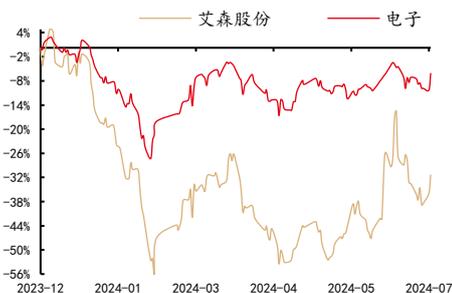


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

| | |
|--------------|---------------|
| 最新收盘价(元) | 41.86 |
| 总股本/流通股本(亿股) | 0.88 / 0.18 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 37 / 7 |
| 52周内最高/最低价 | 64.00 / 26.79 |
| 资产负债率(%) | 20.6% |
| 市盈率 | 85.43 |
| 第一大股东 | 张兵 |

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
研究助理: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340123040020
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

艾森股份(688720)

先进封装电镀&光刻材料有望开启放量

● 投资要点

深耕电镀液及配套试剂+光刻胶及配套试剂，整体方案能力加深壁垒。公司以半导体传统封装的电镀产品起步，逐步掌握了引脚表面处理的全套电子化学品，具体包括电镀液和电镀前后处理化学品。经过多年努力，公司逐步取代国外材料公司成为传统封装电镀化学品领域的国内主力供应商，并逐步向先进封装、晶圆制造及显示面板等领域延伸，形成了电镀液及配套试剂、光刻胶及配套试剂两大业务板块。23年公司实现营收3.60亿元，同比+11.20%；归母净利润3,265.73万元，同比+40.25%；主营业务毛利率27.39%，同比+3.86pcts。分产品看，23年公司电镀液及配套试剂/电镀配套材料/光刻胶及配套试剂分别实现营收1.78/0.95/0.69亿元，同比+21.80%/-15.70%/+18.70%，分别实现毛利率40.05%/28.27%，同比-3.55pcts/+5.17pcts/+4.60pcts。依托自身配方设计、工艺制备及应用技术等核心技术，公司为客户提供关键工艺环节的整体解决方案(Turnkey)，满足客户对电子化学品的特定功能性要求，与长电科技、通富微电、华天科技、日月新、国巨电子等知名厂商建立了稳定合作关系。

电镀液及配套试剂从传统封装向先进封装及晶圆制造领域拓展，先进封装用电镀锡银添加剂等新品有望开启放量。电镀液及配套试剂方面，公司在持续夯实传统封装国内龙头地位的基础上，逐步在先进封装以及晶圆28nm、14nm先进制程取得突破。**在先进封装领域**，公司先进封装用电镀铜基液(高纯硫酸铜)已在华天科技正式供应；先进封装用电镀锡银添加剂已通过长电科技的认证，尚待终端客户认证通过；先进封装用电镀铜添加剂已完成测试认证，现处于批次稳定性验证。**在晶圆领域**，公司大马士革铜互连工艺镀铜添加剂产品已进入样品试制和产品认证阶段；14nm先进制程超高纯硫酸钴已完成样品生产，在客户端测试进展顺利；晶圆制造铜制程用清洗液已完成客户测试认证，实现小批量交付。根据中国电子材料行业协会，综合前道晶圆制造与后道封装领域，中国集成电路用湿化学品总体市场规模预计将从22年的56.9亿元增长至25年的71.3亿元。集成电路电镀材料细分市场方面，根据TECHCET，全球半导体电镀化学品市场规模预计从23年的9.92亿美元增长至24年的10.47亿美元，主要增长动力包括集成电路中互连层的增加、先进封装中对RDL和铜凸块的使用等。由于继续沿用大马士革工艺镀铜布线，先进工艺节点逻辑器件对铜互连材料需求将持续增长。

聚焦先进封装负性光刻胶、OLED阵列制造用光刻胶以及晶圆用PSPI等特色工艺光刻胶，解决半导体关键材料卡脖子问题。光

刻胶及配套试剂方面，公司以**光刻胶配套试剂**为切入点，已成功实现附着力促进剂、显影液、去除剂、蚀刻液等产品在下游封装厂商的规模化供应。同时，公司积极开展**光刻胶**的研发，以先进封装负性光刻胶、OLED阵列制造用光刻胶以及晶圆用PSPI等特色工艺光刻胶为突破口，覆盖晶圆制造、先进封装及显示面板等应用领域，成功打破国外垄断，并逐步向先进制程延伸。目前，公司自研先进封装用g/i线负性光刻胶、晶圆制造i线正性光刻胶均已实现批量供应。23年，公司光刻胶实现营收1,200.34万元，同比+38.65%。根据中国电子材料行业协会，1)中国集成电路g/i线光刻胶市场规模预计将从22年的9.14亿元增长至25年的10.09亿元，其中，中国集成电路封装用g/i线光刻胶市场规模预计从22年的5.47亿元增长至25年的5.95亿元。2)OLED阵列制造正性光刻胶所属的中国OLED用光刻胶市场规模预计将从22年的0.93亿元增长至25年的1.60亿元。该市场目前由国际企业垄断，公司系国内少数研发该细分领域产品的企业。3)中国集成电路晶圆制造用PSPI市场规模预计将从21年的7.12亿元增长至25年的9.67亿元。

● 投资建议

我们预计公司2024/2025/2026年分别实现收入4.48/5.47/6.68亿元，实现归母净利润分别为0.5/0.7/1.0亿元，当前股价对应2024-2026年PE分别为71倍、49倍、34倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争风险，自研光刻胶产品产业化风险，毛利率下降的风险，经营性现金流量为负的风险，原材料价格波动的风险，半导体行业周期变化风险，细分行业市场规模较小的风险，募集资金投资项目新增产能的消化风险。

■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 360 | 448 | 547 | 668 |
| 增长率(%) | 11.20 | 24.48 | 22.08 | 22.17 |
| EBITDA(百万元) | 47.63 | 114.85 | 177.50 | 231.27 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 32.66 | 49.66 | 71.61 | 103.74 |
| 增长率(%) | 40.25 | 52.07 | 44.18 | 44.88 |
| EPS(元/股) | 0.37 | 0.56 | 0.81 | 1.18 |
| 市盈率(P/E) | 108.19 | 71.15 | 49.34 | 34.06 |
| 市净率(P/B) | 3.48 | 3.39 | 3.17 | 2.90 |
| EV/EBITDA | 106.14 | 33.59 | 22.80 | 17.70 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 主要财务比率 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 360 | 448 | 547 | 668 | 营业收入 | 11.2% | 24.5% | 22.1% | 22.2% |
| 营业成本 | 262 | 318 | 373 | 446 | 营业利润 | 84.2% | 53.8% | 39.8% | 48.8% |
| 税金及附加 | 2 | 2 | 3 | 3 | 归属于母公司净利润 | 40.3% | 52.1% | 44.2% | 44.9% |
| 销售费用 | 20 | 23 | 24 | 25 | 获利能力 | | | | |
| 管理费用 | 20 | 23 | 24 | 26 | 毛利率 | 27.2% | 29.1% | 31.8% | 33.3% |
| 研发费用 | 33 | 40 | 46 | 54 | 净利率 | 9.1% | 11.1% | 13.1% | 15.5% |
| 财务费用 | -3 | -4 | 14 | 18 | ROE | 3.2% | 4.8% | 6.4% | 8.5% |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | ROIC | 2.4% | 3.3% | 5.1% | 6.6% |
| 营业利润 | 32 | 49 | 68 | 101 | 偿债能力 | | | | |
| 营业外收入 | 1 | 2 | 2 | 2 | 资产负债率 | 20.6% | 33.1% | 39.8% | 40.6% |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 0 | 1 | 流动比率 | 3.97 | 1.40 | 1.07 | 1.11 |
| 利润总额 | 33 | 50 | 70 | 103 | 营运能力 | | | | |
| 所得税 | 0 | 1 | -2 | -1 | 应收账款周转率 | 2.75 | 2.63 | 2.61 | 2.61 |
| 净利润 | 33 | 50 | 72 | 104 | 存货周转率 | 9.71 | 10.24 | 10.50 | 10.83 |
| 归母净利润 | 33 | 50 | 72 | 104 | 总资产周转率 | 0.39 | 0.32 | 0.32 | 0.34 |
| 每股收益(元) | 0.37 | 0.56 | 0.81 | 1.18 | 每股指标(元) | | | | |
| 资产负债表 | | | | | 每股收益 | 0.37 | 0.56 | 0.81 | 1.18 |
| 货币资金 | 387 | 33 | 39 | 52 | 每股净资产 | 11.53 | 11.83 | 12.65 | 13.82 |
| 交易性金融资产 | 205 | 205 | 205 | 205 | 估值比率 | | | | |
| 应收票据及应收账款 | 175 | 217 | 265 | 324 | PE | 108.19 | 71.15 | 49.34 | 34.06 |
| 预付款项 | 4 | 4 | 5 | 6 | PB | 3.48 | 3.39 | 3.17 | 2.90 |
| 存货 | 40 | 48 | 56 | 67 | 现金流量表 | | | | |
| 流动资产合计 | 884 | 593 | 658 | 745 | 净利润 | 33 | 50 | 72 | 104 |
| 固定资产 | 232 | 641 | 890 | 1007 | 折旧和摊销 | 19 | 68 | 94 | 111 |
| 在建工程 | 41 | 84 | 61 | 54 | 营运资本变动 | -135 | -28 | -34 | -40 |
| 无形资产 | 12 | 11 | 11 | 10 | 其他 | -1 | 16 | 13 | 17 |
| 非流动资产合计 | 396 | 965 | 1193 | 1304 | 经营活动现金流净额 | -85 | 106 | 145 | 192 |
| 资产总计 | 1280 | 1558 | 1851 | 2049 | 资本开支 | -62 | -521 | -320 | -220 |
| 短期借款 | 94 | 269 | 434 | 454 | 其他 | -215 | -133 | 1 | 1 |
| 应付票据及应付账款 | 113 | 137 | 161 | 192 | 投资活动现金流净额 | -277 | -654 | -320 | -220 |
| 其他流动负债 | 15 | 18 | 20 | 23 | 股权融资 | 571 | -10 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 222 | 424 | 615 | 670 | 债务融资 | 173 | 225 | 195 | 60 |
| 其他 | 41 | 91 | 121 | 161 | 其他 | -4 | -21 | -15 | -19 |
| 非流动负债合计 | 41 | 91 | 121 | 161 | 筹资活动现金流净额 | 741 | 194 | 181 | 41 |
| 负债合计 | 264 | 515 | 737 | 831 | 现金及现金等价物净增加额 | 379 | -354 | 6 | 13 |
| 股本 | 88 | 88 | 88 | 88 | | | | | |
| 资本公积金 | 792 | 789 | 789 | 789 | | | | | |
| 未分配利润 | 110 | 139 | 200 | 288 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他 | 26 | 27 | 38 | 53 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 1016 | 1043 | 1115 | 1218 | | | | | |
| 负债和所有者权益总计 | 1280 | 1558 | 1851 | 2049 | | | | | |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048