

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

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)	9.04
总股本/流通股本(亿股)	14.77 / 5.78
总市值/流通市值(亿元)	134 / 52
52周内最高/最低价	10.23 / 5.04
资产负债率(%)	21.4%
市盈率	904.00
第一大股东	浙江巨化股份有限公司

研究所

分析师: 吴文吉  
SAC 登记编号: S1340523050004  
Email: wuwenji@cnpsec.com  
研究助理: 翟一梦  
SAC 登记编号: S1340123040020  
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

中巨芯(688549)

收购 Heraeus 布局半导体高纯石英材料，电子湿化学用品+电子特气+前驱体一站式服务平台未来可期

● 事件

10月24日，公司发布2024年第三季度报告。

公司24年前三季度实现营收7.49亿元，同比+15.47%；实现归母净利润0.30亿元，同比+5.31%；实现扣非归母净利润0.16亿元，同比+123.24%；销售毛利率14.09%。

公司24Q3实现营收2.78亿元，同比+18.53%，环比+17.52%；实现归母净利润676.79万元，同比-26.58%，环比-56.01%；实现扣非归母净利润350.59万元，同比-49.81%，环比-58.60%；销售毛利率13.61%。

10月11日，公司发布关于重要参股子公司购买资产的公告，公司参股子公司晶恒希道拟以现金购买 Heraeus Conamic UK Limited 100%股权，布局半导体高纯石英材料。

● 投资要点

国内外业务开拓带来收入增长，股份支付等短期影响盈利。23年受宏观经济增速放缓、国际地缘政治冲突和行业周期性波动等多重因素影响，以消费电子为代表的终端市场整体需求疲软，半导体行业整体处于周期性底部，公司紧盯国内外市场，积极拓展开拓国内外业务，23年实现营业收入8.94亿元（其中电子湿化学用品板块/电子特种气体及前驱体板块分别实现营收6.50/1.72亿元，同比+8.76%/25.44%），实现利润总额1,942.06万元，均再创新高。23年公司实现归母净利润1,370万元，同比+30.16%；实现扣非归母净利润-956.83万元，主要系：1) 受市场竞争影响，部分产品销售单价出现下滑，导致销售毛利率下降，23年公司实现销售毛利率19.95%，同比-1.72pct，23年公司电子湿化学用品板块/电子特种气体及前驱体板块的毛利率分别为19.08%/23.95%；2) 部分产品产生的营收仍较小，尚未实现规模效应，公司面临较高的折旧压力；3) 研发投入不断增大及公司经营不断扩大，管理成本有所上升，23年公司的研发费用/管理费用分别为6,365.50/6,261.28万元，销售占比为7.12%/7.00%；4) 叠加23年确认1,634.85万元股份支付费用导致盈利能力短期承压。受益于下游复苏等，公司24年收入逐季增长，公司24Q1/Q2/Q3分别实现营收2.34/2.37/2.78亿元。

电子湿化学用品+电子特种气体+前驱体材料等一站式服务平台未来可期，市场扩容+国产替代带来成长机遇。公司自设立以来专注于集成电路制造用电子化学材料，力争成为国内规模最大、品类最全、品质最高的电子化学材料提供商之一，为客户提供电子湿化学用品、电子特种气体和前驱体材料等一站式服务。公司目前以集成

电路客户为主，显示面板与光伏等客户为辅，23 年公司集成电路/显示面板/光伏行业营收占比为 69.35%/8.61%/10.28%。

**1) 电子湿化学品方面：**根据中国电子材料行业协会数据，22 年全球电子湿化学品市场规模（包括半导体、显示面板和光伏制造三大应用领域）为 639.1 亿元人民币，同比+6.64%。根据 TECHGET 统计，22 年半导体制造领域用全球电子湿化学品市场规模约 42 亿美元，同比+6.7%，其中，通用电子湿化学品/配方型化学品市场规模分别约为 30/11 亿美元；预计 27 年全球电子湿化学品市场规模将达到 69 亿美元，CAGR<sub>2023-2027</sub> 达到 6%。根据中国电子材料行业协会数据，22 年我国电子湿化学品整体市场规模约 176.7 亿人民币，其中半导体/显示面板/光伏市场分别约 56.9/64.0/55.8 亿人民币，需求总计达 264.3 万吨。预计到 25 年我国电子湿化学品整体市场规模将达到 274.7 亿人民币，需求总量将增加至 460.5 万吨，CAGR<sub>2022-2025</sub> 为 15.84%，增速超过全球平均水平。目前全球电子湿化学品市场主要以欧美和日本企业为主，我国企业多年来不断积极研发，目前已取得一系列技术性突破，国产化率不断提升。

**2) 电子特种气体方面：**根据 TECHGET 统计，半导体制造领域用全球电子气体市场规模预计将从 22 年约 68 亿美元增长至 26 年约 90 亿美元，其中电子特种气体市场占比超 70%，沉积、清洗、刻蚀和掺杂为电子特气的主要应用领域。22 年全球电子特种气体市场规模为 48 亿美元，受益于先进逻辑芯片、高端存储芯片等驱动，全球电子特种气体市场预计在未来几年仍将保持较快增长。根据 SEMI 数据，22 年中国电子特气市场规模为 220.8 亿元人民币，预计 25 年有望突破 300 亿元人民币，其中集成电路及器件/显示面板/太阳能及 LED 等占比分别为 44.2%/34.7%/21.1%。作为半导体晶圆制造材料中仅次于硅片的第二大细分材料市场，电子气体目前主要由欧美和日本企业主导，国产化率较低。近年来，在政策与市场力量的不断推动下，国产部分产品逐步打破全球寡头垄断，自主可控背景下国产化有望加速。

**3) 前驱体材料方面：**前驱体材料是集成电路制造薄膜沉积工艺的核心材料。根据 TECHGET 统计，22 年全球前驱体市场规模达 15.82 亿美元，同比增长 12%，行业整体增长强劲，主要得益于先进制程逻辑器件产量增加和 3D NAND 器件堆叠层数增加，DRAM 制造向 EUV 光刻的过渡也将带来前驱体收入增加的机会。未来，随着逻辑、存储芯片技术的持续发展，制程节点不断缩小、器件结构不断升级、存储 3D 堆叠层数不断增加，ALD 相关的前驱体材料应用将越来越多，前驱体材料总体市场规模将保持快速增长。

**创新驱动重点投入，持续巩固优势地位。**研发储备方面，23 年国家重点研发计划 12 英寸集成电路制造用超高纯氢氟酸项目、浙江省重大科技攻关计划集成电路先进制程用前驱体材料项目、衢州市重大科技攻关计划六氟化钨关键技术攻关及产业化项目等多个重大项目如期完成验收。**前驱体材料：**公司在充分了解客户需求的基础上，基于先进制程及技术节点需要，积极推进前驱体材料开

发工作，其中 La-FMD、TEA 等产品取得明显进展。**配方型功能化学品：**公司致力于攻克成熟工艺制程中关键配方材料的国产化和先进技术节点的“难点”，重点开发刻蚀后清洗液、研磨后清洗液、氧化硅刻蚀液及硅刻蚀液，完成 12 种配方研究。**产能投建方面，**24H1 报告期内，公司有序推进固投项目建设，10.07 万吨/年电子湿化学品扩能改造项目正常推进中；潜江基地电子级硫酸开始正式直供华中地区主要客户；海外市场开拓工作进一步推进，客户端产品测试工作进展较顺利，量供客户数量进一步增加。

**参股子公司晶恒希道拟以现金购买 Heraeus 100% 股权，布局半导体高纯石英材料。**Heraeus Conamic UK Limited（以下简称“标的公司”）是一家全球领先的半导体高纯石英材料制造商，在全球范围内为半导体及光学行业提供天然熔融石英和合成熔融石英等产品，其中天然熔融石英因其高纯度和材料同质性，用于半导体单片刻蚀设备制造；合成熔融石英因其具有最高等级的纯度和优异的光学性能，用于半导体晶圆制造以及其他光学类应用。标的公司产品广泛用于各种半导体刻蚀工艺和光学应用，在天然熔融石英和合成熔融石英解决方案方面拥有丰富的专业经验，能够为全球半导体和光电子行业提供系统解决方案，拥有强大的品牌声誉。标的公司 22/23 年的营收为 33,209/18,028 千元英镑，EBITDA 为 1,132/-3,489 千元英镑，23 年标的公司营业收入等财务数据出现较大幅度下降，主要系：1) 受到半导体芯片周期性低迷、半导体行业下游客户消化库存减少订单等因素影响，标的公司营业收入出现下降；2) 受到能源危机及上游原材料价格提高影响，标的公司产品单位销货成本逐年上升，单位成本的增长幅度大于单位售价的增加幅度，标的公司销售规模大幅下降而制造费用未被摊薄，导致 EBITDA 为负数。22/23 年末标的公司的资产总额分别为 22,244/20,067 千元英镑，净资产分别为 14,356/10,566 千元英镑。为了拓展公司在半导体材料领域的服务范围，进一步提升公司为客户提供解决方案的能力，公司参股子公司晶恒希道（公司持股 40%）拟购买标的公司 100% 股权。

### ● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 10.75/13.47/16.90 亿元，分别实现归母净利润 0.44/0.71/1.11 亿元，盈利能力逐渐改善，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

技术研发风险，人才流失风险，客户认证风险，安全生产风险，产品质量风险，环保风险，供应商集中风险，公司主营业务整体毛利率较低的风险，固定资产投资风险，商誉减值风险，存货滞销和跌价风险，行业风险，宏观环境风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	894	1075	1347	1690
增长率 (%)	11.89	20.29	25.28	25.44
EBITDA (百万元)	139.99	250.41	312.59	401.64
归属母公司净利润 (百万元)	13.70	43.85	71.41	110.96
增长率 (%)	30.16	220.20	62.83	55.39
EPS (元/股)	0.01	0.03	0.05	0.08
市盈率 (P/E)	975.08	304.52	187.02	120.36
市净率 (P/B)	4.41	4.36	4.26	4.11
EV/EBITDA	78.13	48.20	38.55	29.72

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	894	1075	1347	1690	营业收入	11.9%	20.3%	25.3%	25.4%
营业成本	716	882	1099	1372	营业利润	183.8%	150.6%	67.3%	55.3%
税金及附加	6	7	8	10	归属于母公司净利润	30.2%	220.2%	62.8%	55.4%
销售费用	22	26	31	35	<b>获利能力</b>				
管理费用	63	65	78	95	毛利率	19.9%	18.0%	18.4%	18.8%
研发费用	64	75	86	105	净利率	1.5%	4.1%	5.3%	6.6%
财务费用	-7	-42	-37	-38	ROE	0.5%	1.4%	2.3%	3.4%
资产减值损失	-39	-40	-25	-15	ROIC	0.3%	0.3%	1.3%	2.5%
<b>营业利润</b>	21	51	86	134	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	21.4%	23.5%	26.4%	29.4%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	3.35	2.66	2.30	2.08
<b>利润总额</b>	19	52	86	134	<b>营运能力</b>				
所得税	5	5	10	16	应收账款周转率	4.38	4.55	4.68	4.71
<b>净利润</b>	15	47	76	118	存货周转率	4.33	4.67	5.45	5.56
<b>归母净利润</b>	14	44	71	111	总资产周转率	0.29	0.27	0.32	0.37
<b>每股收益(元)</b>	0.01	0.03	0.05	0.08	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.01	0.03	0.05	0.08
货币资金	1571	1394	1413	1527	每股净资产	2.05	2.08	2.12	2.20
交易性金融资产	164	164	164	164	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	244	298	368	461	PE	975.08	304.52	187.02	120.36
预付款项	20	25	30	38	PB	4.41	4.36	4.26	4.11
存货	194	184	220	273	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	2284	2148	2292	2568	净利润	15	47	76	118
固定资产	1243	1739	1897	1985	折旧和摊销	127	241	263	305
在建工程	276	71	38	33	营运资本变动	-73	60	36	58
无形资产	65	65	63	62	其他	33	49	34	23
<b>非流动资产合计</b>	1677	1967	2088	2169	<b>经营活动现金流净额</b>	101	396	409	504
<b>资产总计</b>	3961	4114	4380	4737	资本开支	-387	-531	-385	-385
短期借款	36	36	36	36	其他	-1090	0	0	0
应付票据及应付账款	577	718	893	1116	<b>投资活动现金流净额</b>	-1477	-531	-385	-385
其他流动负债	70	53	68	84	股权融资	1812	3	0	0
<b>流动负债合计</b>	683	807	996	1235	债务融资	-149	-21	0	0
其他	167	158	158	158	其他	-12	-25	-5	-5
<b>非流动负债合计</b>	167	158	158	158	<b>筹资活动现金流净额</b>	1651	-44	-5	-5
<b>负债合计</b>	849	965	1155	1393	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	275	-177	19	114
股本	1477	1477	1477	1477					
资本公积金	1502	1505	1505	1505					
未分配利润	37	60	121	215					
少数股东权益	81	84	88	95					
其他	15	24	35	51					
<b>所有者权益合计</b>	3112	3150	3225	3343					
<b>负债和所有者权益总计</b>	3961	4114	4380	4737					

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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券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。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

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