



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

光刻胶+橡胶助剂双龙头，电子材料业务乘国产替代之风

——彤程新材首次覆盖报告

增持（首次）

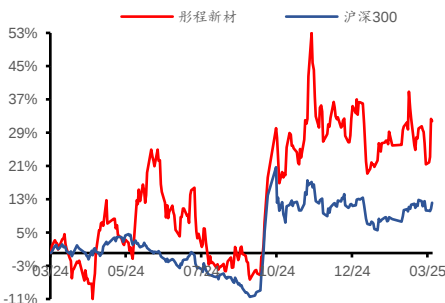
行业：基础化工
日期：2025年03月09日

分析师：方晨
Tel: 021-53686475
E-mail: fangchen@shzq.com
SAC 编号: S0870523060001

基本数据

最新收盘价（元）	35.13
12mth A 股价格区间（元）	24.40-40.78
总股本（百万股）	599.00
无限售 A 股/总股本	99.44%
流通市值（亿元）	209.25

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

光刻胶及特种橡胶助剂双龙头，积极布局电子材料。公司是全球领先的新材料综合服务商，目前业务主要覆盖三大领域，包括电子材料、汽车/轮胎特种材料、全生物降解材料。近年公司重点发展电子材料业务，包括半导体光刻胶、显示面板光刻胶及配套高纯试剂等，致力于解决关键材料国产化。随着公司电子材料领域产能逐步释放，光刻胶新品大规模上量，推动经营业绩强劲增长。

电子材料：打造电子材料平台型公司，光刻胶业务逐步放量。

1) 半导体光刻胶：IC光刻胶国内龙头，ArF光刻胶开始量产接单，偏高端产品占比提升，业务逐步兑现。子公司北京科华是IC光刻胶国内龙头，拥有量产能力，部分产品已批量供应中芯国际、长江存储、华虹半导体等本土芯片制造商。得益于行业需求回暖，公司新产品导入以及用户验证持续推进，2024上半年公司半导体光刻胶销售达1.28亿元，同比增长54.43%，增速为历史最高点。其中，ArF光刻胶2024上半年公司已经开始接单量产并形成销售；KrF光刻作为公司研发重点已经形成量产，2024年上半年增长率超过60%。随着偏高端产品占比提升，业绩逐步兑现，有望带动营收和利润进一步增长。

2) 显示面板光刻胶：国内第一大供应商，份额有望进一步提升。子公司北旭电子公司目前是中国大陆第一家TFT-LCD Array光刻胶本土生厂商，也是国内最大的液晶正性光刻胶本土供应商。2023年潜江工厂产能提升项目顺利实施，产能达到8000吨/年。2024上半年国内市占率进一步提升至25.9%，并在国内最大面板厂占有率达到55%以上。同时，北旭电子是国内首家实现本土化生产的OLED用光刻胶供应商，未来随着4-Mask、OLED制程等产品扩销，以及新客户的积极导入，份额有望进一步提升。

3) 高纯配套试剂EBR实现量产出货，半导体芯片CMP抛光垫项目未来提供新增长点。EBR方面，公司强化原材料国产化，2024年上半年高纯配套试剂EBR G5等级已实现正式量产出货，实现半导体暨显示光刻胶产品的溶剂自产模式。CMP方面，2024年5月，公司子公司彤程电子签署了《“半导体芯片先进抛光垫项目”合作协议》，抛光垫作为半导体制程中重要材料之一，市场规模广阔，能为公司提供新的增长点。项目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。

特种橡胶助剂：起家产品，行业龙头持续深耕，客户覆盖全球知名轮胎企业。公司是全球最大的轮胎用特种材料供应商，下游客户覆盖全球和国内知名轮胎品牌。2023年公司特种橡胶助剂产量13.5万吨，同比增长16.7%，占国内特种橡胶助剂产量的约28.75%，国内市占率连续多年处于领先地位。公司自成立以来持续深耕特种橡胶助剂行业，产品线丰富，目前产品主要覆盖增粘树脂、补强树脂、粘合树脂等。同时，公司产业链向上游衍生，覆盖关键中间体，在保障供应的同时也具有产品质量和成本控制方面优势。

全生物降解材料：引入巴斯夫，成为行业引领者。PBAT作为石化基可降解塑料代表，能够实现完全降解，是目前市场中应用前景最好的可降解材料之一。公司引入巴斯夫全球领先全套PBAT技术，成为国内唯一获得巴

斯夫授权的企业。近两年由于PBAT产能过剩，市场价格下降，为减少亏损，2024年公司PBAT可降解装置暂时处于停车状态。

■ 投资建议

公司深耕汽车轮胎特种材料主业的同时，依托彤程电子打造电子化学品产业化平台，以光刻胶为基础，致力于成为国际领先的半导体和显示材料生产商和解决方案提供商，实现关键材料国产化突破，提高电子材料业务收入占比。

我们预计公司2024-2026年分别实现收入32.78/37.50/43.70亿元，同比分别为11.37%/14.40%/16.53%；归母净利润分别5.72/6.56/7.68亿元，同比增速分别为40.57%/14.69%/17.19%；当前股价对应2024-2026年PE分别为36.82/32.10/27.39倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示

下游需求波动风险，新产品研发进度和客户导入不及预期风险，原材料价格波动风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2944	3278	3750	4370
年增长率	17.7%	11.4%	14.4%	16.5%
归母净利润	407	572	656	768
年增长率	36.4%	40.6%	14.7%	17.2%
每股收益（元）	0.68	0.95	1.09	1.28
市盈率（X）	51.75	36.82	32.10	27.39
市净率（X）	6.17	5.89	5.19	4.55

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025年03月06日收盘价）

目 录

1 彤程新材：业务多头并举，光刻胶及特种橡胶助剂双龙头	5
1.1 全球领先的新材料综合服务商	5
1.2 实控人股权集中，子公司业务多头并举	7
1.3 电子材料业务放量，推动经营业绩持续增长	8
1.4 研发实力雄厚，保持较快研发速度	9
2 电子材料：打造平台型公司，趁国产替代之风	11
2.1 光刻胶行业：市场不断扩容+国产替代加速	11
2.2 半导体光刻胶：国产光刻胶加速突破，公司营收放量	13
2.3 显示面板光刻胶：国内第一大供应商，新品积极导入	16
2.4 纵向+横向衍生，横向拓展 CMP 抛光垫业务	18
3 特种橡胶助剂：特种橡胶助剂龙头，持续深耕行业	19
3.1 全球汽车产业链复苏，中国橡胶助剂市场有望稳定增长	19
3.2 特种橡胶助剂龙头，产业链延伸凸显优势	20
4 全生物降解材料：引入巴斯夫，成为行业引领者	22
5 盈利预测	23
6 风险提示	24

图

图 1：彤程新材发展历程	6
图 2：公司股权结构	7
图 3：2018-2024Q3 公司营业收入及同比	8
图 4：2018-2024Q3 公司归母净利润及同比	8
图 5：2018-2023 年公司主营业务（亿元）	9
图 6：2023 年公司主营业务收入结构	9
图 7：2018-2024 三季报公司毛利率及净利率	9
图 8：2018-2024 三季报费用率情况	9
图 9：2018-2024Q3 公司研发费用及同比	10
图 10：2008-2023 年公司专利申请/专利授权情况	10
图 11：光刻胶按应用领域划分类型和品种	11
图 12：中国光刻胶市场规模及趋势	12
图 13：中国光刻胶生产结构占比	13
图 14：2024 年全球光刻胶市场份额占比	13
图 15：全球及中国半导体销售额	13
图 16：2023 年全球及中国大陆光刻胶市场规模	13
图 17：全球半导体光刻胶主要类型占比	14
图 18：中国大陆半导体光刻胶市场类型占比对比	14
图 19：公司半导体光刻胶营收及增速	16
图 20：彩色滤光片成本结构	16
图 21：2020 年中国面板光刻胶竞争格局	16
图 22：全球 LCD 产能区域结构变化	17
图 23：北旭电子显示面板用光刻胶营收及市占率	18
图 24：中国橡胶轮胎外胎产量及同比	19

图 25：橡胶轮胎出口数量.....19

图 26：中国橡胶助剂产量及同比.....20

图 27：2023 年&2024 年中国橡胶助剂分产品产量（万吨）
.....20

图 28：公司特种橡胶助剂产量及市占率.....21

表

表 1：公司现有产能&募投产能情况.....6

表 2：中国光刻胶主要品种国产化率.....12

表 3：北京科华发展历史.....15

表 4：光刻胶原材料及占比18

表 5：橡胶助剂分类19

表 6：可降解塑料分类.....22

表 7：公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）
.....23

表 8：可比公司估值表.....24

1 彤程新材：业务多头并举，光刻胶及特种橡胶助剂双龙头

1.1 全球领先的新材料综合服务商

业务覆盖三大板块，“内生加外延”，积极布局电子材料，拓展利润增长点。公司是全球领先的新材料综合服务商，目前业务主要覆盖三大领域，包括电子材料、汽车/轮胎特种材料、全生物降解材料。其中，电子材料主导产品包括半导体光刻胶、显示面板光刻胶及配套高纯试剂。近年公司在深耕特种橡胶助剂主业之外，大力重点发展电子材料业务，致力于解决半导体及显示领域关键材料国产化。

公司 25 年发展历程，以 2020 年为界：

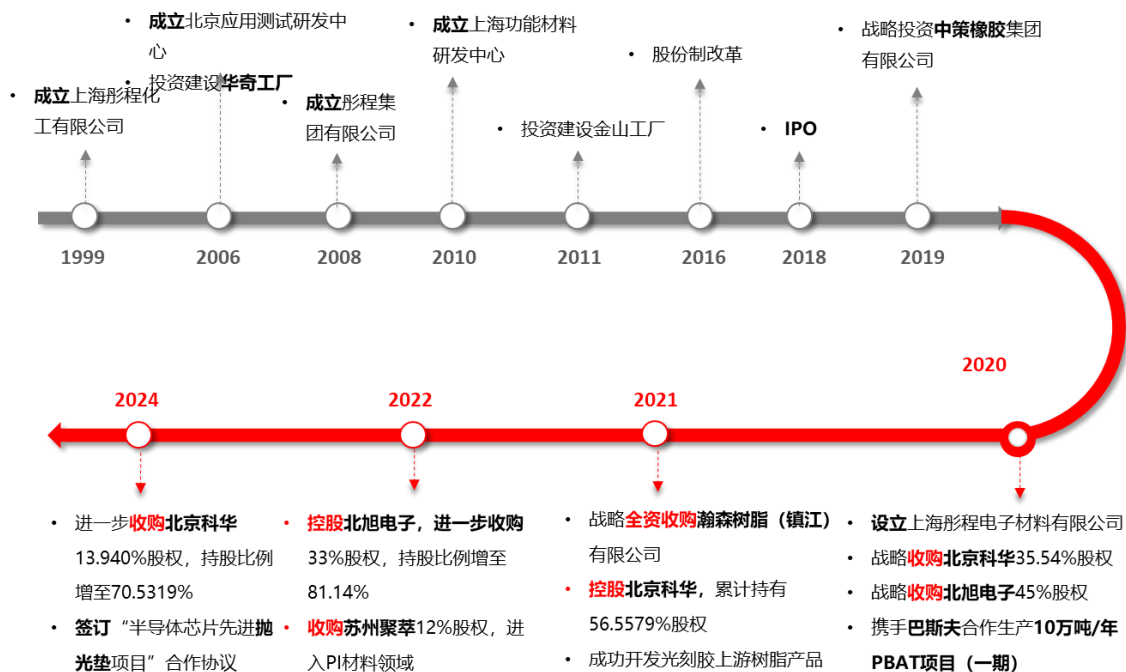
（1）第一阶段（1999-2019 年）：从橡胶助剂代理商到生产商，特种橡胶助剂龙头。1999 年公司前身彤程化工成立，从最初橡胶助剂代理业务，到实现橡胶用酚醛树脂为主的特种橡胶助剂自主生产，成为轮胎用树脂市场占有率全球第一。

（2）第二阶段（2020 年至今）：“转型创业”，成为电子材料行业领军者。2020 年是公司发展的转折之年，通过并购重组等方式，业务完成从橡胶助剂业务到电子材料和可降解材料的衍生，实现高质量快速发展。

电子材料：2020 年公司通过战略收购北京科华微电子、北旭电子股权切入电子材料业务，并在随后几年先后实现控股，成为行业领军者。2024 年公司投资半导体抛光垫项目，进行横向品类拓展。

可降解材料：2020 年公司引入巴斯夫授权的 PBAT 聚合技术，已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）。

图 1: 彤程新材发展历程



资料来源：公司公告，上海证券研究所

电子材料领域积极扩产，产能逐步释放带动业务强劲增长。

公司重点布局光刻胶板块，截至 2024 年 6 月 30 日，公司年产 1.1 万吨光刻胶以及 2 万吨相关配套试剂项目，已经部分建设完成，产品涵盖半导体光刻胶、面板正胶、面板彩胶、EBR 等高端光刻胶及配套产品。其中，2024 上半年公司高规格光刻胶配套试剂 EBR G5 等级也已实现正式量产出货。随着新品上量，带动公司 2024 上半年电子材料板块业务强劲增长。此外，子公司彤程电子 2024 年 5 月公司签署的“半导体芯片先进抛光垫项目”正在建设中，项目顺利达产后可实现年产 25 万片半导体芯片先进抛光垫，预计满产后年销售可达约 8 亿元。

表 1: 公司现有产能&募投产能情况

主要厂区/项目	产能	进度
彤程化学厂区	18.2 万吨	已投产
华奇化工	7.2 万吨	
镇江工厂	4 万吨	
上海化工区光刻胶及相关产品项目	1.1 万吨光刻胶（1 万吨显示光刻胶、1000 吨半导体光刻胶） 2 万吨相关配套试剂	部分建设完成
潜江工厂	8000 吨正性光刻胶	已投产
上海化工园区	10 万吨可生物降解材料项目（一期） （实际建设 6 万吨）	已建设完成
半导体芯片先进抛光垫项目	25 万片半导体芯片抛光垫	建设中

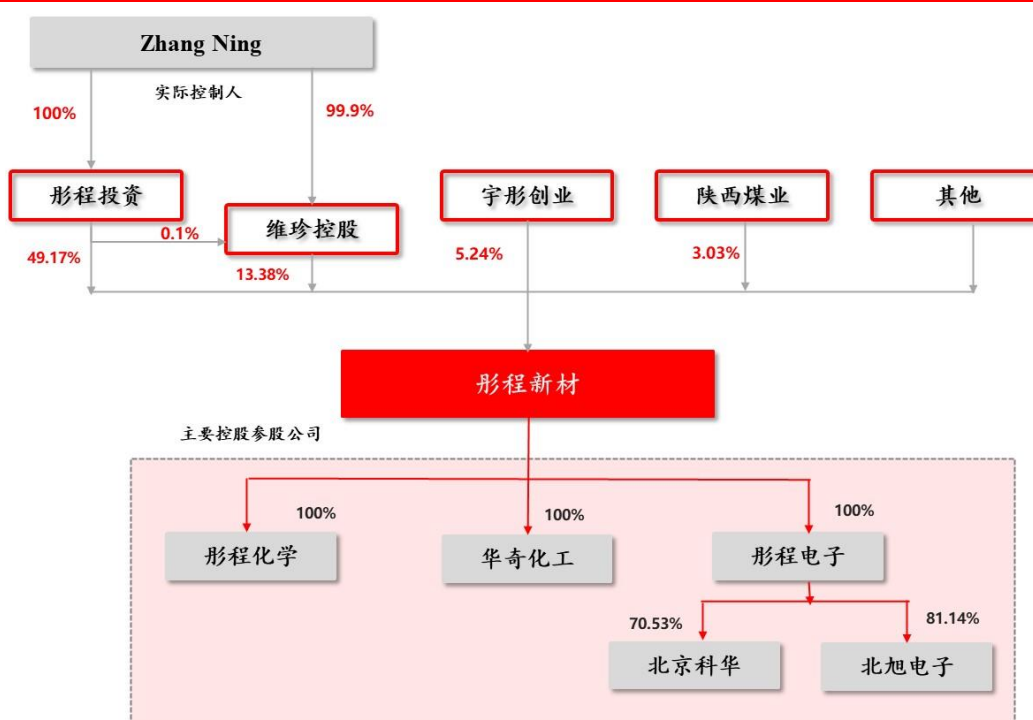
资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.2 实控人股权集中，子公司业务多头并举

股权集中，实控人持股比例超 6 成。公司实控人为董事长 Zhang Ning 女士，也是公司创始人。截至 2024Q3 末，Zhang Ning 女士分别通过彤程投资持有公司 49.17% 股权，通过维珍控股持有公司 13.38% 股权，合计持有公司股权超过 60%。

发挥平台型企业优势，子公司业务多头并举。公司旗下主要控股参股公司包括彤程化学、华奇化工、北京科华、北旭电子。自 2020 年开始，公司逐步完成对北京科华、北旭电子的收购并实现控股，实现了光刻胶业务的布局。截至 2024 年中报，公司通过彤程电子分别持有北京科华 70.53% 股权，北旭电子 81.14% 股权。

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

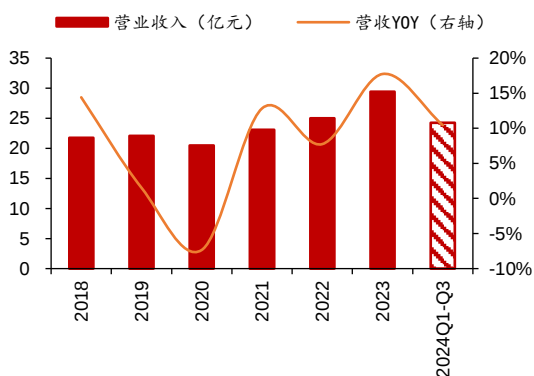
注：股东数据截止日期截至 2024 三季报

注：主要参控股公司数据截至 2024 年中报

1.3 电子材料业务放量，推动经营业绩持续增长

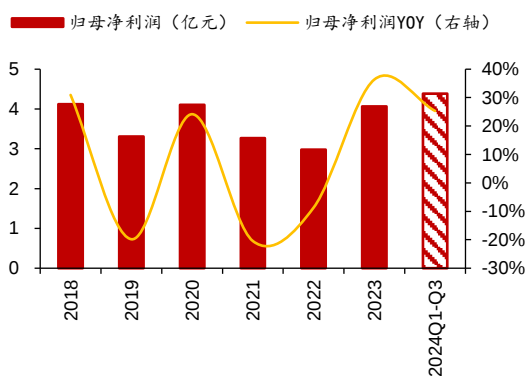
橡胶主业稳健经营，电子材料业务持续放量，推动经营业绩持续增长。公司传统业务是橡胶助剂，2020 年以来，公司通过收购等方式进军电子材料业务，实现了业务拓展，同时随着子公司北京科华和北旭电子并表，实现体量增厚。近两年随着轮胎销售持续景气，叠加电子材料业务的逐步放量，公司经营业绩持续增长。2024 年前三季度，公司实现营业收入 24.25 亿元，同比增长 10.45%；实现归母净利润 4.39 亿元，同比增长 25.31%。

图 3：2018-2024Q3 公司营业收入及同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：2018-2024Q3 公司归母净利润及同比



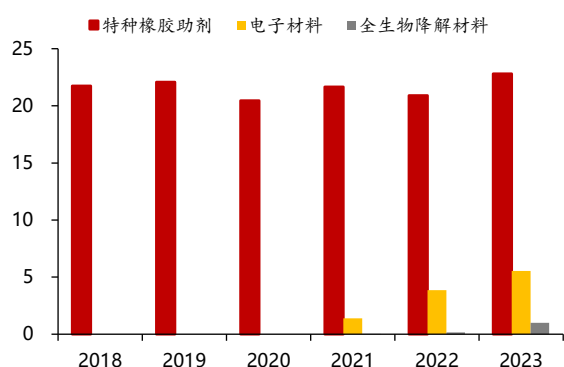
资料来源：Wind，上海证券研究所

分核心业务看：

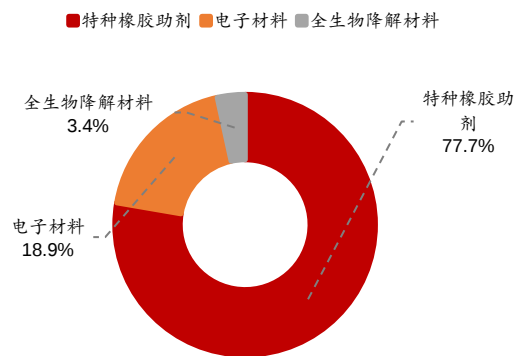
(1) 特种橡胶助剂：起家产品，目前仍然占据主导。公司生产的橡胶用酚醛树脂是重要的特种橡胶助剂之一，为汽车/轮胎用特种材料。2023 年公司特种橡胶助剂业务占主营收入的比重为 77.7%，仍然占据公司业务主导，2023 年在汽车销售回暖和轮胎出口拉动下，营收同比增长 9.08%。

(2) 电子材料：光刻胶新品大规模上量，新增长极强劲增长。2023 年公司电子材料业务营收同比增速为 44.03%，占公司主营业务收入比重为 18.87%，较 2021 年提升 12.84 pcts，营收占比快速提升。近两年受益于新品大规模上量和用户验证推进，公司光刻胶业务呈现强劲增长态势。其中，2024 年上半年，半导体光刻胶营收同比增长 54.43%，显示面板光刻胶营收同比增长 27.8%。

(3) 全生物降解材料：营收占比较低。PBAT 是应用前景最好的可降解材料之一，公司全生物降解材料业务营收占比较低，2023 年占公司主营业务收入的比重为 3.43%。同时，由于 PBAT 产能过剩，市场价格下降，为减少亏损，2024 年公司 PBAT 可降解装置暂时处于停车状态。

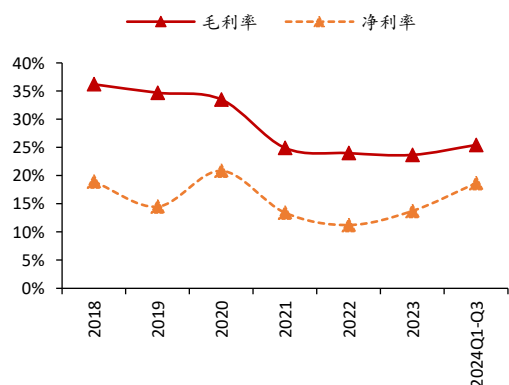
图 5：2018-2023 年公司主营业务（亿元）


资料来源：公司公告，上海证券研究所

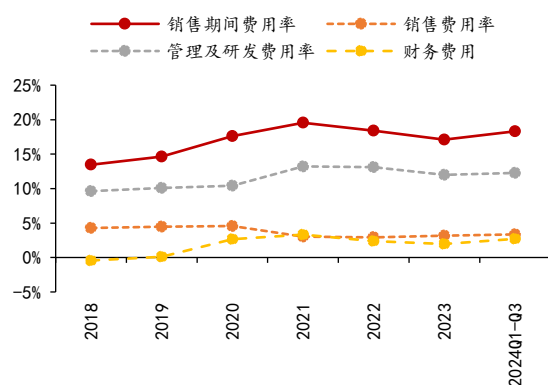
图 6：2023 年公司主营业务收入结构


资料来源：公司公告，上海证券研究所

毛利率及费用率相对稳定，净利率环比抬升。2021-2024 三季报，公司综合毛利率分别为 24.92%、23.99%、23.68%和 25.44%，保持相对稳定。净利率方面，公司 2024 三季报净利率为 18.66%，实现较明显抬升。公司费用率保持相对稳定，2024 三季报销售期间费用率为 18.31%，其中管理及研发费用率因公司持续研发投入，维持相对高位。

图 7：2018-2024 三季报公司毛利率及净利率


资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：2018-2024 三季报费用率情况


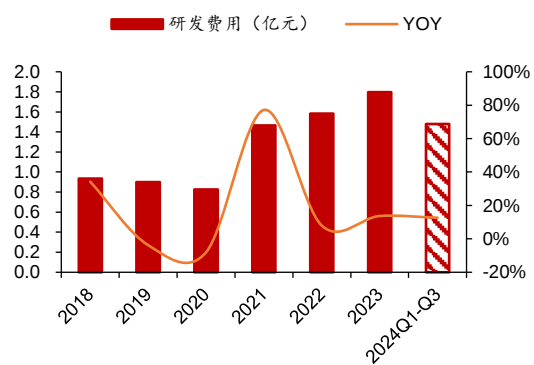
资料来源：Wind，上海证券研究所

1.4 研发实力雄厚，保持较快研发速度

研发投入不断增加。公司 2018-2023 年累计研发投入超 7 亿元，且研发费用不断增加。2024 年前三季度，公司研发费用 1.48 亿元，同比增长 12.65%。研发费用率方面，公司自 2021 年起研发费用率有明显增长，2021 至 2024 三季报，平均研发费用率为 6.22%，较 2020 年及之前年份有明显抬升。

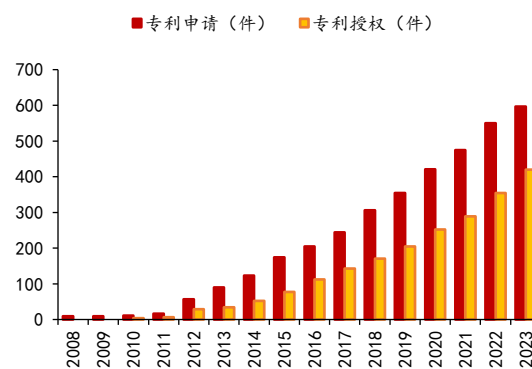
构建专业研发平台，保持较快研发速度。公司拥有领先研发及创新能力，电子材料方面建立了集电子级树脂开发、光刻胶关键原料开发、电子化学品产品应用于一体的专业研发平台，以解决中国半导体和平板显示产业链高端材料的“卡脖子”问题；汽车/轮胎用特种材料领域，设立了北京和上海双研发中心，推动研发成果转化。从专利成果来看，截至 2023 年公司累计申请专利 597 件，专利授权 420 件，持续保持增长。

图 9：2018-2024Q3 公司研发费用及同比



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 10：2008-2023 年公司专利申请/专利授权情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

2 电子材料：打造平台型公司，趁国产替代之风

2.1 光刻胶行业：市场不断扩容+国产替代加速

光刻胶是电子化学品产业“皇冠上的明珠”，需求集中在三大应用领域。从定义看，光刻胶又称光致抗蚀剂（photoresist），是利用光化学反应经光刻工艺将微细图形从掩膜版转移到代加工基片上的图形转移介质，主要由感光树脂、增感剂、溶剂三种主要成分组成。按照应用领域划分，可以分为半导体用光刻胶、平板显示用光刻胶、PCB 光刻胶，技术壁垒依次降低。在半导体领域，光刻工业是芯片制造最核心的工艺，成本占整个芯片制造工艺的 30%，耗时约占整个芯片工艺的 40%-50%，光刻胶的质量和性能是影响芯片的关键因素。

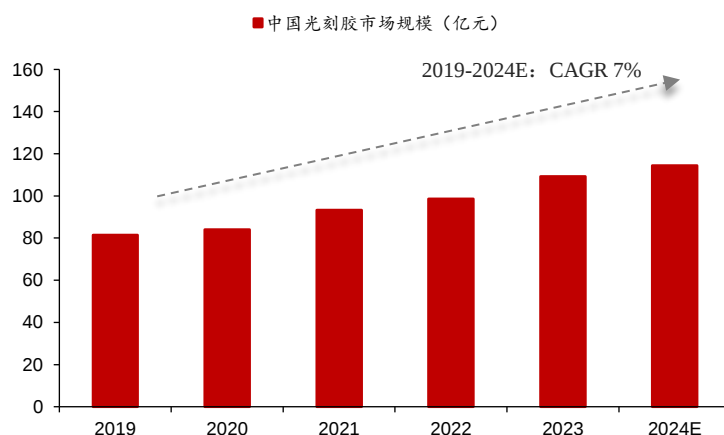
图 11：光刻胶按应用领域划分类型和品种



资料来源：公司公告，晶瑞电材公告，前瞻产业研究院，上海证券研究所

从市场空间看，光刻胶市场持续扩容，中国光刻胶市场增速快于全球。根据中商产业研究院数据显示，2023 年中国光刻胶市场规模约为 109.2 亿元，预计 2024 年将达到 114.4 亿元。随着中国光刻胶产业链的完善，产业链不断向中国转移，以及人工智能、汽车等技术的推动，中国光刻胶市场规模也不断扩大。根据 ReportLinker 预计，2026 年中国光刻胶规模将达 156.4 亿元，2020 至 2026 的复合增速约 7.2%，快于全球同期 5.5% 的增速预测。

图 12：中国光刻胶市场规模及趋势



资料来源：中商产业研究院，上海证券研究所

日美企业龙头垄断。全球主要光刻胶生产厂商集中在日美，且市场集中度较高。根据 QYResearch 数据显示，半导体光刻胶领域，2023 年东京应化、JSR、信越化学、DuPont、富士胶片、住友化学及韩国东进世美肯等巨头合计占据全球约 84.7% 的份额；显示面板光刻胶领域，2023 年前七大厂商占据全球约 70.7% 的份额。

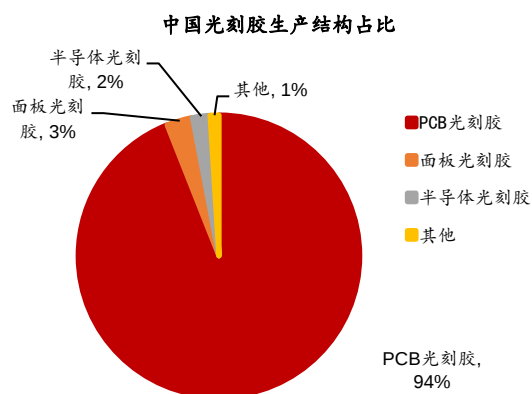
自主可控加速高端光刻胶国产替代。我国光刻胶产业起步较晚，且主要集中在中低端市场，国产化率较低，高分辨率的光刻胶核心技术被日美垄断。根据中商产业研究院数据显示，我国光刻胶生产中，生产技术难度较低的 PCB 光刻胶占比达 94%，面板光刻胶占 3%，技术难度最高且全球市场份额最大的半导体光刻胶仅占 2%。但随着我国进一步加强解决高端材料“卡脖子”问题，本土企业积极布局，加大研发投入，有望加速光刻胶等高端材料国产化进程。

表 2：中国光刻胶主要品种国产化率

类型	品种	国产化率
PCB 光刻胶	干膜光刻胶	几乎全进口
	湿膜及阻焊油墨	50%
面板光刻胶	彩色光刻胶	5%
	黑色光刻胶	5%
	TFT-LCD 正性光刻胶	大部分进口
半导体光刻胶	g 线光刻胶	10%
	i 线光刻胶	10%
	KrF 光刻胶	1%
	ArF 光刻胶	1%
	EUV 光刻胶	研发阶段

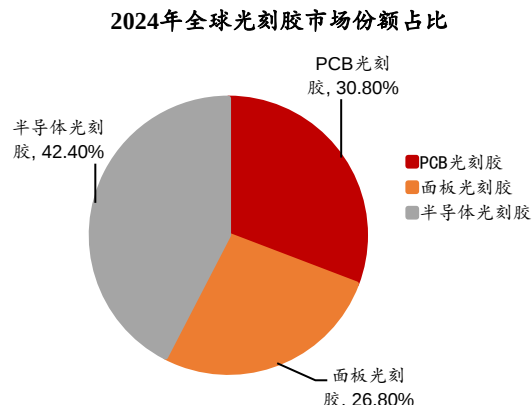
资料来源：中商产业研究院，上海证券研究所

图 13：中国光刻胶生产结构占比



资料来源：中商产业研究院，上海证券研究所

图 14：2024 年全球光刻胶市场份额占比

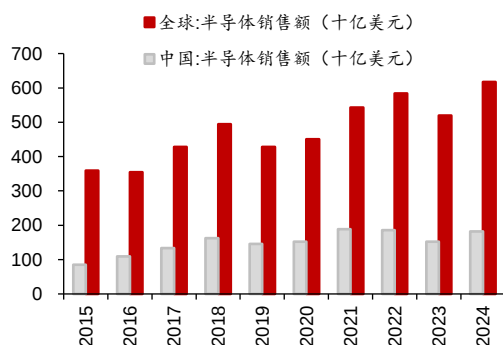


资料来源：QYResearch，上海证券研究所

2.2 半导体光刻胶：国产光刻胶加速突破，公司营收放量

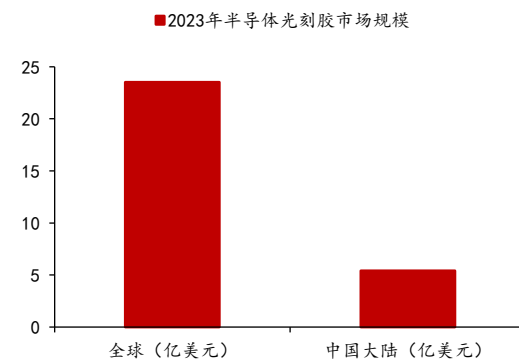
中国半导体光刻胶市场持续扩大，2028 年预计达到 70-80 亿人民币。2024 年半导体市场平稳回暖，2024 年 1-12 月全球半导体累计销售额 6172.7 亿美元，同比增长 18.8%；同期中国半导体累计销售额 1819.2 亿美元，同比增长 19.8%。材料方面，半导体光刻胶市场规模也有望迎来增长。根据公司年报中的数据显示，2023 年中国大陆半导体光刻胶市场规模 5.42 亿美元，SEMI、Statista、QY Research 等多个报告数据，到 2028 年国内半导体光刻胶市场规模预计达到 70-80 亿人民币。

图 15：全球及中国半导体销售额



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 16：2023 年全球及中国大陆光刻胶市场规模



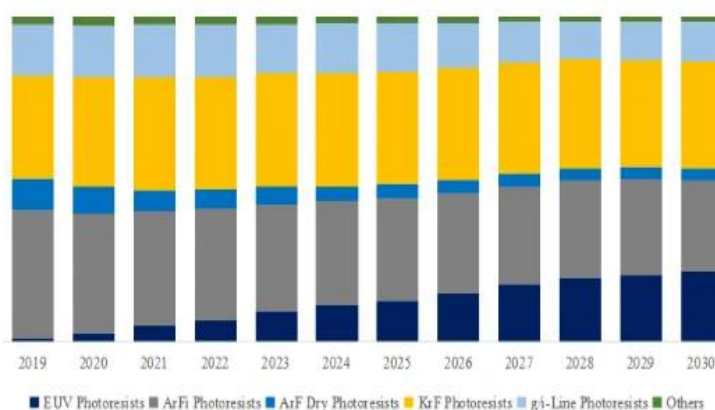
资料来源：SEMI，公司公告，上海证券研究所

AI 等应用驱动先进制程需求，推动高端 ArF、EUV 光刻胶需求增长。半导体光刻胶是光刻胶中最大的细分产品，按照曝光波长分类，依次可以分为普通宽普光刻胶、g 线、i 线、KrF、ArF 和 EUV 光刻胶。按占比看，中国大陆半导体光刻胶中 ArF 和 KrF 占据主要份额，2023 年合计占比超 80%。尤其近两年中国大陆 ArF 光刻胶占比进一步提升至 44.28%，也是 2023 年国内唯一正增长的光刻胶种类。近两年随着人工智能强劲推动 AI 服务器和存储芯片发展，以及集成电路先进制程工艺增长，进一步带动高端光刻胶需求，尤其是 EUV 技术生产芯片的增长，EUV 光刻胶有望成为

最具增长潜力的细分市场。

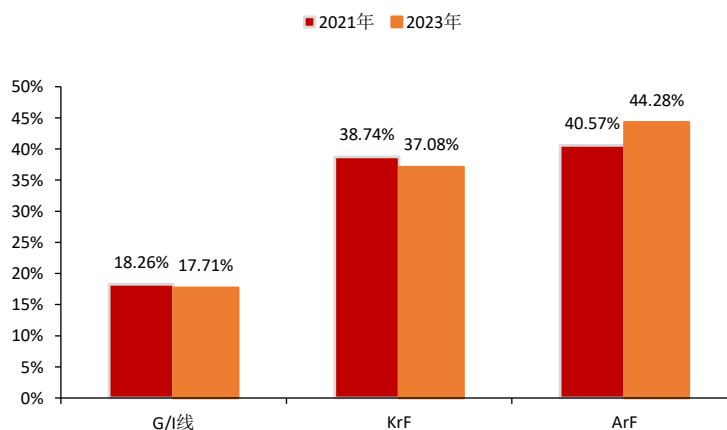
中国晶圆厂密集投产，导入本土厂商，国内光刻胶厂商加速突破。近两年国内主要晶圆厂迎来密集投产，发力半导体成熟制程。随着国内半导体产业发展，以及本土晶圆厂的积极扩产，带动光刻胶等电子材料的需求增加，并加速验证导入本土光刻胶。目前国内光刻胶企业已经在 G/I 线、KrF、ArF 等领域实现一定量产，未来随着技术壁垒的进一步突破，将继续推动国产替代加速突破。

图 17：全球半导体光刻胶主要类型占比



资料来源：QR Research，上海证券研究所

图 18：中国大陆半导体光刻胶市场类型占比对比



资料来源：公司公告，SEMI，上海证券研究所

收购国内龙头北京科华，公司发力半导体光刻胶业务。2020年，公司全资子公司上海彤程电子收购北京科华 35.54%的股份，成为第一大股东，并在之后进一步增持并控股，围绕半导体材料产业链积极布局。北京科华成立于 2004 年，作为国内光刻胶龙头企业，是 8-12 英寸集成电路主要的本土供应商，同时也是拥有自主产权的本土光刻胶量产供应商。

表 3：北京科华发展历史

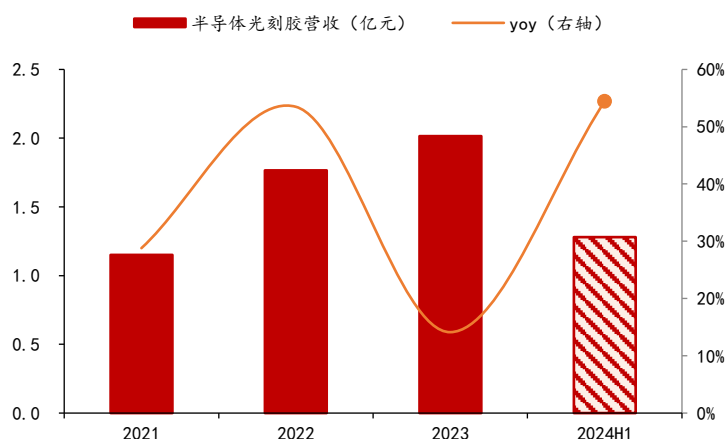
年份	事件
2014 年	北京科华第一款 KrF 光刻胶问世
2017 年	北京科华 KrF 光刻胶正式进入国内 12 英寸产线
2018 年	走出国门，让 Intel (USA) 与 TSMC 打开大门，Intel 大连与北京科华联系并给出合作产品，新加坡的 GF 与 SSMC 也开始建立联系
2020 年	中美科技战升级，临危受命全力加大研发投入，加快产品开发替代速度
2021 年	日本公司 KrF 光刻胶供应短缺，多款产品成功替代解决断供问题

资料来源：公司公告，上海证券研究所

行业需求回暖+新产品导入+中高端占比提升，公司半导体光刻胶营收持续放量。2024 上半年公司半导体光刻胶销售达 1.28 亿元，同比增长 54.43%，增速为历史最高点。一方面，2024 上半年中国半导体市场回暖，尤其是 8-12 英寸产线，公司前 20 大销售客户中 8/12 英寸客户贡献率达 75%，高端光刻胶用量持续提升；另一方面，则得益于公司新产品的强势导入和用户验证持续推进，2023 年公司半导体光刻胶销售中新产品占比为 44.12%，较 2022 年提升 5 个百分点。

公司发力高端 I 线和 KrF 胶，ArF 光刻胶量产，产品序列进一步完善。公司作为国内领先的半导体光刻胶龙头企业，拥有量产能力及产品稳定性，部分产品已批量供应中芯国际、长江存储、华虹半导体等本土芯片制造商。分产品看，**I 线光刻胶方面**，公司 I 线高分辨产品系列持续发力，产品已接近国际先进水平，覆盖了国内逻辑及存储器产线大部分工艺需求；**KrF 光刻胶方面**，作为公司研发重点已经形成量产化，产品序列持续完善，在 Poly、AA、Metal、TM/TV、Thick、Implant、ContactHole 等工艺市占持续攀升，2024 上半年公司 KrF 光刻胶增长率超过 60%；**ArF 光刻胶方面**，2024 上半年公司已经开始连续接单量产，并已开始形成销售。

图 19：公司半导体光刻胶营收及增速

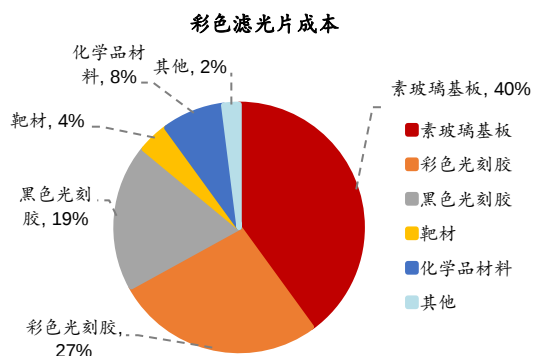


资料来源：公司公告，上海证券研究所

2.3 显示面板光刻胶：国内第一大供应商，新品积极导入

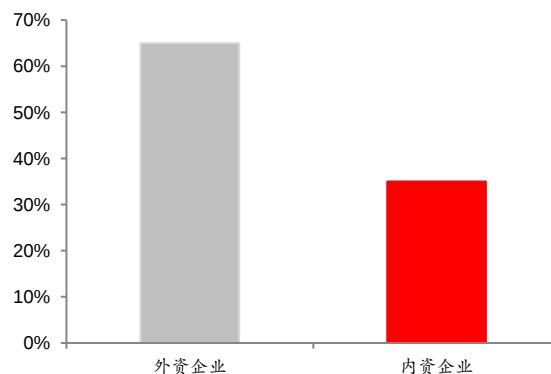
光刻胶是彩色滤光片的核心材料，竞争格局仍是外资主导。面板光刻胶主要分为三类，分别是彩色光刻胶/黑色光刻胶、触摸屏用光刻胶、TFT-LCD 正性光刻胶。其中，彩色光刻胶和黑色光刻胶是用于制备彩色滤光片的核心材料，占彩色滤光片总成本的 46%；而彩色滤光片作为关键器件在 LCD 构成组件中占据重要地位。中国面板光刻胶市场主要由外资占主导，2020 年数据显示内资企业只占 35%；且国内产品集中在中低端，高端光刻胶主要依赖进口，国产化率较低，彩色和黑色光刻胶国产化率仅 5% 左右。

图 20：彩色滤光片成本结构



资料来源：TrendBank，上海证券研究所

图 21：2020 年中国面板光刻胶竞争格局

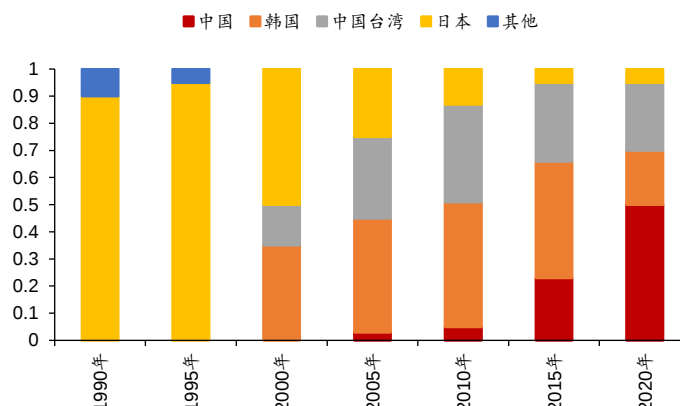


资料来源：前瞻产业研究院，新材料在线，上海证券研究所

中国是最大的 LCD 生产国，产业转移有望推动关键材料显示光刻胶持续增长。全球显示面板产业经历了从日本转移至韩国和中国台湾，再到大陆的产业转移路径。目前中国已经成为全球最大的 LCD 产业中心，2020 年中国 LCD 显示面板已经占全球产能的 50%，根据 CINNO Research 预测，到 2025 年中国大陆将占据全球 LCD 近 80% 的产能。OLED 方面，CINNO Research 预测，2020 至 2025 年全球 OLED 显示面板产能面积复合增速有望达到 31.5%，且随着中国大陆 AMOLED 产能扩张，2025 年中国大陆的请务必阅读尾页重要声明

OLED 面板产能占比将达到约 56.2%

图 22：全球 LCD 产能区域结构变化



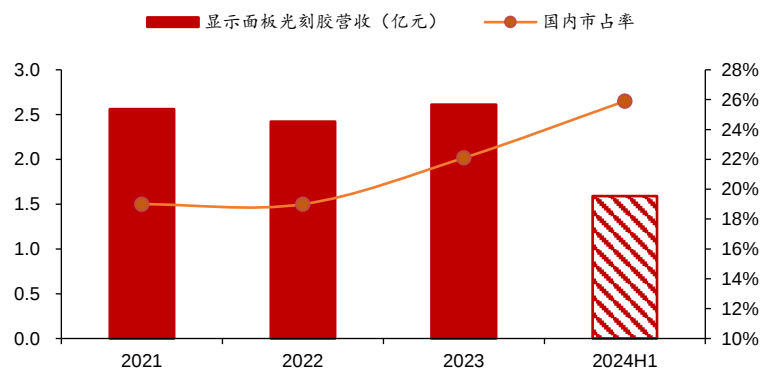
资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

收购并控股北旭电子，深入布局显示面板光刻胶领域。2020 年，彤程电子通过公开摘牌联合受让的方式，成功战略收购北旭电子 45% 的股权。并在 2022 年，进一步收购北旭电子股权，持股比例增至 81.14%，将其纳入合并报表范围，围绕显示面板关键材料国产化持续布局。

北旭电子是国内显示面板光刻胶本土第一大供应商，国内市占率逐步提升。公司是中国大陆第一家 TFT-LCD Array 光刻胶本土生厂商，也是国内最大的液晶正性光刻胶本土供应商。2023 年北旭电子在潜江工厂的产能提升项目顺利实施，产能达到 8000 吨/年。2024 年上半年，公司显示面板光刻胶实现营收 1.59 亿元，同比增长 27.8%；国内市占率进一步提升至 25.9%，并在国内最大面板厂占有率达到 55% 以上。

研发创新能力强大，多项产品开发升级，新品积极导入，份额有望进一步提升。公司具备强大的研发创新能力。4-Mask 高感度光刻胶方面，扩展新客户和扩大量产销售，新品出货持续增加。AMOLED 光刻胶方面，北旭电子是国内首家实现本土化生产的 OLED 用光刻胶供应商，成功突破了技术瓶颈，截至 2024 上半年已经实现 OLED 面板用高分辨率光刻胶和低温光刻胶的国产化首家销售实绩。未来随着 4-Mask、OLED 制程等产品扩销，以及新客户的积极导入，份额有望进一步提升。

图 23：北旭电子显示面板用光刻胶营收及市占率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

2.4 纵向+横向衍生，横向拓展 CMP 抛光垫业务

向上游延伸，强化原材料国产化，2024 年高纯配套试剂 EBR 开始量产出货。光刻胶主要由溶剂、光引发剂、成膜树脂、添加剂组成，其中溶剂的占比最高，达到 50%-90%。光刻胶上游原材料壁垒高，包括单体、树脂等均主要依赖进口。公司为巩固光刻胶板块的协同发展优势和解决国产化问题，向上游核心原材料延伸，布局光刻胶树脂、电子酚醛、PI 材料等领域。PI 方面，2022 年通过收购苏州聚萃 12% 股权切入 PI 材料领域。溶剂方面，2024 年上半年公司高纯配套试剂 EBR G5 等级已实现正式量产出货，实现半导体暨显示光刻胶产品的溶剂自产模式。

横向拓展产品广度，子公司签订半导体芯片 CMP 抛光垫项目，未来提供新增长点。2024 年 5 月，公司子公司彤程电子签署了《“半导体芯片先进抛光垫项目”合作协议》，投资建设半导体芯片抛光垫生产基地，进行产品横向拓展。项目顺利达产后，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。抛光垫作为半导体制程中的重要材料之一，市场规模广阔，且在研产品具有较强的技术领先性，能够为公司提供新的增长点。

表 4：光刻胶原材料及占比

光刻胶成分	占比
溶剂	50%-90%
光引发剂（光增感剂、光致产酸剂）	1%-6%
成膜树脂	10%-40%
添加剂（单体、助剂）	<1%

资料来源：势银 TrendBank，上海证券研究所

3 特种橡胶助剂：特种橡胶助剂龙头，持续深耕行业

3.1 全球汽车产业链复苏，中国橡胶助剂市场有望稳定增长

橡胶助剂主要分为五大类，是橡胶工业中的重要原材料。橡胶助剂是橡胶加工过程中添加的化工产品总称，用于提高橡胶性能、调整橡胶产品结构、改善生产工艺等。橡胶助剂产品主要分为五大类，其中，防老剂、促进剂、硫化剂及硫化活性剂属于通用型橡胶助剂，是最主要的橡胶助剂产品；加工型橡胶助剂和功能型橡胶助剂属于特种橡胶助剂，是推动轮胎工业工艺技术变革的创新性材料。

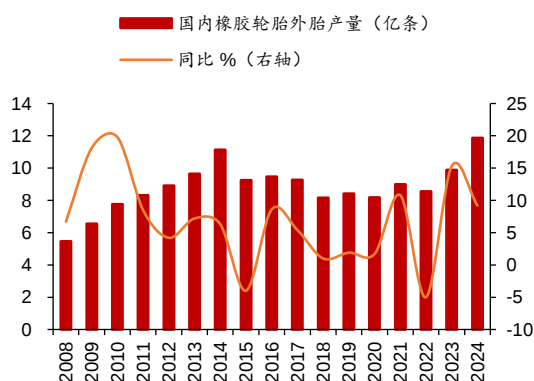
表 5：橡胶助剂分类

分类	橡胶助剂类型	主要产品
通用型橡胶助剂	防老剂	防老剂 6PPD、防老剂 TMQ 等
	促进剂	促进剂 MBT、促进剂 CBS、促进剂 TBBS 等
	硫化及硫化活性剂	不溶性硫磺、氧化锌等
特种橡胶助剂	加工型橡胶助剂	增粘剂、补强剂、均匀剂、防焦剂等
	功能型橡胶助剂	粘合剂等

资料来源：公司公告，上海证券研究所

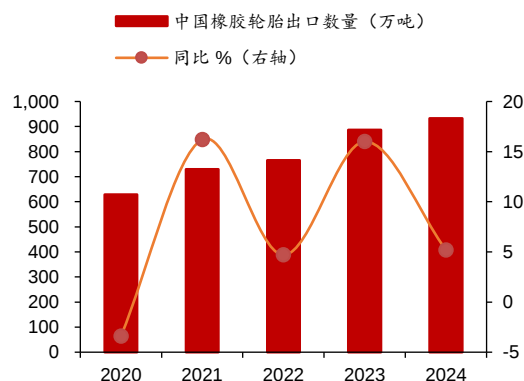
全球汽车产业链复苏，景气向好拉动轮胎需求回升。根据《化学工业》数据显示，汽车轮胎是橡胶助剂最主要的下游需求，占比为 65%。近两年受益于全球汽车产业链的复苏，国内汽车市场的回暖以及轮胎出口增长，带动我国轮胎销量增长。2024 年国内橡胶轮胎外胎产量达到 11.87 亿条，同比增长 9.2%，创历史新高。出口方面，2024 年中国橡胶轮胎出口数量为 932 万吨，同比增长 5.2%，延续增长态势。

图 24：中国橡胶轮胎外胎产量及同比



资料来源：iFind，上海证券研究所

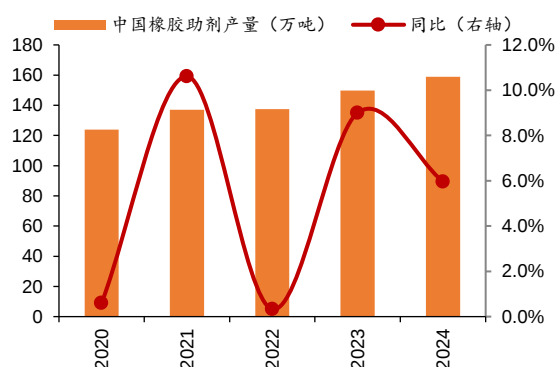
图 25：橡胶轮胎出口数量



资料来源：Wind，上海证券研究所

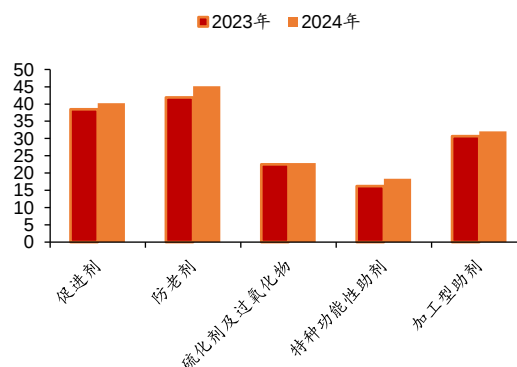
中国是全球第一大橡胶助剂生产国，中国市场未来仍将稳定增长。中国橡胶助剂工业快速发展，橡胶助剂产量逐年攀升，且近年来橡胶助剂产品占全球市场比重超过 70%，为世界橡胶助剂第一生产大国。根据中国橡胶工业协会数据显示，2024 年中国橡胶助剂产量已达到 158.79 万吨，同比增长 6.0%。随着汽车等下游需求回暖，以及橡胶助剂出口需求增加，未来中国橡胶助剂市场仍将保持稳定增长，预计到 2027 年中国橡胶助剂行业市场规模将增长值 176.2 万吨，2022 至 2027 年均复合增速为 5.1%。

图 26：中国橡胶助剂产量及同比



资料来源：中国橡胶工业协会，阳谷华泰公告，上海证券研究所

图 27：2023 年&2024 年中国橡胶助剂分产品产量（万吨）



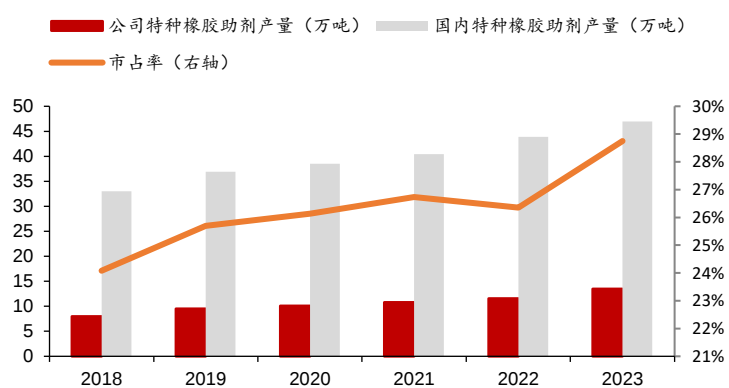
资料来源：中国橡胶助剂专业委员会，上海证券研究所

3.2 特种橡胶助剂龙头，产业链延伸凸显优势

特种橡胶助剂龙头，市占率持续提升，客户覆盖全球知名轮胎企业。公司是全球最大的轮胎用特种材料供应商，主要产品为橡胶酚醛树脂，下游客户覆盖全球和国内知名轮胎品牌，包括普利司通、米其林、固特异、马牌、倍耐力等国际品牌，以及中策橡胶、赛轮轮胎、玲珑橡胶、三角轮胎、浦林成山等国内知名品牌。根据 2023 年中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会统计，公司在所有加工型橡胶助剂企业中排名第一。2023 年公司特种橡胶助剂产量 13.5 万吨，同比增长 16.7%，占国内特种橡胶助剂产量的约 28.75%，国内市占率连续多年处于领先地位。

公司持续深耕行业，产品线丰富，产业链衍生凸显优势。1) 产品线丰富，公司自成立以来持续深耕特种橡胶助剂行业，产品线丰富，目前产品主要覆盖增粘树脂、补强树脂、粘合树脂等。2) 产业链衍生优势，公司产业链向上游衍生，覆盖关键中间体，在保障供应的同时也具有产品质量和成本控制方面的优势。3) 研发实力领先，公司依托北京和上海双研发中心，积极推动研发成果转化，为公司在行业内保持领先提供有力保障。

图 28：公司特种橡胶助剂产量及市占率



资料来源：公司公告，中国橡胶工业协会，前瞻产业研究院，上海证券研究所

4 全生物降解材料：引入巴斯夫，成为行业引领者

PBAT 是应用前景最好的可降解材料之一。可降解材料按照降解方式，可以大致分为四类：光降解塑料、生物降解塑料、光生物降解塑料、以及水降解塑料。其中，生物降解塑料还分为生物基和石化基生物降解塑料两类。其中，石化基可降解塑料的典型产品有 PBAT，其具有良好的延展性、断裂伸长率、耐热性和冲击性能，易于成膜性，是目前市场中应用前景最好的可降解材料之一和主要发展方向之一。PBAT 主要市场包括，塑料包装薄膜、农用薄膜、一次性塑料袋、一次性塑料餐具。

表 6：可降解塑料分类

分类		主要产品
光降解塑料		光降解 PE、PP、PVC 等
生物降解塑料	生物基生物降解塑料	PLA、PHA
	石化基生物降解塑料	PBAT、PBS、PBSA
光生物降解塑料		(尚无量产产品)
水降解材料		淀粉基塑料

资料来源：公司公告，《化学工业》，前瞻产业研究院，智研咨询，上海证券研究所

“限塑令”推动，全球生物可降解塑料产能快速增长。近年来，全球各地均相继发布了限塑令相关法规，对不可降解塑料进行禁用、限用、强制收集。2020 年 1 月，中国也发布了《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，明确提出分步骤、分领域禁限使用一次性塑料制品，并鼓励替代产品发展。随着限塑令政策的推动，全球生物降解塑料市场规模快速增长。根据 Bloomberg 数据显示，2026 年全球生物可降解市场规模将达到 298 亿美元，2021 至 2026 年的复合增长率将达到 22.7%。

巴斯夫授权 PBAT 专利技术成为行业引领者。可降解材料业务方面，公司引入巴斯夫全球领先全套技术。截至 2024 年半年报，公司在上海化工区落地的 10 万吨/年生物可降解材料项目一期工程（实际建设 6 万吨）已经全部建设完成，探索面向国内外高附加值生物可降解材料应用。

5 盈利预测

本文按照三大块业务进行预测：

1、电子材料板块

营收方面，ArF 光刻胶接单量产，KrF 光刻胶产品序列完善，以及新产品导入和客户验证推进，光刻胶营收预计将进一步放量。此外，随着高纯配套试剂 EBR G5 开始量产出货，以及 CMP 抛光垫项目的推进，将提供新增长点。毛利率方面，公司高端产品的放量，以及中高端占比的提升，将带来产品结构的变化，预计毛利率将不断提升，整体利润增速将快于营收增速。

我们预计电子材料板块将保持较快增长，2024-2026 年营收分别为 6.82/9.74/14.67 亿元，同比增速分别为 23.11%/42.90%/50.61%。

2、特种橡胶助剂

公司属于特种橡胶助剂市场龙头，市占率稳定，因此营收端预计保持平稳增长，2024-2026 年营收分别为 25.38/27.37/28.74 亿元，同比增速分别为 11.33%/7.83%/5.00%。

3、全生物降解材料

全生物降解材料行业景气度与经济周期正相关，近年 PBAT 行业产能短时间内大幅增长，行业整体不景气。为减少亏损，公司 2024 年 PBAT 可降解装置处于暂时停车状态。我们假设，若产能继续保持部分停车状态，预计 2024-2026 年营收分别为 0.49/0.30/0.20 亿元，同比增速分别为 -50.95%/-39.29%/-33.20%。

表 7：公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
1、电子材料				
营业收入	553.82	681.80	974.30	1467.39
YOY	44.03%	23.11%	42.90%	50.61%
毛利率	26.32%	28.32%	29.32%	30.32%
2、特种橡胶助剂				
营业收入	2280.01	2538.44	2737.22	2874.09
YOY	9.08%	11.33%	7.83%	5.00%
毛利率	25.19%	26.00%	25.02%	25.40%
3、全生物降解材料				
营业收入	100.54	49.31	29.94	20.00
YOY	492.10%	-50.95%	-39.29%	-33.20%
毛利率	-29.74%	-15.45%	-10.00%	-10.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所

公司深耕汽车轮胎特种材料主业的同时，依托彤程电子打造电子化学品产业化平台，以光刻胶为基础，致力于成为国际领先的半导体和显示材料生产商和解决方案提供商，实现关键材料国产化突破，提高电子材料业务收入占比。

我们预计公司 2024-2026 年分别实现收入 32.78/37.50/43.70 亿元，同比分别为 11.37%/14.40%/16.53%；归母净利润分别 5.72/6.56/7.68 亿元，同比增速分别为 40.57%/14.69%/17.19%；当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 36.82/32.10/27.39 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 8：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS				PE (倍)			
				2023 A	2024 E	2025 E	2026 E	2023 A	2024 E	2025 E	2026 E
300346.SZ	南大光电	39.36	226.70	0.39	0.58	0.72	0.85	107.21	67.47	54.36	46.08
603306.SH	华懋科技	38.96	128.20	0.75	0.91	1.04	1.24	52.97	42.73	37.49	31.50
300655.SZ	晶瑞电材	9.18	97.27	0.01	0.02	0.09	0.16	656.20	406.19	106.37	58.96
300236.SZ	上海新阳	38.65	121.12	0.54	0.62	0.81	1.03	72.60	61.96	47.73	37.64
605589.SH	圣泉集团	28.51	241.32	1.02	1.07	1.45	1.72	30.57	26.55	19.60	16.53
均值				0.54	0.64	0.82	1.00	183.91	120.98	53.11	38.14
603650.SH	彤程新材	35.13	210.43	0.68	0.95	1.09	1.28	51.75	36.82	32.10	27.39

资料来源：Wind，上海证券研究所

注：可比公司 EPS 和 PE 来自 Wind 一致预期，收盘价对应日期为 2025 年 3 月 6 日

6 风险提示

下游需求波动风险：下游半导体、显示面板、轮胎等行业受国际形势、宏观经济、以及政策影响较大。

新产品研发进度和客户导入不及预期风险：电子化学品等高端材料领域壁垒高、研发周期较长，技术密度较高，研发成果存在不确定性。同时新产品拓展和客户导入也存在不及预期风险。

原材料价格波动风险：公司原材料主要为苯酚等化工品，价格受原油价格波动影响较大，若原油价格上涨，将带来公司成本端压力，影响公司毛利率水平。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（单位：百万元）

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	744	1266	1547	1901
应收票据及应收账款	779	887	1003	1161
存货	431	419	462	514
其他流动资产	591	602	632	711
流动资产合计	2544	3173	3645	4288
长期股权投资	1580	1580	1580	1580
投资性房地产	5	5	5	5
固定资产	1488	1645	1859	2034
在建工程	580	780	880	980
无形资产	363	340	316	292
其他非流动资产	773	859	859	859
非流动资产合计	4790	5209	5499	5751
资产总计	7334	8383	9144	10039
短期借款	475	375	275	175
应付票据及应付账款	652	902	986	1082
合同负债	3	5	6	6
其他流动负债	677	1070	1102	1167
流动负债合计	1808	2353	2369	2430
长期借款	1274	1508	1708	1908
应付债券	532	546	596	646
其他非流动负债	214	292	292	292
非流动负债合计	2021	2346	2596	2846
负债合计	3829	4698	4965	5276
股本	600	599	599	599
资本公积	990	961	960	960
留存收益	1893	2230	2715	3282
归属母公司股东权益	3408	3575	4058	4626
少数股东权益	97	109	122	138
股东权益合计	3505	3684	4180	4763
负债和股东权益合计	7334	8383	9144	10039

现金流量表（单位：百万元）

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	184	492	502	602
净利润	404	583	669	784
折旧摊销	151	176	210	248
营运资金变动	-208	22	-74	-127
其他	-163	-289	-303	-303
投资活动现金流量	114	-100	-129	-127
资本支出	-141	-506	-479	-477
投资变动	198	126	0	0
其他	56	280	350	350
筹资活动现金流量	-14	215	-91	-121
债权融资	85	512	150	150
股权融资	71	0	0	0
其他	-170	-297	-241	-271
现金净流量	291	604	282	354

利润表（单位：百万元）

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2944	3278	3750	4370
营业成本	2247	2424	2774	3188
营业税金及附加	14	15	17	20
销售费用	92	108	117	139
管理费用	174	200	235	266
研发费用	180	207	225	262
财务费用	58	73	75	75
资产减值损失	-6	-95	0	0
投资收益	225	339	350	350
公允价值变动损益	12	0	0	0
营业利润	427	523	678	799
营业外收支净额	0	94	30	30
利润总额	427	617	708	829
所得税	23	34	39	46
净利润	404	583	669	784
少数股东损益	-2	12	13	16
归属母公司股东净利润	407	572	656	768

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	23.7%	26.1%	26.0%	27.0%
净利率	13.8%	17.4%	17.5%	17.6%
净资产收益率	11.9%	16.0%	16.2%	16.6%
资产回报率	5.7%	7.4%	7.6%	8.2%
投资回报率	7.4%	9.4%	9.8%	10.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	17.7%	11.4%	14.4%	16.5%
EBIT 增长率	32.7%	42.4%	13.5%	15.5%
归母净利润增长率	36.4%	40.6%	14.7%	17.2%
每股指标（元）				
每股收益	0.68	0.95	1.09	1.28
每股净资产	5.69	5.97	6.77	7.72
每股经营现金流	0.31	0.82	0.84	1.00
每股股利	0.59	0.25	0.29	0.33
营运能力指标				
总资产周转率	0.41	0.42	0.43	0.46
应收账款周转率	4.21	4.29	4.30	4.39
存货周转率	5.49	5.70	6.29	6.53
偿债能力指标				
资产负债率	52.2%	56.1%	54.3%	52.6%
流动比率	1.41	1.35	1.54	1.76
速动比率	1.12	1.15	1.32	1.53
估值指标				
P/E	51.75	36.82	32.10	27.39
P/B	6.17	5.89	5.19	4.55
EV/EBITDA	54.15	26.55	23.04	19.67

资料来源：Wind，上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
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
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。