

公司研究 | 点评报告 | 彤程新材（603650.SH）

参股企业中策橡胶上市获批, 电子平台型公司多元成长

报告要点

2月13日, 公司发布《关于参股公司中策橡胶集团股份有限公司首次公开发行股票并在主板上市申请获得上海证券交易所上市审核委员会审核通过的公告》, 参股公司“中策橡胶”首次公开发行股票事项于2025年2月13日经上海证券交易所上市审核委员会2025年第2次审议会议审核通过。截至公告日, 中策橡胶总股本为7.87亿股, 公司持有其7020万股股份, 占其首次公开发行前总股本的8.9%。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002

SFC: BUT911

彤程新材（603650.SH）

参股企业中策橡胶上市获批，电子平台型公司多元成长

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2月13日，公司发布《关于参股公司中策橡胶集团股份有限公司首次公开发行股票并在主板上市申请获得上海证券交易所上市审核委员会审核通过的公告》，参股公司“中策橡胶”首次公开发行股票事项于2025年2月13日经上海证券交易所上市审核委员会2025年第2次审议会议审核通过。截至公告日，中策橡胶总股本为7.87亿股，公司持有其7020万股股份，占其首次公开发行前总股本的8.9%。

事件评论

- **中策橡胶是中国销售规模最大的轮胎制造企业之一，业绩快速上行。**中策橡胶2021年度、2022年度、2023年度、2024年1-6月分别实现营业收入306亿元、319亿元、353亿元、185亿元；分别实现归属净利润13.7亿元、12.2亿元、26.4亿元、25.4亿元。2023年及2024年1-6月，受到美元汇率升值、主要原材料价格波动、需求回暖等多重因素影响，发行人经营业绩大幅上涨。彤程新材2021年度、2022年度、2023年度、2024年1-6月分别对联营和合营企业投资收益达1.36亿元、0.96亿元、2.27亿元、2.08亿元，绝大部分由参股中策橡胶贡献。预计伴随轮胎需求稳中向好，海运费及原料价格回落，中策橡胶经营有望延续稳中向好态势。
- **公司是特种橡胶助剂、光刻胶双龙头。**公司是全球领先的轮胎用特种材料供应商，连续多年是中国最大的橡胶酚醛树脂生产商；此外，全资子公司彤程电子整合集团内外资源打造电子化学品产业化平台，公司电子材料业务主要涵盖半导体光刻胶及配套试剂、显示面板光刻胶、PI材料及电子类树脂等产品。公司是国内领先的半导体光刻胶龙头生产商，产品涵盖G线光刻胶、I线光刻胶、KrF光刻胶和ArF光刻胶，公司是8-12寸集成电路产线主要量产的本土供应商；显示面板光刻胶方面，下属子公司北旭电子是国内最大的液晶正性光刻胶本土供应商。
- **研发实力雄厚，实现多向生长。**作为电子材料平台型企业，公司依靠雄厚的研发实力，以光刻胶为基，向上延伸至光刻胶用树脂，横向拓展配套试剂，并布局半导体芯片抛光垫赛道，实现多向生长。公司ArF光刻胶已接单量产并实现营收，高纯配套试剂EBR也陆续在客户端验证、上量；光刻胶树脂部分型号实现替代，多个型号完成中试并准备逐步放大。上海光刻胶工厂年产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。金坛半导体芯片抛光垫生产基地项目也正处于建设中，顺利达产后可实现年产半导体芯片先进抛光垫25万片、预计满产后年销售约8亿元。
- **维持“买入”评级。**公司是国内特种橡胶助剂、光刻胶双龙头，特种橡胶助剂景气修复，光刻胶持续突破，抛光材料勾勒新成长级。预计公司24-26年归属净利润分别为5.3、6.1、7.2亿元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、下游需求恢复不及预期；
- 2、新项目进度低于预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	35.30
总股本(万股)	59,908
流通A股/B股(万股)	59,565/0
每股净资产(元)	5.50
近12月最高/最低价(元)	41.80/24.23

注：股价为2025年2月14日收盘价

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《电子化学品持续放量，期待多元成长》2024-11-03
- 《光刻胶持续取得突破，大步踏入抛光垫赛道》2024-09-04
- 《Q1业绩大幅改善，光刻胶持续突破》2024-05-22



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、下游需求恢复不及预期。公司橡胶助剂产品下游主要应用于轮胎等，光刻胶主要应用于显示面板、集成电路等，若终端汽车、消费电子、半导体等行业需求不佳，将对公司产品产生不利影响。
- 2、新项目进度低于预期。公司如果项目投资所需资金不能及时到位、项目延期实施、市场环境突变或行业竞争加剧等情况，项目的实际运营情况将无法达到预期状态，可能给项目的预期效益带来较大影响，进而影响公司的经营业绩。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2944	3500	3700	4117	货币资金	744	1409	1412	2043
营业成本	2247	2794	2905	3193	交易性金融资产	144	144	144	144
毛利	697	706	795	925	应收账款	702	881	931	1027
%营业收入	24%	20%	21%	22%	存货	431	515	552	602
营业税金及附加	14	15	16	18	预付账款	32	43	44	48
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	492	647	661	727
销售费用	92	106	113	126	流动资产合计	2544	3640	3744	4591
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	1580	1609	1679	1756
管理费用	174	222	232	257	投资性房地产	5	6	4	2
%营业收入	6%	6%	6%	6%	固定资产合计	1488	1729	1973	2178
研发费用	180	218	229	255	无形资产	363	409	438	466
%营业收入	6%	6%	6%	6%	商誉	437	550	646	731
财务费用	58	0	0	0	递延所得税资产	53	53	53	53
%营业收入	2%	0%	0%	0%	其他非流动资产	863	750	620	437
加: 资产减值损失	-6	31	36	38	资产总计	7334	8747	9157	10214
信用减值损失	-4	0	0	0	短期贷款	475	992	790	1025
公允价值变动收益	12	0	0	0	应付款项	518	720	739	803
投资收益	225	350	370	412	预收账款	0	0	0	0
营业利润	427	550	632	746	应付职工薪酬	66	84	88	96
%营业收入	15%	16%	17%	18%	应交税费	19	34	34	37
营业外收支	0	0	0	0	其他流动负债	730	879	877	926
利润总额	427	550	632	746	流动负债合计	1808	2709	2527	2886
%营业收入	15%	16%	17%	18%	长期借款	1274	1274	1274	1274
所得税费用	23	36	41	47	应付债券	532	532	532	532
净利润	404	513	591	699	递延所得税负债	53	53	53	53
归属于母公司所有者的净利润	407	530	608	717	其他非流动负债	161	161	161	161
少数股东损益	-2	-17	-17	-18	负债合计	3829	4730	4548	4907
EPS (元)	0.68	0.88	1.02	1.20	归属于母公司所有者权益	3408	3937	4545	5262
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	97	80	63	45
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	3505	4017	4609	5307
经营活动现金流净额	184	447	486	588	负债及股东权益	7334	8747	9157	10214
取得投资收益收回现金	56	350	370	412	基本指标				
长期股权投资	-198	-29	-69	-77		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-141	-610	-572	-517	每股收益	0.68	0.88	1.02	1.20
其他	396	-9	-9	-9	每股经营现金流	0.31	0.75	0.81	0.98
投资活动现金流净额	114	-298	-281	-192	市盈率	48.97	39.89	34.76	29.50
债券融资	19	0	0	0	市净率	5.86	5.37	4.65	4.02
股权融资	71	-1	0	0	EV/EBITDA	54.15	45.92	39.45	32.33
银行贷款增加 (减少)	-89	517	-202	235	总资产收益率	5.5%	6.1%	6.6%	7.0%
筹资成本	-124	0	0	0	净资产收益率	11.9%	13.5%	13.4%	13.6%
其他	110	0	0	0	净利率	13.8%	15.1%	16.4%	17.4%
筹资活动现金流净额	-14	516	-202	235	资产负债率	52.2%	54.1%	49.7%	48.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	284	665	3	631	总资产周转率	0.40	0.40	0.40	0.40

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。