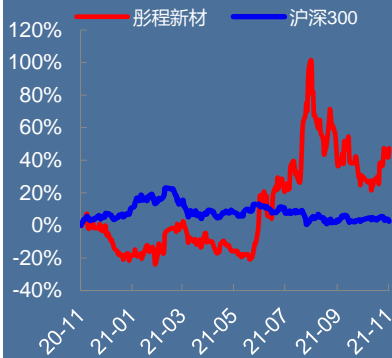


证券研究报告
公司研究
公司点评报告
彤程新材 (603650. SH)
投资评级 买入
上次评级 买入


资料来源：万得，信达证券研发中心

方竞 电子行业首席分析师

执业编号：S1500520030001

联系电话：15618995441

邮箱：fangjing@cindasc.com

相关研究

 《彤程新材：新材料综合服务商，全面布局
高端光刻胶》2021.09.30

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

光刻胶新品进展顺利，加码研发着眼未来

2021年11月03日

事件：2021年10月29日，彤程新材发布2021年三季报，公司前三季度实现营收17.14亿元，同比增长14.26%；实现归母净利2.76亿元，同比下降16.20%。

点评：

➤ **传统业务短期承压，加码研发着眼未来。**公司三季度实现营收5.42亿元，同比下降2.72%，环比下降9.36%；实现归母净利0.39亿元，环比下降57.60%；实现扣非净利0.66亿元，环比持平；单季毛利率22.42%，环比下降6.28pct。四季度业绩承压主要系传统主业下游轮胎市场需求低迷、出口不畅，公司产品销售受到波及，导致三季度公司产品销售收入和利润与同期比较下滑。不过，随着四季度进入乘用车旺季，公司橡胶助剂业务有望持续改善。此外，公司持续加大研发投入，助力光刻胶等新业务持续成长，Q3研发费用3606.40万元，同比增长64.73%，环比增长5.51%，研发费用率6.65%，创出单季新高。

➤ **光刻胶业务快速成长，高端新品进展顺利。**北京科华前三季度收入9375.85万元，同比增长51.6%，超越20年全年水平，其中G/I线光刻胶收入同比增长61.78%，KrF光刻胶收入同比增长226.69%。客户导入方面，公司三季度有6支KrF和I线产品首次获得华虹、ICRD、长鑫、芯恩等12寸用户订单，并取得长存第二支KrF光刻胶订单。新品研发方面，公司前三季半导体光刻胶研发立项49项。同时，Nikon I线I-14曝光机于9月开始投入使用，公司正加速开发8-12寸I线新品。

面板光刻胶方面，北旭电子前三季度实现营收1.95亿元，同比增长26%，其中Q3出货量同比增长30.5%。同时，北旭面板用4-Mask高感度光刻胶新品持续量产销售，AMOLED光刻胶通过客户小批量认证，公司预计年底量产；高耐热光刻胶完成样品开发，其它新品按计划开发中。

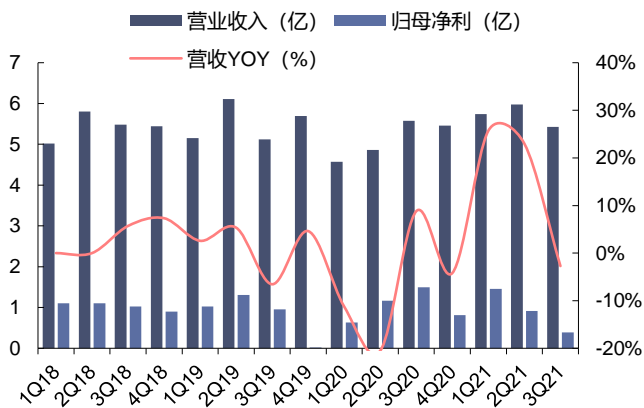
➤ **扩产项目持续推进，业绩持续释放可期。**公司半导体/面板光刻胶、电子树脂以及可降解材料项目均有喜人进展，新产能有望于明年持续落地，助力公司向新业务全面转型。1) 年产1.1万吨半导体、平板显示用光刻胶及2万吨相关配套试剂项目进展顺利，公司预计2022年年内开始分批投产。2) 3.9万吨/年PTOP树脂装置、R80生产线、电子级酚醛树脂装置建成，具备试生产条件。3) 10万吨/年可生物降解材料项目(一期)：报告期内继续施工，主装置完成土建结构封顶，设备采购基本完成，10月份进入安装阶段，计划2022年一季度试生产。

➤ **盈利预测与投资评级：**展望Q4及明年，公司传统业务有望走出低谷，再加之光刻胶新品验证进展顺利，新业务将在产能释放后持续为公司带来可观业绩增量。我们预计21/22/23年公司归母净利润分别为4.20/6.62/8.76亿元，对应PE为82/82/39倍。我们看好公司在光刻胶行业的领先地位，维持对公司的“买入”评级。

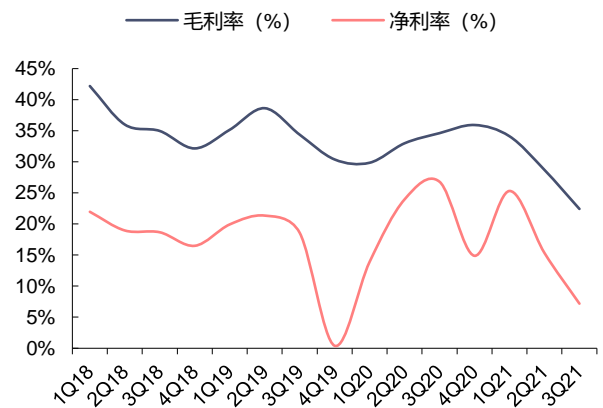
➤ **风险因素：**疫情反复，下游需求不及预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2208.00	2045.89	2683.24	3575.29	4467.82
增长率YoY	1.52%	-7.34%	31.15%	33.25%	24.96%
归属母公司净利润(百万元)	330.60	410.49	419.80	661.62	875.56
增长率YoY	-19.81%	24.17%	2.27%	57.61%	32.33%
毛利率	34.70%	33.51%	30.90%	36.47%	37.98%
净资产收益率ROE	14.61%	17.48%	16.14%	21.67%	23.38%
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.70	0.71	1.11	1.47
市盈率P/E(倍)	105	84	82	52	39

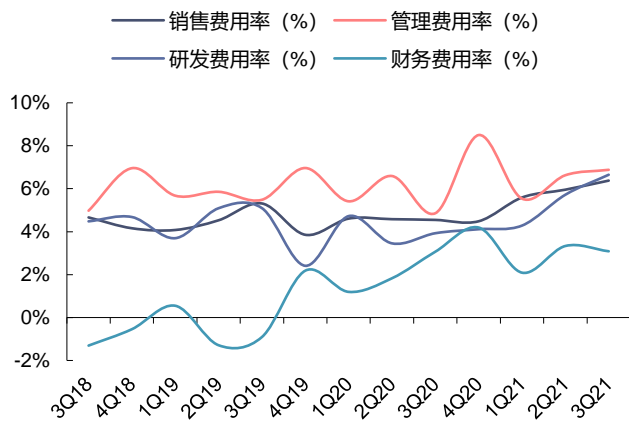
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年11月03日收盘价

图 1: 彤程新材营收及利润表现


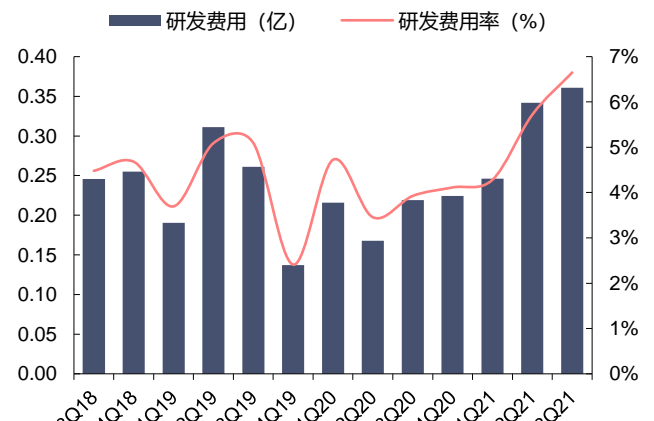
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 彤程新材利润率表现


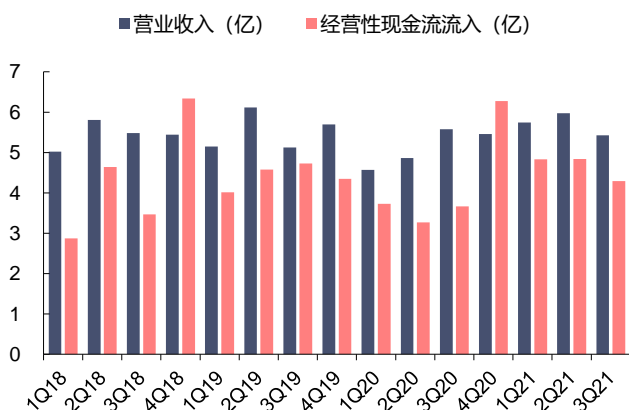
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 彤程新材期间费用率情况


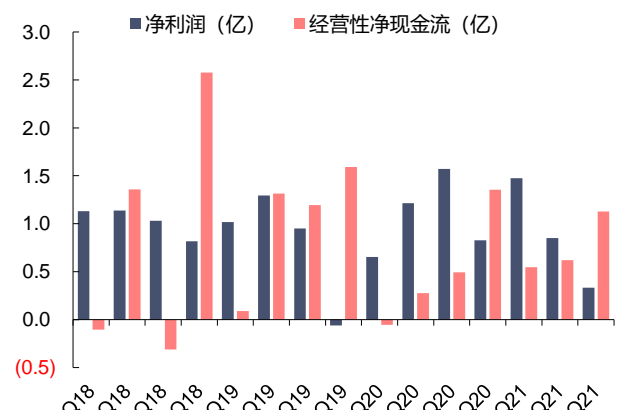
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 彤程新材研发费用情况（亿元）


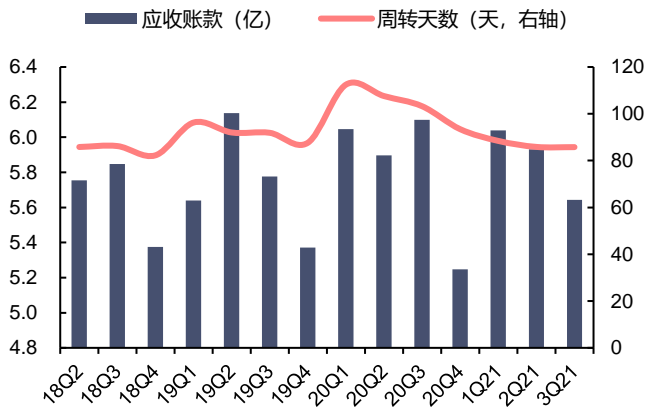
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 彤程新材营收与经营性现金流流入（亿元）


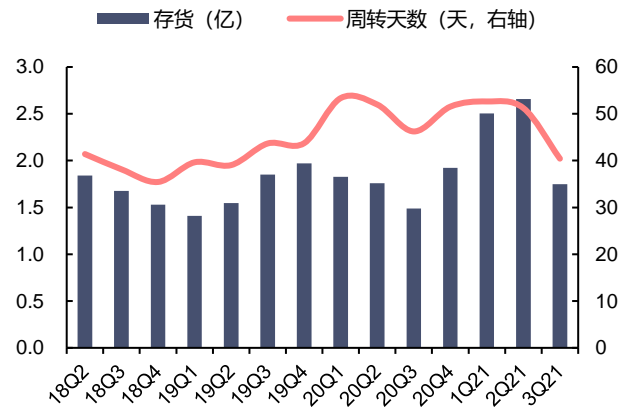
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 彤程新材净利润与经营性净现金流（亿元）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 彤程新材存货情况 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 彤程新材应收账款情况 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1913.23	2016.58	2502.18	3706.33	5108.63	
货币资金	695.72	620.64	901.39	1604.89	2423.20	
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收账款	537.19	524.63	688.07	916.82	1145.70	
预付账款	20.03	17.70	24.13	29.55	36.05	
存货	197.19	192.15	257.77	318.30	386.74	
其他	463.10	661.45	630.82	836.77	1,116.94	
非流动资产	2180.00	2567.14	2584.91	2607.06	2647.30	
长期股权投资	1313.94	1733.13	1733.13	1733.13	1733.13	
固定资产(合计)	370.26	367.70	207.78	304.15	338.88	
无形资产	123.32	120.40	179.31	200.64	238.85	
其他	372.48	345.92	464.70	369.14	336.44	
资产总计	4093.23	4583.72	5087.09	6313.40	7755.93	
流动负债	1651.30	1836.10	2015.53	2616.84	3241.80	
短期借款	1050.02	1292.49	1356.11	1806.96	2258.04	
应付票据	129.87	76.83	104.73	128.28	156.49	
应付账款	339.24	309.98	422.56	517.60	631.42	
其他	132.16	156.80	132.13	164.00	195.83	
非流动负债	26.44	134.85	133.77	137.35	132.59	
长期借款	0.00	93.28	93.28	93.28	93.28	
其他	26.44	41.57	40.49	44.07	39.30	
负债合计	1,677.74	1,970.95	2,149.30	2,754.19	3,374.38	
少数股东权益	165.55	165.78	182.25	208.20	242.55	
归属母公司股东权益	2,249.94	2,446.99	2,755.54	3,351.00	4,139.01	
负债和股东权益	4093.23	4583.72	5087.09	6313.40	7755.93	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2208.00	2045.89	2683.24	3575.29	4467.82
同比(%)	1.52%	-7.34%	31.15%	33.25%	24.96%
归属母公司净利润	330.60	410.49	419.80	661.62	875.56
同比(%)	-19.81%	24.17%	2.27%	57.61%	32.33%
毛利率(%)	34.70%	33.51%	30.90%	36.47%	37.98%
ROE%	14.61%	17.48%	16.14%	21.67%	23.38%
EPS(摊薄)(元)	0.56	0.70	0.71	1.11	1.47
P/E	105	84	82	52	39
P/S	16	17	13	10	8
EV/EBITDA	78	60	63	43	33

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	2,208.00	2,045.89	2,683.24	3,575.29	4,467.82	
营业成本	1,441.76	1,360.23	1,854.25	2,271.30	2,770.77	
营业税金及附加	8.24	8.20	10.75	14.33	17.90	
销售费用	97.85	93.12	148.97	188.57	235.64	
管理费用	132.78	130.21	158.37	211.02	263.70	
研发费用	89.98	82.71	135.74	171.82	214.72	
财务费用	2.73	54.31	34.92	46.50	69.28	
减值损失合计	-119.70	-45.60	0.30	-1.44	-0.65	
投资净收益	24.01	171.37	65.13	86.83	107.78	
其他	-214.22	-65.17	84.32	8.42	11.53	
营业利润	364.15	468.90	489.38	768.44	1,015.76	
营业外收支	13.91	-0.02	-11.72	-15.62	-19.51	
利润总额	378.07	467.08	477.66	752.82	996.25	
所得税	57.86	40.48	41.40	65.24	86.34	
净利润	320.20	426.60	436.27	687.58	909.90	
少数股东损益	-10.40	16.10	16.47	25.95	34.35	
归属母公司净利润	330.60	410.49	419.80	661.62	875.56	
EBITDA	450.24	591.25	575.75	846.89	1,128.63	
EPS(当年)(元)	0.56	0.70	0.71	1.11	1.47	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	418.78	206.97	305.51	376.80	534.37
净利润	320.20	426.60	436.27	687.58	909.90
折旧摊销	67.35	62.96	63.16	47.57	63.10
财务费用	4.82	61.21	34.92	46.50	69.28
投资损失	-0.40	-24.01	-171.37	-65.13	-86.83
营运资金变动	-42.96	-108.38	-146.14	-335.75	-392.08
其它	93.37	-64.05	-17.57	17.74	-8.06
投资活动现金流	-1,470.03	-323.37	58.09	-11.48	-10.32
资本支出	-95.69	-284.35	-168.60	-169.23	-191.71
长期投资	416.65	88.70	287.27	57.40	-14.43
其他	-1,790.99	-127.72	-60.58	100.35	195.82
筹资活动现金流	725.41	83.64	-82.85	338.18	294.25
吸收投资	-156.38	2.84	-27.29	66.16	87.56
借款	0.00	98.23	-0.30	0.00	0.00
支付利息或股息	-2.73	-54.31	-76.90	-112.66	-156.83
现金流净增加额	-325.84	-32.76	280.75	703.50	818.31

研究团队简介

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。同时还是国内知名半导体创业孵化平台IC咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017年在太平洋证券，2018年在招商证券，2020年加入信达证券，任电子行业首席分析师。所在团队曾获19年新财富电子行业第3名；18/19年《水晶球》电子行业第2/3名；18/19年《金牛奖》电子行业第3/2名。

李少青，武汉大学硕士，2018年加入西南证券，2020年加入信达证券，覆盖半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020年加入信达证券，覆盖消费电子产业链。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。