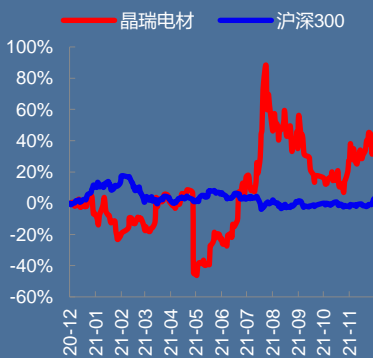


证券研究报告
公司研究
公司点评报告
晶瑞电材 (300655.SZ)
投资评级 **买入**
上次评级 **买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

李少青 电子行业分析师

执业编号：S1500520080004

联系电话：18616987704

邮箱：lishaoqing@cindasc.com

相关研究

《晶瑞电材：电子材料领军，步入国产替代机遇期》2021.08.26

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

购入 KrF 光刻机，定增加码高纯硫酸

2021年12月16日

事件：2021年12月08日，公司在互动易平台上表示，近期已购得 KrF 光刻机一台，可用于 KrF 光刻胶曝光测试。

点评：

➢ **补齐设备最后一环，KrF 光刻胶量产在即。**光刻机不仅对晶圆厂光刻工艺至关重要，也是光刻胶生产制造环节的核心检测设备，此前，晶瑞电材已经购得用于负胶、g 线、i 线、ArF 等 4 台光刻机，此次购入的 KrF 光刻机将用于其 KrF 光刻胶量产产线。目前，公司 KrF 光刻胶已完成中试，产品分辨率达到 0.25~0.13 μm ，并于多家晶圆厂客户测试验证。KrF 光刻胶是用量仅次于 ArF 光刻胶的核心光刻胶品类，且其对应的 IC 成熟制程亦是我国半导体制造企业的重要扩产方向，我们认为随着核心光刻机设备的就位，公司 KrF 量产进度有望进一步加快，在助力高端光刻胶国产化的同时，亦有望抓住晶圆厂扩产潮带来的客户认证窗口机遇，实现其光刻胶业务规模的快速成长。

➢ **定增加码高纯硫酸，业绩弹性值得期待。**公司半导体超净高纯试剂品类涵盖市场需求最旺盛的双氧水、硫酸和氨水等，且产品纯度已经达到 10ppt 级别水平，处于国际先进水平，并实现向中芯国际、华虹宏力、武汉新芯、长江存储等国内主流半导体企业供货。同时，公司积极扩产加速国产替代，为了增加半导体级高纯硫酸产能供应，公司拟定增募资不超过 2.77 亿元，用于子公司阳恒化工高纯硫酸扩差项目，预计新增产能 6 万吨，项目建设期为一年。该项目将打破国产半导体级高纯硫酸产能供给瓶颈，为国内晶圆厂客户提供高品质产品，并持续增厚公司业绩。

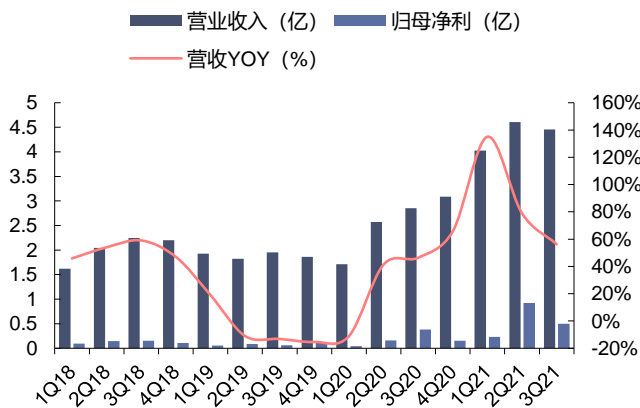
➢ **Q3 业绩稳步增长，现金流持续向好。**受益于光刻胶、半导体高纯试剂及新能源材料三大业务板块共同成长，公司三季度业绩稳中向好，Q3 实现营收 4.46 亿元，同比增长 56.23%，实现归母净利润 4995.99 万元，同比增长 20.80%，实现扣非净利 3916.47 万元，同比增长 146.19%。同时，公司盈利能力和现金流情况亦有显著改善，公司三季度毛利率 25.64%，环比增长 7.0pct；公司三季度经营活动净现金流 1.30 亿元，环比增长 1.16 亿元并创历史新高。

➢ **盈利预测与投资评级：**晶瑞电材凭借在微电子化学品行业 30 余年的深耕积累，三大主营业务板块均步入高速成长期。并且伴随 KrF 等高端光刻胶、硫酸/双氧水等高纯试剂以及 NMP 新产能释放，公司业绩有望大幅提升。我们预计 21/22/23 年其归母净利润分别为 2.18/3.30/5.23 亿元，对应 PE 为 75/50/31 倍。我们看好公司在光刻胶、超净高纯试剂和锂电材料等领域的领先优势，维持对公司的“买入”评级。

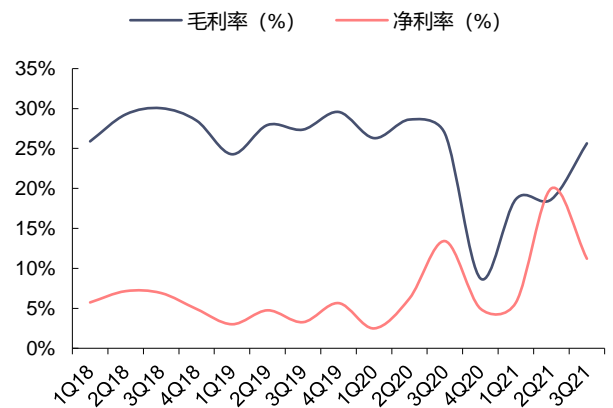
➢ **风险因素：**客户验证不及预期，下游需求不及预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	755.72	1022.33	1881.44	2559.30	3570.60
增长率 YoY	-6.80%	35.28%	84.03%	36.03%	39.51%
归属母公司净利润(百万元)	31.32	76.95	217.55	329.65	522.64
增长率 YoY	-37.64%	145.72%	182.72%	51.53%	58.54%
毛利率	27.26%	21.74%	25.74%	31.33%	33.63%
净资产收益率ROE	5.83%	8.19%	15.33%	19.71%	25.42%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.41	0.64	0.97	1.53
市盈率 P/E(倍)	524	213	75	50	31

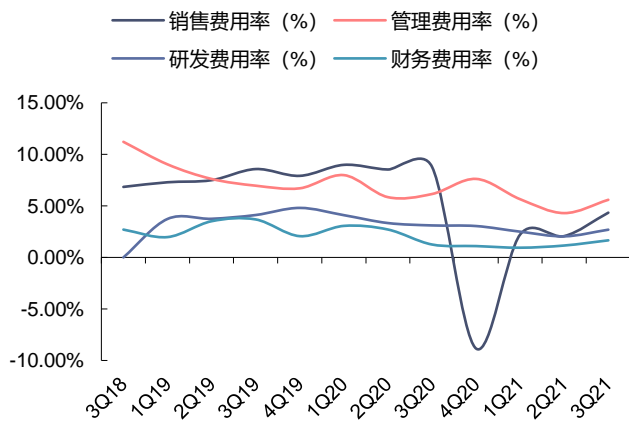
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 12 月 16 日收盘价

图 1: 晶瑞电材营收及利润表现


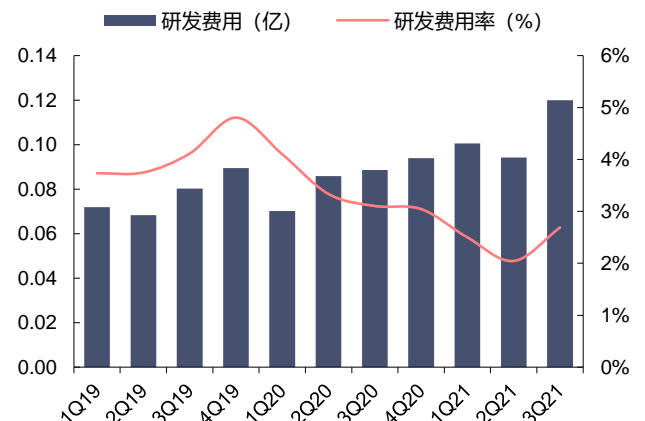
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 晶瑞电材利润率表现


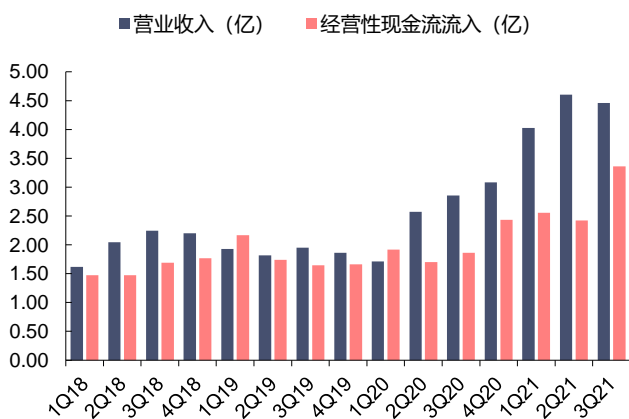
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 晶瑞电材期间费用率情况


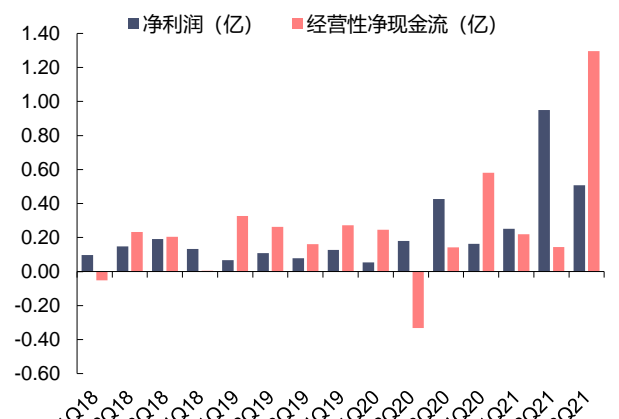
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 晶瑞电材研发费用情况 (亿元)


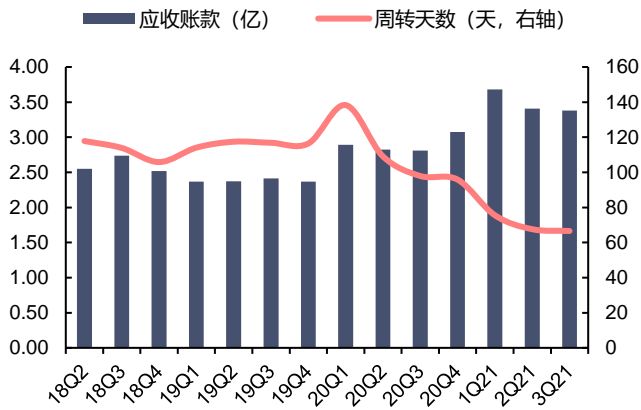
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 晶瑞电材营收与经营性现金流流入 (亿元)


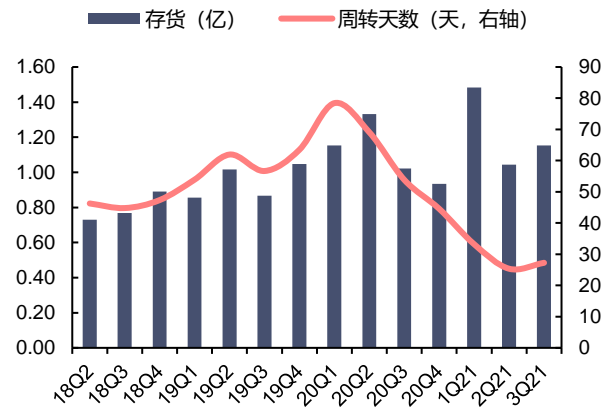
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 晶瑞电材净利润与经营性净现金流 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 晶瑞电材存货情况 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 晶瑞电材应收账款情况 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	681.62	926.64	1389.13	1827.11	2589.95
货币资金	219.03	293.76	405.39	485.91	615.59
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	236.95	307.42	565.75	769.59	1073.69
预付账款	3.81	13.28	23.19	29.17	39.33
存货	104.73	93.33	211.86	234.45	337.72
其他	117.10	218.85	182.93	307.99	523.62
非流动资产	619.55	1156.83	1115.81	1182.96	1259.57
长期股权投资	19.85	54.72	54.72	54.72	54.72
固定资产(合计)	360.02	481.10	491.39	542.61	579.90
无形资产	55.54	104.06	117.94	130.42	141.66
其他	184.15	516.95	451.77	455.21	483.29
资产总计	1301.17	2083.47	2504.94	3010.07	3849.52
流动负债	348.01	432.57	635.71	820.83	1153.85
短期借款	133.44	158.89	233.93	318.22	479.86
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	152.28	183.58	320.62	403.30	543.77
其他	62.30	90.10	81.16	99.31	130.21
非流动负债	328.62	264.73	258.64	259.56	260.08
长期借款	152.20	146.15	146.15	146.15	146.15
其他	176.41	118.58	112.50	113.41	113.94
负债合计	676.63	697.30	894.36	1,080.38	1,413.93
少数股东权益	58.62	71.90	86.69	109.11	144.64
归属母公司股东权益	565.92	1,314.26	1,523.90	1,820.58	2,290.95
负债和股东权益	1301.17	2083.47	2504.94	3010.07	3849.52

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	755.72	1022.33	1881.44	2559.30	3570.60
同比(%)	-6.80%	35.28%	84.03%	36.03%	39.51%
归属母公司净利润	31.32	76.95	217.55	329.65	522.64
同比(%)	-37.64%	145.72%	182.72%	51.53%	58.54%
毛利率(%)	27.26%	21.74%	25.74%	31.33%	33.63%
ROE%	5.83%	8.19%	15.33%	19.71%	25.42%
EPS(摊薄)(元)	0.21	0.41	0.64	0.97	1.53
P/E	522	212	75	50	31
P/S	22	16	9	7	5
EV/EBITDA	67	52	45	33	22

会计年度	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	755.72	1,022.33	1,881.44	2,559.30	3,570.60
营业成本	549.70	800.04	1,397.25	1,757.59	2,369.77
营业税金及附加	4.30	6.28	11.56	15.72	21.93
销售费用	59.13	35.17	64.73	88.05	122.84
管理费用	57.31	69.76	136.17	185.23	258.42
研发费用	30.98	33.85	69.71	94.82	132.29
财务费用	21.22	19.17	25.19	30.97	42.02
减值损失合计	-5.11	-7.00	-11.16	-14.51	-19.72
投资净收益	1.26	2.09	0.86	1.40	1.45
其他	6.31	26.95	76.06	-1.44	-8.18
营业利润	45.76	94.09	264.92	401.40	636.33
营业外收支	-0.18	0.00	-0.21	-0.28	-0.40
利润总额	45.57	93.63	264.71	401.12	635.93
所得税	7.46	11.45	32.37	49.05	77.76
净利润	38.11	82.18	232.34	352.07	558.17
少数股东损益	6.80	5.23	14.79	22.41	35.53
归属母公司净利润	31.32	76.95	217.55	329.65	522.64
EBITDA	115.24	183.24	372.87	518.10	773.04
EPS(当年)(元)	0.21	0.41	0.64	0.97	1.53

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	102.37	63.78	147.17	210.12	231.42
净利润	38.11	82.18	232.34	352.07	558.17
折旧摊销	51.44	69.09	82.96	86.02	95.08
财务费用	18.23	20.52	25.19	30.97	42.02
投资损失	-0.40	-1.26	-2.09	-0.86	-1.40
营运资金变动	3.94	-99.22	-197.90	-256.93	-463.11
其它	-8.10	-6.70	5.44	-0.60	0.70
投资活动现金流	-88.02	-357.76	-51.08	-149.96	-169.09
资本支出	-79.79	-245.83	-108.17	-138.24	-162.01
长期投资	71.23	115.28	571.75	0.00	0.00
其他	-79.46	-227.21	-514.66	-11.72	-7.08
筹资活动现金流	107.42	336.86	15.54	20.35	67.36
吸收投资	8.90	715.99	35.59	32.97	52.26
借款	166.08	-66.67	-26.39	0.00	0.00
支付利息或股息	-21.22	-19.17	-46.95	-63.93	-94.29
现金流净增加额	121.76	42.88	111.63	80.51	129.69

研究团队简介

李少青，武汉大学硕士，2018年加入西南证券，2020年加入信达证券，覆盖半导体产业链。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。