

天承科技 (688603.SH)

公司快报

水平沉铜产品贡献稳定营收，加大研发进军 ABF 载板等高端领域

基础化工 | 电子化学品III

投资评级

增持-A(首次)

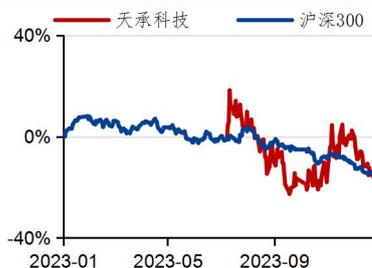
股价(2023-12-29)

74.98 元

交易数据

总市值(百万元)	4,359.11
流通市值(百万元)	900.98
总股本(百万股)	58.14
流通股本(百万股)	12.02
12个月价格区间	95.22/69.04

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.32	10.05	47.71
绝对收益	-13.18	3.05	36.33

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.com.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.com.cn

相关报告

天承科技: 天承科技-新股专题覆盖报告(天承科技) -2023年第125期-总第322期
 2023.6.18

投资要点

◆ 专注 PCB 功能性湿电子化学品赛道，2023 年业绩逐季复苏

公司专注于 PCB 功能性湿电子化学品的研发、生产和销售，主要产品包括水平沉铜专用化学品、电镀专用化学品、铜面处理专用化学品、垂直沉铜专用化学品、SAP 孔金属化专用化学品 (ABF 载板除胶沉铜)、其他专用化学品等，应用于沉铜、电镀、棕化、粗化、退膜、微蚀、化学沉锡等多个生产环节。

2023 年以来公司业绩呈现逐季复苏态势。23Q3 公司实现营收 0.87 亿元，同比减少 5.32%，环比增长 2.84%；归母净利润 0.16 亿元，同比减少 4.43%，环比增长 5.16%；毛利率 37.35%，同比增长 4.62pct，环比增长 0.92pct；净利率 17.83%，同比增长 0.17pct，环比增长 0.39pct。

◆ 水平沉铜专用化学品：四大系列满足不同需求，五大优势高筑技术壁垒

化学沉铜是通过化学方法在不导电的电子电路孔壁表面沉积一层薄薄的化学铜层，形成导电层，为后续电镀铜提供导电基层，达到多层板之间电气互联的目的。相比于垂直沉铜工艺，水平沉铜工艺在产品品质、自动化程度、生产环境、环保节能等方面具有明显优势，因此水平沉铜专用化学品成为沉铜制程使用的主要材料。

历经十数年发展，公司成功打造 SkyCopp 365/365SP/3651/3652 四大系列水平沉铜专用化学品，适用于多层板、高频高速板、HDI、类载板、半导体测试板等不同电路板的生产需求。水平沉铜专用化学品为公司最主要营收来源，产品具有以下五大优势：1) 优异的盲孔处理能力：HDI 板大量应用埋盲孔的结构以缩短导线尺寸，进而减少信号传输时间的延迟；其中盲孔的沉铜效果是 HDI 板的技术难点。公司 SkyCopp 365/365SP 两大系列产品具有良好的盲孔润湿能力和覆盖能力，现已应用于盲孔数量高达 120-150 万个的 HDI 板的量产中。2) 高可靠性：公司四大系列产品均具有高可靠性，在不同可靠性测试下表现良好，目前已应用于汽车板、服务器板、通讯基站板和半导体测试板的量产。3) 适用于高频高速材料：公司 SkyCopp 365/365SP 两大系列产品可满足高频高速板对除胶能力、沉积铜层结合力、药水湿润性等方面的要求，适用于 PTFE、PPS 等主流高频高速树脂基材。4) 适用于柔性电路板的 PI 材料：公司成功打破 FPC 水平沉铜专用化学品市场长期被外资企业垄断的格局，开发出了 SkyCopp 3652 产品。该产品可有效改善沉积铜的晶体结构、降低铜沉积层应力，目前已在景旺电子、世一电子等公司应用于柔性电路板的生产。5) 可满足严格的环保要求：公司于 2016 年推出不含镍的 SkyCopp 3651 系列产品，在满足多层板和 HDI 生产需求的同时，可间接为客户节省污水处理成本。

◆ 加大研发升级产品结构，瞄准 ABF 载板等高端领域

封装基板主要作用是承载保护芯片以及连接上层芯片和下层电路板，具有高密度、高精度、高脚数、高性能等特点，生产难度高于 HDI 板。根据公司招股书数据，目



前超 90% 的封装基板由欧美、日韩及中国台湾地区的企业生产，相应配套的专用电子化学品也主要由安美特等国际龙头企业提供。

早在 2015 年，公司就与中科院北京微电子所开展合作，成功研发出适用于封装基板 SAP 工艺的沉铜专用化学品，实现了对安美特除胶沉铜产品的替换。根据公司 2023 年 10 月投资者活动纪要，公司表示 2024 年载板专用电子化学品销售额预计将有明显提升。目前下游载板厂的 BT 载板部分仍保持稳定增长，ABF 载板部分会在明年上量。公司 ABF 载板的核心功能性湿电子化学品：沉铜、电镀、闪蚀等，已陆续通过客户的认证。在 FC-BGA 领域，公司目前与各大客户的样品打样测试正有序进行，和国际巨头安美特等公司处于同一起跑线。

◆ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年，公司营收分别为 3.80/4.85/6.28 亿元，同比分别为 1.6%/27.6%/29.5%，归母净利润分别为 0.64/0.94/1.40 亿元，同比分别为 17.7%/46.8%/48.7%；PE 分别为 67.8/46.2/31.0。公司作为国内领先的 PCB 功能性湿电子化学品供应商，水平沉铜专用化学品性能优异贡献稳定营收，同时持续研发进军 ABF 载板等高端领域，进一步打开业绩天花板。首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**下游终端市场需求不及预期风险，新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险，市场竞争加剧风险，产能扩充进度不及预期的风险，系统性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	375	374	380	485	628
YoY(%)	46.0	-0.3	1.6	27.6	29.5
归母净利润(百万元)	45	55	64	94	140
YoY(%)	16.0	21.5	17.7	46.8	48.7
毛利率(%)	28.6	31.5	34.8	35.8	37.9
EPS(摊薄/元)	0.77	0.94	1.11	1.62	2.42
ROE(%)	17.0	16.7	5.9	7.9	10.5
P/E(倍)	96.9	79.8	67.8	46.2	31.0
P/B(倍)	16.5	13.4	4.0	3.7	3.3
净利率(%)	12.0	14.6	16.9	19.5	22.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测和估值

1、盈利预测核心假设

1) 水平沉铜专用化学品：水平沉铜专用化学品是公司最主要营收来源。历经十数年发展，公司已打造出 SkyCopp 365/365SP/3651/3652 四大系列水平沉铜专用化学品，产品性能优异，适用于多层板、高频高速板、HDI、类载板、半导体测试板等不同电路板的生产需求。我们预计 2023-2025 年，公司水平沉铜专用化学品营收分别为 2.89/3.70/4.66 亿元，同比分别为 2.50%/28.00%/26.00%，毛利率分别为 27.00%/27.50%/28.00%，营收占比分别为 76.07%/76.31%/74.27%。

2) 电镀专用化学品：电镀专用化学品为公司第二大营收来源。公司针对适用于不溶性阳极电镀、脉冲电镀的电镀添加剂技术进行研发，成功研发出 SkyPlateCu658 和 SkyPlateVF6382 两大产品系列。其中，SkyPlateCu658 已通过超毅电子和方正科技认证，成功替代安美特部分产品，应用于高阶 HDI、类载板的量产中；SkyPlateVF6382 已在定颖电子、博敏电子、南亚电路等多家厂商得到量产应用。我们预计 2023-2025 年，公司电镀专用化学品营收分别为 0.37/0.57/0.98 亿元，同比分别为 8.00%/52.00%/72.00%，毛利率分别为 83.00%/81.00%/80.00%，营收占比分别为 9.82%/11.70%/15.54%。

3) 铜面处理专用化学品：公司根据不同工序和不同电子电路对铜面处理的要求，开发出超粗化、中粗化、再生微蚀和碱性微蚀四类铜面处理专用化学品，已在景旺电子、方正科技、鹏鼎控股等公司实现批量供应。我们预计 2023-2025 年，公司铜面处理专用化学品营收分别为 0.24/0.26/0.29 亿元，同比分别为 3.00%/8.00%/10.00%，毛利率分别为 50.00%/52.00%/53.00%，营收占比分别为 6.32%/5.35%/4.54%。

4) 垂直沉铜专用化学品：由于垂直沉铜生产线设备投资成本和药水成本低于水平沉铜生产线，因此部分厂商仍在垂直沉铜生产线进行生产，一般用于生产没有盲孔的双层板和多层板。公司垂直沉铜专用化学品采用传统的“EDTA 化学沉铜体系”，以胶体钯做催化剂，可以将槽液钯浓度控制在 10-20ppm，具有良好的背光稳定性和可靠性，适用于对可靠性要求比较高的汽车板生产，目前正在定颖电子、中京电子等客户中量产应用。我们预计 2023-2025 年，公司垂直沉铜专用化学品营收分别为 0.13/0.14/0.15 亿元，同比分别为 -18.00%/10.00%/8.00%，毛利率分别为 7.00%/7.50%/8.00%，营收占比分别为 3.37%/2.91%/2.43%。

5) 其他主营业务：公司其他主营产品主要包括 SAP 孔金属化专用化学品、触摸屏专用电子化学品、化学沉锡专用化学品、光阻去除剂、棕化专用化学品等。我们预计 2023-2025 年，公司其他主营业务营收分别为 0.16/0.18/0.20 亿元，同比分别为 -10.00%/8.00%/12.00%，毛利率分别为 60.00%/62.00%/63.00%，营收占比分别为 4.28%/3.62%/3.14%。

6) 其他业务：我们预计 2023-2025 年，公司其他业务营收分别为 0.01/0.01/0.01 亿元，同比分别为 0.00%/0.00%/0.00%，毛利率分别为 80.00%/80.00%/80.00%，营收占比分别为 0.14%/0.11%/0.08%。

综上，我们预计 2023-2025 年，公司总营收分别为 3.80/4.85/6.28 亿元，同比分别为 1.57%/27.59%/29.47%，毛利率分别为 34.76%/35.80%/37.87%。

表 1：天承科技业务指标预测（亿元，%）

业务	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
水平沉铜专用化学品	营收	2.76	2.82	2.89	3.70	4.66
	营收同比	49.99%	2.24%	2.50%	28.00%	26.00%
	毛利率	20.40%	23.22%	27.00%	27.50%	28.00%
	营收占比	73.50%	75.38%	76.07%	76.31%	74.27%
电镀专用化学品	营收	0.24	0.35	0.37	0.57	0.98
	营收同比	162.43%	42.41%	8.00%	52.00%	72.00%
	毛利率	78.36%	84.37%	83.00%	81.00%	80.00%
	营收占比	6.47%	9.24%	9.82%	11.70%	15.54%
铜面处理专用化学品	营收	0.24	0.23	0.24	0.26	0.29
	营收同比	15.71%	-0.78%	3.00%	8.00%	10.00%
	毛利率	60.83%	46.98%	50.00%	52.00%	53.00%
	营收占比	6.26%	6.23%	6.32%	5.35%	4.54%
垂直沉铜专用化学品	营收	0.27	0.16	0.13	0.14	0.15
	营收同比	34.44%	-42.70%	-18.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	8.84%	6.63%	7.00%	7.50%	8.00%
	营收占比	7.27%	4.18%	3.37%	2.91%	2.43%
其他主营业务	营收	0.22	0.18	0.16	0.18	0.20
	营收同比	12.22%	-17.76%	-10.00%	8.00%	12.00%
	毛利率	62.16%	58.82%	60.00%	62.00%	63.00%
	营收占比	5.86%	4.83%	4.28%	3.62%	3.14%
其他业务	营收	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
	营收同比	11.49%	-78.04%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	73.07%	97.44%	80.00%	80.00%	80.00%
	营收占比	0.64%	0.14%	0.14%	0.11%	0.08%
合计	总营收	3.75	3.74	3.80	4.85	6.28
	总营收同比	45.97%	-0.30%	1.57%	27.59%	29.47%
	综合毛利率	28.62%	31.48%	34.76%	35.80%	37.87%

资料来源：公司公告，Wind，华金证券研究所

2、可比公司估值与投资建议

鉴于 A 股中与公司主营业务相似的公司较少，我们选择了三孚新科与兴森科技、华海诚科两家半导体材料公司作为可比公司。三孚新科的 PCB 电子化学品包括水平沉铜专用化学品、化学镍金专用化学品、高耐蚀化学镍专用化学品等，产品结构与公司较为相似。兴森科技专注于印制电路板产业，围绕传统 PCB 业务和半导体业务两大主线开展；半导体业务立足于芯片封装和测试环节的关键材料自主配套，实现从 CSP 封装基板到 FCBGA 封装基板领域的突破。华海诚科深耕于半导体封装材料的研发创新，主要产品为环氧塑封料和电子胶黏剂，构建了可应用于传

统封装（包括 DIP、TO、SOT、SOP 等）与先进封装（QFN/BGA、SiP、FC、FOWLP/FOPLP 等）的全面产品体系。

公司作为国内领先的 PCB 功能性湿电子化学品供应商，水平沉铜专用化学品性能优异，持续贡献稳定营收，同时加大研发力度升级产品，进军 ABF 载板等高端领域，进一步打开业绩天花板。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值（元，亿元，元/股）

公司	股价	归母净利润			EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
三孚新科	68.89	0.35	1.31	1.53	0.38	1.41	1.65	182.89	48.86	41.84
兴森科技	14.73	3.01	5.08	7.79	0.18	0.30	0.46	82.69	49.02	31.96
华海诚科	92.78	0.46	0.64	0.84	0.57	0.79	1.04	161.89	117.74	88.99
均值					0.38	0.83	1.05	142.49	71.87	54.26
天承科技	74.98	0.64	0.94	1.40	1.11	1.62	2.42	67.77	46.16	31.04

资料来源：Wind 一致预期，天承科技盈利预测来自华金证券研究所 注：数据取自 2024 年 1 月 1 日

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	278	293	1059	1157	1297	营业收入	375	374	380	485	628
现金	39	58	378	441	528	营业成本	268	257	248	312	390
应收票据及应收账款	156	161	170	189	229	营业税金及附加	2	2	2	2	2
预付账款	3	4	4	6	7	营业费用	14	17	16	19	24
存货	46	45	51	65	75	管理费用	13	14	16	19	24
其他流动资产	34	26	457	457	458	研发费用	21	22	26	31	39
非流动资产	59	98	100	103	108	财务费用	2	1	-2	-6	-11
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-4	-1	-1	0	0
固定资产	13	14	16	18	21	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	0	38	37	36	35	投资净收益	-0	0	0	0	0
其他非流动资产	46	47	47	49	51	营业利润	52	62	74	108	160
资产总计	337	391	1159	1261	1405	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	47	41	37	44	48	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	52	62	74	108	160
应付票据及应付账款	25	15	16	23	26	所得税	7	7	10	13	19
其他流动负债	22	26	21	22	22	税后利润	45	55	64	94	140
非流动负债	25	24	24	24	24	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	45	55	64	94	140
其他非流动负债	25	24	24	24	24	EBITDA	53	65	72	102	152
负债合计	73	65	61	68	71						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	43	44	58	58	58	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	126	142	835	835	835	成长能力					
留存收益	96	140	205	299	440	营业收入(%)	46.0	-0.3	1.6	27.6	29.5
归属母公司股东权益	264	326	1098	1193	1333	营业利润(%)	15.1	19.4	19.7	46.0	47.9
负债和股东权益	337	391	1159	1261	1405	归属于母公司净利润(%)	16.0	21.5	17.7	46.8	48.7
						获利能力					
						毛利率(%)	28.6	31.5	34.8	35.8	37.9
						净利率(%)	12.0	14.6	16.9	19.5	22.4
						ROE(%)	17.0	16.7	5.9	7.9	10.5
						ROIC(%)	15.0	15.0	5.2	6.9	9.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	21.5	16.5	5.2	5.4	5.1
						流动比率	5.9	7.1	28.6	26.2	27.2
						速动比率	4.2	5.3	26.4	24.0	24.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.3	1.0	0.5	0.4	0.5
						应收账款周转率	2.8	2.4	2.3	2.7	3.0
						应付账款周转率	15.3	12.9	16.0	16.0	16.0
						估值比率					
						P/E	96.9	79.8	67.8	46.2	31.0
						P/B	16.5	13.4	4.0	3.7	3.3
						EV/EBITDA	81.8	66.3	49.4	34.5	22.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn