

2024年11月27日

上海新阳 (300236.SZ)

公司快报

半导体业务高速增长，稳步推进平台型材料公司建设

基础化工 | 电子化学品III

投资评级

增持(首次)

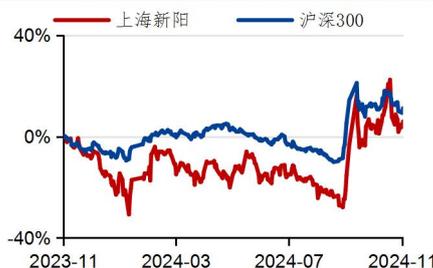
股价(2024-11-27)

39.39元

交易数据

总市值(百万元)	12,344.09
流通市值(百万元)	10,966.91
总股本(百万股)	313.38
流通股本(百万股)	278.42
12个月价格区间	43.60/27.21

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.59	13.46	-2.73
绝对收益	1.34	30.99	7.7

分析师

孙远峰

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

分析师

王海维

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

报告联系人

吴家欢

wujiahuan@huajinsc.cn

相关报告

投资要点

◆ 24Q3 营收创历史新高，半导体业务高速增长

24Q3 公司实现营收 4.06 亿元，同比增长 27.40%，环比增长 11.73%，创历史新高；归母净利润 0.71 亿元，同比增长 162.16%，环比增长 77.04%；扣非归母净利润 0.48 亿元，同比增长 164.80%，环比减少 1.76%；毛利率 37.66%，同比提升 2.38 个百分点，环比减少 1.67 个百分点。

24Q3 半导体业务实现营收 3.02 亿元，同比增长 49.78%，净利润同比增长约 160%。涂料板块业务受行业竞争加剧及涂料产品价格下降等不利因素影响，24Q3 实现营收 1.04 亿元，同比减少 11.14%。公司子公司持续改善运营成本，实现扣非净利润同比大幅增长。此外，根据公司战略规划及经营发展的需要，优化产业布局与资源配置，改善资产结构，公司拟对外转让持有的控股子公司海斯高科技全部 51% 股权，受让方为鹿野实业(上海)有限公司。转让完成后，上海新阳将不再持有海斯高科技股权，海斯高科技将不再纳入公司合并报表范围。

◆ 致力于打造平台型材料企业，先进制程产品快速放量

历经二十多年发展，公司现已形成两大类业务：1) 集成电路制造及先进封装用关键工艺材料及配套设备；2) 环保型、功能性涂料。公司已为 120 多家半导体封装企业、70 多家芯片制造企业提供产品和服务，已成为一家集电镀、清洗、光刻、研磨技术及服务于一体的集成电路关键工艺材料研发企业。

电镀液及添加剂：产品主要包括大马士革铜互连、TSV、Bumping 电镀液及配套添加剂。公司电镀液及其添加剂是实现互联技术的关键工艺材料，可满足芯片 90-14nm 铜制程全部技术节点对电镀产品的要求，实现了国产替代和自主供应。24H1 公司电镀液添加剂相关产品销售规模快速提升，同比增长超 80%，新产品研发及验证工作顺利推进。

清洗液、蚀刻液：产品主要包括铜制程蚀刻后清洗液、铝制程蚀刻后清洗液、氮化硅/钛蚀刻液、化学机械研磨后清洗液等。公司干法蚀刻后清洗液产品已实现 14nm 及以上技术节点全覆盖；24H1 干法蚀刻后清洗液产品销售额同比增长近 50%。在公司原创开发的蚀刻液产品方面，公司针对先进工艺制程技术节点需求的刻蚀/清洗类配方型化学品技术积极布局重点开发。

光刻胶：产品主要包括 I 线光刻胶、KrF 光刻胶、ArF 干法、浸没式光刻胶以及稀释剂、底部抗反射膜 (BARC) 等配套材料。I 线、KrF 光刻胶产品工艺性能指标不断优化提升，满足客户的工艺需求，在超 20 家客户端进行测试验证，24H1 系列产品销量显著增加。ArF 光刻胶研发顺利推进，浸没式光刻胶目前已有多款产品在国内多家晶圆制造企业开展测试验证工作，部分型号产品已取得良好的测试结果及工



艺窗口，技术指标与对标产品比较接近。

化学机械研磨液：产品主要包括适用于浅槽隔离研磨液（STI Slurry）、金属钨研磨液（W Slurry）、金属铜研磨液（Cu Slurry）、硅氧化层研磨液（Oxide Slurry）、多晶硅层研磨液（Poly Slurry）等系列产品，可覆盖 14nm 及以上技术节点。已有成熟的 STI Slurry、Poly slurry，W slurry 系列产品在超 20 余家客户端测试验证，并不断配合客户研发新产品系列，其中 W slurry 系列产品在客户端验证顺利，具备大规模量产的产品性能。

半导体封装用电子化学材料：产品包括无铅纯锡电镀液及添加剂、去毛刺溶液等。

配套设备产品：产品主要包括半导体封装引线脚表面处理配套电镀、清洗设备和先进封装制程用电镀、清洗设备。

氟碳涂料产品系列：产品主要包括 PVDF 氟碳粉末涂料、氟碳喷涂涂料、氟碳辊涂涂料、超细耐候粉末涂料等。该业务主要由控股子公司江苏考普乐承担。受行业竞争加剧及涂料产品价格下降等不利因素影响，24H1 江苏考普乐实现 1.97 亿元，同比减少 5.24%。同时，江苏考普乐适时调整运营管理策略，持续改善运营成本，净利润实现同比增长 20%。

产能方面，上海松江厂区年产能 1.9 万吨扩充目标已完成。合肥第二生产基地一期 1.7 万吨产能已进入试生产阶段，正在办理安全生产许可证；合肥二期规划 5.3 万吨年产能，各类手续正在办理中。上海化工园区电化材料专区第三生产基地项目规划占地 104 亩，建筑面积 6.5 万平方米，合计产能 6 万吨，主要用于开发光刻胶及配套材料产业化，目前正在办理规划申报建设的各项前期手续。

◆ **投资建议：**我们预计 2024-2026 年，公司营收分别为 14.88/17.61/20.45 亿元，增速分别为 22.7%/18.3%/16.1%，归母净利润分别为 2.04/2.55/3.22 亿元，增速分别为 22.2%/25.2%/26.2%；PE 分别为 60.5/48.4/38.3。上海新阳致力于打造平台型半导体材料企业，电镀、清洗/刻蚀、光刻胶、研磨液四大产品序列正加速放量；在制程不断朝着更先进的方向演进以及半导体国产替代进程加速的大背景下，公司业绩有望保持稳步增长。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，系统性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,196	1,212	1,488	1,761	2,045
YoY(%)	17.6	1.4	22.7	18.3	16.1
归母净利润(百万元)	53	167	204	255	322
YoY(%)	-48.9	213.4	22.2	25.2	26.2
毛利率(%)	31.4	35.2	38.7	39.7	40.3
EPS(摊薄/元)	0.17	0.53	0.65	0.81	1.03
ROE(%)	1.4	4.0	4.7	5.6	6.7
P/E(倍)	231.9	74.0	60.5	48.4	38.3
P/B(倍)	3.0	2.9	2.9	2.7	2.6
净利率(%)	4.5	13.8	13.7	14.5	15.8

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) 电子化学材料：公司目前形成了拥有完整自主可控知识产权的电子电镀和电子清洗两大核心技术，第三大核心技术电子光刻技术及第四大核心技术电子研磨技术开发和产业化全力推进中，用于晶圆电镀与晶圆清洗的第二代核心技术已达到国内领先水平。当前全球半导体产业正持续增长、中国大陆新建代工产能加速扩张，同时半导体材料国产替代进程不断加速。在此背景下，公司所研发的集成电路制造核心工艺材料产品，实现了国产替代和自主供应，具备强劲的市场需求和广阔的发展前景。我们预计 2024-2026 年，公司电子化学材料产品营收分别为 10.35/12.73/15.02 亿元，增速分别为 46.00%/23.00%/18.00%，毛利率分别为 46.00%/46.50%/47.00%，营收占比分别为 69.58%/72.31%/73.48%。

2) 电子化学材料配套设备：公司配套设备产品包括半导体封装引线脚表面处理配套电镀、清洗设备和先进封装制程用电镀、清洗设备。电子化学材料业务的持续增长有望拉动相应的配套设备产品相关需求。我们预计 2024-2026 年，公司电子化学材料配套设备营收分别为 0.48/0.51/0.54 亿元，增速分别为-12.00%/6.00%/6.00%，毛利率分别为 32.50%/30.00%/28.00%，营收占比分别为 3.20%/2.87%/2.62%。

3) 涂料品：公司涂料产品主要包括 PVDF 氟碳粉末涂料、氟碳喷涂涂料、氟碳辊涂涂料、超细耐候粉末涂料等。受行业竞争加剧及涂料产品价格下降等不利因素影响，该业务有所承压。随着全球经济的复苏和基础设施建设的增加，涂料市场需求将持续增长，环保、可持续发展和数字化转型等趋势将推动涂料行业不断创新和升级。我们预计 2024-2026 年，公司涂料品营收分别为 4.00/4.32/4.84 亿元，增速分别为 -10.00%/8.00%/12.00%，毛利率分别为 20.00%/20.30%/20.50%，营收占比分别为 26.87%/24.52%/23.65%。

4) 其他：我们预计 2024-2026 年，公司其他业务营收分别为 0.05/0.05/0.05 亿元，增速分别为 0.00%/0.00%/0.00%，毛利率分别为 79.75%/79.75%/79.75%，营收占比分别为 0.34%/0.29%/0.25%。

综上，我们预计 2024-2026 年，公司总营收分别为 14.88/17.61/20.45 亿元，增速分别为 22.70%/18.35%/16.13%，毛利率分别为 38.70%/39.70%/40.32%。

表 1: 上海新阳业务指标预测 (亿元, %)

业务	指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
电子化学材料	营收	5.80	7.09	10.35	12.73	15.02
	营收同比	38.20%	22.32%	46.00%	23.00%	18.00%
	毛利率	37.65%	44.85%	46.00%	46.50%	47.00%
	营收占比	48.47%	58.47%	69.58%	72.31%	73.48%
电子化学材料配套设备	营收	0.53	0.54	0.48	0.51	0.54
	营收同比	-23.96%	1.63%	-12.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	40.51%	33.82%	32.50%	30.00%	28.00%
	营收占比	4.46%	4.47%	3.20%	2.87%	2.62%
涂料品	营收	5.56	4.44	4.00	4.32	4.84

业务	指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
	营收同比	8.16%	-20.08%	-10.00%	8.00%	12.00%
	毛利率	23.30%	19.35%	20.00%	20.30%	20.50%
	营收占比	46.49%	36.64%	26.87%	24.52%	23.65%
	营收	0.07	0.05	0.05	0.05	0.05
其他	营收同比	-46.13%	-26.85%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	79.54%	79.75%	79.75%	79.75%	79.75%
	营收占比	0.59%	0.42%	0.34%	0.29%	0.25%
	总营收	11.96	12.12	14.88	17.61	20.45
合计	总营收同比	17.64%	1.40%	22.70%	18.35%	16.13%
	综合毛利率	31.35%	35.16%	38.70%	39.70%	40.32%

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

我们选取了安集科技、鼎龙股份和雅克科技三家半导体材料公司作为可比公司。安集科技成功打造化学机械抛光液、功能性湿电子化学品、电镀液及添加剂及核心原材料建设四大核心技术平台，技术和产品涵盖“抛光、清洗、沉积”三大关键工艺。鼎龙股份业务涵盖半导体制造用CMP工艺材料和晶圆光刻胶、半导体显示材料、半导体先进封装材料三个细分板块，是国内唯一一家全面掌握CMP抛光垫全流程核心研发技术和生产工艺的CMP抛光垫供应商。雅克科技立足电子材料业务领域，深耕LNG保温绝热板材业务，同时继续发展阻燃剂业务，其中电子材料业务产品主要包括前驱体、光刻胶、电子特气等。

上海新阳致力于打造平台型半导体材料公司，电镀、清洗/刻蚀、光刻胶、研磨液四大产品序列正加速放量；在制程不断朝着更先进的方向演进以及半导体国产替代进程加速的大背景下，公司业绩有望保持稳步增长。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		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
安集科技	153.50	5.32	6.75	8.27	4.11	5.23	6.40	37.31	29.37	23.99
鼎龙股份	27.31	4.98	6.79	9.14	0.53	0.72	0.97	51.41	37.73	28.04
雅克科技	64.42	9.90	13.08	16.72	2.08	2.75	3.51	30.96	23.45	18.33
均值					2.24	2.90	3.63	39.89	30.18	23.46
上海新阳	39.39	2.04	2.55	3.22	0.65	0.81	1.03	60.53	48.36	38.33

资料来源：Wind 一致预期，上海新阳盈利预测来自华金证券研究所 注：数据取自 2024 年 11 月 27 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2118	1977	2237	2440	2710	营业收入	1196	1212	1488	1761	2045
现金	740	870	985	1044	1057	营业成本	821	786	912	1062	1220
应收票据及应收账款	631	734	831	929	1115	营业税金及附加	9	10	9	10	10
预付账款	12	10	20	24	27	营业费用	41	54	50	56	61
存货	299	275	333	374	439	管理费用	82	93	104	116	131
其他流动资产	435	88	67	68	72	研发费用	124	149	205	252	296
非流动资产	3502	3611	3641	3649	3666	财务费用	-1	1	4	7	11
长期投资	15	9	19	27	33	资产减值损失	-10	-10	-7	-4	-1
固定资产	412	455	555	624	684	公允价值变动收益	-69	42	-11	-7	-4
无形资产	99	107	120	129	137	投资净收益	4	2	0	0	0
其他非流动资产	2976	3040	2946	2869	2811	营业利润	60	189	228	285	360
资产总计	5620	5589	5878	6089	6376	营业外收入	0	0	1	0	0
流动负债	909	748	847	947	1056	营业外支出	8	3	1	0	0
短期借款	411	201	218	236	263	利润总额	52	186	228	285	360
应付票据及应付账款	339	421	491	570	650	所得税	-5	19	23	28	36
其他流动负债	159	126	138	141	143	税后利润	57	168	205	256	324
非流动负债	557	613	660	577	495	少数股东损益	4	1	1	1	2
长期借款	204	284	331	249	166	归属母公司净利润	53	167	204	255	322
其他非流动负债	352	329	329	329	329	EBITDA	129	266	281	350	431
负债合计	1466	1361	1508	1525	1551						
少数股东权益	41	39	40	41	43	主要财务比率					
股本	313	313	313	313	313	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1479	1466	1466	1466	1466	成长能力					
留存收益	918	1038	1167	1327	1530	营业收入(%)	17.6	1.4	22.7	18.3	16.1
归属母公司股东权益	4114	4189	4330	4523	4783	营业利润(%)	-49.2	217.1	20.4	25.2	26.2
负债和股东权益	5620	5589	5878	6089	6376	归属于母公司净利润(%)	-48.9	213.4	22.2	25.2	26.2
						获利能力					
						毛利率(%)	31.4	35.2	38.7	39.7	40.3
						净利率(%)	4.5	13.8	13.7	14.5	15.8
						ROE(%)	1.4	4.0	4.7	5.6	6.7
						ROIC(%)	1.5	3.6	4.0	4.8	5.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	26.1	24.4	25.6	25.0	24.3
						流动比率	2.3	2.6	2.6	2.6	2.6
						速动比率	2.0	2.2	2.2	2.1	2.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	2.1	1.8	1.9	2.0	2.0
						应付账款周转率	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0
						估值比率					
						P/E	231.9	74.0	60.5	48.4	38.3
						P/B	3.0	2.9	2.9	2.7	2.6
						EV/EBITDA	93.1	45.5	43.1	34.2	27.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

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