

公司研究

光引发剂龙头业绩逆势增长，光刻胶用光敏剂放量在即

——久日新材（688199.SH）2022年半年报点评

要点

事件：8月18日晚，公司发布2022年半年报。2022年上半年，公司实现营收8.17亿元，同比增长30.02%；实现归母净利润9988万元，同比增长19.38%；实现扣非后归母净利润8367万元，同比增长47.03%。2022Q2，公司单季度实现营收3.94亿元，同比增长24.32%，环比下滑6.74%；实现归母净利润4510万元，同比下滑0.69%，环比下滑17.7%。

光引发剂龙头业绩逆势增长，内蒙古项目产能逐步释放。2022年上半年，由于全球通胀问题及俄乌冲突所导致的能源成本上行，公司海外客户生产需求受到较大影响，而国内光引发剂需求则因疫情原因受到压制。在此不利局面下，公司通过灵活的销售策略与价格策略积极应对市场变化，促使公司业绩逆势实现正向增长。同时，内蒙古久日年产9250吨系列光引发剂及中间体项目部分车间也于2022年3月开始陆续投料运行，也为公司2022H1的业绩增长提供了明显增量。截至2022年8月，内蒙古久日已有4个车间投料试运行，对应产能利用率达50%。另外，即使是在行业需求承压的情境下，公司也持续地提升研发投入，强化公司产品技术实力。2022H1，公司研发投入为4566万元，同比增长35.16%，占营收比例同比增长0.22pct。

光刻胶用光敏剂投料试产，放量在即。公司600吨/年光刻胶用光敏剂PAC产能已于5月31日投料生产，预计8月在前期间体及小批量生产顺利的情况下将有望放大生产，而后开始相关产品送样测试，并有望于2023年开始贡献业绩。公司PAC产品目前的市场价格约为90-100万元/吨，其主要应用于面板光刻胶和G/I线半导体光刻胶中，其在光刻胶原材料成本中的占比约为60%。此外，公司控股股东旗下拥有五倍子酸项目，五倍子酸为焦性没食子酸的原材料，而焦性没食子酸为公司PAC产品的重要原材料。因此，控股股东在上游的五倍子酸资源也将为公司PAC放量奠定良好基础。

盈利预测、估值与评级：由于能源成本、疫情因素等影响，海内外光引发剂需求有所下滑，虽然公司2022H1整体业绩逆势实现较大幅度增长，但2022Q2环比业绩仍存在一定压力。此外，考虑到公司新增产能的实际投放节奏略慢于此前预期，我们下调公司2022-2024年盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润分别为1.77（下调25.6%）/2.53（下调27.9%）/3.20（下调41.2%）亿元。我们仍旧看好公司后续作为光引发剂行业龙头在下游需求恢复叠加新增产能释放情景下的业绩成长，维持“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期，产能建设风险，产品及原材料价格波动，产品导入不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,011	1,252	1,662	1,946	2,296
营业收入增长率	-24.23%	23.83%	32.74%	17.08%	17.98%
净利润（百万元）	137	166	177	253	320
净利润增长率	-45.01%	21.15%	6.90%	42.82%	26.55%
EPS（元）	1.23	1.49	1.59	2.27	2.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.23%	6.06%	6.20%	8.31%	9.77%
P/E	37	31	29	20	16
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-18

增持（维持）

当前价：45.95元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.11
总市值(亿元)	51.11
一年最低/最高(元)	29.79/48.28
近3月换手率	77.25%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	23.99	23.24	13.39
绝对	21.37	29.55	0.02

资料来源：Wind

相关研报

光引发剂放量业绩稳步增长，持续扩增产能巩固龙头地位——久日新材（688199.SH）2021年年报及2022年一季报点评（2022-04-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,011	1,252	1,662	1,946	2,296
营业成本	756	908	1,243	1,382	1,590
折旧和摊销	59	66	85	110	138
税金及附加	12	10	14	16	19
销售费用	21	24	32	37	44
管理费用	62	67	88	103	122
研发费用	52	71	94	110	130
财务费用	4	20	6	22	35
投资收益	15	35	35	35	35
营业利润	163	203	229	321	405
利润总额	165	194	220	312	396
所得税	29	29	33	46	59
净利润	136	165	187	266	337
少数股东损益	0	-1	10	13	17
归属母公司净利润	137	166	177	253	320
EPS(元)	1.23	1.49	1.59	2.27	2.88

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	191	73	111	230	358
净利润	137	166	177	253	320
折旧摊销	59	66	85	110	138
净营运资金增加	901	-95	233	204	204
其他	-906	-64	-384	-337	-304
投资活动产生现金流	-473	194	-495	-520	-495
净资本支出	-168	-472	-530	-530	-530
长期投资变化	57	122	0	0	0
其他资产变化	-362	543	35	10	35
融资活动现金流	146	-50	448	361	225
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	382	52	509	446	349
无息负债变化	-1	285	50	57	45
净现金流	-141	215	65	71	87

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	25.3%	27.5%	25.2%	29.0%	30.8%
EBITDA 率	18.3%	20.7%	17.4%	21.7%	23.8%
EBIT 率	12.1%	14.9%	12.3%	16.1%	17.9%
税前净利润率	16.3%	15.5%	13.2%	16.0%	17.2%
归母净利润率	13.5%	13.2%	10.7%	13.0%	13.9%
ROA	4.1%	4.3%	4.1%	5.1%	5.7%
ROE (摊薄)	5.2%	6.1%	6.2%	8.3%	9.8%
经营性 ROIC	3.9%	5.2%	4.6%	6.1%	7.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	21%	27%	35%	40%	42%
流动比率	3.42	2.53	1.68	1.37	1.24
速动比率	3.12	2.09	1.38	1.10	1.00
归母权益/有息债务	4.91	4.67	2.61	1.98	1.73
有形资产/有息债务	5.88	6.11	3.87	3.19	2.93

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	3,303	3,863	4,554	5,260	5,902
货币资金	137	351	416	487	574
交易性金融资产	602	100	100	100	100
应收账款	204	277	352	421	492
应收票据	0	115	153	179	211
其他应收款 (合计)	5	7	10	12	14
存货	206	359	422	512	567
其他流动资产	1,141	859	859	859	859
流动资产合计	2,304	2,083	2,328	2,589	2,839
其他权益工具	34	77	77	77	77
长期股权投资	57	122	122	122	122
固定资产	481	579	825	1,078	1,326
在建工程	183	557	680	773	842
无形资产	110	195	221	246	271
商誉	42	63	63	63	63
其他非流动资产	56	110	110	110	110
非流动资产合计	999	1,780	2,226	2,671	3,063
总负债	687	1,024	1,584	2,087	2,482
短期借款	533	454	971	1,417	1,766
应付账款	89	165	186	229	251
应付票据	11	50	68	76	87
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	92	92	92	92
流动负债合计	673	823	1,383	1,886	2,280
长期借款	0	124	124	124	124
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	24	24	24	24
非流动负债合计	14	201	201	201	201
股东权益	2,616	2,838	2,970	3,173	3,420
股本	111	111	111	111	111
公积金	2,086	2,096	2,096	2,096	2,096
未分配利润	493	611	732	922	1,152
归属母公司权益	2,617	2,734	2,855	3,045	3,276
少数股东权益	0	105	115	128	145

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.12%	1.92%	1.92%	1.92%	1.92%
管理费用率	6.17%	5.32%	5.32%	5.32%	5.32%
财务费用率	0.40%	1.58%	0.36%	1.12%	1.53%
研发费用率	5.16%	5.65%	5.65%	5.65%	5.65%
所得税率	17%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.35	0.50	0.57	0.81	1.02
每股经营现金流	1.72	0.66	1.00	2.07	3.22
每股净资产	23.53	24.58	25.67	27.38	29.45
每股销售收入	9.09	11.26	14.95	17.50	20.65

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	37	31	29	20	16
PB	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	28.1	22.3	21.5	15.7	12.9
股息率	0.8%	1.1%	1.2%	1.8%	2.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE