



安集科技 (688019.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

国产替代加速+新品放量, CMP 抛光

液龙头有望迎来快速增长

公司简介

安集科技是国内的抛光液龙头企业,目前公司已经形成“3+1”的业务版图,业务板块涵盖全品类化学机械抛光液、功能性湿电子化学品和电镀液及添加剂,同时构建核心原材料自主供应能力。

公司计划发行可转债募集资金,总额不超过 8.31 亿元,该申请已获得上海证券交易所上市审核委员会审议通过。

投资逻辑:

CMP 抛光液: 1) 下游晶圆厂稼动率恢复,行业低点已过;下游晶圆厂资本开支不减,产能持续增长。2) 公司持续推进 CMP 抛光液的制程节点,铜抛光液正在先进制程节点进行推广和测试验证,钨抛光液在 28nm 节点进行测试验证,成功研发基于氧化铈磨料的抛光液产品, CMP 纳米磨料成本价值占比 60-70%,公司纳米磨料原为进口,自产氧化铈磨料应用在公司产品中的测试论证进展顺利,多款产品已通过客户端的验证并实现量产供应。3) 宁波北仑基地预计增加产能 3.1 万吨,预计于 2025 年 3 月完成产能建设。我们预计 CMP 抛光液业务 2024-2026 年收入分别为 14.86/18.44/22.60 亿元,同比增速为 38%/24%/23%。

功能性湿电子化学品: 1) 下游晶圆厂稼动率恢复,推动功能性湿电子化学品需求增加。2) 先进封装用电镀液及添加剂多款产品量产销售;在集成电路制造领域,铜大马士革工艺及硅通孔(TSV)电镀液及添加剂进行测试论证。3) 宁波北仑刻蚀后清洗液规划产能 10000 吨,抛光后清洗液规划产能 5000 吨,上海化工区规划刻蚀液 8000 吨,上海化工区已于 2024 年 3 月开始建设。我们预计 2024-2026 年收入为 1.98/2.35/2.64 亿元,增速分别为 34%/22%/20%。

盈利预测、估值和评级

不考虑可转债发行的情况下,我们预计公司 2024-2026 年营收 17.04/21.08/25.76 亿元,归母净利润分别为 4.41/5.63/7.01 亿元,同比增长 9.60%/27.47%/24.53%。我们给予公司 2025 年 36 倍的 PE 估值,目标价 156.77 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示

半导体行业需求波动;抛光液行业竞争加剧;扩产不及预期;限售股解禁风险。

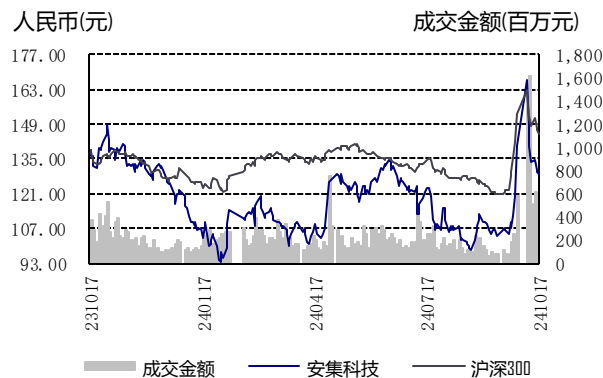
电子组

分析师:樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价(人民币):128.55 元

目标价(人民币):156.77 元



公司基本情况 (人民币)

项目	12/22	12/23	12/24E	12/25E	12/26E
营业收入(百万元)	1,077	1,238	1,704	2,108	2,576
营业收入增长率	56.82%	14.96%	37.63%	23.71%	22.23%
归母净利润(百万元)	301	403	441	563	701
归母净利润增长率	140.99%	33.60%	9.60%	27.47%	24.53%
	%				
摊薄每股收益(元)	4.035	4.065	3.416	4.355	5.423
每股经营性现金流净额	3.20	3.39	5.99	4.91	6.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.81%	18.96%	17.17%	18.28%	18.90%
P/E	44.61	39.30	37.63	29.52	23.71
P/B	8.84	7.45	6.46	5.40	4.48

来源:公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 国内抛光液龙头企业，横向拓展晶圆制造清洗液电镀液业务.....	4
1.1 营收高速增长，毛利率稳定在 50%以上.....	4
1.2 计划打造三大生产基地，积极扩充抛光液和功能性湿电子化学品产能.....	6
2 CMP 抛光液国产替代正当时，下游晶圆厂扩产打开市场空间.....	7
2.1 下游晶圆厂稼动率恢复，积极扩产.....	7
2.2 先进制程推动 CMP 工艺数增加及价值量提升.....	11
2.3 高研发投入及规模优势构筑 CMP 抛光液竞争优势.....	11
3 功能性湿电子化学品开启第二成长曲线.....	13
3.1 公司拓展第二成长曲线，布局功能性湿电子化学品和电镀液.....	13
3.2 功能性湿电子化学品业务稳健增长.....	14
3.3 布局电镀液及添加剂业务.....	15
4 盈利预测及估值.....	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 估值.....	18
5 风险提示.....	18

图表目录

图表 1：安集科技业务版图.....	4
图表 2：2016-2023 年营收 CAGR 超 30%.....	5
图表 3：CMP 抛光液、功能性湿电子化学品营收及增速.....	5
图表 4：2023 年 CMP 抛光液营收占比超过 80%.....	5
图表 5：综合毛利率稳定在 50%以上，毛利率（%）.....	5
图表 6：期间费用以研发费用为主，费用率（%）.....	6
图表 7：安集科技利润情况.....	6
图表 8：客户集中度高，前五名客户占比超过 80%，客户营收占比（%）.....	6
图表 9：2023 年前两名客户占比超过 60%，客户营收占比（%）.....	6
图表 10：公司生产基地产能情况.....	6
图表 11：抛光液在 CMP 材料市场占比达 50%以上.....	7
图表 12：全球抛光液市场持续增长.....	8
图表 13：中芯国际和华虹半导体季度稼动率，（%）.....	8
图表 14：中芯国际和华虹半导体晶圆月产能，（千片/月，8 英寸当量）.....	9
图表 15：中芯国际和华虹半导体资本开支，（百万美元）.....	9



图表 16: 大陆 12 寸晶圆产能迅速扩张.....	9
图表 17: 化学机械抛光液产能、产量及销量.....	10
图表 18: 芯片制程缩小, CMP 工艺次数大幅增加.....	11
图表 19: 化学机械抛光液价格、成本 (元/吨)	11
图表 20: 研发费用率, (%)	12
图表 21: 营收 (百万元) 及 yoy 对比.....	12
图表 22: 毛利率对比.....	12
图表 23: 国内外知名 CMP 抛光液厂商产品.....	12
图表 24: CMP 抛光液原材料构成.....	13
图表 25: 公司功能性湿电子化学品产品及功能.....	13
图表 26: 功能性湿电子化学品产品发展历程.....	14
图表 27: 功能性湿电子化学品价格、成本 (元/吨)	15
图表 28: 公司功能性湿电子化学品原材料费用占比 (%)	15
图表 29: 全球高纯电镀液市场规模快速增长 (亿美元)	16
图表 30: 2022 年电镀液占比 (%)	16
图表 31: 2022 年市场份额占比.....	16
图表 32: 盈利预测关键假设.....	17
图表 33: 可比公司估值表 (股价基准日 2024 年 10 月 15 日)	18



1 国内抛光液龙头企业，横向拓展晶圆制造清洗液电镀液业务

1.1 营收高速增长，毛利率稳定在 50%以上

安集科技是国内的抛光液龙头企业，下游客户为大陆和台湾头部晶圆厂。公司成立于 2004 年，业务最初聚焦抛光液和光刻胶去除剂产品；目前，公司已经形成“3+1”的业务版图，业务板块涵盖全品类化学机械抛光液、功能性湿电子化学品和电镀液及添加剂，同时构建核心原材料自主供应能力。

图表 1：安集科技业务版图



来源：公司公告，国金证券研究所

公司核心业务板块涉及半导体制造领域，涵盖“抛光、清洗、沉积”三大半导体制造环节。核心业务抛光液用于硅片制造、晶圆制造和封测环节的平坦化过程，功能性湿电子化学品用于刻蚀、沉积、抛光后的清洗，电镀液用于晶圆制造和先进封装中的金属互连形成。

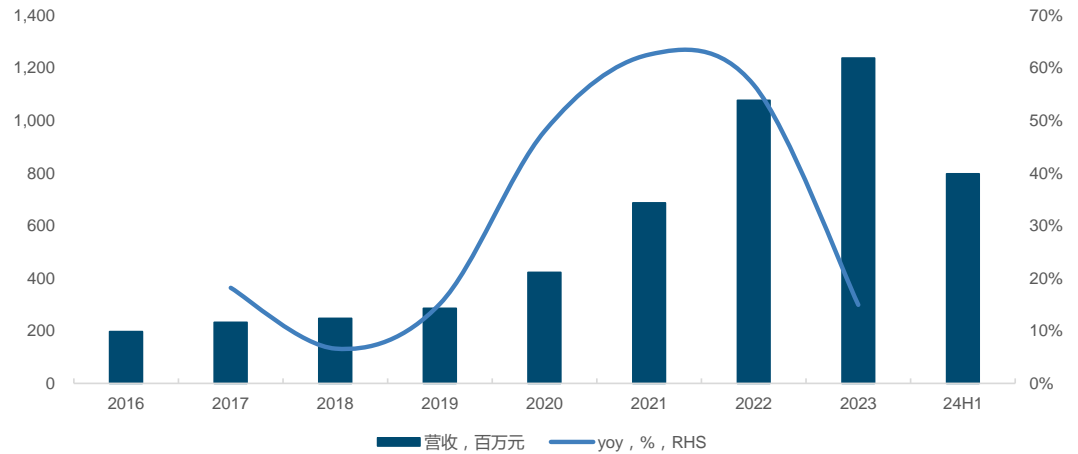
2019-2023 年营收保持高速增长。公司营收从 2016 的 1.97 亿元增长至 2023 年的 12.38 亿元，CAGR 超过 30%。2019-2022 年，公司营收逐年快速增长，一方面来自公司产品品类拓展和客户份额提升；另一方面来自行业景气度上升。2023 年，尽管下游晶圆厂稼动率下滑，公司营收 12.38 亿元，同比增长 14.96%。24H1，公司实现营收 7.97 亿元，同比增长 38.68%；归属上市公司股东净利润 2.34 亿元，同比减少 0.43%；扣非归母净利润 2.35 亿元，同比增长 46.07%

抛光液业务是公司的主要营收来源，营收占比 80%以上。目前，公司的 CMP 抛光液业务已经扩展到硅衬底抛光液、铜及铜阻挡层抛光液、钨抛光液、介质材料抛光液、基于氧化锶磨料的抛光液以及用于先进封装的硅通孔（TSV）抛光液等。2020-2022 年公司抛光液同比增速均超过 50%，因为公司在 14nm 制程节点的抛光液完成了验证-导入过程后，形成批量供货。24H1，公司抛光液业务营收 6.73 亿元，同比增长 33.09%。

功能性湿电子化学品由光刻胶去除剂业务拓展而来，产品品类已经涵盖刻蚀后清洗液、光刻后剥离液、抛光清洗液、刻蚀液等多种产品。2023 年，公司功能性湿电子化学品营收 1.55 亿元，同比增长 24.38%。24H1，公司功能性湿电子化学品营收 1.18 亿元，同比增长 80.94%。



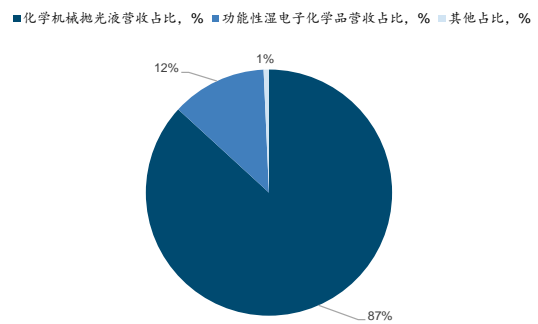
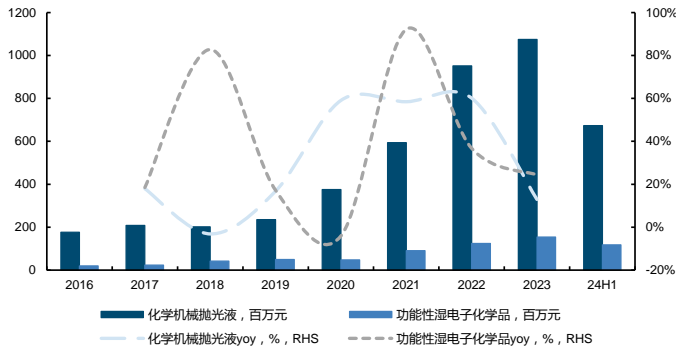
图表2: 2016-2023年营收CAGR超30%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: CMP抛光液、功能性湿电子化学品营收及增速

图表4: 2023年CMP抛光液营收占比超过80%

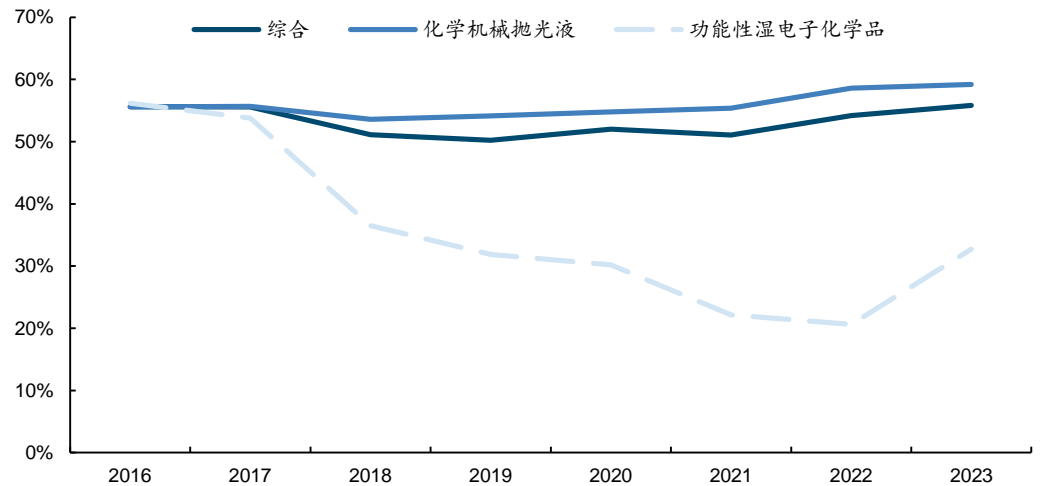


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

综合毛利率稳定在50%以上, 核心业务CMP抛光液毛利率超过50%。公司综合毛利率虽然有所变化, 但是均稳定在50%-56%。CMP抛光液业务毛利率维持稳定, 2023年毛利率59.19%。功能性湿电子化学品2018年下滑明显是因为光刻胶去除剂原材料成本上涨, 公司对成熟产品的售价下调导致。2022年, 因为宁波工厂一期转固, 产能爬坡导致毛利率偏低。24H1, 公司毛利率57.72%, CMP抛光液毛利率61.03%, 功能性湿电子化学品毛利率37.90%。

图表5: 综合毛利率稳定在50%以上, 毛利率(%)

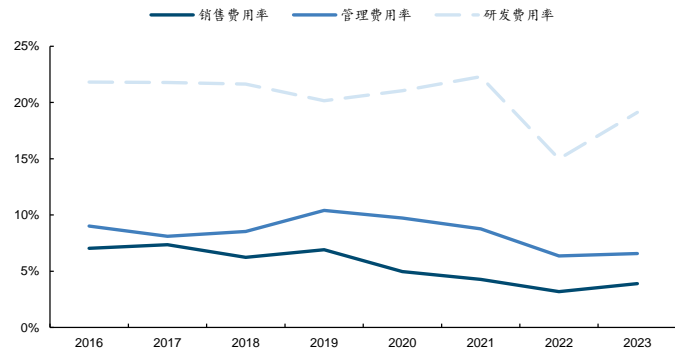




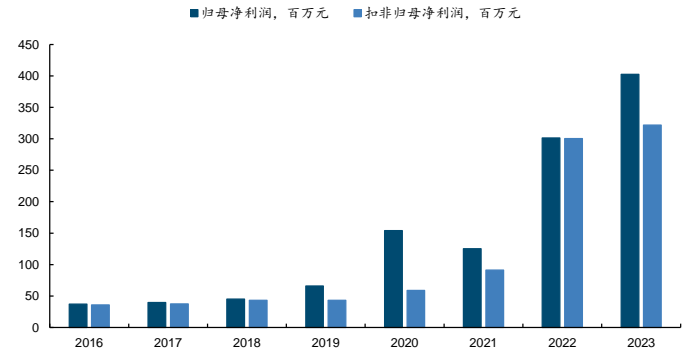
来源：公司公告，国金证券研究所

2022 年以来公司的期间费用率显著降低，归母净利润增长迅速。公司是研发型公司，费用主要以研发费用为主，公司研发费用率在 20% 左右。2022 年以前的研发费用率较为稳定，2022 年公司营收规模迅速扩大，期间费用率显著降低，公司归母净利润增速显著高于营收增速。2023 年公司归母净利润 4.02 亿元，同比增长 32.53%。

图表6：期间费用以研发费用为主，费用率（%）



图表7：安集科技利润情况

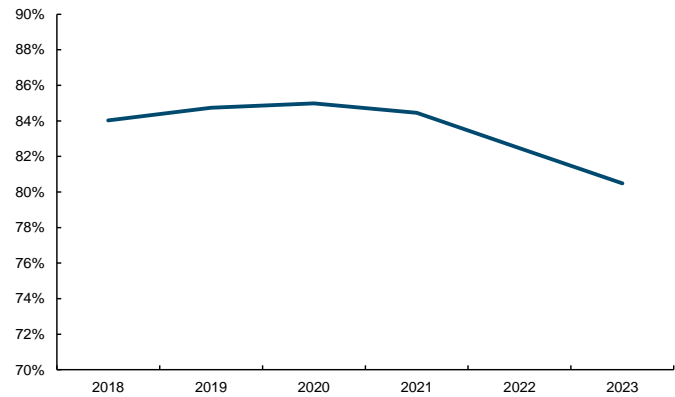


来源：公司公告，国金证券研究所

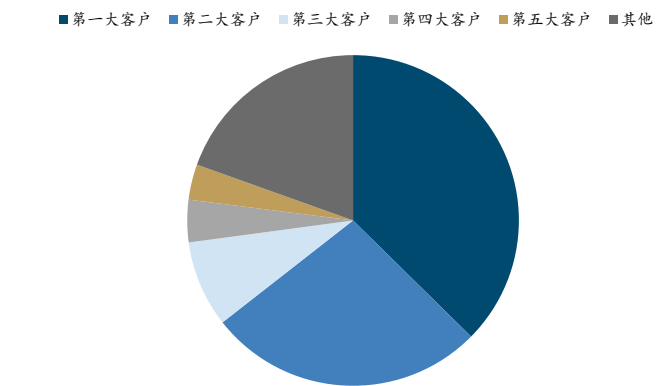
来源：公司公告，国金证券研究所

公司的 CMP 抛光液主要原材料是硅溶胶和气相二氧化硅等，磨料主要从日本企业购买，采购相对集中，2023 年前五大供应商的份额合计为 47.09%。公司的前五大客户是大陆和台湾的知名晶圆制造公司，2023 年前五大客户的份额合计为 80.49%。

图表8：客户集中度高，前五名客户占比超过 80%，客户营收占比 (%)



图表9：2023 年前两名客户占比超过 60%，客户营收占比 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 计划打造三大生产基地，积极扩充抛光液和功能性湿电子化学品产能

公司目前拥有上海金桥和宁波北仑两大生产基地，计划投资建设上海化工区生产基地，且在宁波北仑生产基地新增功能性湿电子化学品产能。其中，上海金桥基地 2006 年建成，公司租赁使用，主要生产化学机械抛光液\刻蚀后清洗液、抛光后清洗液等功能性湿电子化学品。宁波北仑生产基地 2020 年建成，属于公司全资子公司宁波安集的自有生产基地，目前主要生产刻蚀后清洗液、光刻胶剥离液等功能性湿电子化学品。上海化工区生产基地于 2024 年 3 月 8 日正式开工建设。

公司计划发行可转债，主要用于宁波北仑的功能性湿电子化学品扩产及上海化工区工厂建设。募集总额不超过 8.31 亿元。其中，用于上海安集集成电路材料基地项目 3.49 亿元，上海安集集成电路材料基地自动化信息化建设项目 0.90 亿元，宁波安集新增 2 万吨/年集成电路材料生产项目 0.60 亿元，上海金桥生产基地研发设备购置项目 1.10 亿元，补充流动资金 2.22 亿元。

图表10：公司生产基地产能情况

业务板块	产品品类	现有产能	在建产能	计划新增产能
------	------	------	------	--------



化学机械抛光液	化学机械抛光液	上海金桥 29092 吨	上海金桥 16100 吨 宁波北仑 15000 吨
功能性湿电子化学品	刻蚀后清洗液	上海金桥 1541 吨 宁波北仑 922 吨	宁波北仑 10000 吨
	抛光后清洗液	上海金桥 1890 吨	宁波北仑 5000 吨
	光刻胶剥离液	宁波北仑 589 吨	
	刻蚀液		上海化工区 8000 吨
电镀液及添加剂	电镀液及添加剂	宁波北仑 600 吨	上海化工区 3400 吨
关键原材料	纳米磨料		上海化工区 500 吨
	电子级添加剂		上海化工区 1200 吨 宁波北仑 400 吨

来源：公司公告，国金证券研究所

注：表中“现有产能”为根据生产线数量、容积和时间等计算的理论产能。“在建产能”和“计划新增产能”为环评规划产能。

2 CMP 抛光液国产替代正当时，下游晶圆厂扩产打开市场空间

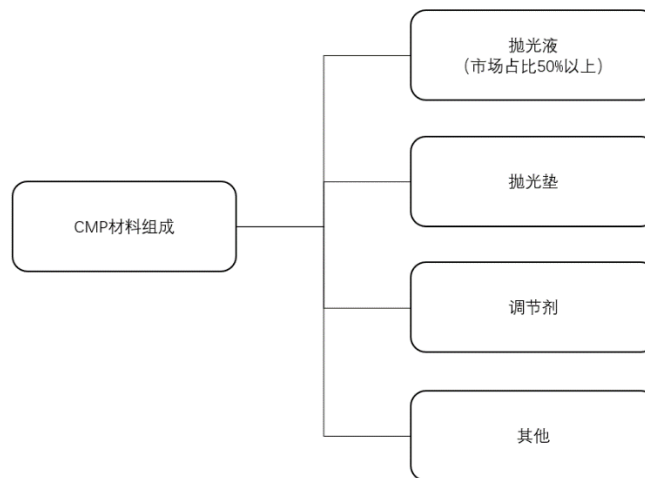
2.1 下游晶圆厂稼动率恢复，积极扩产

CMP (Chemical Mechanical Polishing) 指的是化学机械抛光，是晶圆制造过程中的晶圆平坦化过程。CMP 技术利用化学腐蚀和机械研磨的方式，借助超微离子研磨作用以及浆料的化学腐蚀作用在被研磨的介质表面上形成光洁的平面。根据不同工艺流程和技术节点的要求，每一片晶圆在生产过程中都会经历几道甚至几十道的 CMP 抛光工艺步骤。

CMP 抛光液主要可分为两类，分别是集成电路抛光液和衬底抛光液。衬底抛光液用于对硅碳化硅等衬底材料的抛光，抛光对象的组份单一，下游客户主要是硅片生产厂商。集成电路抛光液用于对集成电路制造过程中的抛光，抛光对象包括硅片、碳化硅、各类金属等，抛光对象组份复杂，对抛光液的一致性要求更高，公司主要涉及的是集成电路抛光液，下游客户主要是芯片制造厂商。

在化学机械抛光过程中，涉及到的材料主要包括抛光液、抛光垫、调节器、CMP 清洗液以及其他耗材，抛光液和抛光垫是化学机械抛光过程中的主要耗材。公司 2023 年年报显示抛光液在化学机械抛光材料中的市场占比达到 50% 以上。

图表 11：抛光液在 CMP 材料市场占比达 50% 以上

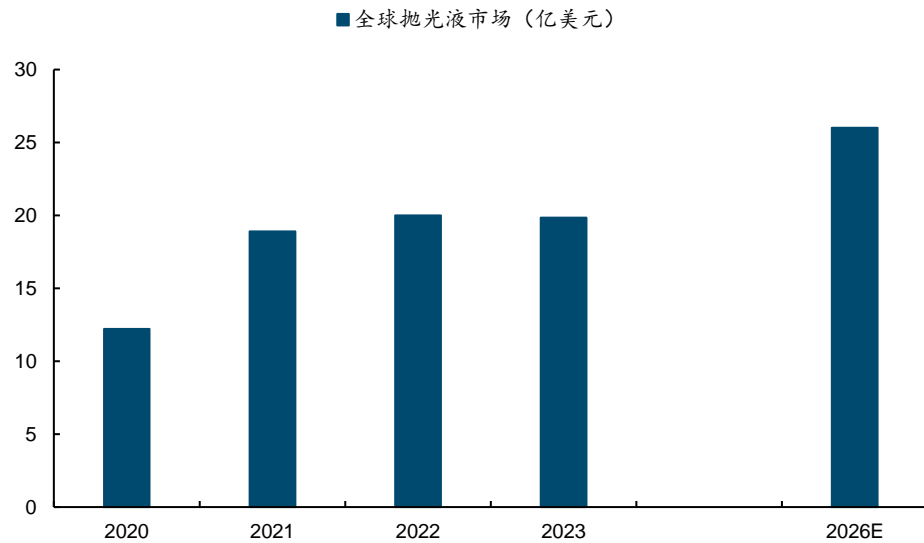


来源：公司公告，国金证券研究所

根据 SEMI 数据，2022 年中国大陆半导体材料销售额 130 亿美元，占全球半导体材料市场的 17.88%。全球抛光液市场稳步增长，预计到 2026 年全球抛光液市场达到 26 亿美元。



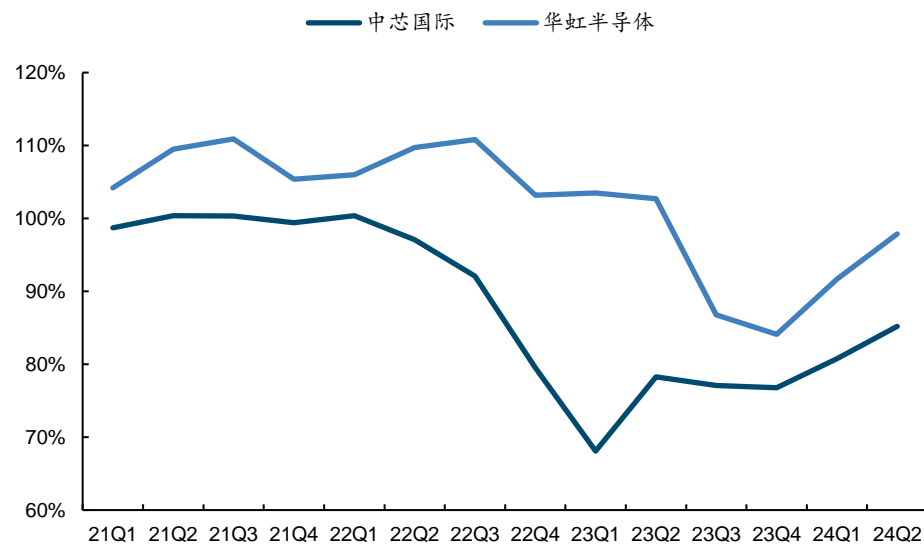
图表12: 全球抛光液市场持续增长



来源: SEMI, TEHT (转引自公司公告), 中智信投研究网, 国金证券研究所

下游晶圆厂稼动率恢复。公司下游客户主要是中芯国际、华虹半导体等大型晶圆厂。2021年以来,中芯国际 23Q1 稼动率最低,为 68.1%;24Q2 稼动率为 85.2%,同比增长 6.9pct,环比增长 4.4pct。华虹半导体 23Q4 稼动率最低,为 84.1%;24Q2 稼动率为 97.9%,环比增长 6.2pct。23Q4 以来,下游晶圆厂稼动率逐季改善,能够持续拉动 CMP 抛光液需求。

图表13: 中芯国际和华虹半导体季度稼动率, (%)



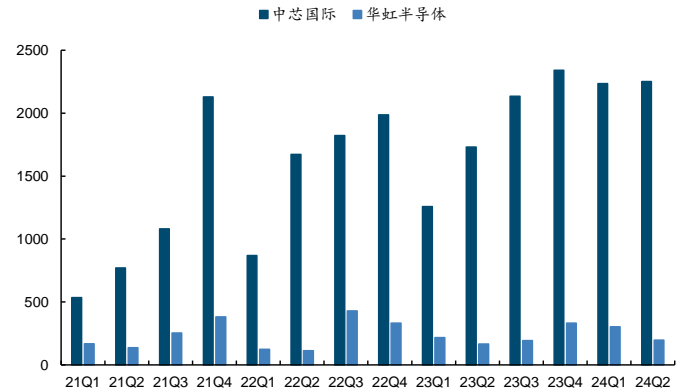
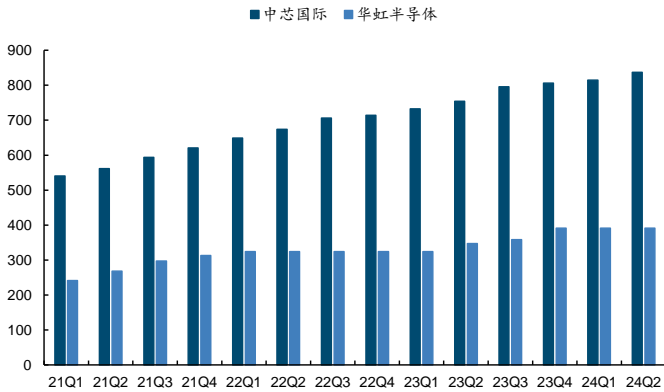
来源: 中芯国际季度报告, 华虹半导体季度报告, 国金证券研究所

下游晶圆厂资本开支不减,持续扩充产能,利好集成电路 CMP 抛光液需求。2021 年以来中芯国际产能持续提升,从历史数据来看,同比增长均超过 11%,中芯国际 2024 年计划资本支出与 2023 年持平,均为 75 亿美元。华虹半导体产能持续增长,预计 2024 年完成无锡二期 12 寸线建成交付。



图表14: 中芯国际和华虹半导体晶圆月产能, (千片/月, 8英寸当量)

图表15: 中芯国际和华虹半导体资本开支, (百万美元)



来源: 中芯国际季度报告, 华虹半导体季度报告, 国金证券研究所

来源: 中芯国际季度报告, 华虹半导体季度报告, 国金证券研究所

图表16: 大陆 12 寸晶圆产能迅速扩张

序号	状态	厂商	公司主体名称	工厂代码	地点	当前产能 (万片/月)	规划产能 (万片/月)
1	建成	中芯国际	中芯南方集成电路制造有限公司	SN1	上海	1.5	3.5
2	在建	中芯国际	中芯南方集成电路制造有限公司	SN2	上海	0	3.5
3	建成	中芯国际	中芯国际集成电路制造(北京)有限公司	B1 (Fab 4\6)	北京	5.2	6
4	建成	中芯国际	中芯北方	B2	北京	6.2	10
5	在建	中芯国际	中芯京城	B3P1	北京	0	5
6	计划	中芯国际	中芯京城	B3P2	北京	0	5
7	计划	中芯国际	中芯京城	B3P3	北京	0	5
8	计划	中芯国际	中芯京城	B3P4	北京	0	5
9	建成	中芯国际	中芯国际集成电路制造(深圳)有限公司	Fab 16A/B	深圳	0	4
10	建成	华虹集团(上海华力)	华力微电子	Fab5	上海	3.5	3.5
11	建成	华虹集团(上海华力)	华力集成电路	Fab6	上海	3	4
12	建成	华虹集团(华虹不能导体)	华虹半导体(无锡)有限公司	Fab7	无锡	2.5	8
13	计划	华虹集团(上海华力)	华力八厂	Fab8	上海	0	4
14	计划	华虹集团(华虹半导体)	华虹九厂	Fab9	无锡	0	8
15	建成	长江存储	长江存储科技有限责任公司	Fab1	武汉	5	10
16	在建	长江存储	长江存储科技有限责任公司	Fab2	武汉	0	10
17	建成	长江存储	长江存储科技有限责任公司	Fab3	武汉	0	10
18	在建	紫光集团	成都紫光国芯存储科技有限公司	CD	成都	0	30
19	暂停	紫光集团	南京紫光存储科技控	-	南京	0	30



序号	状态	厂商	公司主体名称	工厂代码	地点	当前产能 (万片/月)	规划产能 (万片/月)
20	建成	合肥长鑫	长鑫存储技术有限公司	Fab1	合肥	4	12.5
21	计划	合肥长鑫	长鑫存储技术有限公司	Fab2	合肥	0	12.5
22	计划	合肥长鑫	长鑫存储技术有限公司	Fab3	合肥	0	12.5
23	建成	晶合集成	合肥晶合集成电路有限公司	N1	合肥	4	4
24	建成	晶合集成	合肥晶合集成电路有限公司	N2	合肥	0	4
25	计划	晶合集成	合肥晶合集成电路有限公司	N3	合肥	0	4
26	计划	晶合集成	合肥晶合集成电路有限公司	N4	合肥	0	4
27	在建	广州粤芯	广州粤芯半导体技术有限公司	-	广州	2	4
28	在建	芯恩	芯恩(青岛)集成电路有限公司	-	青岛	0.3	4
29	在建	士兰微	杭州士兰集昕微电子有限公司	Fab2	杭州	3.6	4
30	建成	士兰微	杭州士兰集昕微电子有限公司	Fab1	杭州	3.5	4
31	建成	士兰微	厦门士兰集科微电子有限公司	Fab1	厦门	4	8
32	计划	士兰微	厦门士兰集科微电子有限公司	Fab2	厦门	-	8
33	建成	福建晋华	福建省晋华集成电路有限公司	Fab1、2	泉州	-	6

来源: ITTBANK, 国金证券研究所

根据 TECHCET 公开的全球半导体抛光液市场规模测算,公司在 2021-2023 年的全球抛光液市占率分别为 5%/7%/8%。全球来看, Fujifilm Planar Solution、Cabot (被 Entegris 收购)、Resonac、Asahi Glass 仍然占据全球主要的抛光液市场份额。

公司化学机械抛光液产能持续扩充,产销协同优异。上海金桥生产基地和宁波北仑生产基地分别有 1.61 万吨和 1.5 万吨化学机械抛光液产能正在建设,共计 3.11 万吨,全部投产后公司的化学机械抛光液总产能达到 6 万吨。2023 年,公司新增化学机械抛光液产能,由于新产线需要一定时间的调试和验证,2023 年化学机械抛光液产能利用率下滑。公司在产销方面协同优秀,产销率维持在 90% 以上。鼎龙股份在仙桃园区的 1 万吨 CMP 抛光液产能和 1 万吨磨料产能。与国内同类公司鼎龙股份等相比,公司在产能扩充上更加积极且在存量产能上领先,能够在市场份额上进一步提升。

图表17: 化学机械抛光液产能、产量及销量

产品类别	2021	2022	2023	
化学机械抛光液	产能 (吨)	24548	24548	29092
	产量 (吨)	16650	22486	20600
	销量 (吨)	15124	21266	21997



产能利用率	67.83%	91.60%	70.81%
产销率	90.84%	94.57%	106.78%

来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 先进制程推动 CMP 工艺数增加及价值量提升

芯片制程越小，CMP 工艺数量快速增加。对于逻辑芯片，随着芯片制程缩小，对应的光刻次数、刻蚀次数增加，带动 CMP 工艺步骤数增加。180nm 制程的逻辑芯片，其 CMP 平坦化工艺步骤数为 10 次；14nm 制程的逻辑芯片 CMP 平坦化工艺步骤数超过 20 次；7nm 制程的逻辑芯片 CMP 平坦化工艺步骤数超过 30 次。

图表18：芯片制程缩小，CMP 工艺次数大幅增加

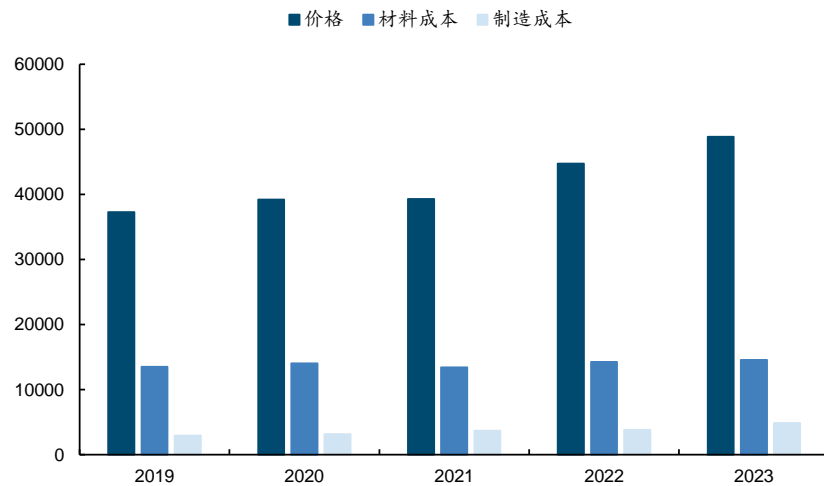
芯片制程	CMP 工艺次数
180nm	10 次
14nm	超过 20 次
7nm	超过 30 次

来源：公司公告，国金证券研究所

2019-2023 年抛光液吨价格逐年走高，在先进制程产能投入的大背景下抛光液价格能够持续提升。从价格端来看，抛光液的平均销售价格呈现提升趋势。一方面由于制程的缩小，对于研磨颗粒要求更加细小，技术要求更高，价值量更高。另一方面，制程缩小带来 CMP 工艺次数的增加，先进制程需要的抛光液的用量更大，更小制程的抛光液用量占比更高。随着半导体对先进制程的需求增加，抛光液的平均销售价格将提升。

从成本端来看，CMP 业务的制造成本和材料成本均有增加。制造成本的增加来源于新增的机器设备的折旧。材料端成本增加来源于产品品类的更迭，公司的化学机械抛光液从以铜及铜阻挡层系列化学机械抛光液为主拓展到铜及铜阻挡层抛光液、硅衬底抛光液、钨抛光液、介质材料抛光液、基于氧化铈磨料的抛光液以及用于先进封装的硅通孔（TSV）抛光液等多品类的抛光液。且公司抛光液适用的制程减小，先进制程的抛光液价格更高，公司的抛光液材料在收入占比比重逐年下降。随着制程缩小，公司的抛光液材料成本占比降低，材料的绝对成本将提高。2023 年由于新增产能投放，产能爬坡叠加下游需求下滑，稼动率从 2022 年的 91.60%下降至 2023 年的 70.81%，制造成本增加。

图表19：化学机械抛光液价格、成本（元/吨）



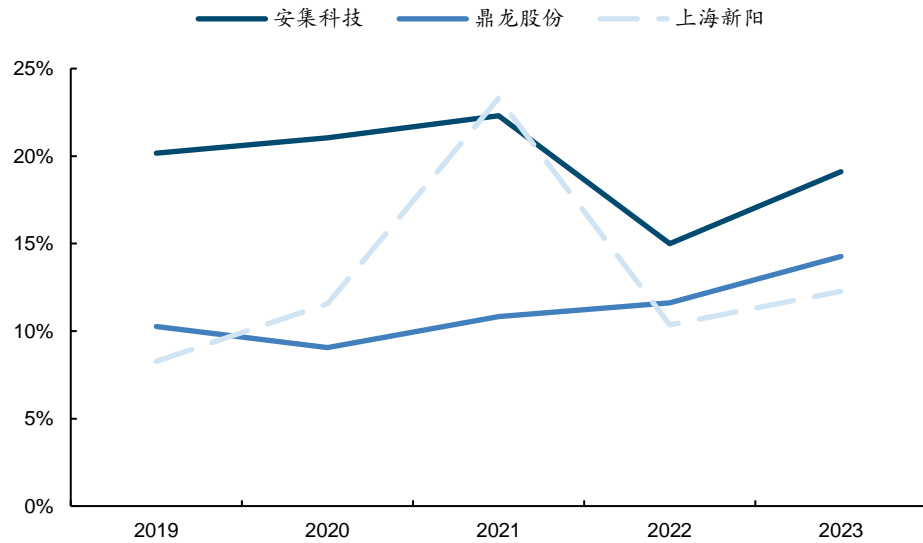
来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 高研发投入及规模优势构筑 CMP 抛光液竞争优势

重视研发投入，公司研发费用率高于同行。公司研发费用率高于 15%，显著高于鼎龙股份和上海新阳，2023 年研发费用率为 19.11%。公司持续在研发端持续投入，研发人员数量快速增加，截至 2023 年，公司研发人员数量 236 人，占比超过 50%，研发人员平均薪酬 36.27 万元。



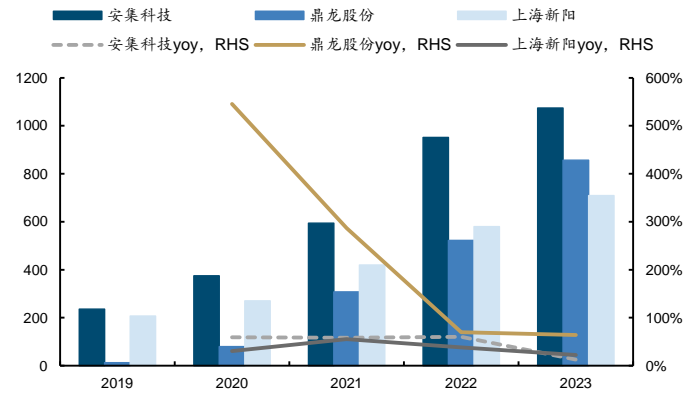
图表20: 研发费用率, (%)



来源: 公司公告, 上海新阳公告, 鼎龙股份公告, 国金证券研究所

公司在国产化学机械抛光液厂商中具有先发优势和规模优势。1) 相对于竞争对手鼎龙股份和上海新阳, 公司在化学机械抛光液的营收规模具有明显的规模优势。2) 抛光液在晶圆制造中的多道工序使用, 下游晶圆厂对于抛光液的安全性要求比较高, 且晶圆厂的抛光液投料系统使用的抛光液具有唯一性, 抛光液无法掺杂使用, 晶圆厂具有较高的更换成本。

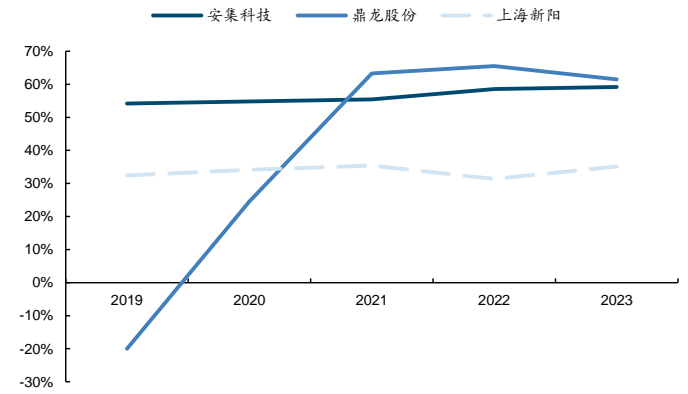
图表21: 营收 (百万元) 及 yoy 对比



来源: 公司年报, 鼎龙股份年报, 上海新阳年报, 国金证券研究所

注: 安集科技采用的是 CMP 抛光液业务营收, 鼎龙股份采用光电半导体及芯片营收, 上海新阳采用电子化学材料营收数据

图表22: 毛利率对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 安集科技采用的是 CMP 抛光液业务毛利率, 鼎龙股份采用光电半导体及芯片毛利率, 上海新阳采用电子化学材料毛利率数据

公司已经形成了完整的抛光液产品品类体系, 构建一站式抛光液供应平台。作为国内化学机械抛光液的领先者, 公司在抛光液品类包括硅衬底抛光液、铜及铜阻挡层抛光液、钨抛光液、介质材料抛光液、基于氧化铈磨料的抛光液以及用于先进封装的硅通孔 (TSV) 抛光液等, 在化学机械抛光液领域能够为客户提供一站式的服务。

图表23: 国内外知名 CMP 抛光液厂商产品

公司	Cu 及 Cu 阻挡层	W	ILD	STI	Poly-Si
Cabot Microelectronics	+	+	+	+	+
日立化学	+		+	+	
安集科技	+	+	+	+	+
鼎龙股份			+		+



公司	Cu 及 Cu 阻挡层	W	ILD	STI	Poly-Si
上海新阳			+	+	

来源：公司公告，集成电路材料研究，国金证券研究所

注：+代表公司有相关产品

构建关键原材料纳米磨料能力，提升原材料自给能力和利润率。在抛光液当中，核心原材料纳米磨料和配方是公司的核心技术。研磨粒子是 CMP 抛光液上游的关键原材料，研磨粒子长期被海外龙头企业日产化学、阿克苏诺贝尔等垄断，公司参股公司山东安特纳米材料有限公司开发的多款硅溶胶已在公司多款抛光液产品中通过内部测试，部分已完成客户验证，实现销售。公司通过自研自建的方式持续加强了氧化铈颗粒的制备的自主可控能力，自产氧化硅磨料在公司产品中的测试论证进展顺利，多款产品已通过客户端的验证，已经开始量产供应，将随着客户的进程逐步上量、实现销售。

图表24：CMP 抛光液原材料构成

成分	作用
纳米磨料 价值占比（60%-70%）	在 CMP 过程中，磨粒主要通过微切削、划擦等方式作用于被加工表面，借助机械力实现硅片表面材料的去除。磨粒直径一般为几十纳米，常用的磨粒有二氧化硅(SiO2)、氧化铝(Al2O3)、氧化铈(GeO2)和金刚石等。磨料的硬度、粒径、形状及其在抛光液中的质量浓度等综合因素决定了磨粒的去除行为和速度。由于单一磨粒性能存在局限性，当抛光液无法满足衬底材料表面质量要求和加工效率时，厂商为提高抛光效率会将不同粒径尺寸的一种磨粒或者两种不同磨粒混合使用。
化学添加剂 价值占比（10%-20%）	1、表面活性剂，使磨粒之间产生排斥力，防止磨粒团聚，保证磨粒的分散性，减少硅片表面产生划伤缺陷等； 2、络合剂，将去除的材料溶解在抛光液中，减小杂质颗粒对抛光过程污染； 3、氧化剂，与抛光表面发生氧化反应，在表面形成一层氧化物薄膜，方便后续的机械作用加工去除。
pH 值调节剂	pH 值调节剂的添加能够为 CMP 抛光过程提供一个稳定的抛光环境。

来源：集成电路材料研究，国金证券研究所

3 功能性湿电子化学品开启第二成长曲线

3.1 公司拓展第二成长曲线，布局功能性湿电子化学品和电镀液

功能性湿电子化学品指通过复配手段达到特殊功能、满足制造中特殊工艺需求的配方类或复配类化学品。功能性湿电子化学品主要包括显影液、剥离液、清洗液、刻蚀液等，参与到晶圆制造过程中的光刻、刻蚀、离子注入、CMP 等多个工艺环节。从晶圆制造来看，清洗环节几乎贯穿全程，每一道工序后均需要使用到清洗液；光刻环节需要用到光刻胶配套试剂，稀释液、显影液和剥离液；刻蚀环节需要用到刻蚀液；在沉积环节，还需要用到电镀液来起到芯片当中金属互连的作用，常见的铜电镀液能够起到铜互连的作用。

功能性湿电子化学品主要涉及晶圆制造中的刻蚀、清洗和电镀环节。公司的功能性湿电子化学品包括多种刻蚀后清洗液、光刻胶剥离液、多种抛光清洗液、刻蚀液和电镀液。刻蚀后清洗液包括铝制程刻蚀后清洗液、铜大马士革工艺刻蚀后清洗液和硬掩模铜大马士革工艺刻蚀后清洗液，用于刻蚀后残留物清洗。光刻胶剥离液应用于晶圆级封装、MEMS、TSV 等领域厚膜光刻胶去除。抛光清洗液包括铜、铝、钨、氮化硅等化学机械抛光后清洗液，去除抛光后表面颗粒和化学物残留。刻蚀液基于液体及固体表面处理技术平台，配合客户工艺需求。电镀液基于自主研发及合作，提供集成电路大马士革工艺及先进封装的电镀液及添加剂产品系列。

图表25：公司功能性湿电子化学品产品及功能

品类	产品	功能
刻蚀后清洗液	铝制程刻蚀后清洗液	应用于集成电路铝制程工艺金属线、通孔及金属焊盘蚀刻残留物去除，提供优异的蚀刻残留物去除能力、低成本。产品已在 8 英寸及 12 英寸逻辑芯片、存储芯片等领域量产。
	铜大马士革工艺刻蚀后清洗液	应用于集成电路铜互连大马士革工艺蚀刻残留物去除，产品具有优异的蚀刻残留物去除能力，低缺陷、低成本。
	硬掩模铜大马士革工艺刻蚀后清洗液	应用于集成电路硬掩模铜互连大马士革工艺蚀刻残留物去除。产品提供高氮化钛硬掩模去除能力，优异的蚀刻残留物去除能力，低缺陷、低成本。产品已经在 28nm 逻辑芯片量

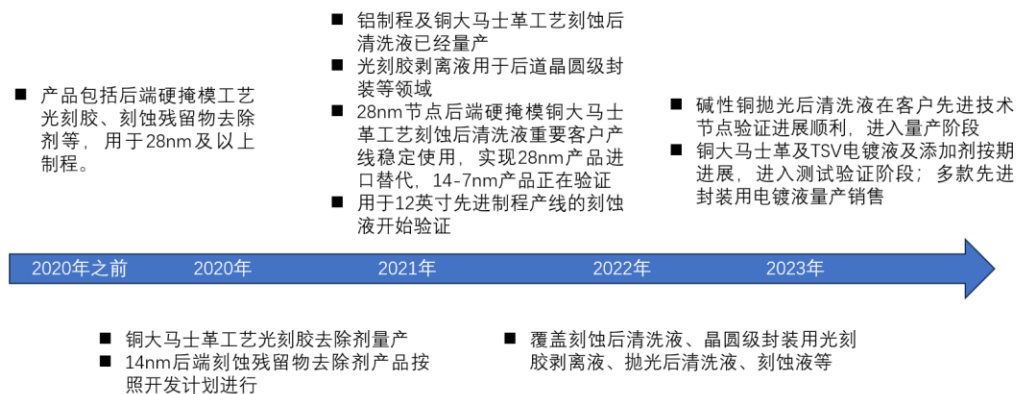


品类	产品	功能
光刻胶剥离液	光刻胶剥离液	产，并在 28nm 及以下技术节点持续验证。
	铜化学机械抛光后清洗液	应用于晶圆级封装、MEMS 等超越摩尔领域厚膜光刻胶去除。产品具有大于 100 微米光刻胶去除能力，低成本。产品在 8 英寸及 12 英寸晶圆级封装、MEMS、TSV 等工艺量产。
抛光清洗液	钨化学机械抛光后清洗液	有效去除铜抛光后表面颗粒和化学物残留，防止铜表面腐蚀，降低抛光后晶圆表面缺陷，用于 130-28nm 的铜制程抛光后清洗。
	铝化学机械抛光后清洗液	有效去除钨抛光后表面颗粒和化学物残留，防止钨表面腐蚀，降低抛光后晶圆表面缺陷。
	氮化硅化学机械抛光后清洗液	有效去除铝抛光后表面颗粒和化学物残留，防止铝表面腐蚀，降低抛光后晶圆表面缺陷。
	新材料化学机械抛光后清洗液	有效去除氮化硅抛光后表面颗粒和化学物残留，降低抛光后晶圆表面缺陷。
刻蚀液	抛光垫清洗液	永固新材料抛光后的清洗，降低抛光后晶圆表面缺陷。
	刻蚀液	有效去除抛光垫上的抛光副产物，延长抛光垫的使用寿命，降低抛光后警员表面缺陷。
电镀液	电镀液	基于液体及固体表面处理技术平台，配合客户工艺需求，提供特殊工艺刻蚀液，包括高选择比磷酸等。
		基于自主研发及合作，提供集成电路大马士革工艺及先进封装的电镀液及添加剂产品系列。

来源：公司官网，国金证券研究所

公司从光刻胶去除剂拓展至功能性湿电子化学品。公司的功能性湿电子化学品在 2023 年形成收入 1.55 亿元；24H1，公司功能性湿电子化学品营收 1.18 亿元。先进制程大马士革工艺刻蚀后清洗液进入到量产阶段；且有多款产品进入到客户验证的阶段。

图表26：功能性湿电子化学品产品发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 功能性湿电子化学品业务稳健增长

湿电子化学品，又称超净高纯试剂或工艺化学品，是指主体成分纯度大于 99.99%，杂质离子和微粒数符合严格要求的化学试剂，是重要的晶圆制造材料之一。湿电子化学品包括功能性湿电子化学品和通用性湿电子化学品两类。通用性湿电子化学品的用量比较大，相对来说功能性湿电子化学品的价值量比较高。从下游应用来看，湿电子化学品可分类为集成电路、新能源和显示面板三类。

湿电子化学品由于细分品类较多，国内竞争格局相对分散，高端领域仍然被海外知名厂商占据。公司的湿电子化学品市占率较低。海外知名厂商包括德国巴斯夫、美国亚什兰化学、Arch 化学，日本关东化学、三菱化学、京都化学、住友化学和光纯药化学工业，中国台湾新林科技，韩国东友精细化工等。

通用湿电子化学品方面，德国巴斯夫是全球领先企业，拥有集成电路用湿电子化学品的主要品种，全球市场份额最高。此外，以韩国东友为代表的韩国化学品企业、比利时索尔维、中国台湾联仕及多家日本企业在通用湿电子化学品领域也占有较高市场份额。尽管国内企业近年来在电子级磷酸、硝酸、氢氟酸等品种上取得较大突破，电子级硫酸、盐酸、氨水和双氧水等品种也实现了批量应用，但主要仍以供应国内厂商为主，全球市场占有率仍然



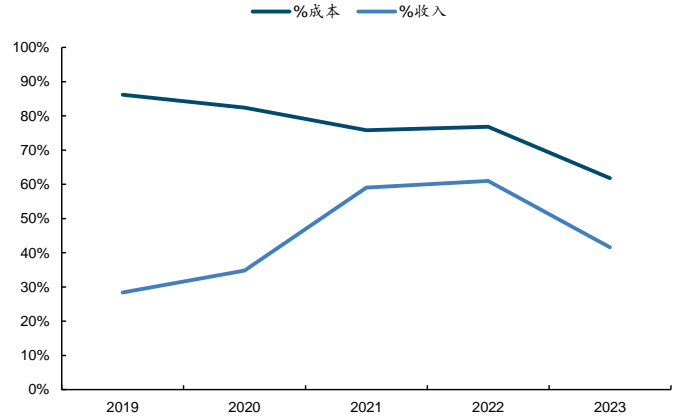
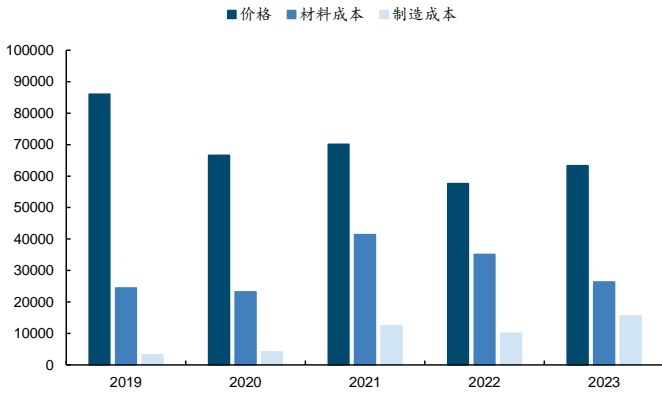
较低。

功能性湿电子化学品方面，美国陶氏杜邦、Entegris、德国巴斯夫、日本东京应化等外国公司在特定品种上具有市场份额优势。功能化学品技术门槛高，国内电子化学品企业与国际先进企业相比差距较大，目前国内量产并形成供应的主要有电镀液、硅刻蚀液、28nm 以上技术节点用各类清洗剂及少部分剥离液。

成本端来看，湿电子化学品材料成本占比较高，容易受原材料价格波动影响。从上游来看，湿电子化学品上游的是化工原材料。以安集科技为例，2023 年材料成本占到功能性湿电子化学品收入的 41.59%。

图表27：功能性湿电子化学品价格、成本（元/吨）

图表28：公司功能性湿电子化学品原材料费用占比（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司在功能性湿电子化学品布局高端领域。公司专注于集成电路签到晶圆制造及后道晶圆级封装用高端功能性湿电子化学品领域，主要产品涉及高端功能性湿电子化学品，面向下游晶圆厂，客户的定制化需求十分明显。

从国内厂商的新增产能来看，公司规划 2 万吨产能，上海新阳上海松江厂区功能性湿电子化学品年产能 1.9 万吨扩充目标已完成，合肥二期规划 5.3 万吨的年产能。公司在新增产能上略落后于上海新阳。

3.3 布局电镀液及添加剂业务

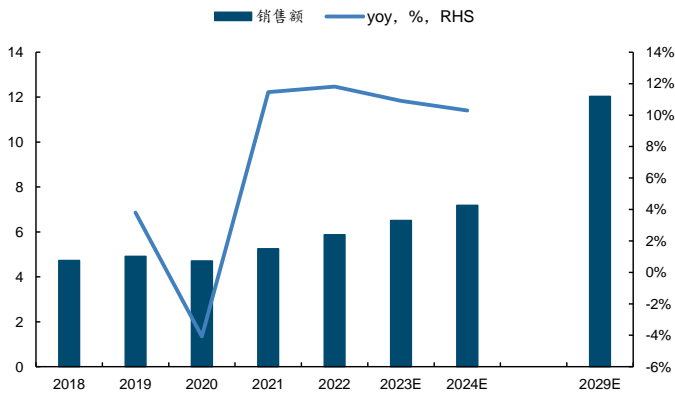
电镀液在晶圆制造和先进封装中主要应用于铜互连工艺中。从应用来看，在前道晶圆制造和后道封装均有使用。前道晶圆制造过程中的电镀主要是在晶圆上沉淀一层致密、无孔洞、无缝隙和其他缺陷、分布均匀的铜，起到铜互连作用；后道传统封装中，电镀液主要应用于引线键合电镀金属等场景。而在先进封装中，电镀主要应用于硅通孔、RDL 重布线层及 Bumping 工艺中，其中硅通孔的填充方式分为电镀和 CVD 两种，电镀更适用于大直径的孔径，由于目前先进封装的孔径通常在 5um 以上，因此电镀为主流的硅通孔填充工艺。硅通孔电镀工艺中电镀的材料主要为铜，而 Bumping 过程中需要电镀铜及锡银，最后通过回流焊工艺形成凸点。

电镀液及添加剂全球市场达到 10 亿美元。随着先进封装对于镀铜材料需求快速增加，大马士革铜互连，先进封装凸块电镀，重布线层，硅通孔电镀等材料市场不断扩大。根据 QY research，2022 年全球高纯电镀液市场规模达到了 587.37 百万美元，预计 2029 年将达到 1203.18 百万美元，年复合增长率（CAGR）为 10.77%。2022 年中国市场规模为 168.52 百万美元，约占全球的 28.69%，预计 2029 年将达到 351.69 百万美元，届时全球占比将达到 29.23%。从产品类型及技术方面来看，铜电镀液占据主流，2022 年市场份额为 65.13%，其次为锡电镀液，市场份额为 11.90%。

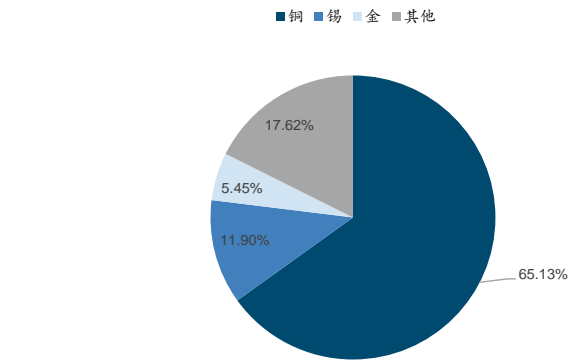


图表29: 全球高纯电镀液市场规模快速增长 (亿美元)

图表30: 2022 年电镀液占比 (%)



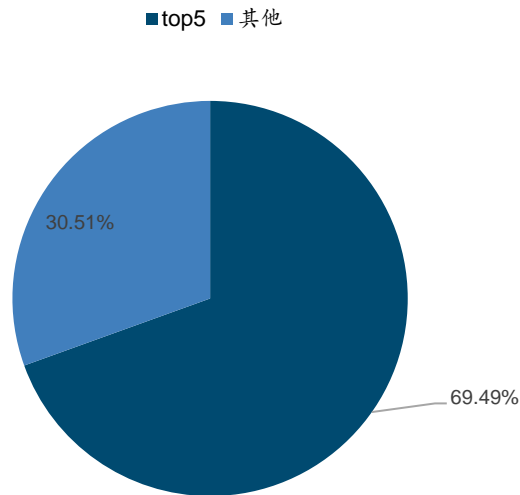
来源: QY research, 国金证券研究所



来源: QY research, 国金证券研究所

全球范围内半导体电镀化学品生产商主要包括 Umicore、MacDermid、TANAKA、Japan Pure Chemical 和 BASF 等, 2022 年该前五大厂商合计市场规模达到 408.22 百万美元, 占高纯度电镀液市场规模的 69.49%

图表31: 2022 年市场份额占比



来源: QY research, 国金证券研究所

构建晶圆制造过程中的“抛光、清洗、沉积”的技术平台。公司目前电镀液及添加剂产能仍然处于在建过程中, 电镀液项目仍然处于在研和验证过程, 公司进入电镀液领域能够对晶圆制造过程中的“抛光、清洗、沉积”三大关键工艺形成覆盖。

4 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

1) 收入假设

下游晶圆厂稼动率提升和扩产拉动国内半导体市场增长。2021 年以来, 中芯国际 23Q1 稼动率最低, 为 68.1%; 24Q2 稼动率为 85.2%, 同比增长 6.9pct, 环比增长 4.4pct。华虹半导体 23Q4 稼动率最低, 为 84.1%; 24Q2 稼动率为 97.9%, 环比增长 6.2pct。中芯国际 2024 年计划资本支出与 2023 年持平, 均为 75 亿美元。华虹半导体产能持续增长, 预计 2024 年完成无锡二期 12 寸线建成交付。

CMP 抛光液: 我们假设 2024-2026 年下游晶圆厂的产能增速在 10-13%之间, 产能利用率在 85%-90%之间, 2024-2026 年公司的化学机械抛光液销量同比增速分别为 28%/16%/15%; 随着先进制程需求占比增加, 我们假设化学机械抛光液的价格稳步增长, 2024-2026 年化学机械抛光液同比增速分别为 8%/7%/7%。因此, CMP 抛光液的 2024-2026 年收入分别为



14.86/18.44/22.60 亿元，同比增速为 38%/24%/23%。

功能性湿电子化学品（电镀液产品已经计入）：我们假设 2024-2026 年下游晶圆厂的产能增速在 13%-14% 之间，产能利用率在 85%-90% 之间，预计行业需求增长速度分别为 28%/16%/15%，公司在功能性湿电子化学品面临较大的竞争，我们假设 2024-2026 年功能性湿电子化学品吨价格增速为 5%/5%/5%，预计 2024-2026 年公司功能性湿电子化学品业务收入为 1.98/2.35/2.64 亿元，增速分别为 34%/22%/20%。

2) 毛利率假设

CMP 抛光液：公司的 CMP 抛光液毛利率较为稳定，考虑到 CMP 抛光液产品结构逐渐偏向于先进制程、规模化效应显现等因素毛利率有小幅提升。

功能性湿电子化学品：功能性湿电子化学品由于公司产品结构变化，且功能性湿电子化学品的吨材料成本逐年下降，因此预计公司未来毛利率提升，预计 2024-2026 年公司毛利率为 37%/38%/38%。

3) 费用率假设

研发费用率：公司属于研发型公司，研发费用率保持在 20% 左右，我们预计 2024-2026 年公司研发费用率为 19%/19%/19%。

销售费用率：公司下游晶圆厂均为大厂，客户集中度高，前 5 大客户的收入占比超过 80%，公司的销售费用率较为稳定，我们预计 2024-2026 年销售费用率为 0.12%/0.12%/0.12%。

管理费用率：公司管理费用率随着营收规模增加下降，我们预计 2024-2026 年公司管理费用率为 6.3%/6.0%/5.7%。

4) 其他假设

公司在 2023 年确认了 1 亿元的政府补助，在 2024-2026 年对政府补助相关的其他收益预计降低到 0.15-0.2 亿元。

综上所述，不考虑可转债发行的情况下，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 17.04/21.08/25.76 亿元，同比增长 37.63%/23.71%/22.23%；归母净利润分别为 4.41/5.63/7.01 亿元，同比增长 9.60%/27.47%/24.53%。

图表32：盈利预测关键假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计						
营收（百万元）	686.66	1,076.79	1,237.87	1,703.74	2,107.66	2,576.12
yoy (%)		56.8%	15.0%	37.6%	23.7%	22.2%
毛利（百万元）	350.77	583.73	690.92	988.34	1,225.05	1,498.63
毛利率 (%)	51.08%	54.21%	55.81%	58.01%	58.12%	58.17%
化学机械抛光液						
营收（百万元）	594.03	951.22	1,074.64	1,486.36	1,844.12	2,260.22
yoy (%)		60%	13%	38%	24%	23%
毛利（百万元）	329.15	557.29	636.08	906.68	1,124.91	1,378.73
毛利率 (%)	55.41%	58.59%	59.19%	61.00%	61.00%	61.00%
功能性湿电子化学品						
营收（百万元）	90.87	124.29	154.59	207.87	253.09	304.40
yoy (%)		37%	24%	34%	22%	20%
毛利（百万元）	20.13	25.64	50.60	76.91	94.91	114.15
毛利率 (%)	22.15%	20.63%	32.73%	37.00%	37.50%	37.50%
其他						
营收（百万元）	1.76	1.28	8.64	9.51	10.46	11.50
yoy (%)		-27%	575%	10%	10%	10%
毛利（百万元）	1.49	0.80	4.24	4.75	5.23	5.75



	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率 (%)	84.90%	62.46%	49.04%	50.00%	50.00%	50.00%
销售费用率 (%)	4.27%	3.18%	3.89%	3.60%	3.40%	3.30%
管理费用率 (%)	8.77%	6.36%	6.57%	6.30%	6.00%	5.70%
研发费用率 (%)	22.30%	14.99%	19.11%	19.00%	19.00%	19.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 估值

公司是国内抛光液龙头公司，同时在业务上打造了功能性湿电子化学品，我们选取了布局CMP抛光液的鼎龙股份、上海新阳和布局湿电子化学品的江化微作为可比公司。根据同花顺一致预期，2024-2026年可比公司的平均市盈率为50/36/28倍，我们给予公司2025年36倍PE，目标价156.77元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表33：可比公司估值表（股价基准日2024年10月17日）

公司	代码	总市值 (亿元)	每股收益 (元/股)					PE		
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
鼎龙股份	300054.SZ	239.40	0.41	0.24	0.46	0.66	0.88	54.89	38.26	28.69
上海新阳	300236.SZ	112.30	0.17	0.54	0.67	0.94	1.21	53.51	38.14	29.63
江化微	603078.SH	54.95	0.31	0.27	0.35	0.45	0.59	40.71	31.67	24.15
平均								49.70	36.02	27.49
安集科技	688019.SH	166.10	4.04	4.07	3.42	4.35	5.42	37.63	29.52	23.71

来源：同花顺 iFind，公司公告，国金证券研究所

5 风险提示

- 1) 半导体行业需求波动。公司产品主要应用于集成电路领域和先进封装领域，且主要受到下游大客户的需求，如果行业景气度下行，客户需求减弱，晶圆出货量下滑，公司的化学机械抛光液和功能性湿电子化学品需求均会下降。
- 2) 行业竞争加剧。公司是国内化学机械抛光液龙头公司，目前鼎龙股份和上海新阳均有布局抛光液业务，如果该项业务进展加剧，公司将面临份额下降和毛利率下降的风险。功能性湿电子化学品竞争相对较大，公司如果不能获得明显的竞争优势，功能性湿电子化学品的毛利率同样面临下降的风险。
- 3) 扩产不及预期。公司扩产不及预期可能导致市场份额下滑和客户流失，导致预期营收下滑。
- 4) 限售股解禁风险。2024年7月24日公司45.85万股限售股份解禁，为公司股权激励一般股份，占公司总股本0.35%。本次解禁涉及公司高管、资深管理人员、资深技术人员和资深业务人员共189人。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	687	1,077	1,238	1,704	2,108	2,576	货币资金	333	329	532	925	1,066	1,368	
增长率	56.8%	15.0%	15.0%	37.6%	23.7%	22.2%	应收款项	179	239	283	330	380	429	
主营业务成本	-336	-493	-547	-742	-914	-1,105	存货	230	366	427	470	580	708	
%销售收入	48.9%	45.8%	44.2%	43.5%	43.4%	42.9%	其他流动资产	254	212	100	105	115	124	
毛利	351	584	691	988	1,225	1,499	流动资产	996	1,146	1,342	1,830	2,141	2,630	
%销售收入	51.1%	54.2%	55.8%	58.0%	58.1%	58.2%	%总资产	59.6%	56.0%	51.6%	57.6%	56.7%	58.2%	
营业税金及附加	-1	-1	-1	-2	-3	-3	长期投资	101	209	314	314	314	314	
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	366	434	487	660	902	1,113	
营业费用	-29	-34	-48	-61	-72	-85	%总资产	21.9%	21.2%	18.7%	20.8%	23.9%	24.6%	
%销售收入	4.3%	3.2%	3.9%	3.6%	3.4%	3.3%	无形资产	23	50	223	265	303	336	
管理费用	-60	-69	-81	-107	-126	-147	非流动资产	676	902	1,261	1,345	1,634	1,888	
%销售收入	8.8%	6.4%	6.6%	6.3%	6.0%	5.7%	%总资产	40.4%	44.0%	48.4%	42.4%	43.3%	41.8%	
研发费用	-153	-161	-237	-324	-400	-489	资产总计	1,672	2,048	2,603	3,175	3,775	4,518	
%销售收入	22.3%	15.0%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%	短期借款	43	54	42	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	107	318	323	494	624	774	应付款项	252	273	110	365	448	544	
%销售收入	15.6%	29.6%	26.1%	29.0%	29.6%	30.1%	其他流动负债	37	49	42	71	89	109	
财务费用	-8	27	8	3	9	14	流动负债	332	377	193	436	537	654	
%销售收入	1.2%	-2.5%	-0.7%	-0.2%	-0.4%	-0.6%	长期贷款	0	30	95	95	95	95	
资产减值损失	-9	-9	-9	0	0	0	其他长期负债	139	119	192	73	66	61	
公允价值变动收益	9	-10	9	0	0	0	负债	471	526	479	604	697	809	
投资收益	9	1	5	0	0	0	普通股股东权益	1,201	1,522	2,124	2,571	3,078	3,708	
%税前利润	6.7%	0.4%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	53	75	99	129	129	129	
营业利润	133	339	440	497	633	788	未分配利润	342	615	974	1,371	1,878	2,508	
营业利润率	19.4%	31.5%	35.6%	29.2%	30.0%	30.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-1	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,672	2,048	2,603	3,175	3,775	4,518	
税前利润	132	339	440	497	633	788	比率分析		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
利润率	19.2%	31.5%	35.6%	29.2%	30.0%	30.6%	每股指标							
所得税	-7	-38	-38	-55	-70	-88	每股收益	2.350	4.035	4.065	3.416	4.355	5.423	
所得税率	5.3%	11.1%	8.6%	11.1%	11.1%	11.1%	每股净资产	22.569	20.368	21.440	19.899	23.818	28.699	
净利润	125	301	403	441	563	701	每股经营现金净流	1.148	3.201	3.394	5.991	4.908	6.317	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.319	0.420	0.350	0.342	0.435	0.542	
归属于母公司的净利润	125	301	403	441	563	701	回报率							
净利率	18.2%	28.0%	32.5%	25.9%	26.7%	27.2%	净资产收益率	10.41%	19.81%	18.96%	17.17%	18.28%	18.90%	
							总资产收益率	7.48%	14.72%	15.47%	13.90%	14.91%	15.51%	
							投入资本收益率	8.15%	17.60%	13.04%	16.47%	17.48%	18.09%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	62.57%	56.82%	14.96%	37.63%	23.71%	22.23%	
							EBIT 增长率	57.32%	197.19%	1.59%	52.76%	26.32%	24.09%	
							净利润增长率	-18.77%	140.99%	33.60%	9.60%	27.47%	24.53%	
							总资产增长率	29.90%	22.45%	27.14%	21.95%	18.91%	19.67%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	64.4	69.9	76.3	69.9	65.0	60.0	
							存货周转天数	182.0	220.7	264.6	240.0	240.0	240.0	
							应付账款周转天数	77.1	61.6	55.5	40.0	40.0	40.0	
							固定资产周转天数	135.6	81.9	91.0	85.9	97.6	104.1	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-42.47%	-27.21%	-21.52%	-34.67%	-33.55%	-35.99%	
							EBIT 利息保障倍数	12.8	-11.6	-39.1	-178.0	-67.8	-54.5	
							资产负债率	28.17%	25.69%	18.41%	19.01%	18.47%	17.91%	

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	5	8	17
增持	1	1	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.50	1.44	1.38	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究