



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 01 月 07 日

基础数据

01 月 06 日收盘价（元）	29.21
总市值（亿元）	39.28
总股本（亿股）	1.34

来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：吉金

S0190522030003
jjjin@xyzq.com.cn

分析师：张勋

S0190521100002
zhangxun19@xyzq.com.cn

分析师：陈垒

S0190524070001
chenlei22@xyzq.com.cn

八亿时空(688181.SH)

液晶材料领军企业，KrF 光刻胶树脂厚积薄发

投资要点：

- **公司深耕液晶材料二十载，锐意进取布局半导体材料。**公司成立于 2004 年，建立国内第一个液晶材料生产百级净化车间。随着国内 TFT-LCD 产业发展以及京东方等客户的开拓，公司液晶产品快速放量。2020 年，公司新设上海八亿时空先进材料有限公司，切入半导体材料领域，积极开展对聚酰亚胺（PI）和光刻胶等高端电子材料的研究。基于在液晶材料领域相关经验的积累及光刻胶核心工艺的摸索，上海八亿聚焦 KrF 光刻胶关键原料 PHS 树脂及其衍生物的研发和量产。
- **公司打破海外垄断，率先实现 KrF 光刻胶树脂量产。**2023 年全球 KrF 光刻胶销售额达 7.67 亿美元，2030 年预计将达 12.88 亿美元。树脂作为半导体光刻胶的核心原料，在 KrF 光刻胶中树脂成本占比高达 75%。全球 KrF 光刻胶树脂市场分布为：日本曹达占比 36%，杜邦占比 25%，丸善石化占比 17%，其他也均为日本厂家；其中，窄分布 PHS 树脂更是由曹达所垄断。公司上海研发中心 KrF 用树脂 2023 年已经达到了百公斤级别的量产，2024 年又提升了产品的稳定性和交付能力，与用户一起进行了多款产品的定制化合作。目前公司在浙江上虞基地的光刻胶树脂产线正在积极建设中，预计 2025 年将实现规模化量产，有望逐步实现百吨级的产能储备。
- **液晶为公司压舱石业务，国产化份额不断提升。**TFT-LCD 技术的下游应用以大尺寸显示面板为主，行业进入平稳成熟阶段。随着 TFT-LCD 面板产能持续向中国大陆转移的趋势，中国大陆对全球液晶市场的占有量有望进一步加大。国内液晶材料企业在效率、价格、服务上具备优势，其市场份额也有望进一步提升。公司深度绑定全球面板巨头京东方，液晶材料占公司总营收比例常年超过 90%，系公司经营的压舱石业务，未来新客户的开拓将成为公司液晶材料业务的重要增长来源。
- **首次覆盖，给予“增持”的投资评级。**八亿时空为国内液晶材料领军者之一，自主研发成功切入半导体材料领域，在研项目丰富，有望成长为平台型材料企业。我们给予公司 2024-2026 年 eps 预测分别为 0.60、0.82、1.13 元，首次覆盖，给予“增持”的投资评级。
- **风险提示：**混合液晶材料产品价格下降风险、新材料研发不成功风险、下游客户开拓不及预期风险。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	799	719	951	1254
同比增长	-14.4%	-10.1%	32.3%	31.8%
归母净利润（百万元）	107	81	111	152
同比增长	-47.6%	-24.3%	37.2%	37.5%
毛利率	41.5%	41.0%	37.3%	37.5%
ROE	5.2%	3.8%	5.1%	6.5%
每股收益（元）	0.79	0.60	0.82	1.13
市盈率	36.8	48.6	35.4	25.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 液晶材料稳扎稳打，KrF 光刻胶树脂快速发展	4
（一） 公司由液晶向半导体材料延伸，上虞项目助力未来成长	4
（二） 公司实控人为赵雷，旗下子公司业务分工清晰	5
（三） 公司过去成长迅速，近年受行业需求疲弱影响业绩承压	6
二、 液晶材料：市场规模具备稳定性，为公司存量压舱石	8
（一） 液晶材料市场规模具备稳定性	8
（二） 液晶国产化率不断提升，公司为三家国产厂商之一	9
（三） 外企退出或成趋势，国内企业乘胜追击	11
三、 半导体材料：公司在国内率先量产 KrF 光刻胶树脂	12
（一） 高端半导体光刻胶及树脂亟待实现自主可控	12
（二） 树脂为 KrF 光刻胶关键材料，国内企业渐迎破局曙光	13
（三） 率先突破 KrF 光刻胶树脂，绑定恒坤新材	17
四、 盈利预测与估值	18
五、 风险提示	18

图目录

图 1、 八亿时空历史沿革	4
图 2、 公司股权结构图	6
图 3、 公司营业收入及其同比情况	7
图 4、 公司归母净利润及其同比情况	7
图 5、 2023 年公司营业收入结构	7
图 6、 公司各业务毛利率情况	7
图 7、 公司销售毛利率/净利率情况	7
图 8、 公司 ROE/ROA 情况	7
图 9、 公司经营性现金流量净额稳定增长	8
图 10、 公司资产负债率保持较低水平	8
图 11、 全球 TFT-LCD 面板营收情况	9
图 12、 TFT-LCD 主要应用于大尺寸面板	9
图 13、 全球液晶材料市场规模/产值有所下降	9
图 14、 中国液晶材料市场规模/产值仍有提升	9
图 15、 液晶材料为公司存量业务压舱石	11
图 16、 京东方是八亿时空的第一大客户	11
图 17、 光刻胶产业链一览	12
图 18、 我国集成电路市场规模持续提升	14
图 19、 KrF/ArF 光刻胶贡献主要增长动力	14
图 20、 全球 KrF 光刻胶市场规模保持较快增长	15
图 21、 KrF 光刻胶的主要成本来自于树脂	15
图 22、 公司持续进行研发投入	17

表目录

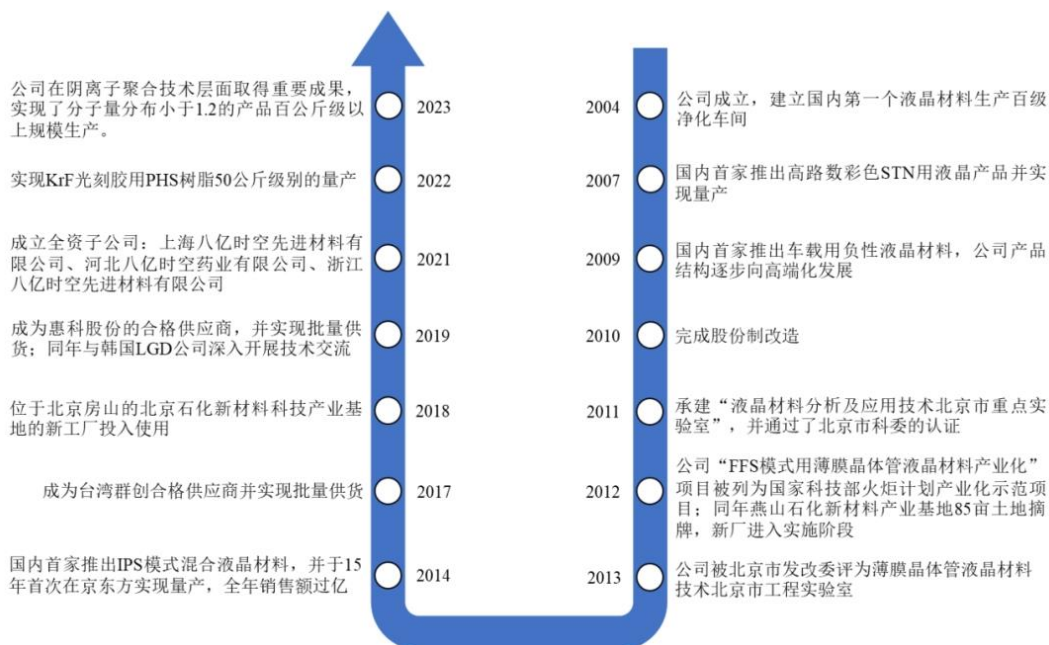
表 1、	公司当前产能与在建项目情况	5
表 2、	液晶混晶材料主要生产企业基本情况	10
表 3、	光刻胶产品体系随制程尺寸不断进化	13
表 4、	光刻胶产品的国产化率较低.....	13
表 5、	不同的对羟基苯乙烯聚合方法对比.....	15
表 6、	全球光刻胶树脂企业情况及国内布局进展.....	16
表 7、	公司主要业务板块的盈利情况拆分	18
表 8、	可比公司盈利预测与估值	18

一、液晶材料稳扎稳打，KrF 光刻胶树脂快速发展

（一）公司由液晶向半导体材料延伸，上虞项目助力未来成长

公司以液晶材料起家，切入半导体材料领域。八亿时空成立于 2004 年，前身为八亿液晶，2004-2005 年期间，公司开发了从中间体、粗单晶、精品单晶到混合液晶的工艺技术，储备了上百种单体液晶，形成了 TN/STN 型显示材料的规模化生产能力。其后的 10 年里，公司实现了 TN/STN 型显示材料产品的量产出货，全面布局了彩色 STN 液晶材料、高性能 TFT 混合液晶、FFS 模式用薄膜晶体管液晶材料，成功与我国液晶面板龙头企业京东方开展全面合作。2015 年及以后，公司对京东方的液晶材料销售额持续增长，并陆续开拓了台湾群创、惠科股份等客户。2020 年，公司新设上海八亿时空先进材料有限公司，切入半导体材料领域，积极开展对聚酰亚胺（PI）和光刻胶等高端电子材料的研究；次年公司设立河北八亿药业，布局原料药与医药中间体业务。2022 年以来，公司陆续实现 KrF 光刻胶用 PHS 树脂 50 公斤级、100 公斤级的量产，并顺利引入国内光刻胶企业的战略投资，公司光刻胶树脂业务亦步入发展快车道。

图1、八亿时空历史沿革



数据来源：公司公告，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

在建项目有序推进，公司未来成长动力较为充足。上虞电子材料基地项目正在加快建设，项目的主要建筑单体和公用配套设施已基本建成，预计将在 2024 年下

半年试生产，该项目内容主要为电子材料，涵盖了显示材料与半导体材料，是公司未来成长的重要着力点。河北基地高级医药中间体及原料药项目已在 2024 年进行产品试生产，该项目高级精神类药物中间体试产成功，并成功向客户出货，现有两个产品原药类项目和沙库巴曲中间体项目在三车间进行试生产工艺验证。而锂电材料方面，公司将视市场情况推进。

表1、公司当前产能与在建项目情况

主要厂区或项目	设计产能	2023 年产能利用率 (%)	在建产能	在建产能已投资额 / 万元	在建产能预计完工时间
年产 100 吨显示用液晶材料项目	100 吨	100	不适用	0	已投产
新增年产 100 吨显示用液晶材料项目	100 吨	39.64	不适用	0	已投产
浙江上虞电子材料基地项目	液晶材料 300t/a；OLED 材料 40t/a；聚酰亚胺（MPI 等）浆料 2000t/a；平板显示用光刻胶 4000t/a；半导体光刻胶 150t/a；半导体用光刻胶树脂 50t/a	0	液晶材料 300t/a；OLED 材料 40t/a；聚酰亚胺（MPI 等）浆料 2000t/a；平板显示用光刻胶 4000t/a；半导体光刻胶 150t/a；半导体用光刻胶树脂 50t/a	55,268.04	预计 2024 年正式生产
年产 1351 吨高级医药中间体及年产 30 吨原料药项目	1351 吨高级医药中间体；30 吨原料药	0	1351 吨高级医药中间体；30 吨原料药	43,664.65	预计 2024 年正式生产
年产 3000 吨六氟磷酸锂项目	六氟磷酸锂 3000t/a	0	六氟磷酸锂 3000t/a	495.01	依据市场情况推进

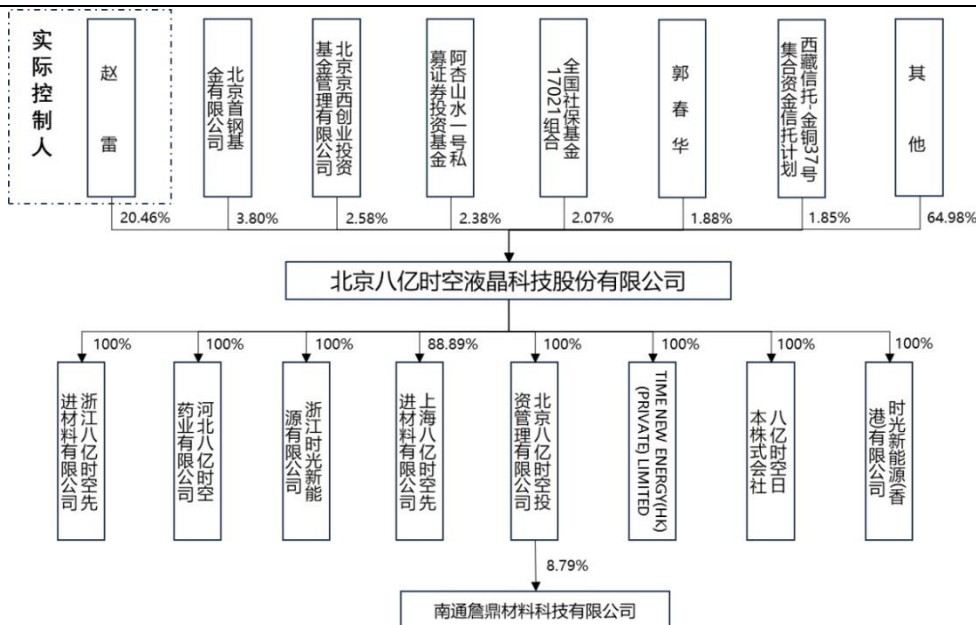
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）公司实控人为赵雷，旗下子公司业务分工清晰

八亿时空的实际控制人为赵雷,截至 2024 年 12 月 9 日,赵雷直接持有公司 20.46% 的股份。从主要子公司情况来看，浙江八亿时空先进材料有限公司主要从事液晶材料、有机发光材料、聚酰亚胺薄膜材料、光刻胶的研发、生产、销售，亦是上

虞电子材料基地项目的实施主体；河北八亿时空药业有限公司主要从事医药中间体和原料药的研发生产和销售；上海八亿时空新材料科技有限公司则是半导体材料研发和产业化的核心平台。

图2、公司股权结构图



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）公司过去成长迅速，近年受行业需求疲弱影响业绩承压

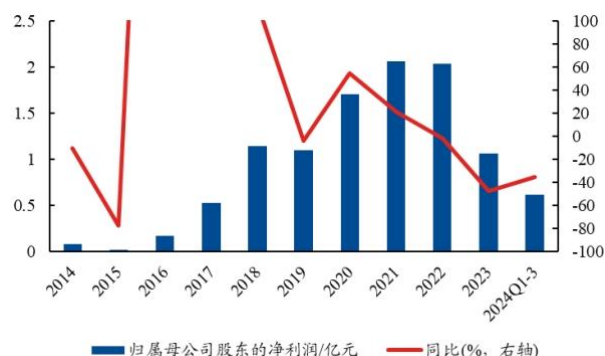
2015年-2022年，随着公司与主要客户合作深入，公司液晶产品持续放量，营业收入与归母净利润均呈现稳步上涨态势。2023年以来，由于行业下游需求疲弱，叠加客户对价格的敏感性增强，公司液晶主业承受了较强的经营压力，营业收入与归母净利润有所下滑。公司深耕显示材料领域，主营业务仍为液晶显示材料的研发、生产和销售，2023年公司混合液晶、液晶单体两块业务合计实现营业收入7.53亿元，占总营业收入的94.16%。

图3、公司营业收入及其同比情况



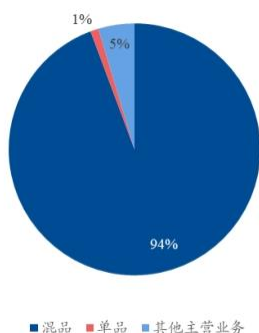
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司归母净利润及其同比情况



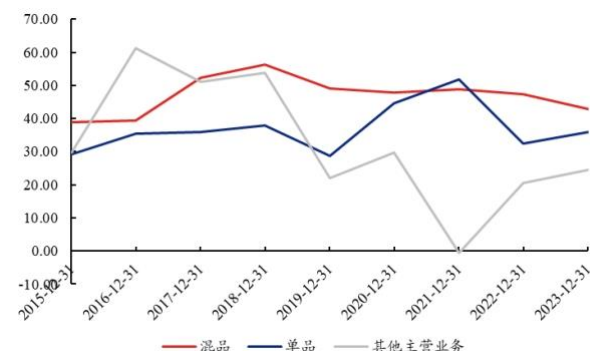
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、2023 年公司营业收入结构



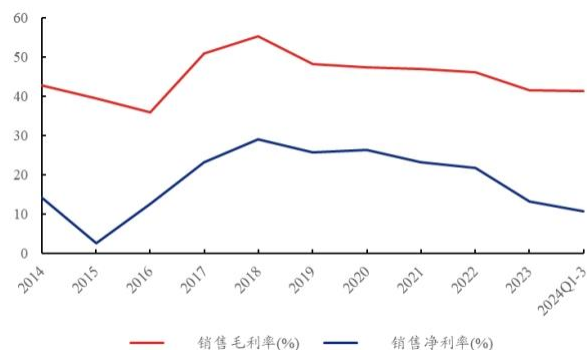
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司各业务毛利率情况



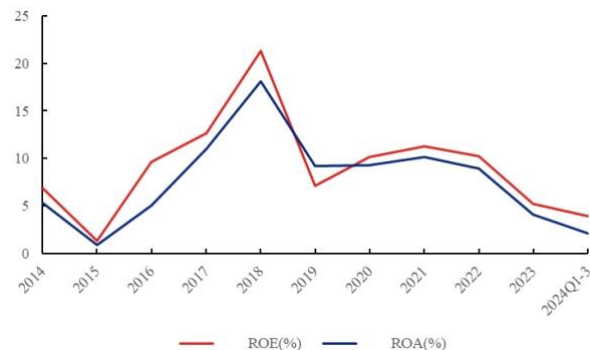
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司销售毛利率/净利率情况



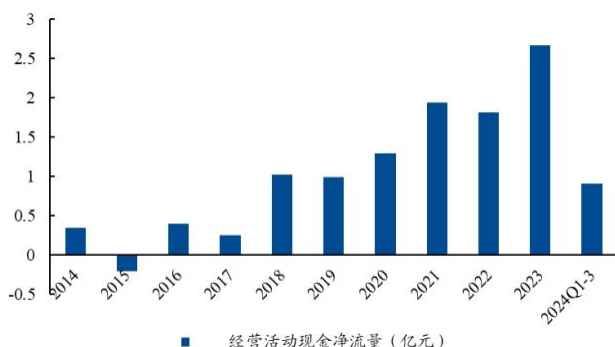
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司 ROE/ROA 情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、公司经营性现金流量净额稳定增长



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司资产负债率保持较低水平



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

二、液晶材料：市场规模具备稳定性，为公司存量压舱石

液晶材料在电场中实现光偏转是液晶显示（LCD）的核心，往往混配液晶单体生产出综合性能优异的混晶以满足实际显示要求。液晶材料是液晶面板上下玻璃板间的半透明介电材料，功能相当于光闸开关。其工作原理是利用上下电极通电后，电场产生变化使得液晶分子因介电各向异性而实现光线的偏转，光线因液晶长轴与短轴折射率不同而产生不同的穿透度，再配合配向膜与偏光板的作用，即可产生光线 ON-OFF 的变化，进而在液晶显示面板上显示出各种各样的画面，故液晶材料在消费电子、信息技术、汽车、医疗设备等领域中广泛应用。与此同时，由于任何一种液晶单体只具有一方面或几方面的优良性能，不能直接用于显示。因此在实际运用中，通过选用多种具有一些优良性能的液晶单体，并加入少量添加剂，通过混配技术，将其调制成综合性能最佳的混合液晶，满足显示用液晶材料的各项性能要求。

（一）液晶材料市场规模具备稳定性

TFT-LCD 技术主要应用于大尺寸面板，液晶材料市场规模具备稳定性。随着 OLED 技术逐步应用于中小尺寸面板，叠加 LCD 面板有所降价，全球 TFT-LCD 面板营收相应下降，进而促使液晶材料行业市场规模及产值下降。根据智研咨询数据，2022 年全球液晶材料市场规模约为 11.7 亿美元，产值约为 13.57 亿美元。根据共研网数据，TFT-LCD 技术的下游应用多数为大尺寸显示面板，虽然 OLED 面板有更强的性能优势，但其受限于成本预计仍不会大批量切入大尺寸领域，故我们预计液晶材料的整体市场规模亦仍具稳定性。

图11、全球 TFT-LCD 面板营收情况



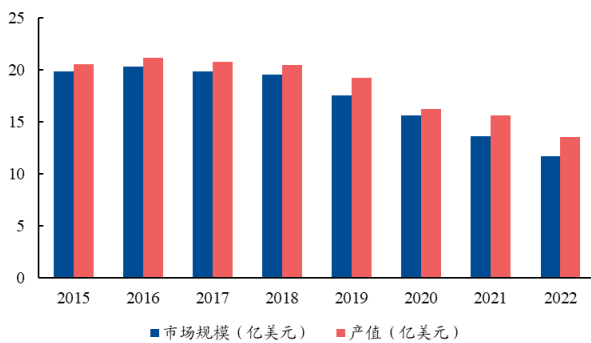
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、TFT-LCD 主要应用于大尺寸面板



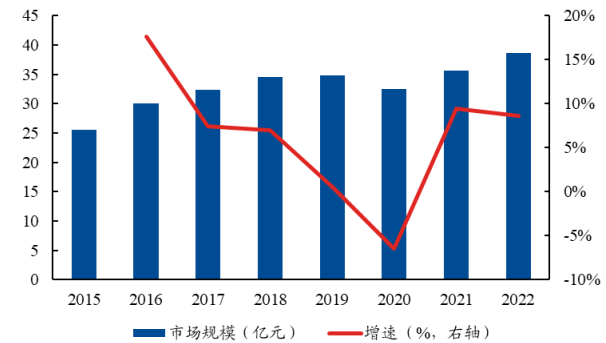
数据来源：共研网，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、全球液晶材料市场规模/产值有所下降



数据来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、中国液晶材料市场规模/产值仍有提升



数据来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）液晶国产化率不断提升，公司为三家国产厂商之一

2018 年以前全球液晶材料市场主要由德国默克 (Merck)、日本 JNC 和 DIC 三家垄断。随着全球面板产能向中国大陆转移，中国混合液晶需求量呈现出快速增长的态势。八亿时空、飞凯材料及诚志股份三家国内液晶生产企业陆续突破国外专利封锁，在国内液晶市场快速崛起。据 CINNO Research 数据，液晶国产化率从 2015 年的不足 20% 提升至 2020 年的约 60%，中国已然成为最大的液晶材料生产国，国产化率相对较高。

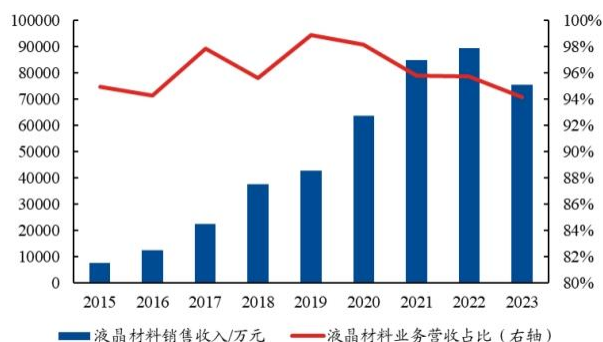
表2、液晶混晶材料主要生产企业基本情况

公司名称	公司基本情况
德国 (MERCK) 集团	国际著名化学及制药公司，系三大 TFT 混晶供应商之一，家族性医药化工企业，其中化工业务包括：液晶材料、珠光颜料、实验室分析用品、制药和生物工艺技术生产链所需的产品及服务。
日本 JNC 株式会社	国际著名化工集团，系国际三大 TFT 混晶供应商之一，公司创办历史可以追溯到 1906 年，目前主要产品为 LCD 显示屏的液体催化剂。
日本 DIC 株式会社	国际著名化工集团，系国际三大 TFT 混晶供应商之一，以独特的色彩技术为基础，融合了多种科技要素，在印刷油墨、有机颜料、合成树脂、电子信息材料等领域广泛开展事业，其中电子信息材料部门有记录材料、液晶材料、工程塑料盒薄膜制品等产品。
八亿时空液晶科技股份有限公司	致力于液晶材料的研究和开发，拥有液晶材料分析及应用重点实验室，配备有前沿的研发和测试设备。主要产品包括 TN/STN 系列液晶材料、TFT 高性能混合液晶材料等。
江苏和成显示科技有限公司	飞凯材料 (300398) 全资子公司，主要从事液晶显示材料研发、生产与销售的高新技术企业，主要产品包括 TN/STN 型混合液晶，TFT 型混合液晶，液晶单体及液晶中间体。
石家庄诚志永华显示材料有限公司	诚志股份 (000990) 全资子公司，主要从事液晶材料和精细化学品的技术开发、生产、销售与服务，主要产品包括 TN、STN 等单色液晶、TFT-LCD 液晶材料和 OLED 材料。

数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

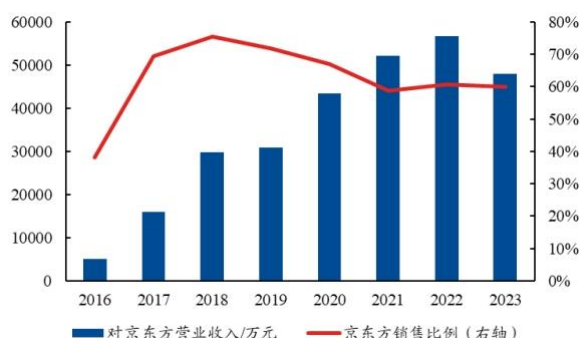
八亿时空深耕液晶显示材料领域，深度绑定京东方。八亿时空是我国液晶显示材料领域四项国家标准的主要起草者，位居行业内头部地位。凭借自身在品质、价格、服务、供应保障等方面的综合竞争优势，公司产品获得了京东方、惠科股份、台湾群创等多家主流面板厂商的认可，已成为国内液晶面板龙头企业京东方的国产 TFT 液晶材料战略供应商。从历史经营情况来看，液晶材料业务贡献营收占公司总营收比例常年超过 90%，仍占公司目前主导地位，系公司经营的压舱石。从对京东方销售来看，根据公司公告披露多年来京东方持续为八亿时空的第一大客户，公司对京东方的销售额呈稳步提升态势，客户绑定较为深入。

图15、液晶材料为公司存量业务压舱石



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、京东方是八亿时空的第一大客户



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）外企退出或成趋势，国内企业乘胜追击

中国制造领先全球，国际企业经营压力增大，材料领域屡现退出。随着国内制造业技术及成本优势逐渐凸显，外资企业在材料领域的竞争力大幅削减，陆续有海外企业裁员或退出竞争：德国特种化学品巨头赢创（Evonik）宣布大规模重组方案，计划通过重组来精简其业务，裁减约 7000 员工；巴斯夫亦宣布路德维希港基地的进一步降本计划，目标到 2026 年底每年节约 10 亿欧元成本，该计划将带来进一步裁员。而从擅长材料科学的日本来看，企业断臂求生现象更为普遍，三洋化成、住友化学、三菱瓦斯、DIC 等企业纷纷退出竞争加剧的化工材料板块。

DIC 退出液晶材料业务，诚志股份收购相关知识产权。2024 年 3 月 25 日，日本 DIC 株式会社（以下简称 DIC）宣布，将在 2024 年 12 月底之前退出使用于 TFT（薄膜晶体管）及被动式驱动显示器等用途的液晶（LC）材料业务，日本埼玉工厂和中国子公司（青岛迪爱生精细化学有限公司和青岛迪爱生液晶有限公司）将陆续停产。

DIC 于 1973 年开始从事液晶材料的制造、销售业务，公司指出近年来因中国厂商竞争激烈、行业环境恶化，公司评估各种对策后决议退出。DIC 还宣布，随着决定退出液晶材料事业，该公司所持有的液晶材料相关知识产权将卖给诚志股份，相应地诚志股份于 2024 年 3 月 25 日发布《关于子公司石家庄诚志永华购买无形资产暨签署《知识产权转让协议》的公告》，共收购 1183 项专利，授权专利平均到期时间在 2034 年左右。

默克暂停研发 LCD 面板，液晶材料领域外资退出或成趋势。除了退出的 DIC 之外，全球领军显示材料企业默克亦对 LCD 材料定位做出调整：根据 Micro LED

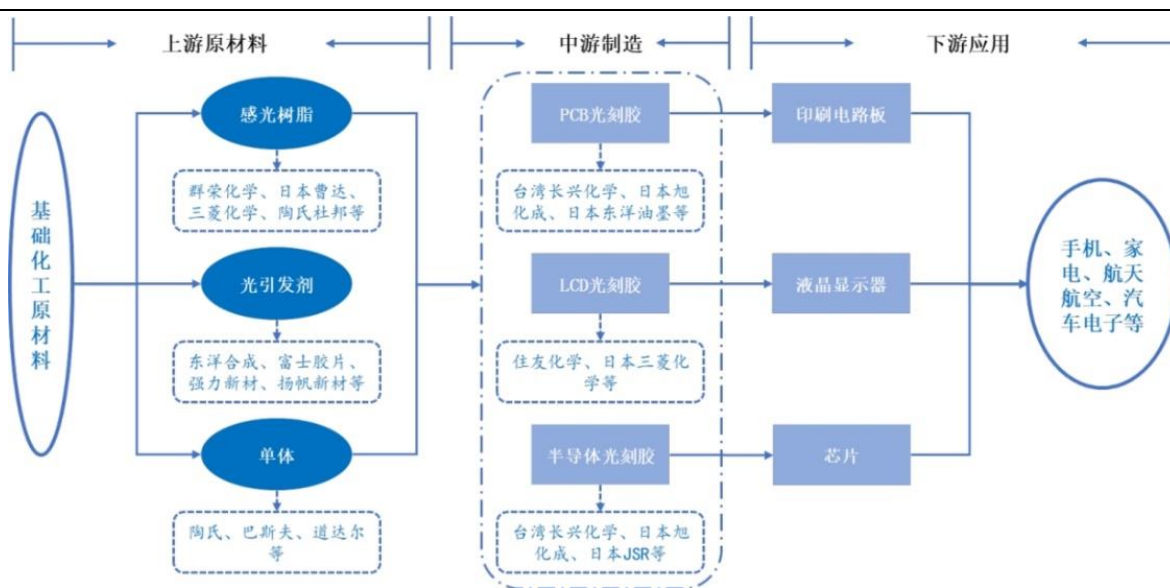
Display 新闻，默克集团已暂停研发 LCD 面板，不再推出新的 LCD 材料。默克集团已经将所有研发资金倾注到 Micro LED 和 OLED 等自发光显示器。

三、半导体材料：公司在国内率先量产 KrF 光刻胶树脂

（一）高端半导体光刻胶及树脂亟待实现自主可控

光刻胶是微电子技术中微细图形加工的关键材料，光刻工艺是半导体领域的核心环节。光刻胶又称光致抗蚀剂，是对光敏感的混合性液体，主要用于表面微细图形加工。光刻胶在 PCB、LCD 和半导体领域均具有重要作用。在半导体领域，光刻工艺是芯片制造最核心的工艺，成本约为整个芯片制造工艺的 35%，耗时约占整个芯片工艺的 60%。

图17、光刻胶产业链一览



数据来源：洞察化学，兴业证券经济与金融研究院整理

半导体光刻胶产品体系匹配先进制程，高端化趋势明显。随着光刻技术的发展，半导体光刻胶经历了 G/I 线光刻胶、KrF（248nm）光刻胶、ArF（193nm）光刻胶，进入了 EUV 光刻胶时代。所用的材料也由传统的酚醛树脂-重氮萘醌发展为聚对羟基苯乙烯改性树脂与聚甲基丙烯酸酯体系，及最新金属氧化物体系。相应地，光刻胶的分辨率越来越高，以匹配更先进的制程与更大的晶圆尺寸。

表3、光刻胶产品体系随制程尺寸不断进化

商业化时间	光刻胶体系	曝光光源	制程节点	晶圆尺寸
1957	环化橡胶-叠氮	紫外全谱、G 线、I 线	2 μm	6 英寸及以下
1972	重氮萘醌-酚醛树脂	G 线 (436nm)	0.5 μm 以上	6 英寸及以下
		I 线(365nm)	0.5-0.35 μm	8 英寸
1983	聚 4-叔丁基氟羧基苯乙烯 (PBOCSt)、光致产酸剂	KrF (248nm)	0.25-0.15 μm	8 英寸
1990s	丙烯酸酯类共聚物、光致产酸剂	ArF(193nm)	65-130nm	12 英寸
2002	丙烯酸酯类共聚物、光致产酸剂	ArFi(193nm)	7-65nm	12 英寸
2019	分子玻璃、金属氧化物	EUV (13.4nm)	7nm 及以下	12 英寸

资料来源：微谱先进制造技术服务，兴业证券经济与金融研究院整理

光刻胶产品尤其是半导体光刻胶的国产化率较低，自主可控背景下有望加速发展。根据智研咨询数据，我国光刻胶产品的整体国产化率较低，尤其是半导体类光刻胶亟待国产化。自主可控大背景下，国内光刻胶产业迎来发展机遇，国内企业的研发和国产替代动力增强，随着中国光刻胶技术不断进步和行业下游需求持续增长，光刻胶的国产化趋势形成，我国有望逐步实现中高端光刻胶产品的国产替代。

表4、光刻胶产品的国产化率较低

应用领域	主要品种	国产化率	技术壁垒
PCB 光刻胶	干膜光刻胶	5%	低
	湿膜和阻焊油墨	约 50%	低
	彩色光刻胶	6.36%	中
(LCD)面板光刻胶	黑色光刻胶	13.08%	中
	TFT-LCD 正性光刻胶	26.48%	中
	G 线	30%	高
半导体光刻胶	I 线	30%	高
	KrF	10%	高
	ArF	<2%	高
	ArFi	<2%	高
	EUV	研发阶段	高

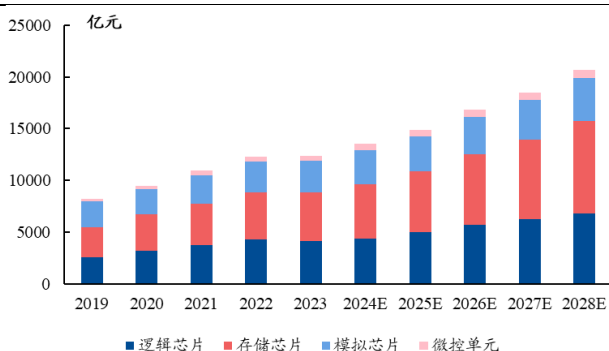
数据来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）树脂为 KrF 光刻胶关键材料，国内企业渐迎破局曙光

我国集成电路关键材料市场规模持续增长，前道制造材料增速高于后道封测材料。根据 Frost & Sullivan 统计及预测，境内集成电路关键材料市场规模总体从 2019 年 664.7 亿元增长到 2023 年 1,139.3 亿元，年复合增长率为 14.4%，预计 2028 年市场规模为 2,589.6 亿元。同时，基于晶圆制造技术节点不断升级及境内集成电路先进制程日趋成熟，光刻材料、前驱体材料以及靶材等制造材料用量均持续提升，预计前道工艺对应制造材料增长幅度将高于后道工艺封测材料增长幅度，预计 2028 年制造材料市场规模为 1,853.8 亿元，占关键材料市场规模比例超过 70%。

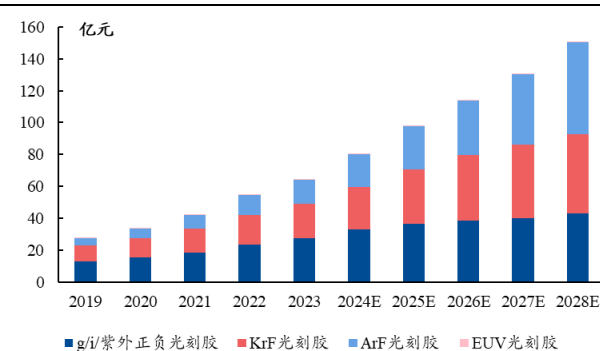
我国半导体光刻胶需求高速增长，KrF/ArF 光刻胶是增长的主要驱动。根据 Frost & Sullivan 研究，境内半导体光刻胶市场规模从 2019 年 27.8 亿元增长至 2023 年 64.2 亿元，年复合增长率达 23.3%，预计 2028 年境内半导体光刻胶市场规模将达到 150.3 亿元，年复合增长率 18.5%，高于全球半导体光刻胶市场规模增速。随着境内 12 英寸晶圆产能持续提升，先进应用和技术节点持续提升，光刻技术如浸没式光刻技术和多重曝光技术逐步应用以及光刻胶性能稳步升级，KrF 光刻胶与 ArF 光刻胶合计市场规模从 2019 年 14.7 亿元增长至 2023 年 36.7 亿元，预计 2028 年市场规模将达到 106.9 亿元，占境内半导体光刻胶市场份额将达 71.12%。

图18、我国集成电路市场规模持续提升



数据来源：恒坤新材招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、KrF/ArF 光刻胶贡献主要增长动力

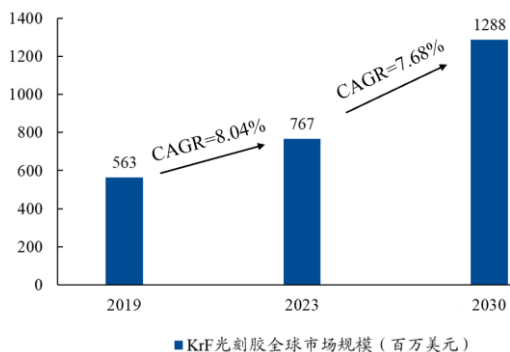


数据来源：恒坤新材招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

KrF 胶市场规模快速提升，树脂是主要的成本构成。根据 Global Info Research 统计，2023 年全球 KrF 光刻胶市场销售额达到了 7.67 亿美元，预计 2030 年将达到 12.88 亿美元，年复合增长率（CAGR）为 7.68%（2023-2030）。从光刻胶的构成来看，光刻胶产品由感光树脂、增感剂和溶剂三种主要成分组成，其中树脂

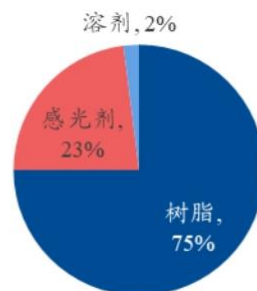
是主要组成部分，决定了光刻胶的粘附性、化学抗蚀性，胶膜厚度等基本性能，根据南雅财经数据，在 KrF 光刻胶中树脂成本占比高达 75%。

图20、全球 KrF 光刻胶市场规模保持较快增长



数据来源：Global Info Research，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、KrF 光刻胶的主要成本来自于树脂



数据来源：南雅财经，兴业证券经济与金融研究院整理

PHS 树脂专用于 KrF 光刻胶，阴离子聚合和自由基聚合是主要生产工艺。KrF 光刻胶指曝光光源达到 248nm 的光刻胶，以对羟基苯乙烯作为基材制成的光刻胶树脂（PHS 树脂）在 248nm 处具有较高的光透过性和分辨率，热稳定性及化学稳定性极佳，是 KrF 光刻胶的主要树脂类型。从生产工艺来讲，PHS 树脂通常不由对羟基苯乙烯单体直接聚合而成，而是先合成酚羟基被保护的衍生物单体，再采用自由基聚合、离子聚合等方式形成高聚物，最后脱除保护基团，得到一定分子量的对羟基苯乙烯。阴离子聚合和自由基聚合便于工业化，是当前 PHS 树脂生产的主要方法，其中阴离子聚合的分子量分布较窄，往往对应着高端树脂产品。

表5、不同的对羟基苯乙烯聚合方法对比

	离子聚合		自由基聚合
	活性阳离子聚合	活性阴离子聚合	
是否需要保护酚羟基	是	是	可以不保护
反应条件	一般	一般	温和
聚合物的分子量分布	较窄	较窄	宽
劣势	聚合的单体种类有限，且对水分含量	聚合的单体种类有限，相较阳离子	聚合物分子量分布宽，很难达到精

要求极为苛刻，不 聚合更易于工业 密集成电路的要
便于工业化应用 化 求

数据来源：《用于光致刻蚀剂的聚对羟基苯乙烯的合成及进展》，兴业证券经济与金融研究院整理

KrF 胶树脂被海外垄断，国内企业积极布局渐迎破局曙光。PHS 树脂是 KrF 光刻胶生产的关键原材料，但目前全球 KrF 光刻胶树脂市场被外资企业垄断，日本曹达占据约 36%的市场份额,美国杜邦占据约 25%的市场份额,丸善石化 (Maruzen Petrochemical) 占据约 17%的市场份额。剩余 22%市场份额被东邦化学、富士胶片、和光纯药、东洋合成等公司占据。国内方面，得益于国家政策和下游客户的支持，中国 PHS 树脂的技术成熟度不断提高，部分企业已经能够量产 PHS 树脂，国产替代后续有望加速。

表6、全球光刻胶树脂企业情况及国内布局进展

海外光刻胶树脂企业		
企业名称	简介	
日本曹达	成立于 1920 年，是横跨农业、医学、环境、信息等多个行业领域的集团公司，亦是全球最大的 KrF 胶树脂供应商，PHS 树脂位于其功能化学品业务板块，系公司拳头产品之一。	
美国杜邦	成立于 1802 年，是历史悠久的跨国公司，业务主要集中于化学制品、材料和能源，致力于成为基于科学创新的综合科学公司，PHS 树脂为公司材料业务拼图中的一块。	
丸善石化	成立于 1959 年，是开发、制造和销售石化产品的化学品制造商，PHS 树脂位于其功能化学品业务板块，具有 S-1P 和 S-2P 两种分子量系列产品。	
国内企业在光刻胶树脂的布局		
企业名称	树脂供应产品	当前布局与进展
八亿时空	KrF 光刻胶树脂	2022 年 KrF 光刻胶用 PHS 树脂 50 公斤级别的量产；2023 年达百公斤级量产
圣泉集团	线性酚醛树脂、KrF 光刻胶树脂	光刻胶用线性酚醛树脂、KrF 光刻胶配套用 PHS 树脂产销逐步起量
彤程新材	光刻胶酚醛树脂	具有光刻胶酚醛树脂研发、中试、量产、配方评价等整套开发和量产体系
	KrF 光刻胶树脂	小试开发了 PTBS-PHS 树脂并实现放大，tBOC-PHS、EVE-PHS、ESCAP、 Terpolymer 等多个类别

		PHS 树脂产品在装置上进行多批次生产
	丙烯酸树脂	持续研发中
威迈芯材	BARC 层树脂	韩国工厂完成扩建：新建研发大楼，扩建 BARC 树脂产能
珠海雅天	ArF 光刻胶树脂	少量供应

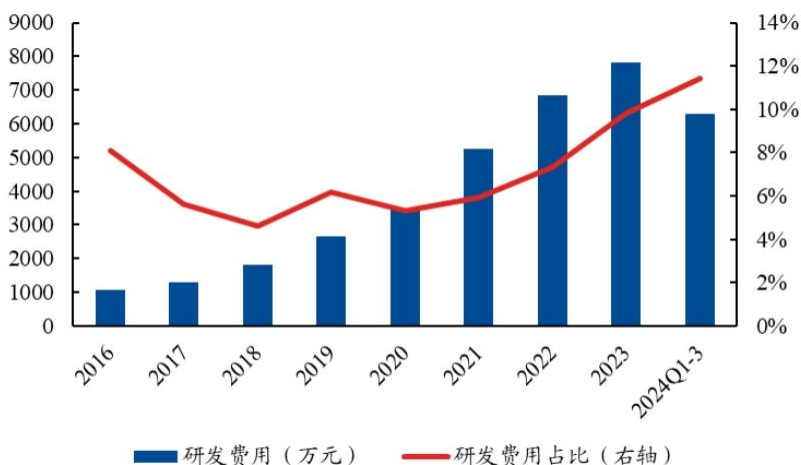
资料来源：公司公告，公司官网，TrendBank，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）率先突破 KrF 光刻胶树脂，绑定恒坤新材

八亿时空持续研发投入，多项产品在研，KrF 光刻胶树脂进入量产阶段。近年来公司研发投入持续加码，研发费用占比明显提升，2024 年前三季度公司共投入研发费用 6278.32 万元，占营收比例 11.45%。从 KrF 光刻胶树脂进展来看，公司开发的 KrF 光刻胶用 PHS 树脂的各项性能指标优异，在金属离子杂质控制、单体溶剂残留控制、树脂分子量分布等关键指标方面达到了较高水平。公司在阴离子聚合技术层面取得重要成果，实现了分子量分布小于 1.2 的产品百公斤级以上规模生产。

下游客户参股，产业链绑定紧密。2023 年 11 月，厦门恒坤新材料科技股份有限公司（简称“恒坤新材”）向上海八亿时空投资 2,000 万元，持股上海八亿时空 11.11%，肖楠担任董事。上海八亿时空是八亿时空设立的子公司，系半导体材料研发和产业化的核心平台，两者就树脂产品进行了合作开发，开发完成的定制产品由上海八亿时空向恒坤新材直接供应。

图22、公司持续进行研发投入



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测与估值

我们对公司主要业务板块的经营情况做出以下假设：

- 1) 液晶材料：预计该板块 2024-2026 年的营业收入分别为 6.59、7.01、8.04 亿元，毛利率水平分别为 43%、40%、40%。
- 2) 半导体材料：预计该板块 2025-2026 年的营业收入分别为 0.50、1.50 亿元，毛利率水平分别为 50%、50%。
- 3) 其他中间体：预计该板块 2024-2026 年的营业收入分别为 0.60、2.00、3.00 亿元，毛利率水平分别为 20%、25%、25%。

表7、公司主要业务板块的盈利情况拆分

项目		2023	2024E	2025E	2026E
液晶材料	营业收入（亿元）	7.53	6.59	7.01	8.04
	营业成本(亿元)	4.30	3.77	4.21	4.83
	毛利率	42.83%	42.86%	39.90%	39.90%
半导体材料	营业收入（亿元）			0.50	1.5
	营业成本(亿元)			0.25	0.75
	毛利率			50.00%	50.00%
其他中间体	营业收入（亿元）	0.47	0.60	2.00	3.00
	营业成本(亿元)	0.37	0.48	1.50	2.25
	毛利率	20.26%	20.00%	25.00%	25.00%
合计	营业收入（亿元）	7.99	7.19	9.51	12.54
	营业成本(亿元)	4.68	4.25	5.96	7.83
	毛利率	41.52%	40.96%	37.30%	37.54%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理及测算

表8、可比公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	收盘价		EPS（元）					PE（X）				市值 （亿元）
		（元）	23A	23A（扣非）	24E	25E	26E	23A	23A（扣非）	24E	25E	26E	
000990.SZ	诚志股份	7.37	0.15	0.13	0.24	0.28	0.33	50.48	58.82	31.10	26.03	22.17	89.56
300037.SZ	新宙邦	34.67	1.36	1.28	1.44	1.99	2.58	25.49	27.09	24.02	17.42	13.43	261.37
688550.SH	瑞联新材	28.84	0.98	0.85	1.27	1.67	2.12	29.43	33.93	22.67	17.23	13.59	50.39
688181.SH	八亿时空	30.20	0.79	0.68	0.60	0.82	1.13	38.03	44.28	50.25	36.63	26.64	40.61

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：除八亿时空外，可比公司均采用 wind 一致预期，市场数据日期为 2025 年 1 月 3 日

五、风险提示

混合液晶材料产品价格下降风险，新材料研发不成功风险，下游客户开拓不及预期风险。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1111	1095	1421	1859
货币资金	274	309	505	804
交易性金融资产	337	307	277	247
应收票据及应收账款	178	169	223	289
预付款项	10	8	12	16
存货	252	243	344	441
其他	60	59	60	62
非流动资产	1691	1588	1493	1384
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	395	601	705	736
在建工程	935	654	458	321
无形资产	216	214	212	209
商誉	0	0	0	0
其他	144	119	119	119
资产总计	2802	2684	2914	3243
流动负债	592	419	585	778
短期借款	95	95	95	95
应付票据及应付账款	439	274	424	599
其他	57	50	66	83
非流动负债	125	122	122	122
长期借款	89	89	89	89
其他	37	34	34	34
负债合计	717	542	707	900
股本	134	134	134	134
未分配利润	753	813	896	1010
少数股东权益	15	14	14	14
股东权益合计	2085	2142	2207	2343
负债及权益合计	2802	2684	2914	3243

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	107	81	111	152
折旧和摊销	48	77	96	109
营运资金的变动	121	-151	6	24
经营活动产生现金流量	266	1	207	278
资本支出	-686	0	0	0
长期投资	284	30	30	30
投资活动产生现金流量	-351	60	35	36
债权融资	134	0	0	0
股权融资	20	0	0	0
融资活动产生现金流量	113	-25	-46	-16
现金净变动	28	36	196	299

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	799	719	951	1254
营业成本	468	425	596	783
税金及附加	10	8	11	15
销售费用	86	79	90	119
管理费用	46	43	48	56
研发费用	78	79	89	118
财务费用	-2	0	0	0
投资收益	3	4	5	6
公允价值变动收益	11	0	0	0
信用减值损失	1	0	0	0
资产减值损失	-5	0	0	0
营业利润	132	98	133	183
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	132	98	133	183
所得税	25	17	23	31
净利润	106	81	111	152
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	107	81	111	152
EPS(元)	0.79	0.60	0.82	1.13

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业总收入增长率	-14.4%	-10.1%	32.3%	31.8%
营业利润增长率	-46.5%	-26.0%	36.1%	37.4%
归母净利润增长率	-47.6%	-24.3%	37.2%	37.5%
盈利能力				
毛利率	41.5%	41.0%	37.3%	37.5%
归母净利率	13.4%	11.2%	11.7%	12.2%
ROE	5.2%	3.8%	5.1%	6.5%
偿债能力				
资产负债率	25.6%	20.2%	24.3%	27.8%
流动比率	1.88	2.61	2.43	2.39
速动比率	1.34	1.88	1.73	1.73
营运能力				
资产周转率	30.6%	26.2%	34.0%	40.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.79	0.60	0.82	1.13
每股经营现金	1.98	0.01	1.54	2.07
估值比率(倍)				
PE	36.8	48.6	35.4	25.8
PB	1.9	1.8	1.8	1.7

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备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。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn