

公司深度
江化微 (603078)
化工 | 化学制品
湿电子化学品龙头, G5 级产能释放提振公司业绩

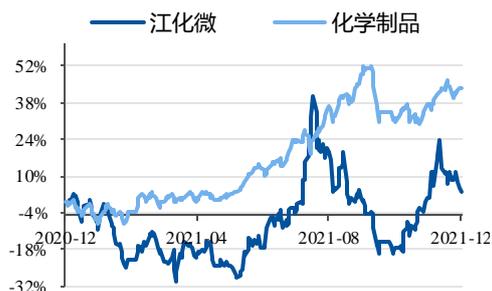
2021 年 12 月 14 日

评级 推荐

评级变动 调高

合理区间 35.77-39.09 元
交易数据

当前价格 (元)	27.79
52 周价格区间 (元)	18.85-37.53
总市值 (百万)	5446.07
流通市值 (百万)	5446.07
总股本 (万股)	19597.22
流通股 (万股)	19597.22

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
江化微	2.48	4.07	3.86
化学制品	4.57	-3.24	43.27

周策

 执业证书编号: S0530519020001
 zhouce67@hnchasing.com

刘天文

liutianwen@hnchasing.com

分析师

0731-84779582

研究助理
相关报告

- 《江化微: 江化微(603078.SH)公司点评: 战略引入国资控股, 提升公司综合实力》 2021-11-22
- 《江化微: 江化微(603078.SH)公司点评: 跨越至暗时刻, 迎接业绩拐点》 2021-11-02

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	490.43	563.79	793.75	1572.99	2064.23
净利润 (百万元)	34.52	58.19	48.05	162.80	227.57
每股收益 (元)	0.18	0.30	0.25	0.83	1.16
每股净资产 (元)	4.03	5.70	5.86	6.41	7.19
P/E	160.21	95.03	115.08	33.97	24.30
P/B	7.00	4.95	4.81	4.40	3.93

资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

投资要点:

- 湿电子化学品龙头企业, 产能进入集中释放期。** 公司是国内湿电子化学品行业的龙头企业, 拥有数十种湿电子化学品的生产供应能力, 是国内湿电子化学品品类最齐全、配套能力最强的企业之一。目前公司形成了以平板显示、半导体为重点的经营格局, 平板显示领域拥有京东方等知名企业客户, 半导体领域成功进入中芯国际等企业核心供应链, 多元化业务格局显著提升了公司的抗风险能力。同时, 公司镇江和眉山基地都将在 2022 年集中释放产能, 公司业绩步入上行期。
- 12 寸晶圆产能释放和 OLED 渗透率提升拉动湿电子化学品需求旺盛。** 2020 年我国集成电路市场规模接近万亿人民币, 在国产化进程加速的背景下市场空间广阔。根据芯思想和 ITTBANK 的统计数据, 截止至 2021 年二季度, 我国现有晶圆月产能约 638 万片, 其中 12 英寸晶圆月产能 118 万片, 8 英寸晶圆月产能 120 万片。规划晶圆月产能约 159 万片, 其中 12 英寸晶圆月产能 132 万片, 8 英寸晶圆月产能 27 万片。结合上述数据, 我们估计 2024 年我国半导体行业湿电子化学品需求量将达到 95.71 万吨, 为 2020 年需求量的两倍多。同时, 相同面积 OLED 湿电子化学品消耗量是 LCD 的 7 倍, 随着 OLED 产能的不断扩大叠加其渗透率不断提升, 未来面板行业湿电子化学品的需求也将快速增长。
- 三大基地布局逐渐成型, 高端产能构建核心竞争力。** 公司目前拥有三大生产基地, 分别是江阴本部、四川眉山和江苏镇江, 目前拥有产能 20.8 万吨。其中, 镇江 5.8 万吨 G5 级湿电子化学品将助力公司抢占 12 英寸高端湿电子化学品市场, 为公司构建核心竞争力。
- 盈利预测:** 预计公司 2021 年-2023 年分别实现营业收入 7.94、15.73、20.64 亿元, 实现归母净利润 0.48、1.63、2.28 亿元, 对应 EPS 0.25、0.83、1.16 元。考虑到湿电子化学品需求持续旺盛, 叠加 G5 高技术壁垒, 给予公司 2022 年 43-47 倍 PE 估值, 2022 年目标市值区间 70.09-76.61 亿元, 目标股价为 35.77-39.09 元, 给予公司“推荐”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动, 限电限产加剧, 行业竞争加剧, 项目投产不及预期, G5 产能验证不及预期, 国产替代不及预期。

内容目录

1 湿电子化学品龙头	4
1.1 公司发展历史.....	4
1.2 公司业务情况.....	4
1.3 公司股权结构.....	5
1.4 公司近年经营情况.....	6
2 湿电子化学品需求广泛，高端产能国产替代迫切	8
2.1 湿电子化学品种类丰富，超净高纯试剂需求占比大.....	8
2.2 湿电子化学品用途广泛，半导体用技术壁垒高.....	9
2.3 我国湿电子化学品高端产能不足，国产替代空间巨大.....	12
2.4 国内需求快速释放，国产湿电子化学品迎发展良机.....	13
2.4.1 半导体行业：受益于政策支持快速发展，国产化进程加快.....	13
2.4.2 面板行业：产能持续向国内转移，湿电子化学品需求旺盛.....	16
3 高端产能投产在即，静待公司业绩开花	19
3.1 三大基地布局逐渐成型，G5级产能构筑核心竞争力.....	19
3.2 湿电子化学品配套能力全国领先.....	20
3.3 重视研发投入，拥有多项核心专利.....	21
4 盈利预测	21
5 风险提示	22

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司产品下游应用广泛.....	5
图 3：公司股权结构.....	6
图 4：营业收入（亿元）.....	6
图 5：毛利润（亿元）.....	6
图 6：归母净利润（亿元）.....	7
图 7：扣非归母净利润（亿元）.....	7
图 8：历年三费率（%）.....	7
图 9：毛利率与净利率（%）.....	7
图 10：营收结构（产品）.....	8
图 11：营收结构（行业）.....	8
图 12：湿电子化学品种类丰富.....	8
图 13：全球湿电子化学品市场规模（亿美元）.....	10
图 14：全球湿电子化学品需求量（万吨）.....	10
图 15：我国湿电子化学品市场规模（亿元）.....	12
图 16：我国三大行业行业湿电子化学品需求（万吨）.....	12
图 17：2019 年全球湿电子化学品供应格局.....	13
图 18：2018 年中国湿电子化学品国产化率（%）.....	13
图 19：我国集成电路年产量及增速（亿块，%）.....	13
图 20：我国集成电路年销售额及增速（亿元，%）.....	13
图 21：我国集成电路历年进出口差额（亿美元）.....	14

图 22: 我国集成电路市场及制造规模 (亿美元)	14
图 23: 我国集成电路投资情况.....	15
图 24: 2020 年全球晶圆产能 (万片/月, %)	16
图 25: 2021-2022 年全球计划新增晶圆厂数量.....	16
图 26: 全球电视面板出货面积预测 (百万平方米)	17
图 27: 全球电视面板平均尺寸不断提升.....	17
图 28: 全球 LCD 产能向国内转移.....	17
图 29: 单位面积 OLED 湿电子化学品耗用量远超 LCD.....	19
图 30: 历年研发费用率	21
图 31: 专利数量.....	21
表 1: 2019 年全国湿电子化学品需求占比.....	9
表 2: 湿电子化学品应用行业及特点.....	10
表 3: 各类杂质对下游加工的危害.....	11
表 4: 湿电子化学品技术指标.....	11
表 5: 湿电子化学品制备专业性强, 技术壁垒高.....	12
表 6: 中国集成电路产业相关政策.....	14
表 7: 中国大陆晶圆产能情况 (截止至 2021 年第二季度, 未包含化合物半导体等产线)	16
表 8: 我国 OLED 产能 (不完全统计)	18
表 9: 公司现有产能情况.....	20

1 湿电子化学品龙头

1.1 公司发展历史

江阴江化微电子材料股份有限公司成立于 2001 年, 公司的前身是江阴江化微电子材料有限公司, 2010 年 10 月, 江化微有限整体变更为股份有限公司, 随后在 2017 年 4 月登陆沪市主板上市。目前, 公司拥有江阴、眉山和镇江三大基地, 湿电子化学品全品类覆盖, 辐射范围覆盖全国, 是国内湿电子化学品的龙头企业。

图 1: 公司发展历程



资料来源: 江化微招股说明书, 财信证券

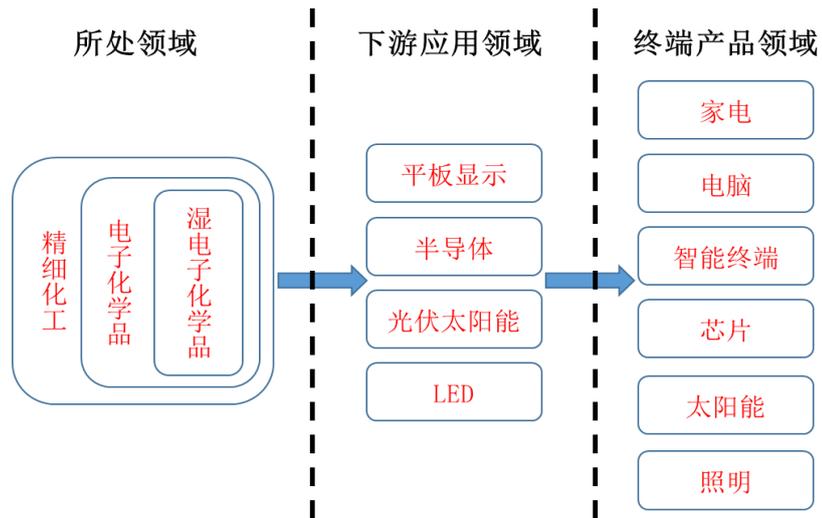
1.2 公司业务情况

经过 20 年的发展, 公司已经成为了国内湿电子化学品的龙头企业。湿电子化学品的核心要素是超净、高纯以及功能性, 通过多年的探索研发, 公司已经形成了自己独特的纯化方法和配方工艺, 拥有众多的核心专利和技术。公司产品涉及 G1-G5 各个级别, 拥有数十种湿电子化学品的生产供应能力, 包括通用湿电子化学品如硫酸、双氧水、氨水、盐酸、磷酸、混酸、异丁醇、氢氧化钠等, 功能性湿电子化学品如显影液、负胶显影液、负胶清洗液、负胶剥离液、正胶剥离液等, 广泛应用于平板显示、半导体及 LED、光伏太阳能以及锂电池、光磁等电子元器件微细加工的清洗、光刻、显影、蚀刻、去膜、掺杂等制造工艺过程。经过多年发展, 公司形成了以平板显示、半导体为重点的经营格局, 多元的业务格局为公司带来较强的抗风险能力。

产能方面, 公司目前拥有江阴、眉山和镇江三个生产基地, 产能合计达 20.8 万吨。其中, 江阴本部拥有湿电子化学品产能 9 万吨, 产品等级为 G2-G4 级, 综合应用于太阳能电池板行业、面板行业和半导体行业; 眉山工厂拥有湿电子化学品产能 6 万吨, 产品等级为 G2-G3 级, 主要以功能性产品为主, 深度配套西南各面板厂商; 镇江工厂(一期)目前拥有湿电子化学品产能 5.8 万吨, 产品全部为 G5 级, 重点针对高端集成电路行业, 未来产能有望拓宽至 22.8 万吨。江阴本部及镇江工厂位于长三角地区的核心地段, 可快速响应长三角及安徽等地客户需求, 眉山工厂紧邻成渝电子产业集群, 可快速响应成渝等地客户的现地化需求, 三大基地相互补充, 公司的综合配套服务能力大幅增强。

客户方面，公司是国内为数不多的具备平板显示、半导体及光伏太阳能等三大领域全系列湿电子化学品的供应企业之一。凭借多年的技术沉淀和竞争优势，在半导体及 LED 领域，公司成功进入士兰微电子、华润微电子、中芯国际、长电科技、华灿光电等知名企业客户的核心供应链，在平板显示领域深度绑定中电熊猫、京东方、深天马、华星光电等行业龙头公司，在太阳能领域拥有晶澳太阳能、韩华新能源、通威太阳能、中来光电等知名企业客户。良好的客户结构不仅是公司技术实力的体现，而且也为公司未来进一步发展打下了良好的客户基础。

图 2：公司产品下游应用广泛

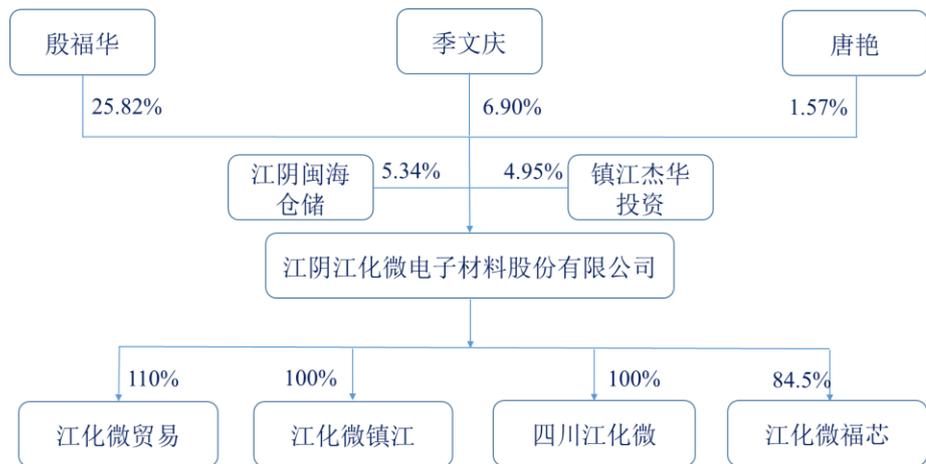


资料来源：江化微招股说明书，财信证券

1.3 公司股权结构

截止至 2021 年 9 月，公司的控股股东及实际控制人为殷福华先生，直接持有公司 25.82% 的股权，通过镇江杰华投资间接持有公司 2.00% 的股权，合计持有公司 27.82% 的股权。第二大股东为季文庆，直接持有公司 6.90% 的股份，通过镇江杰华投资间接持有公司 1.90% 的股权，合计持有公司 8.80% 的股权。第三大股东为江阴闽海仓储，直接持有公司 5.34% 的股权。公司旗下拥有四家控股子公司，分别是江化微贸易、江化微镇江、四川江化微和江化微福芯，其中江化微镇江是公司 G5 级湿电子化学品的重要研发和生产基地。

图 3：公司股权结构



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

1.4 公司近年经营情况

公司收入实现稳步增长，利润受到原材料价格上涨短时承压。2020 年，公司实现营业收入 5.64 亿元，同比增长 14.96%，2016-2020 年收入年均复合增速达 14.08%。受益于公司江阴本部 3.5 万吨产能的投放，叠加下游半导体和面板需求旺盛，2021 年前三季度公司实现收入 5.4 亿元，几乎接近 2020 年全年水平。利润方面，受到原材料价格上涨以及公司太阳能电池板行业湿电子化学品业务竞争加剧的原因，公司前几年的盈利能力有所下滑，自 2019 年开始逐步淘汰落后产能之后，公司的盈利能力开始逐步回升。而 2021 年公司的利润快速下滑，主要是受到大宗商品价格快速上涨的影响，许多原材料价格都创下了历史新高。但是从单季度来看，2021 年第三季度公司实现归母净利润 0.13 亿元，同比降低 38.91%，环比增长 111.86%，实现扣非归母净利润 0.13 亿元，同比降低 29.47%，环比增加 133.33%。公司三季度业绩环比开始显著回升，说明公司开始将部分原材料成本向下游传导，后续随着煤炭等能源价格回归正常，限电有望逐步缓解，上游原材料的价格也有望在调控下逐步回落至正常区间，公司的至暗时刻已过，业绩拐点逐渐显现。

图 4：营业收入（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 5：毛利润（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 6：归母净利润（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

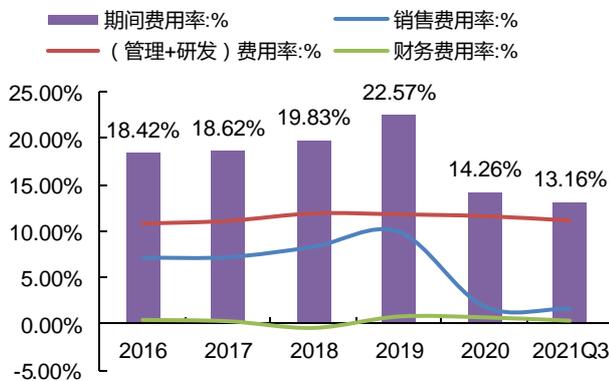
图 7：扣非归母净利润（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

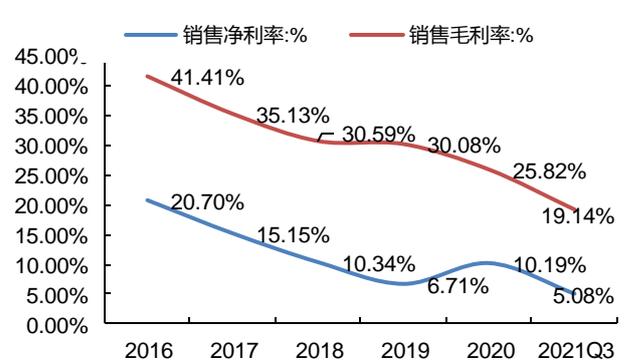
控费能力稳定，新产能布局有望改善净利率。2019 年以前，公司历年三费基本保持稳定，2019 年公司三费费率提升较大，2020 年三费费率快速降低主要是会计准则改变将运输费用计入营业成本所致。公司近两年三费费率上涨主要公司不断有新产能投放导致的销售费用上涨，随着公司眉山和镇江工厂产能的稳定释放，公司将享受到前期研发和销售投入带来的回馈，公司未来费用端有望改善。同时，随着上游原材料价格逐步恢复正常，叠加公司采取就近配套运输的方式以及新 G5 产能的高技术壁垒，公司的毛利率和净利率有望快速回升。

图 8：历年三费费率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

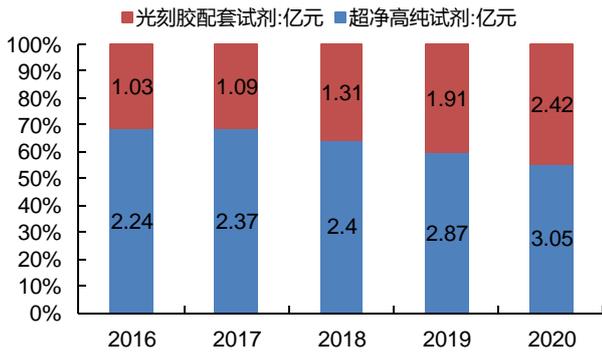
图 9：毛利率与净利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

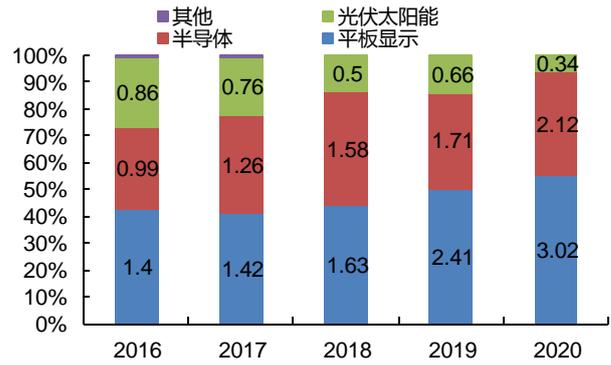
坚定主业湿电子化学品，重点布局面板和半导体行业需求。公司专注于湿电子化学品的研发和生产，从产品端来看，公司收入全部来自超净高纯试剂和光刻胶配套试剂；从下游应用领域来看，公司湿电子化学品主要用于半导体、面板和光伏太阳能行业。近几年，随着公司产能不断优化升级，公司开始逐步淘汰毛利率较低的光伏太阳能用湿电子化学品产能，重点布局面板和半导体用湿电子化学品。2020 年，公司面板、半导体和光伏太阳能行业分别贡献收入 3.02 亿元、2.12 亿元和 0.34 亿元，收入占比分别为 55.11%、38.69% 和 6.20%，面板和半导体行业收入占比较 2019 年分别上升 4.69 pct 和 2.91 pct，光伏太阳能行业收入占比降低 7.60 pct。

图 10：营收结构（产品）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 11：营收结构（行业）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

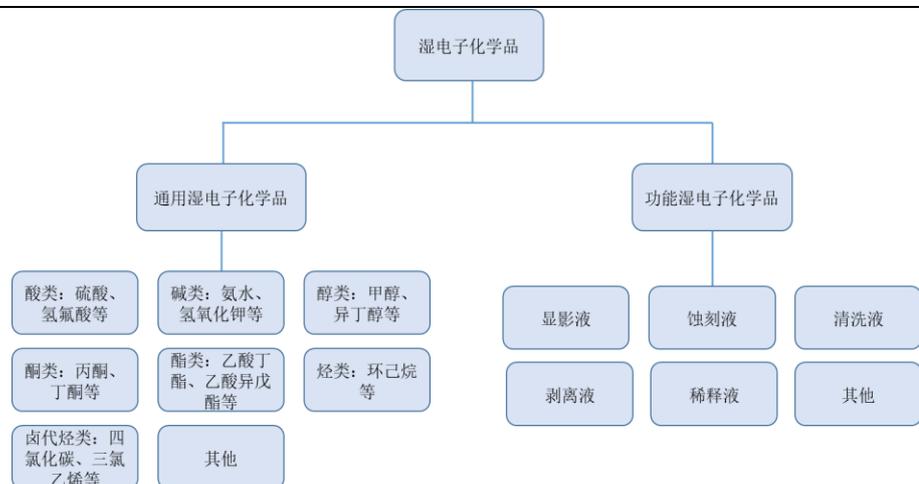
2 湿电子化学品需求广泛，高端产能国产替代迫切

2.1 湿电子化学品种类丰富，超净高纯试剂需求占比大

湿电子化学品制备难度高，超净、高纯和功能性是核心。湿电子化学品又称工艺化学品，是指主体成分纯度大于 99.99%，尘埃颗粒粒径控制在 0.5 μm 以下，杂质含量低于 ppm 级的化学试剂，是目前所有化学试剂中对颗粒控制、杂质含量要求最高的试剂。湿电子化学品广泛应用于微电子、光电子湿法工艺制程中，其核心要素是超净、高纯以及功能性，因而它对原料、纯化方法、配方工艺、容器、生产设备、环境控制、测试和运输设备等都有较为严格的要求。

湿电子化学品细分种类众多。湿电子化学品种类丰富，按照组成成分不同可以将其分为通用湿电子化学品和功能性湿电子化学品。通用湿电子化学品一般特指超净高纯试剂，包括酸类如硫酸、盐酸，碱类如氨水、氢氧化钾，醇类如甲醇、异丁醇等，功能湿电子化学品一般特指通过复配方法制备的各种配方类化学品，如光刻胶配套试剂中的显影液、蚀刻液、剥离液、清洗液等。

图 12：湿电子化学品种类丰富



资料来源：CNKI，财信证券

根据中国电子材料行业协会的数据，2019 年我国湿电子化学品需求合计达 118.31 万吨，其中通用湿电子化学品需求为 104.35 万吨，占比达 88.20%，功能湿电子化学品需求为 13.96 万吨，占比为 11.80%。从使用量来看，通用湿电子化学品用量远超功能湿电子化学品，主要是由于超净高纯试剂主要是用于清洗过程，使用范围覆盖整个晶圆且需要多次使用，因此用量较大。而功能湿电子化学品主要用于特定流程，一般使用范围较精确，用量较小。从单位试剂价值来看，通用湿电子化学品的主要要求是超净和高纯，而功能湿电子化学品在超净和高纯的基础上还要注重试剂的功能性，其研发难度更高，因此功能湿电子化学品的单位价值远高于通用湿电子化学品。

表 1：2019 年全国湿电子化学品需求占比

	细分品种	需求量：万吨	需求占比：%	需求合计：万吨	合计占比：%
通用湿电子化学品	过氧化氢	19.76	16.70%	104.35	88.20%
	氢氟酸	18.93	16.00%		
	硫酸	18.10	15.30%		
	硝酸	16.92	14.30%		
	磷酸	10.29	8.70%		
	盐酸	5.68	4.80%		
	氢氧化钾	4.50	3.80%		
	氨水	4.38	3.70%		
	异丙酮	3.31	2.80%		
	醋酸	2.25	1.90%		
	其他	0.24	0.20%		
功能湿电子化学品	显影液（半导体用）	3.79	3.20%	13.96	11.80%
	蚀刻液（半导体用）	3.19	2.70%		
	显影液（液晶面板用）	2.60	2.20%		
	剥离液（半导体用）	1.89	1.60%		
	缓冲蚀刻液（BOE）	1.42	1.20%		
	其他	1.06	0.90%		

资料来源：中国电子材料行业协会，财信证券

2.2 湿电子化学品用途广泛，半导体用技术壁垒高

湿电子化学品用途广泛，下游需求旺盛。湿电子化学品广泛应用于半导体行业、平板显示行业和太阳能电池板行业，在半导体行业中，湿电子化学品主要用于集成电路前段的晶圆制造和后端的封装测试环节，具备用量大，技术难度高和盈利能力强等特点。在平板显示行业，湿电子化学品主要用于薄膜制程清洗、光刻、显影、蚀刻等工艺环节，对湿电子化学品需求较大，具备一定的技术壁垒，盈利能力较强。在太阳能电池板行业，湿电子化学品主要用于清洗制绒、扩散制 P-N 结、清洗、蚀刻、去磷硅玻璃等环节，该行业湿电子化学品用量相对较小，技术难度不高导致竞争激烈，盈利能力较差。未来湿电子化学品的需求增长主要来自半导体和面板行业，半导体行业晶圆厂新增产能不断落地叠加晶圆尺寸扩大到 12 英寸，面板行业不断升级至高世代线产品，都将拉动湿电子化学品用量快速增长，湿电子化学品下游需求日益旺盛。

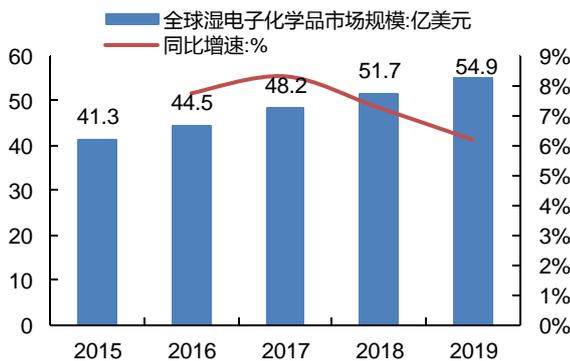
表 2：湿电子化学品应用行业及特点

	应用环节	行业特点	盈利能力
半导体行业	主要用于半导体集成电路前段的晶圆制造（提纯、清洗、图层、显影、时刻）及后端的封装测试（清洗、溅射、黄光、蚀刻）等环节	湿电子化学品用量大，技术水平要求高，且随着晶圆尺寸的增大湿电子化学品用量增大	最强
平板显示行业	主要用于平板显示制造工艺环节的薄膜制程清洗、光刻、显影、蚀刻等工艺环节	湿电子化学品用量较大，技术水平要求较高，尤其是高世代线产品	较强
太阳能电池板行业	主要用于太阳能电池板制造工艺的清洗制绒、扩散制 P-N 结、清洗、蚀刻、去磷硅玻璃等环节	湿电子化学用量适中，技术水平要求相对较低，行业竞争激烈	一般

资料来源：CNKI，新材料在线，江化微招股说明书，财信证券

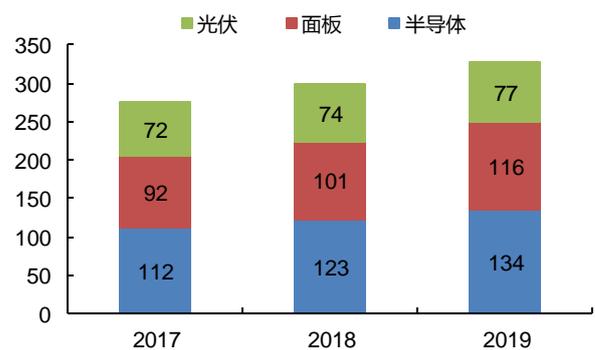
2019 年全球湿电子化学品市场规模为 54.9 亿美元，2015-2019 年年均复合增速为 7.38%，全球湿电子化学品需求量为 327 万吨，相比于 2017 年 276 万吨上涨 51 万吨。其中，光伏行业需求为 77 万吨，面板行业需求为 116 万吨，半导体行业需求为 134 万吨，分别占比为 23.54%、35.47%、40.99%，未来半导体行业和面板行业需求有望快速增长，占比将进一步提高。

图 13：全球湿电子化学品市场规模（亿美元）



资料来源：中国电子材料行业协会，财信证券

图 14：全球湿电子化学品需求量（万吨）



资料来源：中国电子材料行业协会，财信证券

随着晶圆尺寸不断扩大，面板行业向高世代线快速发展，对湿电子化学品提出了更高的技术要求，尤其是对杂质离子浓度的控制。杂质离子对下游加工过程会造成极大的影响，如 Au、Pt、Fe、Ni、C 等金属离子浓度过高会影响元器件的可靠性和阈值电压，导致低击穿和缺陷的形成；硅酸根离子等非金属离子浓度过高会造成磷硅玻璃起雾，阈值电压发生变化，在等离子刻蚀工艺中的 SiO₂ 还会造成颗粒污染形成缺陷，这些都将严重影响下游元器件的使用寿命，因此控制湿电子化学品中各种杂质的浓度成为考量湿电子化学品性能一项非常重要的指标。

表 3：各类杂质对下游加工的危害

杂质种类	杂质的危害
Au、Pt、Fe、Ni、Cu	硅片中的快扩散物质、也是俘获中心，影响元器件的可靠性和阈值电压，导致低击穿和缺陷
碱金属,尤其 Na、K	可造成元器件漏电，造成低击穿
非金属离子 F ⁻ 、Cl ⁻	影响化学气相沉积（CVD）工艺和钝化工艺，导致外延片层错增加
P, As, Sb, B, Al 等 II -VI 组元素	属于硅片中的浅能级杂质，有扩散作用，可影响电子和空穴的数量。P、As、Sb 是 N 型杂质，当过量时能使 P 型硅片反型；B、Al 是 P 型杂质，若过量也会反型
固体颗粒	造成光刻缺陷，氧化层不平整，影响制版质量，影响等离子刻蚀工艺
细菌	水和化学试剂中的细菌能造成颗粒型缺陷和污染，细菌分解的有机酸会使水的电阻率降低
硅酸根	水和化学试剂中的硅酸根会使磷硅玻璃起雾，阈值电压变化。在等离子刻蚀工艺中 SiO ₂ 会造成颗粒污染形成缺陷
总有机碳(TOC)	水和试剂中的 TOC 影响栅氧化的击穿电压，造成水雾，使氧化层厚度不均

资料来源：江化微招股说明书，财信证券

为了区分不同等级的湿电子化学品，国际半导体设备和材料组织（SEMI）通过对湿电子化学品中金属杂质含量、控制粒径范围和颗粒个数等各项指标进行限制制定了相应的标准。按照 SEMI 标准，湿电子化学品可以划分为 G1-G5 五个等级，其中 G1 等级的湿电子化学品要求最低，金属杂质浓度仅需达到 10 ppm 级别，控制粒径大于等于 1.0 μm，颗粒个数小于等于 25 个/mL 即可，对应下游行业为分立器件和太阳能电池板。G5 等级的湿电子化学品要求最高，金属杂质浓度需达到 10 ppt 级别，一般用于半导体行业高端集成电路，对应 12 英寸的晶圆制备为主。中间的 G2-G4 等级湿电子化学品主要用于面板行业和半导体行业中中低端集成电路。

表 4：湿电子化学品技术指标

SEMI 指标	G1	G2	G3	G4	G5
金属杂质/(μg/L)	≤100	≤10	≤1	≤0.1	≤0.01
控制粒径/μm	≥1.0	≥0.5	≥0.5	≥0.02	*
颗粒个数/(个/mL)	≤25	≤25	≤5	供需双方协定	*
适应 IC 线宽范围/μm	>1.2	0.8-1.2	0.2-0.6	0.09-0.2	<0.09
应用领域	分立器件	平板显示、分立器件	平板显示、集成电路	集成电路	高端集成电路

资料来源：SEMI，江化微招股说明书，财信证券

湿电子化学品制备工艺复杂，存储运输设备很关键。为了达到更高的等级标准，湿电子化学品有着严格的制备工艺，分析测试技术和包装运输方式。湿电子化学品的制备工艺包括蒸馏、亚沸蒸馏、等温蒸馏、减压蒸馏、低温蒸馏、升华、气体吸收、树脂交换、膜处理等技术，等级越高提纯难度越大，对制备工艺和设备的要求越高。湿电子化

学品制备完成需要进行检测，确保能达到合格的纯度和净度。检测合格之后需要进行包装储存，储存过程是湿电子化学品二次污染风险最大的过程，因此湿电子化学品需要专门的容器保存。尤其是对于 G5 等级的湿电子化学品，由于下游工艺改变导致其需求量进一步加大，根据中国产业信息网的数据，12 英寸晶圆所消耗的湿电子化学品是 8 英寸晶圆的 4.6 倍，6 英寸晶圆的 7.9 倍，因此 G5 等级的湿电子化学品不再是桶装，而是需要专门的槽车运输，拥有合格的运输槽车是湿电子化学品不被二次污染的保障。

表 5：湿电子化学品制备专业性强，技术壁垒高

细分技术种类	使用材料或方法
制备工艺技术	蒸馏、亚沸蒸馏、等温蒸馏、减压蒸馏、低温蒸馏、升华、气体吸收、树脂交换、膜处理等技术
分析测试技术	激光光散射法 发射光谱法、原子吸收分光光度法、等离子发射光谱法等
包装技术	高密度聚乙烯(HDPE)、聚四氟乙烯(PTFE)、专业运输槽车等

资料来源：赛瑞研究，新材料在线，财信证券

2.3 我国湿电子化学品高端产能不足，国产替代空间巨大

我国湿电子化学品规模破百亿，面板需求占比最大。根据中国电子材料行业协会的数据，2019 年，我国湿电子化学品市场规模为 102.9 亿元，首次突破百亿大关，2015-2019 年年均复合增速达 16.69%。从需求端来看，2019 年我国共消耗湿电子化学品 118.31 万吨，其中面板行业需求量最大达 47.37 万吨，占比为 40.04%，半导体行业需求量为 38.57 万吨，占比为 32.60%，光伏行业需求量为 32.37 万吨，占比为 27.36%。

图 15：我国湿电子化学品市场规模（亿元）



资料来源：中国电子材料行业协会，财信证券

图 16：我国三大行业行业湿电子化学品需求（万吨）

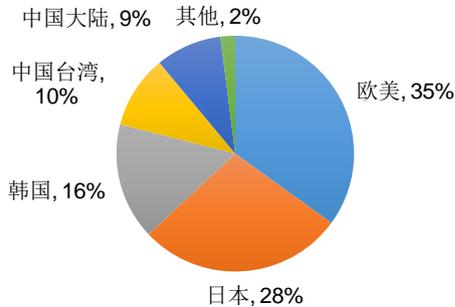


资料来源：中国电子材料行业协会，中商产业研究院，财信证券

我国湿电子化学品高端产能不足，国产化率待提高。从 2019 年全球湿电子化学品供应格局来看，欧美日韩合计占比接近 80%，基本垄断了全球的湿电子化学品供应。中国大陆作为全球湿电子化学品需求量最大的国家，供给占比仅 9%，说明我国大部分湿电子

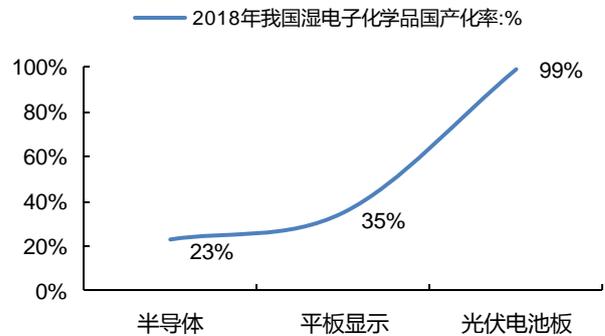
化学品还是依靠进口。根据中国电子材料行业协会公布的数据，2018 年我国半导体行业湿电子化学品国产化率仅 23%，面板行业湿电子化学品国产化率仅 35%，光伏行业基本实现了国产化，这说明我国湿电子化学品行业呈现出结构性的发展不均衡，高端产能严重不足，国产化替代空间极大。

图 17：2019 年全球湿电子化学品供应格局



资料来源：中国电子材料行业协会，财信证券

图 18：2018 年中国湿电子化学品国产化率 (%)



资料来源：中国电子材料行业协会，财信证券

2.4 国内需求快速释放，国产湿电子化学品迎发展良机

2.4.1 半导体行业：受益于政策支持快速发展，国产化进程加快

我国集成电路行业发展迅速。根据国家统计局公布的数据，2020 年我国集成电路行业产量为 2614.70 亿块，已经连续两年突破两千亿块大关，2016-2020 年年均复合增速高达 18.68%，2020 年同比增速更是高达近 30%。从销售额来看，2020 年我国集成电路销售额为 8848 亿元，同比增长 17.00%，2016-2020 年年均复合增速达 19.52%。随着世界半导体产业链逐渐向中国转移，预计未来我国集成电路产销量有望保持快速增长。

图 19：我国集成电路年产量及增速 (亿块，%)



资料来源：同花顺 iFinD，国家统计局，财信证券

图 20：我国集成电路年销售额及增速 (亿元，%)

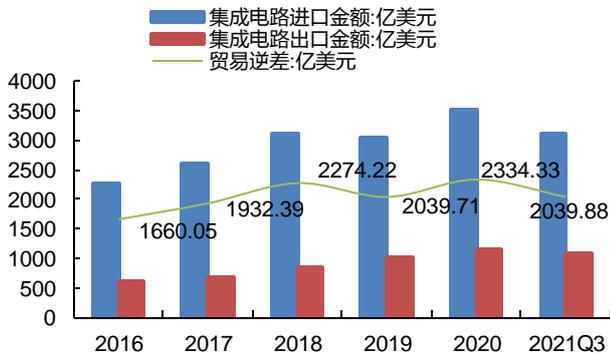


资料来源：同花顺 iFinD，中国半导体行业协会，财信证券

我国集成电路市场规模近万亿人民币，但自给率仅 5.80%。根据 IC Insights 的统计数据，2020 年我国集成电路市场规模约 1430 亿美元，折合成人民币接近万亿规模，市场空间广阔。但是这一数据包含了外国及中国台湾公司在中国大陆投资的制造厂贡献的产值，如果将这一部分剔除，2020 年中国大陆公司芯片制造产值仅 83 亿美元，自给率只有 5.80%。从历年集成电路进出口数据来看，我国集成电路行业仍然以进口为主，供给和需

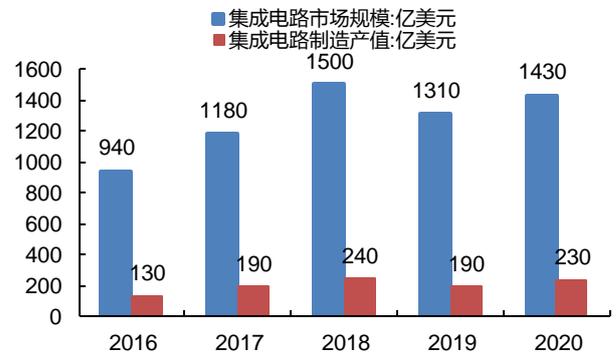
求之间的差距较大。据海关总署的数据，2020 年我国集成电路进口金额达到 3500.36 亿美元，但出口仅为 1166.03 亿美元，贸易逆差达 2334.4 亿美元，且 2021 年贸易逆差有进一步扩大的趋势，我国集成电路行业提高国产化率势在必行。

图 21：我国集成电路历年进出口差额（亿美元）



资料来源：同花顺 iFinD，海关总署，财信证券

图 22：我国集成电路市场及制造规模（亿美元）



资料来源：IC Insights，财信证券

政策多方位扶植集成电路，行业国产化进程加速。 为了提升我国集成电路的自主研发能力，降低对外依赖性，我国自 2014 年开始陆续发布了一系列政策来扶植我国集成电路行业。如 2014 年国务院发布的《国家集成电路产业发展推进纲要》明确提出，到 2020 年，要基本建成技术先进、安全可靠的集成电路产业体系，实现跨越式发展；2019 年财政部和税务总局联合发布《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》，提出对相关企业实行税收优惠政策。我国正从全方位、多角度发布政策共同推动集成电路行业的进步，未来我国集成电路行业自主化进程将加快推进，将有效拉动国产湿电子品的需求。

表 6：中国集成电路产业相关政策

相关政策	颁布时间	颁发部门	主要内容
《国家集成电路产业发展推进纲要》	2014.6	国务院	明确提出到 2020 年，IC 产业与国际先进水平的差距逐步缩小，封装测试技术达到国际领先水平，关键装备和材料进入国际采购体系，基本建成技术先进、安全可靠的集成电路产业体系，实现跨越式发展。
《中国制造 2025》	2015.5	国务院	国务院“中国制造 2025”战略的实施带动集成电路产业的跨越发展，以集成电路产业核心能力的提升推动“中国制造 2025”战略目标的实现
《国民经济和社会发展规划第十三个五年规划纲要》	2016.3	国务院	大力推进先进半导体等新兴前沿领域创新和产业化，形成一批新增长点。推广半导体照明等成熟适用技术
《国家信息化发展战略纲要》	2016.7	中共中央办公厅、国务院办公厅	制定国家信息领域核心技术设备发展战略纲要，以体系化思维弥补单点弱势，打造国际先进、安全可控的核心技术体系，带动集成电路、基础软件、核心元器件等薄弱环节实现根本性突破
《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016 版）》	2017.1	国家发改委	根据战略性新兴产业发展新变化，对《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》（以下简称《目录》）2013 版作了修订完善，依据《规划》明确的 5 大领域 8 个产业，包括半导体材料和集成电路等

此报告仅供内部客户参考

请务必阅读正文之后的免责条款部分

《关于集成电路设计和软件产业企业所得税政策的公告》	2019.5	财政部、税务总局	依法成立且符合条件的集成电路设计企业和软件企业，在 2018 年 12 月 31 日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税，并享受至期满为止
《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》	2020.8	国务院	凡在中国境内设立的集成电路企业和软件企业，不分所有制性质，均可按规定享受相关政策。鼓励和倡导集成电路产业和软件产业全球合作，积极为各类市场主体在华投资兴业营造市场化、法治化、国际化的营商环境

资料来源：国务院、国家发改委等部门官网，亿欧智库，财信证券

集成电路行业投资热度高，有望拉动上游湿电子化学品需求快速增长。根据 IT 桔子的统计数据，2016 年我国集成电路投资额仅 88 亿元，投资次数为 125 次，单次投资额约为 7 千万元。2020 年，我国集成电路投资为 1029 亿元，投资次数为 280 次，单次投资额为 3.68 亿元，虽然受到疫情的影响，但总投资额和单次投资额均较 2016 年显著提升。过程虽然有波动，但我国集成电路总体投资情况较好，后续随着新能源汽车等行业快速兴起，我国集成电路行业有望进一步迎来投资高峰，新投资产能的持续落地将有效拉动上游湿电子化学品需求快速上涨。

图 23：我国集成电路投资情况



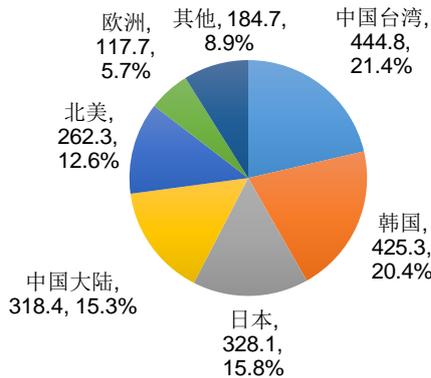
资料来源：IT 桔子，亿欧智库，财信证券

2020 年中国大陆晶圆产能全球第四。根据 IC Insights 发布的全球晶圆厂产能报告数据显示，2020 年全球晶圆产能排名中，中国台湾地区连续 5 年位居第一，2020 年月产能高达 444.8 万片（约当 8 寸晶圆），在全球市占率高达 21.4%，其次为韩国，2020 年月产能达 425.3 万片（约当 8 寸晶圆），全球市占率为 20.4%。中国大陆在近年积极推动芯片自主化政策的推动下，晶圆厂产能大幅提升，2010、2019 年分别超越欧洲、北美，2020 年继续缩小与日本的差距，月产能为 318.4 万片（约当 8 寸晶圆），全球市占率约 15.3%，位居全球第四的位置。

中国大陆近两年计划新增晶圆厂 8 座，与中国台湾并列第一。根据 SEMI 统计数据，2021 年全球晶圆制造商将新建晶圆厂 19 座，2022 年再新建晶圆厂 10 座，合计 29 座，其中中国大陆两年内计划新建 8 座晶圆厂，与中国台湾并列世界第一。这些新建的晶圆厂以 12 寸（300mm）晶圆生产为主，总数量达 22 座，包括 2021 年 15 座以及 2022

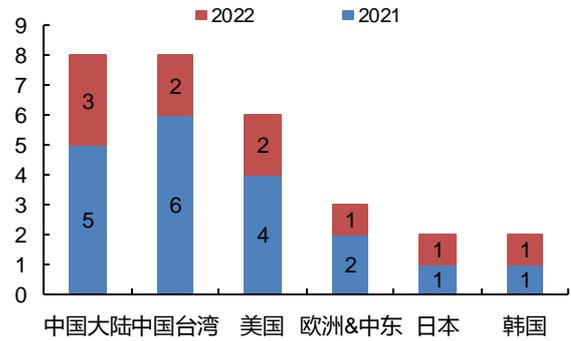
年新建的 7 座，29 座晶圆厂每月合计可生产约 260 万片（约当 8 寸晶圆）。

图 24：2020 年全球晶圆产能（万片/月，%）



资料来源：IC Insights，财信证券

图 25：2021-2022 年全球计划新增晶圆厂数量



资料来源：SEMI，财信证券

大英寸晶圆将显著提升湿电子化学品用量，预计 2024 年我国半导体用湿电子化学品需求将达到 95.71 万吨。根据中国产业信息网的数据，12 英寸的晶圆湿电子化学品消耗量为 239.82 吨/万片，8 英寸的晶圆湿电子化学品消耗量为 52.13 吨/万片，6 英寸的晶圆湿电子化学品消耗量为 30.36 吨/万片，12 英寸的晶圆湿电子化学品消耗量分别是 8 寸晶圆消耗量的 4.6 倍，6 寸晶圆消耗量的 7.9 倍。同时，根据芯思想和 ITTBANK 的统计数据，截止至 2021 年二季度，我国现有晶圆月产能约为 638 万片，其中 12 英寸晶圆月产能 118 万片，8 英寸晶圆月产能 120 万片，6 英寸晶圆月产能 400 万片。规划晶圆月产能合计约 159 万片，其中 12 英寸晶圆月产能 132 万片，8 英寸晶圆月产能 27 万片，预计将于 2024 左右投产运行。结合上述数据，我们估计至 2024 年我国湿电子化学品需求量将达到 95.71 万吨，大约为 2020 年需求量的两倍多，增幅显著。而且新增量基本来自 12 英寸晶圆，因此未来 G5 级湿电子化学品的需求将显著放量。

表 7：中国大陆晶圆产能情况（截止至 2021 年第二季度，未包含化合物半导体等产线）

	12 英寸	8 英寸	6 英寸
现有产能（万片/月）	118	120	400
规划产能（万片/月）	132	27	0
合计产能（万片/月）	250	147	400
湿电子化学品消耗量（吨/万片）	239.82	52.13	30.36
湿电子化学品消耗量合计（万吨）	71.95	9.20	14.57

资料来源：芯思想，ITTBANK，中国产业信息网，财信证券

2.4.2 面板行业：产能持续向国内转移，湿电子化学品需求旺盛

全球电视面板出货稳步增长，平均尺寸不断提升。显示面板应用领域中，电视占据了 LCD 出货面积近 70% 的市场份额，是跟踪显示面板出货量最为重要的指标之一。根据中商产业研究院的统计数据，2016 年全球电视出货面积为 1.14 亿平方米，到 2019 年出货面积达到了 1.39 亿平方米，2016-2019 年年均复合增速达 6.83%。考虑到 2020 年全球疫情对电视面板市场需求带来了一定的冲击，使得 2020 年增速出现下滑，但是随着疫情逐渐恢复，电视面板的需求有望持续增长，2021 年全球电视面板出货面积有望达到 1.55 亿平方米。而且，目前电视面板的平均尺寸也在持续增长，据中商产业研究院统计，目

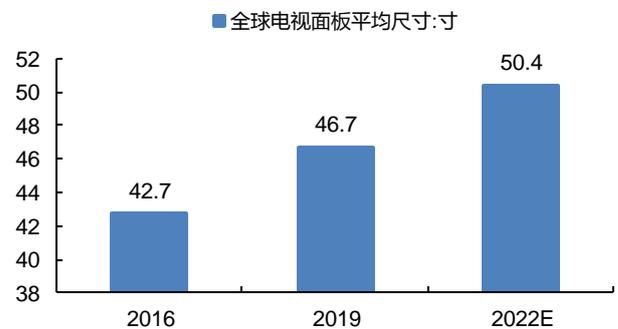
前电视面板平均尺寸已从 2016 年的 42.7 寸, 增长至 2019 年的 46.7 寸, 平均每年增长 1.33 寸, 并有望在 2022 年达到 50.4 寸, 电视面板平均尺寸的不断增长, 也将带动电视面板出货面积不断提升。

图 26: 全球电视面板出货面积预测 (百万平方米)



资料来源: 中商产业研究院, 财信证券

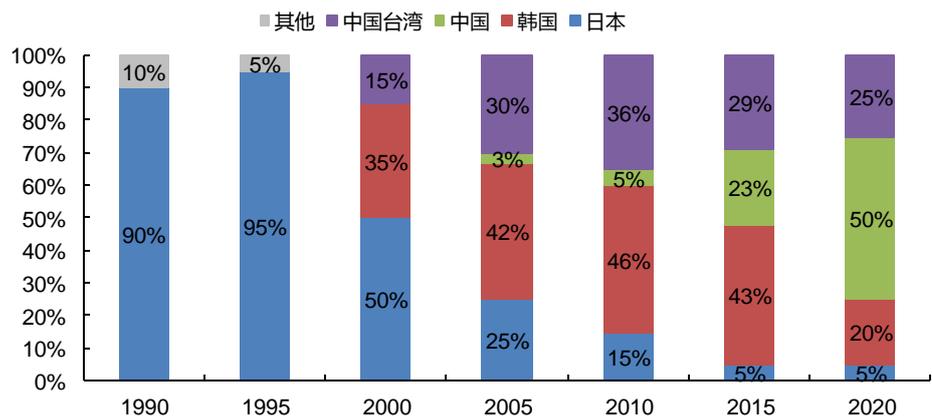
图 27: 全球电视面板平均尺寸不断提升



资料来源: 中商产业研究院, 财信证券

全球 LCD 产能持续向国内转移, 国产湿电子化学品替代空间加大。1995 年以前, 全球 LCD 产能基本被日本垄断, 到 2000 年, 韩国通过抢占日本的市场空间达到了全球 35% 的市占率。随后, 全球面板产业链开始向中国转移, 2005 我国 LCD 产能仅占全球产能的 3%, 2010 年小幅提升至 5%, 随后的十年成为我国面板行业快速发展的十年。至 2020 年, 我国 LCD 产能已经占据了全球产能的 50% 并且还在不断提升。未来随着全球 LCD 产能不断向国内转移, 国产面板湿电子化学品将逐步替代国外, 这将拉动国产面板湿电子化学品的需求量快速增长。

图 28: 全球 LCD 产能向国内转移



资料来源: 赛迪顾问, 前瞻产业研究院, 财信证券

OLED 抢占智能穿戴设备市场, 渗透率稳步提升。相对于 LCD, OLED 具备发光亮度高, 色彩鲜艳, 响应速度快等特点, 目前正在不断提升在智能穿戴设备行业的渗透率。根据群智咨询的统计数据, 2021 年, 全球智能手机 OLED 渗透率将达到 39%, 2023 年将进一步提升至 49% 的水平。近年来, OLED 应用也在逐渐多元化, 除了智能手机之外,

OLED 在智能穿戴设备、笔记本电脑、平板电脑等市场的占比也在不断提升。根据群智咨询的预测数据，2025 年全球中小尺寸 OLED 面板市场规模将达到近 12 亿片，其中非智能手机采用的 OLED 面板出货预计约为 4 亿片左右。

全球 OLED 市场被韩国主导，我国企业正积极突破。在全球 OLED 市场上，韩国企业占据绝对优势，如三星具备充足的产能和非常成熟的 AMOLED 技术。根据 Sigmaincell 的数据显示，2019 年其 OLED 市场占有率高达 85.4%，远超其他企业。其中，其柔性 OLED 的市场占有率也达到了 81.6%，是当之无愧的行业龙头公司。目前，我国企业也在 OLED 市场上积极寻求突破，京东方、深天马、维信诺等公司也在大力布局 OLED 产线。据不完全统计，我国目前 OLED 产线超 20 条，设计月产能超过 1200K，其中京东方拥有 5 条 OLED 产线，4 条为 G6 代线，一条为 G5.5 代线，合计月产能为 246K，是我国 OLED 行业的龙头公司。随着我国企业 OLED 技术突破叠加产能的不断释放，未来我国 OLED 产业国产化率有望快速上行。

表 8：我国 OLED 产能（不完全统计）

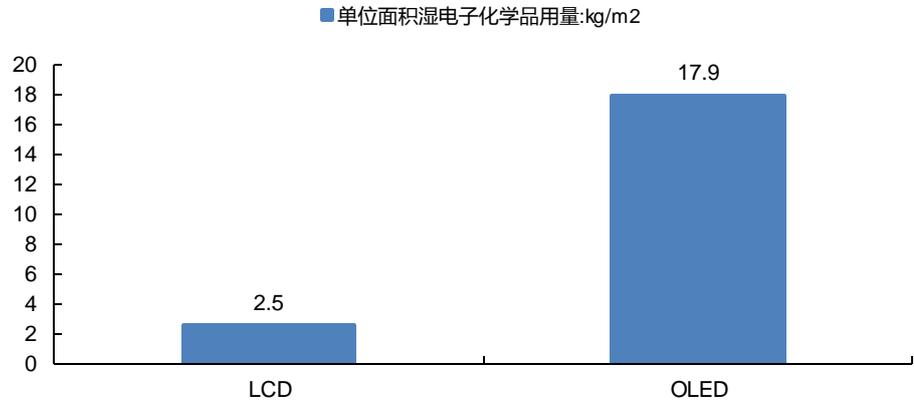
	产线地点	产品类型	世代线	设计产能/(K/月)	投产时间
京东方	鄂尔多斯 B6	AMOLED	5.5	54K	2014.07
	绵阳 B11	AMOLED	6	48K	2019 年二季度
	成都 B7	AMOLED	6	48K	2017.10
	重庆 B12	AMOLED	6	48K	2020 年四季度
	福州 B15	WOLED	6	48K	2021 年一季度
深天马	上海	AMOLED	5.5	15K	2016.07
	上海	AMOLED	4.5	12.5K	2012
	武汉	AMOLED	6	37.5K	2018.06
	武汉	AMOLED	6	-	2020 年第三季度
维信诺	昆山	刚性&柔性	5.5	15K	2017
	固安	AMOLED	6	30K	2018 年第四季度
	合肥	AMOLED	6	30K	2021 年一季度
	广州	AMOLED	6	-	-
信利	惠州	AMOLED	4.5	90K	-
	眉山	AMOLED	6	30K	-
柔宇科技	深圳	AMOLED	6	5000 万片显示模组/年	2018.06
和辉光电	上海	AMOLED	4.5	90K	2014 年四季度
	上海	AMOLED	6	30K	2021
华星光电	武汉 T4	AMOLED	6	-	2020H1
	深圳 T6	LCD/AMOLED	11	45K	2019 年底
华映	莆田	-	6	-	2019
LG	广州	大尺寸	8.5	90K	2019
坤同	陕西	柔性	6	30K	2021

资料来源：京东方、深天马等公司官网、公告，前瞻产业研究院，财信证券

单位面积 OLED 面板的湿电子化学品消耗量远超 LCD 面板。由于 OLED 的生产工艺较 LCD 技术难度更高，程序更为复杂，制备工序更多，因此单位面积的 OLED 面板湿电子化学品消耗量远超 LCD 面板。根据中国电子材料行业协会的数据，加工单位面积的 LCD 面板仅需要消耗湿电子化学品 2.5kg，加工单位面积的 OLED 面板则需要消耗湿电

子化学品 17.9kg，是同等面积 LCD 的消耗量 7 倍。随着 OLED 产能的不断扩大叠加其渗透率不断提升，未来面板行业湿电子化学品的需求将快速增长。

图 29：单位面积 OLED 湿电子化学品耗用量远超 LCD



资料来源：中国电子材料行业协会，财信证券

3 高端产能投产在即，静待公司业绩开花

3.1 三大基地布局逐渐成型，G5 级产能构筑核心竞争力

三大基地布局逐渐成型。公司目前拥有三大生产基地，分别是江阴本部、四川眉山和江苏镇江，产品全品类覆盖通用湿电子化学品和功能湿电子化学品，产品等级包括 G2-G5 级，广泛应用于下游光伏电池、显示面板和半导体行业。

江阴本部拥有湿电子化学品产能 9 万吨，分两期建设而成，一期 4.5 万吨湿电子化学品于 2012 年投产，后技改新增产能 1 万吨，产品等级均为 G2-G3 级，应用于下游光伏电池板和显示面板行业；二期新增产能 3.5 万吨，产品等级上升至 G3-G4 级，产品广泛应用于半导体行业和显示面板行业。

四川眉山工厂拥有湿电子化学品产能 6 万吨，预计于 2021 年年底正式投产运行。眉山工厂 6 万吨产能以蚀刻液、剥离液等功能性湿电子化学品为主，主要是为了配套成渝、西安等西南地区的面板客户，产品等级均为 G2-G3 级，目前处于试生产阶段，预计将于 2021 年年底正式投产运行。

镇江工厂（一期）拥有湿电子化学品产能 5.8 万吨，G5 级高技术壁垒构建核心竞争力。镇江工厂规划三期建设完成，合计产能为 22.8 万吨，产品等级均为 G5 级，重点针对高端集成电路行业。其中，一期 5.8 万吨产能已经取得试生产许可证，预计将于明年年初正式投产运行。随时一期项目的顺利投产，公司二期、三期也将按照计划稳步推进，届时公司将全品类覆盖 G5 级湿电子化学品，为公司构建核心竞争力。

表 9：公司现有产能情况

生产基地	项目名称	实施主体	主要产品	新增产能	产品等级	投产时间	产品覆盖范围	应用范围
江苏江阴	年产 8 万吨超 纯湿法电子化学 品-超净高纯试剂、 光刻胶及其配套试剂 项目（一期 4.5 万 吨产能建设）	江化微（上市 公司）	超净高纯试剂：硫 酸、双氧水、氨 水、氢氟酸等 3.24 万吨，光刻 胶及其配套试剂： 显影液、漂洗液、 剥离液、蚀刻液 等 1.26 万吨	4.5 万 吨	G2-G3	2012	以华东地区 （无锡、苏 州、上海） 为主，覆盖 全国范围	光伏电 池、显示 面板
	年产 1.6 万吨超 纯湿电子化学 品-蚀刻液、剥离液技 术改造扩能项目		蚀刻液、剥离液	1 万吨	G2-G3	2019		光伏电 池、显示 面板
	年产 8 万吨超 纯湿法电子化学 品-超净高纯试剂、光 刻胶及其配套试剂 项目（二期 3.5 万 吨产能建设）		超净高纯试剂：硫 酸、双氧水、氨 水、氢氟酸、磷 酸、丙酮等，光 刻胶及其配套试 剂：显影液、漂洗 液、剥离液、蚀 刻液、稀释剂等	3.5 万 吨	G3-G4	2020		半导体、 显示面 板
四川眉山	年产 6 万吨超 高纯湿电子化学 品及再生利用项 目及年产 3 万吨 超高纯湿电子 化学品、副产 0.2 万吨工业级 化学品再生利用 项目	四川江化微 电子材料有 限公司（全 资子公司）	铜蚀刻液、铝 蚀刻液、剥离液， 异丙醇等	6 万吨	G2-G3	2021	以成渝、西 安等西南地 区为主，保 证客户供货 安全	以功能 性试剂 为主，主 要应用 于面板
江苏镇江	年产 22.8 万吨超 高纯湿电子化学 品、副产 0.7 万 吨工业级化学 品及再生利用 项目（一期）	江化微（镇 江）电子材 料有限公司（全 资子公司）	硫酸、氨水、剥 离液等	5.8 万 吨	G4-G5	2022	以华东、华 中地区为 主，覆盖全 国范围	重点针 对半导 体领域

资料来源：公司公告，财信证券

3.2 湿电子化学品配套能力全国领先

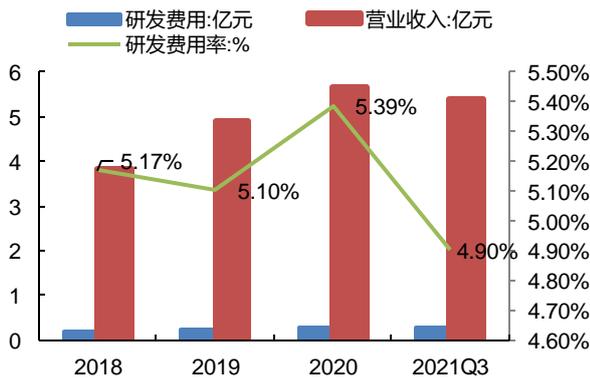
公司是国内湿电子化学品行业的龙头企业，拥有数十种湿电子化学品的生产供应能力，包括通用湿电子化学品如硫酸、双氧水、氨水、盐酸、磷酸、混酸、异丁醇、氢氧化钠等，功能性湿电子化学品如显影液、负胶显影液、负胶清洗液、负胶剥离液、正胶剥离液等，公司产品广泛应用于平板显示、半导体及 LED、光伏太阳能等多个电子领域，同时能在清洗、光刻、蚀刻等多个关键技术工艺环节中应用，是国内湿电子化学品品类最齐全、配套能力最强的生产企业之一。同时，公司拥有三大生产基地，其中**江阴和镇**

江工厂能辐射整个长三角地区，长三角地区是我国电子产业重要的生产基地，拥有中芯国际、京东方、中电熊猫、长电科技、天马微电子、华润微电子等知名厂商，对湿电子化学品需求旺盛。眉山工厂面向西南面板中心，紧密配套西南地区面板厂商如京东方、中电熊猫、天马微电子等，能极大程度降低运输费用，提高公司的盈利能力。

3.3 重视研发投入，拥有多项核心专利

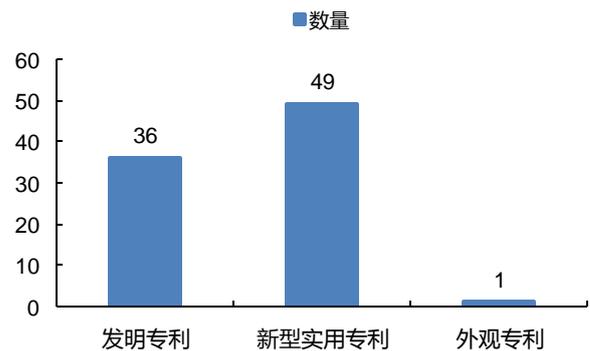
重视研发的专精特新“小巨人”。公司非常重视研发投入，2018-2020 年公司平均研发费率为 5.22%，处于行业前列。2021 年前三季度，公司投入研发费用合计 2644.98 万元，同比增长 36.84%，研发费用占营业收入比重达 4.90%。公司拥有一支超过 40 人的专业研发团队，董事长殷福华先生拥有近 30 年的湿电子化学品研究、生产、管理经验，在湿法电子化学品领域享有丰富的技术和研发经验。同时，公司与南京大学建立了稳定的合作关系，共同就相关技术进行合作研发，保证了公司研究的先进性和前瞻性。目前，公司拥有核心专利 86 项，其中发明专利 36 项，实用新型专利 49 项，外观设计专利 1 项，高效的研发大幅提升了公司的产品竞争力和进入门槛，在持续不断的研发创新下，公司成功入选工业和信息化部开展的第三批专精特新“小巨人”企业。

图 30：历年研发费用率



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 31：公司专利数量



资料来源：公司公告，财信证券

4 盈利预测

预计公司 2021 年-2023 年分别实现营业收入 7.94、15.73、20.64 亿元，实现归母净利润 0.48、1.63、2.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.25、0.83、1.16 元。考虑到下游晶圆厂的大幅新增产能，高端 G5 级湿电子化学品有望迎来需求旺盛期。公司是国产湿电子化学品的行业龙头，全品类布局的优势叠加 G5 级湿电子化学品的高技术壁垒，公司有望进入业绩快速释放期。参考国产电子材料的平均估值，我们给予公司 2022 年 43-47 倍 PE，公司 2022 年目标市值区间 70.09-76.61 亿元，目标股价区间 35.77-39.09 元，给予公司“推荐”评级。

5 风险提示

原材料价格波动；

限电限产加剧；

行业竞争加剧；

项目投产不及预期；

G5 产能验证不及预期；

国产替代不及预期。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	490.43	563.79	793.75	1572.99	2064.23	费用率					
减:营业成本	342.90	418.22	626.64	1161.92	1487.43	毛利率	0.30	0.26	0.21	0.26	0.28
营业税金及附加	2.49	3.49	5.22	10.35	13.58	三费/销售收入	0.17	0.09	0.13	0.13	0.14
销售费用	48.76	10.75	14.21	28.16	36.95	EBIT/销售收入	0.13	0.17	0.12	0.17	0.19
管理费用	32.95	35.22	52.18	103.41	135.70	销售净利率	0.11	0.13	0.06	0.10	0.11
财务费用	3.97	4.03	37.13	77.13	123.10	投资回报率					
资产减值损失	-0.38	-0.29	-0.35	-0.35	-0.35	ROE	0.04	0.05	0.04	0.13	0.16
加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.05	0.05	0.03	0.05	0.06
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	0.08	0.08	0.06	0.07	0.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率					
营业利润	59.75	92.37	58.72	192.38	267.83	销售收入增长率	0.28	0.15	0.41	0.98	0.31
加:其他非经营损益	-0.09	-0.43	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	0.10	0.51	0.00	1.81	0.45
利润总额	59.66	91.94	58.72	192.38	267.83	EBITDA 增长率	0.14	0.38	0.73	0.79	0.58
减:所得税	6.20	16.98	11.14	31.19	42.51	净利润增长率	0.03	0.40	-0.37	2.39	0.40
净利润	53.47	74.96	47.58	161.19	225.32	总资产增长率	0.32	0.50	0.55	0.67	0.36
减:少数股东损益	1.59	0.76	-0.48	-1.61	-2.25	股东权益增长率	0.03	0.41	0.03	0.09	0.12
归母净利润	34.52	58.19	48.05	162.80	227.57	营运资本增长率	0.06	-1.37	8.27	0.18	0.71
资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	321.35	520.73	317.50	629.20	825.69	资产负债率	0.41	0.54	0.69	0.79	0.83
应收和预付款项	192.50	200.99	458.13	846.31	864.68	投资资本/总资产	0.80	0.68	1.02	0.89	0.97
存货	33.07	30.51	77.02	122.36	132.87	带息债务/总负债	0.68	0.47	0.92	0.80	0.92
其他流动资产	1.91	0.34	0.34	0.34	0.34	流动比率	1.69	1.03	0.48	0.44	0.34
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.58	0.99	0.44	0.40	0.32
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	0.37	0.19	0.33	0.33	0.33
固定资产	516.88	977.85	1954.79	3231.72	4799.48	收益留存率	0.63	0.81	0.67	0.67	0.67
无形资产	82.07	84.32	74.90	65.49	56.07	营运能力					
其他非流动资产	141.21	117.15	117.15	117.15	117.15	总资产周转率	0.38	0.29	0.26	0.31	0.30
资产总计	1289.00	1931.88	2999.82	5012.57	6796.29	固定资产周转率	2.45	2.39	0.92	2.10	1.28
短期借款	155.19	175.16	1602.64	2887.37	4878.96	应收账款周转率	2.68	2.86	1.8	1.9	2.5
应付和预收款项	158.96	552.40	161.39	782.68	425.62	存货周转率	10.37	13.71	8.1	9.5	11.2
长期借款	205.32	314.01	314.01	314.01	314.01	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
其他负债	11.00	0.04	0.00	0.00	0.00	EPS	0.18	0.30	0.25	0.83	1.16
负债合计	530.47	1041.61	2078.05	3984.06	5618.59	BPS	4.03	5.70	5.86	6.41	7.19
股本	109.20	150.75	150.75	150.75	150.75	PE	160.21	95.03	115.08	33.97	24.30
资本公积	324.11	561.69	561.69	561.69	561.69	PEG	2.37	1.65	18.05	0.50	0.42
留存收益	356.96	404.23	436.21	544.55	696.00	PB	7.00	4.95	4.81	4.40	3.93
母公司股东权益	790.27	1116.67	1148.65	1256.99	1408.43	PS	11.28	9.81	6.97	3.52	2.68
少数股东权益	-0.59	-1.35	-1.83	-3.44	-5.69	PCF	124.81	-408.80	-11.44	10.00	27.88
权益合计	789.68	1115.32	1146.82	1253.55	1402.74	EBIT	63.56	95.83	95.85	269.51	390.93
负债和权益合计	1320.15	2156.93	3224.87	5237.61	7021.33	EV/EBIT	52.18	46.40	64.36	27.65	24.15
现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	EV/EBITDA	35.93	34.91	27.97	18.90	15.11
经营性现金净流	44.31	-13.53	0.00	552.77	198.35	EV/NOPLAT	58.34	56.55	77.95	32.86	28.61
投资性现金净流	-198.21	-272.80	0.00	-1394.21	-1794.21	EV/IC	3.24	3.40	2.01	1.67	1.43
筹资性现金净流	239.30	376.50	0.00	1153.14	1792.36	ROIC-WACC	0.08	0.08	0.05	0.06	0.05

资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438