

2023 年 05 月 31 日
费倩然
H70507@capital.com.tw
目标价(元)
26
公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/5/30)	21.94
深证成指(2023/5/30)	10869.55
股价 12 个月高/低	26.5/13.69
总发行股数(百万)	585.82
A 股数(百万)	554.32
A 市值(亿元)	121.62
主要股东	新银国际有限公司(16.60%)
每股净值(元)	3.21
股价/账面净值	6.83
股价涨跌(%)	一个月 3.4 三个月 28.2 一年 41.0

近期评等
出刊日期 前日收盘 评等
产品组合

高纯化学品	47.7%
锂电池粘结剂	30.7%
工业化学品	9.0%
光刻胶	8.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.5%
一般法人	16.6%

股价相对大盘走势

晶瑞电材(300655.SZ)
Buy 买进
国产替代加速，电子材料龙头前景广阔

事件：公司发布2022年年报，2022全年实现营收17.46亿元，*yoY*-4.71%；实现归母净利润1.63亿元，*yoY*-18.72%。公司同时发布2023年一季报，2023Q1实现营业收入2.95亿元，*yoY*-34.46%；实现归母净利润1792.77万元，*yoY*-43.92%。
点评：公司是国内电子化学品龙头企业，也是国内最早研发生产为电子材料的企业之一，技术及客户资源方面优势明显，目前主营业务包括高纯试剂、锂电池粘结剂、光刻胶三大板块。国内半导体材料市场空间广阔，同时海外对半导体关键技术“卡脖子”行为加剧进一步催化国产替代，看好公司发展前景，首次覆盖，给予“买进”评级。

■ **高纯化学品突破国外垄断，长期深耕光刻胶领域：**公司作为国内电子材料龙头企业，主营业务包括高纯试剂、锂电池粘结剂、光刻胶等。高纯试剂版块，公司超纯双氧水、超纯氨水及超纯硫酸等主导产品均已达到最高纯度 SEMI G5 等级。此外公司超大规模集成电路用超净高纯双氧水技术突破了国外技术垄断，实现国产替代，目前已经成为头部芯片公司的主要供应商。2022 年公司高纯试剂版块营收占比达 8.27 亿元 (*yoY*+6.26%)，占公司总营收的 47.7%，版块毛利率为 14.48%，同比提高 1.06pct。光刻胶版块，公司子公司苏州瑞红是国内最早规模量产光刻胶的企业之一，稳定生产超过 30 年，销售规模和盈利能力均处于国内领先地位，其中部分产品已占据国内主要市场份额。目前瑞红拥有紫外宽谱系列、g 线系列、i 线系列、KrF 系列等数百个型号产品。i 线光刻胶已向国内中芯国际、合肥长鑫等知名大尺寸半导体厂商供货，KrF 光刻胶也已量产并供应市场，ArF 高端光刻胶正在研发中。2022 年公司光刻胶版块实现营收 1.40 亿元 (*yoY*-1.94%)，版块毛利率为 53.72%，同比下降 4.76pct。锂电池材料版块，公司主要产品为 NMP 等锂电池粘结剂。公司 NMP 产品是中国区唯一通过韩国三星集团 SDI 公司认证合格的产品，随着新能源需求的持续增长，公司锂电池材料将持续放量。2022 年受产品结构调整及产品和原材料价格波动影响，公司锂电池材料实现营业收入 5.32 亿元 (*yoY*-20.08%)，毛利率为 21.10%，同比提高 2.15pct。

■ **半导体领域国产替代加速：**5 月 23 日，日本政府正式出台半导体制造设备出口管制措施，涉及 23 项芯片制造设备。近年来海外对国内半导体领域关键技术领域的限制越发明显，促使半导体产业链的国产替代进一步加速。同时，国内芯片厂产能快速扩张，也为本土半导体材料带来机遇。据 SEMI 数据，全球半导体行业预计将在 2021-2023 年间建设 84 座大规模芯片制造工厂，其中中国大陆地区预计新建 20 座。公司在客户储备方面具备优势，前期已经与行业头部客户中芯国际、华虹宏力、长江存储、合肥长鑫等建立了稳定合作关系。在半导体领域关键材料自主可控的背景下，公司高纯试剂和光刻胶市场份额有望持续提升，发展前景广阔。

■ **产能稳步扩张，看好后续发展：**据公司年报，截止 2022 年底公司高纯化学品设计产能 21.50 万吨/年，光刻胶 1725 吨/年，锂电池材料 3.70 万

吨/年, 工业化学品 15.30 万吨/年, 能源 36.17 万吨/年。目前公司在建产能丰富, 未来有望持续放量。高纯试剂领域, 公司年产高纯硫酸技改项目一期 3 万吨正处于产能爬坡状态, 二期 6 万吨预计年内建设完成。光刻胶版块, 公司年产 1,200 吨集成电路关键电子材料项目处于试生产状态。眉山年产 8.7 万吨光电显示、半导体用新材料项目持续推进, 目前已建成高纯化学品 1 万吨、锂电池结合剂 5000 吨的产能。锂电材料版块, 公司孙公司渭南美特瑞拟筹建年产 2 万吨 γ -丁内酯、10 万吨电子级 NMP、2 万吨 NMP 回收再生及 1 万吨导电浆项目, 项目建成后, 公司 NMP 产能将大幅提升, 提升锂电材料版块利润。

- **盈利预测:** 我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现归母净利润 1.96/2.53/3.27 亿元, $YoY+20\%/+29\%/+29\%$, 对应 EPS 为 0.33/0.43/0.56 元, 目前 A 股股价对应的 PE 为 66/51/39 倍, 估值合理, 首次覆盖, 给予“买进”评级。
- **风险提示:** 1、产品价格不及预期; 2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	201	163	196	253	327
同比增减	%	161.20%	-18.72%	20.06%	28.94%	29.28%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.59	0.28	0.33	0.43	0.56
同比增减	%	44.72%	-52.69%	19.93%	28.94%	29.28%
A 股市盈率(P/E)	X	37.18	78.59	65.53	50.82	39.31
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.10	0.10	0.15	0.15
股息率 (Yield)	%	0.45%	0.45%	0.46%	0.68%	0.68%

【投资评级说明】

评级	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评级潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{首次评级潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{首次评级潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评级 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1832	1746	2048	2497	2940
经营成本	1445	1354	1579	1896	2187
研发费用	46	70	80	96	110
营业税金及附加	9	13	15	18	21
销售费用	38	29	34	41	48
管理费用	122	108	127	154	182
财务费用	22	18	22	26	31
资产减值损失	-6	-15	-18	-22	-26
投资收益	1	6	5	4	3
营业利润	258	199	239	307	397
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	258	198	238	306	396
所得税	50	31	38	49	63
少数股东损益	6	3	4	5	6
归属于母公司股东权益	201	163	196	253	327

附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	585	552	500	689	962
应收账款	306	330	314	298	283
存货	135	92	101	111	122
流动资产合计	1361	1299	1506	1637	1889
长期股权投资	127	173	169	166	163
固定资产	742	699	769	807	848
在建工程	199	509	611	635	699
非流动资产合计	1564	1917	2135	2257	2433
资产总计	2925	3216	3640	3894	4322
流动负债合计	662	591	623	686	735
非流动负债合计	579	594	783	712	753
负债合计	1241	1185	1406	1398	1488
少数股东权益	77	70	77	86	98
股东权益合计	1684	2031	2234	2496	2834
负债及股东权益合计	2925	3216	3640	3894	4322

附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	167	380	418	502	552
投资活动产生的现金流量净额	-302	-569	-626	-501	-476
筹资活动产生的现金流量净额	440	196	156	188	197
现金及现金等价物净增加额	304	4	-52	189	273

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实或审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。