

上海新阳（300236.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

王锐
电子材料研究员

2026年1月27日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	82.07
总市值	257.19 亿
PE-TTM	87.93
PB-MRQ	4.74

估值结果

价值	208.76 亿
DDM 估值	上行空间 -19%
状态	合理估值
价值	226.40 亿
动态估值	上行空间 -12%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

上海新阳是国内半导体工艺化学品行业的领军企业，公司在高端电镀液与光刻胶领域成功打破了国际垄断，是中芯国际、长鑫存储等全球晶圆龙头的核心供应商，传统涂料业务保持稳健增长，形成了“电子化学品+功能性涂料”双轮驱动的发展格局。

成长空间评级较高，主要受益于半导体关键耗材国产替代的迫切需求及下游晶圆厂先进制程扩产带来的确定性增量；盈利趋势评级较好，主要系高端产品放量带动产品结构优化，且新基地产能释放有效摊薄了前期巨额折旧压力；公司产业格局评级较好，电子化学品业务凭借极高的配方壁垒避免了低端内卷，虽仍受制于下游客户的强势议价权，但利基市场垄断优势明显；公司护城河星级较高，主要系凭借“核心添加剂自研+复配工艺”的技术闭环优势及排他性的基准工艺认证，构筑了极深的存量竞争护城河。

尽管市场给予较高溢价，但作为国内稀缺的高端电子化学品龙头，其估值具备合理性。高强度的研发投入与长周期的客户验证虽短期压制了业绩释放，实则构筑了极高的技术壁垒与排他性优势；叠加产能释放带来的利润弹性修复及国产替代的确定性空间，公司长期的内生增长足以消化当前估值，因此我们认为公司估值处于基本合理状态。

风险提示

公司核心原材料对外依存度较高，如果全球供应链发生波动，可能面临断供风险。此外，半导体材料验证周期长、技术门槛高，如果认证受阻，将显著拖累公司的整体盈利能力。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	4
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	5
表1：护城河详解表	7
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

公司主营业务是集成电路制造用关键工艺材料及配套设备、环保型、功能型涂料的研发、生产、销售和服务，产品涵盖了半导体芯片制程工艺所需的电镀液及添加剂、清洗液、光刻胶及研磨液等关键工艺化学材料。同时，公司涂料业务开展环保型、功能性涂料的研发、生产及相关服务业务。

2. 业务介绍

对于上海新阳公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

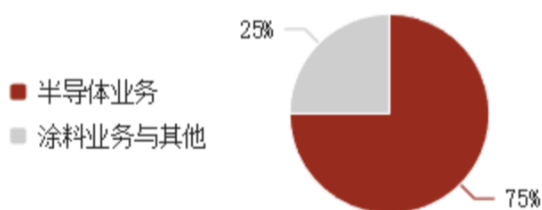
半导体业务：

上海新阳的半导体业务主要涵盖电镀液、清洗液、光刻胶及CMP研磨液等关键工艺材料。作为公司的核心增长引擎，该业务已在电镀与清洗领域打破国外垄断，并批量应用于逻辑芯片先进制程、3D NAND 高层堆叠及HBM先进封装领域，是中芯国际、长江存储、合肥长鑫等国内头部晶圆厂的重要供应商。考虑到其在供应链自主可控中的战略地位及与国产先进设备的深度绑定，我们将该业务的竞争市场界定为中国半导体核心国产替代市场。

涂料业务与其他：

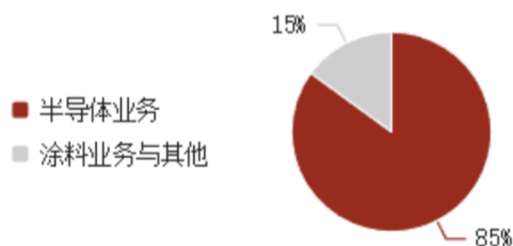
该板块业务主要涵盖PVDF 氟碳涂料、粉末涂料以及配套的湿法工艺设备与包装材料。涂料业务作为公司的“现金奶牛”，凭借环保配方技术在高端建筑与工业防腐领域占据重要份额，持续为半导体板块的高强度研发提供关键的资金“造血”支持；其他业务则致力于通过自研设备实现“机材协同”，加速核心材料的验证与迭代。鉴于该板块主要服务于国内基建工程及产业链内部配套，我们将该业务的竞争市场界定为中国市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

上海新阳是典型的技术驱动型精细化工材料平台。其模式以传统涂料业务提供稳定现金流，反哺高壁垒的半导体业务，构建了“传统+新兴”的双轮驱动格局。公司研发强度极高，持续攻克配方与工艺难关，通过晶圆厂基准验证（POR）构筑极深技术护城河。随着合肥与松江基地的大规模投产，设备与产能投入巨大，折旧压力显现，资产强度较高，属重资产运营。鉴于下游客户多为头部晶圆厂且认证后粘性极强，公司营销强度较低。针对高端化学品对上游树脂与添加剂纯度的极高依赖，公司正通过自研核心原料向产业链上游延伸，以强化供应链自主可控。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

上海新阳的资产强度较高，核心在于其正处于“产能倍增与产业链向上延伸”的战略投入期。不同于轻资产的简单配方混配模式，公司大力建设合肥第二生产基地及松江总部项目，购置昂贵的光刻胶验证机台与超高纯化学品产线。庞大的在建工程陆续转固以及高端专用设备的密集投入，直接推高了固定资产在总资产中的占比，属典型的重资产运营。

3.2 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的研发强度长期维持高位，主要源于电子化学品行业技术迭代迅速及配方高度定制化的内生要求。为了在高端光刻胶（KrF/ArF）、先进铜互连电镀液等核心“卡脖子”材料上打破国外垄断，并持续配合中芯国际、长江存储、合肥长鑫等头部晶圆厂进行协同开发以满足严苛认证需求（POR），公司必须保持高强度的研发投入。

3.3 营销强度

低 **较低** 中等 较高 高

上海新阳的营销强度较低，核心在于半导体电子化学品行业极高的技术壁垒与客户粘性。不同于大众消费品的广撒网推广模式，公司的核心产品主要面向中芯国际、长江存储等头部晶圆制造企业，采取“技术+服务”的直销模式。由于光刻胶、电镀液等材料必须通过漫长且严苛的产线验证（POR）才能导入，一旦确立供应关系，通常会形成长期稳定的排他性绑定。这客观上决定了公司无需进行大规模的传统广告投放，营销资源更多集中于技术支持与客户服务，销售费用率相对较低。

4. 历史经营绩效

公司盈利能力一般，成长能力优秀，业务控制力一般，股东回报一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力评级整体表现平稳，维持在中等水平。近几年受半导体行业去库存及原材料价格波动影响略有起伏，目前正逐步修复。未能达到高分的核心症结在于公司正处于“产能倍增与高强研发”的双重投入期，合肥与松江两大基地转固带来的巨额折旧摊销显著侵蚀了利润空间；同时，高端光刻胶等新品验证周期长、研发投入强度居高不下，叠加产品结构转型期的阵痛，限制了盈利能力的短期向上爆发。

4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史成长能力评级呈现显著修复与上升态势，整体韧性十足。受2023年半导体行业周期下行及折旧压力影响，评分曾出现阶段性波动，但最新季度已重回增长快车道。核心原因在于下游晶圆厂稼动率回暖带动电子化学品耗材需求复苏，叠加合肥与松江新产能的集中释放，公司在电镀液、清洗液等核心材料上的国产替代份额加速提升，特别是先进制程产品的放量，成功构建了第二增长曲线，驱动整体业绩步入爆发期。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力在低位震荡。未能达到高分的核心症结在于产业链话语权的相对弱势与激进扩产带来的资金压力。受限于下游晶圆代工龙头客户极高的集中度与强势地位，公司面临较长的应收账款回款周期；同时，合肥与松江两大基地的建设导致巨额资本开支，叠加为保障核心客户供应安全而维持的原材料库存，导致大量营运资金与现金流被双重占用，经营性净现金流对净利润的覆盖质量不稳定。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报评级呈现上升态势，主要因2025年股价大涨，导致资本利得大幅提升，分红率由2024年的37%提高至2025年的46%。这一积极变化标志着公司已顺利跨越单纯的“资本开支高峰期”，迈入“业绩兑现与红利释放”的收获阶段。随着合肥与松江基地的新增产能转化为实质营收，以及高端光刻胶与电镀液在头部客户处的放量，规模效应有效摊薄了前期巨额投入带来的折旧压力，显著修复了利润空间与现金流状况，驱动整体回报能力迈上新台阶。

5. 四维评级

公司成长空间评级较高，主要受益于半导体关键耗材国产替代的迫切需求及下游晶圆厂先进制程扩产带来的确定性增量；盈利趋势评级显著向好，主要系高端光刻胶与电镀液放量带动产品结构优化，且合肥与松江基地产能释放有效摊薄了前期巨额折旧压力；公司产业格局评级较好，电子化学品业务凭借极高的配方壁垒避免了低端内卷，虽仍受制于下游客户的强势议价权，但利基市场垄断优势明显；公司护城河星级较高，主要系凭借“核心添加剂自研+复配工艺”的技术闭环优势及排他性的基准工艺（POR）认证，构筑了极深的存量竞争护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司的整体成长空间广阔，形成了以稳健的传统涂料业务为基石、高爆发的电子化学品为新增长极的双引擎驱动格局。尽管涂料板块受限于行业周期增速相对平稳，但核心半导体材料业务凭借高端光刻胶、电镀液在先进制程国产替代的巨大缺口及下游晶圆厂的扩产需求，拥有广阔的市场延伸空间与极强的成长弹性。

半导体业务（5星）：

行业天花板极高，受益于国内头部晶圆厂先进制程的逆势扩产及供应链“去美化”的迫切需求，电子化学品作为决定芯片良率与性能的关键耗材，其消耗量随制程微缩及堆叠层数增加具备极强的爆发性。公司依托“核心添加剂自研+机材协同”的独特技术优势，成功在高端电镀液、清洗液及光刻胶领域打破美日国际垄断，在增量产线中凭借确定的基准工艺（POR）地位加速抢占核心份额，发挥着公司未来业绩增长“核心引擎”的关键作用。

涂料业务与其他 (1.5 星):

行业天花板相对有限，主要受制于宏观经济增速放缓及建筑地产周期的深刻调整，传统涂料市场已步入成熟期，缺乏爆发式增长的宏观基础。该板块核心定位于“稳健造血”，主要依托氟碳涂料等高端产品的品牌优势维持稳定的现金流，旨在为半导体材料的高强度研发提供关键的资金支持。考虑到整体业务受下游基建投资边际收窄的影响较大，向上弹性不足，故整体成长空间相对较小。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势向好，主要源于传统涂料与电子化学品业务的良性互补。一方面，涂料业务作为成熟的现金牛，在行业周期波动中保持了较强的盈利韧性与造血能力；另一方面，半导体材料业务随着先进制程产能的集中释放及高端产品确立基准（POR）地位，规模效应逐步显现，有效摊薄了前期高额资本开支带来的折旧压力，驱动公司整体盈利能力在消化投入阵痛后迎来结构性修复与快速回升。

半导体业务 (3.5 星):

随着下游晶圆厂稼动率回升及国产化进程加速，高端电子化学品作为关键耗材需求强劲。公司凭借“机材协同”与核心原料自研优势，在先进制程端确立基准（POR）地位，新增产能的集中释放有效摊薄了前期巨额折旧压力，带动毛利率结构性优化。该业务正加速从高投入期迈入高盈利兑现期，具备极强的业绩弹性，盈利趋势评级较好。

涂料业务与其他 (2.5 星):

主要涵盖PVDF 氟碳涂料及粉末涂料等传统建材。受宏观地产周期下行及基建投资增速放缓影响，该板块市场需求趋于饱和，行业竞争加剧导致产品定价权受限，毛利空间受到一定挤压。尽管作为公司成熟的“现金牛”业务仍能提供稳定的经营性现金流以支撑半导体主业研发，但缺乏显著的向上利润弹性，叠加原材料价格波动带来的成本挑战，整体盈利能力表现平稳但难有突破，盈利趋势星级表现一般。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局评级较好。核心电子化学品业务凭借独有的配方技术与排他性的产线验证（POR），在高端细分领域构筑了极深的技术护城河与客户粘性，成功打破了国际垄断；但受限于下游晶圆代工客户的高度集中与极强话语权，公司始终面临着议价能力相对较弱与营运资金被占用的压力。这种“技术端高锁定”与“商业端弱地位”的结构性矛盾，叠加传统涂料业务在成熟市场中的充分竞争环境，决定了公司虽有技术优势，但整体产业链话语权仍有提升空间。

半导体业务 (4星):

该业务产业格局评级优良，核心在于其构建了极高的“配方专利+工艺认证”双重壁垒。不同于低门槛的通用化学品，高端光刻胶与电镀液对纯度及复配工艺要求极严，且晶圆厂验证周期极长（POR），一旦导入极难更换，供给端格局清晰，有效避免了低端内卷。尽管同样面临下游晶圆厂客户高度集中且地位强势的挑战，公司在价格博弈中略显被动，但这种“高技术锁定”叠加“供应链安全刚需”的特征，决定了其产业格局评级定为4星。

涂料业务与其他 (3星):

该业务产业格局评级一般，核心在于成熟市场的充分竞争。不同于半导体材料的高寡头垄断性质，传统涂料行业技术迭代相对缓慢，虽然公司在PVDF 氟碳涂料细分领域拥有较强的品牌积淀，但整体市场供给相对过剩，同质化竞争加剧。受限于下游基建投资与地产周期的波动影响，行业内卷程度较高，企业定价权相对较弱，决定了其产业格局评级定为3星。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体的护城河星级较高，其中电子化学品业务优势显著。除了凭借“核心添加剂自研+配方复配”的技术体系确立了极高的技术壁垒外，公司还攻克了KrF /ArF 光刻胶等关键卡脖子材料，并依托严苛的“基准工艺（POR）”认证体系深度绑定头部晶圆厂，构筑了极强的存量竞争壁垒与不可替代性。相比之下，传统涂料业务的护城河主要体现在品牌积淀上，虽不具备半导体材料那样的高技术垄断性，但其稳定的现金流造血能力为公司的高强度研发构筑了独特的“资金安全垫”优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
半导体业务	(3星) 该业务的护城河宽度星级较高，经壹评级调整的ROE为12%，ROIC为11.5%，具有较高的超额收益，凭借“核心添加剂自研+配方复配”的技术闭环，公司建立了极高的技术与认证壁垒（POR）；但业务控制力受限于下游晶圆厂的强势地位，面临较长的回款周期与占款压力。由于客户集中度极高，大量营运资金以应收账款及专用原料库存形式存在，对现金流周转效率构成一定制约。	(5星) 护城河主要由规模经济，利基市场垄断，技术优势三方面构成，在规模经济上，随着合肥与松江两大基地的全面投产，公司在电镀液与清洗液领域的产能规模已跃居国内前列，确立了显著的成本领先与保供优势。在利基市场垄断上，公司在高端电子化学品这一细分赛道中占据了核心国产份额，通过严苛的基准工艺认证深度绑定了头部晶圆厂。在技术优势上，公司攻克了从核心添加剂自研到高纯复配工艺的关键技术。护城河持续性较强，规模经济上，巨大的资本投入与折旧门槛阻挡了潜在进入者；利基市场垄断上，半导体化学品验证周期极长且客户粘性极高，竞争对手短期内难以撼动公司的供应地位，公司的先发优势可以维持。
涂料业务与其他	(1星) 该业务的护城河宽度星级较低，经壹评级调整的ROE为9.8%，ROIC为8.2%，超额收益一般，主要系传统涂料行业早已步入成熟期，市场供需关系趋于饱和，竞争格局高度分散且同质化严重。公司虽在PVDF氟碳涂料等细分领域拥有一定的品牌积淀与客户资源，但在宏观地产周期下行及基建投资放缓的背景下，缺乏显著的定价权与抗风险能力，难以构建较宽的护城河。	(4星) 护城河主要由规模经济，利基市场垄断构成，在规模经济上，作为公司传统的“现金奶牛”，该板块产能建设早已成熟，折旧摊销压力小，具备较低的单位边际成本与稳定的现金流产出能力。在利基市场垄断上，公司在PVDF氟碳涂料这一细分领域深耕多年，拥有较高的品牌认知度与稳固的客户渠道，形成了一定的存量壁垒。护城河持续性较好，规模经济上，成熟产线的成本优势构筑了较高的防御壁垒，利基市场垄断上，高端涂料客户的品牌忠诚度与资质门槛，确保了该业务在宏观波动中仍能保持稳定的盈利韧性。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于对公司核心电子化学品业务凭借“关键添加剂自研+机材协同”优势构建极高技术壁垒、以及传统涂料业务持续提供稳定现金流的基本假设；我们认为，市场当前给予的高估值倍数实质上是对其在高端光刻胶与电镀液领域“供应链自主可控”战略稀缺性与长期高确定性成长的合理定价。尽管短期内因产能爬坡带来的折旧压力及高强度的研发投入导致业绩存在波动，但考虑到半导体行业复苏带来的贝塔收益以及国产替代加速对高端耗材的强劲拉动，公司的高成长性有望逐步消化静态溢价。基于壹评级的DDM估值和动态估值方法，经测算公司目前估值处于合理的状态。

6.1 核心假设及逻辑

业务1：半导体业务

收入假设：

市场份额： 依托“机材协同”的独特优势，随着下游晶圆厂供应链“去美化”进程加速及国产化产线建设的深度推进，公司产品在增量产线中加速渗透。特别是作为“药水+设备”紧密绑定的受益者，随着战略合作伙伴盛美上海在清洗与电镀设备领域的市场份额持续提升，公司配套电子化学品的份额有望实现同比例增长，整体市占率趋势向好。假设显性期末电镀液约30%份额，清洗液约20%份额，半显性期末电镀液约40%份额，清洗液约30%份额。

行业增速： 受益于下游晶圆及存储大厂的产能扩张及先进制程升级，半导体化学品作为芯片制造的关键耗材，其需求具备极强的刚性与持续性。叠加制程微缩带来的工艺步骤增加，对高端耗材的单位消耗量显著提升。预计行业规模在显性期内维持中高速增长，其中清洗液约14%增速，电镀液约12%增速。半显性期清洗液与电镀液增速中枢逐步回落至7%左右。

毛利率假设：

随着半导体先进制程渗透率提升及核心原材料自供比例的持续优化，该业务毛利率整体呈上升趋势，毛利率由2024年的46.19%逐步提高到2029年的50%，此后维持稳定。分产品看，随着高端光刻胶、蚀刻液及抛光液等高单价产品新建产能的逐步释放，以及在先进制程验证通过（POR）后的实质性放量，产品结构将得到显著优化；同时，自研核心添加剂的导入将有效降低成本。中长期看，鉴于电子化学品极高的认证壁垒与客户粘性，预计在半显性期内毛利率仍能维持较高水平，公司凭借“机材协同”与“原料自供”的双重壁垒将持续享受稳定的超额收益。

业务2：涂料业务与其他

收入假设：

市场份额：该板块作为公司成熟的“现金牛”业务，市场格局已基本定型，假设公司市场份额维持不变，约为17.6%。公司在PVDF 氟碳涂料及粉末涂料等细分高端领域拥有深厚的品牌积淀与稳定的客户渠道，预计公司在该板块的市场份额将保持相对稳定，持续发挥为半导体研发输血的基石作用。

行业增速：受宏观经济增速放缓及下游房地产、基建投资周期性调整的深刻影响，传统涂料行业整体需求趋于饱和。预计显性期内该业务增速将维持低位平稳运行，因此假设增速在显性期内维持5%，半显性期内维持3%。

毛利率假设：

该业务产品结构相对成熟，主要面临原材料价格波动及行业存量博弈带来的价格竞争压力。一方面，建筑涂料市场同质化竞争加剧，对定价权构成一定压制；另一方面，公司凭借在高端工业防腐与功能性涂料领域的品牌溢价与配方优势，具备一定的抗跌性。综合来看，预计该业务毛利率将维持在历史平均水平附近波动，毛利率在2024 年为23%，预计今后毛利率维持23%。

表2：公司整体业绩预测

上海新阳	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	11.9	12.1	14.7	18.2	22.9	28.7	35.5	43.7
归母净利润(亿)	0.4	1.4	1.6	2.3	3.1	4.2	5.7	7.4
归母净利润增速(%)	-66.6	281.7	13.7	43.2	37.7	36.0	34.4	29.9
经营性净利润(亿)	0.8	1.0	1.6	2.3	3.1	4.2	5.7	7.4
经营性净利润增速(%)	-8.5	23.7	53.1	45.9	37.7	36.0	34.4	29.9
经营性归母净利润(亿)	0.8	1.0	1.6	2.3	3.1	4.2	5.7	7.4
经营性归母净利润增速(%)	-15.1	31.6	54.2	45.6	37.7	36.0	34.4	29.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

半导体业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	6.3	7.7	10.3	13.6	18.1	23.6	30.2	38.1
收入增速(%)	28.4	22.3	33.8	31.7	33.4	30.3	28.1	26.3
经营性净利润(亿)	0.4	0.8	1.2	1.7	2.5	3.6	5.0	6.7
经营性净利率(%)	6.1	10.0	11.3	12.7	14.1	15.4	16.7	17.6
经营性净利润增速(%)	328.6	100.1	51.1	48.4	47.3	42.5	39.1	33.3
涂料业务与其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	5.7	4.4	4.4	4.6	4.9	5.1	5.3	5.6
收入增速(%)	6.0	-21.6	-0.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	0.4	0.2	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
经营性净利率(%)	7.7	5.5	8.8	11.6	11.8	12.0	12.1	11.9
经营性净利润增速(%)	-59.2	-44.1	59.5	38.2	6.8	6.6	6.6	3.1

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
半导体业务	10.1%	高	较好	强	8.0%	22.92	15.6
涂料业务与其他	3.0%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	0.7
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
半导体业务(亿)	8.6	179.0	187.6	3.0	—	25.0	215.5
涂料业务与其他(亿)	2.6	7.0	9.6	1.3	—	—	10.8
公司整体测算(亿)	11.2	186.0	197.1	4.3	—	25.0	226.4

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
半导体业务(亿)	33.7	135.8	169.6	3.0	—	25.0	197.6
涂料业务与其他(亿)	5.5	4.4	9.9	1.3	—	—	11.2
公司整体测算(亿)	39.3	140.3	179.5	4.3	—	25.0	208.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆☆

公司的估值确定性处于中等水平。分业务看，传统涂料业务作为成熟现金牛，业绩能见度相对优于处于爬坡期的半导体材料业务；然而，即便是核心电子化学品板块，高端光刻胶与关键添加剂的自研突破高度依赖非线性的研发进展，这种技术攻关的随机性难以提前锁定，给成本端的改善带来扰动。与此同时，公司特有的“机材协同”模式虽然构建了壁垒，但受限于极其漫长的基准工艺（POR）验证周期及下游晶圆厂稼动率波动的外部不确定性，叠加新产能释放后的折旧摊销压力，使得业绩释放的具体节点难以精准预判，因此对整体估值的确定性给予中等级别。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。