

公司研究

大额商誉减值影响 24 年业绩，拟发行股份收购湖北晶瑞股权

——晶瑞电材（300655.SZ）2024 年报及 2025 一季报点评

买入（维持）

当前价：8.44 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

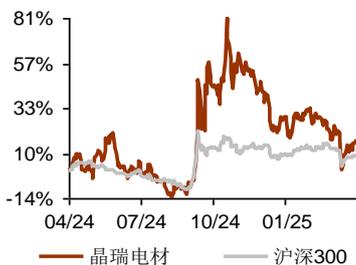
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.60
总市值(亿元)	89.43
一年最低/最高(元)	5.96/13.30
近 3 月换手率	150.05%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.60	3.09	7.26
绝对	-3.10	2.30	11.76

资料来源：Wind

相关研报

24Q3 毛利率环比显著好转，持续推动产品放量及客户导入——晶瑞电材（300655.SZ）2024 年三季报点评（2024-10-30）

要点

事件 1: 公司发布 2024 年年报。2024 年，公司实现营收 14.35 亿元，同比增长 10.44%；实现归母净利润-1.80 亿元，同比减少 1312%；实现扣非后归母净利润-1.71 亿元，同比减少 491%。2024Q4，公司单季度实现营收 3.75 亿元，同比增长 10.11%，环比增长 2.21%；实现归母净利润-1.80 亿元，同比亏损扩大 2265%，环比由盈转亏。

事件 2: 公司发布 2025 年一季报。2025Q1，公司单季度实现营收 3.70 亿元，同比增长 12.17%，环比减少 1.27%；实现归母净利润 4350 万元，同比增长 582%，环比扭亏为盈。

点评：

高纯化学品和光刻胶持续放量，大额商誉减值及新增折旧拖累 24 年业绩

2024 年，公司高纯化学品业务实现营收 7.78 亿元，同比增长 11.9%；实现销量 25.2 万吨，同比增长 16.8%。分产品看，2024 年公司高纯双氧水实现销售收入 3.5 亿元，同比增长约 15%；高纯硫酸销售收入同比增长约 2 倍，销量同比增长约 3 倍；高纯氨水、高纯盐酸销量同比分别增长超过 70%、13%。然而由于行业竞争的影响，公司部分高纯化学品价格有所下滑，致使公司高纯化学品业务毛利率同比下降 1.2pct。

2024 年，公司光刻胶业务实现营收 1.98 亿元，同比增长 27.61%；实现销量 1388 吨，同比增长 27.9%。分产品看，2024 年公司正性光刻胶产品销量合计增长超过 23%，销售额增长超过 29%，其中 I 线及 KrF 光刻胶产品持续放量，ArF 光刻胶实现小批量出货，同时多款 KrF 及 ArF 光刻胶产品正在客户端验证。此外，2024 年公司紫外宽谱光刻胶产品销量及销售额增长均超过 27%。

基于审慎性原则，2024 年公司合计计提商誉减值准备 1.44 亿元，同时计提其他资产减值 2493 万元。其中，公司分别针对江苏阳恒、晶瑞新能源、潜江益和计提商誉减值准备 2358 万元、7653 万元、4431 万元。截至 2024 年年末，公司商誉账面价值仅余 2835 万元，后续商誉减值风险相对较为可控。此外，由于半导体 G5 级双氧水、高纯硫酸等新增产线全面投产并且转固，叠加 ArF、KrF 高端光刻胶实验室投入使用，2024 年公司固定资产折旧金额同比增加 7614 万元。由于大额商誉减值的计提以及公司折旧总额的增加，2024 年公司业绩受到拖累。

25Q1 毛利率环比改善，期间费用率同比下降

2025Q1，公司整体毛利率为 23.0%，同比增长 1.7pct，环比增长 5.5pct。我们认为 25Q1 公司毛利率的回升一方面得益于产能利用率的提升，单位产品固定成本降低；另一方面得益于在下游集成电路等领域需求快速增长的情形下，部分电子材料价格有所回升。2025Q1，公司期间费用率为 18.2%，同比下降 4.0pct，环比增加 0.4pct。2025Q1，公司非经常性损益总额为 3429 万元，其中主要为金融资产公允价值变动收益。

拟发行股份收购湖北晶瑞股权，变更为全资子公司后将增厚公司归母净利润

2024 年 11 月，公司披露《发行股份购买资产暨关联交易预案》，公司拟向潜江基金、大基金二期、厦门闽西南、国信亿合发行股份购买持有的湖北晶瑞 76.0951% 股权，发行完成后公司将持有湖北晶瑞 100% 的股权，湖北晶瑞将成为公

司全资子公司。此次交易作价5.95亿元（对应湖北晶瑞76.0951%股权），发行数量约8052万股，发行价格为7.39元/股。湖北晶瑞目前主要产品包括高纯双氧水、氨水、盐酸、硝酸、异丙醇等，且都已批量对外出货，合计设计产能为18.5万吨/年。此外，湖北晶瑞正在建设高纯双氧水新产线，该产线预计于2025年6月底前完工。2024年1-10月，湖北晶瑞实现营收1.51亿元，实现净利润-1549万元。随着湖北晶瑞产品产能利用率的持续提升，以及客户导入的推动，其营收及净利润将持续提升。随着上市公司对于湖北晶瑞持股比例的提升，也将增厚上市公司归母净利润。

盈利预测、估值与评级：2024年，公司高纯化学品、光刻胶等主要产品出货量持续提升，然而由于行业竞争加剧对应产品毛利率有所下滑，叠加大额商誉减值的计提，24年公司业绩承压。然而考虑到25Q1公司毛利率及费用率的改善，以及后续公司产能的持续爬坡，我们仍认为公司业绩仍将积极向好。我们维持公司2025-2026年盈利预测，新增2027年盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润分别为1.01/1.34/1.78亿元，维持“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，产能建设进度不及预期，行业竞争加剧。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,299	1,435	1,713	2,001	2,298
营业收入增长率	-25.57%	10.44%	19.39%	16.79%	14.84%
归母净利润（百万元）	15	-180	101	134	178
归母净利润增长率	-90.93%	-1311.61%	-	32.43%	33.53%
EPS（元）	0.01	-0.17	0.10	0.13	0.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.65%	-7.15%	3.93%	4.98%	6.30%
P/E	568	-	89	67	50
P/B	3.7	3.6	3.5	3.3	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-04-25，2023年公司总股本为9.98亿股，2024年及以后公司总股本为10.60亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,299	1,435	1,713	2,001	2,298
营业成本	993	1,159	1,324	1,504	1,726
折旧和摊销	125	204	238	263	288
税金及附加	9	11	10	12	14
销售费用	28	34	38	40	46
管理费用	96	116	132	144	156
研发费用	71	99	111	122	126
财务费用	35	40	50	58	61
投资收益	4	6	10	10	10
营业利润	6	-174	123	170	224
利润总额	3	-182	115	162	216
所得税	-7	10	17	24	32
净利润	10	-191	98	138	183
少数股东损益	-5	-12	-3	4	5
归属母公司净利润	15	-180	101	134	178
EPS(元)	0.01	-0.17	0.10	0.13	0.17

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	144	261	270	380	455
净利润	15	-180	101	134	178
折旧摊销	125	204	238	263	288
净营运资金增加	-79	34	205	204	206
其他	83	202	-274	-221	-217
投资活动产生现金流	-337	-1,153	-443	-340	-340
净资本支出	-420	-462	-450	-350	-350
长期投资变化	79	74	0	0	0
其他资产变化	4	-764	7	10	10
融资活动现金流	1,100	161	211	104	34
股本变化	413	62	0	0	0
债务净变化	130	-202	309	182	122
无息负债变化	321	87	37	51	62
净现金流	907	-735	38	144	149

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	23.6%	19.2%	22.7%	24.8%	24.9%
EBITDA 率	21.3%	28.9%	21.3%	23.8%	24.2%
EBIT 率	11.5%	14.4%	7.4%	10.6%	11.7%
税前净利润率	0.2%	-12.7%	6.7%	8.1%	9.4%
归母净利润率	1.1%	-12.5%	5.9%	6.7%	7.8%
ROA	0.2%	-3.7%	1.8%	2.3%	2.9%
ROE (摊薄)	0.6%	-7.1%	3.9%	5.0%	6.3%
经营性 ROIC	15.8%	6.4%	2.9%	4.4%	5.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	32%	30%	34%	36%	37%
流动比率	3.36	5.00	3.33	3.13	3.15
速动比率	3.13	4.69	3.10	2.92	2.92
归母权益/有息债务	2.30	3.18	2.34	2.09	2.02
有形资产/有息债务	4.71	6.22	4.79	4.34	4.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,039	5,150	5,546	5,897	6,237
货币资金	1,458	819	857	1,001	1,149
交易性金融资产	38	738	778	788	798
应收账款	402	414	494	577	663
应收票据	6	1	2	2	2
其他应收款 (合计)	16	2	3	3	3
存货	162	154	177	201	231
其他流动资产	262	278	278	278	278
流动资产合计	2,356	2,421	2,605	2,869	3,147
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	79	74	74	74	74
固定资产	1,212	1,655	1,718	1,735	1,727
在建工程	752	588	651	646	642
无形资产	152	164	210	255	300
商誉	173	28	28	28	28
其他非流动资产	46	29	29	29	29
非流动资产合计	2,683	2,729	2,941	3,028	3,090
总负债	1,636	1,521	1,866	2,100	2,284
短期借款	368	100	359	441	463
应付账款	255	287	328	373	428
应付票据	0	7	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	10	10	10	10
流动负债合计	701	484	782	915	999
长期借款	88	119	169	269	369
应付债券	515	535	535	535	535
其他非流动负债	56	98	98	98	98
非流动负债合计	935	1,037	1,084	1,184	1,284
股东权益	3,404	3,629	3,679	3,797	3,953
股本	998	1,060	1,060	1,060	1,060
公积金	725	1,107	1,117	1,130	1,148
未分配利润	464	249	292	393	526
归属母公司权益	2,282	2,513	2,566	2,680	2,831
少数股东权益	1,121	1,116	1,113	1,117	1,122

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.18%	2.34%	2.20%	2.00%	2.00%
管理费用率	7.37%	8.10%	7.70%	7.20%	6.80%
财务费用率	2.72%	2.76%	2.92%	2.92%	2.65%
研发费用率	5.47%	6.91%	6.50%	6.10%	5.50%
所得税率	-246%	-5%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.03	0.05	0.02	0.03	0.03
每股经营现金流	0.14	0.25	0.25	0.36	0.43
每股净资产	2.29	2.37	2.42	2.53	2.67
每股销售收入	1.30	1.35	1.62	1.89	2.17

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	568	-	89	67	50
PB	3.7	3.6	3.5	3.3	3.2
EV/EBITDA	39.2	26.9	31.3	24.4	21.0
股息率	0.3%	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP