

➤ **事件:** 彤程新材发布 2023 年半年度报告, 23 年上半年公司实现营收 13.69 亿元, 同比增长 16.43%; 实现归母净利润 2.23 亿元, 同比增长 21.30%; 扣非归母净利润 2.22 亿元, 同比增长 58.66%。

➤ **二季度业绩超预期, 毛利率持续改善。** 23 年 Q2 单季度公司实现营收 7.04 亿元, 同比增长 16.50%, 环比增长 5.86%; 实现归母净利润 1.40 亿元, 同比增长 25.32%, 环比增长 68.67%; 扣非归母净利润 1.40 亿元, 同比增长 96.34%, 环比增长 72.84%; 实现毛利率 24.53%, 同比增长 1.87pct, 环比下滑 0.02pct。营收大幅增长主要得益于: 1) 二季度开始, 国产轮胎出口表现较好, 上游企业对轮胎用橡胶助剂的需求明显回升。2) 胶成熟产品持续放量以及新产品的增加。

➤ **轮胎海外业务创新高, 加大橡胶化学品研发。** 2023 年 H1 公司汽车/轮胎用特种材料业务销量同比增加约 7,000 吨, 同比增长 12%; 受益于轮胎出口市场的扩张以及国内物流的恢复, 国内客户轮胎产量同比增加, 公司积极提升国内市场份额, 国内市场销量同比增加超 3,500 吨。随着海外市场的复苏, 公司海外业务 2023Q2 销量超过 10,000 吨, 创历史新高。公司继续加大对橡胶化学品的研发力度, 已成功开发出性能接近 Koresin 的低滚阻超级增粘树脂, 粉末化的补强树脂, 高性能胎面树脂, 抗湿滑树脂 SL-6083K, 新型生物基白炭黑加工助剂 SL-5037, 新型炭黑偶联剂 SL-9331。

➤ **半导体光刻胶业务放量, 生物降解材料稳步推进。** 2023H1 半导体光刻胶实现销售收入 8258 万元, KrF 光刻胶依然保持着较快的增速达到 52.56%。I 线光刻胶方面, ICA 光刻胶开始放量, 增长率达到 96.82%。2023H1 北旭电子实现销售收入 1.32 亿元, 同比增长-3.5%; 面板光刻胶产品销量同比增长 9.6%, 国内市占率约为 21.5%, 位列国内本土第一大供应商。北旭产品在客户京东方占有率约 50% 以上, 随着 Halftone 产品扩销, 份额会进一步提升。新客户开发方面, 已经向 H 客户两家工厂、CH 客户正式量产销售; 同时, T 客户等导入测试工作, 已经取得阶段性进展, 预计 23 年下期将陆续实现量产销售。23H1 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, 已经部分建设完成。全生物可降解材料方面, 公司通过引进巴斯夫授权的 PBAT 聚合技术, 在上海化工园区落地 10 万吨/年可生物降解材料项目 (一期) (实际建设 6 万吨), 目前已经建设完成。

➤ **投资建议:** 我们考虑到公司在特种橡胶助剂领域的龙头地位, 预计 23/24/25 年公司实现归母净利润 3.81/4.83/5.99 亿元, 对应当前的股价 PE 分别为 46/37/29 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 市场竞争加剧, 客户验证不及预期, 项目建设不及预期, 产能扩张不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,500	3,089	3,771	4,490
增长率 (%)	7.7	23.6	22.1	19.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	298	381	483	599
增长率 (%)	-8.7	27.9	26.6	24.1
每股收益 (元)	0.50	0.64	0.81	1.01
PE	59	46	37	29
PB	5.8	5.3	4.7	4.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 09 月 25 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
29.71 元

分析师 方竞

执业证书: S0100521120004

邮箱: fangjing@mszq.com

分析师 李萌

执业证书: S0100522080001

邮箱: limeng@mszq.com

相关研究

- 彤程新材 (603650.SH) 2022 年三季报点评: 特种橡胶助剂业务边际向好, 高端光刻胶国产化加速-2022/10/29
- 彤程新材 (603650.SH) 事件点评: 收购北旭电子 33% 股权, 完善面板光刻胶产业链-2022/05/21
- 彤程新材 (603650.SH) 2021 年年报点评: 成本上涨业绩短期承压, 新业务扩产着眼未来-2022/04/20

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,500	3,089	3,771	4,490
营业成本	1,900	2,310	2,800	3,310
营业税金及附加	10	12	15	18
销售费用	73	93	113	135
管理费用	170	210	256	305
研发费用	158	195	238	283
EBIT	194	285	368	461
财务费用	60	69	84	98
资产减值损失	-6	-20	-26	-31
投资收益	166	201	245	292
营业利润	302	397	503	624
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	306	397	503	624
所得税	25	34	43	53
净利润	281	363	460	571
归属于母公司净利润	298	381	483	599
EBITDA	327	475	665	856

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	634	223	268	314
应收账款及票据	723	889	1,085	1,292
预付款项	32	39	50	60
存货	388	454	549	649
其他流动资产	560	641	757	878
流动资产合计	2,338	2,247	2,709	3,193
长期股权投资	1,383	1,583	1,829	2,120
固定资产	907	1,850	2,757	3,113
无形资产	372	372	371	370
非流动资产合计	4,523	5,142	5,761	6,407
资产合计	6,861	7,389	8,471	9,600
短期借款	879	927	1,334	1,691
应付账款及票据	766	981	1,189	1,406
其他流动负债	433	280	339	402
流动负债合计	2,078	2,188	2,863	3,498
长期借款	959	1,053	1,053	1,053
其他长期负债	681	700	707	707
非流动负债合计	1,640	1,753	1,761	1,761
负债合计	3,719	3,941	4,624	5,259
股本	596	595	595	595
少数股东权益	101	82	59	31
股东权益合计	3,142	3,448	3,847	4,341
负债和股东权益合计	6,861	7,389	8,471	9,600

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.74	23.56	22.08	19.05
EBIT 增长率	-4.91	47.12	28.84	25.45
净利润增长率	-8.71	27.93	26.61	24.13
盈利能力 (%)				
毛利率	23.99	25.24	25.75	26.27
净利润率	11.93	12.35	12.81	13.35
总资产收益率 ROA	4.35	5.16	5.70	6.24
净资产收益率 ROE	9.80	11.33	12.75	13.91
偿债能力				
流动比率	1.12	1.03	0.95	0.91
速动比率	0.90	0.79	0.73	0.70
现金比率	0.31	0.10	0.09	0.09
资产负债率 (%)	54.20	53.33	54.58	54.78
经营效率				
应收账款周转天数	101.47	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	74.49	75.00	75.00	75.00
总资产周转率	0.39	0.43	0.48	0.50
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.64	0.81	1.01
每股净资产	5.11	5.66	6.37	7.24
每股经营现金流	0.17	0.63	0.76	1.04
每股股利	0.08	0.10	0.13	0.16
估值分析				
PE	59	46	37	29
PB	5.8	5.3	4.7	4.1
EV/EBITDA	59.74	41.18	29.38	22.83
股息收益率 (%)	0.27	0.35	0.44	0.54

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	281	363	460	571
折旧和摊销	133	189	298	395
营运资金变动	-192	-70	-176	-189
经营活动现金流	103	373	450	617
资本开支	-344	-585	-664	-749
投资	-226	0	0	0
投资活动现金流	-536	-592	-664	-749
股权募资	0	-29	0	0
债务募资	481	-68	407	357
筹资活动现金流	303	-192	259	178
现金净流量	-104	-411	45	47

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026