

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	54.78
总股本/流通股本(亿股)	6.16 / 6.14
总市值/流通市值(亿元)	337 / 337
52周内最高/最低价	64.30 / 28.86
资产负债率(%)	58.9%
市盈率	63.70
RED	AVENUE
第一大股东	INVESTMENT GROUP LIMITED

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
分析师: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340525040003
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

彤程新材(603650)

材料让世界更美好

● 投资要点

新兴板块电子化学品营收占比提升。2025年1-9月，公司实现营收25.17亿元，其中电子化学品/轮胎用橡胶助剂及其他化工产品/可完全生物降解材料分别实现营收7.00/17.53/0.64亿元，收入占比分别为27.8%/69.7%/2.5%，其中新兴板块电子化学品营收占比持续提升。电子化学品板块，2025年1-9月，半导体材料/显示面板材料/电子树脂及其他分别实现营收3.02/3.13/0.85亿元。公司半导体光刻胶业务高速增长，2025H1实现营收近2亿元，同比增长超50%；显示光刻胶产品业绩表现稳健，2025H1实现营收1.80亿元，同比增长13.6%，产品国内市占率约29%，稳居国内第二大供应商地位。

ArF光刻胶、KrF光刻胶逐步上量。2025年1-9月，公司半导体光刻胶营收2.9亿元，为中国市场销售额第一的本土企业。从产品结构看，公司ArF光刻胶、KrF光刻胶、抗反射涂层、EBR等新产品系列陆续通过国内多家客户的验证，并开始逐步实现切线上量。同时，公司传统优势产品持续突破，2025H1，KrF光刻胶同比增长近50%；ICA光刻胶保持167%的高速增长；G/I线光刻胶稳健增长26%。中国半导体光刻胶市场方面，根据弗若斯特沙利文，ArF光刻胶销售金额从2020年的10亿元增长至2024年的26亿元，预计2029年将达到64亿元，CAGR为20.2%；KrF光刻胶销售金额从2020年的10亿元增长至2024年的21亿元，预计2029年将达40亿元，CAGR为13.6%；G/I线及其他光刻胶销售金额从2020年的5亿元增长至2024年的9亿元，预计2029年将达到11亿元，CAGR为3.3%。2025年1-9月，中国半导体光刻胶市场前五名本土企业销售金额合计约5.2亿元，当前半导体光刻胶市场主要由日本头部企业占据，国产替代空间巨大。

半导体光刻胶全国产化路径成效显著。2025H1，公司在半导体光刻胶领域推进的研发项目近50项，其中近半数为重点项目。I线化学放大厚膜胶，在多家12寸客户实现稳定快速的应用扩展，销量持续攀升。40-80um超厚膜负性抗电镀光刻胶开发测试进展顺利，成功通过国内头部封装厂的验证。公司以高分辨I线光刻胶项目开发为载体，成功打通内部全链路，构建起“高端分级酚醛树脂设计-树脂量产-光刻胶配方优化-光刻胶量产-客户验证通过”的完整全国产化路径。公司在自产KrF树脂的开发及产能提升方面进展顺利，依托该自产树脂的光刻胶产品已成功实现量产并投入市场。同时，超高分辨率KrF负性光刻胶项目开发取得突破性进展，目前已在重点存储客户处完成初步验证，结果符合预期。

CMP抛光垫量产出货，规划年产能25万片。公司全资子公司彤程电子于2024年5月27日与江苏省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》，在江苏省

金坛华罗庚高新技术产业开发区内投资建设半导体芯片抛光垫生产基地，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。截至 2025H1 报告期末，该抛光垫项目已经完成产线建设和产品生产验证，并于 2025 年上半年开始在国内龙头芯片企业逐步开展验证，验证进程推进顺利。截至 2025 年半年报披露日，公司已分别收到 8 寸及 12 寸重要客户的首次正式 CMP 抛光垫订单，实现 CMP 抛光垫量产出货。根据弗若斯特沙利文，受益于中国晶圆制造产能扩张和成熟制程芯片需求上升，国内 CMP 抛光垫市场规模从 2020 年的 10 亿元增至 2024 年的 23 亿元，预计 2025 年为 29 亿元，受益于先进制程芯片技术迭代使单晶圆抛光工序增加，中国 CMP 抛光垫销售金额预计 2029 年达 58 亿元，市场空间广阔。

显示光刻胶国内市占约三成，新产品推进顺利。2025 年 1-9 月，全球显示光刻胶市场前五名企业在中国市场 TFT 阵列光刻胶销售金额合计约 9.6 亿元，公司为中国市场 TFT 阵列光刻胶销售金额第二的企业，销售金额为 2.6 亿元，国内市占率约 29%，其中，公司显示光刻胶产品在国内最大面板厂 B 客户的市场占有率已达 60% 左右；在 H 客户部分工厂及 E 客户的 OLED 工厂中，实现 100% 份额覆盖。随着适配 4mask 工艺、OLED 制程等场景的产品持续扩销，未来市场份额有望进一步提升。2025H1，公司可覆盖 Array 工艺全 Layer 需求的 4-Mask 高感度光刻胶，能有效提升客户设备柔性及产能，目前该新品出货量持续增长；另外，针对 AMOLED 面板客户开发的高性能高分辨率光刻胶，分辨率可达 Line1.5 μ m、Hole2.0 μ m，已在 B 客户与 E 客户实现量产销售。针对 AMOLED 高分辨光刻胶客户端提出的最新感度提升需求，公司研发的高感度高分辨光刻胶（PR）已陆续进入客户端测试阶段。与此同时，AMOLED 触控（Touch）用低温光刻胶市场拓展成效显著，目前已在部分客户实现量产销售。

持续巩固汽车轮胎用橡胶化学品传统主营业务优势。作为中国最大的橡胶酚醛树脂生产商，公司致力于为橡胶行业提供绿色可持续解决方案，公司与国内外轮胎企业建立了长期稳定的业务合作，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。2025H1，公司在汽车轮胎用橡胶化学品领域持续强化核心竞争力：一方面深化与国内头部轮胎制造商的战略合作，精准把握客户需求升级趋势；另一方面加速全球化布局，重点突破欧洲和美洲高端市场，国际业务占比显著提升。2025 年 1-9 月，公司汽车轮胎用橡胶化学品销量 11.83 万吨，同比增长 1.0%。随着国内轮胎企业加速海外布局以及国际市场需求持续增长，公司海外市场份额显著提升。为响应国际轮胎行业技术升级和可持续发展趋势，公司积极推进可持续材料及生物质产品的客户认证，深化落实可持续发展战略。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年分别实现收入 37/42/48 亿元，归母

净利润 6.57/8.21/10.04 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

宏观市场需求波动风险；原材料价格波动风险；政策变化风险；安全生产风险；并购重组和商誉减值风险；新产品、新技术研发与市场竞争加剧风险；管理风险；汇率波动风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3270	3721	4246	4784
增长率(%)	11.10	13.80	14.11	12.67
EBITDA（百万元）	478.76	1014.40	1206.40	1421.56
归属母公司净利润（百万元）	516.77	657.48	821.37	1003.74
增长率(%)	27.10	27.23	24.93	22.20
EPS(元/股)	0.84	1.07	1.33	1.63
市盈率（P/E）	65.66	51.61	41.31	33.81
市净率（P/B）	10.12	9.72	9.42	9.08
EV/EBITDA	49.43	36.31	30.54	25.85

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	3270	3721	4246	4784	营业收入	11.1%	13.8%	14.1%	12.7%
营业成本	2458	2793	3163	3533	营业利润	9.0%	49.6%	24.2%	22.0%
税金及附加	15	17	19	22	归属于母公司净利润	27.1%	27.2%	24.9%	22.2%
销售费用	112	121	130	139	获利能力				
管理费用	184	194	206	218	毛利率	24.8%	24.9%	25.5%	26.2%
研发费用	217	249	268	287	净利率	15.8%	17.7%	19.3%	21.0%
财务费用	68	85	89	89	ROE	15.4%	18.8%	22.8%	26.9%
资产减值损失	-104	-10	-10	-10	ROIC	4.1%	9.5%	11.4%	13.4%
营业利润	466	697	865	1056	偿债能力				
营业外收入	98	1	1	1	资产负债率	58.9%	60.9%	60.5%	60.2%
营业外支出	13	6	6	6	流动比率	1.06	1.29	1.34	1.38
利润总额	550	692	860	1051	营运能力				
所得税	16	21	26	32	应收账款周转率	4.41	4.47	4.50	4.48
净利润	534	671	834	1019	存货周转率	5.36	5.48	5.57	5.60
归母净利润	517	657	821	1004	总资产周转率	0.42	0.42	0.45	0.50
每股收益(元)	0.84	1.07	1.33	1.63	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.84	1.07	1.33	1.63
货币资金	1174	1445	1435	1526	每股净资产	5.44	5.67	5.84	6.06
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	891	995	1139	1275	PE	65.66	51.61	41.31	33.81
预付款项	35	40	45	50	PB	10.12	9.72	9.42	9.08
存货	486	534	601	661	现金流量表				
流动资产合计	2954	3473	3717	4079	净利润	534	671	834	1019
固定资产	1536	1866	1912	1927	折旧和摊销	168	238	257	282
在建工程	547	260	233	212	营运资本变动	-298	-59	-168	-120
无形资产	430	403	376	348	其他	-161	-281	-315	-375
非流动资产合计	5455	5748	5728	5683	经营活动现金流净额	243	569	608	806
资产总计	8409	9221	9445	9762	资本开支	-255	-251	-249	-248
短期借款	789	869	869	869	其他	-523	129	467	526
应付票据及应付账款	529	706	740	860	投资活动现金流净额	-777	-122	219	278
其他流动负债	1467	1109	1175	1222	股权融资	4	17	0	0
流动负债合计	2785	2684	2784	2950	债务融资	1134	455	0	0
其他	2165	2928	2928	2928	其他	-767	-644	-836	-993
非流动负债合计	2165	2928	2928	2928	筹资活动现金流净额	371	-172	-836	-993
负债合计	4950	5612	5712	5879	现金及现金等价物净增加额	-158	271	-10	90
股本	599	616	616	616					
资本公积金	936	936	936	936					
未分配利润	1694	1681	1669	1654					
少数股东权益	105	119	132	147					
其他	125	257	379	530					
所有者权益合计	3459	3609	3733	3883					
负债和所有者权益总计	8409	9221	9445	9762					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048