

公司研究

电子化学品维持快速增长，拟 H 股上市推动国际化布局

——彤程新材（603650.SH）2025 年报及 2026 一季报点评

买入（维持）

当前价：54.01 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.16
总市值(亿元):	332.74
一年最低/最高(元):	30.00/64.77
近 3 月换手率:	128.98%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.43	-16.21	45.90
绝对	6.97	-16.00	70.84

资料来源：Wind

相关研报

25H1 半导体光刻胶快速放量，CMP 抛光垫已实现量产出货——彤程新材（603650.SH）2025 年半年报点评（2025-08-28）

要点

事件 1: 公司发布 2025 年年报。2025 年，公司实现营收 34.29 亿元，同比增长 4.85%；实现归母净利润 5.63 亿元，同比增长 8.86%；实现扣非后归母净利润 5.39 亿元，同比增长 29.58%。2025Q4，公司单季度实现营收 9.05 亿元，同比增长 7.10%，环比增长 4.21%；实现归母净利润 6848 万元，同比下降 12.43%，环比下降 52.17%。

事件 2: 公司发布 2026 年一季报。2026Q1，公司实现营收 10.49 亿元，同比增长 22.51%，环比增长 15.84%；实现归母净利润 1.82 亿元，同比增长 13.83%，环比增长 166%。

点评：

电子化学品持续快速增长，驱动公司业绩提升。 2025 年，公司电子化学品实现营收 9.86 亿元，同比增长 32.4%，收入占比持续提升；特种橡胶助剂业务实现营收 23.20 亿元，同比减少 4.98%；全生物降解材料实现营收 1.13 亿元，同比增长 39.9%。产销量方面，2025 年电子化学品销量为 1.88 万吨，同比增长 16.1%；特种橡胶助剂销量为 15.8 万吨，同比增长 2.5%；全生物降解材料销量为 1.32 万吨，同比增长 56.8%。期间费用方面，2025 年公司销售期间费用率同比提升 0.47pct 至 18.22%。销售期间费用率的增长主要系财务费用增长，受汇率波动影响 2025 年公司财务费用同比提升 33.1%。2026Q1，公司各业务板块营收及产销量仍维持较好增速。2026Q1，公司电子化学品、特种橡胶助剂、全生物降解材料营收同比分别增长 46.8%、6.9%、123%，产量同比分别增长 41.6%、10.4%、423%，销量同比分别增长 49.3%、11.9%、140%。

半导体光刻胶维持高速增长，多款产品进入客户放量阶段，上游树脂自供体系逐步成型。 销售层面，2025 年公司半导体光刻胶业务持续高速增长，其中 ArF 光刻胶营收实现超 800% 的增长，ArF 光刻胶、KrF 光刻胶、抗反射涂层、EBR 等产品系列已通过国内多家客户验证并开始放量。新产品研发方面，公司在半导体光刻胶领域推进的研发及国产替代项目近 200 项，其中超 30% 已进入用户量产验证阶段或实现商用；40-80μm 超厚膜负性抗电镀光刻胶开发测试顺利，通过国内头部封装厂验证；超高分辨率 KrF 负性光刻胶在重点客户进入量产验证阶段，结果符合预期。上游树脂方面，公司着力打通从树脂到光刻胶的全国产化路径，多款自产酚醛树脂、PHS 树脂已实现规模化商用；I 线甲酚醛树脂、I 线切割树脂成功开发并量产；KrF 光刻胶用 PHS 树脂已有多款产品实现量产与销售，金属杂质等关键性能指标达到进口树脂同等水平；多款丙烯酸树脂完成开发定型并进入中试放大阶段，可满足 ArFi 光刻胶及先进封装光刻胶研发需求。产能配套方面，公司在上海化工园区新建的 2 条甲酚醛树脂产线、2 条 PHS 树脂产线、2 条丙烯酸树脂产线均已完成验收，为光刻胶专用核心树脂的稳定供应提供保障。

持续推进电子材料平台化布局，面板材料、CMP 业务均取得积极进展。 显示面板光刻胶方面，2025 年公司显示面板光刻胶国内市场占有率约为 30%，稳居本土供应商首位，在国内最大面板厂商的占有率超 60%；2025 年新增 6 家量产销售客户，AMOLED Touch 用低温光刻胶已在多家客户实现量产，高感度、高分辨率光刻胶已通过多家客户认证。有机绝缘膜方面，2025 年负性有机绝缘膜在多家核心客户的验证进展顺利，正性有机绝缘膜已在各主要客户端开展产线测试；2026 年 2 月，公司全资子公司彤程电子与京东方全资子公司共同出资设立彤程东方（上海）显示技术有限公司，注册资本 1 亿元，彤程电子持股 80%，专注有机绝缘膜等电子材料的研

发与销售，合作格局进一步深化。发光材料方面，公司在 OLED 发光材料领域广色域技术已达到行业领先水平，红色发光材料在客户端实现规模化应用突破；2025 年下半年新建年产 5 吨 OLED 有机发光材料项目已于年底进入试产阶段，产品通过国内龙头企业验证。CMP 抛光垫方面，年产 25 万片半导体芯片先进 CMP 抛光垫项目已建设完成并竣工投产，成功进入国内多家主流 8 英寸及 12 英寸晶圆厂供应链，实现批量生产与稳定交付。高纯溶剂 EBR 方面，G5 级 EBR 相关产品已陆续通过客户 40nm 及 28nm 工艺认证，销售额突破千万元。

积极推进 H 股上市，有望拓宽融资渠道并强化国际化战略支撑。2026 年 1 月 14 日，公司召开第四届董事会第六次会议，并于 2026 年 1 月 30 日召开 2026 年第一次临时股东会，审议通过 H 股发行上市相关议案；公司已于 2026 年 2 月 6 日正式向香港联合交易所递交境外上市外资股（H 股）主板挂牌上市申请。公司表示，将以 H 股上市为契机，构建全球化资本平台与营销网络，增强境外融资能力，提升资本实力与综合竞争力。与此同时，公司全资子公司已与关联方共同在泰国投资建设橡胶助剂生产基地，目前正积极推进建设工作，以贴近下游客户海外产能布局，有效规避贸易风险。公司还拟设立海外子公司或办事处，扩充海外销售团队，进一步深化海外市场布局。

盈利预测、估值与评级：2025 年公司电子化学品业务仍维持快速增长，特种橡胶助剂放量及盈利情况低于我们此前预期。我们下调公司 2026-2027 年盈利预测，新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 7.10（前值为 7.60）/8.25（前值为 8.77）/9.37 亿元。我们仍旧看好公司电子材料平台化布局进展，将为公司提供持续的增长动力，维持公司“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，客户导入进度不及预期，产品研发风险，行业竞争加剧。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,270	3,429	3,864	4,321	4,824
营业收入增长率	11.10%	4.85%	12.68%	11.85%	11.64%
归母净利润（百万元）	517	563	710	825	937
归母净利润增长率	27.10%	8.86%	26.16%	16.20%	13.61%
EPS（元）	0.86	0.91	1.15	1.34	1.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.41%	13.44%	15.47%	16.41%	16.99%
P/E	63	59	47	40	36
P/B	9.6	7.9	7.3	6.6	6.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-17，2024 年公司总股本为 5.99 亿股，2025 年公司总股本为 6.1611 亿股，2026 年及以后公司总股本为 6.1608 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,270	3,429	3,864	4,321	4,824
营业成本	2,458	2,599	2,954	3,332	3,735
折旧和摊销	151	181	194	203	212
税金及附加	15	18	20	22	25
销售费用	112	118	128	143	159
管理费用	184	183	207	216	241
研发费用	217	233	251	272	289
财务费用	68	91	110	105	98
投资收益	316	397	476	547	630
营业利润	466	629	736	849	986
利润总额	550	601	755	874	991
所得税	16	24	30	35	40
净利润	534	577	724	839	952
少数股东损益	17	15	15	15	15
归属母公司净利润	517	563	710	825	937
EPS(元)	0.86	0.91	1.15	1.34	1.52

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	243	338	404	481	500
净利润	517	563	710	825	937
折旧摊销	151	181	194	203	212
净营运资金增加	291	122	304	285	315
其他	-717	-527	-804	-832	-964
投资活动产生现金流	-777	-245	270	341	424
净资本支出	-255	-312	-200	-200	-200
长期投资变化	-551	-404	0	0	0
其他资产变化	28	471	470	541	624
融资活动现金流	371	-113	-561	-662	-747
股本变化	-1	17	0	0	0
债务净变化	1,179	-42	-143	-171	-202
无息负债变化	-58	52	88	96	102
净现金流	-158	-27	113	160	176

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	24.8%	24.2%	23.5%	22.9%	22.6%
EBITDA 率	17.9%	15.8%	14.7%	14.3%	14.0%
EBIT 率	13.1%	10.2%	9.6%	9.6%	9.6%
税前净利润率	16.8%	17.5%	19.5%	20.2%	20.5%
归母净利润率	15.8%	16.4%	18.4%	19.1%	19.4%
ROA	6.4%	6.3%	7.6%	8.4%	9.2%
ROE (摊薄)	15.4%	13.4%	15.5%	16.4%	17.0%
经营性 ROIC	8.3%	6.4%	6.3%	6.7%	7.2%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	59%	54%	51%	49%	46%
流动比率	1.06	1.02	1.24	1.52	1.91
速动比率	0.89	0.83	1.00	1.23	1.54
归母权益/有息债务	0.87	1.10	1.25	1.44	1.68
有形资产/有息债务	1.94	2.17	2.36	2.59	2.88

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	8,409	9,219	9,580	9,959	10,362
货币资金	1,174	1,240	1,352	1,512	1,689
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	782	814	952	1,065	1,189
应收票据	109	99	111	124	139
其他应收款 (合计)	17	20	22	25	28
存货	486	581	662	748	840
其他流动资产	350	337	337	337	337
流动资产合计	2,954	3,137	3,490	3,871	4,287
其他权益工具	45	32	32	32	32
长期股权投资	2,131	2,532	2,535	2,535	2,535
固定资产	1,536	1,917	1,926	1,924	1,912
在建工程	542	424	423	422	422
无形资产	430	400	380	361	343
商誉	437	437	437	437	437
其他非流动资产	47	45	45	45	45
非流动资产合计	5,455	6,082	6,091	6,087	6,075
总负债	4,950	4,960	4,905	4,831	4,731
短期借款	789	1,147	804	433	31
应付账款	442	496	564	636	713
应付票据	87	77	87	98	110
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	1	1	1	1
流动负债合计	2,785	3,074	2,819	2,545	2,245
长期借款	1,406	1,676	1,876	2,076	2,276
应付债券	549	0	0	0	0
其他非流动负债	113	114	114	114	114
非流动负债合计	2,165	1,886	2,086	2,286	2,486
股东权益	3,459	4,259	4,675	5,128	5,632
股本	599	616	616	616	616
公积金	1,155	1,749	1,807	1,807	1,807
未分配利润	1,694	1,931	2,274	2,712	3,201
归属母公司权益	3,354	4,186	4,588	5,026	5,515
少数股东权益	105	72	87	102	117

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.43%	3.45%	3.30%	3.30%	3.30%
管理费用率	5.62%	5.35%	5.35%	5.00%	5.00%
财务费用率	2.08%	2.64%	2.84%	2.42%	2.03%
研发费用率	6.62%	6.78%	6.50%	6.30%	6.00%
所得税率	3%	4%	4%	4%	4%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.50	0.50	0.63	0.73	0.82
每股经营现金流	0.40	0.55	0.66	0.78	0.81
每股净资产	5.60	6.79	7.45	8.16	8.95
每股销售收入	5.46	5.57	6.27	7.01	7.83

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	63	59	47	40	36
PB	9.6	7.9	7.3	6.6	6.0
EV/EBITDA	59.0	65.4	61.0	55.6	50.7
股息率	0.9%	0.9%	1.2%	1.3%	1.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼