



安集科技(688019.SH)

【联讯化工】安集科技公司深度报告-国内抛光液龙头，芯片主流供应商

2019年07月18日

投资要点

买入(首次评级)

发行价: 39.19 元

分析师: 于庭泽

执业编号: S0300518070002

电话: 010-66235689

邮箱: yutingze@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)

盈利预测

| 百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 232.4 | 247.8 | 297.4 | 386.6 |
| (+/-) % | 18.2 | 6.6 | 20.0 | 30.0 |
| 归母净利润 | 39.9 | 45.0 | 61.2 | 116.6 |
| (+/-) % | 6.1 | 12.8 | 36.0 | 90.7 |
| EPS(元) | 1.00 | 1.13 | 1.15 | 2.20 |
| P/E | 39.17 | 34.72 | 34.03 | 17.85 |

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

◇ 公司是国内抛光液龙头企业

公司主要产品是化学机械抛光液和光刻胶去除剂, 应用于集成电路制造, 是国内抛光液龙头企业, 主要客户包括中芯国际、长江存储, 台积电、联电等。

◇ 抛光液和光刻胶市场前景广阔, 进口替代空间大

公司打破了国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液的垄断, 实现了进口替代, 使中国在该领域拥有了自主供应能力。根据相关资料显示, 2016 年、2017 年和 2018 年全球化学机械抛光液市场规模分别为 11 亿美元、12 亿美元和 12.7 亿美元, 预计 2017-2020 年全球 CMP 抛光液材料市场规模年复合增长率为 6%。

◇ 募投项目扩建产能, 持续扩大市场份额

公司本次募集资金净额为 47,489 万元, 其中拟投资科技创新领域(包括 CMP 抛光液生产线扩建项目、安集集成电路材料基地项目、集成电路材料研发中心建设项目)的资金为 28,310 万元。随着募投扩建项目达产, 公司有望持续扩大抛光液市场份额, 巩固国内龙头地位。

◇ 盈利预测与投资评级

抛光液和光刻胶市场前景广阔, 进口替代空间大。考虑到公司抛光液开工率逐步爬坡, 随着募投项目陆续达产以及新客户不断开拓, 未来公司在抛光液市场的占有率有望持续提升, 我们预计公司 19/20 年实现净利润 0.61/1.17 亿, 对应上市后 PE34/18 倍, 可比主板公司鼎龙股份 19/20 年对应 PE 的 wind 一致预期为 22/18 倍, 考虑到公司业务更加纯粹, 有望给予一定估值溢价, 首次覆盖给予“买入”评级。

◇ 风险提示

客户集中度较高、新客户开拓不达预期、原材料价格波动、科创板市场波动



目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 一、国内抛光液龙头企业，国内芯片主流供应商..... | 3 |
| 二、公司股权结构清晰，组织结构完整，核心团队经验丰富..... | 3 |
| 三、财务指标稳步提升，净利润同比增速大涨..... | 6 |
| 四、抛光液和光刻胶市场前景广阔，进口替代空间大..... | 7 |
| 五、募投项目扩建产能，持续扩大市场份额..... | 12 |
| 六、盈利预测..... | 12 |

图表目录

| | |
|----------------------------|----|
| 图 1： 安集科技股权结构..... | 3 |
| 图 2： 公司员工专业结构..... | 5 |
| 图 3： 公司员工学历情况..... | 5 |
| 图 4： 研发费用与占比..... | 5 |
| 图 5： 营业收入及同比增长率..... | 6 |
| 图 6： 归母净利润及增长率..... | 6 |
| 图 7： 资产负债率..... | 6 |
| 图 8： 销售毛、净利率..... | 6 |
| 图 9： 营业收入产品构成..... | 7 |
| 图 10： 营业收入地区构成..... | 7 |
| 图 11： CPM 工艺原理图..... | 8 |
| 图 12： 全球 CPM 抛光材料市场规模..... | 9 |
| 图 13： 化学机械抛光液收入与毛利..... | 9 |
| 图 14： 化学机械抛光液收入构成..... | 10 |
| 图 15： 化学机械抛光液毛利率..... | 10 |
| 图 16： 全球集成电路光刻胶市场规模..... | 10 |
| 图 17： 化学机械抛光液收入与毛利..... | 11 |
| 图 18： 光刻胶去除剂收入构成..... | 11 |
| 表 1： 发行前后股东持股比例..... | 3 |
| 表 2： 安集科技子公司汇总..... | 4 |
| 表 3： 安集科技主要客户汇总..... | 7 |
| 表 4： 安集科技销售额..... | 9 |



一、国内抛光液龙头企业，国内芯片主流供应商

公司主营业务为关键半导体材料的研发和产业化。公司主要产品是化学机械抛光液和光刻胶去除剂，应用于集成电路制造。公司致力于为集成电路行业提供创新、高性能及成本优势的产品和解决方案。为中芯国际、长江存储，台积电、联电等企业提供先进的产品和服务。此外，公司注重产品和技术研发，专利储备雄厚。截止 2018 年 12 月 31 日，公司拥有授权发明专利 190 项，覆盖中国大陆、中国台湾、美国、新加坡、韩国等多个国家和地区。

二、公司股权结构清晰，组织结构完整，核心团队经验丰富

公司目前无实际控制人。发行人现有 8 名股东，其中控股股东 Anji Cayman 持股 56.64%，报告期内均为发行人控股股东。其他持有 5%以上股份的股东主要有国家集成电路基金（15.43%），张江科创（8.91%），大辰科技（6.03%），春生三号（5.81%）。其他持有 5%以下的股东有信芯投资、安续投资、北京集成电路基金。股权具体结构如下：

图1：安集科技股权结构



资料来源：公司公告、联讯证券

根据公司招股书，公司本次发行前总股本为 39,831,285 股。本次拟公开发行人民币普通股不低于 13,277,095 股，占公司发行后总股本的比例不低于 25%。本次发行全部为新股发行，原股东不公开发售股份，募集资金净额 47,489.19 万元，发行后总股本 53,108,380 股。

表 1：发行前后股东持股比例

| 序号 | 股东名称 | 发行前 | | 发行后 | |
|----|------|---------|----------|---------|----------|
| | | 持股数 (股) | 持股比例 (%) | 持股数 (股) | 持股比例 (%) |



| | | | | | |
|----|-------------|----------|---------|----------|---------|
| 1 | Anji Cayman | 22560328 | 56.64% | 22560328 | 42.48% |
| 2 | 国家集成电路基金 | 6144572 | 15.43% | 6144572 | 11.57% |
| 3 | 张江科创 | 3548735 | 8.91% | 3548735 | 6.68% |
| 4 | 大辰科技 | 2400028 | 6.03% | 2400028 | 4.52% |
| 5 | 春生三号 | 2314509 | 5.81% | 2314509 | 4.36% |
| 6 | 信芯投资 | 1908244 | 4.79% | 1908244 | 3.59% |
| 7 | 安续投资 | 593424 | 1.49% | 593424 | 1.12% |
| 8 | 北京集成电路基金 | 361445 | 0.91% | 361445 | 0.68% |
| 9 | 本次发行流通股股东 | - | - | 13277095 | 25.00% |
| 合计 | | 39831285 | 100.00% | 53108380 | 100.00% |

资料来源：公司招股说明书、联讯证券

公司共有 3 家全资子公司，分别为上海安集、宁波安集、台湾安集。公司无参股子公司。

表 2：安集科技子公司汇总

| 企业名称 | 安集微电子（上海）有限公司 | 宁波安集微电子科技有限公司 | 台湾安集微电子科技有限公司 |
|------|--|--------------------------|--------------------------------|
| 成立日期 | 2004 年 9 月 | 2017 年 5 月 | 2015 年 9 月 |
| 注册资本 | 5926 万人民币 | 4000 万人民币 | 1200 万新台币 |
| 经营范围 | 微电子材料研究、设计、生产，微电子材料及设备的销售，技术进出口业务，技术服务与咨询。 | 电子产品、集成电路、半导体材料的技术研发、设计。 | 化学原料批发，其他化学制品批发，精密仪器批发，电子材料批发。 |
| 财务数据 | 总资产 | 9560 万元 | 3983 万元 |
| | 净资产 | 2726 万元 | 3922 万元 |
| | 净利润 | 134 万元 | -72 万元 |

资料来源：公司招股说明书、联讯证券

公司的管理层及核心技术人员共有 7 名，分别为：

1. Shumin Wang 女士，1964 年出生，历任美国莱斯大学材料化学博士后，美国休斯顿大学材料化学博士后，美国 IBM 公司研发总部研究员，Cabot Microelectronics 科学家、项目经理、亚洲技术总监。2004 年 9 月至今历任上海安集首席执行官、董事、董事长、执行董事兼总经理。

2. 杨逊女士 1978 年出生，中国国籍，无境外永久居留权。中国人民大学劳动经济学专业在职研究生学历。历任上海联创投资-美国由尔进出口（上海）有限公司总经理助理记人事主管，斯宾菲德精密仪表（上海）有限公司人力资源及行政部经理。2004 年 7 月至今历任上海安集办公室经理、行政人事总监、常务副总裁；2015 年 12 月至今任上海安续投资中心（有限合伙）执行事务合伙人。2017 年 6 月至今任公司副总经理。

3. Yuchun Wang（王雨春）先生，1953 年出生，加州大学分校材料工程专业博士学位。历任 Applied Materials 工程师，NuTool 技术经理，Cabot Microelectronics 技术专家、项目负责人，Applied Materials 全球产品经理、资深技术经理。2011 年 3 月至 2017 年 6 月任安集有限副总裁。2017 年 6 月至今任公司副总经理。



4. 郝建芬女士，1972 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，华东理工大学材料学专业硕士学历，上海市工程系列集成电路专业高级工程师，入选“张江人才”。历任上海胶带股份有限公司项目主管，上海纳诺微新材料科技有限公司技术部主任。2005 年 1 月至今历任上海安集研发工程师、研发经理、研发总监、产品管理总监。

5. 彭洪修先生，1976 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，华东理工大学材料学专业硕士学历，香港大学/复旦大学工商管理学（国际课程）硕士学历，上海市工程系列集成电路专业高级工程师，入选“张江人才”、“上海市青年科技启明星”。历任中芯国际集成电路制造有限公司 资深副工程师、课经理。2005 年 9 月至今历任上海安集资深研发经理、产品管理总监。

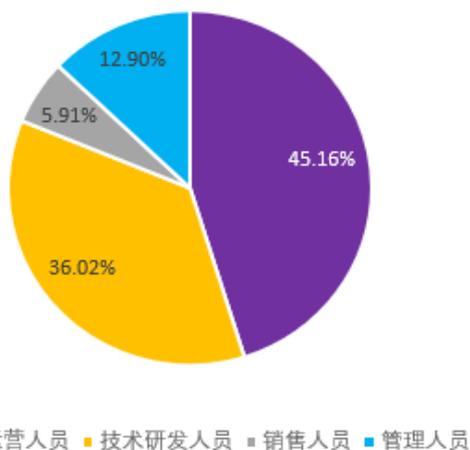
6. 王徐承先生，1978 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，复旦大学物理化学专业硕士学历。历任应用材料（中国）有限公司工艺支持 主管，Innovolight Inc.现场服务工程师。2011 年 9 月至 2017 年 6 月任 安集有限产品经理、质量总监；2017 年 6 月至今任公司质量总监。

公司及其子公司 2016 年末、2017 年末、2018 年末在册员工人数分别为 154 人、176 人、186 人。

公司产品技术以自主研发、创新为主，且与高校、客户等外部单位建立了良好的合作关系，开展合作研发。公司的产品具有“定制化”特点，即预测芯片行业发展趋势，并在市场形成需求前和下游客户沟通，建立紧密联系，定向改进或设计出满足客户新技术、新产品线所需要的定制化产品。

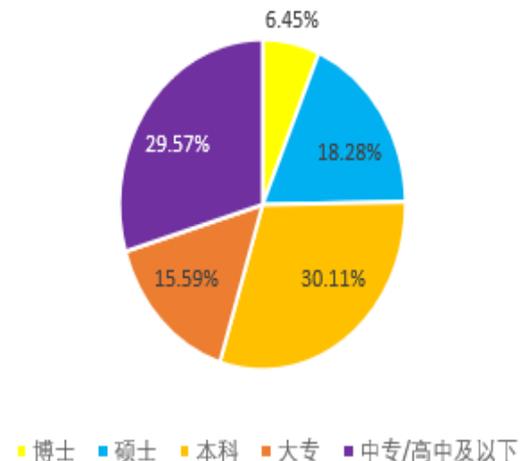
截至 2018 年末，公司技术研发人员 67 人，占比 36%，其中公司核心技术人员 6 人，最近两年未发生变动。公司近几年维持较高的研发投入，2016 至 2018 年研发费用占总收入比例均超过了 20%。

图2： 公司员工专业结构



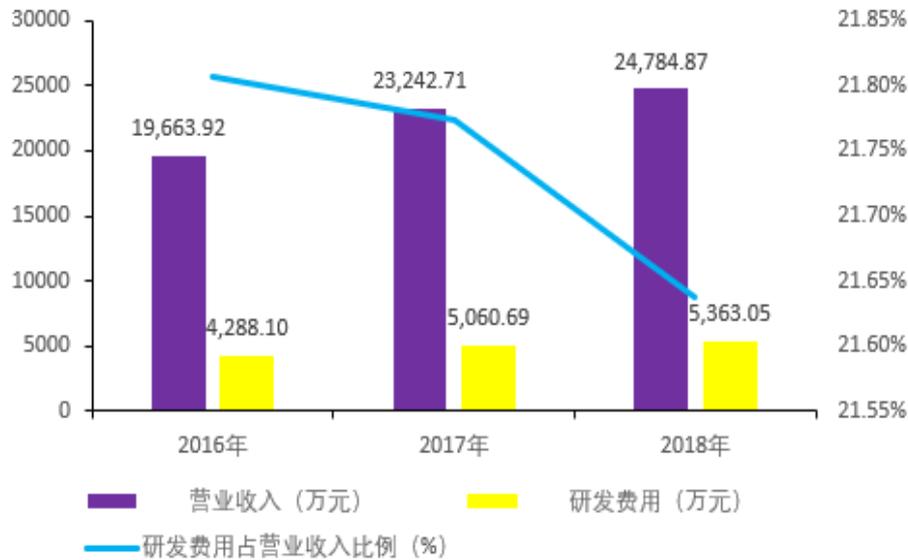
资料来源：wind、联讯证券

图3： 公司员工学历情况



资料来源：wind、联讯证券

图4： 研发费用与占比

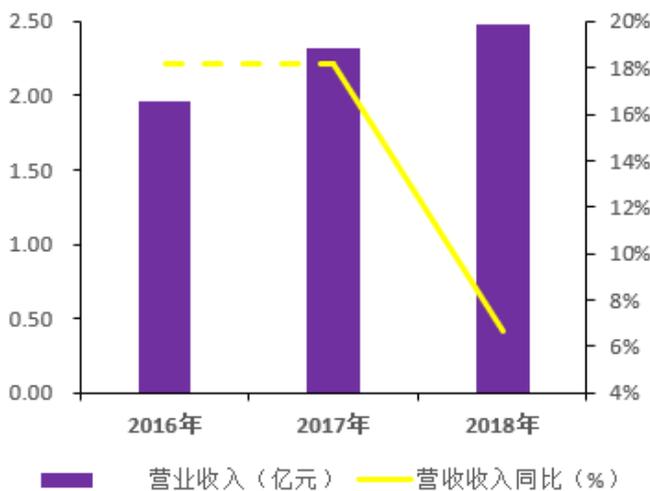


资料来源：招股说明书、联讯证券

三、财务指标稳步提升，净利润同比增速大涨

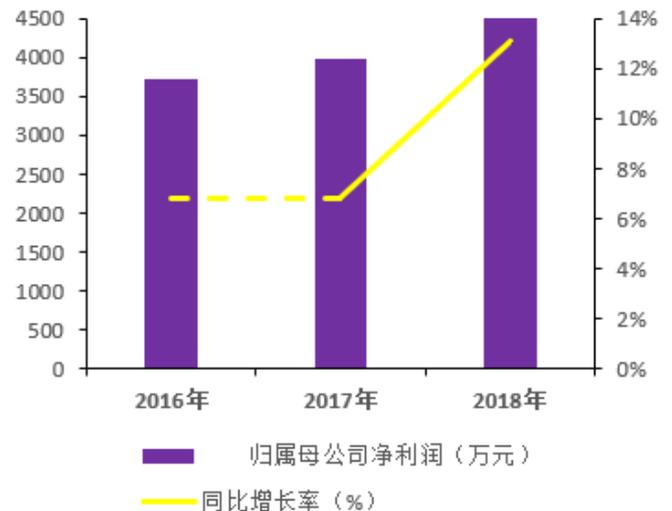
公司近三年营收和利润稳步提升。营业收入近三年分别为 2016 年 1.97 亿元，2017 年 2.32 亿元和 2018 年 2.48 亿元。净利润方面逐年增长，2016 至 2018 三年分别为 3723 万元，3977 万元和 4499 万元，且 2018 年同比增速由 2017 年的 7% 大幅上升到 13%。公司销售毛利率表现同样亮眼，三年来始终维持在 50% 以上的水平。

图5： 营业收入及同比增长率



资料来源：招股说明书、联讯证券

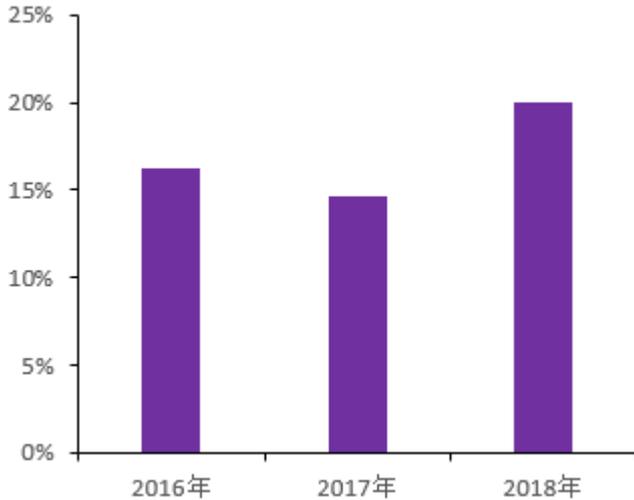
图6： 归母净利润及增长率



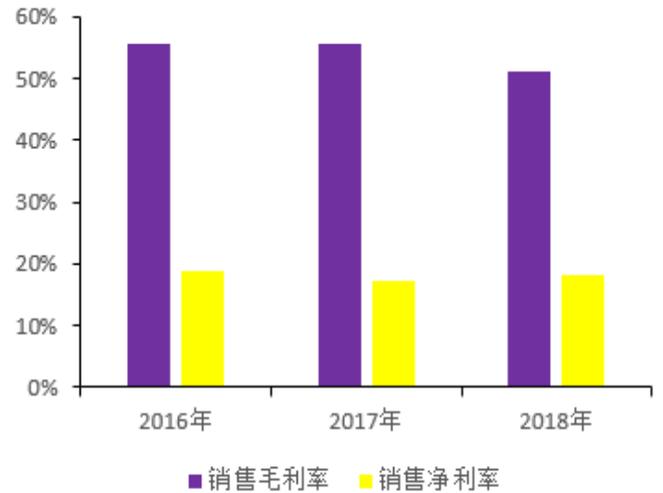
资料来源：招股说明书、联讯证券

图7： 资产负债率

图8： 销售毛、净利率



资料来源：中国产业信息网、联讯证券



资料来源：我的农产品网、联讯证券

四、抛光液和光刻胶市场前景广阔，进口替代空间大

公司是国内抛光液市场龙头，积累众多优质客户。公司主要产品是化学机械抛光液和光刻胶去除剂，应用于集成电路制造。2018 年公司营业收入 2.48 亿元，其中，化学机械抛光液占比为 83%，光刻胶去除剂占比为 17%。产品销售地区主要为中国大陆（90%），海外占比 10%。公司依靠高性能和成本优势的产品，通过本土化、定制化的服务，积累了众多优质客户资源，包括中国大陆的中芯国际、长江宏力、华润微电子和台湾地区的台积电等。同时，公司积极开拓了与全球其他国家客户的关系，遍及美国、新加坡、马来西亚、意大利、比利时等国家。

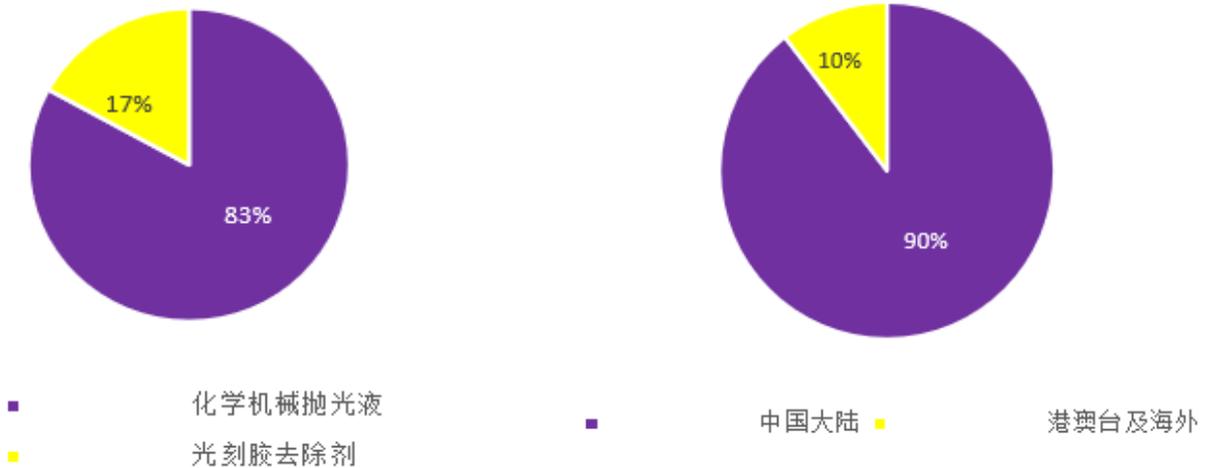
表 3：安集科技主要客户汇总

| 序号 | 客户简称 | 是否上市 | 行业地位 |
|----|-------|------|--|
| 1 | 中芯国际 | 是 | 2017 年全球第五大晶圆代工企业、2017 年中国第二大晶圆制造企业。中国内地技术最全面、配套最完善、规模最大、跨国经营的集成电路制造企业 |
| 2 | 台积电 | 是 | 2017 年全球第一大晶圆代工企业 |
| 3 | 长江存储 | 否 | 专注于 3DNAND 闪存芯片设计、生产和销售的 IDM 存储器公司，成功设计并制造了中国首批 3DNAND 闪存芯片，2018 年发布突破性技术 Xtacking，2017 年中国第九大晶圆代工企业 |
| 4 | 华润微电子 | 否 | 2017 年中国第六大晶圆代工企业 |
| 5 | 华虹宏力 | 是 | 2017 年中国第五大晶圆代工企业 |

资料来源：公司招股说明书、联讯证券

图9： 营业收入产品构成

图10： 营业收入地区构成



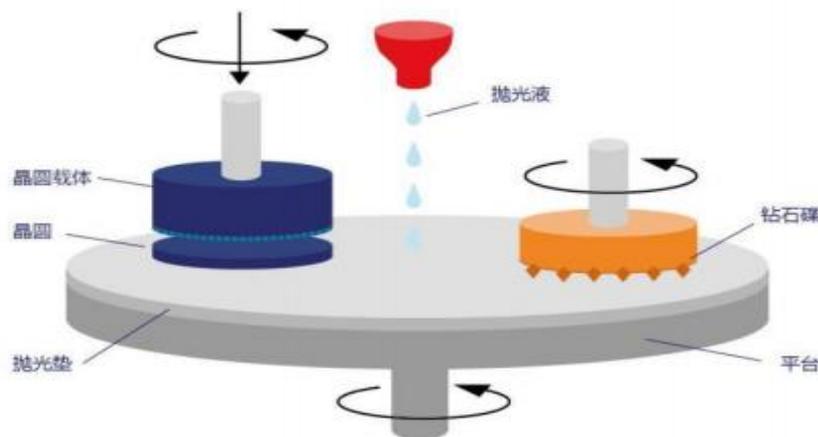
资料来源：公司招股说明书、联讯证券

资料来源：公司招股说明书、联讯证券

根据抛光对象不同，公司化学机械抛光液包括铜及铜阻挡层系列和其他系列产品。铜及铜阻挡层系列化学机械抛光液用于抛光铜及铜阻挡层以分离铜和相邻的绝缘材料，主要应用于制造先进的逻辑芯片和存储芯片。技术节点涵盖 130-28nm 芯片制程，可以满足国内芯片制造商要求，并已在海外实现突破。公司其他系列化学机械抛光液包括钨抛光液、硅抛光液、氧化物抛光液等产品，以供应国内外多家芯片制造商。

化学机械抛光(CMP)是集成电路制造过程中实现晶圆表面平坦化的关键工艺。具体是通过表面化学作用和机械研磨技术结合来实现晶圆表面微米/纳米级不同材料的去除，从而达到晶圆表面的高度平坦化效应，使下一步的光刻工艺得以进行。

图 11: CMP 工艺原理图



资料来源：公司招股说明书、联讯证券

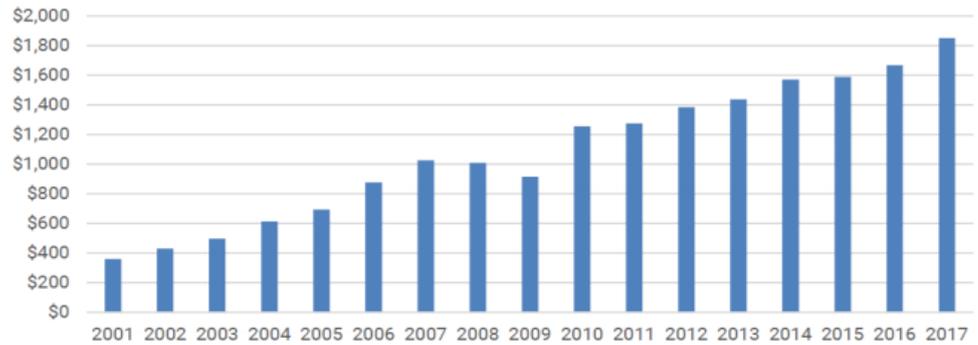
公司打破了国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液的垄断。公司在抛光液领域成功实现了进口替代，使中国在该领域拥有了自主供应能力。公司经过多年以来的技术和经验积累、品牌建设，凭借扎实的研发实力及成本、管理和服务等方面的优势，在半导体材料行业取得了一定的市场份额和品牌知名度。



根据相关资料显示, 2016 年、2017 年和 2018 年全球化学机械抛光液市场规模分别为 11 亿美元、12 亿美元和 12.7 亿美元, 预计 2017-2020 年全球 CMP 抛光液材料市场规模年复合增长率为 6%。

图12: 全球 CPM 抛光材料市场规模

2001-2017 全球 CMP 抛光材料市场规模 (百万美元)



资料来源: 公司招股说明书、联讯证券

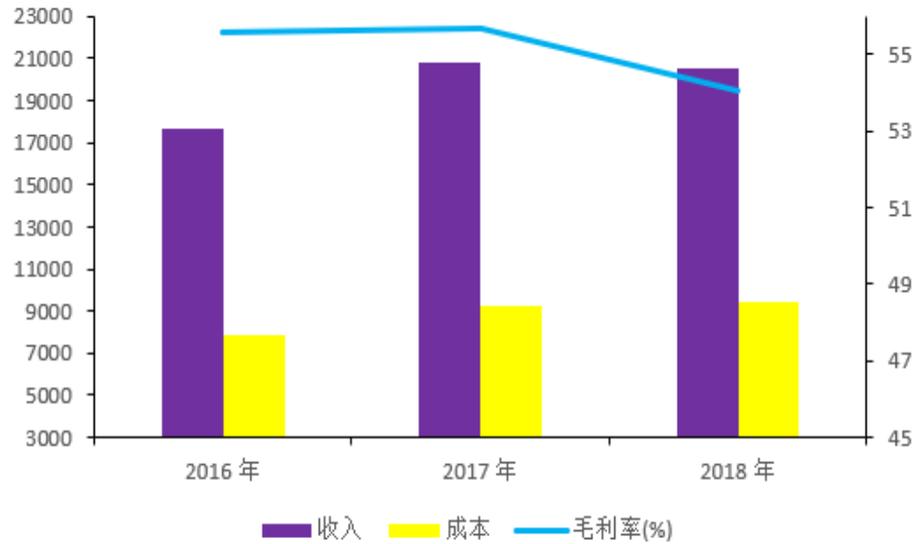
表 4: 安集科技销售额

| 项目 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 |
|-------------|---------|---------|---------|
| 全球销售额 (万美元) | 110,000 | 120,000 | 127,000 |
| 公司销售额 (万元) | 17,648 | 20,835 | 20,516 |
| 公司销售额 (万美元) | 2,657 | 3,086 | 3,100 |
| 公司全球市场占有率 | 2.42% | 2.57% | 2.44% |

资料来源: 公开招股说明书、联讯证券

化学机械抛光液业务近三年的营业收入分别为 1.76 亿元、2.08 亿元和 2.05 亿元。毛利率分别为 55.57%、55.69%和 54.06%。业务量和毛利率较稳定。其中, 铜及铜阻挡层系列业务收入占主要, 是公司最主要的收入来源, 近三年分别为 1.5 亿元、1.7 亿元和 1.6 亿元。其他业务收入占比虽少, 但收入和毛利率逐年提升, 从 2016 年的 2620 万元, 26.73%到 2018 年的 4079 万元, 41.84%。

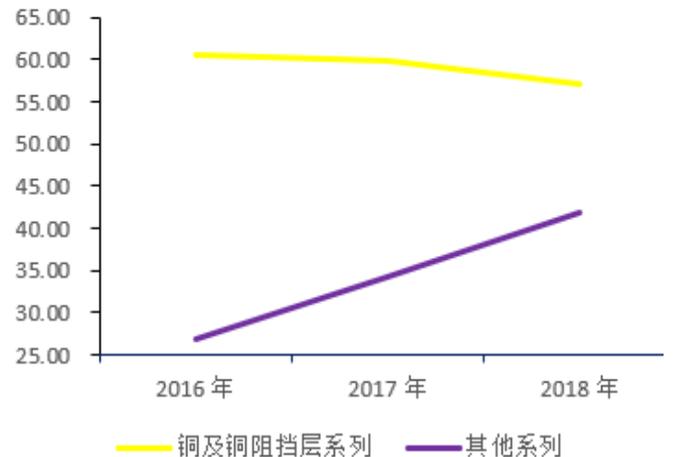
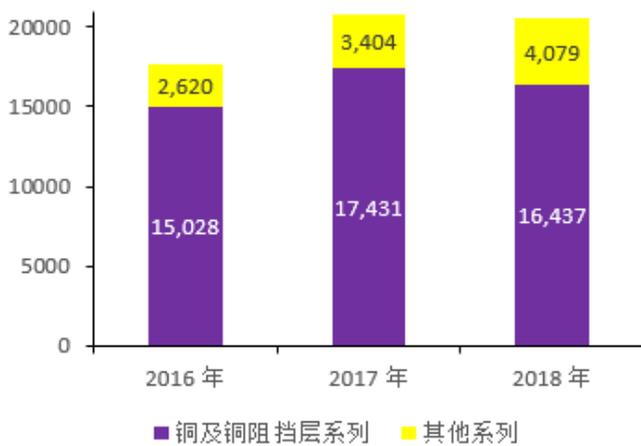
图13: 化学机械抛光液收入与毛利



资料来源：招股说明书、联讯证券

图14： 化学机械抛光液收入构成

图15： 化学机械抛光液毛利率



资料来源：招股说明书、联讯证券

资料来源：招股说明书、联讯证券

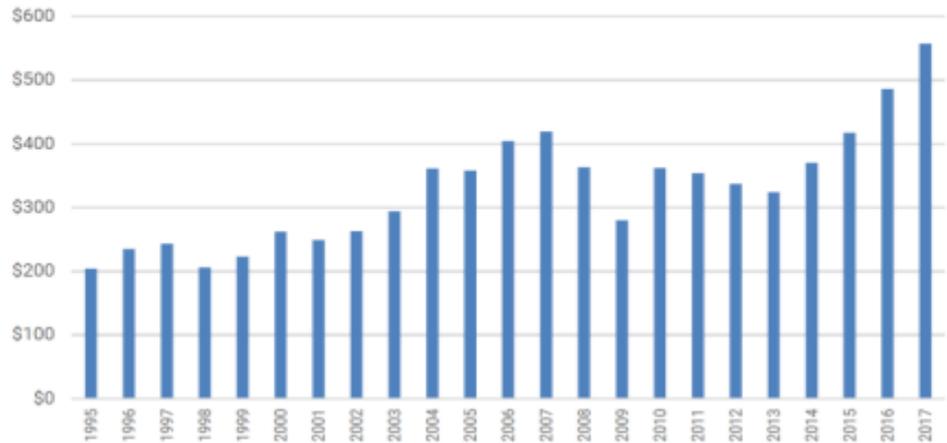
根据光刻胶下游应用领域不同，公司光刻胶去除剂包括集成电路制造用、晶圆级封装用、LED/OLED 用等系列产品。产品主要用于图形化工艺光刻胶残留物去除的高端湿化学品。核心技术包括光阻清晰中金属防腐技术、光刻胶残留物去除技术。

公司光刻胶去除产品销售收入及占比逐年增加，除应用于集成电路领域外，还应用于 LED/OLED 领域。根据 SEMI，2014 年全球集成电路领域光刻胶去除剂市场反弹，并在 2015-2017 年持续增长，2017 年达到 5.57 亿美元。

图16： 全球集成电路光刻胶市场规模



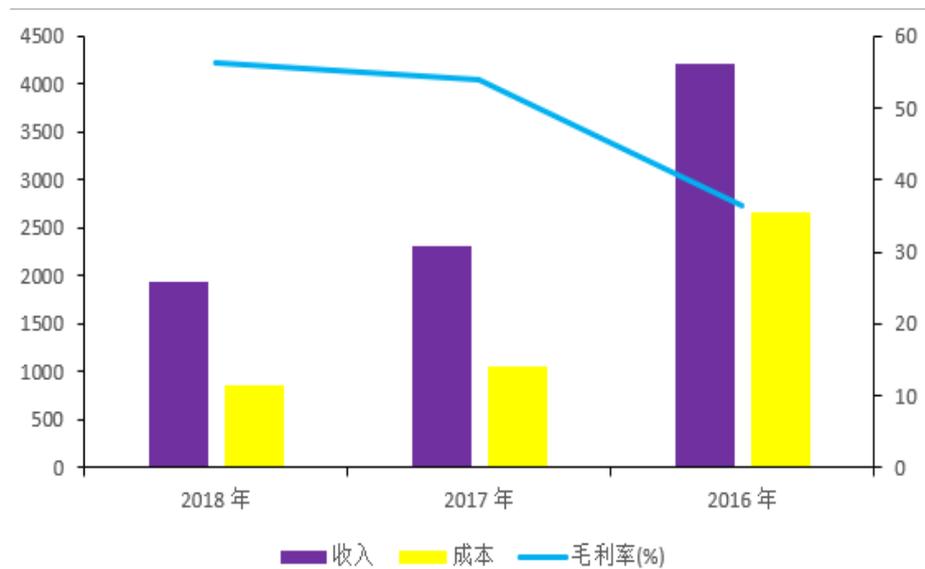
1995-2017 全球集成电路领域光刻胶去除剂市场规模（百万美元）



资料来源：公司招股说明书、联讯证券

光刻胶去除剂业务近三年的营业收入分别为 1942 万元、2301 万元和 4205 万元，2017 年度和 2018 年度增长率分别为 18.5%和 82.77%。毛利率分别为 56.17%、53.8%和 36.5%。业务量和毛利率成反比关系。其中，LED/OLED 用业务收入占比 44%，集成电路制造用占比 30.37%，晶圆级封装用占比 25.69%。

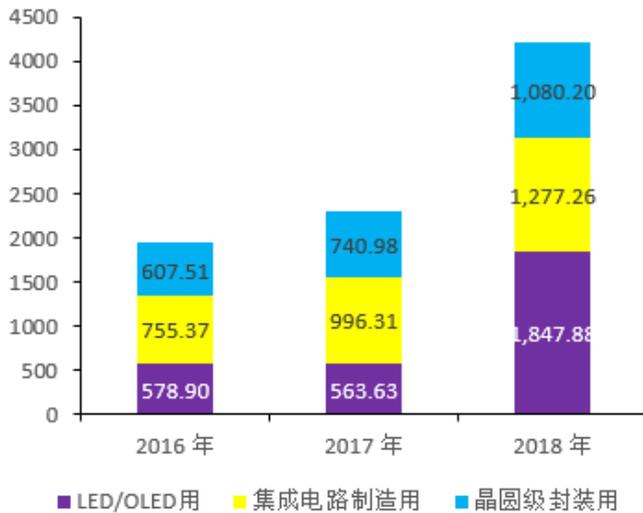
图17： 化学机械抛光液收入与毛利



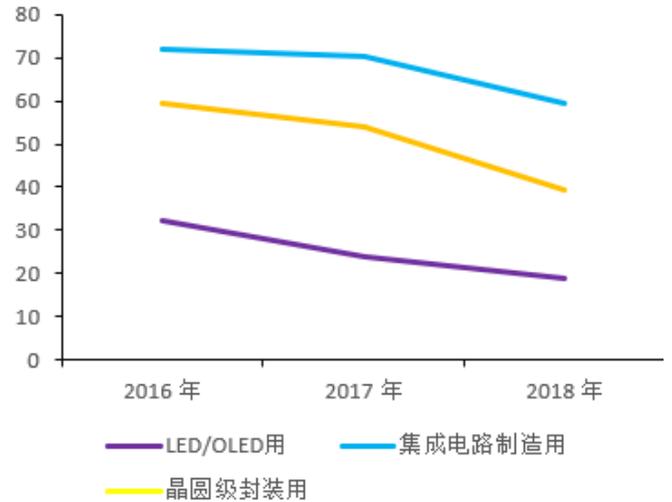
资料来源：招股说明书、联讯证券

图18： 光刻胶去除剂收入构成

图19： 光刻胶去除剂毛利率



资料来源: 招股说明书、联讯证券



资料来源: 招股说明书、联讯证券

五、募投项目扩建产能，持续扩大市场份额

本次发行募集资金扣除发行费用后，公司将按照轻重缓急依次投入四个项目。其中，CMP 抛光液生产线扩建项目、安集集成电路材料基地项目属于科技创新领域。此外，公司募集资金投向集成电路材料研发中心建设项目，将为公司主营业务发展提供更多技术支持，加强企业自主创新能力，提升企业核心竞争力。

公司募集资金总额为 30,310 万元，其中拟投资科技创新领域（包括 CMP 抛光液生产线扩建项目、安集集成电路材料基地项目、集成电路材料研发中心建设项目）的资金为 28,310 万元，占比 93.4%。对于超募的部分，将用于主营业务，重点投向科技创新领域，不直接投资或间接投资与主营业务无关的公司。

表 4：募集资金投资项目

| 序号 | 项目名称 | 预计投资总额 | 拟投入资金 | 项目建设期 |
|----|-------------------|--------|-------|-------|
| 1 | 安集上海 CMP 抛光液生产线扩建 | 12000 | 12000 | 2 年 |
| 2 | 安集集成电路材料基地 | 10500 | 9410 | 2 年 |
| 3 | 安集微电子集成电路材料研发中心 | 6900 | 6900 | 2 年 |
| 4 | 安集上海信息系统升级 | 2000 | 2000 | 2 年 |

资料来源: 公司招股说明书、联讯证券

六、盈利预测

抛光液和光刻胶市场前景广阔，进口替代空间大。考虑到公司抛光液开工率逐步爬坡，随着募投项目陆续达产以及新客户不断开拓，未来公司在抛光液市场的占有率有望持续提升，我们预计公司 19/20 年实现净利润 0.61/1.17 亿，对应上市后 PE34/18 倍，可比主板公司鼎龙股份 19/20 年对应 PE 的 wind 一致预期为 22/18 倍，考虑到公司业务更加纯粹，有望给予一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。



附录：公司财务预测表（百万元）

| 资产负债表 | | | | | 现金流量表 | | | | |
|------------|-------------|-------------|--------------|--------------|---------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
| 流动资产 | 265.8 | 350.0 | 412.7 | 522.3 | 经营活动现金流 | 27.1 | 59.8 | 64.8 | 71.9 |
| 现金 | 65.0 | 139.8 | 191.7 | 232.7 | 净利润 | 39.9 | 45.0 | 61.2 | 116.6 |
| 应收账款 | 44.6 | 58.2 | 52.4 | 68.1 | 折旧摊销 | 9.3 | 11.4 | 9.1 | 11.5 |
| 其它应收款 | 1.4 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 财务费用 | -0.4 | -7.5 | -1.3 | -1.7 |
| 预付账款 | 4.8 | 8.6 | 9.7 | 12.9 | 投资损失 | 0.0 | 0.3 | -2.4 | -2.4 |
| 存货 | 63.2 | 69.5 | 70.3 | 93.4 | 营运资金变动 | -19.3 | 13.7 | -5.0 | -66.3 |
| 其他 | 86.9 | 73.4 | 88.0 | 114.4 | 其它 | -2.3 | -3.1 | 3.3 | 14.1 |
| 非流动资产 | 87.7 | 83.3 | 98.6 | 115.8 | 投资活动现金流 | -128.8 | 12.1 | -27.6 | -32.6 |
| 长期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 资本支出 | -39.3 | -14.1 | -30.0 | -35.0 |
| 固定资产 | 56.4 | 54.6 | 71.2 | 89.7 | 长期投资 | 0.0 | 252.1 | 0.0 | 0.0 |
| 无形资产 | 12.2 | 10.8 | 9.3 | 8.1 | 其他 | -89.5 | -225.8 | 2.4 | 2.4 |
| 其他 | 19.2 | 18.0 | 18.0 | 18.0 | 筹资活动现金流 | 0.0 | 0.0 | 14.6 | 1.7 |
| 资产总计 | 353.5 | 433.3 | 511.3 | 638.1 | 短期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 流动负债 | 47.5 | 69.1 | 72.7 | 82.9 | 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 短期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 其他 | 0.0 | 0.0 | 14.6 | 1.7 |
| 应付账款 | 15.3 | 27.5 | 31.1 | 41.3 | 现金净增加额 | -101.7 | 71.9 | 51.9 | 41.0 |
| 其他 | 32.2 | 41.6 | 41.6 | 41.7 | | | | | |
| 非流动负债 | 4.3 | 17.4 | 17.4 | 17.4 | 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 4.3 | 17.4 | 17.4 | 17.4 | 营业收入 | 18.2% | 6.6% | 20.0% | 30.0% |
| 负债合计 | 51.8 | 86.6 | 90.1 | 100.3 | 营业利润 | 17.1% | 21.2% | 32.3% | 92.7% |
| 少数股东权益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 归属母公司净利润 | 6.1% | 12.8% | 36.0% | 90.7% |
| 归属母公司股东权益 | 301.8 | 346.8 | 459.5 | 576.1 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 353.5 | 433.3 | 511.3 | 638.2 | 毛利率 | 55.58% | 51.10% | 54.00% | 53.00% |
| | | | | | 净利率 | 17.15% | 18.14% | 20.56% | 30.16% |
| 利润表 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | ROE | 13.21% | 12.97% | 13.31% | 20.24% |
| 营业收入 | 232.4 | 247.8 | 297.4 | 386.6 | ROIC | 14.39% | 10.24% | 13.02% | 19.95% |
| 营业成本 | 103.3 | 121.2 | 136.8 | 181.7 | 偿债能力 | | | | |
| 营业税金及附加 | 0.1 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 资产负债率 | 0.15 | 0.20 | 0.18 | 0.16 |
| 营业费用 | 17.1 | 15.4 | 19.3 | 10.4 | 净负债比率 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 研发费用 | 50.6 | 53.6 | 55.0 | 57.0 | 流动比率 | 5.60 | 5.06 | 5.68 | 6.30 |
| 管理费用 | 18.8 | 21.1 | 23.8 | 18.2 | 速动比率 | 4.27 | 4.06 | 4.71 | 5.17 |
| 财务费用 | 3.3 | -10.0 | -1.3 | -1.7 | 营运能力 | | | | |
| 资产减值损失 | 2.9 | 0.3 | 2.0 | 0.0 | 总资产周转率 | 0.66 | 0.57 | 0.58 | 0.61 |
| 公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 应收账款周转率 | 5.62 | 5.08 | 5.88 | 7.11 |
| 投资净收益 | 3.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 应付账款周转率 | 6.16 | 5.67 | 4.67 | 5.02 |
| 营业利润 | 39.7 | 48.1 | 63.7 | 122.7 | 每股指标(元) | | | | |
| 营业外收入 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 每股收益 | 1.00 | 1.13 | 1.15 | 2.20 |
| 营业外支出 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 每股经营现金 | 0.68 | 1.50 | 1.22 | 1.35 |
| 利润总额 | 39.5 | 48.1 | 63.6 | 122.6 | 每股净资产 | 7.58 | 8.71 | 8.65 | 10.85 |
| 所得税 | -0.4 | 3.1 | 2.4 | 6.0 | 估值比率 | | | | |
| 净利润 | 39.9 | 45.0 | 61.2 | 116.6 | P/E | 39.17 | 34.72 | 34.03 | 17.85 |
| 少数股东损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | P/B | 5.17 | 4.50 | 4.53 | 3.61 |
| 归属母公司净利润 | 39.9 | 45.0 | 61.2 | 116.6 | | | | | |
| EBITDA | 48.9 | 45.8 | 71.5 | 132.5 | | | | | |
| EPS (元) | 1.00 | 1.13 | 1.15 | 2.20 | | | | | |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

于庭泽，清华大学本硕，2018年5月加入联讯证券，现任化工首席分析师，证书编号：S0300518070002。

研究院销售团队

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|----------------------|
| 北京 | 王爽 | 010-66235719 | 18810181193 | wangshuang@lxsec.com |
| 上海 | 徐佳琳 | 021-51782249 | 13795367644 | xujialin@lxsec.com |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com