

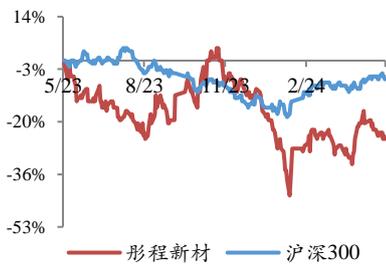
半导体光刻胶领先企业，ArF 光刻胶/EBR 打开成长空间

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024-05-29

收盘价（元）	30.90
近 12 个月最高/最低（元）	39.66/20.40
总股本（百万股）	600
流通股本（百万股）	594
流通股比例（%）	99.04
总市值（亿元）	185
流通市值（亿元）	184

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

邮箱：wangqiangfeng@hazq.com

主要观点：

- 特种橡胶助剂与半导体光刻胶领先者，多业务布局打造平台型企业**

公司是全球领先的新材料综合服务商，下游覆盖汽车，显示面板，半导体等领域。公司主营业务分为电子材料、汽车/轮胎用特种材料、全生物降解材料三大业务板块。目前，公司已与多家知名下游客户形成良好的合作关系，渗透率在持续提升中。
- 国内半导体光刻胶领先企业，ArF 光刻胶/EBR 突破有望带动收入增长**

公司作为国内半导体光刻胶领先企业，G 线和 I 线光刻胶产品已广泛应用于国内集成电路产线，KrF 光刻胶产品种类超过 20 种，稳定供应国内主要芯片制造商。并且，公司 ArF 光刻胶的开发已实现量产。此外，公司生产的 EBR 溶剂拥有年产 2 万吨的大规模生产能力，已达到 G4 等级规格，其 G5 等级规格产品验证进展顺利。随着公司 ArF 光刻胶、EBR 产品在客户端的出货，公司电子材料收入有望进一步增长。
- 拟建设“半导体芯片现金抛光垫项目”，进一步丰富电子材料产品布局**

基于公司长期发展规划及经营发展需要，公司子公司上海彤程电子材料有限公司于 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《合作协议》，拟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，协议备案投资 3 亿元，主要从事半导体芯片抛光垫的研发、生产和销售，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、预计满产后年销售约 8 亿元。半导体芯片先进抛光垫作为半导体制程中重要的材料之一，具有广阔的市场规模，目前在研产品性能体现出较强的技术领先性，产品量产后可为公司提供新的业务增长点，持续提高公司盈利能力。
- 全球领先的轮胎用特种材料供应商，轮胎业务复苏可期**

公司作为全球领先的轮胎用特种材料供应商，其高性能酚醛树脂产品在行业中占据领导地位。与全球 75 强轮胎企业建立了稳定合作关系，覆盖多个国际和国内知名品牌。同时，公司是亚洲关键的“对-叔丁基苯酚”供应商，服务于聚碳酸酯行业的顶尖客户。随着下游市场的复苏，公司轮胎用特种材料收入有望提升。
- 推进环保创新，战略合作巴斯夫，积极布局生物可降解材料**

公司作为国内领先的全生物可降解材料生产和加工技术的引领者，通过与巴斯夫的合作引进先进的 PBAT 聚合技术，已在上海化工园区成功落地 10 万吨/年的项目（实际建设 6 万吨），标志着其在高端生物可降解制品领域的显著进展。借此技术基础，公司开展了针对不同应用领域（如农业地膜、快递包装）的研发和示范推广，同时积极参与国家重点研发项目和标准制定，展现出在解决一次性塑料污染、推进环保材料研发和应用方面的领导力和创新能力。随着生物可降解材料市场的快速发展，公司已设立坚实的行业地位，为未来环保行业的发展贡献重要力量。

● 投资建议

我们预计 2024~2026 年公司归母净利润为 4.88/5.86/7.04 亿元，对应 PE 为 38x/32x/26x，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

市场需求不及预期、行业竞争加剧、新品推广进度不及预期等风险。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	29.44	35.13	42.07	49.29
收入同比 (%)	17.7%	19.4%	19.7%	17.2%
归属母公司净利润	4.07	4.88	5.86	7.04
净利润同比 (%)	36.4%	20.0%	20.2%	20.1%
毛利率 (%)	23.7%	25.2%	26.8%	27.2%
ROE (%)	11.9%	12.9%	13.5%	13.9%
每股收益 (元)	0.68	0.81	0.98	1.17
P/E	49	38	32	26
P/B	6	5	4	4
EV/EBITDA	54.15	32.08	27.30	23.18

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 新材料产业可持续发展领头地位逐渐显现	5
1.1 全球领先的新材料综合服务商	5
1.2 稳健经营与持续研发投入：企业发展新篇章	5
1.3 企业运营状况持续上升，整体毛利率呈回升趋势	7
2 电子材料、汽车特种材料不断推进，全生物降解材料持续研发	8
2.1 半导体材料产业挑战与机遇：技术难题与国产化势在必行	8
2.2 橡胶行业的关键创新：特种橡胶助剂与酚醛树脂产品的前沿发展	12
2.3 推进环保创新：生物可降解材料在塑料行业的革新与应用	14
3 盈利预测与估值	14
3.1 盈利预测	15
3.2 公司估值	15
风险提示	16
财务报表与盈利预测	17

图表目录

图表 1 主营业务拆分	5
图表 2 公司股权结构 (截至 2024 年一季度)	6
图表 3 研发核心人员简历	6
图表 4 公司研发费用情况 (亿元)	7
图表 5 公司营业收入情况 (亿元)	7
图表 6 公司归母净利润情况 (亿元)	7
图表 7 公司毛利率和净利率情况	7
图表 8 全球光刻胶市场结构	8
图表 9 光刻胶上游成本结构	9
图表 10 半导体光刻胶主要分类及应用	9
图表 11 面板光刻胶主要分类及应用	10
图表 12 2018-2023 年中国光刻胶市场规模预测趋势图 (亿元)	10
图表 13 2022 年光刻胶市场格局	11
图表 14 部分国内半导体光刻胶企业进展	11
图表 15 橡胶助剂主要产品和用途	12
图表 16 全球轮胎用橡胶助剂市场规模预测趋势 (万吨)	13
图表 17 中国轮胎用橡胶助剂市场规模预测趋势 (万吨)	13
图表 18 2022 年全球轮胎橡胶用酚醛树脂市场前 8 强生产商排名及市场占有率	13
图表 19 常用可降解材料的性能对比	14
图表 20 公司业务拆分及盈利预测	15
图表 21 可比公司估值 (取 WIND 一致估值, 截至 24 年 5 月 28 日)	15

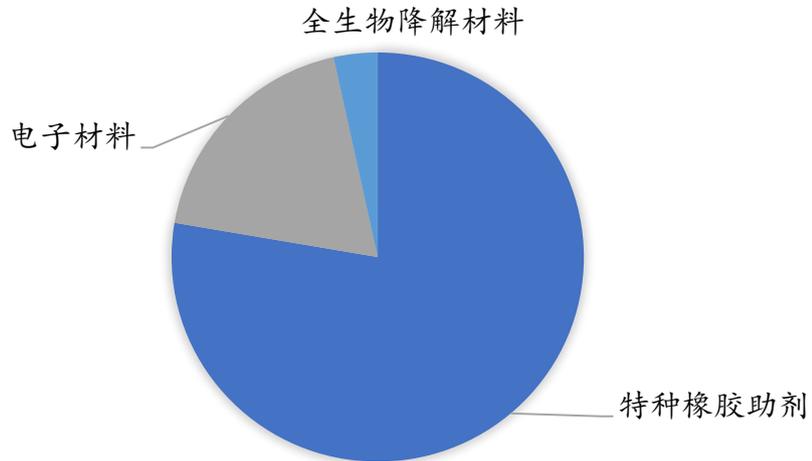
1 新材料产业可持续发展领头地位逐渐显现

1.1 全球领先的新材料综合服务商

彤程新材料是全球领先新材料商。彤程新材料集团成立于2008年，在2018年6月正式上市。在中国拥有三家精益制造工厂和两家研发中心，业务范围覆盖全球40多个国家和地区。公司主要从事新材料的研发、生产、销售和相关贸易业务，是全球领先的新材料综合服务商，下游覆盖汽车，显示面板，半导体等领域。公司主营业务分为电子材料、汽车/轮胎用特种材料、全生物降解材料三大业务板块。

公司的业务以特种橡胶助剂为主，但近年来在不断拓展电子材料领域。根据2023年年报显示，在公司的收入占比中，其中汽车/轮胎用特种材料业务占78%，是公司主要收入来源；而第二大业务是电子材料业务，收入占比19%。为进一步扩大成长空间，公司持续推进电子材料业务，其22年收入同比增长174%。

图表 1 主营业务拆分

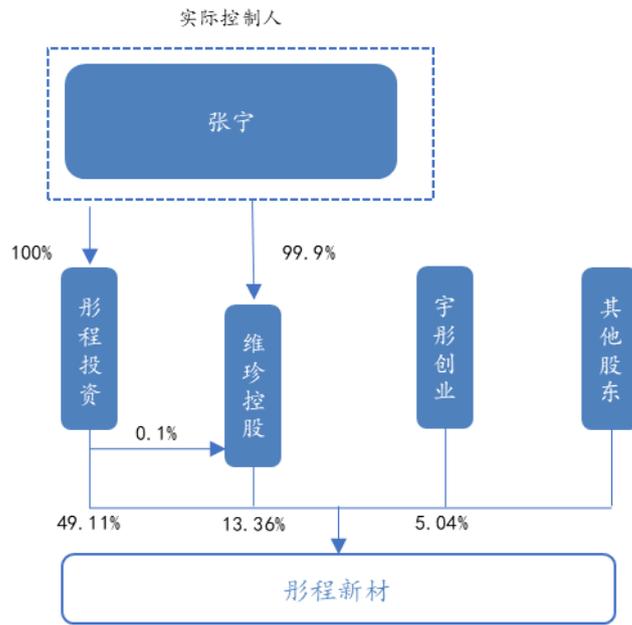


资料来源：2023 年度报告，华安证券研究所

1.2 稳健经营与持续研发投入：企业发展新篇章

公司股权结构稳定。公司董事长张宁通过其控制的彤程投资和维珍控股间接持有公司股份63.72%，公司旗下子公司有北旭电子，彤程科华，华奇化工，彤程化学，彤程电子。张宁自1999年8月创立彤程化工，先后担任彤程化工董事长、彤程有限董事长、现任公司董事长、CheetahMobileInc. (猎豹移动公司) 独立董事、北京石墨烯研究院有限公司董事长、中策橡胶董事。

图表 2 公司股权结构 (截至 2024 年一季度)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

技术革新引领者：集教育深耕与行业经验于一身的研发团队荣获顶尖科技奖项。研发层兼具教育与研发背景，对化工行业有丰富的从业经验，具有极为深厚的技术背景。并且几位核心技术人员作为主要完成人的“万吨级轮胎工业用功能树脂产业化关键技术”项目于 2016 年 12 月获得 2016 年度中国石油和化学工业联合会科技进步一等奖。

图表 3 研发核心人员简历

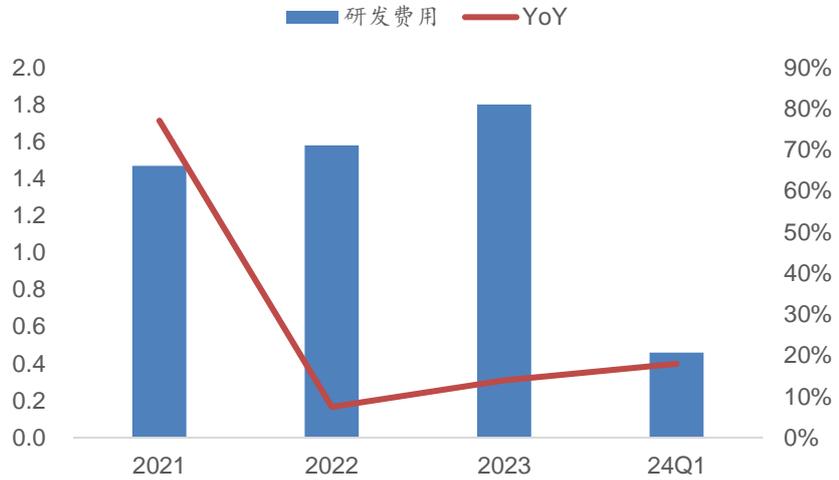
姓名	职务	个人简历
董栋	战略发展部总监	董栋先生，1973 年 6 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士。1996 年 6 月获得北京大学化学专业学士学位；2002 年 6 月获得北京大学物理化学专业博士学位。曾任生物芯片北京国家工程研究中心化学材料部、高级技术部研究科学家，美国弗吉尼亚联邦大学科学与人文学院国际研究员，彤程创展副总经理、总经理。现任公司战略发展部总监。
张成	彤程创展总经理	张成先生，1982 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士。2003 年 7 月获得南开大学化学专业学士学位；2006 年 7 月获得南开大学高分子化学与物理专业硕士学位；2009 年 7 月获得中国科学院化学研究所高分子化学与物理专业博士学位。曾任中国化工集团山西合成橡胶有限公司研究工程师，彤程创展高级研发工程师、副总经理。现任彤程创展总经理。
赵燕超	研发部副总监	赵燕超先生，1980 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士。2002 年 7 月获得华东理工大学高分子材料科学与工程专业学士学位；2008 年 2 月获得华东理工大学材料学博士学位。曾任法国 Jean Monnet 大学博士后，上海创始实业有限公司项目部高级工程师，彤程有限研发部高级研发工程师。现任彤程化学研发部副总监。
鲁代仁	研发部高级研发工程师	鲁代仁先生，1983 年 3 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士。2004 年 7 月获得合肥工业大学高分子材料与工程专业学士学位；2009 年 7 月获得中国科学技术大学高分子化学与物理专业博士学位。曾任中国蓝星(集团)股份有限公司工程中心研发工程师，彤程化工研发部高级研发工程师。现任彤程化学研发部高级研发工程师。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

持续增长的研发投入反映出公司在推进橡胶化学品创新及电子材料国产化方面的

坚定承诺。近几年来公司不断加大研发投入，2021~2023 年，公司研发费用从 1.47 亿元增长至 1.80 亿元。24Q1，公司研发费用 0.46 亿元，同比增长 18%。公司橡胶化学品方面在既有的研发基础上持续投入，同时加大电子材料研发，成功推出 ArF 光刻胶等多款新品，进一步促进公司竞争力提升。

图表 4 公司研发费用情况 (亿元)

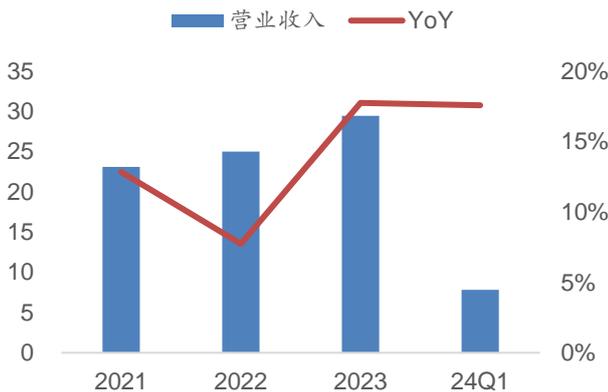


资料来源：彤程新材公司年度报告，华安证券研究所

1.3 企业运营状况持续上升，整体毛利率呈回升趋势

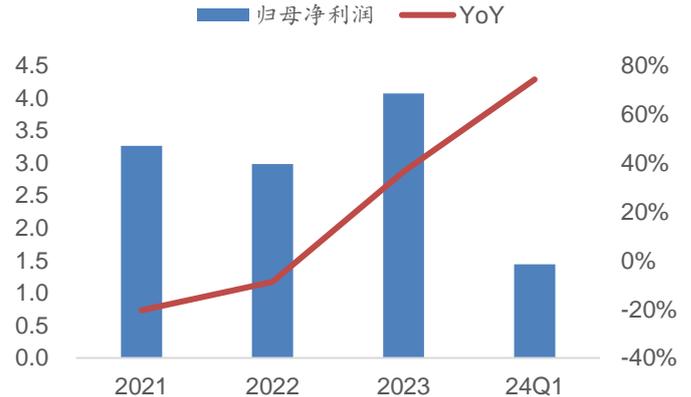
经营业绩持续向好。公司 2023 年度实现营业收入 29.44 亿元，同比增长 17.74%；实现归属于母公司所有者的净利润 4.07 亿元，同比增长 36.37%。公司持续巩固和拓展电子材料业务，同时聚焦汽车/轮胎用特种材料主业，稳健经营，并积极推进全生物降解材料业务，实现了经营业绩的持续增长。24Q1，公司实现单季度收入 7.82 亿元，同比增长 17.57%。

图表 5 公司营业收入情况 (亿元)



资料来源：wind，华安证券研究所

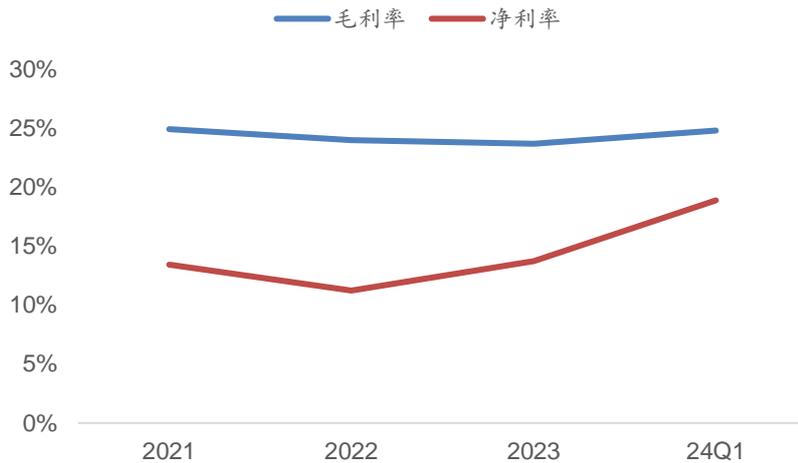
图表 6 公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源：wind，华安证券研究所

毛利率水平趋于稳定，净利率略有回升。从 2021 年至 2023 年，公司毛利率稳定保持在 20% 以上。24Q1，公司毛利率约 24.81%。净利率方面，公司 24Q1 净利率约 18.88%，环比实现较快增长。

图表 7 公司毛利率和净利率情况



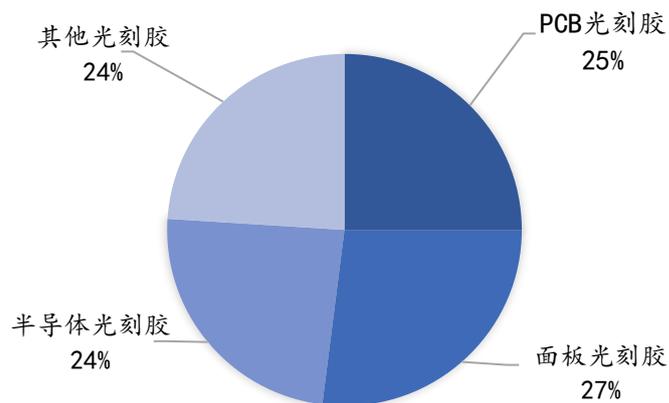
资料来源: wind, 华安证券研究所

2 电子材料、汽车特种材料不断推进，全生物降解材料持续研发

2.1 半导体材料产业挑战与机遇：技术难题与国产化势在必行

光刻胶是光刻工艺中不可或缺的抗腐蚀涂层材料。它主要由感光树脂、增感剂和溶剂组成，特别设计来在紫外光、电子束、离子束或 X 射线的照射下改变其溶解度。这种对光极其敏感的材料，在微电子制造领域扮演着核心角色，尤其是在精密图案的创造过程中。光刻胶的应用不仅限于形成精确的电路图案，其下游应用也包括半导体、液晶显示面板、印刷电路板 (PCB) 等多个高科技领域，突显它在推动现代电子技术进步中的重要性。

图表 8 全球光刻胶市场结构



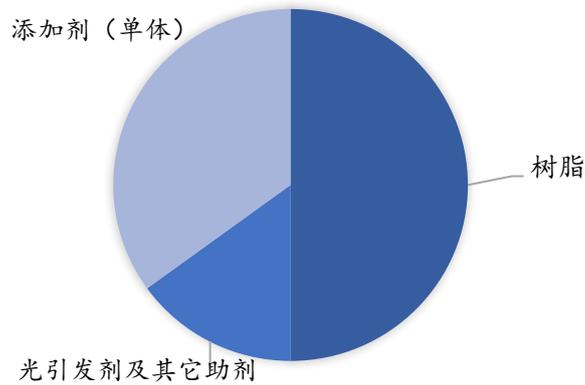
资料来源: 智研观点, 华安证券研究所

光刻胶生产面临的技术难点集中在其对高纯度的严格要求、复杂的生产工艺、巨额的设备投资、长期的技术积累需求，以及对关键原材料的高度依赖性上。公司电子材料主营业务主要覆盖光刻胶及配套试剂，其中包括半导体光刻胶和显示面板

光刻胶。这些挑战不仅包括需要精确控制的化学合成过程和昂贵的生产及检测设备，还涉及到对原材料品质的严格把控和对生产环境的高标准要求。同时，中国在光刻胶领域虽已取得进展，但与国际先进水平相比仍存在较大的技术差距，特别是在生产工艺精细度、产品性能稳定性及原材料技术自主控制能力方面。

公司专注于树脂的主要生产，占据了光刻胶产业链中至关重要的位置。原料的品质直接影响光刻胶产品的整体品质，其中树脂、光引发剂、溶剂和单体等是主要原料。尤其是树脂，不仅是光刻胶的核心原料，还决定了光刻胶的关键物理和化学属性，如粘附性、化学抗蚀性和胶膜的厚度。因此，保证原料尤其是树脂的高品质对于维持和提升最终光刻胶产品的性能至关重要。

图表 9 光刻胶上游成本结构



资料来源：智研观点，华安证券研究所

半导体制造所需的光刻胶可分为 g 线、i 线、KrF、ArF 和 EUV。光刻工艺在半导体制造过程中占据了重要位置，约占芯片制造成本的 35%，并且耗时约占整个芯片工艺的 40%到 60%，彰显了其不可或缺的地位。在此过程中，光刻胶通过均匀涂布在衬底上，经过曝光、显影与刻蚀等工艺，精准转移掩模图案到衬底，是实现高精度芯片制造的关键。光刻胶约占半导体生产成本的 6%。随着集成电路集成度的提升，光刻技术也随之进步，半导体用光刻胶通过缩短曝光波长来提高极限分辨率，推动芯片工艺进入微纳米级别。目前市场上主要采用的光刻胶包括 g 线、i 线、KrF、ArF 等多种品类，其中 KrF 和 ArF 光刻胶的核心技术主要由日本和美国企业掌握，这进一步凸显了光刻胶在推动半导体行业发展中的关键角色。

图表 10 半导体光刻胶主要分类及应用

	主要分类	主要应用
半导体光刻胶	g 线(436nm)	6 英寸晶圆
	I 线(365nm)	6 英寸晶圆, 8 英寸晶圆
	KrF(248nm)	8 英寸晶圆
	ArF(193nm)	12 英寸晶圆
	EUV(13.5nm)	12 英寸晶圆

资料来源：虎嗅，华安证券研究所

光刻胶在显示面板行业的应用主要集中在 TFT-LCD 阵列制造和滤光片制造等关键领域。随着 LCD 产业中心向中国转移，以及 OLED 产线稼动率的提升，预期国内 LCD 光刻胶与 OLED 光刻胶市场规模及国产化率将显著提高。无论是 OLED 还是 LCD 制程，光刻胶都是不可或缺的材料，尤其在 array 段和 CF 段的应用中，需

多次进行曝光、显影和涂布，显示其在制造过程中的重要作用。

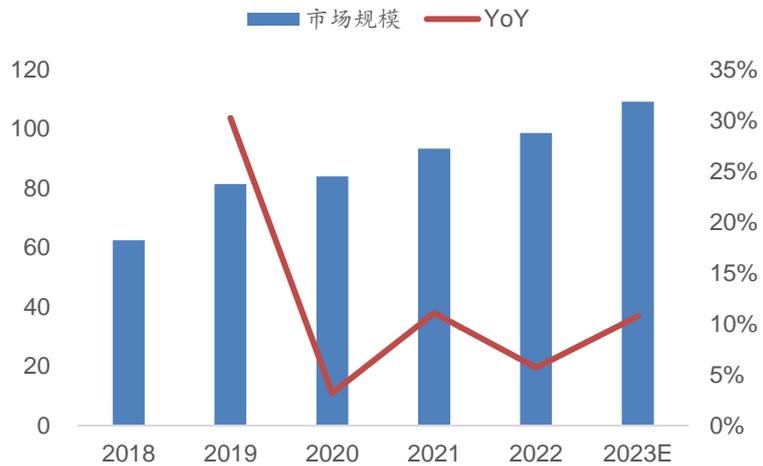
图表 11 面板光刻胶主要分类及应用

	主要分类	主要应用
面板光刻胶	彩色光刻胶, 黑色光刻胶	用于制备彩色滤光片
	触摸面板用光刻胶	用于在玻璃衬底上沉积 ITO
	TFT-LCD 光刻胶	细微加工

资料来源：虎嗅，华安证券研究所

全球光刻胶市场预计将在 2024 年恢复增长，其中 EUV 和 KrF 光刻胶产品增长最快，主要由于这些产品在先进逻辑和存储器等新技术的应用。光刻与刻蚀技术作为大规模集成电路制造过程中最关键的工艺，对光刻胶的需求显著增加，尤其是随着先进制程工艺的演进，刻蚀次数的增加大大提高了光刻胶的需求。从 65nm 到 5nm 制程，刻蚀次数从 20 次增至 160 次，复杂度提升 8 倍。随着晶圆制造规模的持续扩大，中国有望成为半导体光刻胶产业链转移的重要目的地。

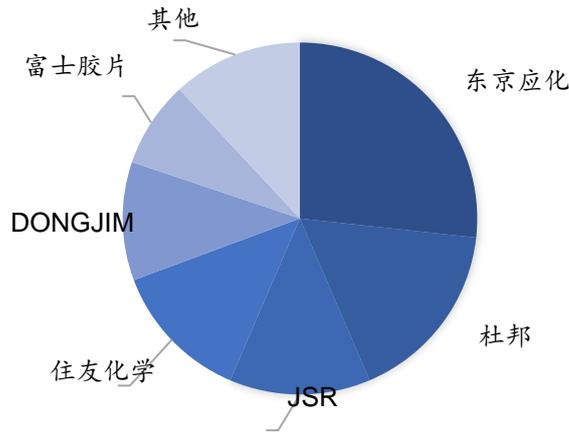
图表 12 2018-2023 年中国光刻胶市场规模预测趋势图 (亿元)



资料来源：中商情报局，华安证券研究所

从竞争情况看，全球光刻胶市场主要被日美企业占据主要市场。全球光刻胶市场主要被 JSR、东京应化、美国杜邦、信越化学、住友及富士胶片等制造商所垄断，尤其是在半导体光刻胶的高端 KrF 和 ArF 领域，市场集中度更高。日本企业基于政策扶持力度加大实现上下游协同发展，从而牢牢占据领先地位。根据观研天下，日本企业在半导体光刻胶市场中占据的份额至少在 60% 以上。在半导体光刻胶的细分市场中，2020 年，日本东京应化在 G/I 线、KrF 和 EUV 光刻胶市场的份额位列全球第一，分别是 26%、34% 和 46%；而在 ArF 光刻胶产品市场中，日本 JSR 以 24% 的市场份额位列全球第一。

图表 13 2022 年光刻胶市场格局



资料来源：观研天下，华安证券研究所

国内半导体光刻胶市场主要竞争公司较多，但在 ArF 胶上均处于起步状态。分品种看：G/I 线光刻胶：国内北京科华、徐州博康、苏州瑞红已实现大规模量产，并已成为国内头部半导体企业，市场份额逐渐提升。KrF 光刻胶：北京科华和徐州博康进展较快，2023 年已有多个品种实现销售；此外苏州瑞红及上海新阳也实现了量产突破。ArF 光刻胶：南大光电推出国内通过客户验证的第一只国产 ArF 光刻胶，并实现少量销售，而华懋科技、上海新阳也有相关产品进行测试导入。EUV 光刻胶：当前国内并无 EUV 光刻机，各厂商 EUV 光刻胶尚处于理论研究阶段。

图表 14 部分国内半导体光刻胶企业进展

公司名称	G 线/I 线	KrF	ArF 干法	ArF 湿法
华懋科技	已量产	已量产	产品导入验证中	
晶瑞电材	已量产	部分产品已量产	研发工作已经启动	
南大光电	-	-	两款产品通过认证	
上海新阳	产品导入验证中	已量产	研发进展顺利，产品导入验证中	

资料来源：立鼎产业研究网，华安证券研究所

公司 ArF 光刻胶已实现量产出货，促进公司半导体光刻胶竞争力进一步提升。公司已在上海化学工业区成功建立年产 1 千吨的半导体光刻胶量产线，能生产 ArF 及 KrF 光刻胶，采用先进技术确保产品质量。通过引进超高纯 PFA 涂层设备和高精度物料流量控制系统，加上自主研发的光刻过滤系统，公司能有效控制金属杂质至 ppt 级和颗粒至 0.1um 级别。ArF 光刻胶的开发已完成部分型号，首批产品已达到国际大厂水平，已于 24Q1 在国内部分芯片企业量产出货并进入逐渐放量阶段。此外，G 线和 I 线光刻胶产品已广泛应用于国内集成电路产线，KrF 光刻胶产品种类超过 20 种，稳定供应国内主要芯片制造商，展现了公司在满足国内先进制程光刻胶需求方面的强大能力。

公司成功搭建高纯 EBR 装置，标志着成为国内首家掌握高纯精馏技术的本土溶剂供应商，专门为 ArF 光刻胶及其他高端制程需求的高纯溶剂提供支持。目前，公司生产的 EBR 溶剂达到 G4 等级规格，能够满足 40 纳米及以下工艺制程的芯片

制造技术要求。拥有年产 2 万吨的大规模生产能力，公司已能有效应对国内先进芯片制造技术对高纯溶剂的需求。且 G5 等级的 EBR 溶剂的验证已开始在国内数家先进芯片制造商中进行产品验证，以逐步推广其在更高端应用中的使用。

持续在面板客户端加大渗透率，夯实显示面板光刻胶基本盘。公司旗下北旭电子是国内本土领先的显示面板光刻胶供应商。2023 年北旭新增量产销售的客户 6 家，预计 2024 年将陆续实现量产销售。北旭电子正积极推进国内面板其它头部客户导入测试工作，届时将进一步快速提升市占率。此外，北旭电子也在 AMOLED 应用市场中取得了重大进展，其高分辨率光刻胶和低温光刻胶分别在国内主要客户实现量产销售。

拟建“半导体芯片现金抛光垫项目”，进一步丰富电子材料产品布局。基于公司长期发展规划及经营发展需要，公司子公司上海彤程电子材料有限公司于 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《合作协议》，拟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，协议备案投资 3 亿元，主要从事半导体芯片抛光垫的研发、生产和销售，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、预计满产后年销售约 8 亿元。半导体芯片先进抛光垫作为半导体制程中重要的材料之一，具有广阔的市场规模，目前在研产品性能体现出较强的技术领先性，产品量产后可为公司提供新的业务增长点，持续提高公司盈利能力。

2.2 橡胶行业的关键创新：特种橡胶助剂与酚醛树脂产品的前沿发展

橡胶助剂是在橡胶加工过程中使用的关键化学品。橡胶助剂旨在增强橡胶制品的弹性、提高其性能、改善其结构，并优化加工流程。它们是橡胶工业中必不可少的原材料，对于生产高质量的橡胶产品至关重要。橡胶助剂主要应用于汽车行业，占据 80% 以上的市场份额，涵盖轮胎、汽车内外饰件如座垫、门窗密封条等，轮胎是最大的单一市场，约占 70%。此外，橡胶助剂也广泛应用于鞋材、传送带、乳胶手套等非轮胎领域，这部分大约占市场需求的 30%，展现了其应用的多样性和市场的稳定性。

轮胎用酚醛树脂是一种在轮胎制造中使用的关键材料，主要用于增强轮胎橡胶的物理性能。通过改善轮胎胶料的加工性能、提高其耐磨性和抗撕裂性，酚醛树脂在提升轮胎性能方面发挥着重要作用。此类树脂通过与橡胶混合，不仅优化了轮胎的耐久性和稳定性，还有助于延长轮胎的使用寿命。因此，酚醛树脂在轮胎工业中被广泛应用，是提升轮胎质量和性能的关键添加剂。

图表 15 橡胶助剂主要产品和用途

主要产品		用途
增粘树脂	PTBP 增粘树脂	适用于天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶等橡胶以及这些橡胶的并用胶料，主要用于合成胶配合量大、而且要求加工粘性高的橡胶制品，如轮胎、传送带、胶管、胶辊、胶片、电线电缆、胶粘剂、翻胎等各种产品。也可以用于橡塑制品、胶粘剂等。
	PTOP 增粘树脂	具有优异的增粘性能，可用于任何需要高粘度连接的复合橡胶制品，尤其是合成橡胶。

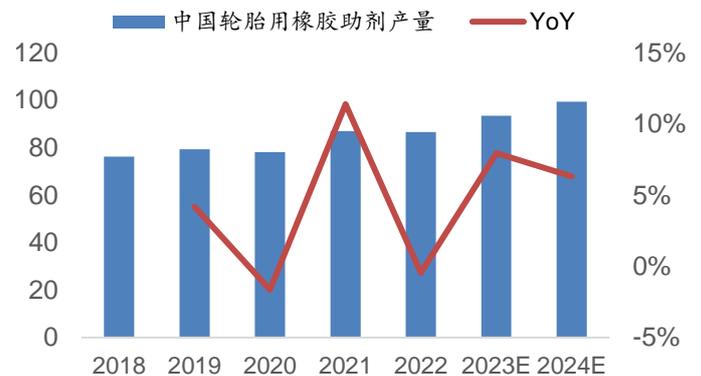
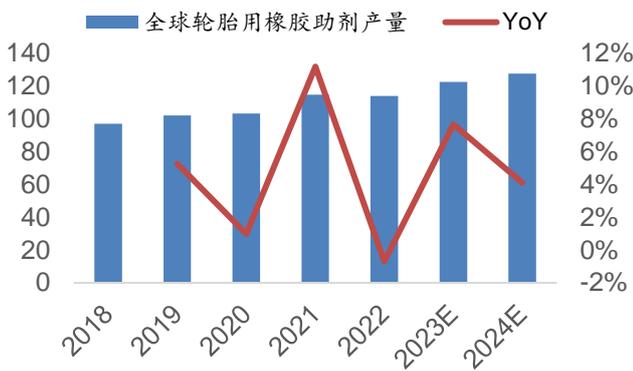
补强树脂	改性苯酚-甲醛树脂	主要应用在轮胎的胎圈部位,也用于鞋底胶及车窗密封条等。
	非改性苯酚-甲醛树脂	
粘合树脂	间苯二酚甲醛树脂	广泛用于天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、三元乙丙橡胶或这些橡胶的并用胶料与钢丝、尼龙、人造丝棉、聚酯、维尼龙,玻璃纤维粘合。

资料来源:公司招股说明书,华安证券研究所

中国橡胶助剂行业市场规模持续增长,受全球需求和技术进步推动,尽管受到疫情等因素影响,但呈现稳步增长趋势。2018至2022年,全球橡胶助剂产量稳步增长,中国作为主要生产国,其产量和出口量增长将推动全球橡胶助剂行业的扩张。随着下游市场需求的上升和成型技术的进步,中国橡胶助剂行业市场规模持续增长。尽管受到2019年海外市场需求疲软和2020年疫情的影响,市场规模有所下滑,但随着2021年后全球经济复苏和下游需求释放,中国橡胶助剂市场增速有所加快。

图表 16 全球轮胎用橡胶助剂市场规模预测趋势 (万吨)

图表 17 中国轮胎用橡胶助剂市场规模预测趋势 (万吨)

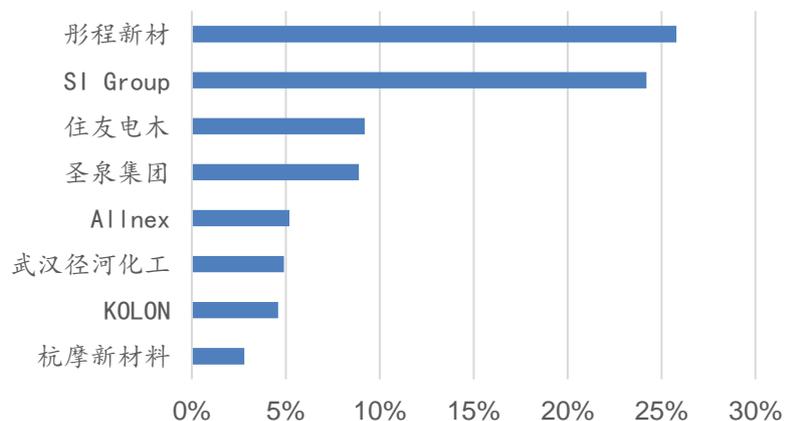


资料来源:头豹研究院,华安证券研究所

资料来源:头豹研究院,华安证券研究所

公司轮胎橡胶用酚醛树脂市占率领先。在全球范围内,轮胎橡胶用酚醛树脂市场由彤程新材、SI Group、住友电木、圣泉集团、KOLON、Allnex、武汉径河化工和杭摩新材料等主要制造商构成。其中,公司的份额市场领先,其市场主导地位彰显了其在行业中的强劲控制力和显著影响力。

图表 18 2022 年全球轮胎橡胶用酚醛树脂市场前 8 强生产商排名及市场占有率



资料来源：全球轮胎橡胶用酚醛树脂市场研究报告，华安证券研究所

公司作为全球领先的轮胎用特种材料供应商，其高性能酚醛树脂产品在行业中占据领导地位。与全球 75 强轮胎企业建立了稳定合作关系，覆盖多个国际和国内知名品牌。同时，公司是亚洲关键的“对-叔丁基苯酚”供应商，服务于聚碳酸酯行业的顶尖客户。此外，公司还与 BASF、EVONIK、日本住友化学等国际材料供应商在中国轮胎橡胶行业中建立了独特的贸易合作关系。

2.3 推进环保创新：生物可降解材料在塑料行业的革新与应用

生物降解塑料作为塑料领域的新兴材料，被视为解决一次性塑料问题的有力方案。随着环保意识的增强，生物降解塑料如 PLA、PBAT、PHA 的性能已趋近于传统塑料，展现出取代它们的潜力。技术上，尽管 PLA 的关键原料丙交酯的生产技术仍面临挑战，但 PBAT 的国内生产工艺不受外界限制，使得其产能得以快速扩展。PBAT，即聚丁二酸丁二醇对苯二甲酸酯，是由丁二酸、丁二醇和对苯二甲酸酯组成的一种生物可降解聚合物。

PBAT 材料因其环保友好、可再生性和优异的物理性能而受到青睐。它不仅可生物降解为对环境无害的物质，如二氧化碳和水，还可以通过使用植物油和淀粉等可再生资源进行合成，减轻了对化石燃料的依赖。PBAT 展现出的柔韧性、耐冲击性和耐热性使其成为多种应用的理想选择，从薄膜到包装材料、纺织品再到注塑件。此外，它可以与其他聚合物如 PLA 共混，以提升材料的整体性能。PBAT 的应用范围广泛，尤其在包装行业中，如食品包装袋、垃圾袋和农业膜等，同时也被用于纺织品、消费品、医疗用品等。它结合了 PBA（聚己二酸丁二醇酯）和 PBT（聚对苯二甲酸丁二醇酯）的特性，提供了与传统塑料相媲美的性能，特别是在延展性和成膜性能方面，使其成为塑料袋、食品包装和防水涂层等产品的理想材料选择。

图表 19 常用可降解材料的性能对比

	PLA	PHA	PBS	PBAT	淀粉基塑料
耐热性能	较高	高	高	高	较低
成膜性能	差	较好	较好	良好	较好
硬度	高	低	较低	低	较低
力学强度	较高	高	高	高	适中
耐水解性能	低	高	高	高	适中
透明性	高	低	低	低	低
生物相容性	好	好	好	好	好

资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

通过引进巴斯夫授权的 PBAT 聚合技术，进一步满足高端生物可降解制品的应用。公司作为国内领先的全生物可降解材料生产和加工技术的引领者，通过与巴斯夫的合作引进先进的 PBAT 聚合技术，已在上海化工园区成功落地 10 万吨/年的项目（实际建设 6 万吨），标志着其在高端生物可降解制品领域的显著进展。借此技术基础，公司开展了针对不同应用领域（如农业地膜、快递包装）的研发和示范推广，同时积极参与国家重点研发项目和标准制定，展现出在解决一次性塑料污染、推进环保材料研发和应用方面的领导力和创新能力。随着生物可降解材料市场的快速发展，公司已设立坚实的行业地位，为未来环保行业的发展贡献重要力量。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设 1: 特种橡胶助剂: 公司特种橡胶助剂下游主要以汽车为主。随着下游需求的回暖以及公司竞争力的提升, 我们预计公司 2024~2026 年特种橡胶助剂收入将从 23.94 亿元增长至 25.31 亿元。

关键假设 2: 电子材料: 公司持续投入电子材料, 随着多款新品的推入和导入, 以及在客户端渗透率的提升, 我们预计公司 2024~2026 年电子材料收入将从 9.68 亿元增长至 20.68 亿元。

关键假设 3: 全生物降解材料: 随着市场对环保意识的增强, 以及公司产能的爬升。我们预计 2024~2026 年全生物降解材料收入将从 1.43 亿元增长至 3.21 亿元。

关键假设 4: 毛利率: 随着公司电子材料占比的增加, 预计公司毛利率将逐步提升, 我们预计公司 2024~2026 年毛利率将从 25.2% 提升至 27.2%。

图表 20 公司业务拆分及盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
总营收 (亿元)	29.44	35.13	42.07	49.29
YoY	18%	19%	20%	17%
综合毛利率	23.7%	25.2%	26.8%	27.2%
① 特种橡胶助剂				
营业收入 (亿元)	22.80	23.94	24.88	25.31
YoY		5%	4%	2%
② 电子材料				
营业收入 (亿元)	5.54	9.68	14.72	20.68
YoY		75%	52%	40%
③ 全生物降解材料				
营业收入 (亿元)	1.01	1.43	2.38	3.21
YoY		42%	67%	35%
④ 其它				
营业收入 (亿元)	0.09	0.09	0.09	0.09
YoY		0%	0%	0%

资料来源: 华安证券研究所整理

3.2 公司估值

我们选取国内光刻胶相关公司上海新阳、南大光电、橡胶助剂公司圣泉集团作为参考。2024~2026 年可比公司平均 PE 为 39x/29x/24x。我们预计 2024~2026 年公司收入分别为 35.13、42.07、49.29 亿元, 归母净利润为 4.88、5.86、7.04 亿元, 对应 PE 为 38x/32x/26x。首次覆盖给予“增持”评级。

图表 21 可比公司估值 (取 Wind 一致估值, 截至 24 年 5 月 28 日)

代码	公司	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300236.SZ	上海新阳	2.09	2.93	3.81	48	34	26
300346.SZ	南大光电	2.71	3.52	4.31	53	41	34
605589.SH	圣泉集团	10.11	13.21	15.34	16	12	11
	平均				39	29	24

资料来源: Wind, 华安证券研究所

风险提示

市场需求不及预期、行业竞争加剧、新品推广进度不及预期等风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	25.44	31.96	37.97	45.30	营业收入	29.44	35.13	42.07	49.29
现金	7.44	8.77	11.57	15.25	营业成本	22.47	26.30	30.81	35.88
应收账款	7.02	9.76	11.69	13.69	营业税金及附加	0.14	0.17	0.20	0.24
其他应收款	0.36	0.59	0.70	0.82	销售费用	0.92	1.10	1.32	1.55
预付账款	0.32	0.45	0.53	0.61	管理费用	1.74	2.11	2.65	3.11
存货	4.31	4.75	4.71	4.98	财务费用	0.58	0.79	0.73	0.59
其他流动资产	6.00	7.64	8.77	9.95	资产减值损失	-0.06	0.00	0.00	0.00
非流动资产	47.90	49.41	51.19	52.98	公允价值变动收益	0.12	0.00	0.00	0.00
长期投资	15.80	15.80	15.80	15.80	投资净收益	2.25	2.46	2.52	2.71
固定资产	14.88	16.95	19.01	21.06	营业利润	4.27	5.35	6.43	7.73
无形资产	3.63	3.63	3.63	3.63	营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	13.58	13.02	12.74	12.48	营业外支出	0.02	0.00	0.00	0.00
资产总计	73.34	81.36	89.16	98.28	利润总额	4.27	5.35	6.43	7.73
流动负债	18.08	21.94	23.76	25.69	所得税	0.23	0.37	0.45	0.54
短期借款	4.75	4.75	4.75	4.75	净利润	4.04	4.98	5.98	7.19
应付账款	5.18	7.31	8.13	8.97	少数股东损益	-0.02	0.10	0.12	0.14
其他流动负债	8.15	9.89	10.87	11.97	归属母公司净利润	4.07	4.88	5.86	7.04
非流动负债	20.21	20.65	20.65	20.65	EBITDA	4.05	6.36	7.37	8.53
长期借款	12.74	12.74	12.74	12.74	EPS (元)	0.68	0.81	0.98	1.17
其他非流动负债	7.46	7.91	7.91	7.91					
负债合计	38.29	42.60	44.41	46.35					
少数股东权益	0.97	1.07	1.19	1.33	主要财务比率				
股本	6.00	6.00	6.00	6.00	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	9.90	9.20	9.20	9.20	成长能力				
留存收益	18.19	22.50	28.36	35.41	营业收入	17.7%	19.4%	19.7%	17.2%
归属母公司股东权益	34.08	37.70	43.56	50.60	营业利润	41.5%	25.2%	20.2%	20.1%
负债和股东权益	73.34	81.36	89.16	98.28	归属于母公司净利润	36.4%	20.0%	20.2%	20.1%
					获利能力				
					毛利率 (%)	23.7%	25.2%	26.8%	27.2%
					净利率 (%)	13.8%	13.9%	13.9%	14.3%
					ROE (%)	11.9%	12.9%	13.5%	13.9%
					ROIC (%)	3.9%	8.6%	9.2%	9.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	52.2%	52.4%	49.8%	47.2%
					净负债比率 (%)	109.2%	109.9%	99.2%	89.2%
					流动比率	1.41	1.46	1.60	1.76
					速动比率	1.12	1.20	1.36	1.53
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.45	0.49	0.53
					应收账款周转率	4.21	4.19	3.92	3.88
					应付账款周转率	4.19	4.21	3.99	4.20
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.68	0.81	0.98	1.17
					每股经营现金流 (摊薄)	0.31	0.36	0.57	0.69
					每股净资产	5.68	6.28	7.26	8.44
					估值比率				
					P/E	49	38	32	26
					P/B	6	5	4	4
					EV/EBITDA	54.15	32.08	27.30	23.18

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 陈耀波, 华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士, 有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管, 博时基金投资部等, 具有 8 年买方投研经验

分析师: 王强峰, 华安证券化工行业首席分析师, 浙江大学化工硕士, 2 年中化国际战略, 市场工作经验, 3 年化工卖方研究经验, 所在团队曾获 2021 年 wind 基础化工金牌分析师第一名

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

公司评级体系

- 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;
- 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。