

评级变动报告

安集科技 688019.SH



鉴于先进封装快速发展带动CMP工艺需求提升，我们重新评估了CMP抛光液的长期市场空间，并相应上调了公司未来远期收入预测及长期估值。核心原因如下：

先进封装带动CMP工艺需求提升：随着2.5D、3D封装、Hybrid Bonding等先进封装技术持续发展，CMP工艺逐渐由前道晶圆制造向先进封装环节延伸，在晶圆减薄、铜互连、混合键合等工艺中的应用持续增加，推动CMP材料需求快速增长。

CMP抛光液市场空间上修：基于先进封装CMP工艺使用次数增加，我们重新测算全球CMP抛光液市场规模，将2040年远期市场空间由242.41亿元上调至325.72亿元。

公司作为国内CMP抛光液龙头，充分受益于先进封装带来的CMP需求增长。经综合评估，我们对公司DDM估值上调+55.66%，目前公司长期估值处于高估状态。

公司基本信息



安集科技成立于2006年，逐步发展成为国内CMP抛光液龙头企业。公司创始人及核心技术团队源于前海外CMP抛光液龙头Cabot的核心技术人员，具备丰富的研发经验和技術积累。通过自主研发与技术创新，公司逐步突破了多个关键材料的技术瓶颈，打破了国际厂商在国内市场的垄断。自2018年起，安集科技进行了三次扩产，分别通过股票和转债融资，持续加大产能投入。公司现已在上海、宁波等地设有生产基地，形成了较为完善的产能布局，能够满足国内外市场的需求。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	★★★★★	DDM估值：价值	457.47亿(较上期+55.66%)
当前股价	301.4元	盈利趋势	★★★★☆	状态	高估(上行空间-33%)
总市值	685.66亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	83.36	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	449.58亿(较上期+62.71%)
PB-MRQ	14.94			状态	高估(上行空间-34%)

公司盈利预测

安集科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	12.4	18.4	25.1	31.3	37.2	47.7	63.8	81.0
归母净利润(亿)	4.0	5.3	7.8	9.4	11.7	15.5	19.5	24.0
归母净利润增速(%)	33.6	32.5	46.9	20.2	24.6	32.4	25.3	23.1
经营性净利润(亿)	3.9	5.3	7.0	9.4	11.7	15.5	19.5	24.0
经营性净利润增速(%)	25.9	37.4	32.2	33.9	24.6	32.4	25.3	23.1
经营性归母净利润(亿)	3.9	5.3	7.0	9.4	11.7	15.5	19.5	24.0
经营性归母净利润增速(%)	25.9	37.4	32.2	33.9	24.6	32.4	25.3	23.1

资料来源：壹评级

估值评级

DDM估值上升+55.66%：上期 293.89亿，本期 457.47亿。动态估值上升+62.71%：上期 276.30亿，本期 449.58亿。

DDM估值较上期上升55.66%（由293.89亿元上升至457.47亿元），动态估值较上期上升62.71%（由276.30亿元上升至449.58亿元）。主要原因是我们对公司近期和远期收入进行了上修，基于对CMP抛光液市场空间的重新测算。

先进封装推动CMP抛光液市场空间扩大：过去CMP工艺主要应用于前道晶圆制造，需求增长主要来自制程升级及晶圆厂扩产。随着AI算力持续增长，高性能芯片逐渐采用2.5D、3D封装及Hybrid Bonding等先进封装方案，CMP工艺开始广泛应用于晶圆减薄、铜互连及混合键合等多个封装环节，CMP使用次数持续增加。基于先进封装CMP工艺需求提升，我们重新测算CMP抛光液长期市场空间，由242.41亿元上调至325.72亿元。

公司长期收入空间同步提升：考虑公司在CMP抛光液领域竞争优势保持稳定，本次未调整长期市场份额预测。随着行业市场规模扩大，公司CMP抛光液业务收入同步提升，由109.08亿元上调至146.57亿元，公司长期成长空间进一步打开。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务包括：抛光液、湿电子化学品、其他，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

抛光液：

收入假设：

- 1) 市场规模：受益于国内晶圆产能扩产、先进逻辑、先进存储CMP步骤增加明显、先进封装需求快速增长，预计到2040年国内抛光液市场规模将从2025年42亿元增长至2040年326亿元。
- 2) 市占率：目前，国内CMP抛光液行业的主要国产厂商包括安集科技（市占率40%）、鼎龙股份（市占率3%）、上海新阳（市占率1%）。其他玩家实力不足以挑战安集科技龙头地位，但是考虑到晶圆厂会寻求本地供应链多元化，以及海外材料没有明确限制，禁运难，我们假设抛光液国产化率到2040年为70%（低于半导体设备），安集科技预计市占率保持在45%的水平。

盈利能力假设：

抛光液历史毛利率高，过去五年毛利率保持在55%-60%的水平，考虑到行业壁垒、公司自身龙头地位和技术优势，我们认为安集科技抛光液业务在五年内能够维持较高的毛利率水平，远期小幅下滑后稳定在52%的水平。

湿电子化学品：

收入假设：

- 1) 产能：由于安集科技湿电子化学品新建产能到2030年才能基本消化掉，达到接近满产的水平。对于显性期末的湿电子化学品的营收规模，主要根据公司披露的产能规划和投产进度进行测算。我们认为到显性期末，公司湿电子化学品2.9万吨产能基本实现满产，对应营收规模约为19亿元。

2) 市场: 受益于国内晶圆产能扩产以及单位消耗量增加, 预计到2040年国内功能性湿电子化学品和电镀液市场规模分别将从2025年35亿元/15亿元增长至2040年155亿元/66亿元。

3) 市占率: 根据公司的扩产规划, 安集科技功能性湿电子化学品和电镀液在显性期末期市占率分别达到24%/3%, 综合考虑到安集科技在功能性湿电子化学品和电镀液市场具备一定的技术优势和国产替代趋势, 假设到半显性期末期市占率将小幅增长, 分别达到25%/5%。

盈利能力假设:

考虑到行业壁垒和技术优势, 我们认为湿电子化学品业务随着订单放量和营收规模扩大, 毛利率有望提升至50%, 远期小幅下滑后稳定在45%的水平。

其他:

收入假设:

由于这部分收入来自于主要是与公司CMP抛光液、湿电子化学品销售配套的附加业务, 与CMP抛光液、湿电子化学品业务密切相关, 假设这部分收入随公司主营业务增长而增长, 给予10%的增速假设。

盈利能力假设:

按照历史均值, 假设未来其他收入毛利率保持50%的水平。

公司整体业绩预测

安集科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	12.4	18.4	25.1	31.3	37.2	47.7	63.8	81.0
归母净利润(亿)	4.0	5.3	7.8	9.4	11.7	15.5	19.5	24.0
归母净利润增速(%)	33.6	32.5	46.9	20.2	24.6	32.4	25.3	23.1
经营性净利润(亿)	3.9	5.3	7.0	9.4	11.7	15.5	19.5	24.0
经营性净利润增速(%)	25.9	37.4	32.2	33.9	24.6	32.4	25.3	23.1
经营性归母净利润(亿)	3.9	5.3	7.0	9.4	11.7	15.5	19.5	24.0
经营性归母净利润增速(%)	25.9	37.4	32.2	33.9	24.6	32.4	25.3	23.1

数据来源: 壹评级

公司分业务业绩预测

抛光液	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	10.8	15.4	20.4	24.0	28.8	36.6	47.6	61.8
收入增速(%)	13.0	43.7	32.0	17.8	19.7	27.1	30.1	30.0
经营性净利润(亿)	3.7	4.9	6.0	7.8	9.7	12.9	16.0	19.7
经营性净利率(%)	34.3	31.5	29.4	32.3	33.8	35.3	33.6	31.9
经营性净利润增速(%)	19.8	32.0	23.1	29.5	25.3	32.4	23.8	23.7
湿电子化学品	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1.6	2.8	4.5	7.2	8.3	11.0	16.0	18.9
收入增速(%)	25.0	78.7	63.5	58.0	15.9	32.6	45.7	18.2
经营性净利润(亿)	0.2	0.4	1.0	1.6	2.0	2.6	3.5	4.2
经营性净利率(%)	10.4	14.4	22.2	22.5	23.7	23.7	21.6	22.0
经营性净利润增速(%)	1876.5	146.3	152.1	60.8	21.6	32.7	32.9	20.6
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
收入增速(%)	339.7	65.4	-7.8	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	28.9	41.9	29.6	32.7	32.4	32.3	32.0	31.8
经营性净利润增速(%)	213.0	140.1	-34.9	21.4	9.1	9.4	9.2	9.2

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
抛光液	5.1%	中等-	较好	强	8.3%	15.84	32.9
湿电子化学品	5.6%	中等	较好	较强	8.3%	15.6	6.6
其他	6.0%	中等	一般	一般	7.5%	14.36	0.1
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
抛光液(亿)	88.7	276.7	365.4	11.0	-	-	376.4
湿电子化学品(亿)	15.4	54.4	69.8	2.5	-	-	72.3
其他(亿)	0.2	0.7	0.8	0.1	-	-	0.9
公司整体测算(亿)	104.2	331.8	436.0	13.5	-	-	449.6

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
抛光液(亿)	169.8	196.4	366.2	11.0	-	-	377.2
湿电子化学品(亿)	33.0	43.6	76.6	2.5	-	-	79.0
其他(亿)	0.6	0.6	1.1	0.1	-	-	1.2
公司整体测算(亿)	203.3	240.6	443.9	13.5	-	-	457.5

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，主要因为作为成长行业未来行业终局不确定性较高，上述估值假设来自中性假设。不及预期的可能主要来自若未来国内半导体材料自主研发遭遇瓶颈，以及国产线良率难以提升等因素将抑制下游扩产需求。超预期的可能主要来自若研发进展非常顺利，国产半导体材料商可以与富士、东京应化等海外龙头匹敌甚至更好，加上定价优势且国际贸易局势平稳，那么公司海外营收规模将超预期增长。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。