

雅克科技 (002409)

电子材料周期渐暖，LNG 板材蒸蒸日上

◆ 多元化布局彰显公司韧性，2023 年经营稳健，24Q1 业绩显著提升。
2023 年，公司实现营业收入 47.38 亿元，同比+11.2%；实现归母净利润 5.79 亿元，同比+10.5%。全年销售毛利率为 31.33%，净利率为 12.67%，基本保持稳定，全年研发投入 1.90 亿元，同比+48.8%，研发费用率提升至 4.02%。分业务来看，公司 2023 年的增长动力主要来自 LNG 保温复合材料的翻倍增长，实现收入 8.65 亿元，同比+114.5%；公司主要的电子材料，光刻胶及配套试剂、半导体化学材料（主要是前驱体）分别收入 13.04 亿元、11.38 亿元，分别同比+3.6%、-0.5%。在下游需求疲软、客户稼动率较低背景下，公司通过多元化的战略布局，实现了业绩的稳健增长。
2024Q1，公司单季度营业收入 16.18 亿元，同比+51.1%，环比+35.3%；实现归母净利润 2.46 亿元，同比+42.2%，环比+148.7%。2024 年以来，面板行业量价齐升，叠加 LNG 订单兑现，24Q1 公司业绩显著增长。

◆ 前驱体业务受益于存储回暖及 HBM 扩产，国内自主产能开始爬坡。
前驱体是半导体薄膜沉积工艺的核心材料，公司收购韩国 UP Chemical 切入此赛道，目前已基本实现 12 英寸大客户的全覆盖，子公司韩国先科 2023 年收入 12.31 亿元，同比+4.6%。国内产能方面，江苏先科前驱体项目进展顺利，硅类前驱体实现稳定出货，High-K 前驱体和金属前驱体产品也已送样验证。先科工厂的投产在实现国内前驱体材料全面自主可控的同时，有助于降低生产成本、缩短对国内客户的交期。下游需求方面，2024 年存储产能利用率显著回升，AI 驱动 HBM 需求，根据 TrendForce 预测，2024 年 HBM 需求位元将成长近 200%，2025 年有望再次翻倍，三大存储原厂纷纷扩产。存储性能的迭代拉动前驱体用量、种类增多，产品附加值增长，公司作为全球头部的前驱体企业有望受益。

◆ 光刻胶产品线日臻完善，其他电子材料循序渐进。
光刻胶方面，公司光刻胶产品在现有 RGB 彩胶、TFT 正胶、CNT 防静电材料及光刻胶配套试剂的基础上，2023 年成功开发了 OC&PS 光刻胶，进一步增加了面板光刻胶的品类。先科工厂光刻胶项目在客户端验证顺利，预

投资评级

买入

维持评级

2024年06月11日

收盘价(元):

61.10

公司基本数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 475.93 |
| 总市值(百万) | 29,079.18 |
| 流通股本(百万股) | 318.52 |
| 流通市值(百万) | 19,461.74 |
| 12月最高/最低价(元) | 65.26/32.88 |
| 资产负债率(%) | 33.75 |
| 每股净资产(元) | 14.83 |
| 市盈率(TTM) | 44.57 |
| 市净率(PB) | 4.22 |
| 净资产收益率(%) | 3.49 |

股价走势图



作者

刘牧野 分析师
SAC 执业证书: S0640522040001
邮箱: liumy@avicsec.com
刘一楠 研究助理
SAC 执业证书: S0640122080006
邮箱: liuyn@avicsec.com

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

计 24H1 陆续投产。公司半导体用光刻胶也在积极研发，先进封装用光刻胶进入产线测试。此外，公司早期收购 LG 化学，承接了其较强的树脂合成能力，目前公司正加强光刻胶上游树脂的自主研发，产品毛利率有望提升。**硅微粉方面**，2023 年公司硅微粉收入 1.88 亿元，同比-14.5%，新产品 CCL 及球形氧化铝已开始向客户稳定供货。产能方面，公司募投的“新一代大规模集成电路封装专用材料国产化项目”合计 1 万吨产能已全部投产，另有 3.9 万吨硅微粉产能在建设中，高端硅微粉有望受益于先进封装的快速增长。**电子特气方面**，2023 年公司电子特气收入 4.39 亿元，同比-11.5%，子公司成都科美特专注于氟化工高附加值产品，凭借公司主业强大的客户矩阵，将电子特气导入了更多半导体、面板客户的供应体系。**湿电子化学品方面**，2023 年公司收购 SKC-ENF 进军该领域，主要产品包括显影液、稀释剂、蚀刻液等，匹配光刻胶使用，产业链协同优势显著，有望成为公司新的增长点。

◆ **LNG 板材订单充沛，完善“关键辅材+保温板材+工程安装”布局。**

公司是国内首家通过法国 GTT 和船级社认证的 LNG 保温绝热板材制造商，在 LNG 板材方面拥有完整的知识产权和先进的生产工艺与智能化产线，LNG 绝缘板第二工厂已开始大规模生产，在手订单充足。2023 年末公司合同负债增长 113.2%至 9.23 亿元，主要系 LNG 材料客户预收增加。关键辅材方面，RSB、FSB 次屏蔽膜是 LNG 围护系统的核心材料，长期被韩国、法国公司所垄断，公司成功研发并试生产，目前处于 GTT 认证过程中。基于板材业务，公司延伸到大型液化天然气运输和储存的工程安装服务，与大连船舶、招商局重工、扬子江船业等大型船厂均签署了 LNG 施工合同，形成了“关键辅材+保温板材+工程安装”完整的业务模式，继续扩大 LNG 业务的业绩增长点。

◆ **投资建议**

公司是国内半导体材料本土化的先锋力量，有望充分受益于电子行业的回暖及国内自主可控的持续推进。随着公司先科工厂量产爬坡、LNG 订单的持续交付，公司将迎来业绩的高速增长期。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 68.02/85.88/106.71 亿元，同比增长 43.6%/26.2%/24.3%；归母净利润 9.62/12.85/17.02 亿元，同比增长 66.1%/33.5%/32.5%。对应当前（6 月 11 日）收盘价的 PE 分别为 30、23、17 倍，维持公司“买入”评级。

◆ 风险提示

项目验证及产能爬坡进度不及预期、下游复苏不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动的风险。

| 财务数据与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 4259.19 | 4737.77 | 6802.49 | 8587.66 | 10670.51 |
| 增长率 (%) | 12.61 | 11.24 | 43.58 | 26.24 | 24.25 |
| 归母净利润 (百万元) | 524.26 | 579.48 | 962.25 | 1284.81 | 1702.20 |
| 增长率 (%) | 56.61 | 10.53 | 66.05 | 33.52 | 32.49 |
| 毛利率 (%) | 31.21 | 31.33 | 32.64 | 33.65 | 34.52 |
| 每股收益 (元) | 1.10 | 1.22 | 2.02 | 2.70 | 3.58 |
| 市盈率 PE | 55.47 | 50.18 | 30.22 | 22.63 | 17.08 |
| 市净率 PB | 4.48 | 4.21 | 3.83 | 3.42 | 3.00 |
| 净资产收益率 ROE (%) | 8.07 | 8.39 | 12.68 | 15.13 | 17.57 |

资料来源: ifind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 2691 | 2045 | 1701 | 2147 | 2668 | 营业收入 | 4259 | 4738 | 6802 | 8588 | 10671 |
| 应收票据及账款 | 937 | 1259 | 1550 | 1842 | 2138 | 营业成本 | 2930 | 3254 | 4582 | 5698 | 6987 |
| 预付账款 | 112 | 197 | 280 | 353 | 439 | 税金及附加 | 22 | 18 | 26 | 33 | 41 |
| 其他应收款 | 16 | 32 | 49 | 56 | 72 | 销售费用 | 121 | 154 | 204 | 240 | 299 |
| 存货 | 1133 | 1657 | 2134 | 2342 | 2680 | 管理费用 | 384 | 409 | 510 | 601 | 694 |
| 其他流动资产 | 334 | 481 | 553 | 543 | 646 | 研发费用 | 128 | 190 | 258 | 344 | 427 |
| 流动资产总计 | 5222 | 5672 | 6265 | 7282 | 8642 | 财务费用 | -42 | -23 | 66 | 80 | 87 |
| 长期股权投资 | 4 | 109 | 169 | 214 | 249 | 资产减值损失 | -29 | -10 | -14 | -17 | -22 |
| 固定资产 | 1622 | 1861 | 2664 | 3615 | 4689 | 信用减值损失 | -3 | -13 | -19 | -23 | -29 |
| 在建工程 | 927 | 2296 | 2330 | 2046 | 1500 | 其他经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 306 | 395 | 385 | 391 | 409 | 投资收益 | 23 | 39 | 47 | 37 | 41 |
| 长期待摊费用 | 53 | 50 | 40 | 30 | 20 | 公允价值变动损益 | -64 | -44 | -34 | -26 | -20 |
| 其他非流动资产 | 2462 | 2232 | 2425 | 2582 | 2589 | 资产处置收益 | 3 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| 非流动资产合计 | 5375 | 6942 | 8013 | 8877 | 9456 | 其他收益 | 8 | 45 | 32 | 37 | 35 |
| 资产总计 | 10596 | 12614 | 14278 | 16159 | 18098 | 营业利润 | 654 | 758 | 1174 | 1602 | 2146 |
| 短期借款 | 940 | 1482 | 1834 | 2330 | 2687 | 营业外收入 | 2 | 1 | 61 | 46 | 36 |
| 应付票据及账款 | 423 | 653 | 800 | 1016 | 1263 | 营业外支出 | 3 | 20 | 7 | 8 | 9 |
| 其他流动负债 | 839 | 1203 | 1753 | 2033 | 2198 | 其他非经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 2202 | 3338 | 4386 | 5379 | 6148 | 利润总额 | 654 | 739 | 1229 | 1640 | 2173 |
| 长期借款 | 161 | 483 | 422 | 345 | 251 | 所得税 | 109 | 139 | 231 | 309 | 409 |
| 其他非流动负债 | 99 | 127 | 91 | 106 | 108 | 净利润 | 545 | 600 | 997 | 1331 | 1764 |
| 非流动负债合计 | 260 | 610 | 513 | 450 | 359 | 少数股东损益 | 21 | 21 | 35 | 47 | 62 |
| 负债合计 | 2462 | 3948 | 4899 | 5829 | 6507 | 归属母公司净利润 | 524 | 579 | 962 | 1285 | 1702 |
| 股本 | 476 | 476 | 476 | 476 | 476 | EBITDA | 793 | 947 | 1611 | 2155 | 2839 |
| 资本公积 | 4082 | 4085 | 4085 | 4085 | 4085 | NOPLAT | 573 | 639 | 1030 | 1383 | 1825 |
| 留存收益 | 1936 | 2347 | 3025 | 3930 | 5129 | EPS(元) | 1.1 | 1.2 | 2.0 | 2.7 | 3.6 |
| 归属母公司权益 | 6494 | 6908 | 7586 | 8491 | 9690 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 1640 | 1758 | 1793 | 1840 | 1901 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 8134 | 8666 | 9379 | 10330 | 11591 | | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 10596 | 12614 | 14278 | 16159 | 18098 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 税后经营利润 | 545 | 600 | 912 | 1258 | 1692 |
| 折旧与摊销 | 181 | 230 | 317 | 435 | 578 |
| 财务费用 | -42 | -23 | 66 | 80 | 87 |
| 投资损失 | -23 | -39 | -47 | -37 | -41 |
| 营运资金变动 | -77 | -318 | -175 | -104 | -430 |
| 其他经营现金流 | 83 | 122 | 74 | 66 | 68 |
| 经营性现金净流量 | 667 | 572 | 1147 | 1698 | 1955 |
| 资本支出 | 1415 | 1499 | 1301 | 1183 | 1177 |
| 长期投资 | -85 | -339 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -83 | -87 | -129 | -28 | 69 |
| 投资性现金净流量 | -1583 | -1925 | -1430 | -1211 | -1108 |
| 短期借款 | 695 | 542 | 352 | 496 | 358 |
| 长期借款 | 54 | 322 | -62 | -77 | -94 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 12 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 1399 | -162 | -350 | -460 | -591 |
| 筹资性现金净流量 | 2159 | 705 | -61 | -41 | -327 |
| 现金流量净额 | 1295 | -626 | -344 | 446 | 521 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 会计年度 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营收增长率 | 12.6% | 11.2% | 43.6% | 26.2% | 24.3% |
| 营业利润增长率 | 56.4% | 15.9% | 54.8% | 36.5% | 33.9% |
| EBIT 增长率 | 51.5% | 17.2% | 80.6% | 32.9% | 31.4% |
| EBITDA 增长率 | 38.5% | 19.5% | 70.1% | 33.8% | 31.7% |
| 归母净利润增长率 | 56.6% | 10.5% | 66.1% | 33.5% | 32.5% |
| 经营现金流增长率 | 112.7% | -14.2% | 100.3% | 48.1% | 15.1% |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 31.2% | 31.3% | 32.6% | 33.6% | 34.5% |
| 净利率 | 12.8% | 12.7% | 14.7% | 15.5% | 16.5% |
| 营业利润率 | 15.4% | 16.0% | 17.3% | 18.7% | 20.1% |
| ROE | 8.1% | 8.4% | 12.7% | 15.1% | 17.6% |
| ROA | 4.9% | 4.6% | 6.7% | 8.0% | 9.4% |
| ROIC | 10.0% | 8.6% | 10.7% | 12.1% | 14.2% |
| 估值倍数 | | | | | |
| P/E | 55.5 | 50.2 | 30.2 | 22.6 | 17.1 |
| P/S | 6.8 | 6.1 | 4.3 | 3.4 | 2.7 |
| P/B | 4.5 | 4.2 | 3.8 | 3.4 | 3.0 |
| 股息率 | 0.5% | 0.6% | 1.0% | 1.3% | 1.7% |
| EV/EBIT | 40.7 | 40.8 | 25.4 | 19.4 | 14.9 |
| EV/EBITDA | 31.4 | 30.9 | 20.4 | 15.5 | 11.9 |
| EV/NOPLAT | 43.5 | 45.8 | 32.0 | 24.2 | 18.5 |

资料来源: ifind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。

分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637