

603650.SH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 49.16

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 公司是国内半导体光刻胶龙头，致力于打造电子化学品产业化平台，同时也是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商。看好公司电子化学品业务持续突破，首次覆盖，给予买入评级。

股价表现



发行股数 (百万)	616.08
流通股 (百万)	614.47
总市值 (人民币 百万)	30,286.64
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,094.06
主要股东 (%)	
彤程投资集团有限公司	49.18

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以2026年4月7日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 橡胶

证券分析师: 余嫒嫒

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 范琦岩

qiyan.fan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300525040001

# 彤程新材

## 国内半导体光刻胶龙头，打造电子化学品平台型企业

电子材料方面，公司是国内半导体光刻胶龙头，ArF、KrF、EBR 等新产品系列陆续通过国内多家客户验证并逐渐放量，同时布局显示材料、CMP 抛光垫等业务打造电子化学品平台型企业；汽车/轮胎用特种材料方面，公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商，稳居行业龙头地位。看好公司电子化学品业务持续突破，首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

■ 公司是国内领先的新材料综合服务商，业绩稳健增长。2025 年前三季度公司在我国半导体光刻胶以及 TFT 阵列光刻胶市场的销售金额均位居中国供应商首位。轮胎用橡胶助剂及其他化工产品方面，公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商，稳居行业龙头地位，并连续多年是我国最大的橡胶酚醛树脂生产商，与国内外轮胎企业建立了长期稳定的业务合作关系。可完全生物降解材料方面，公司围绕 PBAT 聚合工艺及改性方案创新，在相关行业实现突破性应用。2025 年前三季度公司实现营收 25.23 亿元，同比+4.06%；实现归母净利润 4.94 亿元，同比+12.65%。

■ 公司是国内半导体光刻胶龙头企业。AI 等领域快速发展带动半导体材料需求提升，光刻胶市场规模持续增长，2024 年全球集成电路晶圆制造用光刻胶市场规模为 32.7 亿美元，同比增长 14.7%，预计 2025 年全球集成电路晶圆制造用光刻胶市场规模将增长至 35.5 亿美元。2024 年中国集成电路晶圆制造用光刻胶市场规模为 53.54 亿元，同比 2023 年增长 8.40%，其中 g/i 线、KrF、ArF、ArFi、PSPI 光刻胶市场规模分别为 5.78/24.84/4.43/10.12/8.37 亿元。光刻胶具有较高的国产替代壁垒，全球高端半导体光刻胶市场份额主要被日本和美国企业占据，G/I 线光刻胶国产化率为 30%，KrF 光刻胶国产化率为 10%，ArF 光刻胶国产化率为 2%，EUV 光刻胶仍处于研发阶段。公司全资子公司彤程电子持有北京科华 96.3295% 的股份，北京科华在 IC 光刻胶方面为国内第一，是唯一被 SEMI 列入全球光刻胶八强的中国光刻胶企业。25H1 公司半导体光刻胶业务实现营收近 2 亿元，同比增长超 50%。公司 ArF 光刻胶、KrF 光刻胶、抗反射涂层、EBR 等新品在 25H1 已通过国内多家客户验证并上量，同时公司传统优势产品 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%。25H1 公司 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，40-80 um 超薄膜负性抗电镀光刻胶通过国内头部封装厂验证；此外公司自产树脂持续开发。公司年产 1.1 万吨半导体、平板显示用光刻胶及 2 万吨相关配套试剂项目已部分建设完成，其中包括年产 300/400 吨 ArF 及 KrF 光刻胶量产产线，进一步夯实产能优势。

■ 公司布局显示材料、CMP 抛光垫等业务打造电子化学品平台型企业。随着 OLED 面板渗透率提升、大尺寸显示面板需求增长、全球显示面板产能持续向中国转移，我国 TFT-LCD 光刻胶市场规模预计从 2023 年的 59.9 亿元增至 2025 年的 68.43 亿元，CAGR 为 6.88%。公司子公司彤程电子持有北旭电子 100.00% 股权，北旭电子是国内最大的液晶正性光刻胶本土供应商，同时也是中国大陆首家实现 Array 用正性光刻胶本土量产的厂商。25H1 公司显示光刻胶产品实现营收 1.80 亿元，同比增长 13.6%，销量同比增长 12.5%。此外公司在显示材料板块陆续布局有机绝缘膜及发光材料，未来有望提供新增长点。另一方面，公司于江苏金坛建设的 CMP 抛光垫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 25H1 该项目已完成产线建设和产品生产验证，并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 年中报，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。

■ 公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商。2001-2024 年我国橡胶助剂产量由 13.80 万吨增长至 158.79 万吨，CAGR 达 11.21%。未来在下游汽车工业增长的带动下，尤其是新能源汽车快速增长，橡胶助剂行业有望保持稳定向上的增长。公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商，稳居行业龙头地位。2025 年前三季度公司特种橡胶助剂实现营收 17.56 亿元，同比下降 4.50%；产量 10.91 万吨，同比增长 0.25%；销量 11.83 万吨，同比增长 1.00%。25H1 公司一方面深化与国内头部轮胎企业的战略合作，另一方面重点突破欧美高端市场，国际业务占比提升。随着国内轮胎企业加速海外布局以及国际市场需求增长，公司海外市场份额有望持续提升。

估值

■ 公司是国内半导体光刻胶龙头，致力于打造电子化学品产业化平台，同时也是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.24/7.57/9.85 亿元，EPS 分别为 1.01/1.23/1.60 元，PE 分别为 48.5/40.0/30.8 倍。看好公司电子化学品业务持续突破，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

■ 新产品、新技术研发与市场竞争加剧风险；宏观市场需求波动风险；原材料价格波动风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	2,944	3,270	3,568	4,012	4,716
增长率(%)	17.7	11.1	9.1	12.4	17.6
EBITDA(人民币 百万)	378	347	574	738	1,024
归母净利润(人民币 百万)	407	517	624	757	985
增长率(%)	36.4	27.1	20.8	21.2	30.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.66	0.84	1.01	1.23	1.60
市盈率(倍)	74.5	58.6	48.5	40.0	30.8
市净率(倍)	8.9	9.0	8.8	8.5	8.2
EV/EBITDA(倍)	58.0	69.3	57.6	45.0	32.2
每股股息(人民币)	0.6	0.8	0.9	1.1	1.4
股息率(%)	1.8	2.1	1.8	2.2	2.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 目录

公司是国内领先的新材料综合服务商，业绩稳健增长 .....	5
公司是国内领先的半导体光刻胶生产商，致力于打造电子材料平台型企业 .....	9
AI 等领域快速发展带动半导体材料需求提升，光刻胶市场规模持续增长 .....	9
半导体光刻胶：国产化率亟待提升，公司是国内领先的半导体光刻胶生产商 .....	12
显示光刻胶：需求稳健增长，公司市占率有望稳步提升 .....	17
CMP 抛光垫：市场规模持续增长，公司 CMP 抛光垫项目推进顺利 .....	20
公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商 .....	22
公司积极推进可完全生物降解材料新品开发与应用推广 .....	26
盈利预测与估值 .....	29
核心假设 .....	29
盈利预测与估值 .....	30
风险提示 .....	31

图表目录

股价表现.....1

投资摘要.....1

图表 1. 彤程新材发展历程.....5

图表 2. 彤程新材主要厂区产品及产能情况（截至 2026 年 3 月）.....6

图表 3. 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月）.....6

图表 4. 2021-2025 年前三季度公司营收及同比.....7

图表 5. 2021-2025 年前三季度公司归母净利润及同比.....7

图表 6. 2023-2025 年前三季度公司主营业务收入拆分.....7

图表 7. 2021-2025 年前三季度公司毛利率及净利率.....8

图表 8. 2023-2025 年前三季度公司各主营业务毛利率.....8

图表 9. 2020-2025 年前三季度公司费用率.....8

图表 10. 2010-2025 年 10 月全球半导体产业销售额.....9

图表 11. 2024-2028 年全球半导体制造产能增速.....9

图表 12. 2013-2024 年全球半导体材料市场规模（亿美元）.....10

图表 13. 2022 年全球半导体晶圆制造材料细分市场结构.....10

图表 14. 光刻胶作用原理示意图.....11

图表 15. 光刻胶的分类.....11

图表 16. 光刻胶产业链图示.....11

图表 17. 光刻胶的组分及其作用.....12

图表 18. 2020-2024 年全球光刻胶市场规模（亿美元）.....12

图表 19. 2021-2025 年中国大陆半导体光刻胶市场规模.....12

图表 20. 半导体光刻胶按曝光波长分类及应用.....13

图表 21. 2023-2025 年全球集成电路晶圆制造用光刻胶市场规模.....13

图表 22. 2023 年全球半导体光刻胶市场区域分布.....13

图表 23. 2021-2024 年中国集成电路晶圆制造光刻胶分产品市场规模.....14

图表 24. 2023 年全球半导体光刻胶市场份额.....14

图表 25. 2020 年全球半导体光刻胶细分产品市场竞争格局.....14

图表 26. 部分国内半导体光刻胶代表企业.....15

图表 27. 北京科华发展历程.....16

图表 28. 2021-2024 年公司半导体光刻胶业务营业收入.....16

图表 29. 面板光刻胶产品分类.....17

图表 30. 平板显示行业产业链结构图.....17

图表 31. 彩色滤光片成本结构图.....17

图表 32. 2022-2030 年全球显示面板需求面积及出货量 同比.....18

图表 33. 2022-2026 年中国大陆显示光刻胶市场规模（亿元）及同比.....18

图表 34. 2021-2025 年全球及中国 TFT-LCD 光刻胶需求量（吨）.....18

图表 35. 国内部分面板光刻胶代表企业.....	19
图表 36. 2021-25H1 北旭电子面板光刻胶业务营业收入、同比及国内市占率 .....	20
图表 37. 2025-2035 年全球 CMP 抛光垫市场规模 .....	21
图表 38. 橡胶助剂产业链图示 .....	22
图表 39. 2020-2025 年我国汽车产销量及同比 .....	23
图表 40. 2025 年我国橡胶轮胎外胎月度产量 .....	23
图表 41. 2001-2025 年 9 月我国橡胶助剂工业总产量 .....	23
图表 42. 彤程新材汽车轮胎用橡胶化学品业务主要产品 .....	24
图表 43. 2019-2025 年前三季度公司特种橡胶助剂营业收入及同比 .....	25
图表 44. 2019-2025 年前三季度公司特种橡胶助剂产销量及同比 .....	25
图表 45. 2019-2025 年前三季度公司特种橡胶助剂平均售价、主要原料苯酚采购均价 .....	25
图表 46. 可降解塑料主要种类及特性 .....	26
图表 47. PBAT 产业链图示 .....	26
图表 48. 2024 年全球生物基塑料产能 .....	27
图表 49. 2024 年全球生物基塑料应用领域分布 .....	28
图表 50. 彤程新材可生物降解材料项目图示 .....	28
图表 51. 公司分业务盈利预测 .....	29
图表 52. 可比公司估值分析 .....	30
利润表(人民币 百万) .....	32
现金流量表(人民币 百万) .....	32
财务指标 .....	32
资产负债表(人民币 百万) .....	32

## 公司是国内领先的新材料综合服务商，业绩稳健增长

公司是国内领先的新材料综合服务商。根据彤程新材 2024 年度可持续发展报告书、2024 年年报、2025 年中报以及《彤程新材关于向香港联交所递交境外上市股份（H 股）发行并上市申请并刊发申请资料的公告》，1999 年“彤程化工有限公司”成立，2008 年“彤程集团有限公司”成立，2018 年公司在上海证券交易所上市。近年来，公司逐步收购国内领先的显示面板光刻胶供应商北旭电子以及半导体光刻胶供应商北京科华，沿着产业链持续进行横向和纵向拓展，打造新材料综合性服务企业，主要业务包括电子材料、轮胎用橡胶助剂及其他化工产品、可完全生物降解材料。电子材料方面，彤程新材依托旗下全资子公司彤程电子整合集团内外资源打造电子化学品产业化平台，产品主要分为：1) 半导体材料，包括半导体光刻胶、CMP 抛光垫、高纯溶剂及 EBR；2) 显示面板材料，包括显示面板光刻胶、有机绝缘膜及发光材料。2025 年前三季度公司在我国半导体光刻胶以及 TFT 阵列光刻胶市场的销售金额均位居中国供应商首位。轮胎用橡胶助剂及其他化工产品方面，公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商，稳居行业龙头地位，并连续多年是我国最大的橡胶酚醛树脂生产商，与国内外轮胎企业建立了长期稳定的业务合作关系。2025 年前三季度公司在全球及我国轮胎用酚醛树脂橡胶助剂市场销售金额均排名第一。可完全生物降解材料方面，公司围绕 PBAT 聚合工艺及改性方案创新，在相关行业实现突破性应用。

图表 1. 彤程新材发展历程

1999年	• 成立彤程化工有限公司。
2006年	• 成立北京研发中心；投资建设华奇工厂。
2008年	• 成立彤程集团有限公司。
2010年	• 成立上海研发中心。
2018年	• 在上海证券交易所上市。
2019年	• 投资中策橡胶集团有限公司。
2020年	• 设立上海彤程电子有限公司；收购北京科华微电子、北旭电子；与巴斯夫在中国合作生产10万吨/年PBAT项目（一期）。
2021年	• 全资收购瀚森树脂（镇江）有限公司，成功开发光刻胶上游树脂产品。
2022年	• 控股北旭电子。
2023年	• 控股科华微电子；上海彤程电子投产。
2024年	• 设立彤程电子常州工厂。
2025年	• 成立RA Thailand、RA Germany。

资料来源：彤程新材 2024 年度可持续发展报告书，《彤程新材关于向香港联交所递交境外上市股份（H 股）发行并上市申请并刊发申请资料的公告》，中银证券

图表 2. 彤程新材主要厂区产品及产能情况 (截至 2026 年 3 月)

生产设施	地点	主要产品	开始运营年份	设计产能 (吨)		实际产量 (吨)		产能利用率 (%)	
				2024 年	2025 年前三季度	2024 年	2025 年前三季度	2024 年	2025 年前三季度
彤程化学工厂	上海	橡胶树脂及助剂 PBAT	2012	95,000	60,000	58,111	46,035	61.2	48.5
华奇工厂	江苏张家港	橡胶树脂及助剂	2008	72,000		82,133	57,268	114.1	79.5
彤程镇江工厂	江苏镇江	电子树脂及助剂	2021	40,000		15,073	12,699	37.7	31.7
彤程电子工厂	上海	半导体光刻胶 高纯溶剂	2023	1,000	18,800	61	141	6.1	14.1
湖北北旭工厂	湖北潜江	显示面板光刻胶	2022	6,000		5,094	4,400	84.9	73.3
科华工厂	北京	半导体光刻胶	2021				-		
彤程常州工厂	江苏常州	CMP 抛光垫	2024	25 万片抛光垫					

资料来源:《彤程新材关于向香港联交所递交境外上市股份(H股)发行并上市申请并刊发申请资料的公告》,公司2024年年报,中银证券

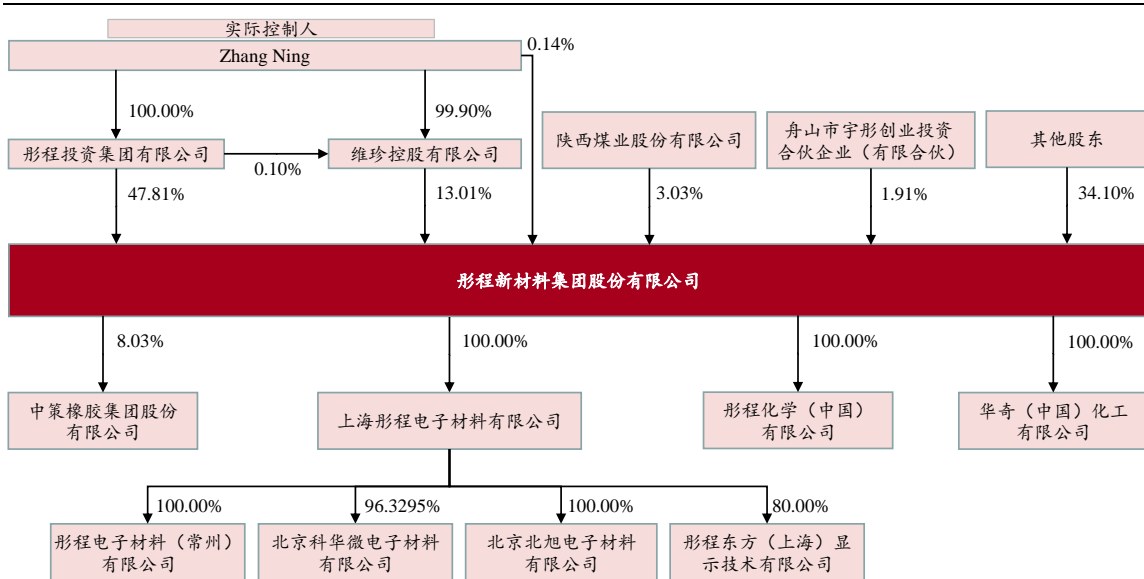
注1:彤程镇江工厂、湖北北旭工厂及科华工厂起始年份指各附属公司收购年份

注2:彤程化学工厂PBAT产线因需求低迷不时短暂停产,故产能利用率较低

注3:彤程电子工厂为2023年9月开始试生产的新工厂,且半导体光刻胶及高纯溶剂验证周期较长,故产能利用率逐渐上升

**公司股权结构稳定。**根据 2025 年中报,公司实际控制人为 Zhang Ning。截至 2026 年 3 月,公司旗下主要控股参股公司包括彤程化学(中国)有限公司、华奇(中国)化工有限公司、上海彤程电子材料有限公司等,其中公司通过彤程电子分别持有北京科华微电子材料有限公司、北京北旭电子材料有限公司 96.3295%、100.00%的股权。此外,公司与中策橡胶集团股份有限公司为联营企业,持有中策橡胶 8.03%的股权。

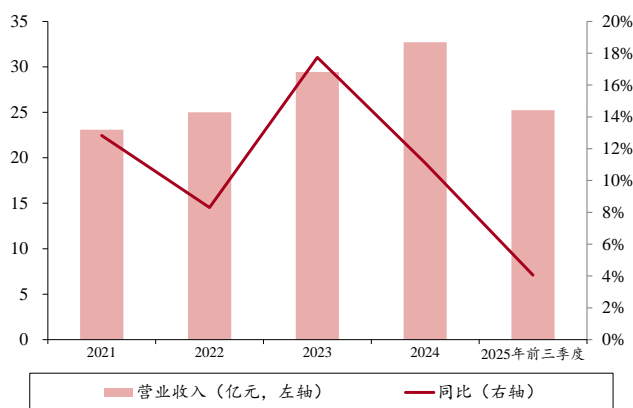
图表 3. 公司股权结构图 (截至 2026 年 3 月)



资料来源:同花顺 iFinD, 公司 2025 年中报, 中银证券

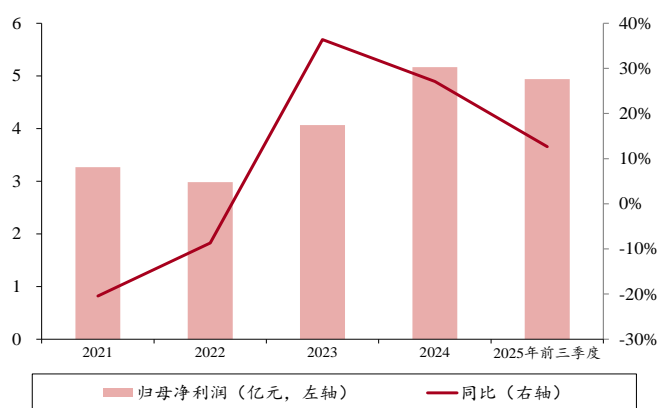
**公司业绩保持良好增长态势。**在传统业务稳健发展和新兴业务快速成长的双轮驱动下,公司整体经营业绩保持良好增长态势。2025 年前三季度公司实现营收 25.23 亿元,同比+4.06%;实现归母净利润 4.94 亿元,同比+12.65%;实现扣非归母净利润 4.66 亿元,同比+32.55%。其中 25Q3 实现营收 8.69 亿元,同比+2.38%,环比+8.79%;实现归母净利润 1.43 亿元,同比+14.11%,环比-24.95%;实现扣非归母净利润 1.41 亿元,同比+13.24%,环比-15.27%。

图表 4. 2021-2025 年前三季度公司营收及同比



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

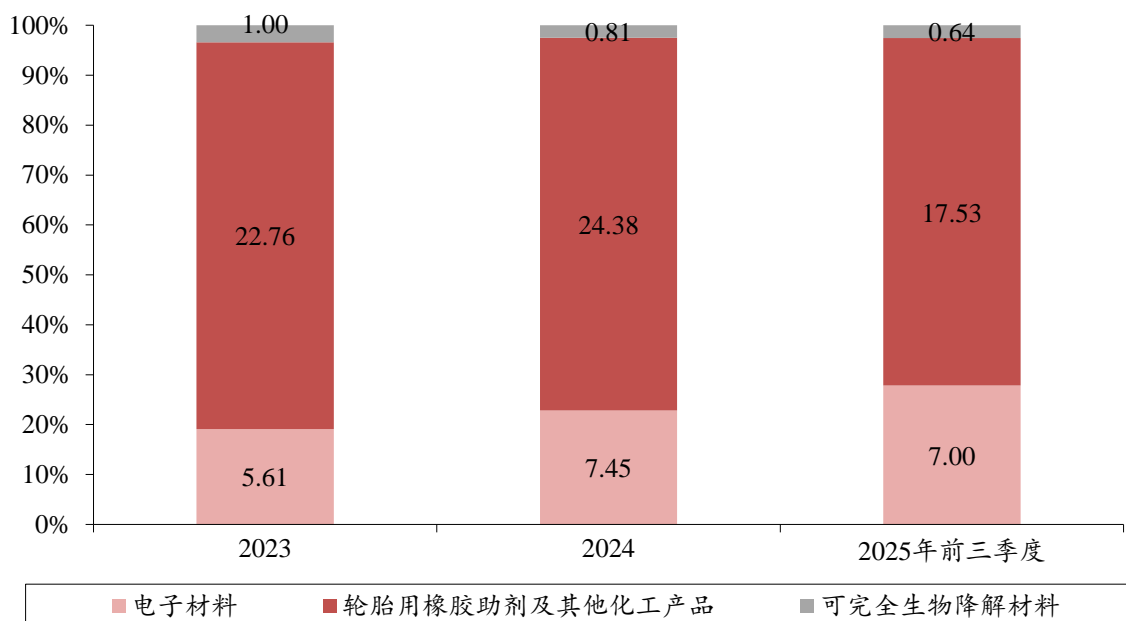
图表 5. 2021-2025 年前三季度公司归母净利润及同比



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

分行业占比来看，根据《彤程新材关于向香港联交所递交境外上市股份（H 股）发行并上市申请并刊发申请资料的公告》，2025 年前三季度公司电子材料营收为 7.00 亿元（同比+29.48%），营收占比为 27.82%（同比+5.47pct）。公司电子材料业务增长强劲，收入金额以及占比均持续上升，主要原因为得益于下游半导体存储行业快速发展、新能源汽车行业扩张以及手机家电等行业的国家补贴政策，半导体光刻胶及显示面板光刻胶需求有所增长；轮胎用橡胶助剂及其他化工产品营收为 17.53 亿元（同比-4.73%），营收占比为 69.64%（同比-6.41pct）；可完全生物降解材料营收为 0.64 亿元（同比+65.98%），营收占比为 2.54%（同比+0.95pct）。

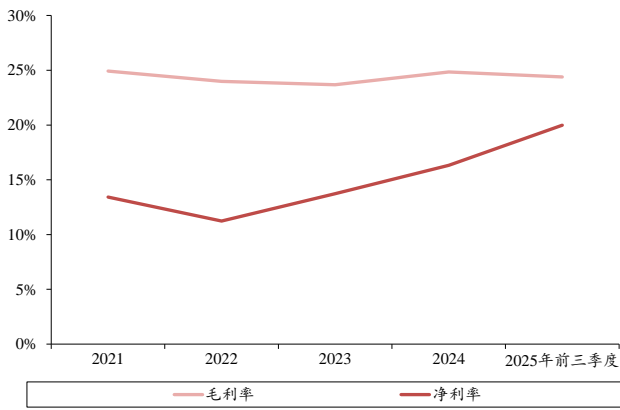
图表 6. 2023-2025 年前三季度公司主营业务收入拆分



资料来源：《彤程新材关于向香港联交所递交境外上市股份（H 股）发行并上市申请并刊发申请资料的公告》，中银证券  
注：图表内数据标签为各项业务收入绝对值，单位为亿元

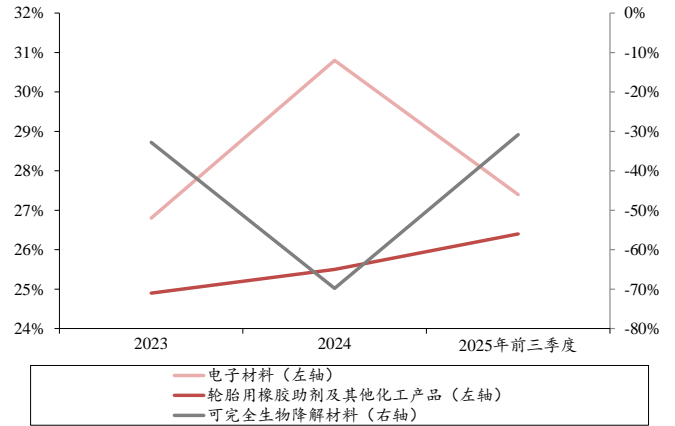
公司毛利率稳定，净利率稳步提升。2025 年前三季度公司毛利率为 24.39%（同比-1.05 pct），净利率为 19.99%（同比+1.33 pct）；25Q3 公司毛利率为 22.84%（同比-2.47 pct，环比-2.34cpt），净利率为 16.82%（同比+1.39 pct，环比-7.46 pct）。分业务来看，2025 年前三季度公司电子材料业务毛利率为 27.4%（同比-4.6pct），轮胎用橡胶助剂及其他化工产品毛利率为 26.4%（同比-0.3pct），可完全生物降解材料毛利率为-30.8%（同比大幅减亏）。可完全生物降解材料毛利率较低，主要原因为 PBAT 产线因市场需求低迷而暂停运行过一段时间，期间持续产生制造费用、折旧及摊销。

图表 7. 2021-2025 年前三季度公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 中银证券

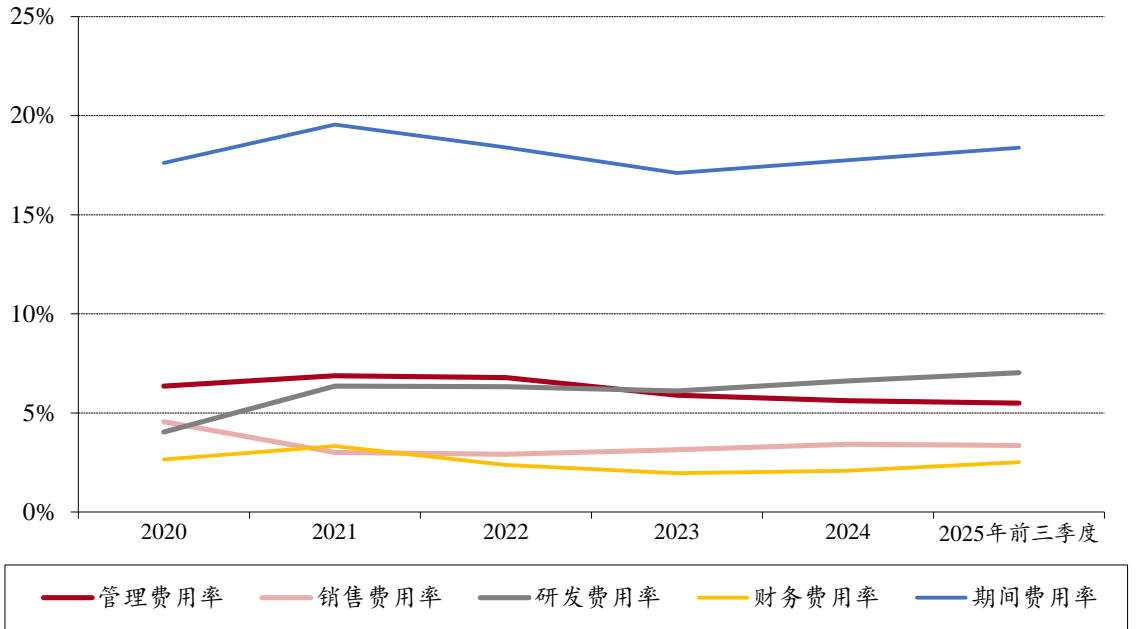
图表 8. 2023-2025 年前三季度公司各主营业务毛利率



资料来源: Wind, 中银证券

公司费用率整体稳定, 研发费用率呈上升趋势。2024 年公司期间费用率为 17.75% (同比+0.65 pct), 其中销售费用率为 3.43% (同比+0.29 pct, 主要系职工薪酬(含股份支付)等增加所致), 管理费用率为 5.62% (同比-0.28 pct), 研发费用率为 6.62% (同比+0.51 pct, 主要原因为研发投入加大), 财务费用率为 2.08% (同比+0.13 pct, 主要系 2024 年利息支出增加以及汇兑收益减少所致)。公司继续保持较高的技术研发投入、专利技术积累和新产品快速开发能力, 2025 年前三季度公司研发费用为 1.77 亿元, 同比增长 19.91%, 研发费用率为 7.03%, 同比提升 0.93 pct; 根据公司 2025 年中报, 截至 2025 年 6 月 30 日, 公司累计专利申请 630 件, 其中发明专利 430 件; 累计授权专利 462 件, 其中发明专利 276 件。

图表 9. 2020-2025 年前三季度公司费用率



资料来源: Wind, 中银证券

公司是国内领先的半导体光刻胶生产商，致力于打造电子材料平台型企业

## AI 等领域快速发展带动半导体材料需求提升，光刻胶市场规模持续增长

全球半导体行业经历周期性调整后呈现复苏迹象，半导体供应商加速扩产。根据晶瑞电材 2025 年中报，25H1 得益于新能源汽车普及、智能驾驶渗透、数据中心与 AI 算力需求增长等多重因素的共同推动，全球半导体行业在经历周期性调整后继续呈现复苏迹象。从销售额上看，美国半导体行业协会（SIA）数据显示，2025 年 1-10 月全球半导体产业销售额为 6,121.4 亿美元，同比增长 21.86%。晶瑞电材 2025 年中报显示，根据世界半导体贸易组织（WSTS）6 月发布的预测，2025 年全球半导体市场规模有望达到 7,009 亿美元，同比增长 11.2%，2026 年有望达到 7,607 亿美元，同比增长 8.5%，其中存储器预计将再次引领增长，逻辑和模拟器件也将有所贡献。从产能上看，根据国际半导体产业协会（SEMI）的预测报告，因 AI 应用需求日益增长，全球半导体供应商加速扩产，2028 年全球 12 英寸晶圆产能有望达到 1,110 万片/月，创历史新高，2024-2028 年 CAGR 达 7%。这一增长的关键驱动力之一是 7 nm 及以下先进工艺产能的持续扩张，产能有望自 2024 年的 85 万片/月扩增至 2028 年的 140 万片/月，CAGR 达 14%。从晶圆供应角度看，2030 年中国晶圆代工产能有望领先全球。根据先导基点官网的信息，市场研究机构 Yole Group 最新发布的《半导体晶圆代工产业现状报告》显示，2024 年全球晶圆代工产能分布发生变化：中国台湾地区以 23% 的市占率位居第一，中国大陆（21%）紧随其后，超越韩国（19%）、日本（13%）、美国（10%）和欧洲（8%），成为全球第二大晶圆制造基地。Yole Group 预测 2024-2030 年全球晶圆代工产能将以年均 4.3% 的速度增长，而中国大陆的占比有望从 21% 提升至 30%，超越中国台湾地区成为全球最大代工市场。

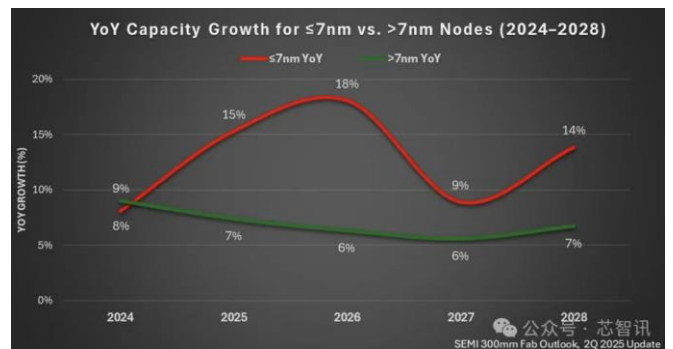
受益于整体半导体市场的复苏，以及高性能计算和高带宽存储器制造对先进材料需求的增长，全球半导体材料市场规模保持增长态势。根据安集科技 2025 年中报，SEMI 数据显示 2024 年全球半导体材料市场销售额达 675 亿美元，同比增长 3.8%。晶瑞电材 2025 年中报显示，根据调研机构 TECHCET 最新预测，2025 年全球半导体材料市场规模有望达到约 700 亿美元，同比增长约 6%。受 AI 相关需求推动，晶圆投片量有望持续增加，从而带动半导体材料市场成长，TECHCET 预计 2029 年全球半导体材料市场规模有望超过 870 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 4.5%。

图表 10. 2010-2025 年 10 月全球半导体产业销售额



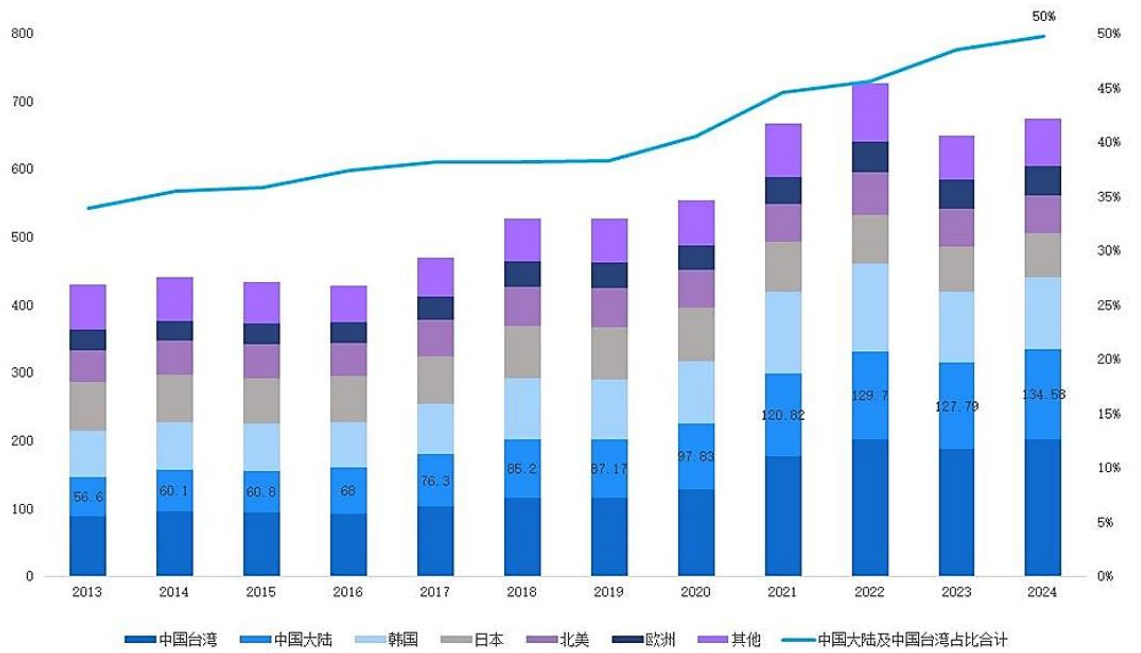
资料来源：美国半导体产业协会，Wind，中银证券

图表 11. 2024-2028 年全球半导体制造产能增速



资料来源：芯智讯，SEMI，中银证券

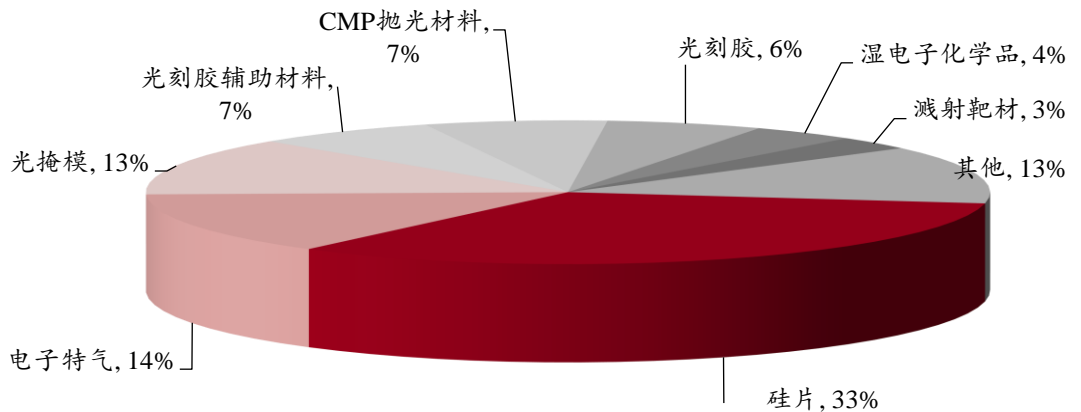
图表 12. 2013-2024 年全球半导体材料市场规模 (亿美元)



资料来源: 安集科技 2024 年年报, SEMI, 中银证券

我国半导体晶圆制造材料国产化率亟待提升。根据 SEMI 以及华经产业研究院数据, 在全球半导体晶圆制造材料市场中, 半导体硅片占比达到 33%, 在所有半导体材料中占比最高; 此外, 电子特气占比 14%, 光刻胶及其辅助材料占比 13%, CMP 抛光材料占比 7%。根据头豹研究院的信息, 2021 年我国电子特气、靶材国产化率约为 30-40%; 硅片、湿电子化学品、CMP 耗材总体国产化率约在 20-30%; 光掩模版、光刻胶国产化率约在 10% 以下, EUV 光刻胶等高端细分领域, 国产化率近乎为零。

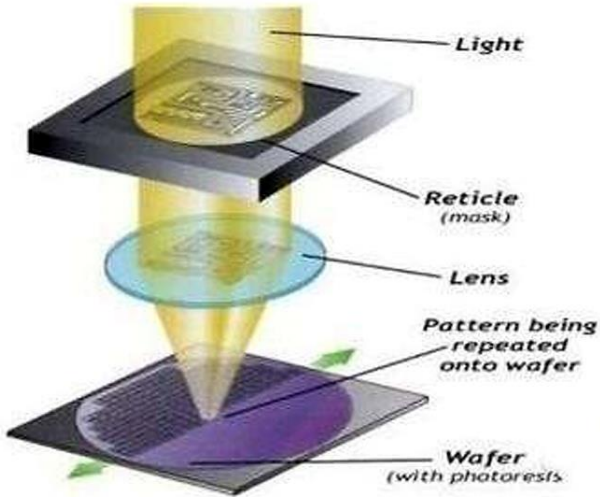
图表 13. 2022 年全球半导体晶圆制造材料细分市场结构



资料来源: SEMI, 华经产业研究院, 中银证券

根据强力新材 2025 年中报，光刻胶是利用光化学反应经曝光、显影、刻蚀等工艺，将所需要的微细图形从掩模板转移到待加工基片上的图形转移介质，主要用于微电子领域的精细线路图形加工，是微制造领域最为关键的材料之一。根据乐晴智库以及行行查研究中心的信息，光刻胶产业链上游为树脂、单体、感光剂、溶剂等光刻胶原材料，中游是基于配方的光刻胶生产合成，下游为印刷电路板、液晶显示屏和 IC 芯片，广泛应用于消费电子、家用电器、汽车电子等行业。根据深企投产业研究院的信息，根据应用领域，光刻胶可分为 PCB 光刻胶、显示面板（包含 LCD 和 OLED）光刻胶和集成电路光刻胶（可进一步细分为晶圆制造和先进封装），其技术壁垒依次提升。

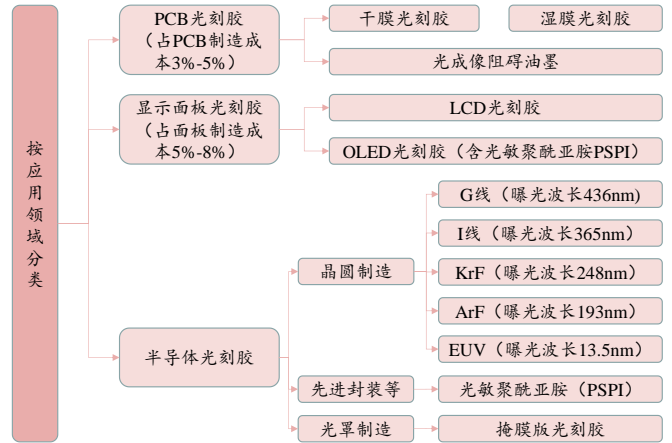
图表 14. 光刻胶作用原理示意图



资料来源：强力新材 2025 年中报，中银证券

注：光刻胶作用原理示意图：以集成电路光刻工艺为例，主要为利用曝光 (light) 和显影在光刻胶层 (photoresist) 上刻画几何图形结构，然后通过刻蚀工艺将光掩模 (reticle) 上的图形通过透镜 (lens) 后转移到所在衬底 (即硅晶圆, wafer) 上；基本原理是利用光刻胶感光后因光化学反应而形成耐蚀性的特点，将掩模板上的图形刻制到被加工表面上。

图表 15. 光刻胶的分类



资料来源：微纳米人公众号，深企投产业研究院，中银证券

注：按照化学反应原理、原材料结构及应用领域的不同，对光刻胶进行分类

图表 16. 光刻胶产业链图示



资料来源：行行查研究中心

资料来源：乐晴智库，行行查研究中心，中银证券

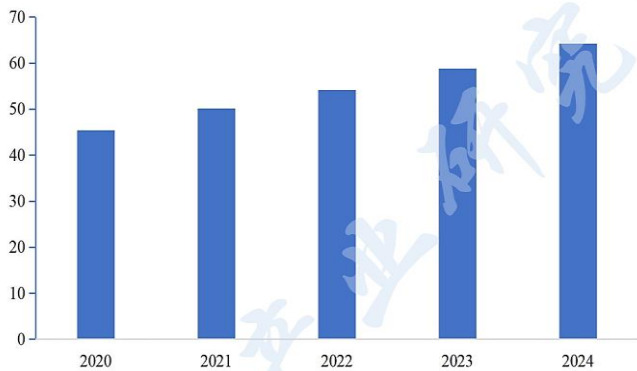
图表 17. 光刻胶的组分及其作用

成分	含量占比	作用
树脂	10%-40%	光刻胶的主要组成部分，决定光刻胶的粘附性、化学抗蚀性、胶膜厚度等基本性能。树脂在显影液中的溶解度由光引发剂在光化学反应中的产物改变，从而帮助完成光刻。
光引发剂	1%-6%	又称光敏剂或者光固化剂，属于能从光中吸收一定波长的能量，经过光化学反应产生具有引发聚合能力的活性中间体的分子。光引发剂对于光刻胶的感光度和分辨率有着重要影响。光增感剂、光致产酸剂都是帮助光引发剂发挥作用的物质。
溶剂	50%-90%	为光刻胶各组成部分提供溶液环境，使各部分溶解在一起，同时也是后续光刻化学反应的介质。
添加剂	<1%	控制光刻胶材料特殊方面的化学性质，用来控制和改变光刻胶材料的特定化学性质或者光响应特性。

资料来源：强力新材招股说明书，行行查研究中心，中银证券

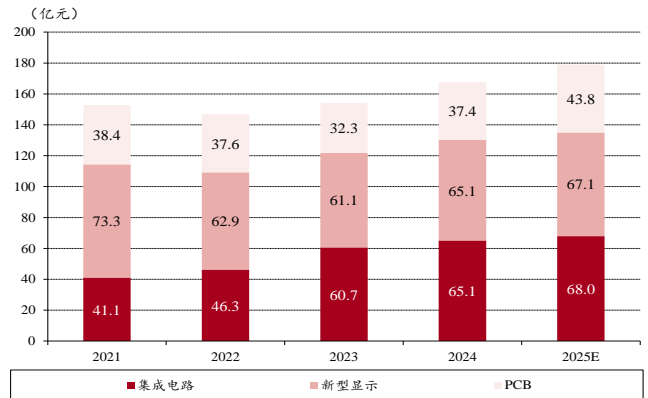
**全球及我国光刻胶市场规模持续增长。**深企投产业研究院报告显示，根据中国电子材料行业协会（CEMIA）统计和测算，2024 年全球三大领域用光刻胶总体市场规模达到 64.28 亿美元（不包括 OLED 用 PSPI），同比增长 10.18%。从具体市场结构看，半导体光刻胶占比在 60%左右，为最大品类。根据 CEMIA 数据，2024 年中国光刻胶市场规模达 167.61 亿元，同比增长 9.14%。其中集成电路、新型显示（含 TFT-LCD、OLED、Mini/Micro LED 等）、PCB 三大领域规模分别为 65.10 亿元、65.12 亿元和 37.39 亿元，预计 2025 年市场规模将增至 178.99 亿元，其中集成电路 68.02 亿元（同比+4.49%）、新型显示 67.13 亿元（同比+3.09%）、PCB 43.84 亿元（同比+17.25%）。2024 年中国 OLED 用光刻胶市场规模为 1.62 亿元，预计 2025 年将增长至 1.95 亿元。势银芯链的信息显示，人工智能、高性能计算等领域快速发展，对算力芯片的需求大幅增加，此外中国大陆晶圆产能持续扩张，带动了半导体光刻胶市场需求。

图表 18. 2020-2024 年全球光刻胶市场规模（亿美元）



资料来源：中国电子材料行业协会、SEMI 等，深企投产业研究院

图表 19. 2021-2025 年中国大陆半导体光刻胶市场规模



资料来源：中国电子材料行业协会、电子化工新材料产业联盟，深企投产业研究院，中银证券

## 半导体光刻胶：国产化率亟待提升，公司是国内领先的半导体光刻胶生产商

**半导体光刻胶是半导体制造核心材料。**根据中国科学院微电子研究所集成电路先导工艺研发中心的信息，一般情况下，一个芯片在制造过程中需要进行 10~50 道光刻过程，光刻工艺约占整个芯片制造成本的 35%，耗时占整个芯片工艺的 40%-60%，是半导体制造中最核心的工艺。光刻技术随着 IC 集成度的提升而不断发展。为了满足集成电路对密度和集成度水平的更高要求，半导体用光刻胶通过不断缩短曝光波长以提高极限分辨率，世界芯片工艺水平目前已跨入微纳级别，光刻胶的波长由紫外宽谱逐步至 g 线 (436 nm)、i 线 (365 nm)、KrF (248 nm)、ArF (193 nm)、F2 (157 nm)，以及最先进的 EUV (<13.5 nm) 线水平。根据 QYResearch 的信息，目前 ArF 和 KrF 光刻胶在半导体光刻胶中占比最高，二者合计占有 73% 的市场份额。得益于 5G、AI、数据中心/服务器、新能源汽车等领域快速发展，全球尖端半导体工艺快速增长，进一步推动高端光刻胶需求；QYResearch 预计未来几年 EUV 光刻胶有望保持最快增长，预计 2030 年 EUV 光刻胶市场规模占比将由 2023 年的 9.9% 增长到 2030 年的 21.3%。

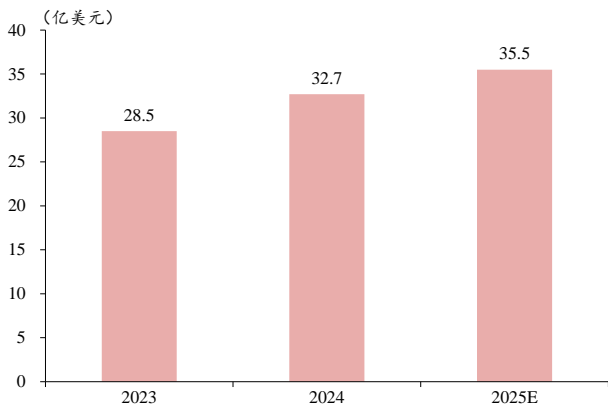
图表 20. 半导体光刻胶按曝光波长分类及应用

产品类型	曝光波长	主要适用晶圆尺寸	应用集成电路制程
g 线光刻胶	436 nm	6 寸/8 寸	0.5 um 以上
i 线光刻胶	365 nm	6 寸/8 寸/12 寸	0.5 um-0.35 um
KrF 光刻胶	248 nm	8 寸/12 寸	250 nm-130 nm
ArF 光刻胶 (干式)	193 nm	12 寸	130 nm-65 nm
ArF 光刻胶 (浸没式)	193 nm	12 寸	65 nm-14 nm, 配合双重及多重显影技术可达到 7 nm
EUV 光刻胶	13.5 nm	12 寸	7 nm 以下

资料来源：微纳米人公众号，驭势资本，中银证券

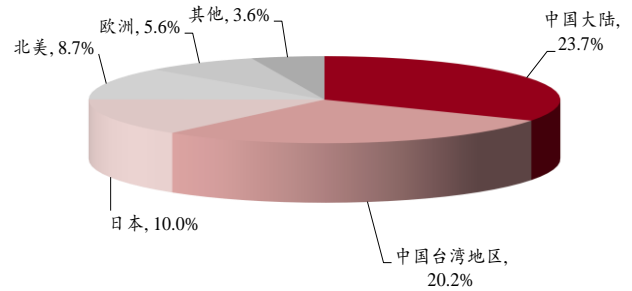
深企投产业研究院报告显示，根据中国电子材料行业协会统计数据，2024 年全球集成电路晶圆制造用光刻胶市场规模为 32.7 亿美元，同比增长 14.7%，预计 2025 年全球集成电路晶圆制造用光刻胶市场规模将增长至 35.5 亿美元。分地区来看，全球半导体光刻胶市场集中在亚太地区。根据赛迪智库数据，2023 年亚太地区占全球半导体光刻胶市场份额的 82%，韩国以 28.1% 的份额位居首位，中国大陆、中国台湾地区、日本分别以 23.7%、20.2%、10.0% 的份额位列第二、三、四位。这一格局与全球半导体制造产能聚集于亚太密切相关，2023 年亚太地区承载了全球超过 75% 的半导体产能，从而推动该地区在相关材料市场中占据主导地位。

图表 21. 2023-2025 年全球集成电路晶圆制造用光刻胶市场规模



资料来源：中国电子材料行业协会，深企投产业研究院，中银证券

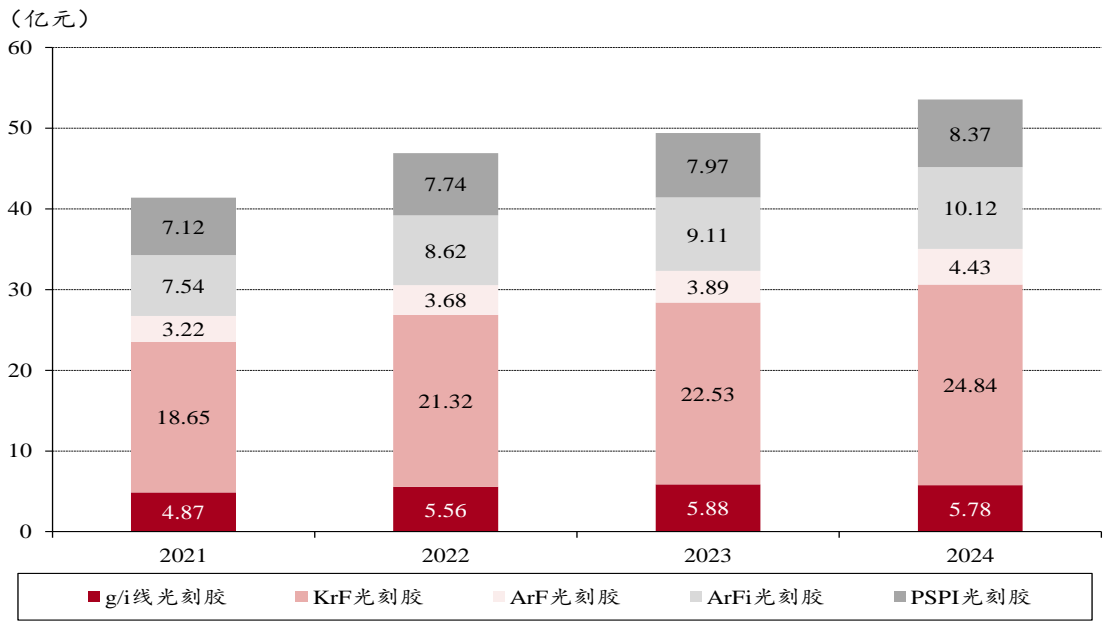
图表 22. 2023 年全球半导体光刻胶市场区域分布



资料来源：赛迪智库、SEMI，冯国楠《全球半导体光刻胶行业现状及发展分析》，深企投产业研究院，中银证券

根据深企投产业研究院报告，2024 年中国集成电路晶圆制造用光刻胶市场规模为 53.54 亿元，同比增长 8.40%，其中 g/i 线光刻胶市场规模 5.78 亿元，KrF 光刻胶市场规模 24.84 亿元，ArF 光刻胶市场规模 4.43 亿元，ArFi 光刻胶 (ArF 浸没式光刻胶) 市场规模 10.12 亿元，PSPI 光刻胶市场规模 8.37 亿元。预计 2025 年中国集成电路晶圆制造用光刻胶市场规模将达 55.77 亿元。

图表 23. 2021-2024 年中国集成电路晶圆制造光刻胶分产品市场规模

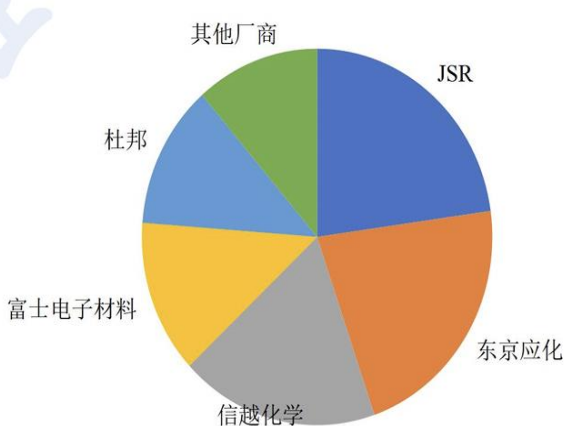


资料来源：中国电子材料行业协会、艾森股份 2025 年半年报等，深企投产业研究院，中银证券

**光刻胶具有较高的国产替代壁垒。**根据深企投产业研究院报告，光刻胶的研发和国产替代面临多重挑战：1) 上游原材料壁垒：我国光刻胶树脂和光敏剂高度依赖进口；2) 配方壁垒：配方是光刻胶最核心的技术壁垒，其性能依赖于树脂结构、光酸产生剂、各类功能添加剂及溶剂之间的精密配比与协同作用，同时也难以从成品中完整逆向还原出原始配方及其关键工艺细节；3) 设备及测试成本壁垒：光刻胶的研发与生产需要昂贵的光刻机进行配套测试，根据晶瑞股份可转债募集说明书数据，单台 ArF 光刻机价格为 1.5 亿元，整套设备总支出为 3.39 亿元。当前 ASML 的 EUV 光刻机单价已超过 2 亿欧元，ArFi 光刻机 2024 年均价 0.74 亿欧元；4) 客户验证壁垒：新研发的光刻胶验证周期通常为 2-3 年，而更换供应商不仅需重走 2-3 年认证流程，更可能引发良率波动、工艺偏移等产线风险，导致晶圆厂高度依赖现有供应商；5) 量产稳定性壁垒：光刻胶从实验室到量产必须保证每批次产品的金属离子含量、分子量分布等关键指标的一致性。

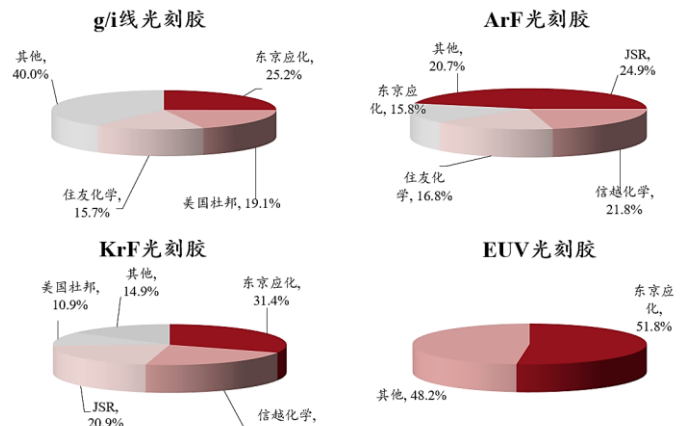
**全球高端半导体光刻胶市场份额主要被日本和美国企业占据。**根据深企投产业研究院报告，全球半导体光刻胶主要企业包括日本合成橡胶 JSR、信越化学、东京应化 TOK、住友化学、美国杜邦 DuPont、韩国东进世美肯、日本富士胶片等，合计市场占有率达 95%，其中行业龙头 JSR、TOK 的产品可覆盖所有半导体光刻胶品种，尤其在高端 EUV 光刻胶领域处于垄断地位。根据中国电子材料行业协会的数据，2023 年度前五大厂商占据了全球半导体光刻胶市场近 90% 的份额，其中 JSR、TOK、信越化学与富士胶片 4 家企业市占率合计达 76%。

图表 24. 2023 年全球半导体光刻胶市场份额



资料来源：中国电子材料行业协会，SEMI，深企投产业研究院，中银证券

图表 25. 2020 年全球半导体光刻胶细分产品市场竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

**我国企业积极布局半导体光刻胶产业链。**根据观察者的信息，我国光刻胶产业因为起步较晚，产品主要集中在中低端市场，例如在比较基础的 PCB 光刻胶领域，我国产值已占到全球 70% 以上；而在显示面板用光刻胶领域，国产品牌则占据了大约 35% 的市场份额，但仍以中低端产品为主，对于高世代线面板所需的彩色和黑色光刻胶这类高端产品，中国市场依然依赖进口。半导体光刻胶方面，我国几乎完全依靠国外供应。根据半导体芯科技 2025 年 2 月的信息，G/I 线光刻胶国产化率为 30%，KrF 光刻胶国产化率为 10%，ArF 光刻胶国产化率为 2%，EUV 光刻胶仍处于研发阶段。高端光刻胶受到国外企业长期垄断，对中国芯片制造造成卡脖子风险。深企投产业研究院报告显示，《国家集成电路产业投资基金三期规划》明确将光刻胶等半导体材料列为重点投资领域，计划投入超过 500 亿元支持关键材料研发及产业化。我国部分企业在半导体光刻胶领域不断突破，彤程新材、晶瑞电材、南大光电、鼎龙股份、恒坤新材等企业在半导体光刻胶方面均有布局。

**图表 26. 部分国内半导体光刻胶代表企业**

企业	光刻胶业务进展
彤程新材 (北京科华)	子公司北京科华在 IC 光刻胶方面是国内第一，是唯一被 SEMI 列入全球光刻胶八强的中国光刻胶生产企业。25H1 公司半导体光刻胶业务实现营业收入近 2 亿元，同比增长超 50%，连续两年增速超 50%。25H1 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验证并逐步上量，同时公司传统优势产品也在持续突破，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%。
晶瑞电材 (瑞红苏州)	子公司瑞红苏州是国内光刻胶领域领先企业，紫外宽谱系列光刻胶多年来稳居国内市占率第一；i 线光刻胶系列产品在完成国家重大科技项目 02 专项项目后规模化向中芯国际、长鑫存储、华虹半导体、晶合集成等国内知名半导体企业供货；在 DUV 光刻胶方面和中国石化集团全面合作，多款 KrF 光刻胶已量产出货；ArF 高端光刻胶已小批量出货，同时多款产品已向客户送样并开展验证。25H1 公司光刻胶产品实现营业收入 1.06 亿元，同比增长 12.36%；正性光刻胶产品销量增长超过 12%，销售额增长超过 18%，其中 i 线光刻胶销量及销售额同比增长均超过 22%，KrF 光刻胶销量及销售额均实现数倍增长，ArF 光刻胶实现小批量出货；紫外宽谱系列光刻胶产品出货量增长显著。
南大光电	公司在光刻胶技术研发方面始终坚持从原材料到产品的完全自主化。子公司宁波南大光电的光刻胶研发中心具备了研制功能单体、功能树脂、光敏剂等光刻胶材料的能力，能够实现从光刻胶原材料到光刻胶产品及配套材料的自主化。25H1 公司前期取得订单的 ArF 光刻胶产品保持连续稳定供应，赢得客户认可。光刻配套稀释剂产品报告期加速扩产和市场拓展，实现收入翻倍。
鼎龙股份	25H1 公司浸没式 ArF 及 KrF 晶圆光刻胶业务持续推进，已布局近 30 款高端晶圆光刻胶，超过 15 款产品已送样给客户验证，其中超过 10 款进入加仑样测试阶段，有数款产品有望在 25H2 全力冲刺订单。潜江一期年产 30 吨 KrF/ArF 高端晶圆光刻胶产线具备批量化生产及供货能力，二期年产 300 吨 KrF/ArF 高端晶圆光刻胶量产线已进入投产前的收尾与设备调试阶段。公司开发出 KrF、ArF 光刻胶专用树脂及其高纯度单体、光致产酸剂等关键材料，同时在国内寻求有实力的合作伙伴，实现从关键材料到光刻胶产品自主可控的全流程国产化。
恒坤新材	公司进一步向 i-Line 光刻胶、KrF 光刻胶、ArF 光刻胶、SiARC、Top Coating 等产品延伸，其中 i-Line 光刻胶与 KrF 光刻胶已实现销售，ArF 光刻胶、SiARC、Top Coating 均已进入客户验证流程，ArF 浸没式光刻胶已通过验证并小规模销售。2024 年公司 i-Line 光刻胶销售规模达 715.19 万元，KrF 光刻胶销售规模 1,352.31 万元。

资料来源：彤程新材 2024 年年报，彤程新材 2025 年中报，晶瑞电材 2025 年中报，南大光电 2025 年中报，鼎龙股份 2025 年中报，恒坤新材招股意向书，中银证券

**彤程新材是国内半导体光刻胶龙头企业，全资子公司彤程电子持有北京科华 96.3295% 的股份。**根据公司 2024 年年报以及 2025 年中报，在半导体光刻胶的研发、生产及销售方面，公司目前已经是国内半导体光刻胶龙头企业，也是拥有自主知识产权的本土供应商，产品涵盖 G 线光刻胶、I 线光刻胶、KrF 光刻胶和 ArF 光刻胶，是国内 8-12 英寸集成电路产线最主要的本土材料供应商。子公司北京科华在 IC 光刻胶方面是国内第一，是唯一被 SEMI 列入全球光刻胶八强的中国光刻胶生产企业。25H1 公司全资子公司彤程电子对北京科华的直接持股比例提升至 96.3295%。

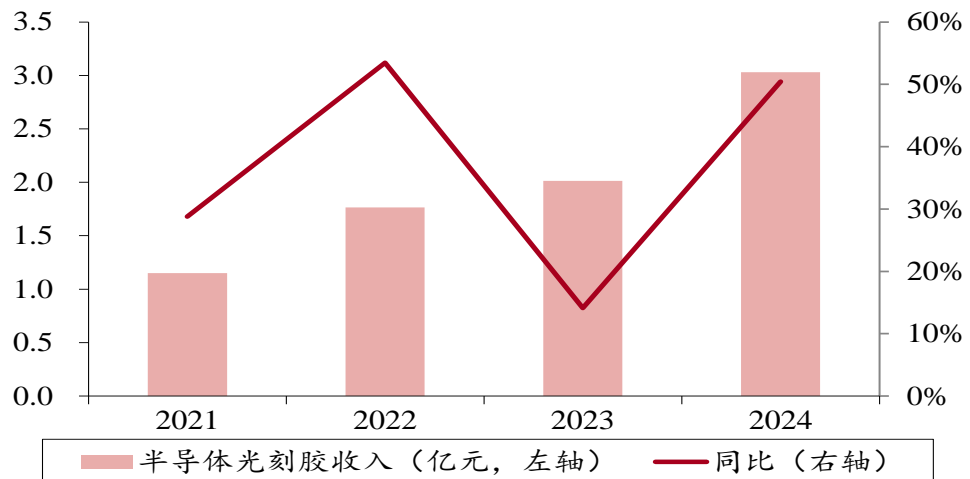
图表 27. 北京科华发展历程

2014年	北京科华第一款KrF光刻胶问世，奠定了国产光刻胶排名第一的地位。
2017年	北京科华KrF光刻胶正式进入国内12英寸产线。
2018年	北京科华开始走出国门，成功让Intel（USA）与TSMC打开大门，同时Intel大连也主动与北京科华联系并给出合作产品，新加坡的GF与SSMC也开始建立联系。
2019年	中美贸易战升级，华为等公司被列入美国实体清单，光刻胶成为“卡脖子”材料热点。
2020年	中美科技战升级，华为海思和中芯国际等公司被列入美国实体清单，EUV光刻机无法购买，北京科华全力加大研发投入，加快产品开发替代速度。
2021年	某日本公司KrF光刻胶供应短缺，北京科华多款产品成功替代解决短供问题。

资料来源：公司2021年年报，中银证券

**公司半导体光刻胶业务持续放量，研发项目不断推进。**根据公司2025年中报，25H1公司半导体光刻胶业务实现营业收入近2亿元，同比增长超50%，连续两年增速超50%。从产品结构来看，公司的ArF光刻胶、KrF光刻胶、抗反射涂层、EBR等新产品系列，在25H1已陆续通过国内多家客户的验证，并开始逐步实现切线上量，产品持续提升产能、稳定通过品质认证，不仅为国内客户提供了稳定供应，更彰显了本地化生产优势。同时，公司传统优势产品也在持续突破，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%。25H1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。产能方面，公司年产1.1万吨半导体、平板显示用光刻胶及2万吨相关配套试剂项目已部分建设完成，其中包括年产300/400吨ArF及KrF光刻胶量产产线，进一步夯实产能优势。

图表 28. 2021-2024 年公司半导体光刻胶业务营业收入



资料来源：公司2021年年报，公司2022年年报，公司2023年年报，公司2024年年报，中银证券

**公司自产树脂开发进展顺利。**根据公司2025年中报，公司以高分辨I线光刻胶项目开发为载体，构建“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。具体来看：

- 1) 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，2025 年将完成两条量产产线建设。依托该切割酚醛树脂开发的 I 线光刻胶，目前已有数款产品在客户端实现量产，另有多款产品进入客户端测试阶段，产品系列覆盖 0.5-5 μm 厚度的前端高分辨 I 线光刻胶及后端厚膜胶。
- 2) 在 KrF 光刻胶树脂方面，2024 年已实现量产的 tBOC-PHS、EVE-PHS、ESCAP、Terpolymer 等多系列 PHS 树脂，25H1 产量与合格率持续稳步提升，其金属杂质控制水平稳定达到国际进口树脂同等标准；同时，该系列树脂新增多个规格产品，已成功导入下游光刻胶配方体系，进入客户的 STR、MSTR 测试阶段。此外，新开发的 PTBS-PHS、PTPS-PHS 及 EPE-PHS 等高性能树脂已完成中试放大，正推进配方验证工作；2025 年将完成两条 PHS 树脂专用生产线的新增建设，预计投产后可显著提升公司高端树脂的自主供应能力与市场响应速度。

## 显示光刻胶：需求稳健增长，公司市占率有望稳步提升

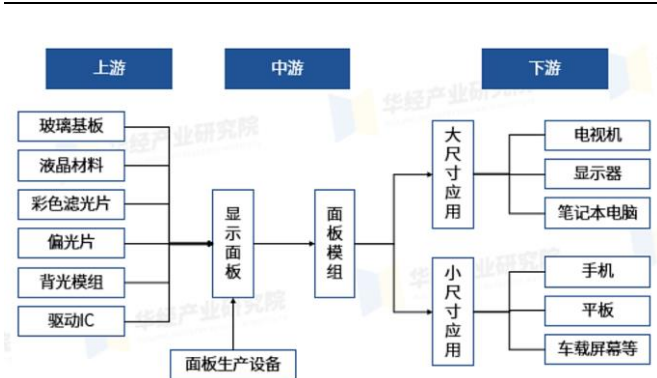
深企投产业研究院报告显示，在新型显示面板制造成本中，光刻胶(含光敏聚酰亚胺)占比约为 5%-8%。显示光刻胶主要分为 LCD 和 OLED 光刻胶两大类。1) LCD 光刻胶：应用于 LCD 液晶面板的彩色滤光片和 TFT 阵列两大制程。根据前瞻产业研究院，在 LCD 的构成组件中，彩色滤光片作为实现制色显示的关键器件，在 LCD 面板总成本占比约为 21%。彩色光刻胶和黑色光刻胶是制备彩色滤光片的核心材料，黑色矩阵膜和彩色光刻胶合计占彩色滤光片成本的约 46%；2) OLED 光刻胶：OLED 显示面板所用光刻胶种类较 LCD 显著减少，在 TFT 背板制程中仍使用 g/i 线正性光刻胶进行多次图形化；而在像素定义层 (PDL)、平坦化层及隔离柱制程中，则使用兼具光刻图形化与介电绝缘功能的永久性光刻胶——光敏聚酰亚胺 (PSPI)，光刻后永久保留，少数场景采用光敏丙烯酸树脂。

图表 29. 面板光刻胶产品分类

分类	主要用途
彩色光刻胶、黑色光刻胶	用于制备彩色滤光片，对面板的彩色性能起关键作用
触摸屏用光刻胶	用于在玻璃基板上沉积 ITO 制作触摸电极
TFT-LCD 正性光刻胶	用于微细图形加工

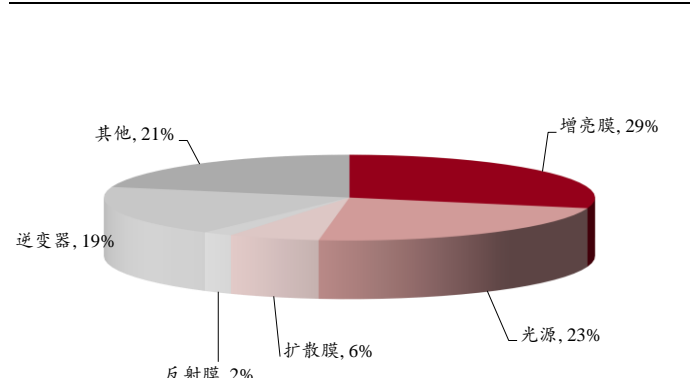
资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

图表 30. 平板显示行业产业链结构图



资料来源：华经产业研究院，中银证券

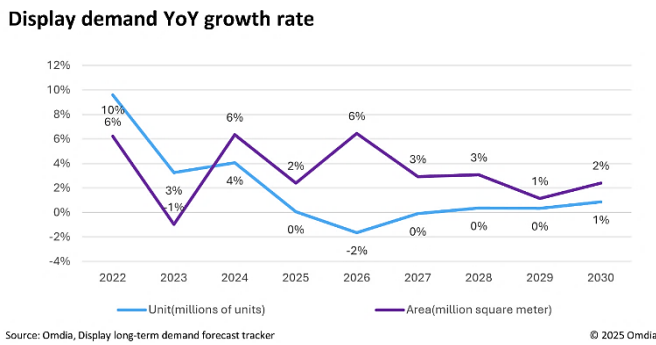
图表 31. 彩色滤光片成本结构图



资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

**显示面板需求有望保持强劲，带动面板光刻胶需求提升。**根据彤程新材 2025 年中报以及深企投产业研究院报告，25H1 显示行业在国补政策刺激及下游客户提前备货的推动下，供需格局趋紧，同时随着 OLED 在 Mobile 等终端渗透率持续提升，相关面板厂始终保持高稼动率生产态势，25H1 中国大陆显示面板产量同比增加约 5%。Omdia《显示面板长期需求预测追踪报告》显示，2026 年全球显示面板总面积需求预计同比增长 6%。受美国进口关税政策不确定性和经济增速放缓影响，2026 年全球显示面板出货量预计将下降 2%，但在大尺寸显示面板需求增长的推动下，整体面积需求仍有望保持强劲。伴随全球显示面板产能持续向中国转移，中国大陆目前已占据全球显示面板产能与出货量的 70% 以上，并在 TFT-LCD 领域确立了主导地位，成为全球显示用光刻胶需求的核心区域。根据中国电子材料行业协会数据，全球 TFT-LCD 光刻胶市场规模预计从 2023 年的 97.14 亿元增至 2025 年的 105.96 亿元，CAGR 为 4.44%；国内 TFT-LCD 光刻胶市场规模预计从 2023 年的 59.9 亿元增至 2025 年的 68.43 亿元，CAGR 为 6.88%。需求量方面，2023 年全球 TFT-LCD 用光刻胶需求量约为 5.71 万吨，预计 2025 年将达到 6.59 万吨；国内 TFT-LCD 用光刻胶需求量约为 3.52 万吨，预计 2025 年将达到 4.26 万吨；25H1 中国大陆显示面板用 Array 正性光刻胶需求量约为 9,550 吨，同比增长约 6%。

**图表 32. 2022-2030 年全球显示面板需求面积及出货量同比**



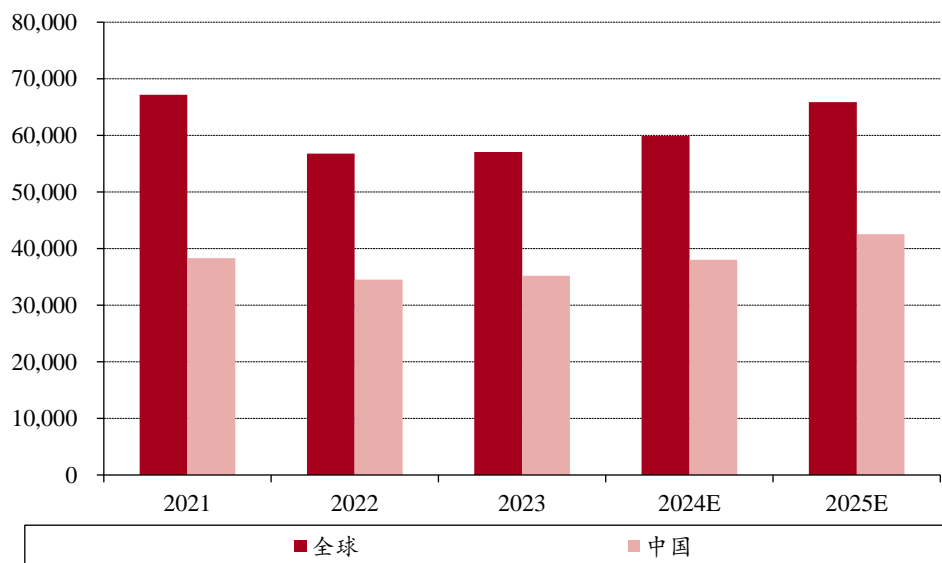
资料来源：Omdia，中银证券

**图表 33. 2022-2026 年中国大陆显示光刻胶市场规模(亿元)及同比**



资料来源：势银芯链《2024 势银光刻材料产业发展蓝皮书》，中银证券

**图表 34. 2021-2025 年全球及中国 TFT-LCD 光刻胶需求量 (吨)**



资料来源：中国电子材料行业协会，深企投产业研究院，中银证券

**面板光刻胶国产化率仍有提升空间。**根据深企投产业研究院报告，全球显示面板光刻胶主要企业包括德国默克，日本东京应化 TOK、合成橡胶 JSR、住友化学、三菱化学，美国杜邦以及中国台湾奇美化学等。但随着全球 LCD 产能增长停滞，日韩厂商退出，国产面板厂加快国产供应链替代，欧、美、日、韩面板光刻胶厂商的市场份额逐步缩小，业务重点转向半导体光刻胶领域。从国产化进程来看，LCD 光刻胶中，CF 用 BM/OC 胶及 TFT 阵列胶的替代进程相对较快，部分品类已实现规模化供应，处于快速替代阶段，当前国产化率可达 40%-60%，彩色光刻胶国产化率预计已突破 30%。OLED 光刻胶尤其是高性能 PSPI 和高分辨率阵列胶，仍由国外企业垄断，国产化率在 5% 以下。国产显示面板光刻胶主要企业包括彤程新材、晶瑞电材、雅克科技、飞凯材料、容大感光等。

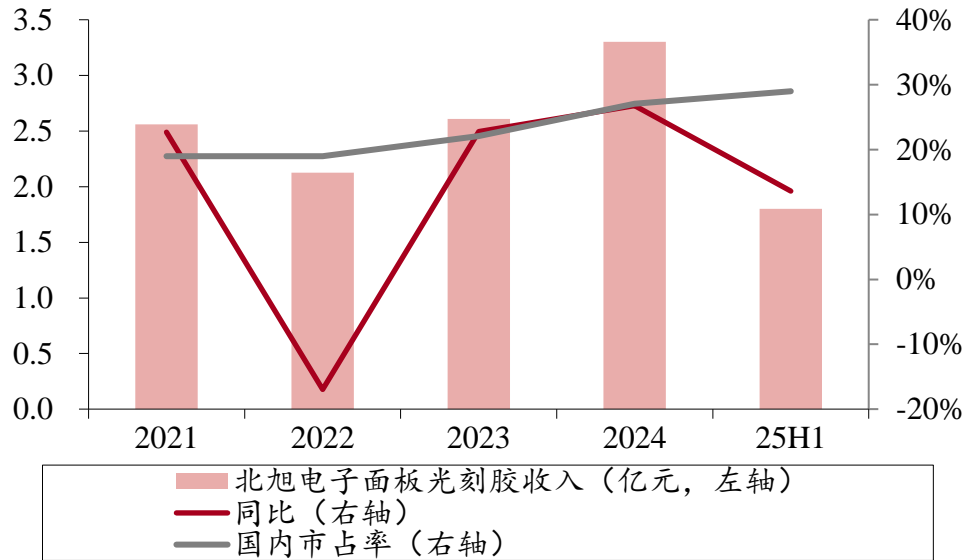
**图表 35. 国内部分面板光刻胶代表企业**

企业	面板光刻胶业务进展
彤程新材 (北旭电子)	25H1 公司显示光刻胶产品营收 1.80 亿元，同比增长 13.6%，销量同比增长 12.5%。公司产品国内市占率约为 29%，为国内第二大供应商，其中在国内最大面板厂 B 客户的市占率达 60% 左右，在 H 客户部分工厂以及 E 客户 OLED 工厂中实现 100% 覆盖。公司 4-Mask 高感度光刻胶可覆盖 Array 工艺全 Layer 需求，出货量持续增长；针对 AMOLED 面板客户开发的高性能高分辨率光刻胶，已在 B 客户与 E 客户实现量产销售；高感度高分辨光刻胶 (PR) 已进入客户终端测试阶段，预计 25H2 可全面量产；AMOLED 触控 (Touch) 用低温光刻胶已在部分客户实现量产销售。
晶瑞电材 (瑞红苏州)	25H1 公司正性光刻胶产品销量增长超过 12%，销售额增长超过 18%。
雅克科技	公司拥有红绿蓝彩色光刻胶、TFT-PR 光刻胶和 OC/PS 封装透明光刻胶等多个品类，广泛运用在 LCD 和 OLED。在新产品开发方面，公司陆续开发出彩色光刻胶关键原材料色浆和树脂等，正积极推进验证测试。显示光刻胶的关键原材料部分自供将降低产品成本和提高盈利能力。公司显示光刻胶业务的客户包括京东方、LG 显示、华星光电、惠科和深天马等国内外多家主流显示厂商。
飞凯材料	公司专注于液晶材料、高分辨率正性光刻胶、OLED 材料等产品的研发和生产，产品广泛应用于智能手机、笔记本电脑、显示器、车载平板、电视等终端显示设备。公司与国内外知名面板厂商建立了长期稳定的合作关系。
容大感光	2024 年珠海容大生产基地全面进入内部装修、生产设备安装调试等工作，建成后将会新增 2.4 亿平米感光干膜产能以及 1.53 万吨显示用光刻胶及半导体光刻胶产能。珠海项目如果能够顺利投产并达产，将会给公司带来 20 亿元左右的新增营业收入。显示用高性能黑色光刻胶目前已经完成实验室产品开发，部分客户已完成批量测试并开始小批量采购；彩色滤光片用红、绿、蓝色光刻胶已完成关键原材料评估、完成实验室配方开放，并提供小试样品在部分客户产线进行测试；OLED/LTPS 用高分辨正性光刻胶已完成实验室配方开发，等待客户验证测试。

资料来源：彤程新材 2025 年中报，晶瑞电材 2025 年中报，雅克科技 2025 年中报，飞凯材料 2025 年中报，容大感光 2024 年年报，中银证券

**公司显示光刻胶营收稳健增长，市场份额有望逐渐提升。**根据公司 2024 年年报与 2025 年中报，公司子公司彤程电子持有北旭电子 100.00% 的股权。北旭电子是国内最大的液晶正性光刻胶本土供应商，同时也是中国大陆首家实现 Array 用正性光刻胶本土量产的厂商，公司产品全面覆盖 a-Si LTPS、IGZO、OLED 等主流显示技术，并已在 G4.5 至 G10.5 面板产线实现稳定量产供货。25H1 公司显示光刻胶产品营收表现稳健，实现销售收入 1.80 亿元，同比增长 13.6%；销量同比增幅达 12.5%。市场份额方面，公司产品国内市占率约为 29%，稳居国内第二大供应商地位，其中公司显示光刻胶产品在国内最大面板厂 B 客户的市占率已达 60% 左右，在 H 客户部分工厂以及 E 客户 OLED 工厂中实现 100% 覆盖。随着适配 4mask 工艺、OLED 制程等场景的产品持续扩销，未来公司市场份额有望逐渐提升。产能方面，公司潜江工厂拥有 8,000 吨正性光刻胶产能，2024 年产能利用率为 63.60%；年产 1.1 万吨光刻胶（含 1,000 吨半导体光刻胶、1 万吨显示光刻胶）及 2 万吨半导体高纯试剂已部分完工。

图表 36. 2021-25H1 北旭电子面板光刻胶业务营业收入、同比及国内市占率



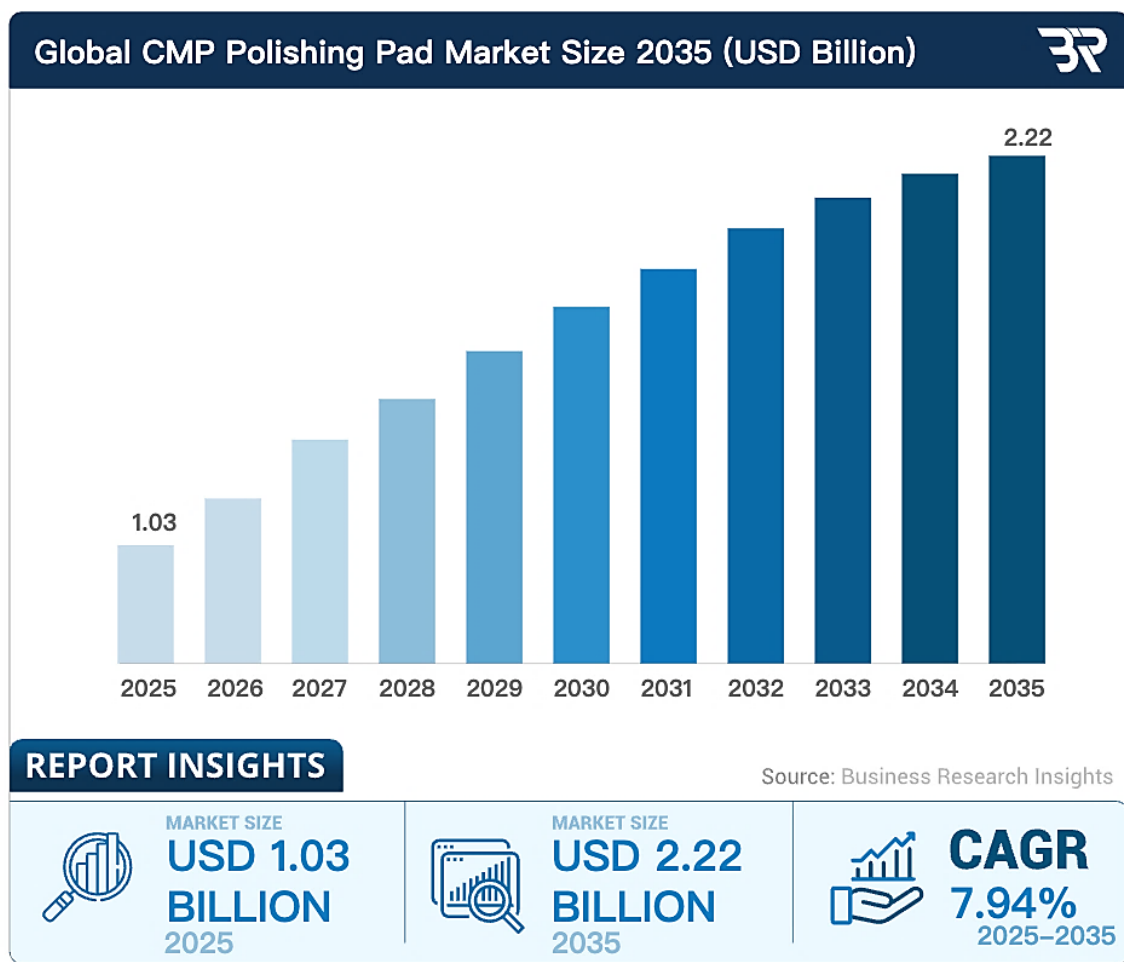
资料来源：公司2021 年年报，公司2022 年年报，公司2023 年年报，公司2024 年年报，中银证券

**公司持续加大研发创新能力，多项新产品逐步开发并落地。**公司 2025 年中报显示，25H1 公司 4-Mask 高感度光刻胶可覆盖 Array 工艺全 Layer 需求，目前该新品出货量持续增长，新客户拓展工作稳步推进。此外公司针对 AMOLED 面板客户开发的高性能高分辨率光刻胶，分辨率可达 Line 1.5  $\mu\text{m}$ 、Hole 2.0  $\mu\text{m}$ ，已在 B 客户与 E 客户实现量产销售；该产品不仅性能完全匹配现有竞品，而且能够有效规避部分竞品存在的良率问题，竞争优势显著。25H1 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，预计 25H2 可实现全面量产；同时公司 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。自产树脂方面，在显示光刻胶领域，25H1 重点攻关的 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，目前该树脂的中试放大过程稳定可控，基于此树脂的光刻胶产品已进入客户端验证阶段；依托自研丙烯酸树脂开发的 LCD 正性有机绝缘膜光刻胶，已进入向国内厂商送样测试阶段；配套的树脂量产产线建设正稳步推进，预计 25H2 建成并投入生产；同时公司已完成多款 LCD 负性有机绝缘层光刻胶的量产及客户导入工作。未来随着新产品在客户端的竞争优势持续凸显，以及新客户开发的稳步推进，公司有望进一步拓宽市场边界、提升市占率。

### CMP 抛光垫：市场规模持续增长，公司 CMP 抛光垫项目推进顺利

**CMP 抛光材料市场规模持续增长。**彤程新材 2025 年中报显示，根据 TECHCET，2024 年全球半导体 CMP 抛光材料市场规模为 34.2 亿美元，预计 2025 年增长 6% 至 36.2 亿美元。随着全球晶圆产能的持续增长以及先进技术节点、新材料、新工艺应用需要更多 CMP 工艺步骤，TEHCET 预计 2028 年全球半导体 CMP 抛光材料市场规模有望达到 44 亿美元，2024-2028 年 CAGR 为 5.6%。在 CMP 抛光垫方面，根据 Business Research Insights，2025 年全球 CMP 抛光垫市场规模为 10.3 亿美元，预计 2026 年有望达到 11.2 亿美元，2035 年有望稳健增至 22.2 亿美元，2025-2035 年 CAGR 为 7.94%。

图表 37. 2025-2035 年全球 CMP 抛光垫市场规模



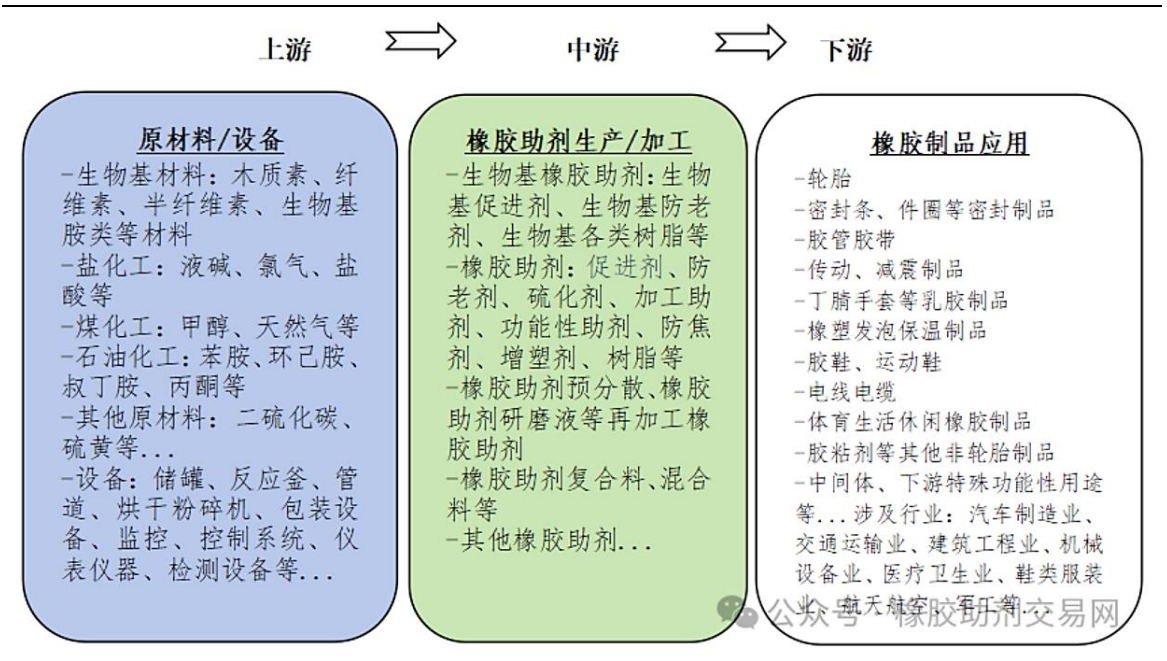
资料来源: Business Research Insights, 中银证券

公司 CMP 抛光垫项目推进顺利, 已收到正式订单并实现量产出货。根据公司 2025 年中报, 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, 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。截至 25H1, 该抛光垫项目已经完成产线建设和产品生产验证, 并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。截至公司 2025 年中报, 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。

## 公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商

根据橡胶助剂交易网的信息，橡胶助剂是在橡胶加工成具备优良弹性和使用性能的橡胶制品过程中必须添加的一系列精细化工产品的总称。根据彤程新材 2025 年中报，橡胶助剂根据用途可以分为橡胶促进剂、橡胶防老剂、硫化剂及硫化活化剂、特种功能性助剂和加工助剂。特种橡胶助剂包括功能性橡胶助剂和加工型橡胶助剂两大类。橡胶酚醛树脂是特种橡胶助剂的最主要产品，包括增粘树脂、补强树脂和粘合树脂。根据彤程新材 2024 年年报，酚醛树脂是以酚类化合物与醛类化合物经缩聚而制得的一大类合成树脂，具有良好的耐酸性能、力学性能、耐热性能，广泛应用于橡胶制品、防腐蚀工程、胶粘剂、阻燃材料、砂轮片制造等行业。在汽车轮胎应用领域，酚醛树脂根据功能分为增粘树脂、粘合树脂、补强树脂，增粘树脂用于改善轮胎加工过程中的粘性，粘合树脂可提高骨架材料与橡胶之间的结合强度，补强树脂可有效提高橡胶材料的机械强度。汽车/轮胎用酚醛树脂是推动轮胎工业工艺技术变革的创新型材料，是跟随轮胎工业工艺技术变革最密切的领域。

图表 38. 橡胶助剂产业链图示

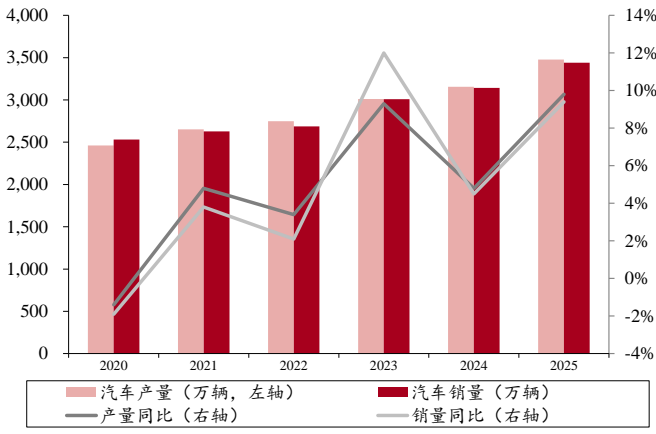


资料来源: 橡胶助剂交易网, 中银证券

**全球轮胎市场延续温和增长态势，我国轮胎生产稳中有升。**根据彤程新材 2025 年中报，25H1 全球轮胎市场延续温和增长态势。整体来看，轮胎行业景气度保持稳定，配套及替换市场保持活跃。在中国市场方面，汽车产业继续回暖。中国汽车工业协会数据显示，2025 年全国汽车产销分别达到 3,477.85 万辆和 3,440.00 万辆，同比分别增长 9.80% 和 9.40%。轮胎出口方面，中国对海外主要市场的轮胎出口保持高位运行。根据 Wind 以及中国海关总署数据，2025 年我国橡胶轮胎累计出口量达 964 万吨，同比增长 3.60%；累计出口金额为 234.34 亿美元，同比增长 1.32%。出口结构持续优化，中高端产品占比提升，反映中国轮胎制造水平和国际竞争力不断增强。国内轮胎生产稳中有升。根据车轱辘网的信息，2025 年我国橡胶轮胎外胎产量为 12.07 亿条，同比增长 0.9%。

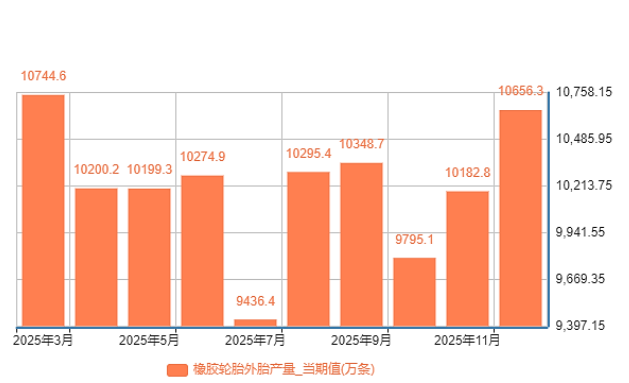
**新能源车渗透率提升带动高性能轮胎需求。**根据彤程新材 2025 年中报，新能源车对轮胎性能提出更高要求，持续拉动绿色轮胎、低滚阻材料等相关特种材料的市场需求，此外全球轮胎企业加快技术更新和产品结构调整，对优质、环保型轮胎橡胶材料的依赖持续加深。虽然新能源车渗透率持续上升有望继续拉动高性能轮胎需求，然而中低端替换胎市场增长趋缓，国际竞争日益激烈，价格竞争利润走低、原材料成本波动、海外政策不确定性等因素或对轮胎市场发展带来压力，成为橡胶轮胎材料行业发展的关键挑战。

图表 39. 2020-2025 年我国汽车产销量及同比



资料来源: Wind, 中国汽车工业协会, 中银证券

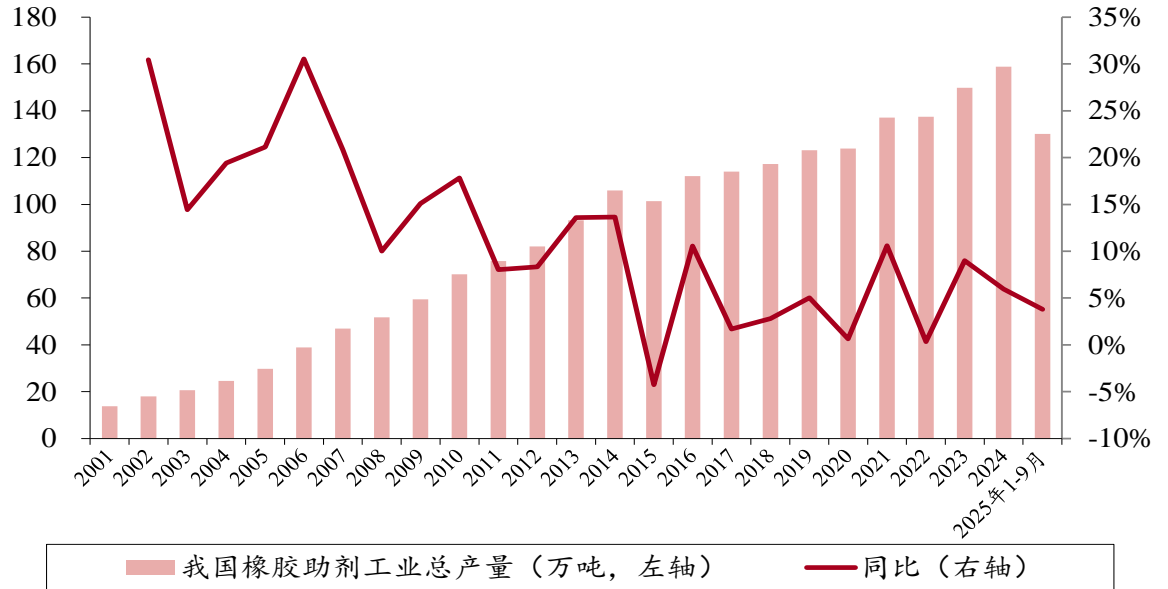
图表 40. 2025 年我国橡胶轮胎外胎月度产量



资料来源: 车轱辘网公众号, 中银证券

**中国橡胶助剂产业占全球主导地位。**根据橡胶助剂交易网的信息, 中橡协橡胶助剂专委会公布的会员单位数据显示, 2025 年 1-9 月我国橡胶助剂工业总产量为 130.06 万吨, 同比增长 3.8%; 实现工业总产值 202.91 亿元, 同比下降 7.1%; 实现销售收入 214.53 亿元, 同比下降 5.4%。从历史数据来看, 2001-2024 年我国橡胶助剂产量由 13.80 万吨增长至 158.79 万吨, CAGR 达 11.21%。根据橡胶助剂交易网以及中国化信咨询的信息, 2001 年我国橡胶助剂产量与国外产量差距明显, 全球占比约为 16%; 2002-2014 年我国橡胶助剂产量同比增速基本保持两位数, 全球占比也逐年增加, 2014 年达 73%; 2015-2024 年我国橡胶助剂产量同比增速放缓, 但是整体仍保持向上的增长态势, 2024 年我国橡胶助剂产量约占全球总产量的 78%。未来在下游汽车工业增长的带动下, 尤其是新能源汽车快速增长, 橡胶助剂行业有望保持稳定向上的增长。

图表 41. 2001-2025 年 9 月我国橡胶助剂工业总产量



资料来源: 橡胶助剂交易网, 中橡协橡胶助剂专委会, 中银证券

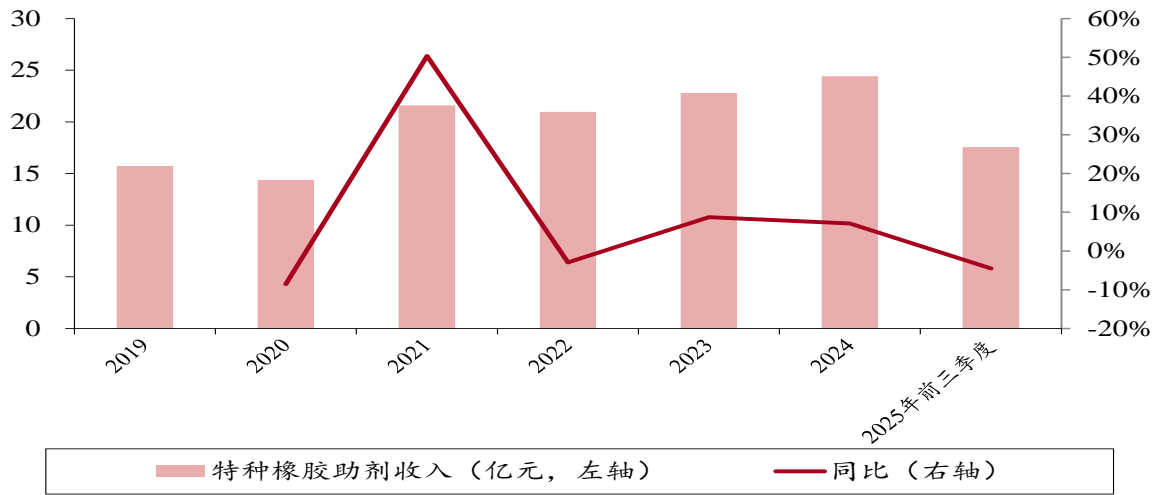
彤程新材是我国最大的橡胶酚醛树脂生产商，海外份额有望持续提升。根据公司主要经营数据公告，2025年前三季度公司特种橡胶助剂实现营业收入17.56亿元，同比下降4.50%；产量10.91万吨，同比增长0.25%；销量11.83万吨，同比增长1.00%；平均售价1.48万元/吨，同比下降5.45%。根据彤程新材2024年年报以及2025年中报，公司生产的橡胶用酚醛树脂是重要的特种橡胶助剂之一，为汽车/轮胎用特种材料。公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商，稳居行业龙头地位。根据中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会统计，橡胶酚醛树脂2024年企业排名中，彤程新材排名第一位，连续多年为中国最大的橡胶酚醛树脂、补强树脂、粘合树脂生产商。根据公司2025年中报，25H1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。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，公司海外市场份额有望持续提升。同时，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。

图表 42. 彤程新材汽车轮胎用橡胶化学品业务主要产品

产品	产品示例	主要用途	产品类型
树脂类		树脂用于赋予橡胶制品优良弹性和提高使用性能、调整橡胶产品的结构、改善橡胶加工工艺等，在橡胶工业中扮演着不可或缺的角色，是橡胶工业重要的原材料。	超级增粘树脂、对叔丁基苯酚甲醛增粘树脂、对特辛基苯酚甲醛增粘树脂、非改性苯酚甲醛补强树脂、妥尔油改性苯酚甲醛补强树脂、腰果酚 / 腰果油改性苯酚甲醛补强树脂、间苯二酚甲醛粘合树脂等。
助剂类		加工助剂的主要目的是改善解决橡胶的加工性能，对胶料的物理性能影响很小。橡胶工业中不同类型的功能性助剂有着不同的特性。	普通橡胶加工助剂、新型白炭黑加工助剂、功能助剂、化学塑解剂、抗硫化返原剂、均匀剂等。
贸易产品		筛选全球先进材料，创建平台化产品解决方案。公司代理销售多家全球知名化工企业的橡胶助剂产品，并与部分供应商签订了区域代理协议。	硫化剂、增粘树脂&白炭黑活化剂、白炭黑&硅烷、高苯乙烯树脂&防老剂、橡胶防护蜡等。

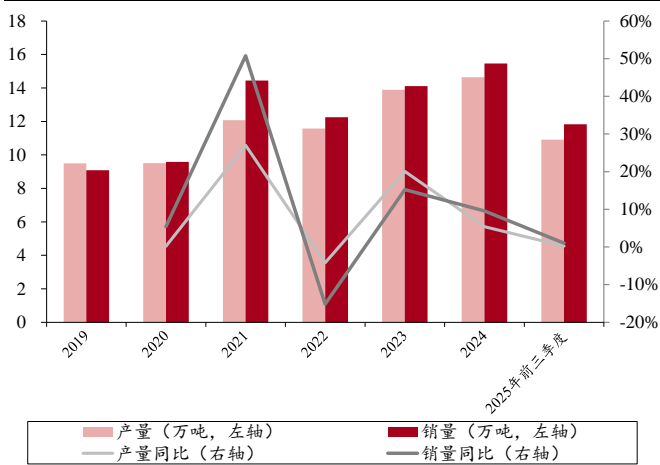
资料来源：公司2025年中报，中银证券

图表 43. 2019-2025 年前三季度公司特种橡胶助剂营业收入及同比



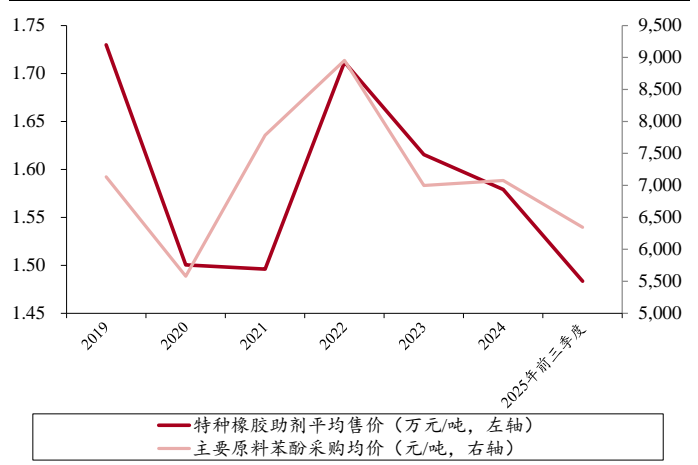
资料来源：公司主要经营数据公告，中银证券

图表 44. 2019-2025 年前三季度公司特种橡胶助剂产销量及同比



资料来源：公司主要经营数据公告，中银证券

图表 45. 2019-2025 年前三季度公司特种橡胶助剂平均售价、主要原料苯酚采购均价



资料来源：公司主要经营数据公告，中银证券

**公司积极推进橡胶新材料研发。**根据公司 2025 年中报，在橡胶新材料研发领域，公司致力于可持续新材料的开发，新研发的生物基操作油 EcoaveRBO-T 和生物基木质素基填料 EcoaveLF1001 目前正在客户端积极推广；同时，公司最新研发的加工助剂 SL-5048 可有效解决高白炭黑配方在绿色轮胎应用中的技术难题，为客户提供专业解决方案。在工业酚醛领域，公司成功开发出罐听涂料专用液体酚醛树脂 RA-L2068 和 RA-L2071 系列产品，积极响应市场对无双酚 A 配方的需求。同时，公司正重点开发应用于聚酯涂料配方的酚醛产品，并在现有 RA-L2064 产品基础上，持续推进定制化升级产品的研发工作。对外合作方面，公司承担的国家重点研发计划子课题 2022YFB3704705《嵌段共聚溶聚丁苯橡胶制备关键技术和应用研究》正在顺利推进中。

## 公司积极推进可完全生物降解材料新品开发与应用推广

**PBAT 具有良好的生物降解性能，是主要的生物降解塑料产品。**根据专塑视界公众号的信息，PBAT 兼具延展性、断裂伸长率、耐热性和抗冲击性能，易于成膜，可用于生产一次性日用品、包装材料、农用薄膜等领域，具有良好的生物降解性能。根据降解塑料专委会公众号的信息，生物降解塑料产品以 PBAT（包括 PBS、PBSA 等）为主，占比超 60%，其次为 PLA，占比约 20%；预计 2025 年全球生物降解塑料市场需求量约为 130 万吨，主要用于包装袋、餐具、吸管、农用地膜等通用领域；在包装领域，PBAT 用量达 60 万吨/年，PLA 用量达 50 万吨/年。

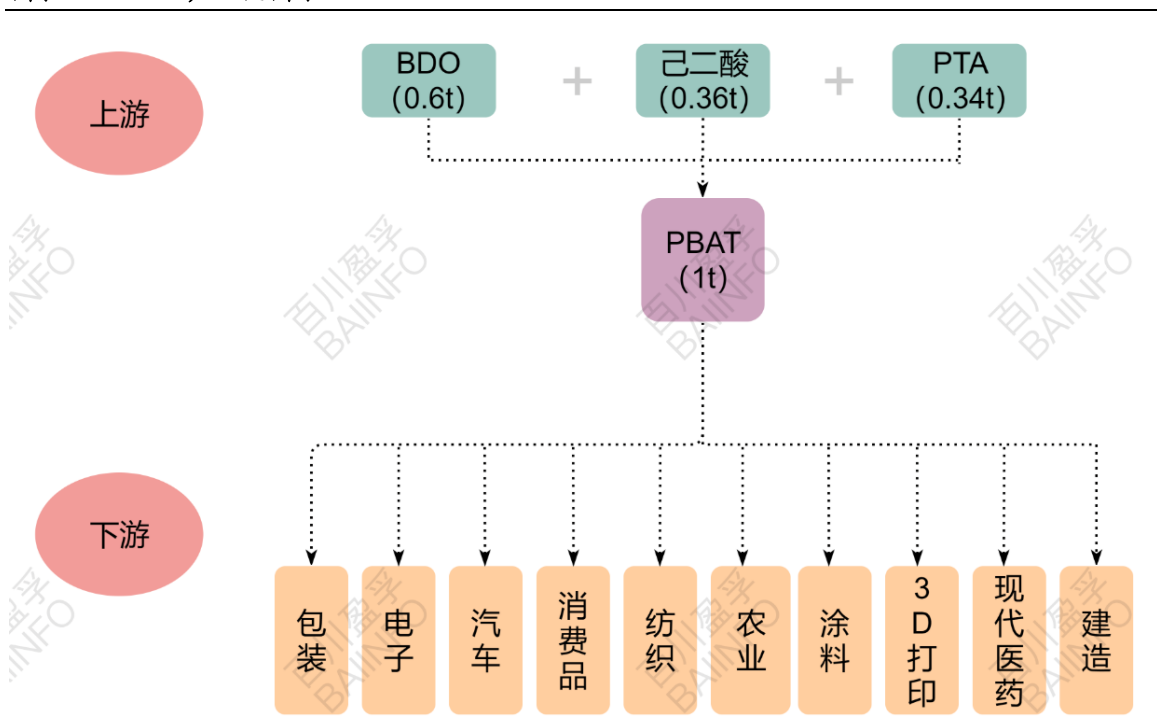
**全球禁塑政策深化，PBAT 需求提升。**根据公司 2025 年中报，25H1 全球范围内禁塑政策持续深化。欧盟相关环保政策扩大禁塑范围，要求非降解塑料包装淘汰率进一步提升；国内塑料污染治理相关方案明确将 PBAT 列为重点推广材料，推动地膜、快递包装等领域替代。欧美碳边境调节机制将石化塑料纳入征税范围，促使企业加速转向可降解材料，PBAT 全球需求在此绿色环保的大环境中同比增长。

图表 46. 可降解塑料主要种类及特性

类别	耐热性	成膜性	力学强度	透明性	降解速度	商品化程度	主要用途
PLA	较高	差	较高	高	适中	高	薄膜、包装、3D 打印等
PBAT	高	好	高	低	适中	高	薄膜、包装、餐具等
PHA	高	较好	高	低	快	中	包装、医药等
PCL	较低	较差	低	较高	慢	低	医用、增塑剂、纤维等
PBS	高	较好	较低	低	快	高	包装、餐具、医用、农膜等

资料来源：俞学如等《可降解塑料的使用现状及其潜在环境风险》，中银证券

图表 47. PBAT 产业链图示

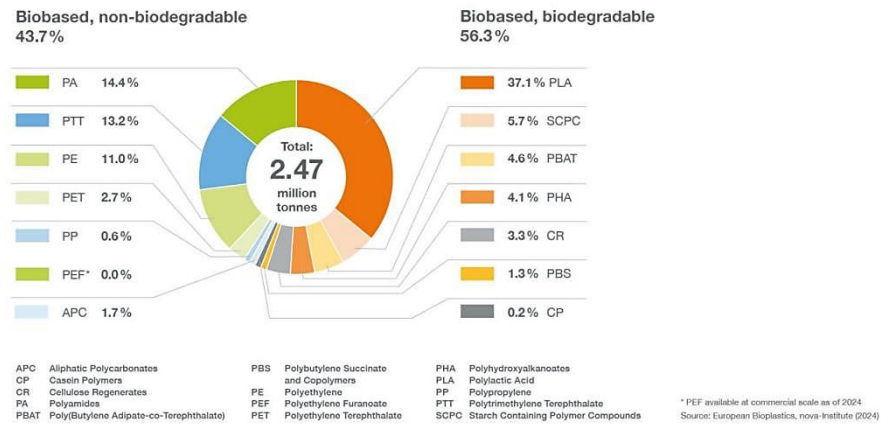


资料来源：百川盈孚，中银证券

**生物降解塑料供应阶段性过剩，我国是全球最主要供应国。**根据降解塑料专委会公众号的信息，由于前期政策驱动下产能快速扩张，目前国内生物降解塑料产能处于阶段性过剩状态，整体行业开工率和各细分产品的行业开工率均未超过 30%。同时，与传统塑料相比，生物降解塑料加工性能与制品性能较差，不耐储存、货架期短，给企业生产和库存带来一定压力，并且生产成本和销售价格较高，导致目前生物降解塑料应用范围受限，产品公众接受程度较低，市场推广难度较大，市场整体呈现供应过剩的局面。2024 年我国生物降解塑料总产能超 190 万吨/年，产量约为 40 万吨，原料及制品总产值约 130 亿元。我国已经成为全球最主要的生物降解塑料生产国和供应国，降解塑料专委会公众号预计 2025 年我国产能达 200 万吨/年、全球产能达 350 万吨/年。欧洲生物塑料协会(European Bioplastics)数据显示, 2024 年全球生物基塑料产能约为 247 万吨, 其中生物基 PBAT 占比达到 4.6%, 约为 11.36 万吨。根据 nova-Institute 在 2025 年 3 月公布的数据, 全球 PBAT 产能约为 300 万吨, 实际产量约为 60 万吨。截至 2024 年 12 月, 我国已建成的 PBAT 产能已超过 150 万吨, 2025 年新增 PBAT 产能约为 52.33 万吨。

图表 48. 2024 年全球生物基塑料产能

## Global production capacities of bioplastics 2024



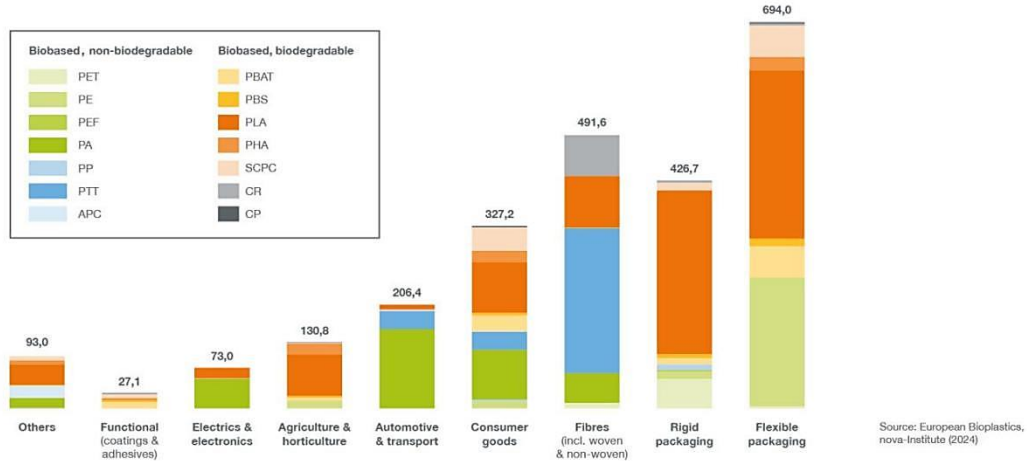
资料来源: European Bioplastics, 降解塑料专委会公众号, 中银证券

**生物降解塑料应用广泛。**根据降解塑料专委会公众号的信息,随着全球各大经济体推行禁限塑政策,生物基塑料和生物降解塑料的应用越来越广泛,包括包装和消费品到电子产品、汽车和纺织品,其中包装是生物塑料的最大细分市场。采用生物降解塑料制品替代难回收、易泄露的一次性塑料制品是治理塑料污染的有效手段,且有相关政策的支持推动,该部分市场需求较大。目前生物降解塑料制品在餐具、购物袋、快递包装等领域已实现对传统塑料的部分替代,降解塑料专委会公众号预计未来购物袋、一次性餐饮具、快递包装、农用地膜等下游制品有望成为 PBAT 的主要需求方向。

图表 49. 2024 年全球生物基塑料应用领域分布

## Global production capacities of bioplastics 2024 (market segments by polymers)

in 1,000 tonnes



资料来源: European Bioplastics, 降解塑料专委会公众号, 中银证券

公司积极推进可完全生物降解材料新品开发与应用推广。根据公司 2024 年年报以及 2025 年中报，公司引进巴斯夫授权的 PBAT 聚合技术，位于上海化工园区的 10 万吨/年可生物降解材料项目（一期，实际建设 6 万吨）已全面竣工，正积极开拓国内外高附加值生物可降解材料市场，探索更广阔的应用空间。公司围绕 PBAT 聚合工艺及改性方案创新，在相关行业实现突破性应用；开发高阻隔性和透明性 PBAT 产品，用于食品相关包装领域；推出全生物降解地膜解决方案，针对西北干旱地区和南方湿润多雨地区定制化生产相关 PBAT 产品，在增产抑草的同时满足土壤生物降解环保要求；同时也将拥有高耐温性和高耐磨性的特殊性能 PBAT 产品成功运用于各种高端工业产品包装行业。

图表 50. 彤程新材可生物降解材料项目图示



产品名称: PBAT

应用领域: 高端生物可降解制品应用于购物袋、快递袋、农业地膜等方面。

项目情况: 已在上海化工园区建设完成 10 万吨/年可生物降解材料项目（一期），实际建设 6 万吨，以满足高端生物可降解制品在购物袋、快递袋、农业地膜方面的应用。

资料来源: 公司 2025 年中报, 中银证券

## 盈利预测与估值

### 核心假设

我们的假设如下：

- 1) 电子化学品：公司半导体光刻胶收入快速增长，产品系列不断丰富，研发及验证持续推进；显示材料营收稳健增长，市场份额有望逐渐提升；CMP 抛光垫项目推进顺利，已收到正式订单并实现量产出货，随着产能逐渐爬坡，抛光垫收入有望持续增长。未来公司致力于打造电子化学品产业化平台，有望获得较高的收入增速，板块毛利率有望随着高附加值产品增加以及产能爬坡获得提升。我们预计 2025-2027 年公司电子材料业务收入增速分别为 34.32%/42.20%/46.27%，毛利率分别为 30.83%/35.34%/40.79%。
- 2) 特种橡胶助剂：全球轮胎市场延续温和增长态势，我国轮胎生产稳中有升，新能源车渗透率提升有望带动高性能轮胎需求，公司产品需求、板块收入以及毛利率有望维持稳定。我们预计 2025-2027 年公司橡胶助剂业务收入增速分别为 0.56%/0.08%/1.09%，毛利率稳定在 26.00%。
- 3) 可完全生物降解材料：该业务目前毛利率较低，未来随着社会环保意识增强以及公司产能提升，有望提高盈利水平、减少亏损。
- 4) 其他业务：收入及毛利率有望维持稳定。

综上所述，我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入 35.68/40.12/47.16 亿元，收入增速分别为 9.10%/12.45%/17.57%，毛利率分别为 25.96%/28.00%/31.40%。

图表 51. 公司分业务盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>电子化学品</b>					
收入 (百万元)	553.82	744.50	1,000.00	1,422.00	2,080.00
YoY (%)	44.03	34.43	34.32	42.20	46.27
毛利 (百万元)	145.75	221.89	308.25	502.47	848.50
毛利率 (%)	26.32	29.80	30.83	35.34	40.79
<b>特种橡胶助剂</b>					
收入 (百万元)	2,280.01	2,441.94	2,455.72	2,457.73	2,484.40
YoY (%)	9.08	7.10	0.56	0.08	1.09
毛利 (百万元)	574.38	635.39	638.49	639.01	645.94
毛利率 (%)	25.19	26.02	26.00	26.00	26.00
<b>可完全生物降解材料</b>					
收入 (百万元)	100.54	80.92	110.00	130.00	150.00
YoY (%)	492.10	(19.52)	35.94	18.18	15.38
毛利 (百万元)	(29.90)	(47.19)	(22.00)	(19.50)	(15.00)
毛利率 (%)	(29.74)	(58.32)	(20.00)	(15.00)	(10.00)
<b>其他业务</b>					
收入 (百万元)	9.15	2.92	2.00	2.00	2.00
YoY (%)	10.07	(68.09)	(31.50)	0.00	0.00
毛利 (百万元)	6.71	2.21	1.40	1.40	1.40
毛利率 (%)	73.39	75.54	70.00	70.00	70.00
<b>合计</b>					
收入 (百万元)	2,943.52	3,270.28	3,567.72	4,011.73	4,716.40
YoY (%)	17.74	11.10	9.10	12.45	17.57
毛利 (百万元)	696.94	812.29	926.14	1,123.38	1,480.84
毛利率 (%)	23.68	24.84	25.96	28.00	31.40

资料来源：Wind，同花顺 iFinD，中银证券

## 盈利预测与估值

公司是全球领先的新材料综合服务商。电子材料方面，公司是国内半导体光刻胶龙头，致力于打造电子化学品产业化平台；汽车/轮胎用特种材料方面，公司是全球最大的轮胎橡胶用特种酚醛树脂供应商，稳居行业龙头地位。随着下游行业景气度提升以及公司产品逐渐突破，公司业绩有望持续增长。考虑到公司电子材料业务与鼎龙股份、安集科技、雅克科技的部分主营业务有一定相似性，我们选择上述几家上市公司作为可比公司。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.24/7.57/9.85 亿元，EPS 分别为 1.01/1.23/1.60 元，PE 分别为 48.5/40.0/30.8 倍。看好公司电子化学品业务持续突破，首次覆盖，给予**买入**评级。

图表 52. 可比公司估值分析

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益 (元/股)				市盈率 (x)			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300054.SZ	鼎龙股份	买入	49.50	469.29	0.55	0.76	1.15	1.47	90.1	65.2	43.0	33.7
688019.SH	安集科技	买入	252.57	441.98	3.05	4.51	5.81	6.90	82.8	56.0	43.5	36.6
002409.SZ	雅克科技	买入	78.44	373.32	1.83	2.49	3.23	4.08	42.8	31.5	24.3	19.2
	<b>平均</b>			<b>428.20</b>	<b>1.81</b>	<b>2.59</b>	<b>3.39</b>	<b>4.15</b>	<b>71.9</b>	<b>50.9</b>	<b>36.9</b>	<b>29.9</b>
603650.SH	彤程新材	买入	49.16	302.87	0.84	1.01	1.23	1.60	58.6	48.5	40.0	30.8

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注 1：股价为 2026 年 4 月 7 日收盘价

注 2：鼎龙股份已披露 2025 年年报，安集科技已披露 2025 年业绩快报

## 风险提示

**新产品、新技术研发与市场竞争加剧风险。**根据公司 2025 年中报，公司进入高端化学材料领域后，由于该领域产品存在开发周期长、技术密集度高、技术成果生产认证周期不可控、技术人才的培养和储备时间长等因素，研发成果产业化转化的速度存在不确定性。公司若不能研发出适应市场需求的产品，不能得到明确有效的认证，或客户积累、技术创新等方面滞后于市场，公司的市场份额将被竞争对手挤占，或对公司的生产经营和未来盈利能力带来不利影响。

**宏观市场需求波动风险。**根据公司 2025 年中报，公司所属行业下游包括半导体、显示面板、轮胎、汽车制造等行业，若未来受国际贸易政策变动、全球经济衰退、贸易保护主义抬头、地缘政治冲突导致的物流运输阻碍等影响，半导体及显示面板、轮胎、汽车制造等行业产品需求减弱或转移，或直接影响公司的销售收入。因此，存在导致公司经营环境发生较大不利变化的风险。

**原材料价格波动风险。**根据公司 2025 年中报，公司生产酚醛树脂的主要原材料为苯酚、烷基酚、异丁烯、二异丁烯、间苯二酚和甲醛等，大部分来自于石油化工等基础化工行业，价格受供给侧改革、经济周期及国际市场影响较大，原油价格波动、基础化工材料的价格波动、供应链不稳定等都可能对公司主要原材料的价格造成一定影响。若未来公司主要原材料价格出现大幅上涨或波动频繁，而公司又不能采取及时有效的应对措施，公司生产经营或面临较大的成本上升压力，面临利润空间被挤压的风险。

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,944	3,270	3,568	4,012	4,716
营业收入	2,944	3,270	3,568	4,012	4,716
营业成本	2,247	2,458	2,642	2,888	3,236
营业税金及附加	14	15	17	18	22
销售费用	92	112	117	135	157
管理费用	174	184	206	228	270
研发费用	180	217	227	261	303
财务费用	58	68	77	79	73
其他收益	27	36	32	34	33
资产减值损失	(6)	(104)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	(4)	(1)	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	(6)	0	0	0	0
公允价值变动收益	12	2	7	4	6
投资收益	225	316	316	316	316
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	427	466	622	742	995
营业外收入	1	98	49	73	61
营业外支出	2	13	7	10	9
利润总额	427	550	664	805	1,048
所得税	23	16	19	23	30
净利润	404	534	645	782	1,018
少数股东损益	(2)	17	21	25	33
归母净利润	407	517	624	757	985
EBITDA	378	347	574	738	1,024
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.66	0.84	1.01	1.23	1.60

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>2,544</b>	<b>2,954</b>	<b>2,951</b>	<b>3,225</b>	<b>3,378</b>
现金及等价物	744	1,174	1,048	1,246	1,088
应收帐款	702	782	764	886	948
应收票据	77	109	108	70	113
存货	431	486	563	544	642
预付账款	32	35	34	40	41
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	559	367	435	439	545
<b>非流动资产</b>	<b>4,790</b>	<b>5,455</b>	<b>5,505</b>	<b>5,521</b>	<b>5,485</b>
长期投资	1,765	2,305	2,305	2,305	2,305
固定资产	1,488	1,536	1,848	1,939	1,959
无形资产	363	430	421	411	398
其他长期资产	1,173	1,183	930	866	823
<b>资产合计</b>	<b>7,334</b>	<b>8,409</b>	<b>8,456</b>	<b>8,746</b>	<b>8,863</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,808</b>	<b>2,785</b>	<b>2,616</b>	<b>2,783</b>	<b>2,737</b>
短期借款	475	789	800	800	600
应付账款	518	442	586	522	701
其他流动负债	815	1,554	1,230	1,461	1,436
<b>非流动负债</b>	<b>2,021</b>	<b>2,165</b>	<b>2,261</b>	<b>2,260</b>	<b>2,261</b>
长期借款	1,274	1,406	1,500	1,500	1,500
其他长期负债	746	759	761	760	761
<b>负债合计</b>	<b>3,829</b>	<b>4,950</b>	<b>4,877</b>	<b>5,043</b>	<b>4,998</b>
股本	600	599	616	616	616
少数股东权益	97	105	126	152	185
归属母公司股东权益	3,408	3,354	3,452	3,551	3,680
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7,334</b>	<b>8,409</b>	<b>8,456</b>	<b>8,746</b>	<b>8,863</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	404	534	645	782	1,018
折旧摊销	151	168	229	272	309
营运资金变动	(80)	(177)	55	(88)	(67)
其它	(291)	(282)	(226)	(251)	(243)
<b>经营活动现金流</b>	<b>184</b>	<b>243</b>	<b>703</b>	<b>715</b>	<b>1,018</b>
资本支出	(170)	(256)	(298)	(278)	(278)
投资变动	(241)	(393)	8	5	7
其他	525	(128)	315	315	315
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>114</b>	<b>(777)</b>	<b>24</b>	<b>42</b>	<b>43</b>
银行借款	(89)	446	105	0	(200)
股权融资	(108)	(736)	(526)	(658)	(856)
其他	183	660	(433)	99	(162)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(14)</b>	<b>371</b>	<b>(854)</b>	<b>(559)</b>	<b>(1,218)</b>
<b>净现金流</b>	<b>284</b>	<b>(164)</b>	<b>(126)</b>	<b>198</b>	<b>(158)</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	17.7	11.1	9.1	12.4	17.6
营业利润增长率(%)	41.5	9.0	33.6	19.3	34.1
归属于母公司净利润增长率(%)	36.4	27.1	20.8	21.2	30.1
息税前利润增长(%)	26.6	(20.8)	91.7	35.3	53.1
息税折旧前利润增长(%)	21.0	(8.1)	65.2	28.6	38.7
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	36.4	27.1	20.8	21.2	30.1
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	7.7	5.5	9.7	11.6	15.1
营业利润率(%)	14.5	14.2	17.4	18.5	21.1
毛利率(%)	23.7	24.8	26.0	28.0	31.4
归母净利润率(%)	13.8	15.8	17.5	18.9	20.9
ROE(%)	11.9	15.4	18.1	21.3	26.8
ROIC(%)	3.9	2.7	5.3	6.9	10.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
流动比率	1.4	1.1	1.1	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	4.2	4.4	4.6	4.9	5.1
应付账款周转率	5.5	6.8	6.9	7.2	7.7
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	3.1	3.4	3.3	3.4	3.3
管理费用率(%)	5.9	5.6	5.8	5.7	5.7
研发费用率(%)	6.1	6.6	6.4	6.5	6.4
财务费用率(%)	2.0	2.1	2.2	2.0	1.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.7	0.8	1.0	1.2	1.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.4	1.1	1.2	1.7
每股净资产(最新摊薄)	5.5	5.4	5.6	5.8	6.0
每股股息	0.6	0.8	0.9	1.1	1.4
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	74.5	58.6	48.5	40.0	30.8
P/B(最新摊薄)	8.9	9.0	8.8	8.5	8.2
EV/EBITDA	58.0	69.3	57.6	45.0	32.2
价格/现金流(倍)	164.5	124.8	43.1	42.4	29.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话:(8621)68604866  
传真:(8621)58883554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852)39886333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065  
新加坡客户请拨打: 8008523392  
传真:(852)21479513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852)39886333  
传真:(852)21479513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编:100032  
电话:(8610)83262000  
传真:(8610)83262291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话:(4420)36518888  
传真:(4420)36518877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话:(1)2122590888  
传真:(1)2122590889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话:(65)66926829/65345587  
传真:(65)65343996/65323371