

2023年12月26日

# 艾森股份 (688720.SH)

## 公司快报

### 需求回暖叠加产品突破新能源领域，全年业绩有望增长

电子 | 半导体材料III

**增持-A(首次)**

投资评级

股价(2023-12-26)

56.95 元

#### 交易数据

总市值(百万元) 5,019.19

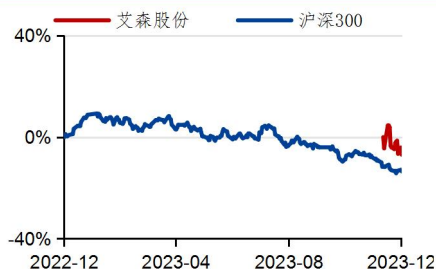
流通市值(百万元) 947.12

总股本(百万股) 88.13

流通股本(百万股) 16.63

12个月价格区间 63.01/58.90

#### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	109.2	113.67	116.33
绝对收益	103.18	103.18	103.18

分析师

孙远峰

SAC 执业证书编号: S0910522120001

sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王海维

SAC 执业证书编号: S0910523020005

wanghaiwei@huajinsec.cn

#### 相关报告

艾森股份: 艾森股份-华金证券-新股-艾森股份-新股专题覆盖报告(艾森股份)-2023年211期-总第408期 2023.11.18

#### 投资要点

##### ◆ 需求回暖叠加产品突破新能源领域，全年业绩有望增长

公司围绕电子电镀、光刻两大工艺环节，形成了电镀液及配套试剂、光刻胶及配套试剂两大产品板块布局。下游客户主要集中在集成电路封装和新型电子元件制造领域，涵盖了长电科技、通富微电、华天科技、日月新等国内集成电路封测头部厂商以及国巨电子、华新科等国际知名电子元件厂商。

23Q3 公司实现营收 0.94 亿元，同比增长 32.64%，环比增长 14.01%，主要系 1) 23Q2 以来，国内半导体行业持续回暖，下游需求量增加；2) 公司电镀液及配套试剂产品成功切入光伏、锂电等新能源领域，在三季度开始逐步放量，23Q3 公司在光伏、锂电等新能源领域实现营收 701.45 万元（前三季度该领域实现营收 935.74 万元）。23Q3 公司归母净利润 741.79 万元，扣非归母净利润 703.36 万元，同比扭亏为盈。

展望 2023 年全年业绩，公司预计 2023 年实现营收 3.5~3.8 亿元，同比增长 8.10%~17.37%；净利润 3300~3700 万元，同比增长 41.72%~58.90%；扣非归母净利润 2400~2800 万元，同比增长 66.63%~94.40%。2023 年公司业绩有望实现同比增长主要系国内半导体行业进入复苏阶段，下游厂商需求回暖；同时，公司在新能源领域电镀化学品取得突破，与下游头部企业的合作稳步推进，有效拉动了公司收入规模的增长。

##### ◆ 电镀液及配套试剂：传统封装用电镀品实现国产替代，先进封装用电镀品放量在即

公司以半导体传统封装的电镀产品起步，逐步掌握了引脚表面处理的全套电子化学品，具体包括电镀液及配套试剂（祛毛刺液、除油剂、去氧化剂、中和剂、退镀剂等），已在长电科技、通富微电、华天科技、日月新等头部封测厂商处实现了对国外产品的替代，现已成为国内前二的半导体封装用电镀液及配套试剂生产企业，在集成电路封装电镀领域国内市场份额超过 20%。

在传统封装领域，公司电镀液产品能够适用于多种间距、不同引脚数的引线框架产品，除了覆盖 DIP、TO、SOT、SOP 等常用封装形式外，亦适用于 DFN、QFN 等多种中高端芯片中应用的无引脚封装。公司产品具有环保、稳定、高效率的优点，可满足集成电路电镀高电流密度条件下对镀层的功能性要求，有效解决纯锡电镀体系下的锡须生长、高温回流焊导致的镀层氧化变色等问题，产品性能已达到或部分超过国际竞品，在主流封测厂商实现了对国际竞品的替代。

基于传统封装电镀液产品的技术积累，公司电镀液产品逐步向外资厂商垄断的先进封装及晶圆制造领域延伸。1) 先进封装：公司先进封装电镀产品主要用于先进封装 Bumping 工艺凸块的制作，可以实现芯片与晶圆、载板之间的电气连接；其中先进封装用电镀铜基液（高纯硫酸铜）已在华天科技正式供应；先进封装用电镀锡



银添加剂已通过长电科技的认证，尚待终端客户认证通过；先进封装用电镀铜添加剂正处于研发及认证阶段。2) 晶圆制造：晶圆制造用大马士革镀铜工艺的添加剂已完成实验室小试，目前正处于中试阶段，有望 2024 年实现量产。

此外，公司还提供电镀工艺配套的锡球、镍饼等阳极金属材料及阳极袋、退镀用胶条等辅材，以满足客户的整体需求；其中，锡球是电镀配套材料的主要营收来源，可用于补充电镀液中被消耗的锡离子。

#### ◆ 光刻胶及配套试剂：以配套试剂为切入点，享国产替代广阔空间

光刻胶是技术壁垒最高的电子化学品之一。目前国内光刻胶仍主要集中在 PCB 光刻胶、TFT-LCD 光刻胶等产品，OLED 显示面板和集成电路用光刻胶等高端产品仍需大量进口，国产光刻胶正处于由中低端向中高端过渡阶段。根据中国电子材料行业协会数据，当前我国 g/i 线光刻胶的国产化率约为 20%，KrF 光刻胶整体国产化率不足 2%，ArF 光刻胶整体国产化率不足 1%；国产替代空间广阔。

公司以先进封装用光刻胶配套试剂为切入点，成功实现附着力促进剂、显影液、去除剂、蚀刻液等产品在下游封装厂商的规模化供应。光刻胶方面，1) 先进封装用 g/i 线负性光刻胶已通过长电科技、华天科技的认证并实现批量供应；在通富微电实现小批量供应，并持续取得订单；公司预计 2023 年该产品实现营收 1500~2050 万元。2) OLED 阵列制造正性光刻胶已通过京东方两膜层认证且实现小批量供应，正在京东方、维信诺和华星光电开展全膜层应用认证；公司表示该产品通过全膜层认证后将具备完全替代国外竞品的能力，预计在 2024 年达到量产应用条件。3) 晶圆制造 i 线正性光刻胶已在华虹宏力进行小批量供应。

◆ **投资建议：**我们预计 2023-2025 年，公司营收分别为 3.70/4.60/5.62 亿元，同比分别为 14.4%/24.2%/22.1%，归母净利润分别为 0.34/0.50/0.66 亿元，同比分别为 46.1%/46.9%/31.9%；PE 分别为 147.6/100.4/76.2。公司先进封装用电镀液以及光刻胶产品已实现批量供应，且有多款新品处于导入认证阶段；相比国内其他公司产品，公司产品兼具稀缺性和先发优势。未来随着下游终端逐渐复苏，叠加先进封装渗透率提升刺激需求，公司产品有望快速放量。首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**下游终端市场需求不及预期风险，新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险，市场竞争加剧风险，产能扩充进度不及预期的风险，系统性风险等。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	314	324	370	460	562
YoY(%)	50.6	3.0	14.4	24.2	22.1
归母净利润(百万元)	35	23	34	50	66
YoY(%)	49.9	-33.5	46.1	46.9	31.9
毛利率(%)	29.3	23.3	28.6	30.6	32.5
EPS(摊薄/元)	0.40	0.26	0.39	0.57	0.75
ROE(%)	8.3	5.3	3.3	4.7	5.8
P/E(倍)	143.4	215.6	147.6	100.4	76.2
P/B(倍)	11.9	11.4	4.9	4.7	4.4
净利率(%)	11.1	7.2	9.2	10.9	11.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测和估值

### 1、盈利预测核心假设

1) 电镀液及配套试剂：公司已成为国内前二的半导体封装用电镀液及配套试剂生产企业，在集成电路封装电镀领域国内市场份额超过 20%。公司传统封装用电镀液产品在主流封测厂商实现了对国际竞品的替代，多款先进封装用电镀液产品进入放量阶段，晶圆制造用大马士革镀铜工艺的添加剂有望 2024 年实现量产。我们预计 2023-2025 年，公司电镀液及配套试剂营收分别为 1.81/2.27/2.82 亿元，同比分别为 23.00%/26.00%/24.00%，毛利率分别为 43.00%/44.00%/45.00%，营收占比分别为 48.74%/49.45%/50.22%。

2) 光刻胶及配套试剂：当前国产光刻胶正处于由中低端向中高端过渡阶段，国产替代空间广阔。公司以先进封装用光刻胶配套试剂为切入点，成功实现附着力促进剂、显影液、去除剂、蚀刻液等产品在下游封装厂商的规模化供应。多款光刻胶已通过客户认证实现批量供应，其中先进封装用 g/i 线负性光刻胶 2023 年有望实现营收 1500~2050 万元。我们预计 2023-2025 年，公司光刻胶及配套试剂营收分别为 0.82/1.09/1.39 亿元，同比分别为 42.00%/32.00%/28.00%，毛利率分别为 30.00%/30.50%/32.00%，营收占比分别为 22.21%/23.60%/24.75%。

3) 电镀配套材料：公司提供电镀工艺配套的锡球、镍饼等阳极金属材料及阳极袋、退镀用胶条等辅材。其中，锡球是电镀配套材料的主要营收来源，可用于补充电镀液中被消耗的锡离子。公司预计 2023 年锡球业务营收为 0.78~0.97 亿元，毛利额为 153~191 万元。我们预计 2023-2025 年，公司电镀配套材料营收分别为 1.01/1.17/1.34 亿元，同比分别为 -10.00%/16.00%/14.00%，毛利率分别为 2.00%/5.00%/7.00%，营收占比分别为 27.30%/25.50%/23.81%。

4) 其他电子化学品：公司其他电子化学品主要为感光油墨。感光油墨对紫外线敏感，并且能通过紫外线固化，主要用于 PCB 电子线路板自动化生产制造中的文字打印等。我们预计 2023-2025 年，公司其他电子化学品营收分别为 0.02/0.02/0.02 亿元，同比分别为 10.00%/10.00%/10.00%，毛利率分别为 64.00%/64.00%/64.00%，营收占比分别为 0.52%/0.46%/0.42%。

5) 其他业务：我们预计 2023-2025 年，公司其他业务营收分别为 0.05/0.05/0.05 亿元，同比分别为 0.00%/0.00%/0.00%，毛利率分别为 10.00%/10.00%/10.00%，营收占比分别为 1.23%/0.99%/0.81%。

综上，我们预计 2023-2025 年，公司总营收分别为 3.70/4.60/5.62 亿元，同比分别为 14.42%/24.20%/22.09%，毛利率分别为 28.62%/30.63%/32.53%。

表 1：艾森股份业务指标预测（亿元，%）

业务	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电镀液及配套试剂	营收	1.46	1.47	1.81	2.27	2.82
	营收同比	25.56%	0.83%	23.00%	26.00%	24.00%
	毛利率	46.41%	43.60%	43.00%	44.00%	45.00%
	营收占比	46.29%	45.34%	48.74%	49.45%	50.22%
光刻胶及配套试剂	营收	0.48	0.58	0.82	1.09	1.39

业务	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
	营收同比	94.48%	21.86%	42.00%	32.00%	28.00%
	毛利率	31.96%	23.67%	30.00%	30.50%	32.00%
	营收占比	15.12%	17.89%	22.21%	23.60%	24.75%
电镀配套材料	营收	1.17	1.12	1.01	1.17	1.34
	营收同比	81.14%	-3.61%	-10.00%	16.00%	14.00%
	毛利率	6.59%	-3.51%	2.00%	5.00%	7.00%
	营收占比	37.08%	34.71%	27.30%	25.50%	23.81%
其他电子化学品	营收	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
	营收同比	114.36%	19.69%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	47.77%	63.78%	64.00%	64.00%	64.00%
	营收占比	0.56%	0.65%	0.52%	0.46%	0.42%
其他业务	营收	0.03	0.05	0.05	0.05	0.05
	营收同比	-5.45%	51.72%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	23.05%	9.42%	10.00%	10.00%	10.00%
	营收占比	0.95%	1.40%	1.23%	0.99%	0.81%
合计	总营收	3.14	3.24	3.70	4.60	5.62
	总营收同比	50.65%	2.95%	14.42%	24.20%	22.09%
	综合毛利率	29.25%	23.33%	28.62%	30.63%	32.53%

资料来源：公司公告，Wind，华金证券研究所 注：其他业务数据来自Wind

## 2、可比公司估值与投资建议

我们选取了上海新阳、安集科技和晶瑞电材三家 A 股上市公司作为可比公司。上海新阳是国内半导体封装领域电镀液产品主要供应商之一，产品包括大马士革铜互连、TSV、Bumping 电镀液及配套添加剂，此外还提供晶圆制造用刻蚀液、清洗液、光刻胶、化学机械研磨液等产品。安集科技是国内集成电路领域化学机械抛光液主要供应商，同时供应集成电路领域光刻胶去除剂（清洗液）；2023 年 11 月，安集科技发布公告，拟新建上海安集集成电路材料基地项目，项目建成后将新增 3400 吨新型配方工艺化学品及配套产品（电镀液及添加剂）生产能力。晶瑞电材主要产品包括光刻胶及配套材料、超净高纯化学品、锂电池材料和基础化工材料，是国内最早规模量产光刻胶的企业之一

艾森股份先进封装用电镀液以及光刻胶产品已实现批量供应，且有多款新品处于导入认证阶段；相比国内其他公司产品，公司产品兼具稀缺性和先发优势。未来随着下游终端逐渐复苏，叠加先进封装渗透率提升刺激需求，公司产品有望进入快速放量阶段。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值（元，亿元，元/股）

公司	股价	归母净利润			EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
上海新阳	34.17	1.57	2.05	2.88	0.50	0.65	0.92	69.08	52.91	37.66
安集科技	151.98	4.03	5.08	6.36	4.07	5.13	6.42	38.36	30.45	24.35
晶瑞电材	9.24	0.62	1.59	2.28	0.06	0.16	0.23	153.07	59.31	41.34

公司	股价	归母净利润			EPS			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
均值					1.54	1.98	2.52	86.84	47.56	34.45
艾森股份	56.95	0.34	0.50	0.66	0.39	0.57	0.75	147.57	100.42	76.16

资料来源: Wind 一致预期, 艾森股份盈利预测来自华金证券研究所 注: 数据取自 2023 年 12 月 26 日

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	289	258	947	911	890	<b>营业收入</b>	314	324	370	460	562
现金	17	8	617	504	401	营业成本	222	248	264	319	379
应收票据及应收账款	134	118	179	205	245	营业税金及附加	1	2	2	2	3
预付账款	4	4	6	7	9	营业费用	17	18	20	25	30
存货	41	35	46	51	64	管理费用	16	19	17	21	26
其他流动资产	94	94	100	144	172	研发费用	23	24	30	38	51
<b>非流动资产</b>	247	305	337	403	477	财务费用	0	-2	-2	-1	-0
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-1	-2	0	0
固定资产	86	198	221	275	343	公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
无形资产	9	12	12	13	15	投资净收益	2	2	0	0	0
其他非流动资产	151	94	104	115	118	<b>营业利润</b>	38	17	38	56	73
<b>资产总计</b>	536	562	1284	1314	1366	营业外收入	1	2	0	0	0
<b>流动负债</b>	114	110	224	214	209	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	16	33	135	86	40	<b>利润总额</b>	39	19	38	56	73
应付票据及应付账款	79	60	66	86	94	所得税	4	-4	4	6	7
其他流动负债	19	17	24	42	75	<b>税后利润</b>	35	23	34	50	66
<b>非流动负债</b>	0	11	40	31	21	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	8	36	27	18	<b>归属母公司净利润</b>	35	23	34	50	66
其他非流动负债	0	3	3	3	3	EBITDA	43	32	48	71	105
<b>负债合计</b>	114	121	264	244	231						
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	66	66	88	88	88	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	270	270	792	792	792	<b>成长能力</b>					
留存收益	76	93	127	177	243	营业收入(%)	50.6	3.0	14.4	24.2	22.1
归属母公司股东权益	422	441	1020	1070	1136	营业利润(%)	54.3	-54.9	119.5	46.9	31.9
<b>负债和股东权益</b>	536	562	1284	1314	1366	归属于母公司净利润(%)	49.9	-33.5	46.1	46.9	31.9
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	29.3	23.3	28.6	30.6	32.5
						净利率(%)	11.1	7.2	9.2	10.9	11.7
						ROE(%)	8.3	5.3	3.3	4.7	5.8
						ROIC(%)	8.1	5.4	2.6	3.5	4.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	21.3	21.5	20.6	18.6	16.9
						流动比率	2.5	2.3	4.2	4.3	4.3
						速动比率	2.0	1.3	3.7	3.6	3.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	2.7	2.6	2.5	2.4	2.5
						应付账款周转率	4.5	3.6	4.2	4.2	4.2
						<b>估值比率</b>					
						P/E	143.4	215.6	147.6	100.4	76.2
						P/B	11.9	11.4	4.9	4.7	4.4
						EV/EBITDA	116.1	156.8	95.3	64.5	44.0

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)