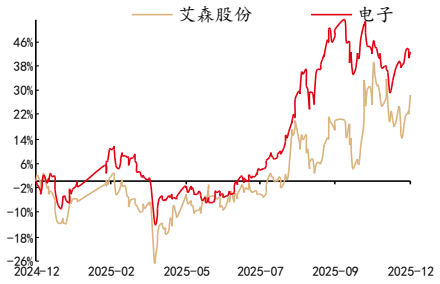
股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	56.19
总股本/流通股本（亿股）	0.88 / 0.56
总市值/流通市值（亿元）	50 / 32
52 周内最高/最低价	60.73 / 32.27
资产负债率(%)	21.4%
市盈率	147.87
第一大股东	张兵

研究所

分析师:吴文吉
SAC 登记编号:S1340523050004
Email:wuwenji@cnpsec.com
分析师:翟一梦
SAC 登记编号:S1340525040003
Email:zhaiyimeng@cnpsec.com

艾森股份(688720)

先进制程占比提升，存储领域积极推进

投资要点

电镀液及配套试剂：28nm 及 5nm-14nm 先进制程核心材料量产供应。公司在半导体电镀液及配套试剂领域成果显著，28nm 及 5nm-14nm 先进制程核心材料已实现稳定量产供应，凭借优异性能获得全球头部晶圆厂的一致认可。其中，28nm 工艺节点大马士革铜互连工艺镀铜添加剂是专为晶圆内部金属互连设计的高性能材料，能满足该节点对金属互连的高精度、高稳定性要求，且以高纯度控制减少杂质，确保半导体器件性能与可靠性，目前已获得头部客户持续稳定的量产订单。面向 5nm-14nm 先进制程的超高纯硫酸钴基液，是芯片钴互连结构的关键材料，直接影响先进芯片的性能、良率与可靠性，公司通过优化合成工艺突破技术瓶颈，将产品金属杂质浓度精准控制在 ppb 级别，颗粒度分布、pH 稳定性等关键指标均达到国际先进水平，成功支撑最前沿的芯片制造需求，现已斩获主流晶圆厂首个国产化量产订单。

光刻胶及配套试剂：覆盖晶圆制造、先进封装及半导体显示等领域。公司构建了从原材料结构设计、树脂合成纯化到光刻胶配方开发、工艺验证的完整研发与供应链条，关键原材料自主可控，保障供应链稳定。凭借全链条技术能力，公司产品顺利通过头部客户的严苛认证并稳定批量供货，供货周期较进口产品更具优势，客户粘性强劲，其中先进封装用光刻胶作为国产唯一供应商，成功填补国内空白。目前公司多型号高端光刻胶推进有序，OLED 高感度 PFAS Free 正胶与玻璃基封装用 RDL 负胶等已进入量产阶段，负性 PSPI、低温固化负性 PSPI 等处于客户验证阶段，高厚膜 KrF 光刻胶处于重点研发阶段。该款 KrF 光刻胶通过优化树脂与 PAG 成分提升分辨率及深宽比，具备更强刻蚀抵抗力以保障图形精准转移，可形成稳定离子注入掩膜防止离子穿透，当前已实现 AR（深宽比）>13，主要应用于 CIS isolation 及存储芯片的高深宽比结构，下一步将在头部晶圆厂启动上线测试。

“电镀+光刻”双工艺协同，先进存储技术交流与产品验证持续推进。公司在存储芯片领域的产品布局以电镀液与光刻胶为核心，覆盖关键工艺环节：电镀液产品包括 28nm 大马士革镀铜添加剂、TSV（硅通孔）高速镀铜添加剂，光刻胶产品涵盖负性光刻胶及 PSPI 光刻胶等产品。存储芯片领域的电镀液和光刻胶需求量随着 HBM、3D NAND 等存储技术迭代与产能扩张持续攀升。公司相关产品成熟，产品已适配国产存储芯片制造全流程，在目前国产化加速背景下，公司持续推进在国内头部存储客户的技术交流与产品验证，预计验证测试周期相对较短。存储芯片产能扩张或将拉动材料需求量，尤其在 HBM、3D NAND 等先进存储技术领域，公司凭借

“电镀+光刻”双工艺协同，有望持续受益于国产替代趋势。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 6/7.9/10.3 亿元，归母净利润 0.50/0.79/1.19 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

市场竞争风险，自研光刻胶产品产业化风险，毛利率下降的风险，原材料价格波动的风险，半导体行业周期变化风险，细分行业市场规模较小的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E E	2026 27E	
营业收入（百万元）	432	601	789	1034
增长率(%)	20.04	39.16	31.16	31.13
EBITDA（百万元）	41.45	92.97	135.74	199.58
归属母公司净利润（百万元）	33.48	50.05	79.39	119.00
增长率(%)	2.51	49.51	58.62	49.89
EPS(元/股)	0.38	0.57	0.90	1.35
市盈率（P/E）	147.93	98.94	62.37	41.61
市净率（P/B）	5.08	4.84	4.49	4.06
EV/EBITDA	85.57	54.73	38.03	26.08

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表				
营业收入	432	601	789	1034
营业成本	318	418	533	680
税金及附加	2	3	3	4
销售费用	26	38	50	62
管理费用	25	31	39	49
研发费用	46	68	87	107
财务费用	-9	-2	5	8
资产减值损失	-1	-1	-1	-2
营业利润	29	52	82	135
营业外收入	4	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	33	53	83	136
所得税	0	2	3	16
净利润	33	51	80	120
归母净利润	33	50	79	119
每股收益（元）	0.38	0.57	0.90	1.35
资产负债表				
货币资金	95	70	96	153
交易性金融资产	102	40	40	40
应收票据及应收账款	213	293	386	503
预付款项	16	13	21	24
存货	62	98	121	147
流动资产合计	552	634	790	1002
固定资产	315	356	381	400
在建工程	2	23	53	83
无形资产	17	21	24	28
非流动资产合计	692	756	816	868
资产总计	1244	1390	1606	1870
短期借款	154	175	275	375
应付票据及应付账款	79	98	128	161
其他流动负债	21	44	50	60
流动负债合计	253	317	453	596
其他	13	46	46	46
非流动负债合计	13	46	46	46
负债合计	266	362	499	642
股本	88	88	88	88
资本公积金	792	792	792	792
未分配利润	123	165	233	334
少数股东权益	4	5	6	7
其他	-30	-23	-12	6
所有者权益合计	978	1028	1108	1228
负债和所有者权益总计	1244	1390	1606	1870

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	20.0%	39.2%	31.2%	31.1%
营业利润	-7.9%	78.1%	57.8%	64.8%
归属于母公司净利润	2.5%	49.5%	58.6%	49.9%
获利能力				
毛利率	26.4%	30.4%	32.4%	34.3%
净利率	7.7%	8.3%	10.1%	11.5%
ROE	3.4%	4.9%	7.2%	9.7%
ROIC	1.5%	4.0%	6.0%	7.8%
偿债能力				
资产负债率	21.4%	26.1%	31.0%	34.3%
流动比率	2.18	2.00	1.75	1.68
营运能力				
应收账款周转率	2.49	2.63	2.58	2.58
存货周转率	6.29	5.25	4.88	5.07
总资产周转率	0.34	0.46	0.53	0.60
每股指标（元）				
每股收益	0.38	0.57	0.90	1.35
每股净资产	11.05	11.60	12.50	13.85
估值比率				
PE	147.93	98.94	62.37	41.61
PB	5.08	4.84	4.49	4.06
现金流量表				
净利润	33	51	80	120
折旧和摊销	25	42	47	55
营运资本变动	-75	-74	-97	-115
其他	-8	4	5	9
经营活动现金流净额	-25	23	35	69
资本开支	-92	-106	-106	-106
其他	-112	11	4	4
投资活动现金流净额	-205	-95	-102	-102
股权融资	0	0	0	0
债务融资	35	51	100	100
其他	-100	-4	-8	-11
筹资活动现金流净额	-65	47	92	89
现金及现金等价物净增加额	-294	-25	26	57

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048