

天承科技(688603)

报告日期: 2025 年 10 月 30 日

HDI 业务迎爆发良机，半导体业务前景可期

——天承科技三季度报点评

投资要点

□ **事件:** 2025 年前三季度, 公司实现营业收入 3.34 亿元, 同比增长 22.29%, 归母净利润 6000.92 万元, 同比增长 4.97%, 扣非归母净利润 5219.52 万元, 同比增长 6.56%, 其中第三季度, 公司实现营业收入 1.21 亿元, 同比增长 20.44%, 归母净利润 2327.56 万元, 同比增长 13.47%, 扣非归母净利润 2045.49 万元, 同比增长 11.75%。

□ **PCB 业务稳健成长, HDI 需求爆发有望带动电镀添加剂需求提升**

2023H2-2024H1 期间, 在下游 PCB 市场景气度极度低迷的情况下, 公司通过新客户拓展以及老客户份额的提升, 平滑了行业景气度对公司业绩影响, 而这亦是 2024H2 以来至今, PCB 景气度快速复苏背景下, 公司表现成长速度看着“相对一般”的原因。展望未来, AI 服务器领域 HDI 的需求正迎来爆发, 而生产 HDI 所需的“水平电镀添加剂”, 公司是全球为数不多具备配方和供给能力的企业, 竞争对手主要为安美特, 过去国内 PCB 企业主要占据高多层市场, HDI 市场更多被日、韩、台资企业垄断, 而随着胜宏、超毅、方正、兴森等内资企业在 HDI 市场份额的不断提升, 公司国产替代的速度有望迎来加速。

□ **半导体业务蓄势待发, 进阶成长渐行渐近**

在半导体领域, 公司已完成硅通孔电镀铜、再布线层电镀铜、凸点电镀铜/镍/锡银和玻璃基板通孔 TGV 金属化等工艺所需电镀液产品的研发和技术储备, 适用于先进封装领域的产品已得到知名封装厂的肯定, 性能达到国际先进水平, 玻璃基板通孔金属化技术已获得产业链的广泛认可, 与顶级 OEM 企业建立深度合作。公司当下正在同步研发和推广大马士革工艺、混合键合工艺等相关添加剂产品和应用技术。

从 PCB 到载板、半导体封装、晶圆制造领域, 对配方型材料而言不仅仅是纯度需求的提升, 而是技术维度的升级, 是较难跨越的鸿沟, 公司落地上海后, 正加速转型成为一家集成电路领域核心材料研发、销售的平台型上市公司, 为国内集成电路的补链强链提供全力支持。公司 9 月份公告拟出资不超过 5000 万参与认购上海君华孚创电子材料产业发展私募投资基金合伙企业基金份额, 其他拟参与认购方包括上海国投先导, 上海国投先导成立于 2024 年 5 月, 资产管理规模超过 900 亿, 重点投向包括但不限于集成电路设计、制造和封测、装备材料和零部件等集成电路相关领域, 为“上海三大先导产业母基金”之一。公司与国投先导同时参与认购, 是融入上海集成电路产业的重要一步, 半导体业务未来前景值得期待。

□ **PCB 为基石, 半导体静待放量, 双轮驱动弹性可观**

半导体材料的替代过程是较为漫长的, 产品性能验证通过并不意味着即时订单的获取, 对于天承科技而言, 当下 PCB 材料业务已经可以贡献稳定的收入、利润和现金流, 公司在布局先进封装和晶圆制造业务时, 并无后顾之忧。而一旦半导体材料订单进入放量阶段, 公司的成长有望进入双轮驱动阶段, 弹性相当可观。

□ **投资建议:** 公司先进封装电镀添加剂已经于 2024 年获得国内知名封测客户的肯定, 考虑到放量的时间周期, 预计公司 2025-2027 年的净利润分别为 0.95 亿、1.62 亿和 2.65 亿元, 当前股价对应 PE 108.92、64.28 和 39.27 倍, 维持买入评级。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王凌涛

执业证书号: S1230523120008

wanglingtao@stocke.com.cn

分析师: 沈钱

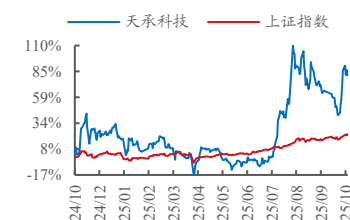
执业证书号: S1230524020001

shenqian01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 83.36
总市值(百万元)	10,397.04
总股本(百万股)	124.72

股票走势图



相关报告

- 1 《PCB 业务定成长基调, 半导体业务拓进阶空间》 2025.04.30
- 2 《PCB 业务根基稳固, 半导体业务蓄势待发》 2024.10.30
- 3 《半导体业务收获期渐行渐近, 第二成长曲线蔚然成型》 2024.09.01

□ 风险提示: 1、高端 PCB 材料国产替代进展放缓; 2、先进封装电镀添加剂放量周期延后。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	380.67	474.40	655.28	939.34
(+/-) (%)	12.32%	24.62%	38.13%	43.35%
归母净利润	74.68	95.45	161.74	264.71
(+/-) (%)	27.51%	27.82%	69.44%	63.67%
每股收益(元)	0.60	0.77	1.30	2.12
P/E	139.21	108.92	64.28	39.27

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,117	1,253	1,427	1,696
现金	177	457	576	779
交易性金融资产	639	520	489	423
应收账款	173	192	259	366
其它应收款	1	2	3	4
预付账款	54	4	5	6
存货	40	52	66	86
其他	34	27	29	32
非流动资产	125	131	137	151
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	30	37	43	50
无形资产	18	23	17	11
在建工程	13	11	9	7
其他	64	61	68	83
资产总计	1,243	1,384	1,564	1,847
流动负债	87	59	70	85
短期借款	0	0	0	0
应付款项	25	28	34	44
预收账款	0	0	0	0
其他	61	31	36	41
非流动负债	34	29	37	40
长期借款	0	0	0	0
其他	34	29	37	40
负债合计	121	88	107	125
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1,122	1,296	1,458	1,722
负债和股东权益	1,243	1,384	1,564	1,847

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	71	88	81	128
净利润	75	95	162	265
折旧摊销	8	5	6	7
财务费用	(2)	(4)	(7)	(10)
投资损失	(2)	(6)	(4)	(4)
营运资金变动	(6)	4	(62)	(99)
其它	0	(7)	(13)	(31)
投资活动现金流	(65)	111	30	65
资本支出	(21)	(6)	(7)	(9)
长期投资	0	0	0	0
其他	(44)	117	37	73
筹资活动现金流	(70)	82	7	11
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(70)	82	7	11
现金净增加额	(64)	281	119	203

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	381	474	655	939
营业成本	229	285	363	469
营业税金及附加	2	2	3	5
营业费用	25	22	33	47
管理费用	28	38	33	50
研发费用	28	38	52	80
财务费用	(2)	(4)	(7)	(10)
资产减值损失	1	2	1	1
公允价值变动损益	10	0	0	0
投资净收益	2	6	4	4
其他经营收益	4	1	1	1
营业利润	87	99	182	303
营业外收支	0	12	7	7
利润总额	87	111	189	310
所得税	12	16	27	45
净利润	75	95	162	265
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	75	95	162	265
EBITDA	92	112	188	306
EPS (最新摊薄)	0.60	0.77	1.30	2.12

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	12.32%	24.62%	38.13%	43.35%
营业利润	28.46%	13.70%	83.85%	66.08%
归属母公司净利润	27.51%	27.82%	69.44%	63.67%
获利能力				
毛利率	39.85%	39.91%	44.68%	50.07%
净利率	19.62%	20.12%	24.68%	28.18%
ROE	6.73%	7.90%	11.75%	16.65%
ROIC	6.30%	6.91%	10.40%	14.53%
偿债能力				
资产负债率	9.72%	6.37%	6.83%	6.77%
净负债比率	4.13%	4.82%	4.08%	4.25%
流动比率	12.91	21.07	20.37	19.93
速动比率	12.45	20.20	19.42	18.92
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.36	0.44	0.55
应收账款周转率	2.55	2.89	3.09	3.14
应付账款周转率	11.17	10.58	11.66	12.11
每股指标(元)				
每股收益	0.60	0.77	1.30	2.12
每股经营现金	0.57	0.70	0.65	1.02
每股净资产	13.36	10.39	11.69	13.81
估值比率				
P/E	139.21	108.92	64.28	39.27
P/B	6.24	8.02	7.13	6.04
EV/EBITDA	64.75	84.64	49.94	30.14

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>