



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

半导体光刻胶延续高增，CMP 抛光垫进展顺利

——彤程新材 2025 半年报点评

增持（维持）

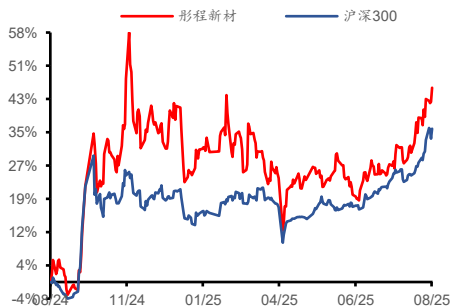
行业：基础化工
日期：2025年08月31日

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）	36.90
12mth A 股价格区间（元）	25.20-40.78
总股本（百万股）	598.96
无限售 A 股/总股本	99.47%
流通市值（亿元）	219.84

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《电子材料业务实现高增，看好光刻胶进一步放量》

——2025 年 05 月 06 日

《光刻胶+橡胶助剂双龙头，电子材料业务乘国产替代之风》

——2025 年 03 月 09 日

■ 投资摘要

事件概述

公司发布2025年半年报：2025上半年公司实现营业收入16.55亿元，同比增长4.97%，延续稳健发展态势，业务结构持续优化；实现归母净利润3.51亿元，同比增长12.07%；扣非归母净利润3.26亿元，同比增长43.07%。

2025Q2，公司实现营收7.99亿，同比增长0.59%；实现归母净利润1.91亿，同比增长13.05%。

分析与判断

25 年上半年，电子材料业务营收 4.42 亿，营收占比提升至 26% 以上。分项目看：

1) 半导体光刻胶，连续两年收入同比增速超50%。25年上半年实现营业收入近2亿元，同比增长超50%，连续两年增速超50%。其中，KrF光刻胶同比增长近50%；ICA光刻胶保持167%的增长，G/I线光刻胶增长26%，保持稳健增长。报告期内公司新产品系列已陆通过国内多家客户验证，逐步实现切线上量。同时，高分辨I线光刻胶项目，成功打通内部全链路，构建完整国产化路径。

2) 显示材料光刻胶，业绩表现稳健，销量同步攀升。25年上半年显示光刻胶业务实现收入1.80亿元，同比增长13.6%；销量同步攀升，同比增长12.5%，业绩表现稳健。公司产品国内市占率约29%，稳居国内第二大供应商地位。未来随着适配4mask、OLED制程等场景的产品持续扩销，以及公司研发的高分辨光刻胶（PR）预计25年下半年可实现全面量产，市场份额有望进一步提升。

3) CMP抛光垫业务进展顺利，实现量产出货。公司可实现年产25万片半导体芯片先进抛光垫项目，截至报告期末，已经完成产线建设和生产验证，并在25年上半年开始在国内龙头芯片企业逐步开展验证。且截至中报披露日，已收到首次正式CMP抛光垫订单，实现CMP抛光垫量产出货。

4) 着力打造光刻胶用树脂，自产KrF树脂进展顺利。半导体光刻胶领域，高端I线光刻胶用切割酚醛树脂已在中试生产设备上稳定生产；KrF光刻胶树脂已实现量产的PHS树脂产量与合格率稳步提升。显示光刻胶领域，Array-LCD高耐热光刻胶用酚醛树脂中试放大开发工作进展顺利。

进一步收购北京科华股权，持股比例继续提升。报告期内，公司全资子公司彤程电子进一步收购北京科华股权，直接持股比例提升至96.3295%。

■ 投资建议

随着新建产能的持续投入，以及先进制程高速增长，将维持光刻胶市场的稳步增长。同时，国际贸易摩擦背景下，国产替代进程正在加速推进，半导体材料国产化率提升。公司依托彤程电子打造电子化学品产业化平台，随着公司新产品的持续增加和新客户开发的稳步推进，我们看好公司光刻胶业务的进一步放量。

我们预计公司 2025-2027 年分别实现收入 35.92/42.38/51.87 亿元，同比分别为 9.85%/17.98%/22.38%；归母净利润分别 5.60/6.83/8.83 亿元，同比增速分别为 8.34%/21.97%/29.37%；当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 39.47/32.36/25.02 倍，维持“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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3270	3592	4238	5187
年增长率	11.1%	9.8%	18.0%	22.4%
归母净利润	517	560	683	883
年增长率	27.1%	8.3%	22.0%	29.4%
每股收益（元）	0.86	0.93	1.14	1.48
市盈率（X）	42.77	39.47	32.36	25.02
市净率（X）	6.59	6.52	6.35	6.14

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025 年 08 月 28 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1174	1438	1693	1768
应收票据及应收账款	891	1012	1174	1433
存货	486	526	600	721
其他流动资产	402	550	583	691
流动资产合计	2954	3525	4050	4613
长期股权投资	2131	2131	2131	2131
投资性房地产	4	4	4	4
固定资产	1536	1755	1963	2132
在建工程	547	516	486	457
无形资产	430	402	373	345
其他非流动资产	806	828	840	856
非流动资产合计	5455	5636	5798	5926
资产总计	8409	9161	9849	10539
短期借款	789	989	1189	1289
应付票据及应付账款	529	633	721	863
合同负债	3	5	5	6
其他流动负债	1463	1159	1233	1323
流动负债合计	2785	2787	3148	3481
长期借款	1406	2088	2288	2488
应付债券	549	569	589	609
其他非流动负债	209	212	212	212
非流动负债合计	2165	2869	3089	3309
负债合计	4950	5656	6238	6791
股本	599	599	599	599
资本公积	936	935	935	935
留存收益	1913	1920	2012	2131
归属母公司股东权益	3354	3388	3480	3600
少数股东权益	105	117	131	149
股东权益合计	3459	3505	3611	3748
负债和股东权益合计	8409	9161	9849	10539

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	243	378	640	750
净利润	534	571	697	901
折旧摊销	168	201	240	279
营运资金变动	-298	-216	-109	-254
其他	-161	-178	-188	-176
投资活动现金流量	-777	-114	-106	-110
资本支出	-255	-386	-383	-384
投资变动	-615	-4	-14	-17
其他	92	276	292	290
筹资活动现金流量	371	69	-280	-564
债权融资	1134	609	420	320
股权融资	4	0	0	0
其他	-767	-540	-700	-884
现金净流量	-158	335	255	76

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3270	3592	4238	5187
营业成本	2458	2657	3065	3658
营业税金及附加	15	16	19	23
销售费用	112	118	142	172
管理费用	184	202	244	295
研发费用	217	234	275	337
财务费用	68	73	107	114
资产减值损失	-104	-30	0	0
投资收益	316	300	300	300
公允价值变动损益	2	0	0	0
营业利润	466	586	719	931
营业外收支净额	84	3	3	3
利润总额	550	589	722	934
所得税	16	18	25	33
净利润	534	571	697	901
少数股东损益	17	11	14	18
归属母公司股东净利润	517	560	683	883

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	24.8%	26.0%	27.7%	29.5%
净利率	15.8%	15.6%	16.1%	17.0%
净资产收益率	15.4%	16.5%	19.6%	24.5%
资产回报率	6.8%	6.5%	7.3%	8.8%
投资回报率	8.2%	8.0%	9.4%	11.3%
成长能力指标				
营业收入增长率	11.1%	9.8%	18.0%	22.4%
EBIT 增长率	27.6%	7.1%	25.3%	26.4%
归母净利润增长率	27.1%	8.3%	22.0%	29.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.86	0.93	1.14	1.48
每股净资产	5.60	5.66	5.81	6.01
每股经营现金流	0.41	0.63	1.07	1.25
每股股利	0.75	0.81	0.99	1.28
营运能力指标				
总资产周转率	0.42	0.41	0.45	0.51
应收账款周转率	4.41	4.26	4.36	4.48
存货周转率	5.36	5.25	5.45	5.54
偿债能力指标				
资产负债率	58.9%	61.7%	63.3%	64.4%
流动比率	1.06	1.27	1.29	1.33
速动比率	0.86	1.05	1.07	1.09
估值指标				
P/E	42.77	39.47	32.36	25.02
P/B	6.59	6.52	6.35	6.14
EV/EBITDA	49.43	29.15	23.68	19.26

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