

002409.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 58.64

板块评级：强于大市

本报告要点

- 25H1 公司营收稳健增长，看好公司电子材料业务持续开拓，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	5.4	6.1	11.2	15.2
相对深圳成指	(23.3)	(8.9)	(15.5)	(44.9)

发行股数(百万)	475.93
流通股(百万)	318.52
总市值(人民币 百万)	27,908.40
3个月日均交易额(人民币 百万)	561.19
主要股东	
沈琦	22%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 9 月 11 日收市价为标准

相关研究报告

《雅克科技》20250520

《雅克科技》20241115

《雅克科技》20240906

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：半导体

证券分析师：余嫒嫒

(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

雅克科技

江苏先科逐渐放量，成都硅微粉产线投产

公司发布 2025 年中报，25H1 实现营收 42.93 亿元，同比+31.82%；实现归母净利润 5.23 亿元，同比+0.63%。其中 25Q2 实现营收 21.75 亿元，同比+32.76%，环比+2.71%；实现归母净利润 2.63 亿元，同比-4.06%，环比+0.86%。公司 2025 年中期利润分配方案为每 10 股派发现金红利人民币 3.2 元（含税）。看好公司电子材料业务持续开拓，维持**买入**评级。

支撑评级的要点

- 公司营收稳健增长，汇兑损失及研发费用同比增加较多。25H1 公司营收同比增长主要原因为 LNG 及电子材料板块收入增加，归母净利润同比增幅低于营收同比增幅，主要原因包括：1) 25H1 因美元兑人民币和美元兑韩元的汇率波动，导致集团合计产生汇兑损失 1,884.48 万元，24H1 合计汇兑收益 3,804.97 万元，同比产生 5,689.45 万元的汇兑损益差异；2) 因集团持续加大电子材料和 LNG 复合材料等业务的新技术和新产品研发投入，研发费用同比增长 46.88%，同比增长 4,859.13 万元。25H1 公司毛利率为 31.82%（同比-2.34pct），净利率为 13.29%（同比-3.00pct），期间费用率为 14.95%（同比+2.32pct），其中财务费用率为 1.92%（同比+2.51pct），主要原因为利息支出及汇率波动导致汇兑损失增加。25Q2 公司毛利率为 35.06%（同比-2.72pct，环比+6.56pct），净利率为 13.91%（同比-3.18pct，环比+1.27pct）。
- 公司半导体化学材料、光刻胶及配套试剂合计营收同比增长。25H1 公司电子材料板块实现营收 25.73 亿元（同比+15.37%），毛利率为 32.71%（同比-5.23pct），其中半导体化学材料、光刻胶及配套试剂合计实现营收 21.13 亿元（同比+18.98%）。1) 前驱体：25H1 公司前驱体材料收入同比增长超过 30%。25H1 子公司韩国先科实现营收 8.72 亿元（同比-8.02%），净利润 1.57 亿元（同比-49.01%），主要系 25H1 汇兑损失增加和人民币折算等原因所致；子公司江苏先科实现营收 5.55 亿元（同比+234.44%），净利润亏损 0.31 亿元（同比-191.62%），主要原因为 25H1 江苏先科前驱体产品陆续通过国内客户端测试验证，产线转入批量试生产。根据 2025 年中报，25H1 公司已构建中韩双研发部门，不断开发芯片先进制程薄膜沉积工艺和人工智能先进封装复杂芯片组所需的各种前驱体材料，此外公司积极布局前驱体金属原材料国产化。25H1 子公司雅克南通实现营收 1.31 亿元（同比+23.18%），净利润 921.34 万元（同比+145.32%）。2) 光刻胶及配套试剂：25H1 子公司 EMTIER 实现营收 6.61 亿元（同比-18.81%），净利润 0.30 亿元（同比-64.31%），主要系汇兑损失、研发费用增长和人民币折算所致。公司是国内显示光刻胶行业内领先供应商，拥有红绿蓝彩色光刻胶、TFT-PR 光刻胶和 OC/PS 封装透明光刻胶等品类，并陆续开发出彩色光刻胶关键原材料色浆和树脂等，正积极推进验证测试，客户包括京东方、LG 显示、华星光电、惠科和深天马等，此外公司研发的印刷 OLED 彩色打印墨水已开始在主流显示厂商小规模产线上验证测试。
- 特高压、半导体等领域含氟电子特气需求持续增长，成都硅微粉产线投产。1) 电子特气：25H1 公司电子特气实现营收 1.96 亿元（同比-4.11%），毛利率为 28.51%（同比-4.36pct）。25H1 子公司成都科美特实现营收 2.25 亿元（同比-7.93%），净利润 0.36 亿元（同比-18.02%），主要原因为政府市场需求减少，产量受限后主营收入和净利润下跌。根据 2025 年中报，雅下水电站建设有望带动高压和特高压输变电设备、线缆和相应绝缘气体需求。为满足国内外市场在高压特高压输变电领域和半导体芯片蚀刻气等持续增长的需求，公司成立内蒙古科美特电子材料科技有限公司，利用内蒙古资源优势提高含氟电子特气产量、降低生产成本。2) 硅微粉：25H1 公司硅微粉实现营收 1.28 亿元（同比+10.76%），毛利率为 15.15%（同比+7.03pct）。根据 2025 年中报，25H1 华飞电子“年产 3.9 万吨半导体核心材料项目”原材料产线建设完成，成都“年产 2.4 万吨电子材料项目”部分产线转入试生产，开始为华飞电子批量供应半成品球形硅微粉，有利于华飞电子进一步降低生产成本、提升市场竞争力。
- LNG 保温绝热板材业绩保持增长。25H1 公司 LNG 保温绝热板材实现营收 11.65 亿元（同比+62.34%），毛利率为 25.33%（同比-4.41pct）。根据 2025 年中报，25H1 公司按计划为沪东中华、江南造船、大连造船、招商海门和扬子江船业建造的 20 余艘大型 LNG 运输船和燃料舱提供保温绝热板材，由公司提供板材的全球首艘 MARKIII/FLEX 型大型 LNG 运输船顺利交付并投入使用。25H1 公司完成了基于第四代绿色环保型发泡 HFO 的增强型聚氨酯泡沫材料和设计蒸发率为 0.07%的 MARKIII/FLEX+聚氨酯模块的 GTT 认证。公司 RSB、FSB 次屏蔽层材料在试用过程中表现良好，赢得客户初步认可。

估值

- 公司持续深耕电子材料和 LNG 保温绝热板材，维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 11.83/15.36/19.40 亿元，每股收益分别为 2.49/3.23/4.08 元，对应 PE 分别为 23.6/18.2/14.4 倍。看好公司电子材料业务持续开拓，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 研发进度不及预期，半导体行情波动，汇率大幅波动风险。

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)	4,738	6,862	9,088	10,844	12,815
增长率(%)	11.2	44.8	32.4	19.3	18.2
EBITDA(人民币 百万)	937	1,389	1,819	2,308	2,897
归母净利润(人民币 百万)	579	872	1,183	1,536	1,940
增长率(%)	10.5	50.4	35.8	29.8	26.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.22	1.83	2.49	3.23	4.08
市盈率(倍)	48.2	32.0	23.6	18.2	14.4
市净率(倍)	4.0	3.9	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA(倍)	26.5	20.3	15.0	11.7	9.0
每股股息(人民币)	0.4	0.6	0.8	1.0	1.3
股息率(%)	0.6	1.0	1.3	1.7	2.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 公司 2025 年上半年财务报告摘要

(百万元)	2025 年上半年	2024 年上半年	同比增长 (%)
一、营业总收入	4,293.00	3,256.61	31.82
二、营业总成本	3,582.21	2,564.59	39.68
其中：营业成本	2,926.86	2,144.17	36.50
营业税金及附加	13.36	8.97	48.95
销售费用	164.20	137.04	19.82
管理费用	243.20	190.06	27.96
研发费用	152.24	103.64	46.88
财务费用	82.35	(19.30)	-
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	12.23	(13.16)	-
投资收益	(2.97)	0.00	-
资产处置收益	(1.09)	(0.04)	-
资产减值损失	(20.67)	(0.21)	-
信用减值损失	(2.55)	(13.34)	-
其他收益	4.88	6.46	(24.42)
四、营业利润	700.62	671.74	4.30
加：营业外收入	4.94	3.57	38.31
减：营业外支出	15.05	5.36	180.90
五、利润总额	690.51	669.95	3.07
减：所得税	120.08	139.63	(14.00)
六、净利润	570.43	530.32	7.56
减：少数股东损益	47.64	10.78	341.82
七、归属母公司净利润	522.79	519.54	0.63

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 2. 公司 2025 年第二季度财务报告摘要

(百万元)	2025 年第二季度	2024 年第二季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	2,175.16	1,638.41	32.76
二、营业总成本	1,778.87	1,252.35	42.04
其中：营业成本	1,412.60	1,019.48	38.56
营业税金及附加	8.07	4.75	69.71
销售费用	78.41	86.67	(9.53)
管理费用	132.85	96.76	37.30
研发费用	83.56	49.19	69.89
财务费用	63.38	(4.49)	-
三、其他经营收益			
公允价值变动收益	10.52	(19.96)	-
投资收益	(5.45)	0.00	-
资产处置收益	(0.86)	(0.07)	-
资产减值损失	(15.50)	0.00	-
信用减值损失	(1.02)	(6.47)	-
其他收益	2.05	2.92	(29.90)
四、营业利润	386.02	362.49	6.49
加：营业外收入	0.45	2.86	(84.12)
减：营业外支出	13.77	1.57	774.05
五、利润总额	372.71	363.77	2.46
减：所得税	70.10	83.82	(16.37)
六、净利润	302.61	279.95	8.09
减：少数股东损益	40.09	6.31	535.06
七、归属母公司净利润	262.52	273.64	(4.06)

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	4,738	6,862	9,088	10,844	12,815
营业收入	4,738	6,862	9,088	10,844	12,815
营业成本	3,254	4,695	6,266	7,382	8,629
营业税金及附加	18	27	35	40	46
销售费用	154	290	364	403	449
管理费用	409	501	659	781	897
研发费用	190	249	318	369	410
财务费用	(23)	(24)	(6)	(10)	(15)
其他收益	45	21	33	27	30
资产减值损失	(10)	(12)	(5)	(5)	(5)
信用减值损失	(13)	(30)	(25)	(15)	(15)
资产处置收益	6	(3)	1	(1)	0
公允价值变动收益	(44)	(26)	(20)	(15)	(10)
投资收益	39	(12)	20	20	20
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	758	1,063	1,457	1,891	2,419
营业外收入	1	5	3	4	4
营业外支出	20	17	18	18	18
利润总额	739	1,052	1,441	1,877	2,404
所得税	139	210	281	357	445
净利润	600	842	1,160	1,521	1,960
少数股东损益	21	(30)	(23)	(15)	20
归母净利润	579	872	1,183	1,536	1,940
EBITDA	937	1,389	1,819	2,308	2,897
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.22	1.83	2.49	3.23	4.08

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	5,672	5,937	7,168	8,219	9,800
现金及等价物	2,045	1,429	1,818	2,169	2,563
应收账款	1,165	1,135	1,390	1,743	2,173
应收票据	35	27	48	49	65
存货	1,657	2,217	2,831	3,034	3,726
预付账款	197	349	364	456	479
合同资产	32	57	61	76	82
其他流动资产	541	722	656	693	713
非流动资产	6,942	8,860	8,945	9,004	9,121
长期投资	161	227	227	227	227
固定资产	1,770	4,257	4,525	4,592	4,795
无形资产	395	431	457	470	475
其他长期资产	4,617	3,946	3,737	3,715	3,625
资产合计	12,614	14,797	16,113	17,223	18,921
流动负债	3,338	4,515	5,670	5,632	5,993
短期借款	1,482	2,376	2,694	2,637	2,117
应付账款	575	845	1,000	1,133	1,312
其他流动负债	1,281	1,294	1,977	1,862	2,563
非流动负债	610	1,238	614	727	720
长期借款	423	997	400	500	500
其他长期负债	187	240	214	227	220
负债合计	3,948	5,753	6,284	6,359	6,713
股本	476	476	476	476	476
少数股东权益	1,758	1,840	1,817	1,802	1,822
归属母公司股东权益	6,908	7,203	8,012	9,061	10,387
负债和股东权益合计	12,614	14,797	16,113	17,223	18,921

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	600	842	1,160	1,521	1,960
折旧摊销	247	330	403	459	534
营运资金变动	(525)	(626)	(7)	(681)	(307)
其它	267	58	44	(40)	(12)
经营活动现金流	589	604	1,600	1,259	2,174
资本支出	(1,527)	(1,757)	(575)	(474)	(673)
投资变动	(104)	(62)	(20)	(15)	(10)
其他	(294)	(317)	21	19	20
投资活动产生的现金流	(1,925)	(2,135)	(574)	(470)	(663)
银行借款	843	1,468	(280)	44	(520)
股权融资	(164)	(599)	(375)	(486)	(614)
其他	26	5	16	5	17
筹资活动现金流	705	874	(639)	(438)	(1,118)
净现金流	(631)	(657)	388	351	394

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(%)	11.2	44.8	32.4	19.3	18.2
营业利润增长率(%)	15.9	40.2	37.0	29.8	27.9
归属于母公司净利润增长率(%)	10.5	50.4	35.8	29.8	26.3
息税前利润增长(%)	7.3	53.4	33.7	30.6	27.8
息税折旧前利润增长(%)	12.5	48.2	31.0	26.9	25.5
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	10.5	50.4	35.8	29.8	26.3
获利能力					
息税前利润率(%)	14.6	15.4	15.6	17.1	18.4
营业利润率(%)	16.0	15.5	16.0	17.4	18.9
毛利率(%)	31.3	31.6	31.0	31.9	32.7
归母净利润率(%)	12.2	12.7	13.0	14.2	15.1
ROE(%)	8.4	12.1	14.8	16.9	18.7
ROIC(%)	8.0	8.8	12.3	14.9	18.4
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0
流动比率	1.7	1.3	1.3	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.8	6.0	7.2	6.9	6.5
应付账款周转率	10.2	9.7	9.9	10.2	10.5
费用率					
销售费用率(%)	3.2	4.2	4.0	3.7	3.5
管理费用率(%)	8.6	7.3	7.3	7.2	7.0
研发费用率(%)	4.0	3.6	3.5	3.4	3.2
财务费用率(%)	(0.5)	(0.3)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.2	1.8	2.5	3.2	4.1
每股经营现金流(最新摊薄)	1.2	1.3	3.4	2.6	4.6
每股净资产(最新摊薄)	14.5	15.1	16.8	19.0	21.8
每股股息	0.4	0.6	0.8	1.0	1.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	48.2	32.0	23.6	18.2	14.4
P/B(最新摊薄)	4.0	3.9	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	26.5	20.3	15.0	11.7	9.0
价格/现金流(倍)	47.4	46.2	17.4	22.2	12.8

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。

本报告期内含保密信息，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