

2026 年 05 月 29 日

格林达 (603931.SH)

一面板显影液龙头，IC 材料国产突围有望打开成长新空间

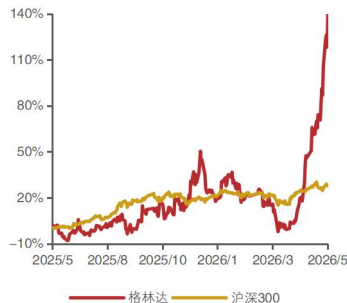
投资评级：买入（首次）

证券分析师

李辉
SAC: S1350526010001
lihui01@huayuanstock.com
张峰
SAC: S1350525120003
zhangfeng03@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
李佳骏
SAC: S1350526010004
lijiajun@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026 年 05 月 28 日

| | |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元) | 63.74 |
| 一年内最高/最低 (元) | 63.81/24.22 |
| 总市值 (百万元) | 12,719.85 |
| 流通市值 (百万元) | 12,719.85 |
| 总股本 (百万股) | 199.56 |
| 资产负债率 (%) | 8.23 |
| 每股净资产 (元/股) | 10.00 |

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 国内面板显影液龙头，二十余年技术积累构筑基本盘。公司长期专注湿电子化学品，逐步形成以 TMAH 显影液为核心、多品类并行拓展的产品格局，产品涵盖正胶显影液、负胶显影液、蚀刻液、剥离液、稀释/清洗液等，主要服务平板显示、光伏面板、芯片制作等领域。公司已在面板客户中形成稳定供货基础，具备从配方开发、超净高纯控制到规模化量产的完整能力，为后续向更高端 IC 材料市场延伸奠定基础。
- OLED 高世代线扩产，显影液与剥离液需求或迎结构性增量。面板行业 LCD 格局趋稳，新增弹性或更多来自 OLED 高世代产线建设。相较 LCD，OLED 采用 LTPS 等更复杂基板结构，光刻、显影、蚀刻、剥离等湿法工艺重复次数更多，对湿电子化学品的单位面积消耗量和洁净度要求同步提升。国内后续新增产能：京东方成都、维信诺合肥、TCL 华星 T8 及 Samsung Display A6 等 8.6 代 OLED 产线满产后，面板湿电子化学品需求量有望快速增加。
- IC 湿电子化学品国产替代加速，公司向高端材料市场发起突围。在半导体制造中，显影液、剥离液、清洗液等湿电子化学品直接参与光刻及后续湿法工序，对金属离子、颗粒、残留及批次稳定性要求显著高于面板领域。当前高端 IC 湿电子化学品仍主要由海外厂商主导，国产替代空间广阔。目前公司核心产品 TMAH 显影液相关技术指标已达到 SEMI G5 标准要求，并持续推进 IC 客户导入；未来若在晶圆厂体系实现稳定量供，有望推动公司从“面板显影液单品龙头”向“半导体电子材料平台型公司”升级。
- 国内 Fab 扩产叠加先进存储升级，IC 显影液需求有望快速增长。中芯国际、晶合集成等成熟制程产线扩产带来晶圆投片量增长，有望带来 IC 显影液基础需求提升；存储厂商产能爬坡则在投片量增加之外，同时伴随着制程升级。其中，高层数 3D NAND 通过垂直堆叠存储单元提升存储密度，推高了工艺复杂度和 mask 需求，有望带来显影液使用频次增多。成熟制程到先进制程的升级有望带来 IC 显影液需求增长。
- 盈利预测与评级：我们预计公司 2026—2028 年归母净利润分别为 1.41/2.01/2.93 亿元，同比增速分别为 14.96%/42.47%/46.13%，当前股价对应 PE 分别为 90.32/63.39/43.38 倍。我们选取兴福电子、江化微、晶瑞电材作为可比公司，考虑到公司在面板 TMAH 显影液领域的龙头地位、OLED 扩产带来的显影液/剥离液配套增量，以及 IC 级湿电子化学品国产替代有望带来的第二增长曲线，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。下游需求不及预期；IC 级产品客户认证及导入不及预期；原材料价格波动及毛利率下降风险。

盈利预测与估值 (人民币)

| | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 656 | 626 | 682 | 842 | 1,096 |
| 同比增长率 (%) | -5.65% | -4.60% | 9.04% | 23.36% | 30.18% |
| 归母净利润 (百万元) | 146 | 123 | 141 | 201 | 293 |
| 同比增长率 (%) | -16.46% | -16.23% | 14.96% | 42.47% | 46.13% |
| 每股收益 (元/股) | 0.73 | 0.61 | 0.71 | 1.01 | 1.47 |
| ROE (%) | 9.35% | 6.28% | 6.82% | 9.02% | 11.92% |
| 市盈率 (P/E) | 86.97 | 103.82 | 90.32 | 63.39 | 43.38 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026—2028 年归母净利润分别为 1.41/2.01/2.93 亿元，同比增速分别为 14.96%/42.47%/46.13%，当前股价对应 PE 分别为 90.32/63.39/43.38 倍。我们选取兴福电子、江化微、晶瑞电材作为可比公司，可比公司均覆盖湿电子化学品、光刻胶配套材料或半导体电子材料方向，与公司在电子化学品国产替代及客户导入逻辑上具备较强可比性。考虑到公司在面板显影液领域的领先地位、OLED 高世代线扩产带来的显影液/剥离液配套增量，以及 IC 级湿电子化学品国产替代打开的第二成长曲线，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设：

1、面板业务保持稳定修复。随着面板行业开工率回升及 OLED 高世代线逐步建设，公司面板用显影液、剥离液等产品需求有望稳步增长，显示面板业务或仍构成公司收入和利润基本盘。

2、国内 Fab 扩产持续推进，IC 显影液基础需求提升。公司半导体级显影液、剥离液等产品验证及客户导入按预期推进，伴随国内晶圆厂扩产和供应链国产化需求提升，IC 湿电子化学品收入占比有望逐步提高。

3、先进存储制程升级放大显影液用量弹性。其中高层数 3D NAND 通过垂直堆叠存储单元提升存储密度，推高了工艺复杂度和 mask 需求，有望带来显影液使用频次上行弹性。

4、产能释放与盈利能力保持稳定。假设公司杭州、四川、合肥、鄂尔多斯四基地产能布局逐步完善，合肥、四川等基地随客户需求释放贡献增量；主要产品价格未出现大幅下行，原材料价格波动或可通过产品结构优化、成本控制和定价机制部分消化。

投资逻辑要点：

格林达深耕湿电子化学品二十余年，凭借面板显影液龙头地位、稳定的客户基础和完整的从配方开发到规模化量产能力，构筑了坚实基本盘；面板端，随着 LCD 供给格局趋稳，OLED 高世代线成为新增弹性来源，其复杂背板结构使湿法工艺重复次数更多、单位面积显影液和剥离液消耗显著高于 LCD；IC 端，中芯国际、晶合集成等成熟制程扩产带来显影液基础需求提升，国内存储厂商在产能爬坡之外还伴随制程升级，尤其是高层数 3D NAND 垂直堆叠推高工艺复杂度和 mask 需求，或将进一步抬升显影液使用频次；在高端 IC 湿电子化学品仍由海外主导、12 英寸及先进制程对金属离子和颗粒控制要求更高的背景下，公司依托面板长期量产积淀向 IC 显影液、剥离液等高壁垒材料延伸，有望在国产替代加速中打开从面板优势品类迈向半导体材料平台的第二增长曲线。

核心风险提示：

下游需求不及预期；IC 级产品客户认证及导入不及预期；原材料价格波动及毛利率下降风险。

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 行业背景：全球局势动荡，国产突围或是唯一答案..... | 7 |
| 2. 格林达：国内显影液龙头，延伸 IC 领域或将打开成长新空间..... | 9 |
| 2.1. 二十余年专注湿电子化学品，从面板冠军走向半导体平台..... | 9 |
| 2.2. 高速增长后进入调整期，短期承压或源于行业周期..... | 11 |
| 3. 面板领域：LCD 向 OLED 转型，带来发展新机遇..... | 12 |
| 3.1. LCD 升级 OLED 趋势显现，行业规模稳步发展..... | 12 |
| 3.2. 供给端：LCD 龙头格局稳固，OLED 中国扩产追赶..... | 14 |
| 3.3. 需求端：OLED 显影液单耗显著提高，需求或迎来增长..... | 15 |
| 3.4. 剥离液：配套需求提升，面板量供夯实第二增长曲线..... | 16 |
| 4. IC 领域：打破日韩垄断，国产突围迫在眉睫..... | 17 |
| 4.1. 晶圆制造工艺复杂，涵盖材料众多..... | 17 |
| 4.2. 供需端：IC 显影液需求高速增长，国产 G5 级突破打破海外厂商垄断..... | 18 |
| 4.3. IC 剥离液：高用量湿法材料，国产供应链迎突破窗口..... | 21 |
| 5. 估值及业绩拆分..... | 22 |
| 6. 风险提示..... | 24 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 美国对华半导体出口管制时间线 (2022.10-2025.09) | 7 |
| 图表 2: 中国大陆 2020-2028 年晶圆产能预计将持续扩张 | 8 |
| 图表 3: 全球及中国湿电子化学品市场规模持续扩大 | 9 |
| 图表 4: 2021-2028 年中国湿电子化学品需求量逐年上涨 | 9 |
| 图表 5: 公司发展历程 | 9 |
| 图表 6: 截至 2026 年 4 月公司股权结构 | 10 |
| 图表 7: 公司产能与开工情况(2025 年年报) | 10 |
| 图表 8: 公司营业收入 | 11 |
| 图表 9: 公司归母净利润短期承压 | 11 |
| 图表 10: 显示面板营收占比增加 | 11 |
| 图表 11: 主要功能湿电子化学品产销量 | 11 |
| 图表 12: 公司三费率变化情况 | 12 |
| 图表 13: 研发费用占比不断增加(左: 研发费用, 右: 研发费率) | 12 |
| 图表 14: 公司近年主要研发成果与权威资质 | 12 |
| 图表 15: LCD 面板制造流程图 | 13 |
| 图表 16: OLED 面板制造流程图 | 13 |
| 图表 17: 全球显示面板及中国新型显示市场规模 | 14 |
| 图表 18: 2025 年全球面板厂商市占率 | 14 |
| 图表 19: OLED 未来扩产计划 | 15 |
| 图表 20: LCD 和 OLED 面板制造工艺对比 | 15 |
| 图表 21: 全球面板剥离液市场规模 2026 年-2034 年预计复合增长率 CAGR 为 9.2% ... | 16 |
| 图表 22: IC 制造流程 | 18 |
| 图表 23: 完整的光刻工序由八步构成 | 18 |
| 图表 24: 工艺制程对纯度的要求 | 19 |
| 图表 25: 2024 年全球前五大 TMAH 光刻胶显影剂生产商占有约 87% 的市场份额 | 20 |
| 图表 26: 全球 TMAH 光刻胶显影剂市场规模 2025 年-2031 年预计年复合增长率 CAGR 为 6.0% | 20 |
| 图表 27: 中国大陆主要晶圆厂扩产情况 | 21 |
| 图表 28: 2023 年全球半导体剥离液前五大核心厂商共占 41% 的市场份额 | 22 |

| | |
|--|----|
| 图表 29：全球半导体光刻胶剥离液市场规模 2024-2033 年预计复合增长率 CAGR 为 6.7% | 22 |
| | 22 |
| 图表 30：格林达业绩拆分 | 23 |

1. 行业背景：全球局势动荡，国产突围或是唯一答案

美国管制逐步升级，国产替代迫在眉睫：自 2022 年 10 月 7 日美国商务部工业与安全局（BIS）发布 Interim Final Rule 以来，对华半导体制管范围覆盖三类先进制程产线：16/14nm 及以下先进逻辑芯片、18nm half-pitch 及以下先进 DRAM、128 层及以上 3D NAND；2024 年 12 月 2 日提出将高带宽内存（HBM）纳入管制，并将 140 个中国实体加入 Entity List；2025 年 9 月 2 日将英特尔半导体（大连）有限公司、三星（中国）半导体有限公司、SK 海力士半导体（中国）有限公司三家公司从 VEU 授权清单中移除。每一轮管制都在向产业链上游延伸，材料环节的国产化已是必选项。

图表 1：美国对华半导体出口管制时间线（2022.10-2025.09）

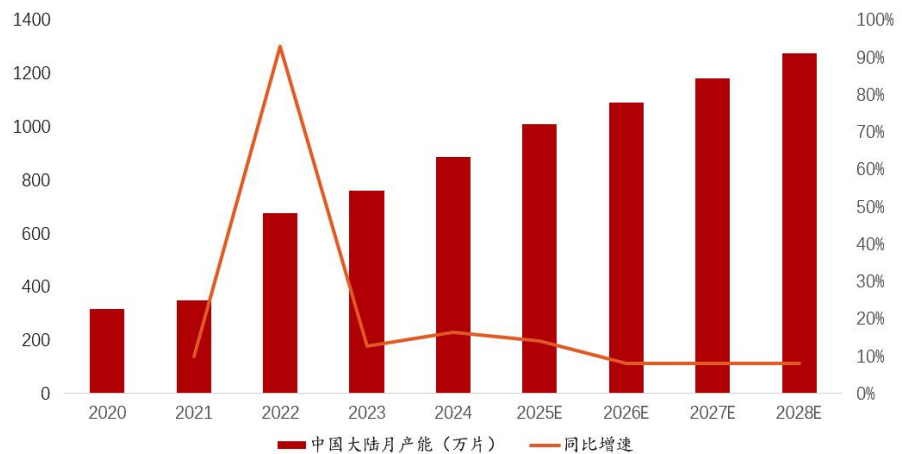


资料来源：美国商务部工业与安全局（BIS）公开文件、Federal Register、华源证券研究所

我国晶圆产能大幅扩张，全球占比逐步提升：根据 SEMI 2024 年 6 月发布的《World Fab Forecast》报告，中国大陆晶圆产能 2024 年同比增长 15%至月产 885 万片，2025 年有望继续增长 14%至月产 1010 万片，占全球总产能近三分之一，超越韩国位居全球第一。SEMI 2025 年 9 月数据进一步显示，2024—2028 年中国大陆晶圆产能复合年均增长率为 8.1%；其中 22—40nm 主流制程产能 CAGR 达 26.5%，到 2028 年中国大陆在该制程的全球占比预计从 2024 年的 25%提升至 42%。

中芯国际、华虹集团、长鑫存储、晶合集成等头部厂商均处于加速扩产阶段。从 2020 年到 2028 年，中国大陆晶圆月产能预计从 318.4 万片增至 1200 万片以上，尽管期间经历了全球局势动荡、半导体周期下行和美国多轮针对性管制，但我国半导体行业仍然表现出强劲韧性，逆势扩张。

图表 2：中国大陆 2020-2028 年晶圆产能预计将持续扩张

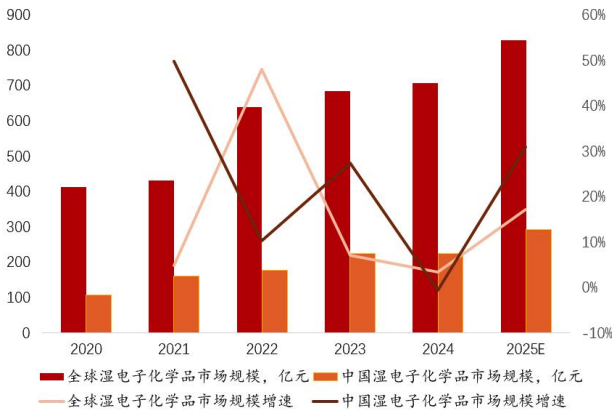


资料来源：芯智讯、爱集微、SEMI 等、华源证券研究所

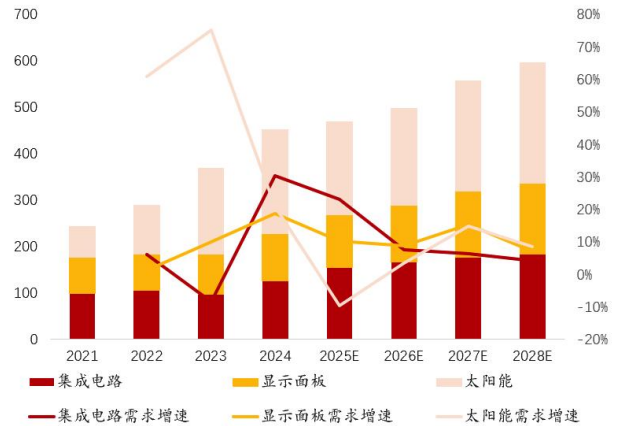
材料环节仍然面临挑战，高附加值产品国产化率低：设备国产化已取得显著进展，北方华创、中微公司等市占率快速提升，但材料环节整体国产化率仍偏低：根据深企投产业研究院及中国电子材料行业协会的数据，当前我国 g/i 线光刻胶的国产化率为 20%–25%，KrF 光刻胶整体国产化率约 3%，ArF 光刻胶整体国产化率不足 1%；根据观研天下整理的数据，2024 年 12 英寸大硅片国产化率约 10%，G3 及以上的湿电子化学品（含显影液、剥离液等）国产化率仅约 10%。

全球湿电子化学品市场持续扩容，中国 IC 领域需求增长确定性较高。根据中国电子材料行业协会（CEMIA）数据，全球湿电子化学品市场规模由 2022 年的 639.1 亿元增长至 2023 年的 684.02 亿元，预计 2025 年达到 827.85 亿元，2022—2025 年 CAGR 约为 9%；2024 年中国湿电子化学品市场规模约为 223.6 亿元，预计 2025 年维持在 222.4 亿元附近，其中集成电路与显示面板领域仍保持增长。分应用看，CEMIA 预计 2024 年中国集成电路/显示面板用湿电子化学品市场规模分别为 79.3/75.2 亿元，预计 2025 年分别增长至 86.0/80.1 亿元，IC 领域市场规模或将超过显示面板，成为国内湿电子化学品最重要的增量方向之一。进一步拆分 IC 应用，2024 年中国集成电路前道晶圆制造用湿电子化学品市场规模为 64.5 亿元，预计 2025 年增长至 69.7 亿元，前道晶圆制造占 IC 湿电子化学品市场约八成，是高纯显影液、剥离液、清洗液等功能型湿电子化学品的核心应用场景。随着中国大陆晶圆产能扩张、先进制程推进及供应链安全诉求提升，IC 湿电子化学品的重要性有望持续提升。

图表 3：全球及中国湿电子化学品市场规模持续扩大



图表 4：2021-2028 年中国湿电子化学品需求量逐年上涨



资料来源：观研天下、思瀚产业研究院、华经产业研究院等、华源证券研究所

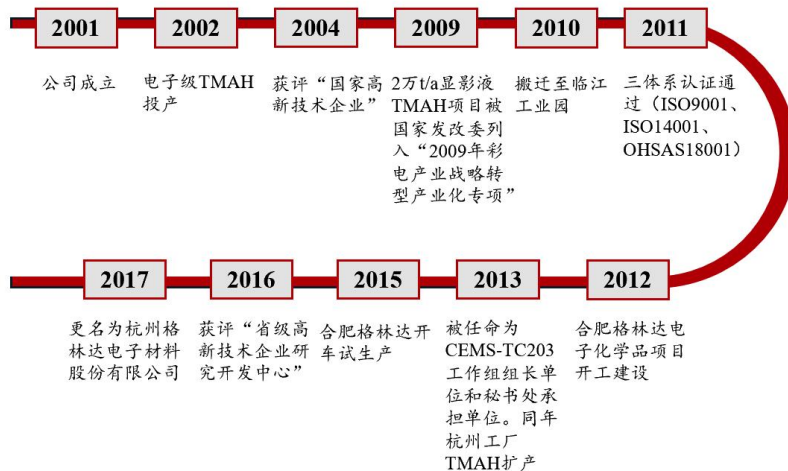
资料来源：中国电子材料行业协会（CEMIA）、华源证券研究所

2. 格林达：国内显影液龙头，延伸 IC 领域或将打开成长新空间

2.1. 二十余年专注湿电子化学品，从面板冠军走向半导体平台

公司是国内湿电子化学品行业龙头企业，逐步形成以 TMAH 显影液为核心、多品类并行拓展的产品格局。杭州格林达电子材料股份有限公司成立于 2001 年 10 月，（原名杭州格林达化学有限公司，国家二级安全生产标准化企业），公司隶属于杭州电化集团（国家一级安全生产标准化企业），是一家专业从事定制湿电子化学品及其配套服务与解决方案的高新技术企业，其主要客户涵盖平板显示、光伏面板、芯片制作等领域，主要产品包括正胶显影液、负胶显影液、各种蚀刻液、剥离液、稀释/清洗液等。

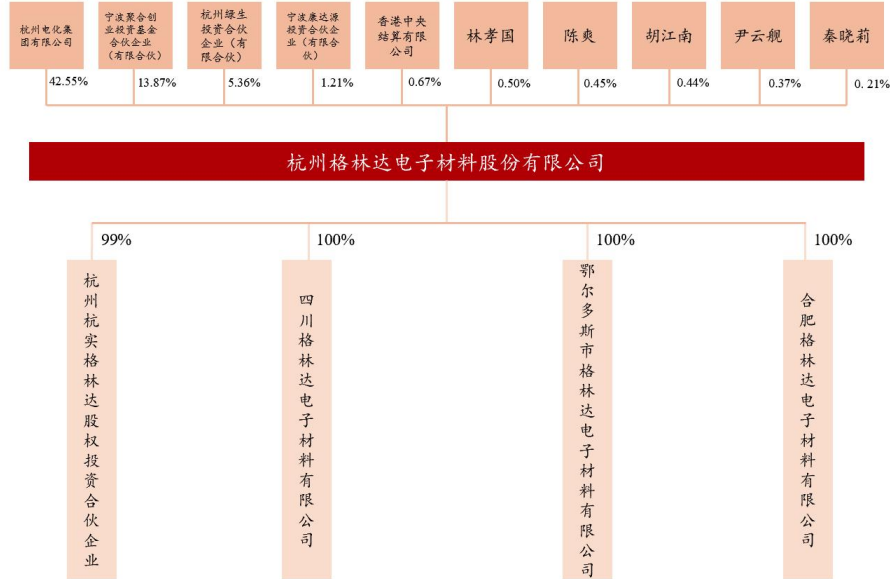
图表 5：公司发展历程



资料来源：公司官网，华源证券研究所

截至 2026 年 4 月，公司控股股东为杭州电化集团有限公司，股权占比 42.55%。此外，核心员工持股平台杭州绿生投资合伙企业（有限合伙）持有公司 5.36% 的股权，实现管理层与公司利益的深度绑定。公司股权结构清晰稳定，目前下设包括合肥格林达电子材料有限公司、四川格林达电子材料有限公司、鄂尔多斯市格林达电子材料有限公司、杭州杭实格林达股权投资合伙企业（有限合伙）在内的 4 家子公司。

图表 6：截至 2026 年 4 月公司股权结构



资料来源：公司公告（子公司截至 2025 年报），华源证券研究所

公司形成“杭州总部+四川+合肥+鄂尔多斯”四基地产能布局。杭州格林达厂区（含扩产项目）设计产能 12.6 万吨/年，系公司核心生产基地；四川格林达项目一期设计产能 5.5 万吨/年，主要服务西南体系客户；合肥格林达主营 CF 显影液等湿电子化学品，2025 年实现营收 9,341.02 万元，已进入正常经营；鄂尔多斯格林达目前尚处建设期，未开展实际业务，或系公司为下一阶段产能扩张预留的战略基地，成长空间较为充裕。

图表 7：公司产能与开工情况(2025 年年报)

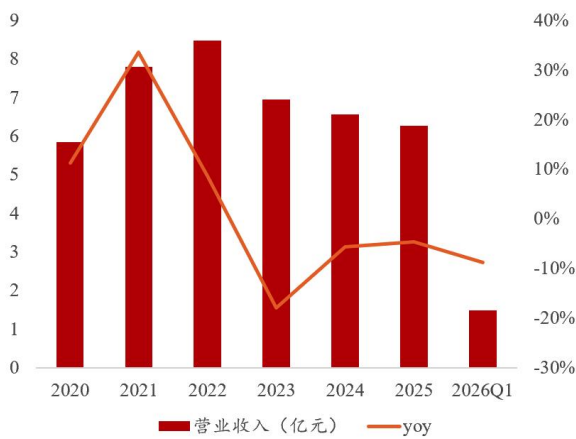
| 主要厂区或项目 | 设计产能 | 2025年产能利用率 (%) | 在建产能 | 备注 |
|----------------|-----------|----------------|------|-------------------------|
| 杭州格林达厂区（含扩产项目） | 12.6 万吨/年 | 51.67 | / | 杭州基地是核心生产基地，承担华东+海外出口供货 |
| 四川格林达项目（一期） | 5.5 万吨/年 | 17.58 | / | 四川基地主要服务西南体系客户 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2. 高速增长后进入调整期，短期承压或源于行业周期

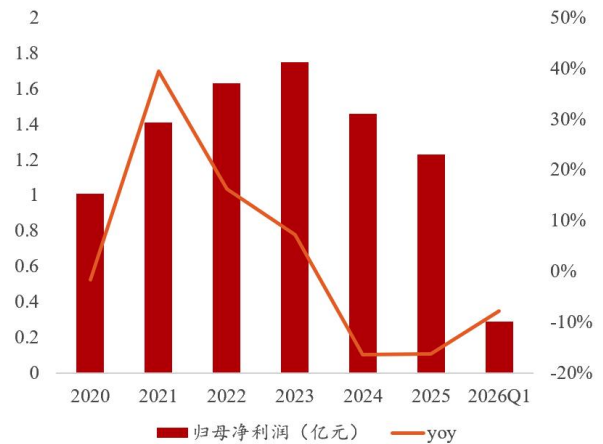
公司上市以来业绩整体实现快速增长，2025 年受面板行业周期性调整影响出现阶段性下滑。2020—2024 年，公司营业收入从 5.84 亿元增长至 6.56 亿元；2025 年实现营业收入 6.26 亿元，同比下降 4.60%，归母净利润 1.23 亿元，同比下降 16.23%。2021—2022 年后，公司半导体及其他项目营收、主要功能湿电子化学品产销量出现阶段性回落，主要系下游面板行业进入去库存和降开工率阶段，同时半导体产业链自高景气后进入库存修正周期。后续随着面板行业开工率回升及半导体材料国产替代推进，公司半导体级显影液、剥离液等产品验证和放量有望带动业绩逐步修复。

图表 8：公司营业收入



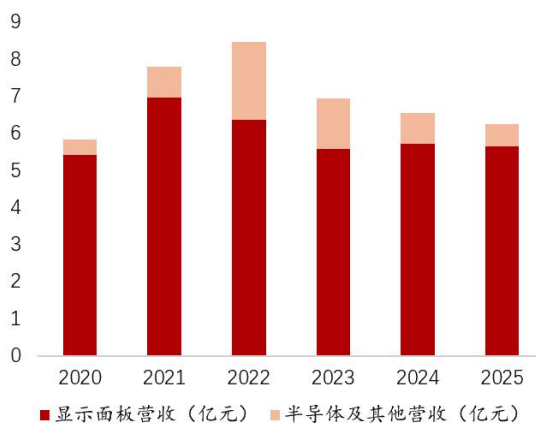
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 9：公司归母净利润短期承压



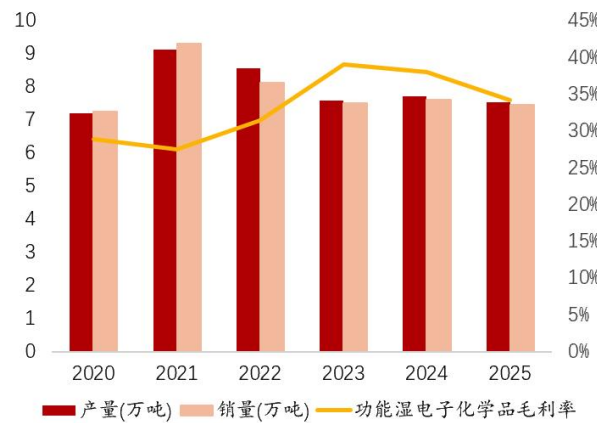
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 10：显示面板营收占比增加



资料来源：公司公告、华源证券研究所

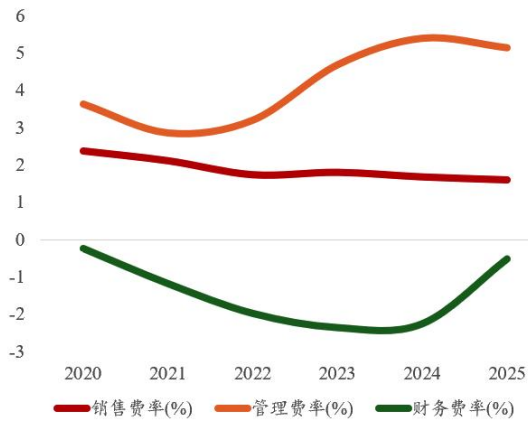
图表 11：主要功能湿电子化学品产销量



资料来源：公司公告、华源证券研究所

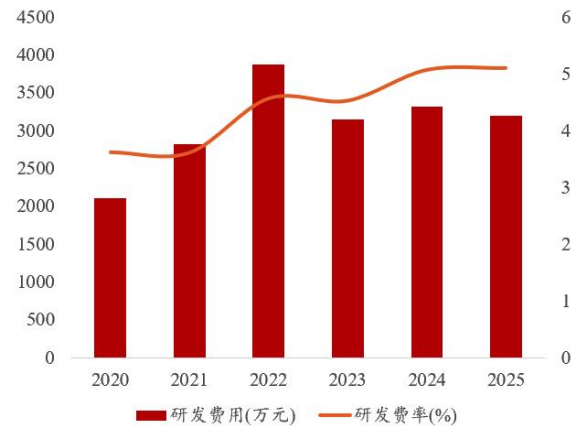
公司研发投入不断增加。研发费用从 2020 年的 2115.49 万元增加到 2025 年的 3195.35 万元，体现公司对于研发的重视。随着研发成果的逐步转化和前沿技术攻关的深入，公司有望建立起更为坚实的技术壁垒，为其长期竞争力和市场地位提供坚实的支撑。

图表 12：公司三费率变化情况



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 13：研发费用占比不断增加(左：研发费用，右：研发费率)



资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 14：公司近年主要研发成果与权威资质

| 时间 | 事项 |
|-------------|--|
| 2023年12月8日 | 取得国家高新技术企业证书（证书编号：GR202333000528），有效期三年，享受15%企业所得税优惠税率 |
| 2025年（报告期内） | 工信部“集成电路制造产线零部件、材料和关键设备关键材料研发及产业化验证项目”完成政府主导的整体验收，与国内集成电路龙头企业完成品质对标及供应商资格审查导入 |
| 2025年（报告期内） | 浙江省“领雁”研发攻关计划项目——“先进半导体材料中光刻胶配套高纯显影液的技术研发”完成技术开发验证和产业化应用测试，完成项目成果验收，相关产品已量供导入半导体功率器件领域头部企业 |
| 2025年（报告期内） | 浙江省“急用先行”项目完成技术开发验证和产业化应用测试，完成项目成果验收 |
| 2025年（报告期内） | 通过韩国LGD公司直供供应商全面稽核，成为具备向韩系龙头客户直接供应资格的中国湿电子化学品供应商 |
| 截至2025年报披露 | 拥有发明专利14项、实用新型专利9项；参与起草国家标准7项、行业标准5项、团体标准9项 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们认为，格林达作为国内显影液行业龙头，依托二十余年湿电子化学品经验、多品类产品矩阵、核心客户基础及四基地产能布局，公司有望逐步由单一优势品类向多品类湿电子化学品平台升级，从面板领域逐步进入 IC 领域，成为一家湿电子化学品平台型公司。

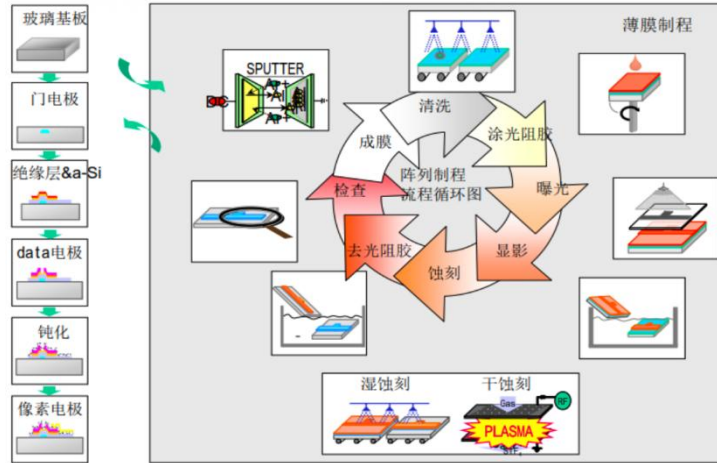
3. 面板领域：LCD 向 OLED 转型，带来发展新机遇

3.1. LCD 升级 OLED 趋势显现，行业规模稳步发展

LCD 与 OLED 面板制造均依赖多轮光刻及湿法工艺，显影液与剥离液贯穿阵列制程。在 FPD 面板制造中，阵列制程主要用于在玻璃基板上形成 TFT 电路结构。根据日本半导体制造装置协会（SEAJ）对 FPD 阵列工程的说明，TFT 阵列制程通常包括基板清洗、成膜、光刻胶涂布、曝光、显影、蚀刻、光刻胶剥离等步骤，其中显影、蚀刻、剥离和清洗均属于湿电子化学品的重要应用环节。在 FPD 背板制造中，光刻与蚀刻工艺会被多次重复以形成背板结

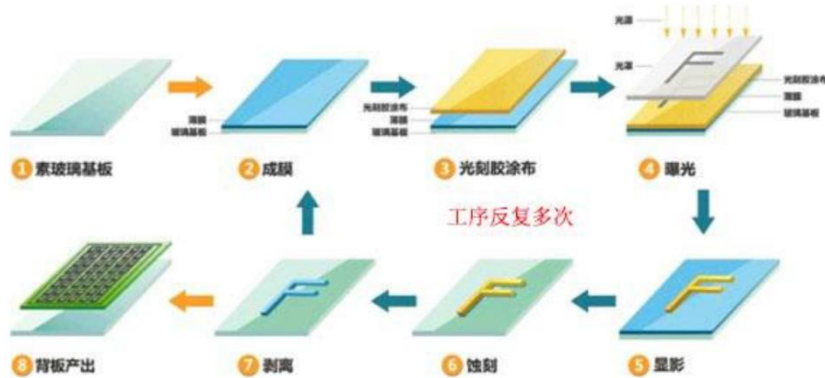
构。OLED 面板在清洗、显影、蚀刻、剥离等工艺环节与 LCD 具有相似性，但由于 OLED 采用自发光结构，背板电路和薄膜堆叠更复杂，对图形化精度、洁净度和材料稳定性提出更高要求。因此，从 LCD 向 OLED 的结构升级，不仅带来新增产能面积，也有望通过更多光刻循环和更高洁净度要求，拉动显影液、剥离液等湿电子化学品需求提升。

图表 15: LCD 面板制造流程图



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

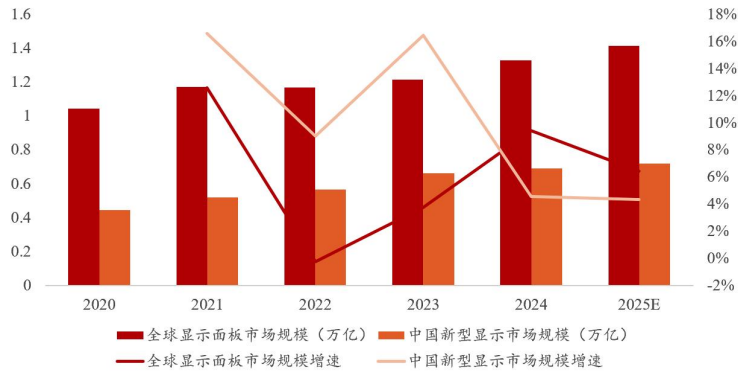
图表 16: OLED 面板制造流程图



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

全球显示面板行业中国已成为全球重要主导力量。全球显示面板市场规模从 2020 年的约 1.0 万亿元稳步增长至 2024 年的约 1.3 万亿元，整体保持温和上行态势；中国新型显示市场规模同步扩张，2023—2025 年维持在 0.6—0.7 万亿元区间。

图表 17：全球显示面板及中国新型显示市场规模

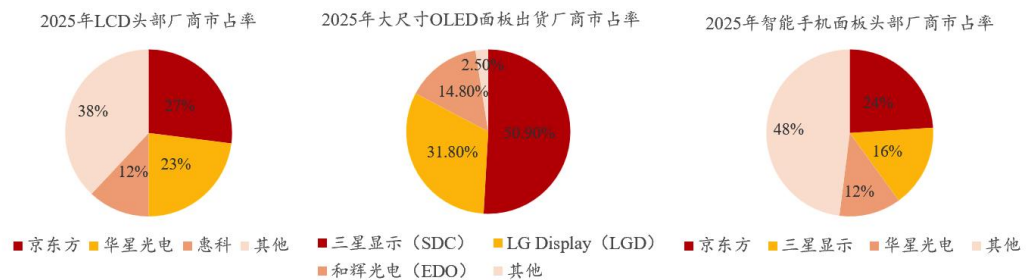


资料来源：中商产业研究院、华源证券研究所

3.2. 供给端：LCD 龙头格局稳固，OLED 中国扩产追赶

LCD 供给格局趋于稳定，OLED 扩产有望打开湿电子化学品增量空间。显示面板行业经历多年产能转移后，LCD 供给格局已较为清晰，中国大陆面板厂商在全球 LCD 产业链中的主导地位持续巩固，行业新增弹性更多来自结构升级而非传统 LCD 扩张。与此同时，OLED 凭借轻薄、低功耗、高对比度、可柔性等优势，在智能手机、平板、笔电及车载显示等终端中加速渗透。根据 Omdia 数据，2025 年一季度 AMOLED 智能手机出货占比已提升至 63%，LCD 机型占比降至 37%，显示终端结构正持续向 OLED 切换。伴随京东方、维信诺、TCL 华星等厂商推进 8.6 代 OLED 产线建设，OLED 产能扩张有望带动面板用湿电子化学品需求持续增长，为国内头部供应商打开新的成长空间。

图表 18：2025 年全球面板厂商市占率



资料来源：OMDIA、群智咨询、华源证券研究所

图表 19：OLED 未来扩产计划

| 厂商 | 产线 | 投资金额 | 设计产能 | 量产时间 |
|-------|------------|---------|----------|-----------|
| 三星显示 | 8.6代OLED | 未公开 | 1.5万片/月 | 预计2026年6月 |
| 京东方 | 8.6代AMOLED | 630亿元 | 3.2万片/月 | 预计2026年 |
| 维信诺 | 8.6代AMOLED | 550亿元 | 3.2万片/月 | 预计2027年 |
| TCL华星 | 8.6代印刷OLED | 约超40亿美元 | 22.5万片/月 | 预计2027年 |

资料来源：人民网四川频道、TCLCSOT 网站、人民网合肥新站区等、华源证券研究所

3.3. 需求端：OLED 显影液单耗显著提高，需求或迎来增长

OLED 工艺复杂度提升，湿电子化学品中显影液用量有望增加。相较 LCD，OLED 面板制造流程更复杂，对湿电子化学品的需求不仅来自下游产能扩张，更来自单片用量和品质要求的同步提升。LCD 面板主要采用 a-Si TFT 背板，器件结构较为简单，通常仅需 4-5 道光罩；OLED 面板通常采用 LTPS 等更复杂背板结构，像素驱动电路和薄膜堆叠层数增加，使得光刻、显影、蚀刻、剥离、清洗等湿法工艺环节重复次数有望增加。每增加一道光刻流程，均会对应消耗显影液、蚀刻液、剥离液及清洗液等湿电子化学品，因此 OLED 渗透率提升或将带动面板用湿电子化学品单片消耗量提升。根据智研咨询报告和华源证券研究所相关测算，LCD 面板单位面积湿电子化学品耗用量约 2.63kg/m²，OLED 约 21.8kg/m²，OLED 单位面积用量约为 LCD 的 8 倍。

图表 20：LCD 和 OLED 面板制造工艺对比

| 对比维度 | LCD | OLED |
|------------------|-----------|-------------|
| TFT背板技术 | a-Si（非晶硅） | LTPS（低温多晶硅） |
| Array段光刻（Mask）次数 | 4—5道 | 11—13道 |
| 单片湿电子化学品用量 | 基准 | 较大幅度提升 |
| 对显影液纯度要求 | G4级 | G4级及以上 |

资料来源：《New Options for Backplane Technology in the Display Industry》Ian Hendy et al.、华源证券研究所

OLED 高世代线扩产有望带动面板显影液需求稳步提升。显影液是面板阵列制程中实现光刻图形转移的核心材料，需求增长主要来自下游投片面积扩张及 OLED 工艺复杂度提升。

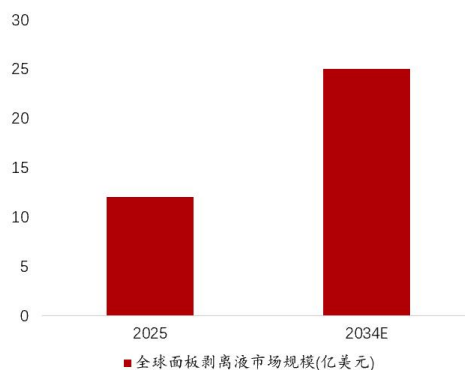
我们认为，随着 OLED 高世代产线陆续投产，面板显影液需求将由 LCD 时代的稳态配套，逐步转向“OLED 面积扩张+工艺复杂度提升”共同驱动的结构性的增长。

3.4. 剥离液：配套需求提升，面板量供夯实第二增长曲线

剥离液是面板光刻后段核心材料，与显影液共同受益于 OLED 工艺复杂度提升。剥离液主要用于显示面板制造中去除金属电镀、蚀刻加工完成后的光刻胶及其他残留物质，是“涂胶—曝光—显影—蚀刻—剥离”光刻循环中的关键湿电子化学品之一。相较 LCD，OLED 阵列制程中薄膜堆叠层数更多，光刻、蚀刻及剥离步骤重复次数更高，因而对剥离液的用量、洁净度、残留控制和金属腐蚀控制提出更高要求。

海外厂商占据高端市场，国产供应商依托面板客户加速导入。从全球市场看，高端面板剥离液长期由韩国、日本等海外厂商主导，代表企业包括 DONGJIN SEMICHEM、ENF Tech、LG Chem、Sumitomo Chemical、Nagase Chemtex、Fujifilm 等。根据 Verified Market Reports 数据，全球面板剥离液市场 2025 年规模约 12 亿美元，预计 2034 年将增至 25 亿美元，2026–2034 年 CAGR 约 9.2%。对格林达而言，公司在 TMAH 显影液基础上已向蚀刻液、CF 显影液、BOE 蚀刻液、稀释液、清洗液等配套产品延伸，具备围绕面板客户进行整体湿电子化学品配套开发的基础。公司 2025 年年报披露，剥离液产品继成功导入维信诺集团云谷(固安)科技有限公司后，已经完成涉及剥离液回收液的全部测试，形成全厂规模量供。

图表 21：全球面板剥离液市场规模 2026 年-2034 年预计复合增长率 CAGR 为 9.2%



资料来源：Verified Market Reports、华源证券研究所

OLED 产线扩张与工艺复杂度提升共同拉动剥离液用量。剥离液需求的增长逻辑与显影液一致。在面板端，LCD 阵列制程通常需要 4—5 道光刻，而 OLED 采用 LTPS/LTPO 等复杂背板结构，光刻、蚀刻、剥离等工艺环节重复次数更多，剥离液随每一道光刻循环同步消耗。随着公司剥离液在主流面板客户中持续导入和量供，剥离液有望成为公司继显影液之后的重要配套增量品类。

面板剥离液已具备量供基础，后续有望随 OLED 扩产进一步放量。从客户进展看，公司投资者交流记录显示，格林达剥离液已在维信诺固安工厂、华星光电 T3/T5 工厂及天马微厦

门工厂形成整厂量供，并在维信诺完成回收液测试，有望在国内外下游半导体客户端进一步持续开拓。

我们认为，面板领域的业务是公司基石，承载了当前公司主要的营收和利润，在面板显影液和剥离液领域建立领先客户基础、量产经验和超净高纯制造能力，这些积累为公司向更高纯度、更高验证壁垒的 IC 材料延伸提供了重要支撑。当前先进制程用湿电子化学品仍存在较大国产替代空间，政策亦持续强调突破光刻胶、电子特气、湿电子化学品等关键材料瓶颈。因此，公司的下一阶段目标或将以面板业务为根基，向长期由海外大厂主导的 IC 显影液、剥离液等高端材料领域延伸。

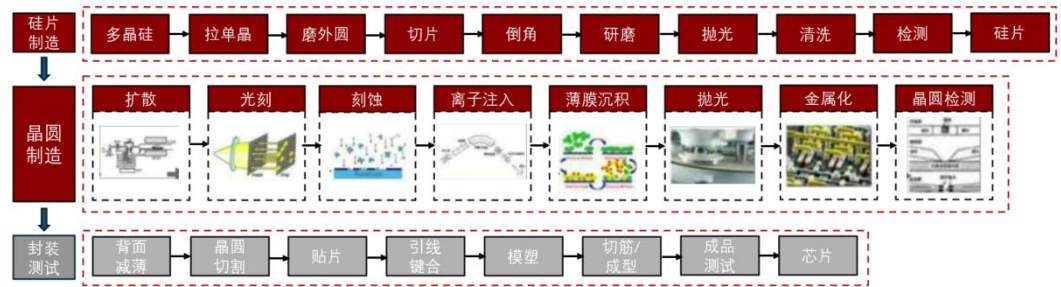
4. IC 领域：打破日韩垄断，国产突围迫在眉睫

4.1. 晶圆制造工艺复杂，涵盖材料众多

晶圆制造以“沉积—涂胶—曝光—显影/刻蚀—去胶”的多轮图形化循环为核心。根据 ASML 对半导体制造流程的介绍，芯片制造首先从硅晶圆开始，在晶圆表面沉积导电、绝缘或半导体薄膜，使其具备后续图形化的材料基础；随后晶圆表面覆盖一层光敏材料，即光刻胶。光刻胶分为正性胶和负性胶，其中正性胶在紫外光照射后化学结构发生变化、溶解性提高，因具备更高分辨率而更常用于半导体制造。进入光刻环节后，DUV 或 EUV 光通过承载电路图形的掩膜版投射到光刻胶层上，光学系统将图形缩小并聚焦到晶圆表面，使掩膜版图形复制到光刻胶中。此后，经过烘烤、显影及刻蚀，部分光刻胶被洗去，晶圆表面形成开放沟槽或三维图形；刻蚀可分为干法刻蚀和湿法刻蚀，前者使用气体定义图形，后者通过化学液浴去除材料。完成图形转移后，剩余光刻胶会被去除，晶圆还可能继续经历离子注入、电镀、检测等步骤。ASML 指出，芯片由数十层结构组成，完整芯片制造远不止上述步骤，同一芯片在成为终端器件前会多次重复这些工艺循环。

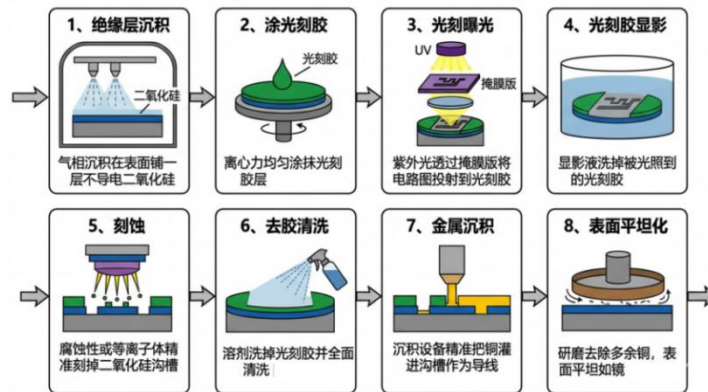
Fab 厂一旦完成某家供应商显影液的资格认证和工艺参数固化，更换供应商意味着每一次光刻的工艺参数都需要重新验证，每一片晶圆的良率都面临风险。我们认为这是显影液行业最深的护城河——验证周期长、客户黏性强、先入者优势一旦建立就极难被颠覆。

图表 22：IC 制造流程



资料来源：湖北兴福电子材料股份有限公司招股说明书（注册稿），华源证券研究所

图表 23：完整的光刻工序由八步构成



资料来源：ASML 官网、华源证券研究所绘制

无论是面板级还是半导体级 TMAH 显影液，化学组成上是一致的——主要成分都是四甲基氢氧化铵（TMAH）水溶液，主流浓度为 2.38%（由 25% 浓度 TMAH 原液稀释而来）。

真正拉开差距的是杂质控制能力。同样是 2.38% 的 TMAH 水溶液，从面板级走向 IC 级的核心门槛不在主体配方，而在金属离子、阴离子、颗粒数等痕量杂质的控制水平。根据 SEMI 国际标准化组织发布的湿电子化学品分级体系，面板制造通常按 G2—G3 等级供货即可满足显示制程要求，而先进逻辑与存储芯片制造则需对标 G4—G5 等级——跨级之间的金属离子、阴离子、颗粒控制指标呈数量级跃升，或直接决定了显影液能否进入晶圆厂体系。

4.2. 供需端：IC 显影液需求高速增长，国产 G5 级突破打破海外厂商垄断

显影液是光刻图形转移核心材料，IC 端纯度要求显著提升。芯片制造的基础是对硅材料电学性质的精确调控。根据 Chenming Calvin Hu 《Modern Semiconductor Devices for

Integrated Circuits》课程资料，半导体制造中可通过扩散或原位掺杂等方式向硅中引入受主或施主杂质，形成 P 型或 N 型区域，并进一步构建 PN 结、源漏区等关键器件结构。正因为晶体管性能依赖微观尺度下的载流子浓度和导电路径控制，晶圆制造对外来金属离子、颗粒和残留物极为敏感。Nippon Steel 技术报告指出，金属污染会对硅片和 LSI 制造产生重要影响，铁等金属杂质可能在硅中形成深能级，并成为漏电流来源，进而影响器件性能、良率和可靠性。

TMAH 显影液的核心价值在于无金属离子体系和超净高纯控制。在半导体光刻中，显影液需要选择性溶解曝光后发生化学变化的光刻胶区域，使掩膜图形转移到晶圆表面。随着制程线宽缩小，显影液不仅要保证图形边缘质量和显影均匀性，还要避免向晶圆表面引入金属离子、颗粒及有机残留。根据 TOK 披露，TMAH 是不含金属离子的有机碱显影液，可用于半导体工艺，常用浓度通常为 2.38%；HORIBA 也指出，复杂集成电路中的 CMOS 晶圆可能经历多达 50 次光刻循环。由此可见，从面板级向 IC 级升级，显影液的主体成分并非核心差异，真正拉开差距的是金属离子、颗粒、阴离子和有机残留等痕量杂质控制能力，以及超净纯化、洁净灌装、痕量检测和稳定批量供应能力。

湿电子化学品的纯度等级由 SEMI 化学试剂标准委员会制定的 G1—G5 等级体系衡量，是全球微电子行业公认的质量分级标准。等级越高对应金属杂质、非金属离子、颗粒数等控制要求越严苛。

G4、G5 对应的工艺节点是 28nm 及以下的先进逻辑芯片和存储芯片制程，是先进制程晶圆厂的必选规格。这一档次产品长期由日本、美国厂商垄断。

图表 24：工艺制程对纯度的要求

| SEMI 等级 | G1 | G2 | G3 | G4 | G5 |
|----------------------------|------------|---------------|---------------|------------|-------------|
| 适应 IC 线宽 / μm | >1.2 | 0.8-1.2 | 0.2-0.6 | 0.09-0.2 | ≤ 0.09 |
| 金属杂质 / ($\mu\text{g/L}$) | ≤ 100 | ≤ 10 | ≤ 1.0 | ≤ 0.1 | ≤ 0.01 |
| 控制粒径 / μm | ≤ 1.0 | ≤ 0.5 | ≤ 0.5 | ≤ 0.2 | 需双方协商 |
| 颗粒 / (颗/ml) | ≤ 25 | ≤ 25 | ≤ 5 | 需双方协商 | 需双方协商 |
| 应用 | 分立器件、太阳能光伏 | 分立器件、显示面板、LED | 显示面板、LED、集成电路 | 集成电路 | 集成电路 |

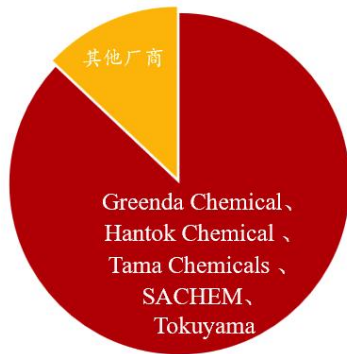
资料来源：湖北兴福电子材料股份有限公司招股说明书（注册稿）、华源证券研究所

格林达 2025 年报明确披露公司 TMAH 显影液已达到 SEMI G5 技术指标要求，伴随公司持续推进半导体级显影液客户验证与产业化导入，公司有望依托面板端长期量产经验，向 IC 级高纯显影液市场加速突破。

全球 TMAH 显影液市场由海外厂商长期主导，国产替代具备突围意义。从市场格局看，半导体 TMAH 显影液长期由东京应化、多摩化学、SACHEM、德山化工等海外企业占据主导地位。根据 Global Info Research 调研报告显示，预计 2031 年全球 TMAH 光刻胶显影剂市

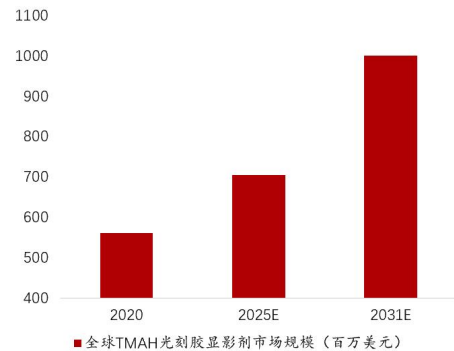
场规模将达到 10 亿美元。伴随中国大陆晶圆产能持续扩张，国内 Fab 厂对高纯显影液本土供应商的需求或将进一步增强，国产厂商若实现稳定导入，有望在海外厂商主导的高端材料市场中取得突破。

图表 25：2024 年全球前五大 TMAH 光刻胶显影剂生产商占有约 87% 的市场份额



资料来源：Global Info Research、华源证券研究所

图表 26：全球 TMAH 光刻胶显影剂市场规模 2025 年-2031 年预计年复合增长率 CAGR 为 6.0%



资料来源：Global Info Research、华源证券研究所

格林达已具备从面板级向 IC 级延伸的产业基础。公司在面板 TMAH 显影液领域长期深耕，积累了 TMAH 合成、超净高纯控制、规模化量产和客户配套服务经验。格林达承接的工信部“集成电路制造产线零部件、材料和关键设备关键材料研发及产业化验证项目”，与国内芯片龙头企业进行联合体协同开展大规模集成电路用图形化显影液产品研发及产业化应用验证，已完成政府主导的整体验收，目前验收已获通过，正在稳步推进项目验收完成后的项目收尾工作。通过该项目的验收和技术创新的带动，公司与集成电路龙头企业进行品质对标，完成龙头客户端供应商资格审查导入，推动后续在半导体集成电路企业及半导体其他领域的产线验证和量供导入。泛半导体市场中公司在半导体大硅片及功率器件行业方面，目前已完成立昂微集团海宁新工厂、芜湖长信等国内泛半导体龙头企业的量供导入，同时对中国台湾地区的泛半导体客户形成稳定量供，半导体用显影液和稀释液已在半导体功率器件企业形成稳定量供，并持续开拓国内外下游泛半导体客户市场。

国内 Fab 扩产或带动显影液需求第一成长曲线，成熟制程升级先进制程显影液单耗增长或带来第二成长曲线。从扩产结构看，中芯国际、晶合集成等成熟制程产线扩产主要贡献晶圆投片量增长，带来显影液基础需求提升；而制程升级也会带来显影液单耗增长。其中，高层数 3D NAND 扩产的用量弹性更为突出：3D NAND 通过增加堆叠层数提升工艺复杂度和 mask 需求，从而带来显影液使用频次上行弹性。因此，未来 IC 显影液需求增长不仅有望来自国内晶圆厂扩产带来的投片量提升，更来自高层数 3D NAND 等先进存储制程升级带来的单片工艺复杂度提升。先进存储制程升级有望成为 IC 显影液需求增长中弹性更高的方向。

图表 27：中国大陆主要晶圆厂扩产情况

| 厂商 | 基础产能 | 扩产产能 | 投产时间 |
|------|----------------------|-----------------------|----------------------------|
| 中芯国际 | 月产能超100万片8英寸等效晶圆 | 成熟制程：4万片/月12英寸 | 2026年底前 |
| 晶合集成 | 现有总产能约16万片/月12英寸 | 成熟制程：新增5.5万片/月12英寸产能 | 预计2026Q4开始设备搬入并投产，2028Q2满产 |
| 长鑫存储 | 2025Q1月产能约20万片DRAM晶圆 | 先进存储制程：DRAM产能新增10万片/月 | DRAM产能预计2026年提升至约30万片/月 |

资料来源：中芯国际集成电路制造有限公司 2025 年年度报告、芯语（半导体前沿）等、华源证券研究所

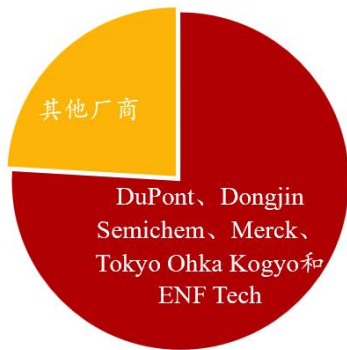
我们认为，半导体领域的湿电子化学品国产化替代是个困难的持久战，格林达作为发起冲锋的突围者，我们相信公司凭借着在面板领域积累的丰厚经验，有能力在 IC 领域突破重围，成为湿电子化学品国产化路上不可或缺的重要先驱之一，看好公司突破技术封锁，看好公司后续放量，看好公司闯出国产湿电子化学品的一席之地。

4.3. IC 剥离液：高用量湿法材料，国产供应链迎突破窗口

剥离液用于去除光刻胶残留，是晶圆制造中高用量湿法材料。在晶圆完成曝光、显影、刻蚀、离子注入等步骤后，光刻胶会经历高温、等离子体轰击和离子注入等复杂工艺，表面可能形成交联层、硬化层或碳化残留。剥离液需要在不损伤金属互连、低 k 介质及底层材料的前提下，彻底清除光刻胶和有机残留，因此其配方通常涉及有机溶剂、碱性活化剂、缓蚀剂及表面活性剂的协同作用。相比显影液，IC 剥离液配方复杂度更高，对残留控制、金属腐蚀控制和材料兼容性要求更严。

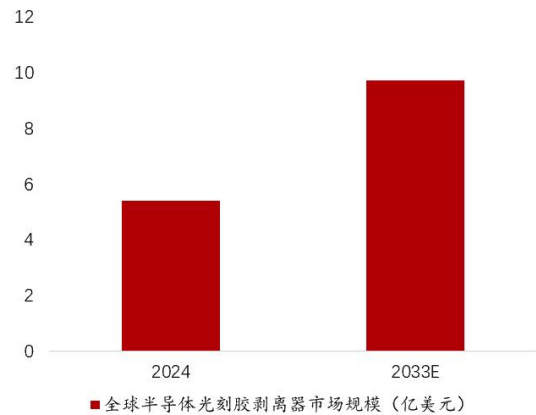
全球半导体剥离液市场保持增长，海外厂商占据主要份额。Business Research Insights 数据显示，全球半导体光刻胶剥离液市场 2024 年规模约 5.4 亿美元，预计 2033 年将达到 9.7 亿美元，CAGR 约 6.7%；其中，集成电路生产占 2024 年光刻胶剥离液消费量的 70.1%以上，是最大应用场景。当前高端剥离液市场主要由海外厂商主导，国内供应商仍处于加速追赶阶段。随着国内晶圆厂扩产及供应链国产化推进，IC 剥离液有望成为继显影液之后的又一关键国产替代品类。

图表 28：2023 年全球半导体剥离液前五大核心厂商共占 41% 的市场份额



资料来源：QYR（恒州博智）、华源证券研究所

图表 29：全球半导体光刻胶剥离液市场规模 2024-2033 年预计复合增长率 CAGR 为 6.7%



资料来源：Global Info Research、华源证券研究所

格林达具备从面板剥离液向 IC 剥离液延伸的协同基础。公司已在面板端布局剥离液，有望复用既有的研发、生产、客户导入能力。剥离液与显影液均处于光刻相关湿法工艺链条，公司若在 IC 显影液导入过程中建立客户信任和质量体系，有望进一步推动剥离液等配套材料在 Fab 端的验证。需要注意的是，IC 剥离液在金属缓蚀、低 k 材料兼容性和颗粒控制方面要求高于面板剥离液，因此导入仍需经过研发迭代和客户验证周期；但一旦进入核心客户体系，单客户用量和产品价值量有望高于面板端。

5. 估值及业绩拆分

根据上述研究我们对公司业绩进行以下假设：

- (1) 公司湿电子化学品开工率或随着下游晶圆产投产开工而提高；
- (2) 公司湿电子化学品从面板级进入 IC 级别后由于纯度提升，单吨价值量和盈利能力有望提升；
- (3) 公司其余业务预计保持稳定增长。

预计公司 2026-2028 年湿电子化学品营业收入分别为 6.18/7.70/10.12 亿元，毛利分别为 2.23/3.10/4.47 亿元；其他业务营业收入分别为 0.64/0.72/0.84 亿元，毛利分别为 0.05/0.05/0.04 亿元。

图表 30：格林达业绩拆分

| | | (单位：百万元) | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|---------|----------|--------|--------|----------|
| 功能湿电子化学品 | 营业收入 | | 618.45 | 769.90 | 1,012.00 |
| | 占销售收入比重 | | 90.6% | 91.4% | 92.3% |
| | 营业成本 | | 395.00 | 460.00 | 565.00 |
| | 毛利 | | 223.45 | 309.90 | 447.00 |
| | 毛利率 | | 36.1% | 40.3% | 44.2% |
| | 毛利占比 | | 97.8% | 98.4% | 99.1% |
| 其他业务 | 营业收入 | | 64.00 | 72.00 | 84.00 |
| | 占销售收入比重 | | 9.4% | 8.6% | 7.7% |
| | 营业成本 | | 59.00 | 67.00 | 80.00 |
| | 毛利 | | 5.00 | 5.00 | 4.00 |
| | 毛利率 | | 7.8% | 6.9% | 4.8% |
| | 毛利占比 | | 2.2% | 1.6% | 0.9% |

资料来源：公司公告、华源证券研究所

公司是国内面板显影液龙头，凭借二十余年 TMAH 显影液工艺积累，已建立从面板到半导体的产品延伸能力。短期看，OLED 高世代线扩产有望带动面板显影液、剥离液等配套材料需求增长；中长期看，公司 TMAH 显影液达到 SEMI G5 标准要求、承接工信部国家级项目，开展大规模集成电路用图形化显影液研发及产业化应用验证，已完成政府主导的整体验收，目前验收已获通过，正在稳步推进项目验收完成后的项目收尾工作。并持续推进 IC 客户导入，IC 显影液、剥离液等高端湿电子化学品国产替代有望打开公司第二增长曲线。

选取兴福电子、江化微、晶瑞电材作为可比公司。其中，兴福电子主要布局电子级磷酸、电子级硫酸等湿电子化学品，并向显影液、蚀刻液、清洗剂、剥离液等功能型湿电子化学品延伸；江化微主营半导体集成电路、FPD 平板显示、LED、光伏等领域所需超净高纯试剂及光刻胶配套试剂，属于国内品类较齐全的湿电子化学品供应商；晶瑞电材产品覆盖高纯湿电子化学品、光刻胶等，应用于半导体、显示面板等领域，与公司在湿电子化学品国产替代方向具有较强可比性。

图表 31：可比公司估值表

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|------------|------|------|------|-----|-----|-----|
| | | 2026-05-28 | 26E | 27E | 28E | 26E | 27E | 28E |
| 688545.SH | 兴福电子 | 80.74 | 0.89 | 1.33 | 1.85 | 91 | 61 | 44 |
| 603078.SH | 江化微 | 33.60 | 0.36 | 0.44 | 0.55 | 93 | 76 | 62 |
| 300655.SZ | 晶瑞电材 | 17.08 | 0.09 | 0.11 | 0.13 | 201 | 163 | 137 |
| 603931.SH | 格林达 | 63.74 | 0.71 | 1.01 | 1.47 | 90 | 63 | 43 |

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币元，EPS 单位为元/股，兴福电子、江化微、晶瑞电材盈利预测来自 ifind 一致预期，格林达盈利预测来自华源证券研究所

6. 风险提示

- (1) 下游需求不及预期,若显示面板行业开工率恢复慢于预期,或 OLED 高世代线建设、晶圆厂扩产节奏放缓,公司显影液、剥离液等产品需求释放可能低于预期。
- (2) IC 级产品客户认证及导入不及预期,半导体材料客户验证周期长、质量标准严,若公司 IC 级显影液、剥离液等产品在客户认证、试生产或批量导入过程中进展不及预期,将影响公司第二增长曲线兑现。
- (3) 原材料价格波动及毛利率下降,若主要原材料价格大幅波动且公司无法及时向下游传导,或产品结构变化导致毛利率承压,可能对公司盈利能力产生不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 478 | 781 | 846 | 941 |
| 应收票据及账款 | 174 | 192 | 237 | 309 |
| 预付账款 | 52 | 21 | 25 | 33 |
| 其他应收款 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 存货 | 55 | 66 | 77 | 94 |
| 其他流动资产 | 358 | 198 | 244 | 318 |
| 流动资产总计 | 1,118 | 1,259 | 1,431 | 1,697 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 417 | 405 | 407 | 424 |
| 在建工程 | 23 | 49 | 58 | 50 |
| 无形资产 | 64 | 63 | 63 | 62 |
| 长期待摊费用 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 520 | 523 | 522 | 521 |
| 非流动资产合计 | 1,029 | 1,039 | 1,051 | 1,058 |
| 资产总计 | 2,147 | 2,298 | 2,482 | 2,754 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及账款 | 84 | 121 | 140 | 171 |
| 其他流动负债 | 29 | 33 | 38 | 47 |
| 流动负债合计 | 113 | 154 | 178 | 218 |
| 长期借款 | 9 | 7 | 5 | 4 |
| 其他非流动负债 | 72 | 72 | 72 | 72 |
| 非流动负债合计 | 81 | 79 | 77 | 76 |
| 负债合计 | 194 | 233 | 256 | 294 |
| 股本 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 资本公积 | 615 | 615 | 615 | 615 |
| 留存收益 | 1,137 | 1,250 | 1,410 | 1,644 |
| 归属母公司权益 | 1,952 | 2,064 | 2,225 | 2,459 |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 股东权益合计 | 1,953 | 2,066 | 2,226 | 2,460 |
| 负债和股东权益合计 | 2,147 | 2,298 | 2,482 | 2,754 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| 税后经营利润 | 123 | 129 | 189 | 281 |
| 折旧与摊销 | 53 | 45 | 42 | 45 |
| 财务费用 | -3 | -2 | -3 | -3 |
| 投资损失 | -14 | -8 | -8 | -8 |
| 营运资金变动 | -33 | 202 | -82 | -131 |
| 其他经营现金流 | 4 | 14 | 14 | 14 |
| 经营性现金净流量 | 129 | 379 | 152 | 198 |
| 投资性现金净流量 | 49 | -49 | -47 | -46 |
| 筹资性现金净流量 | -46 | -28 | -39 | -58 |
| 现金流量净额 | 130 | 303 | 65 | 95 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 626 | 682 | 842 | 1,096 |
| 营业成本 | 429 | 454 | 527 | 645 |
| 税金及附加 | 6 | 7 | 8 | 11 |
| 销售费用 | 10 | 12 | 15 | 19 |
| 管理费用 | 32 | 28 | 35 | 46 |
| 研发费用 | 32 | 33 | 41 | 54 |
| 财务费用 | -3 | -2 | -3 | -3 |
| 资产减值损失 | 0 | -2 | -2 | -3 |
| 信用减值损失 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 14 | 8 | 8 | 8 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 营业利润 | 140 | 162 | 230 | 337 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 140 | 162 | 230 | 337 |
| 所得税 | 18 | 21 | 30 | 43 |
| 净利润 | 123 | 141 | 201 | 293 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东净利润 | 123 | 141 | 201 | 293 |
| EPS(元) | 0.61 | 0.71 | 1.01 | 1.47 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|---------|---------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营收增长率 | -4.60% | 9.04% | 23.36% | 30.18% |
| 营业利润增长率 | -16.82% | 15.48% | 42.20% | 46.13% |
| 归母净利润增长率 | -16.23% | 14.96% | 42.47% | 46.13% |
| 经营现金流增长率 | -43.38% | 195.14% | -60.05% | 30.73% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 31.51% | 33.47% | 37.40% | 41.15% |
| 净利率 | 19.58% | 20.64% | 23.83% | 26.75% |
| ROE | 6.28% | 6.82% | 9.02% | 11.92% |
| ROA | 5.71% | 6.13% | 8.08% | 10.65% |
| 估值倍数 | | | | |
| P/E | 103.82 | 90.32 | 63.39 | 43.38 |
| P/S | 20.32 | 18.64 | 15.11 | 11.61 |
| P/B | 6.52 | 6.16 | 5.72 | 5.17 |
| 股息率 | 0.00% | 0.22% | 0.32% | 0.46% |
| EV/EBITDA | 29 | 57 | 43 | 30 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。