

2024年11月19日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

74

公司基本资讯

产业别	电子
A 股价(2024/11/18)	62.54
深证成指(2024/11/18)	10544.02
股价 12 个月高/低	74.36/32.84
总发行股数(百万)	475.93
A 股数(百万)	318.52
A 市值(亿元)	199.20
主要股东	沈琦 (22.00%)
每股净值(元)	15.25
股价/账面净值	4.10
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.9 19.2 1.5

近期评等

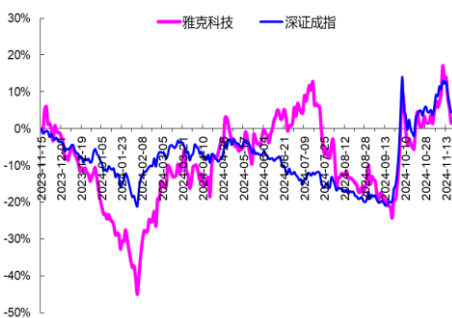
产品组合

半导体化学材料	28.6%
光刻胶及配套试剂	26.7%
LNG 聚氨酯泡沫板	22.3%
电子特种气体	6.4%
阻燃剂	4.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.9%
一般法人	1.9%

股价相对大盘走势



雅克科技 (002409.SZ)

Buy 买进

电子材料平台型企业，并购切入新领域

观点：公司从阻燃剂起家，不断通过投资、并购切入电子材料领域，目前公司电子材料已经涉及前驱体、特气、面板光刻胶、硅微粉、湿电子化学品等多项业务，并蓬勃发展。公司是国内领先的前驱体和面板光刻胶供应商，我们看好公司成长为综合性电子材料供应商。公司液化天然气保温材料业务在手订单充足，后续发展稳定。首次覆盖，给予“买进”评级。

■ **持续并购，电子材料版图扩张：**公司以阻燃剂起家，2016年起通过并购已经切入多个电子材料领域。2016年收购华飞电子进入硅微粉领域；同年收购韩国 UP CHEMICAL 切入前驱体业务；2017年收购成都科美特切入半导体刻蚀气业务；2019和2020年分别收购 LG 光刻胶事业部和 Cotem，进入面板光刻胶领域；2023年购买 SKC-ENF 公司 75% 股权切入湿电子化学品领域；2024年通过参股公司间接购买 SSHK 切入湿电子化学品和泛半导体清洗领域。电子材料业务目前已经成为公司主要的营收和利润来源，据公司公告，2024年上半年公司电子材料营收占比 66.5%，毛利占比 76.1%。受益于半导体景气回暖、光刻胶等业务增长和 LNG 保温板收入增加，公司 2024 年前三季度营收业绩双增。2024 前三季度公司实现营收 50.0 亿元，yoy+41.1%，归母净利润 7.5 亿元，yoy+55.8%。

■ **前驱体全球领先，AI 推动需求向好：**公司主营产品是前驱体材料，2024H1 实现营收 9.2 亿元，占营收比重 28.2%。前驱体是半导体薄膜沉积工艺的核心材料，广泛应用于存储、逻辑芯片制造。公司通过收购 UP CHEMICAL 成为全球领先的前驱体供应商之一，能够与国际主流供应商默克、液空等竞争，下游客户覆盖国内外头部半导体公司，包括三星电子、英特尔、台积电、SK 海力士、中芯国际、长江存储与合肥长鑫等。在 AI 需求带动下，HBM 需求持续增长，公司表示明年的 HBM 需求可能会高于目前的预期，未来一年需求将保持强于供应。子公司江苏先科宜兴生产基地建设顺利，硅类前驱体产品已经稳定出货，产能持续爬坡中，High-K 前驱体和金属前驱体产品样品出货正常，已经逐步具备业务连续性优势。我们看好 AI 驱动下公司前驱体业务持续放量。

■ **产业转向国内，利好面板光刻胶国产替代：**公司光刻胶产品主要是面板用光刻胶，包括正性 TFT 薄膜电路正性光刻胶、RGB 彩色光刻胶、OCPS 光刻胶、CNT 防静电材料以及光刻胶配套试剂，2024 年 H1 光刻胶及配套试剂产品实现营收 8.6 亿元，占营收比重 26.3%。当前海外面板产业持续向我国转移，韩国厂商产能退出，国内面板巨头占比提升，国产材料替代有望加速。公司下游客户涵盖京东方、华星光电、广州 LGD、惠科等国内头部显示面板制造商。我们看好公司光刻胶业务受益于面板产业的国产化。公司持续进行新品研发，新产品 OLED 用低温 RGB 光刻胶、CMOS 传感器用 RGB 光刻胶、先进封装 RDL 层用 I-Line 光刻胶等在客户端测试、

导入中。公司 2023 年末拥有光刻胶产能 7680T/年，子公司江苏先科在宜兴新建了光刻胶及光刻胶配套试剂项目，将新增光刻胶产能 1968T/年，项目在 2024 年 3 月建成，但光刻胶产品在客户端认证测试时间较长，目前还未达到计划效益。后续随着客户端导入放量，预计公司光刻胶营收和利润在近两年将维持较快增速，毛利率也将得到提升。

- **特气应用广泛，球形硅微粉稳定发展：**公司电子材料还包括特气和硅微粉，2024 年 H1 分别占营收的 6.27%和 3.56%。特气业务主要产品是六氟化硫和四氟化氮，目前高纯六氟化硫产能 1 万吨/年，高纯四氟化碳产能 2000 吨/年，产能国内领先。公司特气在下游主要显示和半导体客户处均有供应，包括台积电、三星电子、Intel、中芯国际、海力士、京东方等。且六氟化硫在电力行业和电力设备行业应用广泛，也将受益于近几年电网投建加速。公司硅微粉业务稳定销售，广泛应用在覆铜板、封装材料中。公司球形硅微粉产能 2.05 万吨，湖州雅克“年产 3.9 万吨半导体核心材料项目”一期建设已经基本完成，目前开始小批量生产产品。公司还在四川成都拟建 2.4 万吨新产能，预计 2026 年将逐步释放产能。
- **丰富产品品类，切入湿电子化学品和泛半导体清洗业务：**公司 2023 年 9 月公司以不超过 500 亿韩元的价格（以 2023 年 9 月 12 日韩元汇率中间价为基准，约合人民币 27425 万元）购买 SK enpulse 公司持有的 SKC-ENF 公司 75.10%的股权。通过此次并购，公司间接持有了 SKC-ENF 公司下属全资子公司爱思易（江苏）和爱思开希（南通）股权，这两家子公司主营湿电子化学品的销售和生产，包括稀释剂、蚀刻液（BOE）、显影液（TMAH）等。另外，公司还通过参股子公司沈阳亦创（参股比例 33.33%）收购了 SK enpulse 公司持有的 SSHK 公司 90%的股权，于近期完成了股权交割。SSHK 的全资子公司爱思开希半导体材料（无锡），主营半导体清洗，专注于为半导体生产厂商提供一站式设备精密洗净服务。公司此前有半导体材料输送系统（LDS）业务，新产品研发进展顺利，客户拓展情况良好。现在通过收购切入湿电子化学品和泛半导体清洗领域，横向丰富了产品网络，并可以依托现有的客户资源，推动业务发展，进一步丰富电子行业的产品和服务种类，提升综合竞争力。我们认为随着新切入板块的发力，公司将成为更加多元的电子材料平台型企业，享受业绩和估值的双重提升。
- **LNG 保温板材龙头，在手订单丰富：**除电子行业外，公司另一重要营收来源是 LNG 保温隔热板材，2024 年 H1 营收占比 22.0%，毛利占比 19.2%。公司是国内首家通过 GTT 和船级社认证的 LNG 保温绝热板材供应商，为沪东中华造船（集团）有限公司、江南造船有限责任公司和大连重工等大型船厂开工建造的 10 余艘大型 LNG 运输船和燃料舱持续供应保温绝热板材。公司及下属控股子公司江苏雅克液化天然气工程公司与大连船舶重工集团有限公司、招商局重工（江苏）有限公司、扬子江船业等国内大型船舶制造厂签署了关于大型 LNG 运输船及集装箱船燃料舱的围护系统

施工合同，目前公司在手订单丰富，此板块业务将持续稳定增长。国内 LNG 需求有望持续提高，带动运输船只和储罐建设，看好公司 LNG 保温板材业务稳定向好发展。

- **盈利预测：**我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现净利润 9.6/12.2/14.2 亿元，yoy+65%/+27%/+17%，折合 EPS 为 2.01/2.56/2.98 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 31/24/21 倍，估值合理，看好公司在电子材料领域的持续扩张，带来业绩和估值的双重提升，首次覆盖，给予“买进”评级。
- **风险提示：**1、半导体景气不及预期；2、新产能释放不及预期；3、下游客户验证不及预期；

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	524	579	958	1,219	1,420
同比增减	%	56.61%	10.53%	65.38%	27.15%	16.57%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.10	1.22	2.01	2.56	2.98
同比增减	%	56.61%	10.53%	65.38%	27.15%	16.57%
A 股市盈率(P/E)	X	56.77	51.36	31.06	24.43	20.95
股利 (DPS)	RMB 元	0.32	0.36	0.6	0.7	0.8
股息率 (Yield)	%	0.51%	0.58%	0.96%	1.12%	1.28%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4259	4738	6667	8392	9869
经营成本	2930	3254	4505	5685	6692
研发费用	128	190	254	304	351
营业税金及附加	22	18	25	32	37
销售费用	121	154	206	259	304
管理费用	384	409	461	568	669
财务费用	-42	-23	32	40	47
资产减值损失	-29	-10	-9	-9	-9
投资收益	23	39	0	0	0
营业利润	654	758	1215	1535	1802
营业外收入	2	1	4	12	13
营业外支出	3	20	10	10	11
利润总额	654	739	1209	1537	1792
所得税	109	139	216	275	321
少数股东损益	21	21	34	43	51
归属于母公司股东权益	524	579	958	1219	1420

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2691	2045	1858	2169	3634
应收账款	850	1200	1557	1717	1810
存货	1133	1657	2320	2552	2679
流动资产合计	5222	5672	8161	9066	10889
长期股权投资	4	109	457	457	457
固定资产	1563	1770	1841	1952	2147
在建工程	927	2296	1837	1929	1948
非流动资产合计	5375	6942	6972	7209	7455
资产总计	10596	12614	15134	16275	18344
流动负债合计	2202	3338	4731	4669	4902
非流动负债合计	260	610	893	985	1039
负债合计	2462	3948	5623	5654	5941
少数股东权益	1640	1758	1929	2155	2516
股东权益合计	8134	8666	9510	10621	12403
负债及股东权益合计	10596	12614	15134	16275	18344

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	676	589	943	1131	1244
投资活动产生的现金流量净额	-1583	-1925	-2118	-1906	-953
筹资活动产生的现金流量净额	2159	705	988	1086	1173
现金及现金等价物净增加额	1304	-609	-187	312	1465

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。