

雅克科技 (002409.SZ)

归母净利润同比增长 16.39%，前驱体布局拓宽成长空间

买入

核心观点

2023 年一季度公司营收同比增长 10.98%，归母净利润同比增长 16.39%。公司 1Q23 实现营收 10.71 亿元 (YoY +10.98%, QoQ -1.95%)，归母净利润 1.73 亿元 (YoY +16.39%, QoQ +183.74%)，扣非归母净利润 1.54 亿元 (YoY +11.73%, QoQ +54%)，公司整体毛利率同比上升 0.62pct 至 32.47%，净利率同比增长 0.23pct 至 16.25%，期间费用率同比上升 0.21pct，其中销售费用率、管理费用率和研发费用率同比变化 1.06pct、-0.23pct、0.10pct，财务费用率同比下降 0.71pct。

前驱体业务稳健增长，有望受益于 HBM 行业发展。公司是全球领先的前驱体供应商之一，High-K、硅金属前驱体产品覆盖先进 1b DRAM、200 层以上 3D NAND 以及 3nm 先进逻辑电路等，应用于 AI 服务器的 HBM3 中堆叠 8 至 12 个 DRAM 裸片，对应 ALD 前驱体需求将大幅增长。AI 发展驱动 HBM 市场扩容，公司前驱体产品供应 HBM 核心厂商 SK 海力士，有望在 HBM 行业发展下持续受益。

中美贸易摩擦推动半导体材料国产替代，公司电子材料业务有望持续受益。公司同时涉足光刻胶及配套试剂业务和电子特气业务，2022 年公司自行研发的 OLED 低温 RGB 光刻胶等产品已正式量产，CMOS 传感器用 RGB 光刻胶、先进封装 RDL 层用 I-Line 光刻胶等高端产品进行客户测试导入阶段；公司电子特气产品也持续供应国内外半导体制造商，随着中美贸易摩擦加剧，公司的半导体材料业务渗透率有望进一步提升，为公司业绩持续带来增量。

LNG 业务景气度持续，订单保持稳定增长。LNG 核心复合板材具有高制造难度和高认证壁垒的材料，公司是 LNG 复合板材的核心供应商之一。公司是国内唯一法国 GTT 认证的 LNG 材料供应商，订单保持稳定增长，长期盈利能力不断提升。同时公司在卡脖子项目 RSB、FSB 次屏蔽层材料研发获得突破性进展，未来 LNG 业务有望延续高景气度，为公司持续提供业绩增量。

投资建议：半导体材料业务保证营收增长，前驱体/LNG 业务提供新的营收空间，预计公司 23-25 年归母净利润为 8.49/11.74/15.24 亿元，同比增速为 61.9%/38.3%/29.9%，对应 PE 为 38.1/27.6/21.2 倍，给予“买入”评级。

风险提示：新业务开拓不及预期；需求不及预期等。

公司研究·财报点评

电子·半导体

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

联系人：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：李梓澎
0755-81981181
lizipeng@guosen.com.cn
S0980522090001

联系人：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入 (首次评级)
合理估值	74.89 - 80.25 元
收盘价	64.85 元
总市值/流通市值	30864/20656 百万元
52 周最高价/最低价	79.05/44.72 元
近 3 个月日均成交额	750.18 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,782	4,259	5,580	7,177	9,369
(+/-%)	66.4%	12.6%	31.0%	28.6%	30.6%
净利润 (百万元)	335	524	849	1174	1524
(+/-%)	-19.0%	56.6%	61.9%	38.3%	29.9%
每股收益 (元)	0.70	1.10	1.78	2.47	3.20
EBIT Margin	10.7%	15.3%	18.7%	20.7%	20.8%
净资产收益率 (ROE)	5.6%	8.1%	11.9%	14.6%	16.6%
市盈率 (PE)	96.7	61.7	38.1	27.6	21.2
EV/EBITDA	60.2	42.8	25.9	18.3	14.4
市净率 (PB)	5.41	4.98	4.54	4.03	3.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

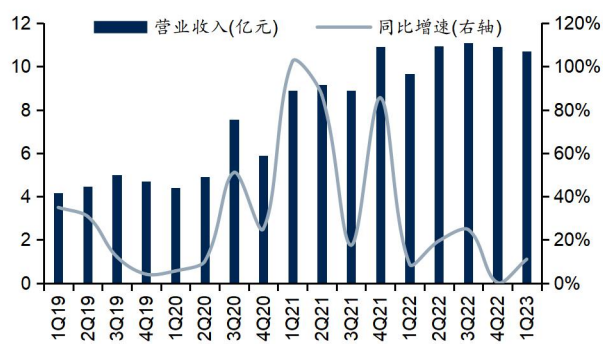
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司营业收入及同比增速 (亿元)



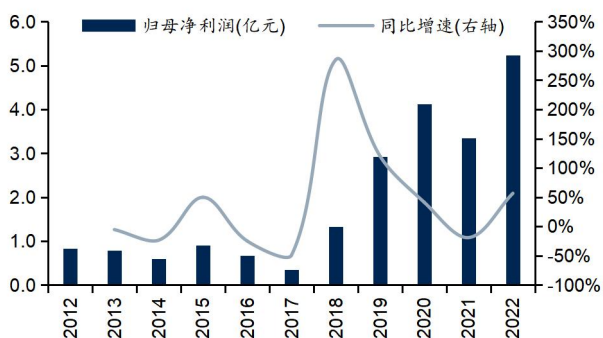
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速 (亿元)



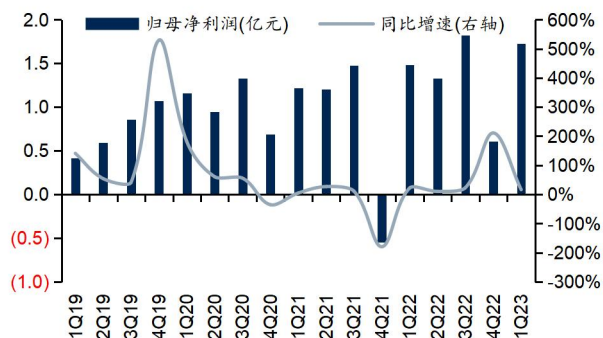
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速 (亿元)



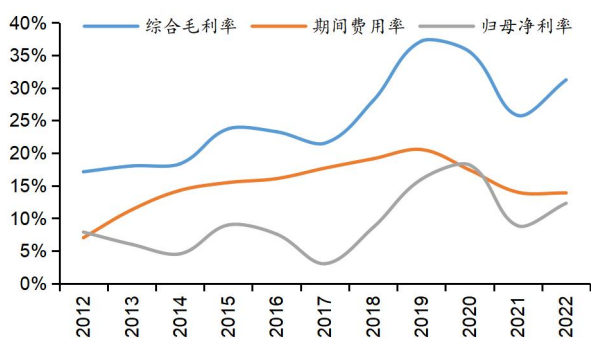
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速 (亿元)



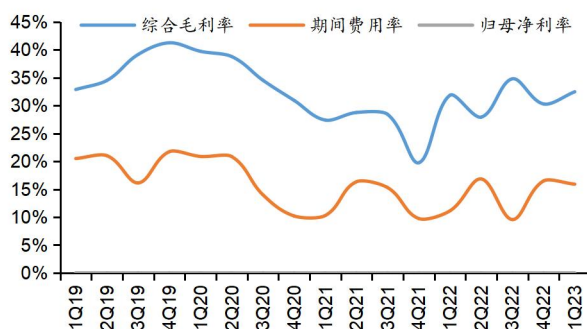
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司销售毛利率、销售净利率、期间费用率



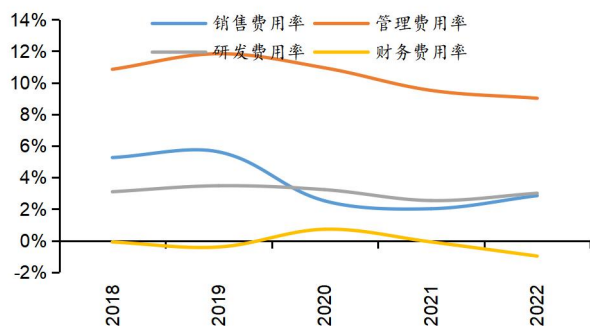
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度销售毛利率、销售净利率、期间费用率



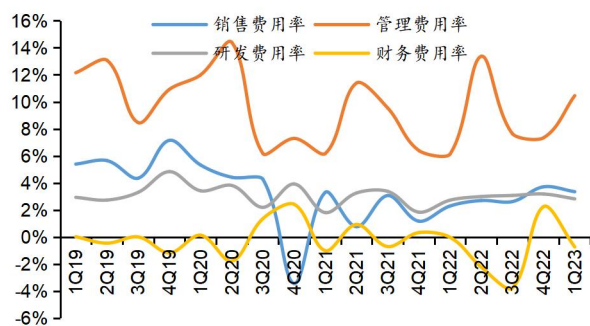
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

公司主营业务主要分成前驱体、电子特气、LNG 保温材料和其他业务四方面，我们的盈利预测基于以下假设条件：

前驱体：公司供应 ALD 工艺用材料前驱体，预计 2023–2025 年前驱体总收入增长 36%、22%、19%，毛利率 48%、48%、48%。

电子特气：公司供应电子特气，包括六氟化硫、四氟化碳等，预计 2023–2025 年电子特气收入增长 5%、15%、30%，毛利率为 41%、41%、41%。

LNG 保温复合材料：公司供应 LNG 保温复合材料，预计 2023–2025 年 LNG 保温复合材料业务收入增长 150%、50%、50%，毛利率 34%、38%、38%。

其他业务：公司其他业务预计 2023–2025 年收入增长 1%、23%、24%，毛利率 22%、26%、26%。

表1：公司主营业务拆分预估

主营业务		2021	2022	2023E	2024E	2025E
前驱体	收入	845	1179	1607	1954	2325
	YoY	12%	39%	36%	22%	19%
	毛利率	41%	48%	48%	48%	48%
电子特气	收入	391	452	474	545	707
	YoY	5%	15%	5%	15%	30%
	毛利率	40%	41%	41%	41%	41%
LNG 保温复合材料	收入	394	552	1379	2069	3103
	YoY	261%	40%	150%	50%	50%
	毛利率	25%	30%	34%	38%	38%
其他业务	收入	2151	2017	2040	2506	3101
	YoY	35%	-6%	1%	23%	24%
	毛利率	21%	21%	22%	26%	26%
合计	收入	3782	4198	5501	7074	9236
	YoY	66%	11%	31%	29%	31%
	毛利率	26%	30%	33%	35%	35%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

主要费率：公司销售模式和管理模式成熟稳定，经营费用精细化管控，促使各期销售费用、管理费用规模整体水平较低且较为稳定，假设在 2023–2025 年销售费率为 3%/3%/3%，管理费率为 8%/8%/8%，研发费率在 2.5%/2.5%/2.5%。

表2: 公司主要费率预估

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费率	9.52%	9.02%	8.00%	8.00%	8.00%
管理费率	2.54%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
研发费率	2.02%	2.85%	2.50%	2.50%	2.50%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表3: 未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4259	5580	7177	9369
营业成本	2930	3746	4680	6102
销售费用	121	140	179	234
管理费用	409	459	586	762
研发费用	128	167	215	281
财务费用	(42)	(17)	(16)	(10)
营业利润	654	1064	1469	1904
利润总额	654	1058	1463	1900
归属于母公司净利润	524	849	1174	1524
EPS	1.10	1.78	2.47	3.20
ROE	8%	12%	15%	17%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

综上, 我们预计 2023-2025 年公司营收同比增长 31.0%/28.6%/30.6% 至 55.80/71.77/93.69 亿元, 归母净利润同比增长 61.9%/38.3%/29.9% 至 8.49/11.74/15.24 亿元。

盈利预测情景分析

我们对盈利预测进行情景分析，以前述假设为中性预测，乐观预测将营收增速提高 10pct，悲观预测将营收增速降低 10pct。

表4: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022A	2023E	2024E	2025E
乐观预测				
营业收入(百万元)	4,259	5,712	7,510	10,034
(+/-%)	12.6%	34.1%	31.5%	33.6%
净利润(百万元)	524	1267	1748	2333
(+/-%)	56.6%	141.7%	37.9%	33.5%
摊薄 EPS(元)	1.10	2.66	3.67	4.90
中性预测				
营业收入(百万元)	4,259	5,580	7,177	9,369
(+/-%)	12.6%	31.0%	28.6%	30.6%
净利润(百万元)	524	849	1174	1524
(+/-%)	56.6%	61.9%	38.3%	29.9%
摊薄 EPS(元)	1.10	1.78	2.47	3.20
悲观预测				
营业收入(百万元)	4,259	5,448	6,851	8,735
(+/-%)	12.6%	27.9%	25.7%	27.5%
净利润(百万元)	524	463	660	822
(+/-%)	56.6%	-11.6%	42.5%	24.5%
摊薄 EPS(元)	1.10	0.97	1.39	1.73

资料来源：国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1357	2691	1873	1884	2027	营业收入	3782	4259	5580	7177	9369
应收款项	764	866	1332	1541	2051	营业成本	2808	2930	3746	4680	6102
存货净额	827	1133	1287	1541	2113	营业税金及附加	14	22	25	31	43
其他流动资产	225	419	549	706	921	销售费用	76	121	140	179	234
流动资产合计	3410	5222	5154	5784	7225	管理费用	385	409	459	586	762
固定资产	1479	2490	3210	3887	4549	研发费用	96	128	167	215	281
无形资产及其他	269	306	294	282	270	财务费用	(3)	(42)	(17)	(16)	(10)
其他长期资产	2138	2574	2574	2574	2574	投资收益	80	23	70	57	50
长期股权投资	0	4	5	7	9	资产减值及公允价值变动	(92)	(93)	(67)	(84)	(82)
资产总计	7296	10596	11238	12534	14627	其他收入	25	33	0	(5)	(22)
短期借款及交易性金融负债	278	1022	495	598	849	营业利润	418	654	1064	1469	1904
应付款项	438	423	728	746	996	营业外净收支	(11)	(1)	(5)	(6)	(4)
其他流动负债	357	757	928	1149	1502	利润总额	407	654	1058	1463	1900
流动负债合计	1074	2202	2151	2493	3347	所得税费用	66	109	176	243	316
长期借款及应付债券	88	123	123	123	123	少数股东损益	6	21	34	47	61
其他长期负债	68	137	164	198	241	归属于母公司净利润	335	524	849	1174	1524
长期负债合计	157	260	287	320	364	现金流量表（百万元）					
负债合计	1230	2462	2437	2813	3711	净利润	341	545	883	1220	1585
少数股东权益	81	1640	1665	1701	1746	资产减值准备	(3)	24	27	11	12
股东权益	5985	6494	7135	8020	9170	折旧摊销	155	163	298	439	556
负债和股东权益总计	7296	10596	11238	12534	14627	公允价值变动损失	92	93	67	84	82
关键财务与估值指标						财务费用	(3)	(42)	(17)	(16)	(10)
每股收益	0.70	1.10	1.78	2.47	3.20	营运资本变动	(117)	(560)	(220)	(337)	(639)
每股红利	0.21	0.27	0.44	0.61	0.79	其它	(145)	453	(19)	(6)	(17)
每股净资产	12.58	13.65	14.99	16.85	19.27	经营活动现金流	320	676	1020	1396	1569
ROIC	8%	9%	11%	15%	17%	资本开支	(560)	(1465)	(1100)	(1200)	(1300)
ROE	6%	8%	12%	15%	17%	其它投资现金流	(94)	(118)	(1)	(2)	(2)
毛利率	26%	31%	33%	35%	35%	投资活动现金流	(654)	(1583)	(1101)	(1202)	(1302)
EBIT Margin	11%	15%	19%	21%	21%	权益性融资	(31)	1550	0	0	0
EBITDA Margin	15%	19%	24%	27%	27%	负债净变化	(7)	34	0	0	0
收入增长	66%	13%	31%	29%	31%	支付股利、利息	(102)	(129)	(208)	(288)	(374)
净利润增长率	-19%	57%	62%	38%	30%	其它融资现金流	1314	703	(528)	104	251
资产负债率	18%	39%	37%	36%	37%	融资活动现金流	1174	2159	(736)	(184)	(123)
息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.9%	1.2%	现金净变动	809	1304	(818)	10	143
P/E	96.7	61.7	38.1	27.6	21.2	货币资金的期初余额	524	1333	2637	1819	1829
P/B	5.4	5.0	4.5	4.0	3.5	货币资金的期末余额	1333	2637	1819	1829	1972
EV/EBITDA	60.2	42.8	25.9	18.3	14.4	企业自由现金流	(184)	(1320)	(151)	141	241
						权益自由现金流	1123	(582)	(665)	258	500

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032