

2025年1月9日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

39

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2025/1/9)	32.38
上证指数(2025/1/9)	3211.39
股价 12 个月高/低	41.8/19.86
总发行股数(百万)	599.08
A 股数(百万)	595.65
A 市值(亿元)	192.87
主要股东	RED AVENUE INVESTMENT GROUP LIMITED(49.17%)
每股净值(元)	5.50
股价/账面净值	5.89
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.0 -5.8 9.9

近期评等

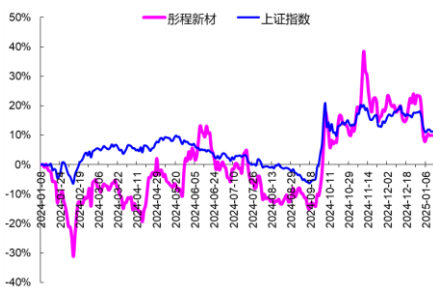
产品组合

橡胶助剂及其他产品	76.5%
电子材料产品	21.7%
全生物降解材料产品	1.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	8.0%
一般法人	5.2%

股价相对大盘走势



彤程新材 (603650.SH)

Buy 买进

特种橡胶助剂龙头，电子材料业务形成二次成长曲线

结论与建议：公司是全球最大的轮胎用特种材料供应商，近年积极发展电子材料业务，通过控股子公司切入光刻胶领域，当前主营业务包括电子材料、汽车/轮胎用特种材料、全生物降解材料三大业务板块。公司控股国内半导体光刻胶领先企业北京科华和面板正性光刻胶龙头北旭电子，在光刻胶领域具备领先优势。看好电子材料板块打开公司第二成长曲线，首次覆盖，给予“买进”评级。

■ **收购切入光刻胶领域，打造二次成长曲线：**公司主营业务是特种橡胶助剂，2020 年公司成立全资子公司彤程电子，开始整合集团内外资源打造电子化学品产业化平台。彤程电子在 2020 年和 2021 年分别收购北旭电子和北京科华部分股权，切入光刻胶领域，并在之后完成控股，目前持有北京科华 70.53%股权和北旭电子 81.14%股权。公司电子材料业务占比近年来持续增长，2024 年 H1 公司电子材料产品营收达 3.42 亿元，yoy+36%，占总营收的比重达 21.67%，较 2022 年占比翻倍。

■ **半导体光刻胶能力全国领先，布局上游原材料：**公司控股的北京科华是国内半导体光刻胶龙头企业，在国内半导体光刻胶的研发、生产及销售方面领先。光刻胶产品包括 G 线、I 线、KrF 和 ArF 产品，涵盖国内 14nm 以上大部分工艺需求，是国内 8-12 寸集成电路产线主要量产的本土供应商。目前公司 G 线光刻胶产品在国内占据较大市场份额，I 线光刻胶产品已接近国际先进水平；KrF 产品在 Poly、AA、Metal、TM/TV、Thick、Implant、ContactHole 等工艺市占率持续攀升；ArF 光刻胶已经开始形成销售。公司 2023 年年底竣工的上海工业园区设计产能包括 1000 吨半导体光刻胶、1 万吨显示用光刻胶和 2 万吨高纯 EBR 试剂(光刻胶去边剂)，2024 年已经步入试生产状态。2024H1 公司半导体光刻胶业务实现营收 1.28 亿元，yoy+54.43%；其中 KrF 光刻胶产品增长率超过 60%；化学放大大型 I 线光刻胶增长率超过 500%，公司半导体光刻胶板块维持快速发展态势。公司还布局光刻胶上游高纯试剂和光刻胶树脂，保障供应链安全。树脂、光引发剂、溶剂和单体等是光刻胶的主要原料，公司在甲酚甲醛树脂、对羟基苯乙烯树脂、丙烯酸树脂和溶剂方面均有研发。公司已完成了 6 个 I 线光刻胶切割甲酚甲醛树脂中试，金杂控制水平达到 ppb 级别，为 I 线配方开发提供关键原材料。公司还开发了 PTBS-PHS 树脂开发并实现放大，实现了稳定供应各类 PHS 树脂产品的能力，有力支持了下游配方开发需求，公司多款 KrF 光刻胶正在使用自产 PHS 树脂。公司光刻胶丙烯酸树脂团队已经建立丙烯酸树脂关键原材料供应、合成工艺、关键控制指标，并建立相应的放大装置。溶剂方面，公司 EBR G4 溶剂可满足国内 40 纳米以下工艺制程的芯片制造技术需求，目前年产 2 万吨的规模量产能力可有效满足国内先进制程需求。2024 年 H1 公司高纯光刻胶

配套试剂 EBR G5 等级已实现正式量产出货，并提供高规槽车导入客户端验证。在海外制裁背景下，半导体产业战略地位凸显，光刻胶更是其中关键一环。我们认为，半导体尤其是光刻胶的国产替代加速势在必行，看好公司作为国内光刻胶龙头企业，在国产替代中充分受益。

- **国产面板份额扩大，显示用光刻胶需求增长：**在显示面板光刻胶方面，公司控股的北旭电子是国内最大的液晶（LCD）正性光刻胶本土供应商，同时也是中国大陆第一家 Array 用正性光刻胶本土生产厂家。北旭电子前身为京东方与日本旭硝子等共同兴办的北京旭硝子电子玻璃有限公司，2008 年成为京东方全资子公司，2022 年成为彤程电子的控股子公司。目前北旭电子的主要业务是显示面板行业 Array 用正性光刻胶的生产与销售，在潜江拥有 8000 吨平板用光刻胶产能，现有产品适用于 A-Si、LTPS、IGZO、OLED 等主流面板技术使用要求，在 G4.5~G10.5 产线实现量产销售；此外公司 OLED 面板用高分辨率光刻胶和低温光刻胶实现国内首家销售。全球显示面板产业不断向中国大陆转移，国产面板在全球的市占率持续提升，根据 Omdia 数据显示，2024 上半年中国大陆 TFT-LCD 产能全球占比接近 80%；OLED 产品全球占比超过 50%，首次超过韩国。而面板光刻胶当前国产化率较低，主要供应商仍为德国默克、东京应化、日本合成橡胶等海外厂商，我们认为这部分材料的国产替代也迫在眉睫。2024 年 H1，公司显示面板光刻胶产品实现营收 1.59 亿元，yoy+27.8%，也维持较快增速。公司在显示光刻胶上游原料板块也有布局，目前部分新的平板显示材料正在进行配方验证，后续将向国内面板厂商送测。看好公司持续进行新客户、新产品的开发，扩大销量，提升综合竞争力。
- **拟建抛光垫产能，丰富电子材料布局：**2024 年 5 月，子公司彤程电子与江苏金坛华罗庚高新技术产业开发区管理委员会签署《“半导体芯片先进抛光垫项目”合作协议》，投建半导体芯片抛光垫生产基地，预计 2025 年上半年投产，项目顺利达产后可实现年产量 25 万片，预计满产后年销售约 8 亿元。
- **全球特种橡胶助剂龙头，业务有望稳健增长：**公司主营业务为特种橡胶助剂，主要为橡胶用酚醛树脂产品（包括增粘树脂、补强树脂、粘合树脂等），广泛应用于轮胎及其他橡胶制品制造行业。公司是目前全球最大的轮胎用特种材料供应商，客户覆盖全球轮胎 75 强，包括普利司通、米其林、固特异、马牌、倍耐力等国际知名轮胎企业，以及中策橡胶、赛轮轮胎、玲珑轮胎、三角轮胎、浦林成山等国内知名企业。特种橡胶助剂消费量跟随全球轮胎和汽车消费量呈现增长趋势。轮胎的主要消费来源于替换市场，2003-2023 年替换市场在全球轮胎消费量中的占比保持在 73%左右。新能源车轮胎替换频率高于传统燃油车，主要是新能源车电池组重量较大，且加速更为迅猛，对轮胎磨损更大。因此新能源车的保有量占比提升有望进一步拉动轮胎和橡胶助剂的消费。公司 2024 年 H1 橡胶助剂及其他产品实现营收 12.05 亿元，yoy+12.7%；轮胎用树脂销量

同比增长 14.7%。我们看好公司此板块业务维持健康稳定的发展态势。

- **引进巴斯夫技术,布局可降解塑料产品:** 公司通过引进巴斯夫授权的 PBAT 聚合技术,在上海化工园区建设了 6 万吨/年可生物降解材料产能,以满足高端生物可降解制品在购物袋、快递袋、农业地膜方面的应用。但是由于近几年国内 PBAT 产能扩产较快,而需求不及预期,PBAT 行业呈现供需错配情况,景气度较低,目前可降解装置处于暂时停车状态。
- **盈利预测:** 公司 2024 年前三季度实现营收 24.25 亿元, yoy+10.45%, 归母净利润 4.39 亿元, yoy+25.31%。我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现净利润 5.3/6.5/8.0 亿元, yoy+33%/+20%/+23%, 折合 EPS 为 0.90/1.08/1.33 元, 目前 A 股股价对应的 PE 为 36/30/24 倍, 2025 年估值偏低, 看好公司电子材料板块的成长, 首次覆盖, 给予“买进”评级。

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	298	407	539	645	796
同比增减	%	-8.71%	36.37%	32.54%	19.66%	23.39%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.50	0.68	0.90	1.08	1.33
同比增减	%	-8.55%	35.53%	32.71%	19.66%	23.39%
A 股市盈率(P/E)	X	64.74	47.77	36.00	30.08	24.38
股利 (DPS)	RMB 元	0.0800	0.5900	0.65	0.75	0.85
股息率 (Yield)	%	0.25%	1.82%	2.01%	2.32%	2.63%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2500	2944	3330	3987	4820
经营成本	1900	2247	2468	2937	3477
研发费用	158	180	203	244	294
营业税金及附加	10	14	16	19	23
销售费用	73	92	105	119	144
管理费用	170	174	196	223	270
财务费用	60	58	65	78	94
资产减值损失	-6	-6	-100	-6	-6
投资收益	166	225	270	283	292
营业利润	302	427	477	677	837
营业外收入	4	1	96	10	10
营业外支出	0	2	7	8	9
利润总额	306	427	567	679	838
所得税	25	23	30	36	45
少数股东损益	-17	-2	-3	-3	-3
归属于母公司股东权益	298	407	539	645	796

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	634	744	1005	1642	2323
应收账款	723	779	822	867	915
存货	388	431	474	521	573
流动资产合计	2338	2544	3437	4232	5082
长期股权投资	1383	1580	1612	1644	1677
固定资产	907	1488	1562	1641	1723
在建工程	1078	580	609	640	672
非流动资产合计	4523	4790	4810	4951	5098
资产总计	6861	7334	8247	9182	10179
流动负债合计	2078	1808	1993	2421	3006
非流动负债合计	1640	2021	2361	2674	2290
负债合计	3719	3829	4354	5095	5296
少数股东权益	101	97	103	109	115
股东权益合计	3142	3505	3893	4088	4884
负债及股东权益合计	6861	7334	8247	9182	10179

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	103	184	203	223	245
投资活动产生的现金流量净额	-536	114	-102	205	164
筹资活动产生的现金流量净额	303	-14	161	209	272
现金及现金等价物净增加额	-104	291	261	637	681

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。