



# 安集科技 (688019.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 多款抛光液使用自研磨料，湿电子化学品毛利率提升

### 业绩简评

2026年4月15日，公司披露2025年报。公司全年实现营收25.0亿元，同比增长36.5%；扣非归母净利润为7.0亿元，同比增长32.4%；剔除股份支付影响后的净利润为8.4亿元，同比增长45.3%。

公司2025年第四季度实现营收6.9亿元，同比增长32.4%；扣非后归母净利润为1.6亿元，同比增长11.4%，慢于营收增速，主要系汇兑损失与可转债利息使得财务费用较上年同期增长，且报告期内研发费用增长。

此外，公司发布限制性股票激励计划，拟向不超过165名员工授予不超过20.328万股限制性股票，约占总股本的0.12%；授予价格为128.25元/股，预计2026~2028年分别计提1,288/1,082/219万元股份支付费用。考核标准为：以2025年营收为基数，2026、2027年营收累计增速不低于全球半导体材料市场营收增速。

### 经营分析

化学机械抛光液业务营收为20.4亿元，同比增长32.1%。报告期内铜及铜阻挡层抛光液产品在先进制程持续上量，使用国产研磨颗粒的铜及铜阻挡层抛光液持续量产销售。多款氮化硅抛光液在客户端验证，与客户合作定制的氮化硅抛光液实现销售，使用国产研磨颗粒的氧化物抛光液销售逐步上量。公司使用自产的国产氧化铈磨料的抛光液首次应用在氧化物抛光中，实现了技术路径的突破。

功能性湿电子化学品板块营收为4.5亿元，同比增长63.7%。该板块毛利率增长6.8个百分点，主要系原材料成本增速慢于营收增速。大马士革电镀液及添加剂进入量产阶段，先进制程刻蚀后清洗液及碱性铜抛光后清洗液快速上量。

### 盈利预测、估值与评级

基于公司2025年经营数据，我们预计公司2026~2028年营业收入分别为33.7/43.8/55.8亿元，同比增长34.4%/30.1%/27.5%；归母净利润分别为10.0/13.6/18.0亿元，分别同比增长27.9%/35.8%/32.0%，分别对应42.4/31.2/23.6倍P/E，维持“买入”评级。

### 风险提示

行业需求波动；行业竞争加剧；扩产不及预期；新产品拓展不及预期；原材料涨价。

### 电子组

分析师：王倩雯 (执业S1130525070010)

wang\_qianwen@gjzq.com.cn

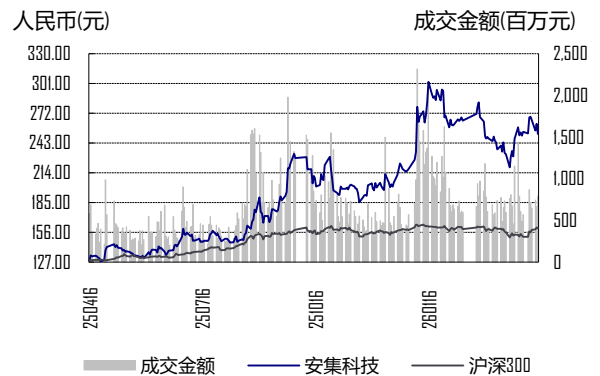
分析师：樊志远 (执业S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：251.85元

### 相关报告：

1. 《安集科技点评：1Q25业绩超预期，看好新品放量+份额提升带动...》，2025.4.29



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,835	2,504	3,366	4,379	5,583
营业收入增长率	48.24%	36.47%	34.40%	30.10%	27.50%
归母净利润(百万元)	534	784	1,002	1,360	1,796
归母净利润增长率	32.51%	46.85%	27.85%	35.76%	32.02%
摊薄每股收益(元)	4.130	4.649	5.944	8.069	10.653
每股经营性现金流净额	3.82	2.61	3.55	4.81	6.58
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.76%	22.19%	22.86%	23.91%	24.26%
P/E	33.74	46.87	42.37	31.21	23.64
P/B	8.70	10.40	9.69	7.46	5.74

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	1,238	1,835	2,504	3,366	4,379	5,583
增长率		48.2%	36.5%	34.4%	30.1%	27.5%
主营业务成本	-547	-762	-1,084	-1,471	-1,927	-2,468
%销售收入	44.2%	41.5%	43.3%	43.7%	44.0%	44.2%
毛利	691	1,073	1,420	1,895	2,452	3,115
%销售收入	55.8%	58.5%	56.7%	56.3%	56.0%	55.8%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-4	-6	-7
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-48	-61	-48	-44	-44	-45
%销售收入	3.9%	3.3%	1.9%	1.3%	1.0%	0.8%
管理费用	-81	-119	-125	-131	-140	-151
%销售收入	6.6%	6.5%	5.0%	3.9%	3.2%	2.7%
研发费用	-237	-333	-445	-579	-740	-927
%销售收入	19.1%	18.1%	17.8%	17.2%	16.9%	16.6%
息税前利润 (EBIT)	323	558	799	1,137	1,522	1,986
%销售收入	26.1%	30.4%	31.9%	33.8%	34.8%	35.6%
财务费用	8	29	-10	-52	-52	-52
%销售收入	-0.7%	-1.6%	0.4%	1.5%	1.2%	0.9%
资产减值损失	-9	-43	-65	-80	-102	-122
公允价值变动收益	9	-12	60	0	0	0
投资收益	5	-6	4	0	0	0
%税前利润	1.2%	n.a	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	440	568	850	1,089	1,478	1,952
营业利润率	35.6%	31.0%	34.0%	32.4%	33.8%	35.0%
营业外收支	0	-1	-1	0	0	0
税前利润	440	568	849	1,089	1,478	1,952
利润率	35.6%	30.9%	33.9%	32.4%	33.8%	35.0%
所得税	-38	-34	-65	-87	-118	-156
所得税率	8.6%	6.0%	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	403	534	784	1,002	1,360	1,796
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	403	534	784	1,002	1,360	1,796
净利率	32.5%	29.1%	31.3%	29.8%	31.1%	32.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	403	534	784	1,002	1,360	1,796
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	115	194	249	251	280	308
非经营收益	-12	-231	-54	-4	0	0
营运资金变动	-171	-9	-603	-650	-828	-996
经营活动现金净流	334	487	376	599	811	1,109
资本开支	-338	-267	-355	-230	-230	-230
投资	4	-107	-430	-50	-50	-50
其他	18	23	53	0	0	0
投资活动现金净流	-316	-352	-731	-280	-280	-280
股权募资	214	28	857	0	0	0
债权募资	48	173	-135	-146	0	0
其他	-87	-78	-111	-101	-135	-185
筹资活动现金净流	175	123	611	-247	-135	-185
现金净流量	199	278	256	72	396	643

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	532	898	1,621	1,657	2,022	2,636
应收款项	283	394	553	787	1,083	1,458
存货	427	618	1,050	1,491	2,115	2,853
其他流动资产	100	117	102	132	153	177
流动资产	1,342	2,026	3,326	4,067	5,372	7,124
%总资产	51.6%	58.7%	66.0%	69.4%	73.8%	77.9%
长期投资	314	319	363	413	463	513
固定资产	487	679	881	911	980	1,038
%总资产	18.7%	19.7%	17.5%	15.5%	13.5%	11.3%
无形资产	223	238	220	213	213	216
非流动资产	1,261	1,426	1,713	1,789	1,912	2,025
%总资产	48.4%	41.3%	34.0%	30.6%	26.2%	22.1%
资产总计	2,603	3,452	5,038	5,856	7,284	9,149
短期借款	42	199	194	48	48	48
应付款项	110	186	203	284	370	472
其他流动负债	42	82	92	145	193	252
流动负债	193	467	488	477	611	772
长期贷款	95	114	0	0	0	0
其他长期负债	192	170	1,019	996	984	976
负债	479	751	1,507	1,474	1,596	1,748
普通股股东权益	2,124	2,701	3,531	4,383	5,688	7,401
其中：股本	99	129	169	169	169	169
未分配利润	974	1,458	2,164	3,016	4,322	6,034
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,603	3,452	5,038	5,856	7,284	9,149

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	4.130	4.649	4.649	5.944	8.069	10.653
每股净资产	16.438	16.023	20.947	26.001	33.746	43.904
每股经营现金净流	3.394	3.817	2.609	3.554	4.812	6.577
每股股利	0.350	0.450	0.500	0.600	0.800	1.100
回报率						
净资产收益率	18.96%	19.76%	22.19%	22.86%	23.91%	24.26%
总资产收益率	15.47%	15.46%	15.55%	17.11%	18.67%	19.63%
投入资本收益率	13.04%	17.37%	16.20%	19.91%	21.36%	22.09%
增长率						
主营业务收入增长率	14.96%	48.24%	36.47%	34.40%	30.10%	27.50%
EBIT 增长率	1.59%	72.44%	43.34%	103.85%	33.95%	30.43%
净利润增长率	33.60%	32.51%	46.85%	27.85%	35.76%	32.02%
总资产增长率	27.14%	32.59%	45.97%	69.66%	24.38%	25.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	76.3	67.1	85.0	85.0	90.0	95.0
存货周转天数	264.6	250.1	390.0	390.0	420.0	440.0
应付账款周转天数	55.5	53.6	55.0	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	91.0	101.9	125.1	67.7	52.9	41.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.52%	-23.29%	-18.65%	-19.17%	-21.18%	-24.59%
EBIT 利息保障倍数	-39.1	-19.4	79.5	22.1	29.5	38.5
资产负债率	18.41%	21.75%	29.92%	25.16%	21.91%	19.11%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	6
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究