

天承科技（688603）

PCB 化学品乘势而上，半导体新程蓄势待发

报告摘要

◆ 内资 PCB 湿电子化学品核心供应商，产品定位高端。

公司深耕 PCB 专用功能性湿电子化学品，主要产品包括化学沉铜专用化学品、电镀专用化学品、铜面处理专用化学品等，2023 年收入占比分别为 77%、12%、7%，实现了配方型电子化学品在 PCB（含封装基板）全覆盖的能力，并逐步向集成电路延展。

(1) PCB 沉铜领域：主流的水平沉铜专用化学品以安美特为主导，为国内一半以上的水平沉铜线提供电子化学品。天承科技份额仅次于安美特，并逐步形成国产替代，产品主要用于高频高速板、高阶 HDI、类载板等高端 PCB 产线。

(2) PCB 电镀领域：电镀添加剂是公司未来的重点发展方向，对于技术难度较高的不溶性阳极水平脉冲电镀产品，公司是全球除安美特外，唯一能搭配水平电镀设备提供专用化学品的厂商，打破了安美特的长期独家垄断，23 年单品毛利率高达 80% 以上。

业绩层面：公司主要产品的定价原则为成本加成，并采用包线模式销售，故而公司营业收入受包线数量及上游贵金属钯的价格影响较大，我们更关注公司销量及利润的增长。2022-2024 年，钯金价格连续大幅下滑，但公司产品销量持续增长（2024 年增长 30%），使得收入维持相对平稳。原材料跌价+产品结构升级催化公司毛利率持续上升，2024 年达到 39.9%，净利率为 19.6%。2024 年，公司实现归母净利润 0.75 亿元，2019-2024 年期间 CAGR 为 26.6%。

◆ 乘 AI 东风，产业升级与国产替代共振。

北美云厂商持续扩大资本开支，ASIC 提速、GPU 更新换代，PCB 链维持高景气，国内龙头 PCB 厂大幅扩增 HDI 及高多层板产能，胜宏科技、沪电股份、景旺电子近 2 年的机器设备价值分别增长 30%、26%、17%。公司主要客户包括胜宏科技、景旺电子、方正科技、生益电子、深南电路

投资评级

买入

首次评级

2025 年 07 月 09 日

收盘价(元):

44.18

公司基本数据

总股本(百万股)	124.72
总市值(百万)	5,366.90
流通股本(百万股)	45.85
流通市值(百万)	1,972.99
12 月最高/最低价(元)	56.81/35.84
资产负债率(%)	9.34
每股净资产(元)	13.60
市盈率(TTM)	70.89
市净率(PB)	4.80
净资产收益率(%)	1.66

股价走势图



作者

刘一楠 分析师
SAC 执业证书: S0640524100002
邮箱: liuyn@avicsec.com
刘牧野 分析师
SAC 执业证书: S0640522040001
邮箱: liumy@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

等，且产品定位高端，间接受益于高端 PCB 的建设需求。公司在泰国建设生产基地，有望随客户开线扩产而上量。

此外，国内 PCB 产业结构升级，深南电路、兴森科技等内资厂扩建 IC 载板，PCB 专用化学品量价齐升。在高端 ABF 载板中，功能性湿电子化学品成本占比约为 10%~12%，是传统 PCB 的两倍以上，其中 70%~80% 是沉铜与电镀专用化学品。公司产品从高端 PCB 扩展至 FC-CSP/BGA 封装载板，目前已在国内多家知名封装基板厂家的 FCBGA 和 CSP 产线上线沉铜、电镀等湿化学品。

◆ 卡位先进封装布局未来，打造平台型半导体核心材料供应商。

公司引入韩博士团队（曾任职于陶氏、杜邦及华为 2012 实验室），设立半导体事业部，致力于将公司产品拓展至半导体先进封装甚至晶圆级电镀领域。公司围绕 2.5D/3D 封装、扇外型封装、玻璃基板等领域积极研发，目前已完成 TSV、RDL、Bumping 电镀铜和玻璃基板通孔 TGV 金属化等工艺所需电镀液产品的研发和技术储备，得到知名封装厂的认可。其中，公司 TSV 电镀液可对标国际品牌，目前正全力为头部客户提供技术领先的解决方案。公司同步研发大马士革工艺、混合键合工艺等相关添加剂产品和应用技术，目前正努力推广中。公司将总部迁至上海，并与张江集团下属爱浦迈科技的旗下基金合资设立上海天承微电子，承诺帮助上海天承实现 1-2 家头部客户的量产突破。

◆ 投资建议：

公司是国内高端 PCB 专用化学品的核心供应商，主业基本面扎实，受益于北美 AI 链条的高景气。公司持续完善高端产品矩阵，IC 载板电子化学品放量在即；进军半导体先进封装电镀液，前瞻布局 TGV 产品，打开第二增长曲线。我们看好高端化、国产化及内资出海扩产的趋势下，公司产品替换外资产线，以及公司半导体业务上线放量带来的戴维斯双击。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入为 5.11、6.91、8.75 亿元，同比增长 34.3%、35.2%、26.5%；归母净利润 0.99、1.50、2.20 亿元，同比增长 32.4%、51.4%、46.9%，对应当前（2025 年 7 月 9 日）收盘价的 PE 分别为 56、37、25 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示：

原材料价格波动导致收入波动的风险、产品验证导入不及预期、市场竞争加剧的风险。

◆ 分业务拆分:

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总营业收入	338.9	380.7	511.3	691.4	874.5
yoy	-9.5%	12.3%	34.3%	35.2%	26.5%
毛利率	35.7%	39.9%	40.4%	41.3%	44.5%
沉铜电镀专用化学品	302.8	336.8	463.1	640.3	820.3
yoy	-8.9%	11.2%	37.5%	38.3%	28.1%
毛利率	32.8%	37.0%	38.3%	39.9%	43.5%
铜面处理专用化学品	22.3	28.3	31.2	33.6	36.2
yoy	-4.5%	27.1%	10.0%	7.8%	7.8%
毛利率	57.7%	60.1%	60.0%	58.0%	58.0%
其他	13.1	14.9	16.1	16.6	17.0
yoy	-27.8%	14.2%	8.0%	2.9%	2.9%
毛利率	63.7%	62.6%	62.0%	60.0%	60.0%
其他业务	0.8	0.7	1.0	1.0	1.0
yoy	48.6%	-14.3%	49.8%	0.0%	0.0%
毛利率	84.8%	95.9%	95.0%	95.0%	95.0%

资料来源: ifind, 中航证券研究所

◆ 盈利预测:

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	338.93	380.67	511.32	691.41	874.50
增长率 (%)	-9.47	12.32	34.32	35.22	26.48
归母净利润 (百万元)	58.57	74.68	98.86	149.66	219.85
增长率 (%)	7.20	27.50	32.38	51.39	46.90
毛利率 (%)	35.70	39.85	40.45	41.33	44.48
每股收益 (元)	0.47	0.60	0.79	1.20	1.76
市盈率 PE	94.08	73.79	55.74	36.82	25.06
市净率 PB	5.02	4.91	4.64	4.28	3.84
净资产收益率 ROE (%)	5.34	6.66	8.32	11.63	15.33

资料来源: ifind, 中航证券研究所

图1 财务报表与财务指标（百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	241	177	272	248	276	营业收入	339	381	511	691	875
应收票据及账款	194	198	226	268	291	营业成本	218	229	305	406	486
预付账款	1	54	27	36	46	税金及附加	2	2	2	3	4
其他应收款	1	1	1	2	3	销售费用	18	25	33	41	48
存货	34	40	51	68	81	管理费用	20	28	31	38	44
其他流动资产	584	648	503	556	614	研发费用	22	28	36	41	52
流动资产总计	1055	1117	1080	1178	1311	财务费用	-3	-2	1	1	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-0	-0	-0	-0	-0
固定资产	46	55	105	170	191	信用减值损失	-1	-0	-1	-1	-1
在建工程	6	13	75	35	32	其他经营损益	0	-0	0	0	0
无形资产	37	18	19	25	34	投资收益	2	2	2	2	2
长期待摊费用	11	26	13	0	0	公允价值变动损益	2	10	4	5	7
其他非流动资产	16	13	18	21	23	资产处置收益	0	0	0	0	0
非流动资产合计	115	125	230	251	280	其他收益	3	4	5	5	6
资产总计	1171	1243	1310	1429	1591	营业利润	68	87	114	172	253
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收入	0	0	0	0	0
应付票据及账款	16	25	24	32	39	营业外支出	0	0	0	0	0
其他流动负债	26	61	50	67	81	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	41	87	74	99	120	利润总额	68	87	114	172	253
长期借款	27	23	37	32	27	所得税	9	12	15	23	33
其他非流动负债	5	11	11	11	11	净利润	59	75	99	150	220
非流动负债合计	32	34	48	42	37	少数股东损益	0	0	0	0	0
负债合计	74	121	123	141	157	归属母公司净利润	59	75	99	150	220
股本	58	84	125	125	125	EBITDA	75	98	147	219	296
资本公积	840	821	780	780	780	NOPLAT	53	62	96	146	215
留存收益	199	217	283	382	529	EPS (元)	0.5	0.6	0.8	1.2	1.8
归属母公司权益	1097	1122	1188	1287	1434	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益合计	1097	1122	1188	1287	1434	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债和股东权益合计	1171	1243	1310	1429	1591	成长能力					
现金流量表						营收增长率	-9.5%	12.3%	34.3%	35.2%	26.5%
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营业利润增长率	9.9%	28.5%	30.6%	51.3%	46.9%
税后经营利润	59	75	90	139	207	EBIT 增长率	2.3%	31.1%	34.9%	51.1%	46.5%
折旧与摊销	10	13	33	46	42	EBITDA 增长率	2.6%	31.4%	50.3%	48.4%	35.1%
财务费用	-3	-2	1	1	0	归母净利润增长率	7.2%	27.5%	32.4%	51.4%	46.9%
投资损失	-2	-2	-2	-2	-2	经营现金流增长率	-14.4%	14.4%	41.6%	41.4%	58.6%
营运资金变动	-9	-13	-27	-48	-30	盈利能力					
其他经营现金流	7	1	7	7	8	毛利率	35.7%	39.9%	40.4%	41.3%	44.5%
经营性现金净流量	62	71	101	142	226	净利率	17.3%	19.6%	19.3%	21.6%	25.1%
资本支出	10	36	138	66	71	营业利润率	20.0%	22.9%	22.3%	24.9%	28.9%
长期投资	-575	-61	0	0	0	ROE	5.3%	6.7%	8.3%	11.6%	15.3%
其他投资现金流	-3	32	152	-43	-47	ROA	5.0%	6.0%	7.5%	10.5%	13.8%
投资性现金净流量	-588	-65	14	-110	-119	ROIC	16.0%	18.2%	26.1%	28.4%	35.8%
短期借款	0	0	0	0	0	估值倍数					
长期借款	4	-4	14	-6	-5	P/E	94.1	73.8	55.7	36.8	25.1
普通股增加	15	26	41	0	0	P/S	16.3	14.5	10.8	8.0	6.3
资本公积增加	697	-19	-41	0	0	P/B	5.0	4.9	4.6	4.3	3.8
其他筹资现金流	-7	-73	-34	-51	-74	股息率	0.4%	0.5%	0.6%	0.9%	1.3%
筹资性现金净流量	708	-70	-20	-56	-79	EV/EBIT	55.7	106.4	42.3	27.9	18.8
现金流量净额	183	-64	95	-24	28	EV/EBITDA	48.3	92.0	32.8	22.0	16.1
						EV/NOPLAT	68.2	145.7	50.3	33.1	22.1

资料来源：ifind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

首席: 赵晓琨 十六年消费电子及通讯行业工作经验, 曾在华为、阿里巴巴、摩托罗拉、富士康等多家国际级头部品牌终端企业, 负责过研发、工程、供应链采购等多岗位工作。曾任职华为终端半导体芯片采购总监, 阿里巴巴人工智能实验室供应链采购总监。长期专注于三大方向: 1、半导体及硬科技; 2、智慧汽车及机器人; 3、大势所趋的新能源。

分析师: 刘牧野 约翰霍普金斯大学机械系硕士, 2022 年 1 月加入中航证券。拥有高端制造、硬科技领域的投研经验, 从事科技、电子行业研究。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637