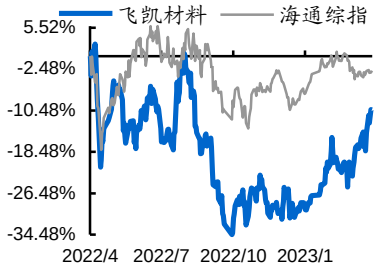
投资评级 优于大市 首次覆盖

股票数据

04 月 11 日收盘价(元)	21.07
52 周股价波动（元）	16.07-25.70
总股本/流通 A 股（百万股）	529/526
总市值/流通市值（百万元）	11139/11074

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	10.1	8.7	20.3
相对涨幅（%）	6.8	8.9	18.1

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威
Tel:(0755)82764281
Email:lw10053@haitong.com
证书:S0850515040001
分析师:张翠翠
Tel:(021)23214397
Email:zcc11726@haitong.com
证书:S0850517110003

电子化工材料国内领先，扣非净利润实现稳定增长

投资要点:

- **公司是电子化工材料领先企业。**公司四大主营产品分属屏幕显示材料、半导体材料、紫外固化材料以及有机合成材料四个应用领域。公司屏幕显示材料主要包括用于 LCD 面板制造领域的光刻胶、混合液晶、液晶单体及液晶中间体、用于 OLED 屏幕制造领域的配套材料等新材料；公司紫外固化材料主要包括紫外固化光纤光缆涂覆材料及其他紫外固化材料；公司半导体材料主要包括应用于半导体制造及先进封装领域的光刻胶及湿制程电子化学品如显影液、蚀刻液、剥离液、电镀液等，用于集成电路传统封装领域的锡球、环氧塑封料等。

- **2020-2022 年公司扣非后归母净利润实现稳定增长。**2020-2022 年公司实现营业收入 18.64、26.27、29.07 亿元，同比增长 23.17%、40.94%、10.65%；归母净利润 2.3、3.86、4.35 亿元，同比增长-9.92%、67.89%、12.62%；扣非后归母净利润 1.82、3.21、4.33 亿元，同比增长 8.25%、76.47%、35.2%。其中公司 2020-2022 年紫外固化材料及半导体材料营业收入实现稳定增长。

- **公司持续加强产品研发，提升综合竞争力。**上海飞凯被认定为“上海市第四批专精特新“小巨人”企业”，全资子公司和成显示被国家工业和信息化部认定为“第四批专精特新“小巨人”企业”。在新产品研发方面，2022 年公司胆甾相电子纸液晶和 PI-Less 液晶已实现客户端验证，同时 I-line 光刻胶和 248nm 光刻胶抗反射层材料已实现部分客户量产。

- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 4.98 亿元、5.96 亿元和 7.27 亿元，对应 EPS 分别为 0.94 元、1.13 元和 1.37 元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值为 2023 年 PE 25-30 倍，对应合理价值区间为 23.5-28.2 元，首次覆盖，给予优于大市评级。

- **风险提示：**新建项目投产不及预期；下游需求不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万	2627	2907	3289	3727	4229
(+/-)YoY(%)	40.9%	10.6%	13.1%	13.3%	13.5%
净利润（百万元）	386	435	498	596	727
(+/-)YoY(%)	67.9%	12.6%	14.7%	19.6%	21.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.73	0.82	0.94	1.13	1.37
毛利率(%)	39.9%	39.3%	38.9%	38.7%	38.5%
净资产收益率(%)	12.2%	11.7%	11.9%	12.4%	13.2%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利假设:

根据公司 2022 年年报，公司紫外固化涂料、屏幕显示材料、半导体材料、有机合成材料设计产能分别为 13000、5235、17256、5500 吨/年，在建产能分别为 4000、180、30000、2230 吨/年。参考 2021-2022 年各产品收入及毛利率数据，预计随着下游需求回暖，屏幕显示材料 2023-2025 年营业收入同比增长为 10%，紫外固化材料 2023-2025 年营业收入同比增长为 20%，半导体显示材料 2023-2025 年营业收入同比增长为 15%。

表 1 飞凯材料分业务盈利预测

	项目	2022	2023E	2024E	2025E
屏幕显示材料	销售收入（百万元）	1223.28	1345.61	1480.17	1628.18
	销售成本（百万元）	738.62	807.36	888.10	976.91
	毛利率	39.62%	40.00%	40.00%	40.00%
紫外固化材料	销售收入（百万元）	662.87	795.44	954.53	1145.43
	销售成本（百万元）	458.50	556.81	668.17	801.80
	毛利率	30.83%	30.00%	30.00%	30.00%
医药中间体	销售收入（百万元）	413.17	454.49	499.94	549.93
	销售成本（百万元）	199.31	227.25	249.97	274.97
	毛利率	51.76%	50.00%	50.00%	50.00%
半导体材料	销售收入（百万元）	555.63	638.97	734.82	845.04
	销售成本（百万元）	354.43	396.16	455.59	523.93
	毛利率	36.21%	38.00%	38.00%	38.00%
其他	销售收入（百万元）	51.86	54.45	57.17	60.03
	销售成本（百万元）	13.41	21.78	22.87	24.01
	毛利率	74.14%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	销售收入（百万元）	2906.81	3288.96	3726.63	4228.63
	销售成本（百万元）	1764.28	2009.36	2284.70	2601.62
	毛利率	39.31%	38.91%	38.69%	38.48%

资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所

表 2 可比公司估值分析表

股票代码	公司名称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE（倍）		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002643	万润股份	16.92	0.92	1.16	1.44	18	15	12
688300	联瑞新材	80.57	1.51	1.98	2.53	53	41	32
002409	雅克科技	65.40	1.31	1.84	2.43	50	35	27
	平均值					41	30	24

资料来源： wind，海通证券研究所，股价为 2023 年 4 月 11 日收盘价，每股收益均为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标（元）				
每股收益	0.82	0.94	1.13	1.37
每股净资产	7.00	7.95	9.07	10.45
每股经营现金流	0.76	1.32	1.21	1.64
每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	25.63	22.35	18.68	15.33
P/B	3.01	2.65	2.32	2.02
P/S	3.83	3.39	2.99	2.63
EV/EBITDA	13.38	14.36	11.92	9.71
股息率%	**0.4%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	39.3%	38.9%	38.7%	38.5%
净利润率	15.0%	15.2%	16.0%	17.2%
净资产收益率	11.7%	11.9%	12.4%	13.2%
资产回报率	6.9%	7.0%	7.4%	8.0%
投资回报率	9.1%	8.4%	9.1%	9.4%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	10.6%	13.1%	13.3%	13.5%
EBIT 增长率	9.9%	6.3%	19.2%	17.7%
净利润增长率	12.6%	14.7%	19.6%	21.9%
偿债能力指标				
资产负债率	39.5%	39.1%	38.4%	37.1%
流动比率	1.95	1.99	2.02	2.21
速动比率	1.47	1.54	1.55	1.77
现金比率	0.74	0.86	0.89	1.10
经营效率指标				
应收账款周转天数	103.82	100.00	98.00	98.00
存货周转天数	143.24	138.39	140.81	139.60
总资产周转率	0.48	0.49	0.49	0.50
固定资产周转率	2.20	2.12	2.18	2.29

现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	435	498	596	727
少数股东损益	9	15	15	20
非现金支出	157	188	218	235
非经营收益	59	-11	10	-3
营运资金变动	-258	10	-198	-110
经营活动现金流	**401**	**700**	**641**	**868**
资产	-195	-355	-455	-205
投资	-18	-1	0	0
其他	55	55	38	57
投资活动现金流	**-158**	**-302**	**-416**	**-148**
债权募资	227	91	155	123
股权募资	45	0	0	0
其他	-187	-42	-47	-52
融资活动现金流	**85**	**49**	**108**	**70**
现金净流量	**341**	**447**	**333**	**791**

利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	**2907**	**3289**	**3727**	**4229**
营业成本	1764	2009	2285	2602
毛利率%	39.3%	38.9%	38.7%	38.5%
营业税金及附加	24	28	31	35
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	150	165	189	213
营业费用率%	5.2%	5.0%	5.1%	5.0%
管理费用	246	296	298	296
管理费用率%	8.5%	9.0%	8.0%	7.0%
EBIT	556	591	705	830
财务费用	44	56	52	36
财务费用率%	1.5%	1.7%	1.4%	0.9%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	11	55	38	57
营业利润	**495**	**589**	**691**	**850**
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	**493**	**588**	**690**	**849**
EBITDA	709	779	923	1065
所得税	50	75	79	103
有效所得税率%	10.1%	12.8%	11.4%	12.1%
少数股东损益	9	15	15	20
归属母公司所有者净利润	**435**	**498**	**596**	**727**

资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1291	1738	2071	2862
应收账款及应收票据	1037	1156	1287	1485
存货	741	804	983	1035
其它流动资产	322	318	351	376
流动资产合计	3390	4017	4693	5757
长期股权投资	5	6	6	6
固定资产	1463	1634	1792	1909
在建工程	200	213	308	177
无形资产	261	245	228	212
非流动资产合计	2924	3091	3326	3295
资产总计	**6314**	**7108**	**8019**	**9052**
短期借款	944	1035	1190	1312
应付票据及应付账款	399	550	668	791
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	397	435	462	503
流动负债合计	1740	2020	2321	2607
长期借款	123	123	123	123
其它长期负债	632	632	632	632
非流动负债合计	755	755	755	755
负债总计	**2495**	**2776**	**3076**	**3362**
实收资本	529	529	529	529
归属于母公司所有者权益	3702	4201	4797	5523
少数股东权益	117	132	147	167
负债和所有者权益合计	**6314**	**7108**	**8019**	**9052**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 11 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威　　基础化工行业
张翠翠　　基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；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。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。