

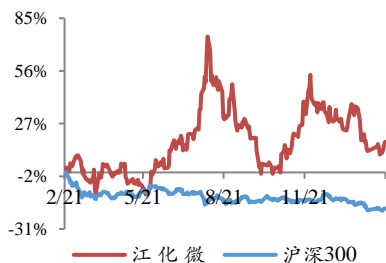
国内湿电子化学品领军企业，新产能释放未来可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-02-17

收盘价（元）	25.08
近 12 个月最高/最低（元）	37.53/18.85
总股本（百万股）	196
流通股本（百万股）	196
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	49
流通市值（亿元）	49

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

邮箱：huy@hazq.com

联系人：刘体劲

执业证书号：S0010120070037

邮箱：liutj@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 投资要点

1、国内湿电子化学品领军者，国资引入，综合实力提升。

江化微创立于 2001 年，二十余载一直深耕于湿电子化学品，公司是目前国内生产规模大、品种齐全、配套完善的湿电子化学品专业服务提供商。2021 年 11 月份，公司通过“股票转让+定增”的方式，引入淄博星恒途松控股有限公司，淄博市财政局成为公司的实际控制人。国资背景的加入大大提升了公司的信用背书和融资能力，同时，山东省是我国的传统化工大省，淄博有着诸多化工原材料供应商，国资引入有助于解决公司上游原材料价格波动较大的问题，提升公司的盈利能力。

2、湿电子化学品市场空间大，国产替代需求强烈

1) 行业空间较大：2020 年全球市场规模达到 50.84 亿美元，中国湿电子化学品市场规模为 100.62 亿元，2011 年到 2022 年湿电子化学品 CAGR 达到 15.36%；2) 应用广泛：湿电子化学品作为电子工业中的关键性基础化工材料被广泛应用于平板显示、半导体、光伏太阳能领域，行业格局稳固，各项利好政策文件明确了湿电子化学品为国家战略性新兴产业。3) 替代空间大：全球湿电子化学品市场主要被欧美及日本企业所控制，与国外湿电子化学品制造商相比，国内制造商在生产技术，生产工艺和配方技术这几个方面都有提升空间，但是在本土化配套和服务方面具有一定的优势。特别在高端市场如 12 英寸晶圆和 G8.5 代以上高世代线平板显示器湿电子化学品要求达到 G5 级别，国产化率仅占 10% 左右。按照销售收入规模计算，湿电子化学品龙头公司江化微和格林达，仅占 2020 年中国整个湿电子化学品市场的 5.44% 和 5.79%。

3、三大产业基地产能释放，G1-G5 全面覆盖

公司坐拥江苏江阴、四川眉山、江苏镇江三大产业基地。2021 年，公司四川眉山项目和江苏镇江一期项目正式进入投产阶段，四川眉山 6 万吨湿电子化学品项目主要针对西南地区平板显示客户，生产基地紧靠成渝电子产业群有效解决了远距离运输成本问题以及保证了湿电子化学品的安全性；江苏镇江一期 5.8 万吨项目主要针对长三角及安徽等地区的半导体领域客户，产品主要等级以 G4-G5 为主，目标为 12 英寸高端半导体市场，有助于公司提升自身核心竞争力。

● 投资建议

公司是国内湿电子化学品的领军企业，未来发展空间广阔。我们预计公司 2021/2022/2023 年营业收入 7.70 亿元/11.01 亿元/16.18 亿元，归母净利润为 0.50 亿元/1.31 亿元/2.01 亿元，对应 PE 分别为 98X/37X/24X。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

上游原材料价格波动；四川基地和镇江基地产能不及预期；新产品研发不及预期；G5 技术存在不确定性。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	563.79	770.39	1100.69	1618.43
收入同比 (%)	14.96%	36.64%	42.88%	47.04%
归属母公司净利润	58.19	49.87	131.29	200.57
净利润同比 (%)	68.58%	-14.30%	163.26%	52.77%
毛利率 (%)	25.82%	21.24%	27.31%	27.72%
ROE (%)	5.15%	4.15%	9.99%	13.51%
每股收益 (元)	0.30	0.25	0.67	1.02
P/E	84.21	98.26	37.32	24.43
P/B	4.30	3.99	3.65	3.23
EV/EBITDA	38.89	40.40	20.96	14.32

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 国内湿电子化学品领军者	5
1.1 湿电子化学品龙头，深耕湿电子化学品材料多年.....	5
1.2 引入国资控股，提升公司综合实力.....	6
1.3 营业收入增长稳定，盈利能力拐点已现.....	7
2 湿电子化学品市场前景广阔，国产化替代需求迫切	10
2.1 湿电子化学品种类繁多，用途广泛.....	10
2.2 湿电子化学品市场规模大，下游需求旺盛.....	11
2.3 湿电子化学品国产化率极低，巨大的替代进口市场空间.....	16
3 重视研发的新材料专精特新“小巨人”	17
3.1 研发和专利布局，为企业发展奠定基础.....	17
3.2 产品 G4 到 G5 升级.....	18
3.3 优质客户资源.....	19
3.4 三大基地新产能释放，本土化全面布局.....	20
4 盈利预测与估值	21
4.1 江化微营业收入、毛利率预测.....	21
4.2 可比公司与估值.....	22
风险提示	23
财务报表与盈利预测	24

图表目录

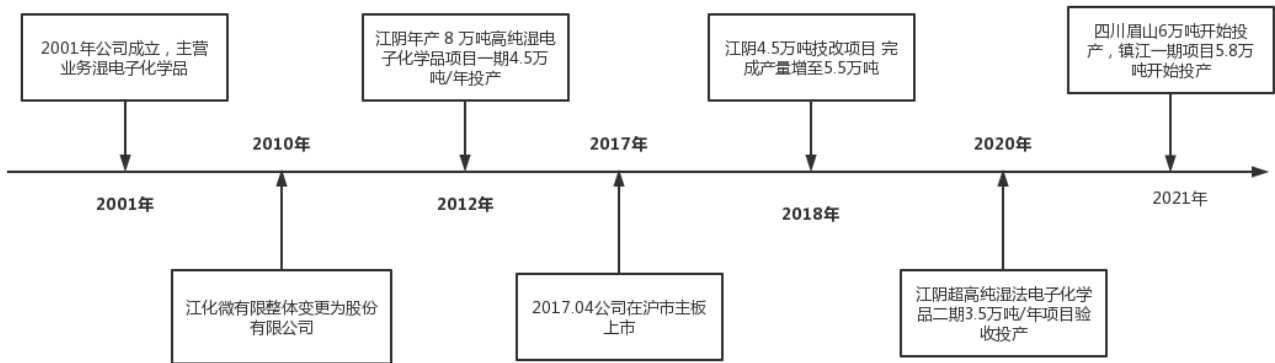
图表 1 江化微发展历程	5
图表 2 公司主要产品分类	5
图表 3 江化微产品应用领域分布	6
图表 4 江化微股权结构	6
图表 5 淄博星恒途松的股权结构	7
图表 6 基础化工原料价格	8
图表 7 江化微营业收入及同比增长	8
图表 8 江化微归母净利润及同比增长	8
图表 9 江化微按产品营收结构 (单位: 百万元)	9
图表 10 江化微按行业营收结构	9
图表 11 江化微各应用领域毛利率	9
图表 12 江化微毛利率与同行业对比	10
图表 13 湿电子化学品的分类	10
图表 14 湿电子化学品的纯度标准	11
图表 15 湿电子化学品的应用分类	11
图表 16 全球湿电子化学品市场规模	12
图表 17 全球湿电子化学品下游需求量情况 (万吨)	12
图表 18 2011 年-2020 年中国湿电子化学品市场规模	13
图表 19 中国湿电子化学品市场规模预测	13
图表 20 2011 年-2020 年中国湿电子化学品行业产量	13
图表 21 2011 年-2020 年中国湿电子化学品行业需求量	13
图表 22 中国大陆主要湿电子化学品生产企业	13
图表 23 2020 年全国太阳能发电装机容量分布图	14
图表 24 中国晶圆厂分布图	14
图表 25 中国平板显示面板厂	15
图表 26 湿电子化学品相关政策	15
图表 27 2019 年中国超净高纯化学品市场供应格局	16
图表 28 2018 年中国湿电子化学品国产化率	17
图表 29 历年研发费用率	18
图表 30 纯化工艺流程图	18
图表 31 混配工艺流程图	18
图表 32 江化微优质客户情况	19
图表 33 江化微三大基地产能及应用情况	20
图表 34 江化微各项目营业收入, 毛利率预测	22
图表 35 PE 估值: 湿电子化学品同业估值对比	22

1 国内湿电子化学品领军者

1.1 湿电子化学品龙头，深耕湿电子化学品材料多年

江阴江化微电子材料股份有限公司于 2001 年成立，是目前国内生产规模大、品种齐全、配套完善的湿电子化学品专业服务提供商。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，随后公司在 2017 年 4 月登陆沪市主板上市。公司处于国内湿电子化学品行业的第一阵营，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。

图表 1 江化微发展历程



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司主营业务为超净高纯试剂、光刻胶配套试剂等湿电子化学品的研发、生产和销售。湿电子化学品是微电子、光电子湿法工艺制程中使用的各种电子化工材料，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、测试和运输设备等等都有较为严格的要求。公司生产的湿电子化学品主要适用于平板显示、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。公司的湿电子化学品按产品成分分为纯化类产品和混配类产品，主要的生产工艺为纯化工艺和配方工艺，该两大关键技术工艺基本为精密控制下的物理反应过程，较少涉及化学反应过程，公司生产环节不存在高污染、高耗能的情况。

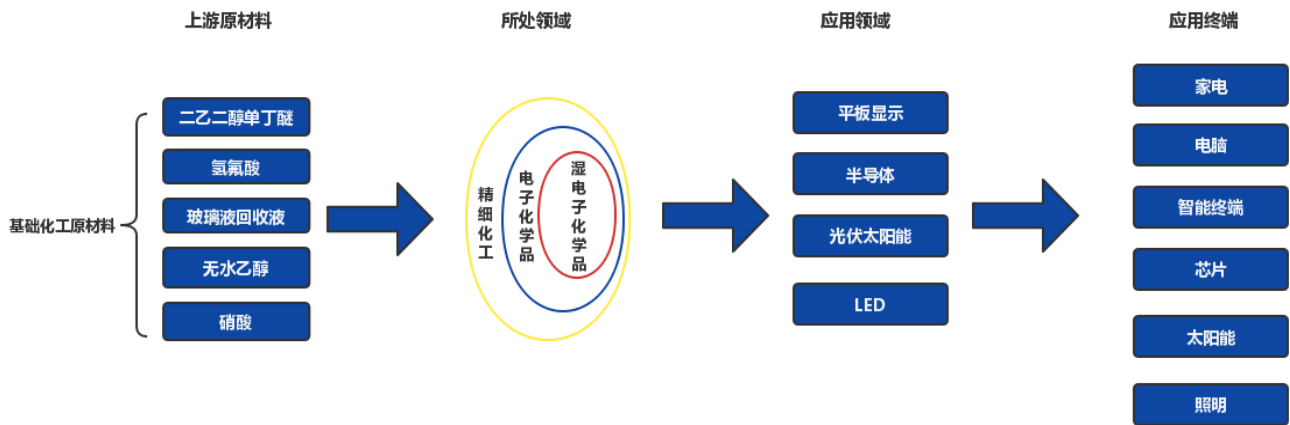
图表 2 公司主要产品分类

产品大类	产品名称	主要产品及用途
超净高纯试剂	单酸	硫酸、盐酸、硝酸、氢氟酸、冰乙酸等，主要用于半导体及光伏等领域。
	单碱	氢氧化钠、氢氧化钾、氨水等，主要用于光伏等领域
	蚀刻液	铝钨蚀刻液、铜蚀刻液、二氧化硅蚀刻液、硅蚀刻液、钛蚀刻液、ITO 蚀刻液等，主要用于平板显示、半导体等领域。

	溶剂	无水乙醇、异丙醇、甲基吡咯烷酮等，主要用于平板显示、半导体等领域。
	剥离液	正胶剥离液、负胶剥离液、酸性剥离液等，主要用于平板显示等领域。
光刻胶配套试剂	显影液	正胶显影液、负胶显影液、负胶显影漂洗液等，主要用于平板显示、半导体等领域。
	其他配套试剂	边胶清洗剂等，主要用于半导体等领域。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 江化微产品应用领域分布

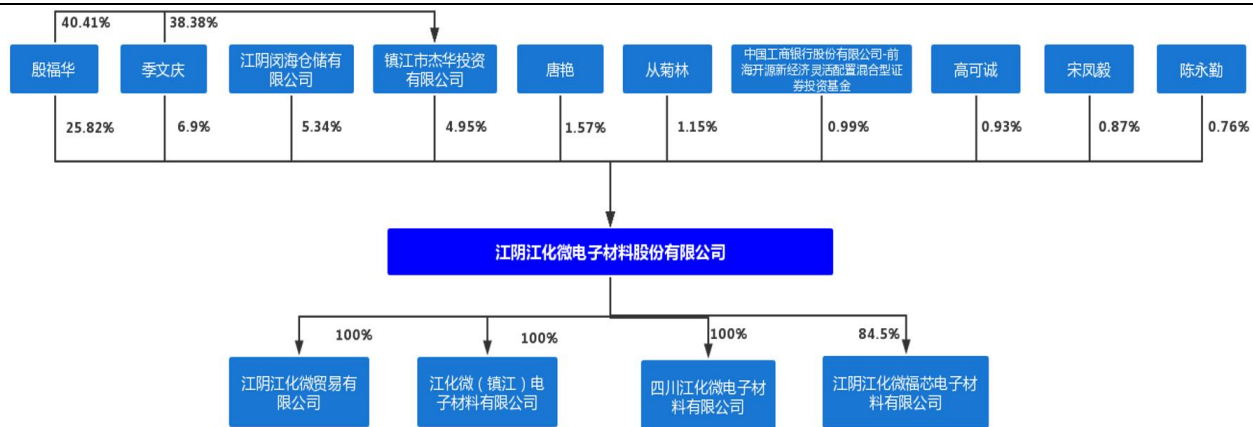


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

1.2 引入国资控股，提升公司综合实力

截至 2021 年 9 月，公司董事长殷福华为实际控制人及控股股东，公司股权集中。殷福华直接持有公司 25.82% 的股权，通过镇江市杰华投资有限公司间接持股 2%，合计持有公司 27.82% 的股权。公司第二大股东季文庆持股 6.90%，通过镇江市杰华投资有限公司间接持股 1.90%，合计持有公司 8.80% 股权。公司第三大股东江阴闽海仓储有限公司持有公司 5.34% 股权。公司拥有四家控股子公司，分别是江阴江化微贸易、江化微镇江、四川江化微、江阴江化微福芯。其中江化微镇江是公司在 G5 级湿电子化学品的重要研发和生产基地。

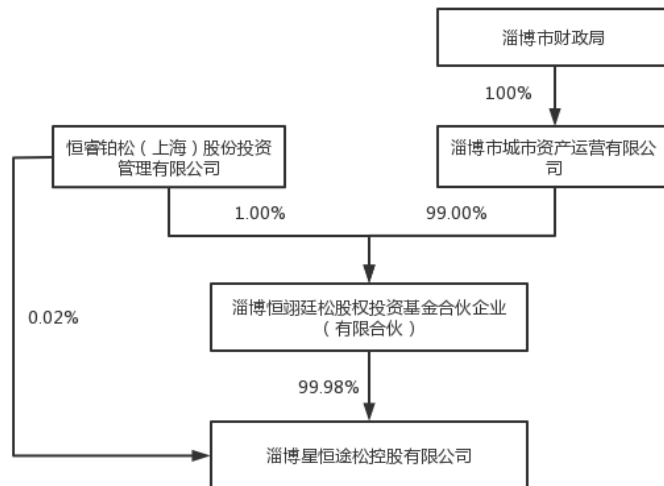
图表 4 江化微股权结构



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司通过“股份转让+非公开发行股票”方式，战略引入国资控股。2021年11月18日，公司股东殷福华、季文庆以及镇江市杰华投资有限公司与淄博星恒途松签署了《股份转让协议》。根据协议约定，殷福华、季文庆、杰华投资拟将其持有的公司股票 212,230,400 股（其中殷福华转让股份数 12,650,008 股，季文庆转让股份数 3,919,445 股，杰华投资转让股份数 5,879,167 股）转让给淄博星恒途松，转让价格为 29.88 元/股，转让总价为 670,764,766 元，合计占公司总股本的 11.46%。2021 年 11 月 18 日，公司与淄博星恒途松签署了《江阴江化微电子材料股份有限公司与淄博星恒途松控股有限公司关于江阴江化微电子材料股份有限公司非公开发行股票之股份认购协议》，淄博星恒途松拟以现金方式认购公司向特定对象非公开发行的 34,739,454 股股票，占发行后总股本的 15.06%，本次非公开发行 A 股股票募集资金总额为 70,000.00 万元。股份转让与非公开发行股票完成后，淄博星恒途松将持有公司 24.79% 股份并成为公司控股股东，淄博市财政局将成为公司实际控制人。

图表 5 淄博星恒途松的股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

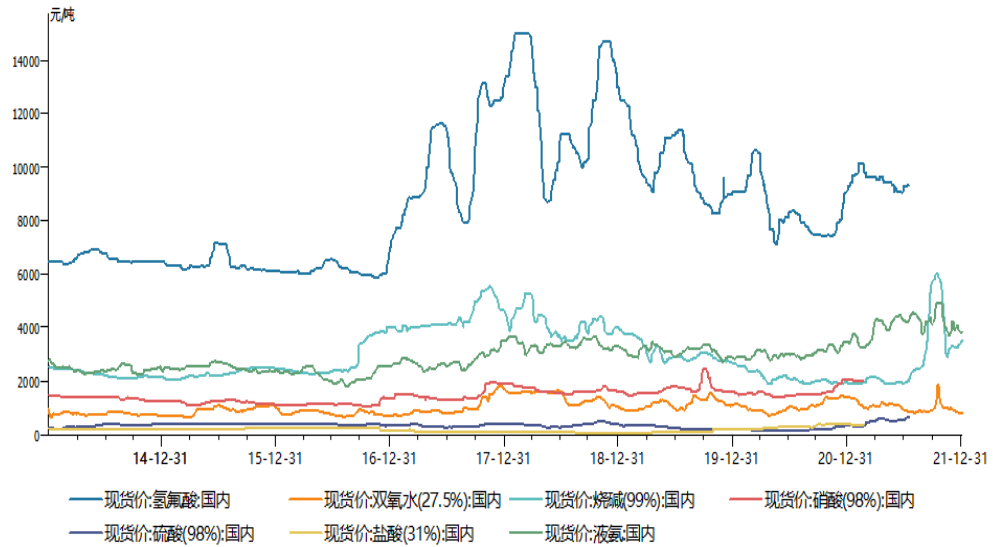
1.3 营业收入增长稳定，盈利能力拐点已现

公司营业收入稳定增长。公司的营业收入从 2016 年的 3.30 亿元增长到 2020 年的 5.64 亿元，年复合增长率为 14.08%。2021 前三季度公司营业收入为 5.40 亿元，同比增长 32.13%，与 2020 年全年营业收入 5.64 亿元接近。营收增速迅猛的原因在于我国半导体材料行业国产替代速度提升、下游半导体和面板需求旺盛，公司充分把握住行业发展机会，完善产业链布局，积极开拓全国市场，同时国内疫情把控较好，相比于去年今年经济环境复苏，公司各类销售订单上升，营业收入持续增加。

受到上游原材料价格上涨以及公司扩大市场布局，新建生产基地导致费用增加等影响，公司近几年归母净利润有所下滑。2021Q3 归母净利润为 0.28 亿元，同比下降

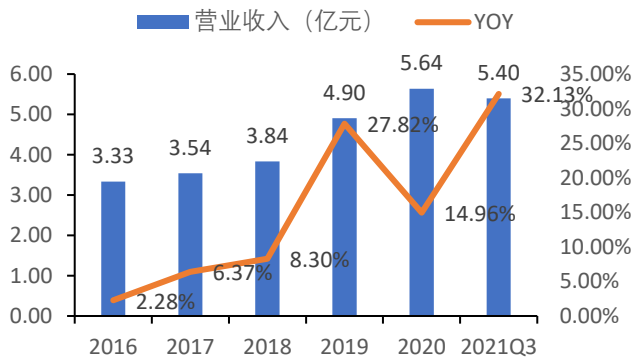
34.80%。展望未来，化工品原材料价格在 2021 年第四季度开始回落，公司江苏镇江基地、四川眉山基地产能在 2022 年进入快速释放阶段，前期投入的市场布局费用和研发费用会得到回报，预计公司盈利拐点已经出现，公司净利润和毛利率有望在 2022 年出现巨大回升。

图表 6 基础化工原材料价格



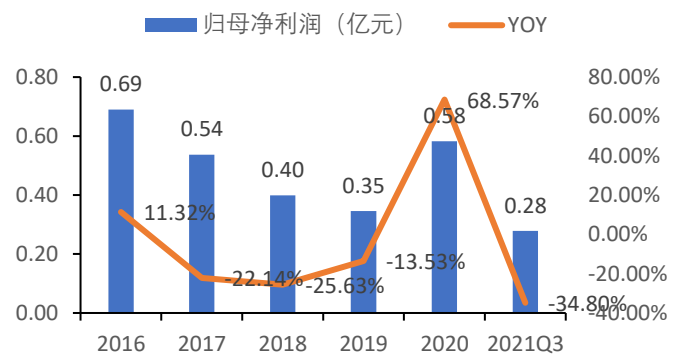
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 江化微营业收入及同比增长



资料来源：wind，华安证券研究所

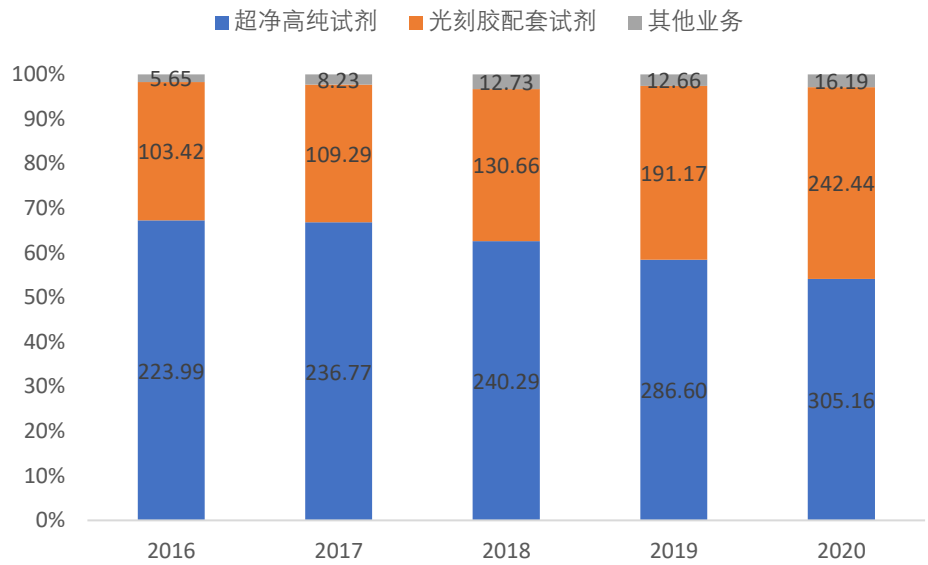
图表 8 江化微归母净利润及同比增长



资料来源：wind，华安证券研究所

从产品来看，公司主要收入来自于超净高纯试剂和光刻胶配套试剂。2020 年超净高纯试剂收入为 3.05 亿元，占营业收入 54.12%，同期增加 6.47%，收入上涨主要是公司半导体和平板显示行业客户业务上涨所致，超净高纯试剂成功导入多家 12 寸半导体和高世代线客户。光刻胶配套试剂收入为 2.42 亿元占，占营业收入 43.00%，同比上升 26.82%。

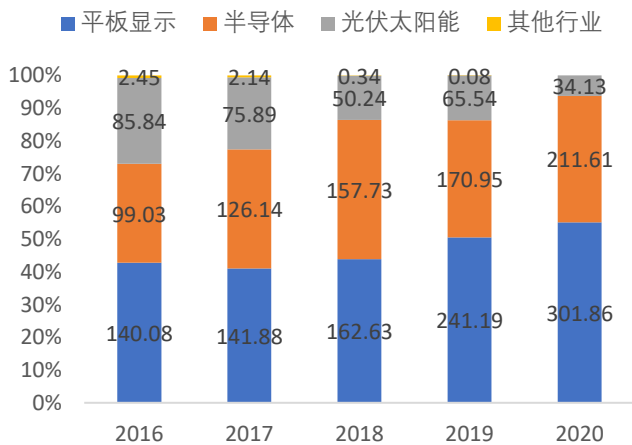
图表 9 江化微按产品营收结构 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

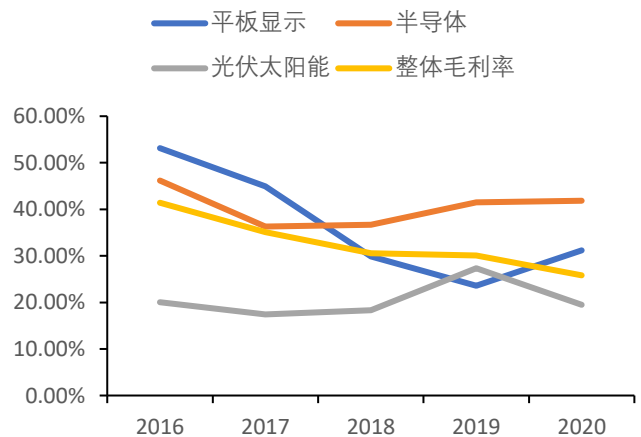
从公司产品的应用领域看, 公司的收入主要分布于平板显示、半导体和光伏太阳能领域。公司的平板显示收入在营业收入占比逐年增加, 到 2020 年平板显示占营业收入 53.54%。同时, 可以看出光伏太阳能在营业收入占比越来越低, 2020 年占比 6.05%。从平板显示、半导体、光伏太阳能应用领域的毛利率可以看出, 光伏太阳能的毛利率较低, 而半导体毛利率较高, 所以公司为了提高营业利润, 逐步调整产业结构, 降低低毛利率的光伏太阳能收入占比, 提高平板显示和半导体业务产量。

图表 10 江化微按行业营收结构



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 江化微各应用领域毛利率

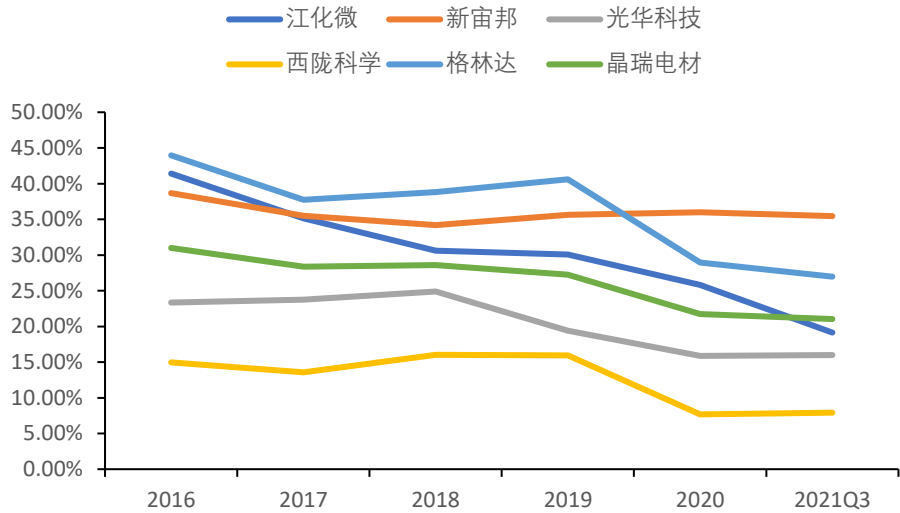


资料来源: wind, 华安证券研究所

江化微毛利率与同行湿电子化学品公司相比, 公司毛利率处于第一梯队, 高于其他同行企业。公司 2020 年毛利率为 25.82%, 同比下降 14.16%, 2021 年 Q3 毛利率为 19.14%。公司毛利率下降较多的主要原因是自 2020 年起公司的新会计准则的实施, 将运费计入主营业务成本, 以及受原材料价格上涨和公司加大市场布局导致费用增加的

影响。从各公司的毛利率趋势可以看出，受到上游原材料价格的影响，整个湿电子化学品行业企业的毛利率在近年都出现了下降。

图表 12 江化微毛利率与同行业对比



资料来源：wind，华安证券研究所

2 湿电子化学品市场前景广阔，国产化替代需求迫切

2.1 湿电子化学品种类繁多，用途广泛

湿电子化学品又称工艺化学品，是微电子、光电子湿法工艺(主要包括湿法刻蚀、湿法清洗)制程中使用的各种液体化工材料。湿电子化学品广泛用于芯片、显示面板、太阳能电池、LED 等电子元器件微细加工的清洗、光刻、显影、蚀刻、掺杂等工艺环节配套使用。

按照配方，湿电子化学品可分为通用化学品(通常为超净高纯试剂)和功能性化学品(通常为混配试剂)。

图表 13 湿电子化学品的分类

湿电子化学品分类	试剂类	主要品种	
通用化学品(超净高纯试剂)	酸类	氢氟酸、硝酸、盐酸、磷酸、硫酸、乙酸	
	碱类	氨水、氢氧化钠、氢氧化钾、四甲基氢氧化铵	
	有机溶剂类		醇类：甲醇、乙醇、异丙醇
			酮类：丙酮、丁酮、甲基异丁基酮
			酯类：乙酸乙酯、乙酸丁酯、乙酸异戊酯
		烃类：苯、二甲苯、环己烷	

		卤代烃类：三氯乙烯、三氯乙烷、氯甲烷、四氯化碳
	其他类	双氧水
功能性化学品	复配类	显影液、剥离液、清洗液、蚀刻液、稀释液

资料来源：智研咨询，华安证券研究所

为了适应电子信息产业微处理工艺技术水平不断提高的趋势，并规范世界超净高纯试剂的标准，国际半导体设备与材料组织（SEMI）将湿电子化学品按金属杂质、控制粒径、颗粒个数和应用范围等指标制定国际等级分类标准。

图表 14 湿电子化学品的纯度标准

SEMI 标准	C1 (Grade 1)	C7 (Grade 2)	C8 (Grade 3)	C12 (Grade 4)	Grade 5
金属杂质 (μg/L)	≤100	≤10	≤1	≤0.1	≤0.01
控制粒径/μm	≥1.0	≥0.5	≥0.5	≥0.2	供需双方协定
颗粒个数 (个/mL)	≤25	≤25	≤5	供需双方协定	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	分立器件、 太阳能电池	显示面板	大规模集成电路、超高清 LCD、 OLED 显示面板	超大规模集成电路、超高清 LCD、 OLED 显示面板	高端集成电路

资料来源：公司公告，华安证券研究所

湿电子化学品在半导体、平板显示器、太阳能电池等领域广泛应用，其中液晶面板领域发展迅速。因此根据下游产品应用，湿电子化学品可分为液晶显示湿化学品、半导体湿化学品和太阳能电池湿化学品。

图表 15 湿电子化学品的应用分类

应用领域	具体应用	光刻胶类型
平板显示	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	平板显示制造过程中湿电子化学品用量最大，而且技术水平要求高，盈利能力较强
半导体	主要用于半导体集成电路前段的晶圆制造及后端的封装测试	半导体制造用湿电子化学品用量虽小，但技术水平要求最高，产品纯度等级要求最高，盈利能力亦最强
太阳能电池板	主要用于清洗制碱、扩散至 P-N 结、清洗、蚀刻等过程	光伏太阳能领域对湿电子化学品的技术水平要求相对较低，盈利能力一般

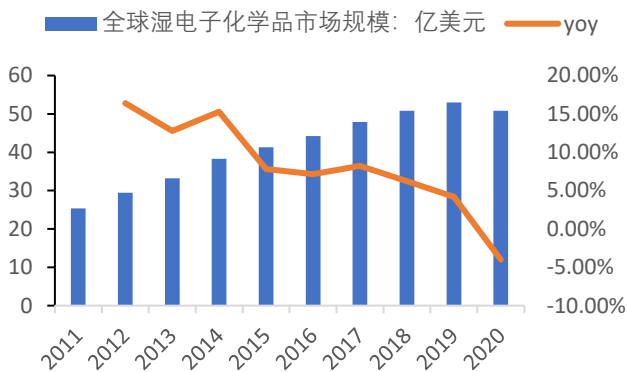
资料来源：智研咨询，华安证券研究所

2.2 湿电子化学品市场规模大，下游需求旺盛

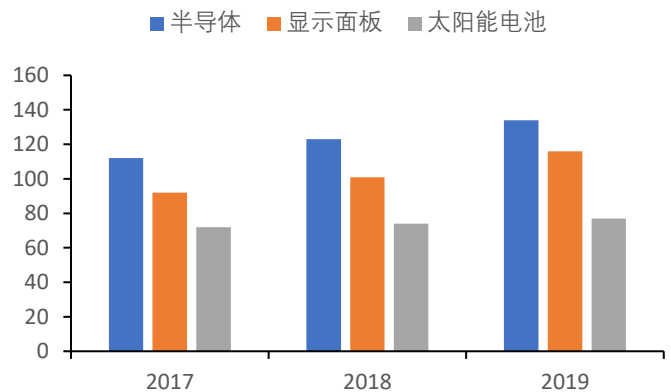
湿电子化学品行业是属于电子信息产业配套性的基础化工材料领域，服务于下游电子信息产业。湿电子化学品与下游行业结合紧密。新能源、信息通讯、消费电子等下游电子信息产业的快速发展，要求湿电子化学品更新换代速度不断加快。同时，下游产业的发展也为本行业带来较大的市场机会。

全球湿电子化学品市场规模从2011年的25.31亿美元上涨到2020年50.84亿美元，年复合增长率为8.06%。其中2020年因为受到新冠肺炎疫情的影响，全球湿电子化学品市场规模较2019年同比下降了4%。2019年全球，全球湿电子下游需求量合计达327万吨，其中半导体需求量为134万吨，占总需求41%；面板显示需求量达到116万吨，占比35%，光伏需求量为77万吨，占比24%。

图表 16 全球湿电子化学品市场规模



图表 17 全球湿电子化学品下游需求量情况 (万吨)



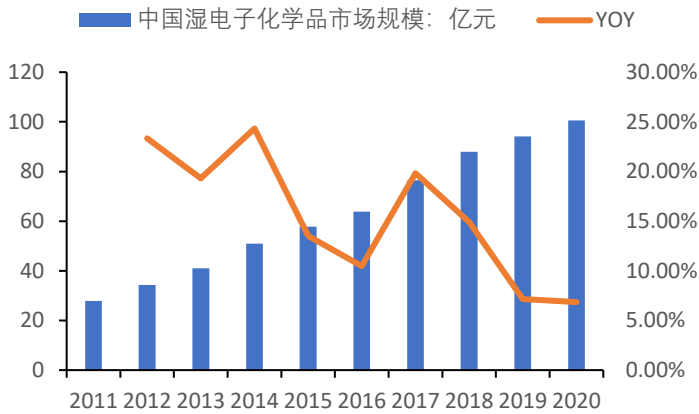
资料来源：新材料在线《2020年湿电子化学品行业研究报告》，
华安证券研究所

资料来源：新材料在线《2020年湿电子化学品行业研究报告》，
华安证券研究所

中国湿电子化学品市场规模从2011年27.82亿元增长至2020年100.62亿元，CAGR达到15.36%，与2019年的94.17相比同比增长6.85%。受益于全球半导体和面板显示制造环节产业链迁移，中国市场规模增速远高于全球增速。2020年疫情下，我国市场经济复苏较快，受疫情影响相对于全球市场受疫情影响较小，我国湿电子化学品市场规模仍然保持增长，只是增速有稍微下调。根据智研咨询预测，我国市场规模会进一步扩大，未来市场规模以10.20%的复合增长率由2021年的117.46亿元上升到2027年的210.38亿元。

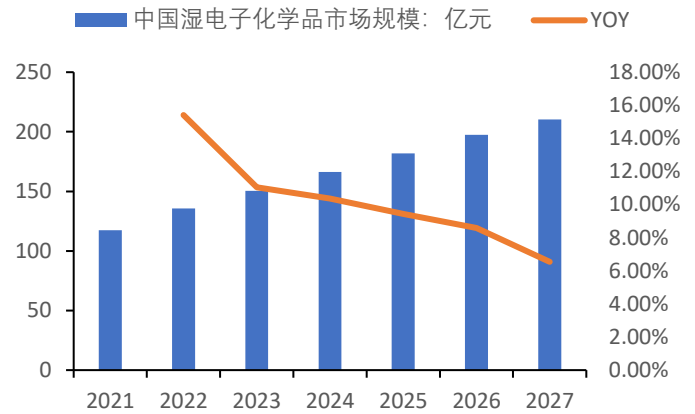
2020年，中国湿电子化学品产量达到了54.68万吨，国内需求量达到82.87万吨。从2011年开始，中国湿电子化学品产量一直低于湿电子化学品需求量，说明我国湿电子化学品产能不足。

图表 18 2011 年-2020 年中国湿电子化学品市场规模



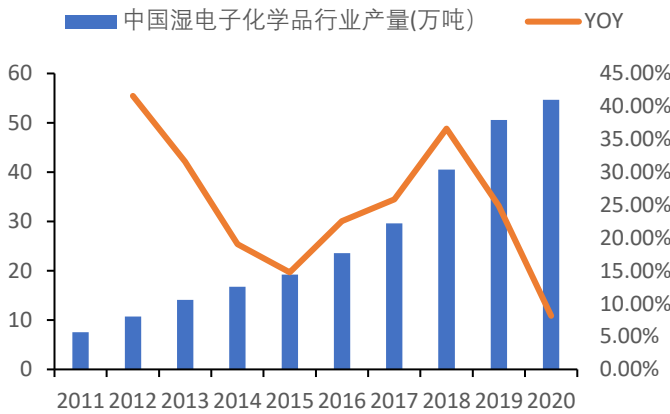
资料来源：智研咨询，华安证券研究所

图表 19 中国湿电子化学品市场规模预测



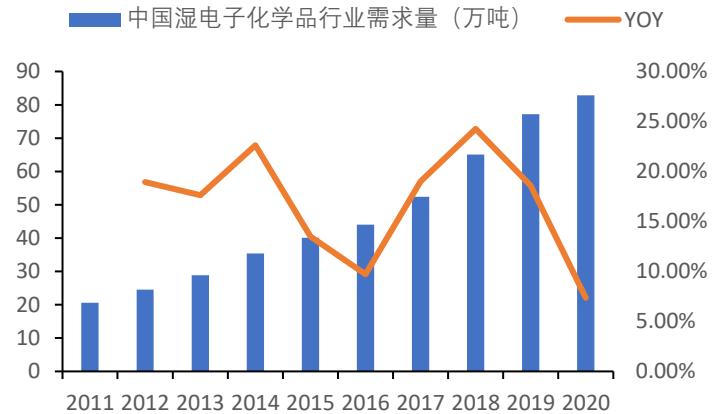
资料来源：智研咨询，华安证券研究所

图表 20 2011 年-2020 年中国湿电子化学品行业产量



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

图表 21 2011 年-2020 年中国湿电子化学品行业需求量



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

中国大陆湿电子化学品市场集中度较低，生产湿电子化学品企业总共 40 余家，其中具有规模化的企业有 30 多家。按照销售收入规模计算，湿电子化学品龙头公司江化微和格林达，仅占 2020 年中国整个湿电子化学品市场的 5.44%和 5.79%。中国大陆湿电子化学品企业大致可以分为三类，第一类是以江化微、格林达为代表的湿电子化学品专业供应商，主营业务为湿电子化学品，产品种类丰富且毛利率较高；第二种以晶瑞电材和飞凯材料为代表的半导体材料型企业，主要业务以半导体为主，具有客户导入优势；第三类是以巨化股份和滨化股份为代表的大化工企业，湿电子化学品占比较小，与公司其他业务有产业链协同效应，在原材料方面具有优势。

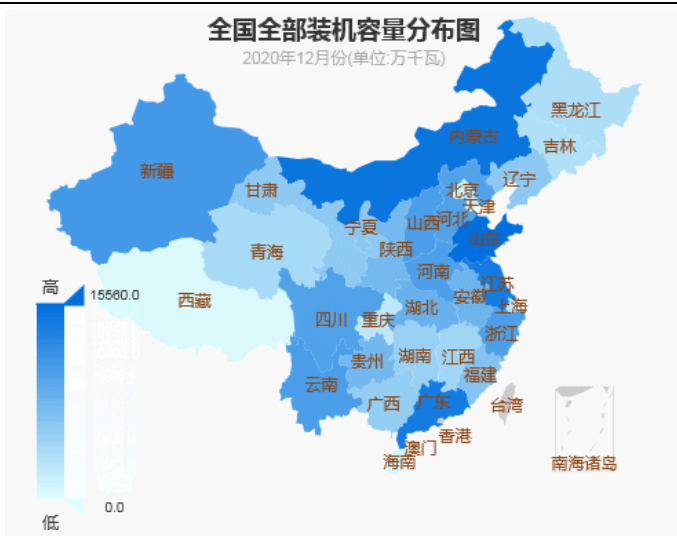
图表 22 中国大陆主要湿电子化学品生产企业

企业	地区	主营业务	湿电子化学品类别	备注
江化微	江苏江阴	高纯湿电子化学品和功能性材料, 全系列的湿电子化学品	剥离液、蚀刻液、稀释剂、硫酸、氨水、盐酸等	拥有 20.8 万吨/年的湿电子化学品产能, 产品将覆盖 G1-G5 各种等级、各种规格的化学品
格林达	浙江杭州	微电子制造用超净高纯电子化学品	显示面板用电子级 TMAH 显影液	显示面板用电子级 TMAH 显影液可达 G4
晶瑞电材	江苏苏州	超净高纯试剂、功能性材料、光刻胶、锂电池粘结剂	超净高纯双氧水、硫酸、氨水	1. 大基金一期入局, 现已退出 2. 超净高纯双氧水、硫酸、氨水可达 G5
飞凯材料	上海	屏幕显示材料、半导体材料 (湿电子化学品如显影液、蚀刻液、剥离液、电镀液等)、紫外固化材料	先进封装湿制程 (显影液、蚀刻液、剥离液、电镀液等)	大基金一期入局, 现持有 1.73%
巨化股份	浙江衢州	湿化学品、电子气体和前驱体	1x 纳米制程所需电子级氢氟酸	大基金一期入局, 现持有 35.2%
滨化股份	山东滨州	电子级氢氟酸、烧碱、环氧丙烷等	电子级氢氟酸	电子级氢氟酸可达 G5

资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

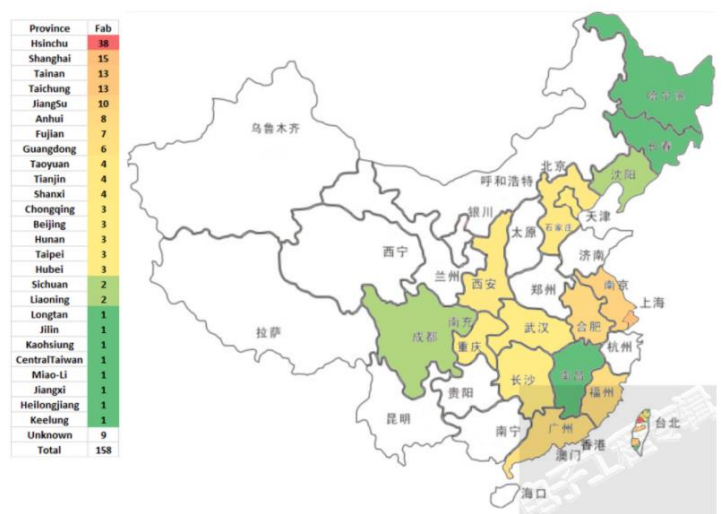
湿电子行业具有天然的区域性约束, 围绕下游产业布局。湿电子化学品对于产品纯度、洁净度有很高的要求, 因此长途运输不利于产品品质, 同时, 湿电子化学品对运输工具也有较高要求, 运输成本也较高。为了保证稳定供应高品质湿电子化学品, 国外湿电子化学品生产往往围绕下游制造业布局, 以减少运输距离。中国湿电子化学品市场主要依靠下游太阳能、半导体和平板显示产业的发展, 其中太阳能发电装机主要集中于东部沿海和西北地区; 半导体晶圆厂多集中于东部沿海和华中地区; 平板显示器也集中于东部沿海和西南地区。可以看出三大下游应用厂商都以东部沿海地区为重要的战略部署基地, 湿电子化学品企业也以长三角居多, 并逐渐向西部地区发展。

图表 23 2020 年全国太阳能发电装机容量分布图



资料来源: 中国电力智库, 华安证券研究所

图表 24 中国晶圆厂分布图



资料来源: ASPENCORE 电子工程, 华安证券研究所

图表 25 中国平板显示面板厂



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

由于湿电子化学品在电子工业的重要性日益突出，中国在政策上充分鼓励湿电子化学品产业的发展。近十几年来，湿电子化工已成为中国化工行业重要的独立分支和新的增长点。中国把电子化工作为化工发展的战略重点之一，作为新材料产业发展的重要组成部分。

图表 26 湿电子化学品相关政策

政策	颁布部门	发布时间	相关内容
《国家中长期科学和技术发展规划纲要》(2006-2020年)	国务院	2006年2月	列出了一系列重大科学研究计划，要求在生态环境、农药残留、药品研发、食品安全、纳米技术、生殖研究、前沿技术、生物技术、新材料技术、清洁能源、基础研究等多方面列出了重大科学研究计划，这些都是对化学试剂的现实需求和潜在需求，对试剂行业的发展起到促进作用。
产业结构调整指导目录(2011年)	国家发展改革委	2013年2月	第一类鼓励类：改性型、水基型胶粘剂和新型热熔胶，环保型吸水剂、水处理剂，分子筛固汞、无汞等新型高效、环保催化剂和助剂，安全型食品添加剂、饲料添加剂，纳米材料，功能性膜材料，超净高纯试剂、光刻胶、电子气、高性能液晶材料等新型精细化学品的开发与生产。
国家集成电路产业发展推进纲要	工业和信息化部	2014年6月	加强集成电路装备、材料与工艺结合，研发光刻机、刻蚀机、离子注入机等关键设备，开发光刻胶、大尺寸硅片等关键材料，加强集成电路制造企业和装备、材料企业的协作，加快产业化进程，增强产业配套能力。
国家重点支持的高新技术领域(2015)	科技部、财政部、国税总局	2015年3月	四、新材料技术/（五）、精细化学品/1、电子化学品：集成电路和分立器件用化学品；印刷线路板生产和组装用化学品；显示器件用化学品。包括高分辨率光刻胶及配套化学品；

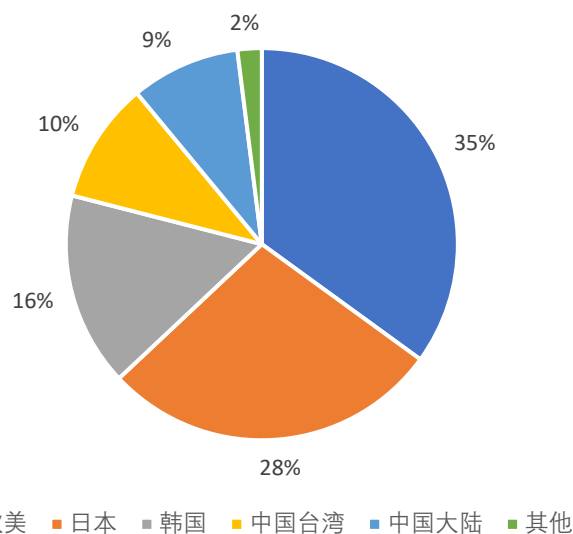
			超净高纯试剂及特种（电子）气体；先进的封装材料；彩色液晶显示器用化学品。
“十三五”国家战略性新兴产业发展规划	国务院	2016年11月	启动集成电路重大生产力布局规划工程,实施一批带动作用强的项目,推动产业能力实现快速跃升。加快先进制造工艺、存储器、特色工艺等生产线建设,推动封装测试、关键装备和材料等产业快速发展。支持提高代工企业及第三方IP核企业的服务水平,支持设计企业与制造企业协同创新,推动重点环节提高产业集中度。推动半导体显示产业链协同创新。
《原材料工业质量提升三年行动方案(2018-2020年)》	工信部、科技部	2018年10月	促进大宗基础有机化工原料、重点合成材料、专用化学品的质量水平,为国内湿电子化学品市场需求提供增长空间。

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

2.3 湿电子化学品国产化率极低，巨大的替代进口市场空间

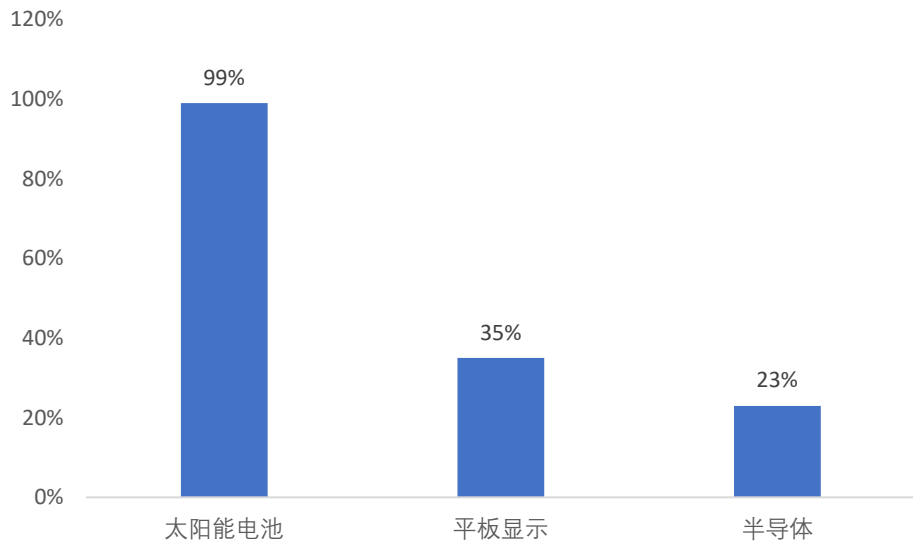
欧美和日本占据湿电子化学品市场的主要份额，国产替代任重道远。目前全球范围内从事湿电子化学品研究开发及大规模生产的厂商主要集中在美国、德国、日本、韩国、中国台湾等地区。主要企业包括德国巴斯夫、美国亚什兰化学、Arch化学，日本关东化学、三菱化学、京都化工、住友化学和光纯药化学工业，中国台湾新林科技，韩国东友精细化工等。根据前瞻产业研究院显示，2019年中国大陆企业在超净高纯化学品市场供应方向上仅占中国市场的9%。根据中国电子材料行业协会公布数据显示，2018年我国太阳能电池基本已经实现了国产替代，但是平板显示和半导体领域，湿电子化学品市占率较低分别为35%和23%，说明了我国湿电子化学品行业呈现出结构性发展不均衡的情况，高端产能严重不足，国产化市场空间巨大。

图表 27 2019 年中国超净高纯化学品市场供应格局



资料来源：前瞻经济学人，华安证券研究所

图表 28 2018 年中国湿电子化学品国产化率



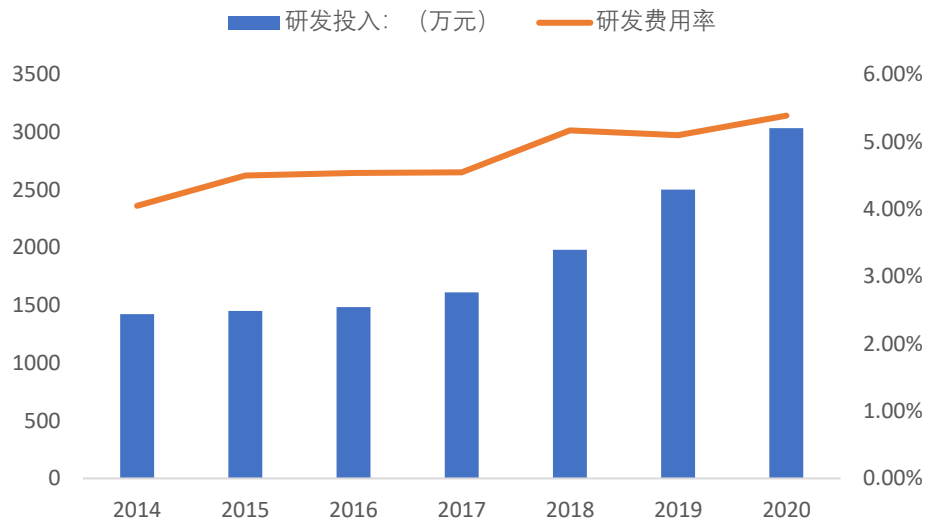
资料来源：中国电子材料行业协会，华安证券研究所

3 重视研发的新材料专精特新“小巨人”

3.1 研发和专利布局，为企业发展奠定基础

公司江化微拥有超过 50 人的专业研发团队，在湿法电子化学品领域享有丰富的技术和研发经验。公司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。同时，公司有完善的研发体系和研发制度，并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。该种合作能使公司接触到理论研究的最新前沿，保持公司技术研发的前瞻性。公司利用自身专业的研发团队，研发出具有国际水平产品的生产配方，先后有**高效酸性剥离液、铝钨蚀刻液、低温型水系正胶剥离液、低张力 ITO 蚀刻液、高分辨率显影液、二氧化硅蚀刻液、钛-铝-钛金属层叠膜用蚀刻液**等十三类产品被江苏省科学技术厅评定为高新技术产品。公司拥有 86 项专利，其中 36 项为发明专利，49 项为实用新型专利，1 项为外观设计专利。同时，公司承担了江苏省科技厅“高世代液晶平板用高纯湿电子化学品的研发与产业化”项目、中标并组织实施工业和信息化部“2016 年工业强基工程-高精度铜蚀刻液重点项目”，将形成高世代液晶面板相关湿电子化学品的多项专利技术及应用。

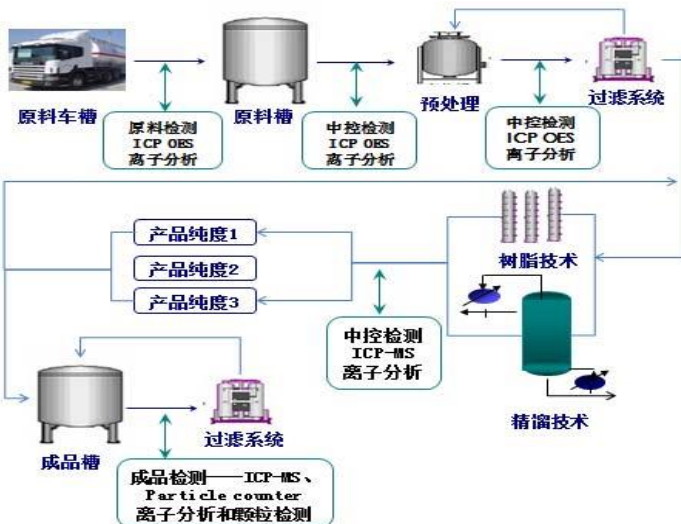
图表 29 历年研发费用率



资料来源：中国电子材料行业协会，华安证券研究所

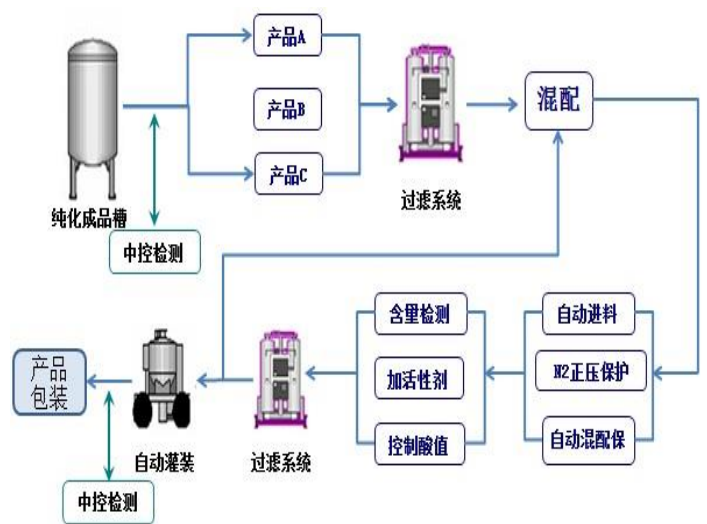
公司通过自主设计的一整套湿电子化学品生产工艺，并自主研发配置的满足规模化、专业化湿电子化学品生产流水线，已具备 G2、G3、G4 等级产品的规模化生产能力。公司湿电子化学品规模化生产所需的纯化技术、混配技术、分析检测技术在国内处于领先地位。另一方面，配方工艺是湿电子化学品生产中重要的工艺之一，是公司产品满足下游电子元器件生产工艺功能性需求的关键工艺技术。由于下游客户的工艺不同，生产流程不同，从而需要特定功能的湿电子化学品。公司利用自身专业的研发团队，研发出具有国际水平产品的生产配方。通过领先的配方工艺，公司的产品能够满足下游客户持续的功能性需求，是公司技术水平和配套能力的体现，也为公司带来了较好的竞争优势。

图表 30 纯化工艺流程图



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

图表 31 混配工艺流程图



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

3.2 产品 G4 到 G5 升级

产品等级 G4 到 G5 升级，新增覆盖先进制程、先进封装等高端半导体领域。在镇江基地建设之前，公司的湿电子化学品产品主要以 G1-G4 为主。公司 G3 等级的硫酸、过氧化氢、异丙醇、低张力二氧化硅蚀刻液、钛蚀刻液、PI 显影液已经成功进入国内 6 寸晶圆，8 寸封装芯片生产线，实现了进口替代。随着镇江新建基地产能逐步释放，公司产品将全部产品覆盖 G5 级湿电子化学品，并且可以达到 12 寸半导体大客户需要，打开新的市场。目前镇江一期 5.8 万吨产能主要包括 30000 吨硫酸、5000 吨氨水、3000 吨盐酸，其他为一些有机溶剂。根据电子材料行业协会统计，2018 年湿电子化学品在半导体领域应用国产化率仅为 22%，其中 8 英寸及 12 英寸需求量基本靠进口品，国产化率仅为 10%，仅有少部分技术领先的企业部分产品达到国际 SEMI G4 及以上标准，成为晶圆厂和封装厂的工艺制程 Baseline 产品，进入工业化量产阶段。所以，镇江项目的投产对公司打入国内半导体大客户有着重要的意义。

3.3 优质客户资源

客户资源优势。公司是国内为数不多的具备为平板显示、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。凭借多年的技术优势，公司在半导体芯片领域，公司 G3 等级硫酸、过氧化氢、异丙醇、低张力二氧化硅蚀刻液、钛蚀刻液成功进入国内 6 寸晶圆、8 寸先进封装凸块芯片生产线，实现进口替代。同时 8 英寸芯片晶圆制程和 8 英寸、12 英寸先进封装领域，也开拓并维系了一大批国内外半导体领域优质客户，例如中芯国际、士兰微、华润微电子、长电科技、方正微电子等。在平板显示领域，公司已为 6 代线、8.5 代线等高世代线平板显示生产线供应高端湿电子化学品，逐步实现进口替代，在平板领域主要客户包括熊猫、京东方、中电彩虹、宸鸿集团、龙腾光电、深天马、华星光电等。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。上述客户均是各自领域的领先企业，成功进入优秀客户的供应链是公司技术实力的体现，也为公司未来进一步发展打下了良好的客户基础。

图表 32 江化微优质客户情况

应用领域	客户名称	备注
平板显示	中电熊猫液晶	6 代线平板显示专业生产商
	中电熊猫平板	8.5 代线平板显示专业生产商
	宸鸿集团	全球最大的触摸屏生产企业之一，苹果公司供应商
	昆山龙腾光电有限公司	全国第三家 5 代线 TFT-LCD 面板厂商
	天马微电子股份有限公司	全国第一条 5.5 代线 LTPS TFT-LCD 面板厂商，拥有 4.5 代线、5 代线、5.5 代线 TFT-LCD 面板生产线，非晶硅智能机模组出货量全球第一
	北京京东方显示技术有限公司	中国大陆首条第 8.5 代 TFT-LCD 面板厂商，国内平板显示领域领军企业
	深圳市华星光电技术有限公司	拥有 TFT-LCD8.5 代线液晶面板生产厂商

半导体及 LED	中芯国际	世界领先的集成电路芯片代工企业之一，中国内地规模最大、技术最先进的集成电路芯片制造企业
	长电科技	国内领先的半导体封装测试知名企业
	士兰微电子	集成电路以及半导体微电子设计、生产企业
	华润微电子	领先的芯片设计、生产企业
	德豪润达	国内领先的 LED 芯片、LED 外延片、LED 照明、LED 显示屏、LED 封装、LED 设备供应商
	华灿光电	国内领先的 LED 芯片供应商
光伏太阳能	晶澳太阳能	全球领先的太阳能电池制造商
	韩华新能源	全球领先的太阳能电池生产商
	通威太阳能	全球太阳能电池片项目单体规模最大企业之一

数据来源：公司年报，华安证券研究所

3.4 三大基地新产能释放，本土化全面布局

公司坐拥三大生产基地，分别位于江苏江阴、四川眉山、江苏镇江。江阴和镇江工厂辐射整个长三角地区，四川眉山工厂针对西南地区平板客户。截至目前，江化微已经拥有 20.8 万吨/年的湿电子化学品产能，产品将覆盖 G1-G5 各种等级、各种规格的化学品，真正做到全产品链的全套供应。

江苏江阴基地目前总产能为 9 万吨/年，2012 年年末江阴一期产能为 4.5 万吨/年开始投产，2018 年年末技改扩充产能 1 万吨/年，到江阴二期新增 3.5 万吨/年。其中江阴二期新增 3.5 万吨/年项目产品主要为 G3-G4 超净高纯试剂、光刻胶及光刻胶配套试剂等高端湿电子产品，可以满足 6 寸及以下晶圆及 6 代线、8 代线以上的高世代平板显示客户需求。

江苏镇江基地重点布局高端半导体领域市场。公司在镇江基地拥有 5.8 万吨/年的产能，主要产品为硫酸、氨水、盐酸等。公司本部及子公司江化微（镇江）位于长三角地区的核心地段，可充分利用地域优势，快速响应长三角及安徽等地客户需求。镇江工厂 G5 等级先进制程化学品的投运，公司在国内 12 英寸高端半导体上将持续发力，市场份额也会进一步加大。

四川眉山基地重点针对西南地区显示平板客户，四川眉山基地，新增产能 6 万吨/年，主要产品为铜蚀刻液、铝蚀刻液、剥离液，产品以功能性试剂为主，主要应用于面板，产品等级为 G2-G3 级。

图表 33 江化微三大基地产能及应用情况

基地	项目	新增产能	投产时间	主要产品	主要产品纯度	应用

江苏 江阴	年产 8 万吨高纯湿电子化学品项目(一期)	4.5 万吨	2012 年末	剥离液、蚀刻液、显影液、硫酸、盐酸、氢氟酸、氨水、双氧水等	G2-G3	综合覆盖平板显示、半导体、光伏领域不同低、中、高等级产品
	年产 1.6 万吨超高纯湿电子化学品-蚀刻液、剥离液技改扩能项目	1 万吨	2018 年末	蚀刻液、剥离液	G2-G3	
	年产 8 万吨高纯湿电子化学品项目(二期)	3.5 万吨	2020 年末	剥离液、蚀刻液、稀释剂等	G3-G4	
四川 眉山	年产 6 万吨超高纯湿电子化学品项目与年产 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	6 万吨	2021 年	铜蚀刻液、铝蚀刻液、剥离液等	G2-G3(更注重功能性)	重点针对西南地区平板显示客户
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项目(一期)	5.8 万吨	2021 年	硫酸、氨水、盐酸等	G4-G5	重点针对半导体领域

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 江化微营业收入、毛利率预测

对于江化微未来三年的收入利润预测，核心假设如下：

- 1) 江化微四川、镇江新建基地产能逐步释放，市场占有率提升，预计 2021-2023 年公司总营收同比增速为 36.70%、42.91%、47.05%；预计平板显示行业产品的收入增速分别为：33.12%、40.12%、43.12%，半导体行业产品的收入增速分别为：51.23%、53.24%、56.23%，光伏太阳能产品收入增速分别为：-10%、-10%、-10%。由于公司主要产品转向半导体和平板显示行业，光伏太阳能行业收入占比会逐渐降低。
- 2) 2017 年以来，湿电子化学品上游原材料价格一直处于高位，原材料价格上涨 50%以上，预计 2022 年原材料价格较 2018-2019 年有所下降，公司毛利率回升。预计 2021-2023 年公司在平板显示毛利率为：21.12%、27.89%、28.12%；在半导体行业毛利率为：22.13%、29.45%、30.12%；在太阳能光伏行业毛利率为：18.21%、16.50%、15.60%。

图表 34 江化微各项目营业收入, 毛利率预测

报告期	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总体: 收入	490.42	563.79	770.38	1,100.68	1,618.42
yoy (%)	27.82	14.96	36.64	42.87	47.04
平板显示	241.19	301.86	401.84	563.05	805.84
半导体	170.95	211.61	320.02	490.40	766.14
光伏太阳能	65.54	34.13	30.72	27.65	24.88
其他业务	12.74	16.19	17.81	19.59	21.55
总体: 毛利率 (%)	30.08	25.82	21.24	28.03	28.67
平板显示	23.58	31.17	21.12	27.89	28.12
半导体	41.47	41.83	22.13	29.45	30.12
光伏太阳能	27.34	19.51	18.21	16.50	15.60
其他业务	14.44	-269.92	13.00	13.00	13.00
总体: 毛利	147.52	145.56	163.60	308.56	464.05
平板显示	56.87	94.09	84.87	157.04	226.60
半导体	70.89	88.52	70.82	144.42	230.76
光伏太阳能	17.92	6.66	5.59	4.56	3.88
其他业务	1.84	-43.70	2.32	2.55	2.80
总体: 营业成本	342.90	418.23	606.78	792.12	1,154.37
平板显示	184.32	207.77	316.97	406.02	579.24
半导体	100.06	123.09	249.20	345.97	535.38
光伏太阳能	47.62	27.47	25.12	23.08	21.00
其他业务	10.90	59.89	15.49	17.04	18.75

资料来源: 华安证券研究所预测

4.2 可比公司与估值

公司主营业务为超净高纯试剂、光刻胶配套试剂等湿电子化学品的研发、生产和销售。是国内产品品种最齐全、配套能力最强的湿电子化学品生产企业之一。今年四川基地和镇江一期项目陆续投产, 未来公司发展前景广阔, 新建基地产能陆续释放。我们预计 2021-2023 年, 公司可实现归母净利润为 0.50 亿元/1.31 亿元/2.01 亿元, 2021 年-2023 年 PE 为 96.2/36.6/24.0 倍。江化微从客户、产品、技术、研发、进取的企业文化等方面衡量, 均是处于湿电子化学品龙头企业, 长期发展空间大, 且确定性高, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

公司 PE 可比公司选取了湿电子化学品板块相关公司作为对比:

图表 35 PE 估值: 湿电子化学品同业估值对比

证券代码	公司	市值	21E 利润	22E 利润	23E 利润	21PE	22PE	23PE
300655.SZ	晶瑞电材	139	2.17	3.15	4.54	64.55	44.41	30.85
603931.SH	格林达	47	1.46	2.12	2.90	31.27	21.54	15.74
600160.SH	巨化股份	346	7.20	12.02	17.90	45.91	27.51	18.47
	平均值					47.24	31.15	21.69
688536.SH	江化微	47	0.50	1.31	2.00	96.2	36.6	23.9

资料来源: wind 一致预期, 华安证券研究所

风险提示

上游原材料价格波动；
四川基地和镇江基地产能不及预期；
新产品研发不及预期；
G5 技术存在不确定性。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	804	547	594	802	营业收入	564	770	1,101	1,618
现金	551	75	(11)	(32)	营业成本	418	607	773	1,097
应收账款	184	186	255	363	营业税金及附加	3	6	8	12
其他应收款	0	7	7	9	销售费用	11	15	20	30
预付账款	3	5	4	4	管理费用	35	87	124	180
存货	31	191	246	337	财务费用	4	4	4	4
其他流动资产	35	83	94	121	资产减值损失	(0)	1	1	1
非流动资产	1,185	1,315	1,429	1,545	公允价值变动收益	0	1	1	1
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	4	4	4
固定资产	236	259	288	324	营业利润	68	57	149	227
无形资产	84	79	73	69	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	864	978	1,067	1,153	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1,988	1,862	2,023	2,347	利润总额	67	56	149	227
流动负债	542	333	385	544	所得税	10	7	17	26
短期借款	175	175	175	227	净利润	57	50	131	201
应付账款	236	75	99	144	少数股东损益	(1)	0	0	0
其他流动负债	130	83	111	173	归属母公司净利润	58.2	49.9	131.3	200.6
非流动负债	332	327	324	317	EBITDA	128	123	237	345
长期借款	314	314	314	314	EPS (元)	0.30	0.25	0.67	1.02
其他非流动负债	18	13	10	3					
负债合计	873	659	708	862					
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)					
股本	151	196	196	196					
资本公积	562	562	562	562					
留存收益	404	447	558	729					
归属母公司股东权益	1,117	1,204	1,316	1,486					
负债和股东权益	1,988	1,862	2,023	2,347					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	(11)	(486)	(8)	17
净利润	57	50	131	201
折旧摊销	32	23	26	29
财务费用	8	4	4	4
投资损失	0	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	(84)	(561)	(166)	(215)
其他经营现金流	(24)	2	2	2
投资活动现金流	(273)	(36)	(46)	(56)
资本支出	0	(40)	(50)	(60)
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(273)	4	4	4
筹资活动现金流	377	47	(32)	20
短期借款	20	0	(0)	52
长期借款	109	0	0	0
普通股增加	42	45	0	0
资本公积增加	238	0	0	0
其他筹资现金流	(31)	2	(32)	(32)
现金净增加额	93	(475)	(86)	(19)

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	14.96%	36.64%	42.88%	47.04%
营业利润	89.80%	-16.42%	162.97%	52.74%
归属于母公司净利润	68.58%	-14.30%	163.26%	52.77%
获利能力				
毛利率 (%)	25.82%	21.24%	27.31%	27.72%
净利率 (%)	0.26%	10.32%	6.47%	11.93%
ROE (%)	5.15%	4.15%	9.99%	13.51%
ROIC (%)	9.27%	5.72%	9.72%	13.79%
偿债能力				
资产负债率 (%)	43.91%	35.40%	35.02%	36.72%
净负债比率 (%)	-31.50%	25.67%	12.85%	16.62%
流动比率	1.48	1.64	1.54	1.47
速动比率	1.43	1.07	0.91	0.85
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.40	0.57	0.74
应收账款周转率	3.21	4.24	5.16	5.38
应付账款周转率	2.89	4.96	12.69	13.33
每股指标 (元)				
每股收益	0.30	0.25	0.67	1.02
每股经营现金流薄)	(0.06)	(2.48)	(0.04)	0.08
每股净资产	5.70	6.15	6.71	7.58
估值比率				
P/E	84.2	98.2	37.3	24.4
P/B	4.3	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	38.89	40.40	20.96	14.32

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：胡杨，电子行业首席，北京大学硕士，曾任职于中泰证券研究所，擅长产业趋势前瞻判断和产业链交叉验证，全面负责华安证券电子和半导体研究。

联系人：刘体劲，上海交通大学管理学硕士，五年电子行业研究经历，2020年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。