

688019.SH

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 183.97

板块评级：强于大市

本报告要点

- 公司业绩高增长，看好公司产品研发、验证及放量进展良好，维持买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	37.6	20.2	19.0	9.4
相对上证综指	35.2	15.4	17.8	3.4

发行股数(百万)	129.21
流通股(百万)	129.21
总市值(人民币 百万)	23,771.37
3 个月日均交易额(人民币 百万)	426.49
主要股东	
Anji Microelectronics Co., Ltd.	30.81%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

以 2025 年 5 月 9 日收市价为标准

相关研究报告

《安集科技》20241205

《安集科技》20240918

《安集科技》20240424

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子：电子化学品 II

证券分析师：余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：范琦岩

qiyan.fan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300525040001

安集科技

业绩高增长，产品市占率持续提升

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 18.35 亿元，同比+48.24%；实现归母净利润 5.34 亿元，同比+32.51%；其中 24Q4 实现营收 5.23 亿元，同比+53.90%，环比+1.52%；实现归母净利润 1.41 亿元，同比+61.58%，环比-11.03%。公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营收 5.45 亿元，同比+44.08%，环比+4.30%；实现归母净利润 1.69 亿元，同比+60.66%，环比+19.67%。公司拟向全体股东每 10 股派发 4.5 元（含税）的现金分红。看好公司产品研发、验证及放量进展良好，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2024 年及 25Q1 公司业绩高增长。2024 年公司营收及归母净利润快速增长，主要原因为公司产品持续拓展市场覆盖率，客户用量上升以及新产品、新客户导入。2024 年公司毛利率为 58.45%（同比+2.64pct），主要原因为公司产品结构多元化、部分产品线生产效率同比提升；净利率为 29.08%（同比-3.45pct）；期间费用率为 26.37%（同比-2.53pct），其中财务费用率为-1.57%（同比-0.90pct），主要系汇率变动带来的汇兑收益和存款利息收入增加所致。25Q1 公司业绩同比环比均实现增长，毛利率为 55.70%（同比-2.75pct，环比-2.48pct），净利率为 30.96%（同比+3.19pct，环比+3.98pct），主要原因为公司在营收保持稳健增长的同时，公司持续优化内部管理和提升经营效率，期间费用合计增长幅度为 22.78%，低于营业收入增长幅度，在产品结构动态变化及处于不同生命周期的产品市场定位调整带来的毛利率有所波动的情况下，净利润与扣非净利润仍保持稳健增长。
- 公司抛光液全球市占率稳步提升，新品验证稳步推进。2024 年公司抛光液收入 15.45 亿元，同比增长 43.73%；毛利率为 61.16%，同比增长 1.97pct。公司 2024 年年报显示，根据 TECHCET，2024 年全球半导体 CMP 抛光材料（包括抛光液和抛光垫，其中抛光液占比近 60%）市场规模为 34.2 亿美元，2025 年预计增长 6%至 36.2 亿美元。随着全球晶圆产能的持续增长以及先进技术节点、新材料、新工艺的应用需要更多的 CMP 工艺步骤，TEHCET 预计 2028 年全球半导体 CMP 抛光材料市场规模将达到 44 亿美元，2024-2028 年 CAGR 为 5.6%。根据 TECHCET 全球半导体抛光液市场规模测算，近三年公司抛光液全球市占率分别约为 7%/8%/11%，逐年稳步提升。根据公司 2024 年年报，2024 年公司铜及铜阻挡层抛光液产品在先进制程持续上量，使用国产研磨颗粒的产品持续量产销售；多款氮化硅抛光液的客户验证持续进行，与客户合作定制的氮化硅抛光液实现销售；使用国产研磨颗粒的氧化物抛光液逐步上量；多款钨抛光液在存储和逻辑芯片的先进制程通过验证并上量；使用自研自产的国产氧化锆磨料的抛光液产品首次应用在氧化物抛光中，突破了技术路径并量产销售，显著提高了客户良率；先进制程用浅槽隔离抛光液验证进展顺利；衬底抛光液实现定制化开发；新型硅抛光液在客户端顺利上线，性能达到国际先进水平；先进封装用 2.5D、3D TSV 抛光液、混合键合抛光液和聚合物抛光液进展顺利；海外客户合作及产品验证进展顺利。根据公司 2025 年一季报，25Q1 公司继续致力于实现抛光液全品类产品线在新技术、新应用的布局和覆盖，产品营收稳健增长。
- 公司功能性湿电子化学品快速放量，电镀液及添加剂业务进展顺利。2024 年公司功能性湿电子化学品收入 2.77 亿元，同比增长 78.91%；毛利率为 43.21%，同比增长 10.48pct。根据 2024 年年报，在功能性湿电子化学品领域，2024 年公司先进制程刻蚀后清洗液持续上量并扩大海外市场，先进制程碱性抛光后清洗液进展顺利、快速上量，TEHCET 全球半导体专用清洗液市场规模测算显示 2024 年公司清洗液全球市占率约为 4%。在电镀液及添加剂领域，2024 年公司电镀液本地化供应进展顺利，持续上量；集成电路大马士革电镀、硅通孔电镀、先进封装锡银电镀开发及验证按计划进行。根据公司 2025 年一季报，25Q1 公司专注于集成电路前道晶圆制造用及后道晶圆封装用等高端功能性湿电子化学品产品领域，产品营收同比增长显著，电镀液产品覆盖则按计划进行。

估值

- 公司产品研发、验证及放量进展良好，上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.48/9.48/11.78 亿元，每股收益分别为 5.79/7.34/9.12 元，对应 PE 分别为 31.8/25.1/20.2 倍。看好公司产品市占率稳步提升、验证稳步推进，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 产品研发推广进程受阻；宏观经济形势变化；抛光材料需求增速不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	1,238	1,835	2,377	2,973	3,593
增长率(%)	15.0	48.2	29.5	25.1	20.9
EBITDA(人民币 百万)	423	672	920	1,194	1,483
归母净利润(人民币 百万)	403	534	748	948	1,178
增长率(%)	33.6	32.5	40.1	26.8	24.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	3.12	4.13	5.79	7.34	9.12
原股本摊薄每股收益(人民币)			5.48	6.71	
调整幅度(%)			5.62	9.43	
市盈率(倍)	59.0	44.5	31.8	25.1	20.2
市净率(倍)	11.2	8.8	7.1	5.6	4.5
EV/EBITDA(倍)	36.3	25.9	24.7	18.7	14.6
每股股息(人民币)	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0
股息率(%)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 公司 2024 年财务报告摘要

(百万元)	2024 年	2023 年	同比增长 (%)
一、营业总收入	1,835.02	1,237.87	48.24
二、营业总成本	1,248.67	906.27	37.78
其中：营业成本	762.42	546.96	39.39
营业税金及附加	2.29	1.46	56.51
销售费用	61.46	48.18	27.57
管理费用	118.53	81.33	45.75
研发费用	332.77	236.61	40.64
财务费用	(28.80)	(8.27)	(248.13)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	(11.85)	8.76	(235.28)
投资收益	(5.84)	5.34	(209.35)
资产处置收益	0.00	(0.69)	100.00
资产减值损失	(36.74)	(6.41)	(472.96)
信用减值损失	(5.92)	(2.51)	(136.01)
其他收益	42.28	104.30	(59.46)
四、营业利润	568.28	440.39	29.04
加：营业外收入	0.03	0.07	(51.28)
减：营业外支出	0.68	0.04	1,777.84
五、利润总额	567.62	440.42	28.88
减：所得税	33.98	37.69	(9.84)
六、净利润	533.64	402.73	32.51
减：少数股东损益	0.00	0.00	-
七、归属母公司净利润	533.64	402.73	32.51

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2. 公司 2024 年第四季度财务报告摘要

(百万元)	2024 年第四季度	2023 年第四季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	522.78	339.68	53.90
二、营业总成本	344.77	269.67	27.85
其中：营业成本	218.63	152.15	43.69
营业税金及附加	0.70	0.45	55.01
销售费用	14.69	14.81	(0.82)
管理费用	43.45	27.87	55.90
研发费用	98.61	70.33	40.21
财务费用	(31.31)	4.06	(871.51)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	(6.44)	6.32	(201.92)
投资收益	(1.27)	(0.18)	(611.48)
资产处置收益	0.00	0.00	(100.00)
资产减值损失	(29.19)	(6.22)	(369.32)
信用减值损失	0.89	(0.72)	223.53
其他收益	8.15	17.11	(52.40)
四、营业利润	150.15	86.33	73.94
加：营业外收入	0.01	0.06	(82.64)
减：营业外支出	0.14	0.04	270.57
五、利润总额	150.03	86.35	73.74
减：所得税	8.95	(0.96)	1,036.06
六、净利润	141.08	87.31	61.58
减：少数股东损益	0.00	0.00	-
七、归属母公司净利润	141.08	87.31	61.58

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 3. 公司 2025 年第一季度财务报告摘要

(百万元)	2025 年第一季度	2024 年第一季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	545.28	378.45	44.08
二、营业总成本	363.74	261.21	39.25
其中：营业成本	241.55	157.24	53.62
营业税金及附加	0.63	0.40	56.60
销售费用	11.02	9.80	12.49
管理费用	25.46	22.80	11.68
研发费用	92.30	72.30	27.67
财务费用	(7.24)	(1.32)	(446.87)
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	(0.33)	(12.08)	97.25
投资收益	5.25	(0.40)	1,419.31
资产处置收益	0.00	0.00	-
资产减值损失	(7.99)	(0.85)	(838.93)
信用减值损失	(3.27)	(1.91)	(71.28)
其他收益	8.58	11.59	(25.99)
四、营业利润	183.78	113.59	61.79
加：营业外收入	0.00	0.01	(100.00)
减：营业外支出	0.00	0.03	(100.00)
五、利润总额	183.78	113.57	61.82
减：所得税	14.95	8.49	76.11
六、净利润	168.83	105.08	60.66
减：少数股东损益	0.00	0.00	-
七、归属母公司净利润	168.83	105.08	60.66

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,238	1,835	2,377	2,973	3,593
营业收入	1,238	1,835	2,377	2,973	3,593
营业成本	547	762	967	1,178	1,387
营业税金及附加	1	2	3	3	4
销售费用	48	61	86	104	128
管理费用	81	119	155	193	234
研发费用	237	333	428	535	647
财务费用	(8)	(29)	(16)	(16)	(24)
其他收益	104	42	73	58	66
资产减值损失	(6)	(37)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	(3)	(6)	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	(1)	0	0	0	0
公允价值变动收益	9	(12)	(5)	0	0
投资收益	5	(6)	0	(3)	(2)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	440	568	807	1,016	1,267
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	1	0
利润总额	440	568	806	1,016	1,266
所得税	38	34	59	67	88
净利润	403	534	748	948	1,178
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	403	534	748	948	1,178
EBITDA	423	672	920	1,194	1,483
EPS(最新股本摊薄, 元)	3.12	4.13	5.79	7.34	9.12

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,342	2,026	2,458	3,203	4,051
货币资金	532	898	1,177	1,634	2,318
应收账款	282	393	480	560	637
应收票据	0	0	0	0	0
存货	427	618	699	872	978
预付账款	28	62	46	79	60
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	74	56	57	57	58
非流动资产	1,261	1,426	1,539	1,733	1,942
长期投资	314	319	319	319	319
固定资产	309	512	636	856	1,058
无形资产	80	79	72	65	58
其他长期资产	558	516	512	493	508
资产合计	2,603	3,452	3,997	4,935	5,994
流动负债	193	467	349	448	453
短期借款	10	130	30	30	30
应付账款	81	143	152	189	211
其他流动负债	103	193	167	228	213
非流动负债	286	284	281	275	278
长期借款	95	114	100	100	100
其他长期负债	192	170	181	175	178
负债合计	479	751	630	723	731
股本	99	129	129	129	129
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,124	2,701	3,367	4,212	5,262
负债和股东权益合计	2,603	3,452	3,997	4,935	5,994

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	403	534	748	948	1,178
折旧摊销	108	157	197	249	303
营运资金变动	(272)	(219)	(152)	(197)	(154)
其他	98	21	(25)	(6)	(26)
经营活动现金流	336	493	768	994	1,302
资本支出	(338)	(267)	(285)	(455)	(507)
投资变动	11	0	(5)	0	0
其他	11	(85)	0	(3)	(2)
投资活动现金流	(316)	(352)	(290)	(458)	(509)
银行借款	45	140	(115)	0	0
股权融资	131	(82)	(81)	(103)	(128)
其他	0	65	(3)	25	19
筹资活动现金流	175	123	(199)	(78)	(109)
净现金流	195	265	279	458	684

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	15.0	48.2	29.5	25.1	20.9
营业利润增长率(%)	29.8	29.0	42.0	26.0	24.7
归属于母公司净利润增长率(%)	33.6	32.5	40.1	26.8	24.2
息税前利润增长率(%)	1.7	63.8	40.4	30.7	24.7
息税折旧前利润增长率(%)	10.4	59.1	36.8	29.8	24.2
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	33.6	32.5	40.1	26.8	24.2
获利能力					
息税前利润率(%)	25.4	28.1	30.4	31.8	32.8
营业利润率(%)	35.6	31.0	33.9	34.2	35.3
毛利率(%)	55.8	58.5	59.3	60.4	61.4
归母净利润率(%)	32.5	29.1	31.5	31.9	32.8
ROE(%)	19.0	19.8	22.2	22.5	22.4
ROIC(%)	17.5	22.6	28.6	32.0	35.3
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
净负债权益比	(0.1)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
流动比率	7.0	4.3	7.0	7.2	8.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.8	5.4	5.4	5.7	6.0
应付账款周转率	14.9	16.4	16.1	17.4	18.0
费用率					
销售费用率(%)	3.9	3.3	3.6	3.5	3.6
管理费用率(%)	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5
研发费用率(%)	19.1	18.1	18.0	18.0	18.0
财务费用率(%)	(0.7)	(1.6)	(0.7)	(0.5)	(0.7)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.1	4.1	5.8	7.3	9.1
每股经营现金流(最新摊薄)	2.6	3.8	5.9	7.7	10.1
每股净资产(最新摊薄)	16.4	20.9	26.1	32.6	40.7
每股股息	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	59.0	44.5	31.8	25.1	20.2
P/B(最新摊薄)	11.2	8.8	7.1	5.6	4.5
EV/EBITDA	36.3	25.9	24.7	18.7	14.6
价格/现金流(倍)	70.7	48.2	31.0	23.9	18.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371