

## 半导体市场稳步复苏，看好全年业绩表现

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2023年报及24年一季报，2023年全年公司实现营业收入47.4亿元，同比增长11.2%，实现归属于母公司所有者的净利润5.8亿元，同比上升10.4%，实现基本每股收益1.22元。2024年Q1公司实现收入16.2亿元，同比+51.1%，实现归母净利润2.5亿元，同比+42.2%，实现基本每股收益0.52元。
- LNG保温绝热材料需求旺盛，销量大幅增长。** 2023年，公司半导体化学材料实现营收11.4亿元，同比-0.5%，毛利率50.2%，同比-0.2pp；光刻胶及配套试剂业务实现营收13.0亿元，同比+3.6%，毛利率19.5%，同比+7.5pp；电子特种气体业务实现营收4.4亿元，同比-11.6%，毛利率36.8%，同比-0.3pp；LNG保温绝热材料实现营收8.6亿元，同比+114.5%，毛利率35.5%，同比-1.5pp。受行业景气周期影响，公司半导体材料收入及毛利率略有下滑；2023年半导体行业企业收入，总体呈现出年初大幅下滑、年中尾缓慢回升的趋势，各大晶圆厂和IDM自年初开始下调产能，至2023年第三季度，各大代工厂的产能利用率已低至80%以下，全球半导体生产由“供不应求”进入“产能过剩”阶段；从价格来看，以市场敏感度最高的存储器为例，2023年上半年，DRAM价格最高点下跌超过60%。自2023年三季度开始，各半导体厂商逐渐完成去库存，稼动率回升，价格持续回弹，行业进入补库周期，全年呈现前低后高的走势。受地缘政治影响，中国船舶集团下属公司等主要客户LNG船舶材料及北京燃气的大型陆地储罐材料在2023年需求旺盛，LNG保温绝热材料销售量大幅增长。
- 存储器产品价格上涨、HBM渗透率提升，推动全年半导体市场稳步复苏。** 2024年一季度，受益半导体市场回暖，公司营收及归母净利润大幅增长。2024年2月全球半导体行业销售额总计462亿美元，同比增16.3%，环比降3.1%，连续4个月同比增长。我们认为2024年全球半导体市场将稳步复苏，存储器市场减产推动产品价格上涨、高价高带宽内存(HBM)渗透率提升，这两个因素将成为市场增长的动力。
- 核心厂商积极扩张产能，公司将持续受益。** 公司前驱体产品国际范围内技术领先，主要销售给三星电子、英特尔、台积电、SK海力士、中芯国际、长江存储与合肥长鑫等国内外半导体芯片头部生产商；三星半导体制定2024年营业利润目标，计划达到11.5万亿韩元，同比增加近25万亿韩元；海力士2024年4月宣布，计划扩大包括HBM在内的下一代DRAM的产能，以应对快速增长的AI需求，将投资约5.3万亿韩元建设M15X晶圆厂，作为新的DRAM生产基地，计划于4月底开工建设，目标于2025年11月竣工并尽早量产，预计将带动全球存储器市场稳步增长；美光计划在2024年推出更大容量的36GB 12-Hi堆栈HBM3E，2月26日公司宣布已开始批量生产HBM3E解决方案。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年营业收入分别为61.58亿元(+29.98%)、75.92亿元(+23.29%)和90.80亿元(+19.59%)，归母净利润分别为8.51亿元(+46.79%)、12.86亿元(+51.23%)、17.57亿元(+36.59%)，对应动态PE分别为34倍、22倍、16倍。综合考虑业务范围，选取了华特气体、安集科技、晶瑞电材作为估值参考，给予公司2024年42倍估值，对应目标价75.18元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济大幅下滑风险，项目投产不及预期风险，下游需求不及预期风险，汇率波动风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	47.38	61.58	75.92	90.80
增长率	11.24%	29.98%	23.29%	19.59%
归属母公司净利润(亿元)	5.79	8.51	12.86	17.57
增长率	10.53%	46.79%	51.23%	36.59%
每股收益EPS(元)	1.22	1.79	2.70	3.69
净资产收益率ROE	6.92%	9.50%	12.45%	15.08%
PE	49	34	22	16
PB	4.14	3.76	3.28	2.81

数据来源: Wind, 西南证券

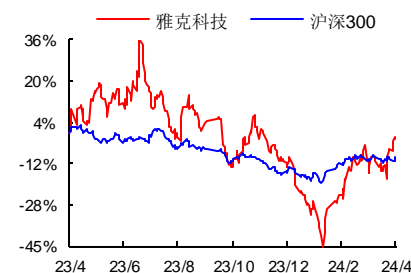
### 西南证券研究发展中心

分析师: 黄寅斌  
执业证号: S1250523030001  
电话: 13316443450  
邮箱: hyb@swsc.com.cn

分析师: 徐一丹  
执业证号: S1250522090002  
电话: 021-58351908  
邮箱: xyd@swsc.com.cn

联系人: 屈紫荆  
电话: 13552905741  
邮箱: qzjyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.76
流通A股(亿股)	3.19
52周内股价区间(元)	34.32-84.38
总市值(亿元)	286.18
总资产(亿元)	133.11
每股净资产(元)	14.83

### 相关研究

1. 雅克科技(002409): 业绩稳增, 半导体、LNG业务驱动增长 (2023-08-31)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：半导体化学材料业务：HBM 市场空间大，未来公司前驱体业务有望依托自身行业领先地位、产能优势以及产品种类丰富的优势，实现快速发展。未来随着下游客户产能陆续投放，预计 2024-2026 年销量增速 40%、30%、25%，毛利率 50%、50%、50%。

假设 2：光刻胶配套试剂业务：公司积极拓宽产品种类，努力实现面板用光刻胶全产品线覆盖。2023 年受下游需求影响，销量有所下滑。未来随着国内客户渗透率的逐步提升，需求逐步恢复，预计 2024-2026 年销量增速 25%、20%、20%，毛利率 20%、22%、24%。

假设 3：公司是国内首家 LNG 保温绝热板材供应商，独家为国内 LNG 大型运输船提供关键材料配套。LNG 保温复合材料业务：为了满足下游需求，公司的第二工厂建设有续推进，预计在 2023 年底投产，达到 30 条船的生产能力。订单充沛，年底产能扩张，预计 2024-2026 年订单增速 40%、30%、20%，毛利率 36%、37%、37%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
半导体材料	收入	11.4	15.9	20.7	25.9
	增速	-0.4%	40.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	50.2%	50.0%	50.0%	50.0%
光刻胶配套试剂业务	收入	13.0	16.3	19.6	23.5
	增速	3.6%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	19.5%	20.0%	22.0%	24.0%
LNG 保温复合材料	收入	8.6	12.1	15.7	18.9
	增速	114.5%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	34.9%	36.0%	37.0%	37.0%
电子特种气体	收入	4.4	5.3	6.1	7.0
	增速	-11.5%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	36.9%	38.0%	39.0%	40.0%
硅微粉	收入	1.9	2.3	2.6	3.0
	增速	-14.5%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%
LDS 设备	收入	1.4	1.8	2.1	2.5
	增速	25.0%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
其他	收入	6.6	8.0	9.2	10.1
	增速	-21.5%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	16.4%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	47.4	61.6	75.9	90.8
	增速	11.2%	30.0%	23.3%	19.6%
	毛利率	31.3%	33.1%	34.3%	35.2%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 61.58 亿元(+29.98%)、75.92 亿元(+23.29%) 和 90.80 亿元(+19.59%)，归母净利润分别为 8.51 亿元(+46.79%)、12.86 亿元(+51.23%)、17.57 亿元(+36.59%)，EPS 分别为 1.79 元、2.70 元、3.69 元，对应动态 PE 分别为 34 倍、22 倍、16 倍。

综合考虑业务范围，选取了华特气体、安集科技、晶瑞电材作为估值参考。从 PE 角度看，可比公司 2024 年平均估值为 39 倍。由于雅克科技产品矩阵丰富，多项产品技术水平较高，其中 LNG 保温绝热板材独家为国内 LNG 大型运输船提供配套，给予公司 2024 年 42 倍估值，对应目标价 75.18 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688268.SH	华特气体	58.74	48.75	1.42	2.02	2.66	3.24	47.44	24.08	18.32	15.07
688019.SH	安集科技	138.79	140.09	4.07	4.94	6.38	7.87	39.30	28.36	21.95	17.80
300655.SZ	晶瑞电材	77.56	7.32	0.01	0.11	0.15		655.02	64.27	48.07	
平均值								247.25	38.90	29.45	16.44
002409.SZ	雅克科技	286.18	60.13	1.22	1.79	2.70	3.69	49	34	22	16

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价

## 风险提示

经济大幅下滑风险，项目投产不及预期风险，下游需求不及预期风险，汇率波动风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	47.38	61.58	75.92	90.80	净利润	6.00	8.77	13.28	18.15
营业成本	32.54	41.22	49.86	58.80	折旧与摊销	2.30	2.12	2.51	2.70
营业税金及附加	0.18	0.26	0.31	0.37	财务费用	-0.23	0.11	0.01	0.02
销售费用	1.54	2.00	2.11	2.57	资产减值损失	-0.10	-0.30	0.00	0.00
管理费用	4.09	6.74	7.21	8.63	经营营运资本变动	-5.09	-36.17	-16.95	-20.95
财务费用	-0.23	0.11	0.01	0.02	其他	3.00	0.98	2.33	-0.59
资产减值损失	-0.10	-0.30	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>5.89</b>	<b>-24.50</b>	<b>1.18</b>	<b>-0.67</b>
投资收益	0.39	0.31	0.35	0.33	资本支出	-17.15	-0.07	-0.07	-0.07
公允价值变动损益	-0.44	-0.90	-0.68	-0.66	其他	-2.10	-1.23	-0.82	-0.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-19.25</b>	<b>-1.30</b>	<b>-0.89</b>	<b>-0.94</b>
<b>营业利润</b>	<b>7.58</b>	<b>10.96</b>	<b>16.09</b>	<b>20.08</b>	短期借款	5.42	23.34	5.22	8.38
其他非经营损益	-0.19	-0.13	-0.15	-0.14	长期借款	3.01	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>7.39</b>	<b>10.83</b>	<b>15.94</b>	<b>19.94</b>	股权融资	0.03	0.00	0.00	0.00
所得税	1.39	1.91	2.82	1.74	支付股利	-1.52	-1.35	-1.89	-2.90
净利润	6.00	8.92	13.13	18.20	其他	0.12	-0.02	0.25	0.14
少数股东损益	0.21	0.26	0.41	0.58	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>7.05</b>	<b>21.98</b>	<b>3.58</b>	<b>5.62</b>
归属母公司股东净利润	5.79	8.51	12.86	17.57	<b>现金流量净额</b>	<b>-6.09</b>	<b>-3.82</b>	<b>3.87</b>	<b>4.02</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	20.45	16.63	20.50	24.51	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	14.30	17.03	21.51	25.46	销售收入增长率	11.24%	29.98%	23.29%	19.59%
存货	16.57	20.92	23.39	28.92	营业利润增长率	15.89%	44.55%	46.78%	24.81%
其他流动资产	5.40	27.10	37.44	52.21	净利润增长率	10.09%	48.64%	47.15%	38.66%
长期股权投资	1.09	1.09	1.09	1.09	EBITDA 增长率	21.75%	36.49%	41.14%	22.54%
投资性房地产	0.05	0.05	0.05	0.05	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	40.66	39.17	37.30	35.22	毛利率	31.33%	33.05%	34.32%	35.24%
无形资产和开发支出	23.06	22.55	22.04	21.54	三费率	11.41%	14.36%	12.29%	12.35%
其他非流动资产	4.57	5.05	5.53	6.01	净利率	12.67%	14.49%	17.29%	20.05%
<b>资产总计</b>	<b>126.14</b>	<b>149.58</b>	<b>168.85</b>	<b>195.00</b>	ROE	6.92%	9.50%	12.45%	15.08%
短期借款	14.82	38.17	43.38	51.77	ROA	4.76%	5.96%	7.77%	9.33%
应付和预收款项	7.88	9.48	11.66	13.79	ROIC	7.36%	8.17%	9.57%	11.59%
长期借款	4.23	4.23	4.23	4.23	EBITDA/销售收入	20.39%	21.41%	24.51%	25.11%
其他负债	12.55	3.78	4.11	4.54	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>39.48</b>	<b>55.66</b>	<b>63.39</b>	<b>74.33</b>	总资产周转率	0.41	0.45	0.48	0.50
股本	4.76	4.76	4.76	4.76	固定资产周转率	2.84	2.72	2.57	2.85
资本公积	40.85	40.85	40.85	40.85	应收账款周转率	4.75	4.72	4.72	4.62
留存收益	23.88	31.04	42.01	56.68	存货周转率	2.32	2.19	2.15	2.13
归属母公司股东权益	69.08	76.08	87.21	101.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.24%	—	—	—
少数股东权益	17.58	17.84	18.25	18.84	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>86.66</b>	<b>93.92</b>	<b>105.46</b>	<b>120.67</b>	资产负债率	31.30%	37.21%	37.54%	38.12%
负债和股东权益合计	126.14	149.58	168.85	195.00	带息债务/总负债	48.27%	76.18%	75.12%	75.34%
					流动比率	1.70	1.65	1.81	1.94
					速动比率	1.20	1.23	1.39	1.51
					股利支付率	26.28%	15.86%	14.67%	16.51%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	9.66	13.19	18.61	22.80	每股收益	1.22	1.79	2.70	3.69
PE	49.38	33.64	22.25	16.29	每股净资产	14.51	15.99	18.32	21.40
PB	4.14	3.76	3.28	2.81	每股经营现金	1.24	-5.15	0.25	-0.14
PS	6.04	4.65	3.77	3.15	每股股利	0.32	0.28	0.40	0.61
EV/EBITDA	29.03	23.29	16.54	13.67					
股息率	0.53%	0.47%	0.66%	1.01%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---