

佳先股份 (920489.BJ)

2025 年 11 月 01 日

投资评级：增持（维持）

二期光刻胶原料项目建设加速，聚焦高端电子材料领域打开第二增长曲线

——北交所信息更新

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2025/10/31
当前股价(元)	20.80
一年最高最低(元)	39.90/15.70
总市值(亿元)	28.38
流通市值(亿元)	17.80
总股本(亿股)	1.36
流通股本(亿股)	0.86
近 3 个月换手率(%)	411.81

北交所研究团队

● 2025Q1-3 营收 4.09 亿元 (-10.88%)，归母净利润 424.51 万元 (-77.58%)

2025 年前三季度公司营业收入 4.09 亿元，同比减少 10.88%；归母净利润 424.51 万元，同比减少 77.58%。受下游市场竞争加剧影响，我们下调 2025 年盈利预测，维持 2026-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 0.14（原 0.26）/0.39/0.60 亿元。EPS 分别为 0.10/0.29/0.44 元，当前股价对应 P/E 分别为 200.0/72.8/47.4 倍，我们看好公司进一步收购英特美股权实现并表，积极布局光刻胶等高端电子材料，维持“增持”评级。

● 全球光刻胶市场呈现海外企业高度垄断格局，未来国产替代发展空间广阔

全球光刻胶市场呈现高度垄断格局（尤其是高端领域），主要集中在日本和美国，中国光刻胶产业整体仍处于追赶阶段，尤其是高端光刻胶国产化率很低，主要受制于光刻胶配方复杂、技术壁垒高、认证周期长，以及上游的树脂、光敏剂、单体等原材料依赖进口等。《国家集成电路产业投资基金三期规划》明确将光刻胶等半导体材料列为重点投资领域，计划投入超过 500 亿元支持关键材料研发及产业化。科技部“十四五”新材料专项提出，到 2025 年实现 KrF/ArF 光刻胶国产化率提升至 10%，并布局 EUV 光刻胶预研，设立专项经费超过 20 亿元。

● 二期光刻胶原料项目建设加速，聚焦高端电子材料领域打开第二增长曲线

2025H1 子公司英特美拟新建年产 1000 吨电子材料中间体项目（二期项目），项目产品系光刻胶原料，是合成苯乙烯类光刻胶单体的关键原料，项目预计总投资约 8000 万元，项目建设周期 12 个月，预计可实现年均销售收入约 1.9 亿元，净利润约 4900 万元。二期项目产品为光刻胶用取代苯乙烯系列产品，与一期同属光刻胶单体，主要应用于半导体光刻胶树脂。技术难度上，二期项目因产品工艺不同，难度高于一期。除了二期新建项目外，英特美公司正在开展一期项目技改扩产事宜，拟通过技改增加 300 吨/年防紫外系列产品，扩产完成后，英特美一期项目产能将达到 1000 吨/年，一期项目、二期项目全部达产后，预计总产能将达 2000 吨。

● 风险提示：新产品产能释放不及预期风险、竞争加剧风险、原材料波动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	536	575	594	952	1,228
YOY(%)	-5.5	7.3	3.3	60.3	29.0
归母净利润(百万元)	20	12	14	39	60
YOY(%)	-66.2	-42.4	20.9	174.6	53.6
毛利率(%)	14.3	11.4	12.2	14.2	15.1
净利率(%)	3.8	2.0	2.4	4.1	4.9
ROE(%)	3.8	2.0	2.6	6.9	9.9
EPS(摊薄/元)	0.15	0.09	0.10	0.29	0.44
P/E(倍)	139.3	241.8	200.0	72.8	47.4
P/B(倍)	5.5	5.7	5.9	5.7	5.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

相关研究报告

《英特美增资扩股拟新建年产 1000 吨光刻胶原料，2025H1 一期投产实现销售——北交所信息更新》-2025.9.1

《公司完成收购英特美实现并表，多个新建项目投产加速——北交所信息更新》-2025.5.23

《公司拟进一步收购英特美实现并表，加快布局光刻胶等高端电子材料——北交所信息更新》-2025.3.12

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	444	492	287	710	515
现金	150	129	89	143	184
应收票据及应收账款	201	226	129	390	223
其他应收款	2	2	2	4	3
预付账款	6	3	8	9	13
存货	67	91	36	138	67
其他流动资产	17	41	23	26	24
非流动资产	626	794	869	977	1088
长期投资	50	25	-0	-0	-0
固定资产	403	451	541	628	716
无形资产	32	52	54	54	57
其他非流动资产	141	265	274	294	315
资产总计	1070	1286	1157	1687	1603
流动负债	310	475	373	916	827
短期借款	79	158	127	470	391
应付票据及应付账款	205	156	171	365	343
其他流动负债	26	161	75	81	93
非流动负债	220	235	217	193	164
长期借款	203	220	201	177	148
其他非流动负债	18	15	16	16	16
负债合计	530	710	591	1109	990
少数股东权益	27	81	81	82	82
股本	136	136	136	136	136
资本公积	168	167	167	167	167
留存收益	207	192	191	182	156
归属母公司股东权益	513	495	485	497	530
负债和股东权益	1070	1286	1157	1687	1603

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	20	-46	230	-90	336
净利润	20	12	15	40	60
折旧摊销	22	30	26	31	36
财务费用	5	5	9	15	20
投资损失	0	1	1	1	1
营运资金变动	-39	-97	180	-177	220
其他经营现金流	11	3	-0	-0	-0
投资活动现金流	-139	-92	-101	-138	-147
资本支出	85	90	123	139	147
长期投资	-37	0	25	0	0
其他投资现金流	-16	-2	-3	1	-0
筹资活动现金流	115	95	-182	-47	-77
短期借款	-82	79	-31	343	-79
长期借款	186	17	-18	-24	-29
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-2	0	0	0
其他筹资现金流	11	0	-133	-366	31
现金净增加额	-4	-42	-53	-275	112

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	536	575	594	952	1228
营业成本	459	509	522	817	1043
营业税金及附加	3	4	4	6	8
营业费用	6	6	7	10	12
管理费用	19	21	21	33	43
研发费用	20	21	21	33	42
财务费用	5	5	9	15	20
资产减值损失	-10	-4	-4	-7	-9
其他收益	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	2	0	0	1	1
投资净收益	-0	-1	-1	-1	-1
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	22	12	12	36	58
营业外收入	3	0	2	3	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	24	11	14	39	59
所得税	4	-0	-0	-1	-1
净利润	20	12	15	40	60
少数股东损益	-0	-0	0	1	0
归属母公司净利润	20	12	14	39	60
EBITDA	60	62	53	91	122
EPS(元)	0.15	0.09	0.10	0.29	0.44

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-5.5	7.3	3.3	60.3	29.0
营业利润(%)	-65.6	-46.2	6.8	194.1	57.8
归属于母公司净利润(%)	-66.2	-42.4	20.9	174.6	53.6
获利能力					
毛利率(%)	14.3	11.4	12.2	14.2	15.1
净利率(%)	3.8	2.0	2.4	4.1	4.9
ROE(%)	3.8	2.0	2.6	6.9	9.9
ROIC(%)	3.9	3.2	3.2	5.1	7.7
偿债能力					
资产负债率(%)	49.5	55.2	51.1	65.7	61.8
净负债比率(%)	29.2	69.0	53.4	99.2	70.4
流动比率	1.4	1.0	0.8	0.8	0.6
速动比率	1.2	0.8	0.6	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7
应收账款周转率	10.5	8.6	11.0	11.0	11.0
应付账款周转率	2.6	2.9	3.2	3.0	3.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.09	0.10	0.29	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	-0.33	1.69	-0.66	2.46
每股净资产(最新摊薄)	3.76	3.63	3.55	3.64	3.88
估值比率					
P/E	139.3	241.8	200.0	72.8	47.4
P/B	5.5	5.7	5.9	5.7	5.4
EV/EBITDA	50.8	53.7	61.1	38.4	27.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn