资料来源：台积电公告，国盛证券研究所

从 2D 至 3D NAND 的升级之中，CMP 抛光步骤根据 Cabot Microelectronics 的测算，抛光步骤也从原来的 6.4 提升至 13.6，超过 100 的步骤增长；另一方面对于逻辑芯片制程的提高，单片晶圆的抛光次数也从 28nm 所需要的约 400 次提升至 5nm 的超过 1200 次。

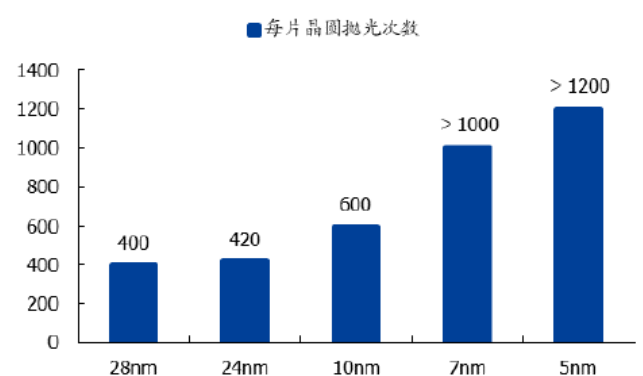
而对于 CMP 抛光垫和抛光液均属于日常耗材，故随着 CMP 步骤以及抛光次数的增长，对于 CMP 抛光垫及抛光液的需求也将逐步增加。

图表 34: 2D NAND 到 3D NAND 的技术进步带来抛光步骤增加



资料来源：Cabot Microelectronics，国盛证券研究所

图表 35: 逻辑芯片晶圆抛光次数随技术节点进步而增加



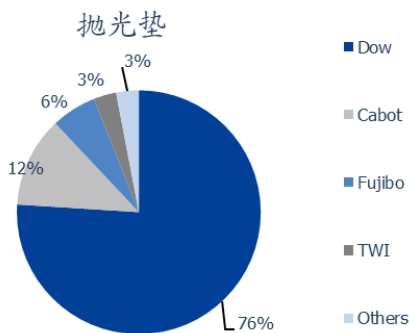
资料来源：Cabot Microelectronics，国盛证券研究所

### 2.3 CMP 呈现寡头及龙头垄断，格局有望在大陆复制

行业格局方面，抛光液当前的全球主流供应商为：美国 Cabot、日本 Fujimi、日本 HinomotoKenmazai、美国杜邦（陶氏）、等公司，占据全球约 80% 的市场份额。而当前的国内晶圆厂需求主要除了安集科技以外，主要依赖进口。

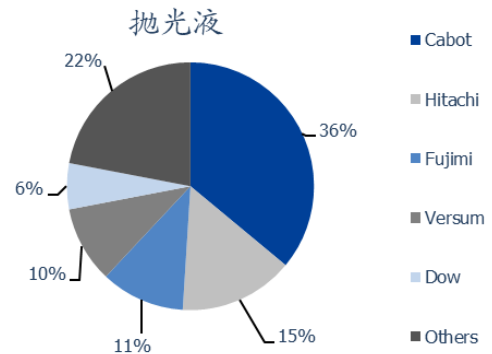
- CMP 抛光液环节，美国厂商 Cabot 以及 Dow 共占据了约 **42%** 的市场份额；
- CMP 抛光垫方面，美国厂商 Dow 以及 Cabot 共占据了约 **88%** 的市场份额。

图表 36: 抛光垫主要生产企业



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

图表 37: 抛光液主要生产企业



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

之所以 CMP 抛光垫及抛光液在全球竞争格局中分别呈现类龙头垄断及高度集中的寡头垄断的格局的核心原因，我们认为主要是：

1. CMP 在晶圆制造环节成本占比较小，Slurry 和 Pad 合计占晶圆制造成本的 5.7%，如若进行替代，潜在损失的机会成本较大，晶圆厂对于替换的动力较小；
2. 陶氏（抛光垫）、卡博特（抛光液）、及其他厂商在半导体耗材行业已经深耕数十年，全球晶圆厂与其长期合作下，对于产品及制程变更的粘性极高；
3. 龙头厂商产品布局更为齐全，可为晶圆厂提供全套耗材解决方案，后进入者产品需求无法做到龙头一样的覆盖面，致使替换难度较高。

然而随着中国晶圆厂的大规模 8 寸及 12 寸晶圆产能扩产，中国内资 CMP 抛光垫及抛光液厂商有望受益于此进入该行业实现国产替代。

如章节 2.1 中所述，中国将会在未来成为全球最大的新增晶圆产能国之一（12 寸及 8 寸晶圆产能），而当前及未来可以实现国产替代的原因如下：

图表 38: 国产 CMP 厂商应对国产替代环境变化对比

	过去	VS	现在
技术	产品均处于突破阶段, 或产品单一, 覆盖面不够全面		CMP 两大耗材均可实现国产晶圆厂大部分的需求及要求
目标客户	晶圆产能主要为海外厂商, 国内厂商产能有限		主要集中在国产晶圆厂商, 例如中芯国际、长江存储、合肥长鑫、华虹半导体、华润微等
客户情况	国外: 晶圆厂制程先进, 较难替代; 国内: 晶圆厂处于追赶海外, 努力做到良率稼动率双高, 无暇顾及国产材料	VS	国外: 制程依旧先进 国内: 良率及稼动率均已追赶上
政策影响	国产替代并不急迫		全球政治环境变动, 国产替代刻不容缓
替代产线	仅有成熟的, 生产之中的产线, 新增产线较少		新增产线源源不断, 给到了更大的耗材上线的机会

资料来源: 国盛电子归纳整理, 国盛证券研究所

根据我们对于国产替代环境的过去与现在的对比, 可以看到中国内资厂商将迎来一个国产替代的机会窗口。除此之外, 在未来随着产品在新晶圆产线上的稳定使用, 有望将加速在老产线上的替代, 实现对于国产晶圆产线的全面替代。

而在这个过程中, 我们关注到当前 **CMP** 抛光液, 中国厂商当前仅有安集科技实现了较好的产品布局, 并且在客户端均实现放量。基于此情况, 我们认为随着国产替代的需求不断提高, **CMP** 抛光液的参与人选也较少, 安集科技有望实现对于较高的有效营收 (市场空间虽不大, 但是未来增量巨大)

### 三、公司竞争力分析

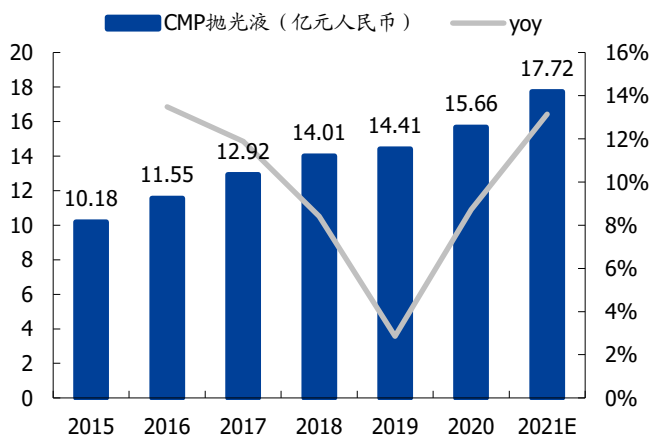
#### 3.1 国内 CMP 抛光液高市占率，细分行业龙头已成型

公司在 2020 年实现了总营收 4.22 亿元，CMP 抛光液营收 3.75 亿元；而根据公司 2020 年年报披露，公司在中国大陆销售额占比约为 89%，因此我们假设公司 2020 年销往中国大陆的抛光液金额约为 3.34 亿元。

而根据在第二章我们对于 CMP 抛光液中国市场的测算，2020 年市场约为 15.66 亿元，这也就对应了在 2020 年，安集科技在中国境内的市占率达到了 21.32%。

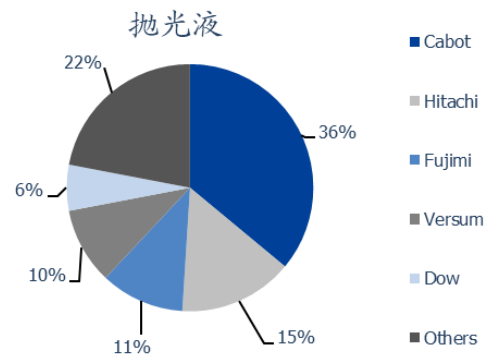
而参考海外市场，在全球格局内 Cabot 占据了全球 36% 的市占率，我们认为安集科技在中国境内的未来市占率将会随着自身技术的逐步突破，以及中国晶圆厂扩建，配合国产替代的逻辑，市占率将会超过 Cabot 在全球的份额，在国内有望超过 40% 的市占率，快速成为中国 CMP 抛光液的细分行业龙头。

图表 39: 中国半导体 CMP 抛光液市场规模 (亿人民币)



资料来源: 国盛电子根据《中国半导体支撑业发展状况报告》测算, 国盛证券研究所

图表 40: 抛光液主要生产企业



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

#### 3.2 研发加大支出，多产品维度拓展，客户结构持续优化

从公司 2021 年中报来看，公司在研项目整体预计投入规模在 4.85 亿元，其中囊括了铜 & 钨抛光液、阻挡层抛光液、鬼抛光液、介电材料抛光液、刻蚀后清洗液、光刻胶剥离液、刻蚀液等产品，并且产品的制程覆盖从 10nm 以下，至 14-28nm 均有所设计。

而在其中可以关注到公司在铜、钨、阻挡层、硅抛光液这四大类的累计投资金额已经达到了整体规划投资金额的 80%，这也从另一方面反应了公司当前在 CMP 抛光液方面的进展飞速，收入持续增长的核心原因。

而随着公司逐步完善技术的储备,我们有望看到安集科技在中国市场市占率的持续增长;此外公司其他类型的产品的投入也在持续进行当中。我们预计CMP抛光液技术的逐步完善,以及市占率的持续提高,公司将会大力开拓其他类型的抛光液及湿化学品产品,助力自身实现电子材料平台厂商的形态。

图表 41: 21H1 公司在研项目(万元)

序号	项目名称	子目录名称	预计总投资规模	本期投入金额	累计投入金额	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
1	铜抛光液系列产品	28-14nm 用铜化学机械抛光液	15,000.00	1,239.41	12,163.54	相关产品已在 28nm 产线和 14nm 产线实现量产,并持续在更多产品上验证,扩大应用范围	优化用于 28nm 的铜化学机械抛光液以满足 14nm 技术节点的要求在 28-14nm 扩大应用范围	达到国际先进水平	产品满足先进制程的技术要求,具有成长空间
		10nm 以下用铜化学机械抛光液				10nm-7nm 技术节点的产品平台研发完成,并在相关客户端测试优化	研发用于 10nm 以下技术节点的铜抛光液	达到国际先进水平	产品满足先进制程的技术要求,具有成长空间
2	阻挡层抛光液系列产品	28-14nm 用阻挡层化学机械抛光液	7,000.00	434.84	6,105.02	相关产品已在 28nm 产线和 14nm 产线实现量产,并持续优化并验证,扩大应用范围。	优化用于 28nm 的铜阻挡层抛光液以满足 14nm 技术节点的要求	达到国际先进水平	产品满足先进制程的技术要求,具有成长空间
		高去除速率阻挡层化学机械抛光液				性能满足要求,正在多家客户端验证	研发满足 40-28nm 顶层铜阻挡层抛光所需的高去除速率低成本的抛光液	达到国际先进水平	替代现有供应商,扩大市场
		10nm 以下用阻挡层抛光液				10nm-7nm 技术节点的产品平台研发完成,并在相关客户端测试优化	研发用于 10nm 以下技术节点的阻挡层抛光液	达到国际先进水平	产品满足先进制程的技术要求,具有成长空间
3	钨化学机械抛光液	高选择比的钨抛光液	8,000.00	1,686.53	5,866.74	持续优化提升产品性能,稳固在存储器芯片厂的市场地位,相关产品在 3D NAND 和 DRAM 全面量产,在 Logic 上测试验证	研发高倍稀释的、高生产率、高钨/氧化物选择比、高钨/磷硅玻璃(PSG)选择比的钨抛光液	达到国际先进水平	随着市场的发展而扩大市场份额
		中低选择比的钨抛光液				持续优化提升产品性能,稳固在存储器芯片厂的市场地位,相关产品在 3D NAND 和 DRAM 全面量产,在 Logic 上测试验证	研发可调的中低钨/氧化物选择比、SiN 速度可调的钨抛光液	达到国际先进水平	随着市场的发展而扩大市场份额
4	硅抛光液系列产品	硅抛光液系列产品	1,500.00	75.78	1,096.64	硅抛光液产品性能基本达到要求,在客户端持续测试验证中	研发高稀释比、高性能、低成本的硅粗抛液。	达到国际先进水平	用于硅片抛光,随硅片产业的发展而发展
5	介电材料抛光液系列产品	高去除速率二氧化硅抛光液	4,000.00	1,145.87	2,480.1	以二氧化硅为基础的产品在 3D NAND 先进制程中实现量产	研发用于存储芯片的以二氧化硅为基础的高去除速率二氧化硅抛光液	达到国际先进水平	满足存储芯片快速发展的市场需求
		高选择比二氧化硅抛光液				以二氧化硅为基础的产品在 3D NAND 先进制程中实现量产,部分产品在逻辑制程中完成验证,逐步上量	研发用于存储芯片的以二氧化硅为基础的高选择比二氧化硅抛光液。同时开发适用于逻辑和存储芯片应用的 STI 抛光液。	达到国际先进水平	满足存储和逻辑芯片对高选择比二氧化硅(包括 STI)抛光液快速发展的市场需求
6	刻蚀后清洗液	铝制程刻蚀后清洗液	10,000.00	1,447.29	1,447.29	实现 8 英寸、12 英寸产品批量销售,成功应用于特色工艺等制程中,并持续扩大应用	开发适合单片工艺的铝制程后段刻蚀后清洗液,提供安全环保、供应保障及成本竞争力等综合优势	达到国际先进水平	满足 8 英寸、12 英寸特色工艺等技术需求,市场前景广阔
		铜大马士革工艺刻蚀后清洗液				实现 90~28nm 产品销售并批量量产,成功应用于逻辑电路、3D NAND、DRAM 先进制程中。14~7nm 硬掩模铜大马士革工艺刻蚀后清洗液的研发及验证正在按计划进行	开发适用于单片工艺的铜大马士革工艺刻蚀后清洗液,用于 90-7nm 技术节点后段工艺刻蚀残留物去除	达到国际先进水平	满足 12 英寸先进工艺发展需求,市场前景广阔
7	光刻胶剥离液	光刻胶剥离液	1,000.00	35.43	35.43	实现 8 英寸、12 英寸产品批量销售,成功应用于晶圆级封装等超越摩尔领域中,并持续扩大应用	开发适用于厚膜光刻胶去除的光刻胶剥离液,用于超越摩尔等产品领域	达到国内领先水平	满足晶圆级封装等超越摩尔领域需求,市场前景广阔
8	刻蚀液	刻蚀液	2,000.00	96.56	96.56	成功建立刻蚀液技术平台,刻蚀液研发正在按计划进行中	开发适用于 12 英寸先进制程独特配方型刻蚀液,支持先进工艺发展	达到国际先进水平	满足先进制程节点需求,市场前景广阔
合计	/		48,500.00	6,161.71	29,291.32	/	/	/	/

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

基于研发能力的逐步积累，以及产品技术的逐步突破，公司近四年前五大客户合计占比保持稳定，2018年至今持续稳定在84%~85%。但是看到第一第二大客户的占比，公司过往第一大客户中芯国际（下属子公司）占比从2017年的66.23%持续下降至2018年59.70%；以及长江存储方面突飞猛进，销售额占比从不在前五大，提升至2018年的7.63%，位居第三。

至2020年公司第一及第二大客户收入占比分别为41.69%和29.47%，我们认为公司的第一大客户或和2018年及2017年一样，仍为中芯国际（下属子公司）（因为其销售金额与过往数年相差并非很大）；在第二大客户方面的收入逐步提升，也证明了公司产品的丰富，以及对于下游客户晶圆厂的渗透率的提升，因此我们预计未来安集科技也将在其他内资晶圆厂展开快速渗透的过程。

图表 42: 安集科技今年前五大客户销售占比

年份	前五大客户	销售金额 (亿元)	收入占比	前五大合计占比
2020 年	第一名	1.76	<b>41.69%</b>	<b>84.99%</b>
	第二名	1.24	<b>29.47%</b>	
	第三名	0.31	7.42%	
	第四名	0.16	3.75%	
	第五名	0.11	2.66%	
2019 年	第一名	1.47	<b>51.40%</b>	<b>84.74%</b>
	第二名	0.39	<b>13.76%</b>	
	第三名	0.28	9.95%	
	第四名	0.14	4.97%	
	第五名	0.13	4.66%	
2018 年	中芯国际下属子公司	1.48	<b>59.70%</b>	<b>84.03%</b>
	台湾积体电路制造股份有限公司	0.20	<b>8.15%</b>	
	长江存储科技有限责任公司	0.19	7.63%	
	华润微电子控股有限公司下属子公司	0.11	4.39%	
	上海华虹宏力半导体制造有限公司	0.10	4.16%	
2017 年	中芯国际下属子公司	1.54	<b>66.23%</b>	<b>90.02%</b>
	台湾积体电路制造股份有限公司	0.23	<b>9.73%</b>	
	上海华虹宏力半导体制造有限公司	0.12	5.01%	
	武汉新芯集成电路制造有限公司	0.11	4.53%	
	华润微电子控股有限公司下属子公司	0.11	4.52%	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

#### 四、盈利预测及投资建议

安集科技作为当前国内唯一实现 CMP 抛光液量产的厂商，正式的开启了国产替代的进程，并且当前根据我们的测算已经实现了中国市场约为 20% 的市占率。而随着中国晶圆厂的加速扩产，以及中国对于半导体供应链材料的国产替代的需求，我们认为公司 CMP 抛光液业务将会随着晶圆厂扩产的进度，进入更高的收入增长区间，因此我们预计在 2021 年至 2023 年，公司 CMP 抛光液将会实现 5.80/8.50/11.00 亿元的收入；毛利率方面公司过往至今持续稳定，因此我们沿用过往的毛利率情况，给予 2021 年至 2023 年毛利率 55%，但实际考虑公司核心原材料自产化后，公司 CMP 抛光液业务有望实现毛利率的进一步提升。

再向更长的时间维度去展望，我们相信安集科技作为中国内资材料厂商，有望进一步实现海外市场的拓展，也将会给公司带来更大的市场规模，同时带来未来收入及利润的更大空间。

综合来看，我们认为安集科技在 2021 年至 2023 年将会实现 6.42/9.3/12 亿元的收入，对应公司归母净利润或将达到 1.56/2.16/2.80 亿元。

图表 43: 安集科技业务拆分 (亿元)

		2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
CMP 抛光液	收入	2.08	2.05	2.36	3.75	5.80	8.50	11
	yoy		-1.53%	14.89%	59.06%	54.70%	46.55%	29.41%
	毛利率	55.69%	54.06%	54.16%	54.80%	55%	55%	55%
光刻胶去除剂	收入	0.23	0.42	0.49	0.47	0.62	0.80	1
	yoy		82.77%	17.23%	-4.08%	31.11%	29.03%	25.00%
	毛利率	53.80%	36.50%	31.87%	30.21%	32%	33%	33%
其他	收入	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0
	毛利率	7.75%	36.06%	15.18%	8.95%	0%	0%	0%
总收入		2.32	2.48	2.85	4.22	6.42	9.30	12.00
yoy				6.64%	15.16%	47.99%	52.00%	44.86%
综合毛利率		55.6%	51.1%	50.3%	52.0%	52.8%	53.1%	53.2%

资料来源: 国盛电子测算, 国盛证券研究所

从估值的角度上来看，我们选择了立昂微及沪硅产业同样从事半导体新材料的专业厂商进行了估值的对比，可以看到在 2021 年至 2023 年公司估值明显低于这两家可对比公司。同时我们考虑到安集科技作为 A 股市场较为稀少的纯半导体材料厂商，以及安集科技具备的更广阔的海外市场，在未来具备的高成长性，首次覆盖，我们给予“买入”评级。

图表 44: 可比公司估值 (可比公司 EPS 预测取自万得一致预期, 收盘价为 2021 年 11 月 16 日)

名称	代码	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (x)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
立昂微	605358.SZ	603.68	1.21	1.83	2.42	109.01	72.14	54.56
沪硅产业	688126.SH	713.07	0.03	0.05	00.8	666.42	463.04	341.18
安集科技	688019.SH	152.56	2.94	4.06	5.27	96.8	70.1	54.0

资料来源: Wind, 国盛电子测算, 国盛证券研究所

## 五、风险提示

- 1. 下游需求不及预期:** 当前公司多款产品处于扩产阶段, 如若下游需求不及预期, 将会影响公司收入及利润情况;
- 2. 技术研发不及预期:** 公司当前多个产品在做技术的进一步突破, 如若公司技术研发及突破情况不及预期, 将会影响公司新产品的销售情况。
- 3. 市场规模及毛利率测算可能存在误差:** 文中对于 IC 光刻胶及面板光刻胶均进行了基于当前行业数据、以及我们国盛电子团队的假设进行预测; 如若行业数据或假设的条件发生变化, 或将会对光刻胶行业市场规模, 以及未来预期毛利率产生影响。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com