

**评级：买入（维持）**

市场价格：29.45 元

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	600
流通股本(百万股)	594
市价(元)	29.45
市值(百万元)	17,665
流通市值(百万元)	17,495

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,500	2,944	3,505	4,346	5,172
增长率 yoy%	8%	18%	19%	24%	19%
净利润(百万元)	298	407	485	597	702
增长率 yoy%	-9%	36%	19%	23%	18%
每股收益(元)	0.50	0.68	0.81	1.00	1.17
每股现金流量	0.17	0.31	0.65	0.59	0.52
净资产收益率	9%	12%	12%	14%	14%
P/E	59.2	43.4	36.4	29.6	25.2
P/B	5.8	5.2	4.6	4.1	3.6

备注：股价取自 2024 年 4 月 25 日收盘价

**投资要点**

- 事件：**公司发布 2023 年年度报告，实现营业收入 29.44 亿元，yoy+17.74%；实现归母净利润 4.07 亿元，yoy+36.37%；实现扣非归母净利润 3.86 亿元，yoy+82.29%；其中投资净收益 2.25 亿元，yoy+35.54%，主要系公司联营企业中策橡胶经营利润大幅增加所致；毛利率为 23.68%，yoy-0.31pct，净利率 13.73%，yoy+2.5pct。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.90 元（含税），总计 3.53 亿元（含税），占归属于上市公司股东净利润比例为 86.87%。
- Q4 收入同比稳定增长，利润受联营企业投资收益影响环比下滑明显。**单季度来看，23Q4 公司实现营业收入 7.48 亿元，yoy+14.5%，qoq-9.5%；实现归母净利润 0.57 亿元，yoy-1.92%，qoq-55.4%；实现扣非归母净利润 0.61 亿元，yoy+196.3%，qoq-41.0%；毛利率为 22.86%，yoy-1.23pct，qoq-0.13pct，净利率为 7.69%，yoy-0.17pct，qoq-8.23pct。归母净利润环比下降明显，主要系公司 24Q4 投资净收益 0.22 亿元，qoq-68.2%。
- 橡胶助剂原材料采购价格下滑致毛利率提升，电子材料业务增速显著。**分板块来看，1) 特种橡胶助剂：营收 22.8 亿元，yoy+9%，平均售价同比下滑 5.63%，主要原材料苯酚平均采购价格下滑 21.82%，毛利率 25.19%，yoy+1.33pct；2) 电子材料：营收 5.54 亿元，yoy+44%，平均价格同比上升 0.9%，毛利率为 26.32%，yoy+1.71pct；3) 生物降解材料：营收 1 亿元，yoy+492%，平均价格同比下滑 19%，毛利率-29.74%，yoy-28.58pct。
- 半导体光刻胶收入逆势增长，新产品、新客户取得突破。**2023 年公司半导体光刻胶新产品持续放量，实现营业收入 2 亿元，在半导体行业较为低迷的环境下逆势增长 14.13%，其中 1) ArF 光刻胶：首批产品各项工艺指标均能对标国际光刻胶大厂产品，部分料号已于 24Q1 通过下游客户认证，预计将于 24Q2 开始上量，目前产能可同时供应国内大部分芯片制造商；2) KrF 光刻胶：销售额同比飞速增长，市场占有率持续攀升，部分产品已经成为国内龙头晶圆厂产线第一供应商；3) I-line 光刻胶：公司 I 线光刻胶已接近国际先进水平，其种类覆盖国内逻辑以及存储器产线大部分工艺需求，其中 ICA 光刻胶同比增速达到 335%；4) 半导体光刻胶树脂：多个 G/I line 树脂处于中试/大试，部分 KrF 用 PHS 树脂已用在公司光刻胶产品中，且已顺利通过客户 STR、MSTR，实现了 KrF 成膜树脂关键性突破。半导体光刻胶新产品收入占总销售额的 44.12%，比 2022 年上升 5 个百分点；其中销售额排名前 9 名的新产品有 5 款 KrF 产品，3 款 I 线产品以及 1 款 ICA 产品；9 款产品贡献销售收入占新产品总体收入的 80.18%。截至 2023 年底，公司 12 寸客户已有 27 家，8 寸客户 23 家，8/12 寸客户的营收贡献率超过 50%。
- 面板光刻胶份额进一步提升，新客户持续开发。**2023 年北旭电子显示面板光刻胶业务收入 2.61 亿元，yoy+22.8%，销量 yoy+29.8%，国市占率约为 22.1%，同比提升了约 3 个百分点，在京东方占有率约 50%以上，随着 4 Mask 产品扩销，份额有望进一步提升；用于 AMOLED 的高分辨率光刻胶和低温光刻胶分别在国内主要客户实现量产销售。新客户开发方面，2023 年新量产销售的客户有 6 家：H 客户、CH 客户、V 客户、T 客户、B 客户、CTO 客户，部分客户有望今年起量。
- 盈利预测：**由于产品导入的不确定性，我们调整了盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 4.85、5.97、7.02 亿（先前 24-25 年预计分别为 5.24、6.24 亿元），对应 PE 估值分别为 36.4/29.6/25.2 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业景气不及预期；研发进度不及预期；客户验证不及预期。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	744	1,399	1,701	2,108	营业收入	2,944	3,505	4,346	5,172
应收票据	77	40	62	82	营业成本	2,247	2,646	3,216	3,791
应收账款	702	888	1,097	1,322	税金及附加	14	18	22	21
预付账款	32	40	48	57	销售费用	92	123	152	191
存货	431	395	498	629	管理费用	174	219	283	336
合同资产	0	0	0	0	研发费用	180	228	313	378
其他流动资产	559	748	860	925	财务费用	58	-11	-12	-16
流动资产合计	2,544	3,510	4,267	5,123	信用减值损失	-4	-7	-15	-8
其他长期投资	5	6	6	6	资产减值损失	-6	-14	-6	-8
长期股权投资	1,580	1,537	1,487	1,497	公允价值变动收益	12	6	15	12
固定资产	1,488	1,608	1,726	1,894	投资收益	225	230	240	250
在建工程	576	776	926	1,026	其他收益	27	21	21	21
无形资产	363	428	448	463	营业利润	427	509	618	729
其他非流动资产	777	841	879	821	营业外收入	2	2	2	3
非流动资产合计	4,790	5,195	5,473	5,706	营业外支出	2	1	1	1
资产合计	7,334	8,705	9,740	10,829	利润总额	427	510	619	731
短期借款	475	924	831	777	所得税	23	35	42	50
应付票据	134	246	328	347	净利润	404	475	577	681
应付账款	518	676	843	986	少数股东损益	-2	-10	-20	-21
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	406	485	597	702
合同负债	3	7	7	8	NOPLAT	459	465	566	666
其他应付款	210	152	166	163	EPS (按最新股本摊薄)	0.68	0.81	1.00	1.17
一年内到期的非流动负债	381	381	381	381					
其他流动负债	86	97	124	145					
流动负债合计	1,808	2,482	2,681	2,808	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	1,274	1,593	1,968	2,368	会计年度	2023E	2024E	2025E	2026E
应付债券	532	532	532	532	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	214	209	212	213	营业收入增长率	17.7%	19.1%	24.0%	19.0%
非流动负债合计	2,021	2,334	2,712	3,113	EBIT增长率	32.7%	3.0%	21.7%	17.6%
负债合计	3,829	4,816	5,393	5,921	归母公司净利润增长率	36.4%	19.2%	23.2%	17.5%
归属母公司所有者权益	3,408	3,803	4,280	4,862	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	97	87	67	46	毛利率	23.7%	24.5%	26.0%	26.7%
所有者权益合计	3,505	3,889	4,347	4,908	净利率	13.7%	13.5%	13.3%	13.2%
负债和股东权益	7,334	8,705	9,740	10,829	ROE	11.6%	12.5%	13.7%	14.3%
					ROIC	12.5%	10.0%	10.5%	10.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	52.2%	55.3%	55.4%	54.7%
					债务权益比	82.1%	93.6%	90.3%	87.0%
					流动比率	1.4	1.4	1.6	1.8
					速动比率	1.2	1.3	1.4	1.6
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
					应收账款周转天数	85	82	82	84
					应付账款周转天数	86	81	85	87
					存货周转天数	66	56	50	53
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.68	0.81	1.00	1.17
					每股经营现金流	0.31	0.65	0.59	0.52
					每股净资产	5.68	6.34	7.14	8.11
					<b>估值比率</b>				
					P/E	43	36	30	25
					P/B	5	5	4	4
					EV/EBITDA	101	93	78	68

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。