

公司研究

光刻胶持续导入快速放量，抛光垫项目已进入试生产阶段

——彤程新材（603650.SH）2024 年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报。2024 年，公司实现营收 32.70 亿元，同比增长 11.10%；实现归母净利润 5.17 亿元，同比增长 27.10%；实现扣非后归母净利润 4.16 亿元，同比增长 7.64%。2024Q4，公司单季度实现营收 8.45 亿元，同比增长 13.01%，环比减少 0.39%；实现归母净利润 0.78 亿元，同比增长 38.14%，环比减少 37.67%。

点评：

光刻胶营收增速显著，特种橡胶助剂表现稳健。2024 年，公司电子材料业务实现营收 7.45 亿元，同比大幅增长 34.4%。分产品来看，2024 年公司半导体光刻胶业务实现营收 3.03 亿元，同比增长 50.4%，其中 I 线光刻胶和 KrF 光刻胶同比分别增长 61%和 69%。2024 年公司面板光刻胶实现营收 3.30 亿元，同比增长 26.8%，销量同比增长 30.6%，国内市占率约为 27.1%。2024 年，公司特种橡胶助剂业务实现营收 24.42 亿元，同比增长 7.1%；对应销售量为 15.5 万吨，同比增长 9.9%。投资收益方面，2024 年公司投资收益为 3.16 亿元，同比大幅增长 40.4%。投资收益的增长主要得益于公司联营企业中策橡胶（公司持股 8.92%）利润的高增，2024 年中策橡胶实现归母净利润 37.85 亿元，同比增长 43.5%。此外，2024 年公司计提固定资产减值损失约 9479 万元，主要是针对公司 10 万吨/年可生物降解材料项目（一期）固定资产减值准备计提。

持续推进电子材料新品导入，抛光垫项目已进入试生产。半导体光刻胶方面，2024 年公司新增新产品 27 支，新产品销售收入占比达 43%。公司 KrF 光刻胶已实现 110nm 分辨率的突破，基于自研树脂的 I 线光刻胶已开发成功，同时公司推出了多款厚膜先进封装用光刻胶。显示用光刻胶方面，2024 年公司新产品成功拓展了 4 家销售客户，针对 AMOLED 面板客户的部分产品也已在头部客户中实现了量产销售。项目建设方面，公司在江苏省金坛华罗庚高新技术产业开发区内投资建设的“半导体芯片先进抛光垫项目”已建设完成，并于 2024 年 12 月底进入试生产阶段。该项目达产后可实现年产半导体芯片先进抛光垫 25 万片，预计满产后年销售额约 8 亿元。

盈利预测、估值与评级：公司光刻胶等电子材料产品增速显著，特种橡胶助剂产销量稳步提升，整体业绩符合预期。我们维持公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.37、7.60、8.77 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：产品及原材料价格波动，下游需求不及预期，行业竞争风险，客户导入进度不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,944	3,270	4,041	4,720	5,476
营业收入增长率	17.74%	11.10%	23.57%	16.81%	16.00%
归母净利润（百万元）	407	517	637	760	877
归母净利润增长率	36.37%	27.10%	23.22%	19.30%	15.40%
EPS（元）	0.68	0.86	1.06	1.27	1.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.93%	15.41%	17.25%	18.60%	19.38%
P/E	47	37	30	25	22
P/B	5.6	5.7	5.2	4.7	4.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-17，2023 年公司总股本为 6.00 亿股，2024 年公司总股本为 5.991 亿股，2025 年及以后公司总股本为 5.990 亿股。

买入（维持）

当前价：31.92 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005
010-57378026
zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007
021-52523675
zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.99
总市值(亿元):	191.20
一年最低/最高(元):	24.34/41.80
近 3 月换手率:	67.42%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.74	-3.98	20.05
绝对	-5.14	-5.48	25.72

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,944	3,270	4,041	4,720	5,476
营业成本	2,247	2,458	2,997	3,493	4,029
折旧和摊销	137	151	168	178	188
税金及附加	14	15	18	21	25
销售费用	92	112	121	142	164
管理费用	174	184	227	236	274
研发费用	180	217	255	283	329
财务费用	58	68	82	88	91
投资收益	225	316	300	300	300
营业利润	427	466	682	807	921
利润总额	427	550	711	845	972
所得税	23	16	57	68	78
净利润	404	534	654	777	894
少数股东损益	-2	17	17	17	17
归属母公司净利润	407	517	637	760	877
EPS(元)	0.68	0.86	1.06	1.27	1.46

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	184	243	385	561	679
净利润	407	517	637	760	877
折旧摊销	137	151	168	178	188
净营运资金增加	235	291	487	418	457
其他	-594	-717	-907	-795	-843
投资活动产生现金流	114	-777	102	102	102
净资本支出	-141	-255	-200	-200	-200
长期投资变化	-198	-551	0	0	0
其他资产变化	452	28	302	302	302
融资活动现金流	-14	371	-246	-425	-517
股本变化	4	-1	0	0	0
债务净变化	101	1,179	135	30	10
无息负债变化	9	-58	141	120	139
净现金流	291	-158	241	238	264

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	23.7%	24.8%	25.8%	26.0%	26.4%
EBITDA 率	13.9%	17.8%	15.7%	16.5%	16.5%
EBIT 率	9.2%	13.0%	11.6%	12.7%	13.1%
税前净利润率	14.5%	16.8%	17.6%	17.9%	17.7%
归母净利润率	13.8%	15.8%	15.8%	16.1%	16.0%
ROA	5.5%	6.4%	7.2%	8.1%	8.8%
ROE (摊薄)	11.9%	15.4%	17.3%	18.6%	19.4%
经营性 ROIC	5.6%	8.3%	7.8%	9.3%	10.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	52%	59%	58%	56%	54%
流动比率	1.41	1.06	1.24	1.46	1.70
速动比率	1.17	0.89	1.03	1.21	1.41
归母权益/有息债务	1.28	0.87	0.93	1.02	1.13
有形资产/有息债务	2.43	1.94	2.04	2.17	2.32

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	7,334	8,409	9,040	9,600	10,207
货币资金	744	1,174	1,414	1,652	1,916
交易性金融资产	144	0	0	0	0
应收账款	702	782	994	1,161	1,347
应收票据	77	109	135	157	182
其他应收款 (合计)	36	17	21	24	28
存货	431	486	596	696	805
其他流动资产	380	350	350	350	350
流动资产合计	2,544	2,954	3,553	4,091	4,687
其他权益工具	75	45	45	45	45
长期股权投资	1,580	2,131	2,131	2,131	2,131
固定资产	1,488	1,536	1,603	1,651	1,681
在建工程	576	542	512	489	472
无形资产	363	430	409	388	369
商誉	437	437	437	437	437
其他非流动资产	24	47	47	47	47
非流动资产合计	4,790	5,455	5,487	5,509	5,521
总负债	3,829	4,950	5,226	5,376	5,525
短期借款	475	789	724	554	364
应付账款	518	442	538	628	724
应付票据	134	87	106	124	143
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,808	2,785	2,861	2,811	2,760
长期借款	1,274	1,406	1,606	1,806	2,006
应付债券	532	549	549	549	549
其他非流动负债	110	113	113	113	113
非流动负债合计	2,021	2,165	2,365	2,565	2,765
股东权益	3,505	3,459	3,814	4,224	4,683
股本	600	599	599	599	599
公积金	1,167	1,155	1,219	1,236	1,236
未分配利润	1,716	1,694	1,968	2,343	2,784
归属母公司权益	3,408	3,354	3,691	4,084	4,525
少数股东权益	97	105	123	140	158

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.14%	3.43%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用率	5.90%	5.62%	5.62%	5.00%	5.00%
财务费用率	1.95%	2.08%	2.02%	1.87%	1.67%
研发费用率	6.11%	6.62%	6.30%	6.00%	6.00%
所得税率	5%	3%	8%	8%	8%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.59	0.50	0.61	0.73	0.84
每股经营现金流	0.31	0.40	0.64	0.94	1.13
每股净资产	5.68	5.60	6.16	6.82	7.55
每股销售收入	4.91	5.46	6.75	7.88	9.14

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	47	37	30	25	22
PB	5.6	5.7	5.2	4.7	4.2
EV/EBITDA	50.6	36.4	33.4	27.4	23.6
股息率	1.8%	1.6%	1.9%	2.3%	2.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP