

彤程新材 (603650.SH)

公司报告 | 首次评级报告

王锐
电子材料研究员

2026年4月24日

基本信息

| | |
|--------|---------|
| 所属行业 | 能源及材料 |
| 当前股价 | 55.67 |
| 总市值 | 342.97亿 |
| PE-TTM | 58.66 |
| PB-MRQ | 7.94 |

估值结果

| | |
|-------|------------|
| 价值 | 324.75亿 |
| DDM估值 | 上行空间 -5.3% |
| 状态 | 合理估值 |
| 价值 | 269.23亿 |
| 动态估值 | 上行空间 -21% |
| 状态 | 偏高估 |

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

彤程新材是国内半导体光刻胶与全球特种橡胶助剂行业的领军企业，公司在KrF/ArF高端光刻胶及关键电子级树脂领域成功打破了国际垄断，是中芯国际、华虹集团及全球轮胎巨头的核心供应商，传统橡胶助剂业务保持稳健增长，形成了“电子材料+橡胶助剂”双轮驱动的发展格局。

公司成长空间评级较高，主要受益于“橡胶助剂稳健增长+电子材料国产替代”的双轮驱动格局，特别是高端光刻胶在先进制程中的紧迫需求及份额提升带来了确定性增量；盈利趋势评级较好，主要系高毛利KrF/ArF光刻胶放量带动产品结构优化，且随着新产能爬坡，规模效应有效摊薄了前期重资产扩产带来的折旧压力；公司产业格局评级优秀，橡胶助剂业务作为全球龙头拥有极强定价权，电子材料业务凭借“树脂—光刻胶”一体化优势规避了低端内卷；公司护城河星级较高，主要系凭借独有的“关键原料自研+成品复配”的全产业链闭环优势及严苛的认证，构筑了极深的存量竞争护城河。

基于高端光刻胶国产替代加速与产能全面释放的假设，市场已充分透支了技术突破带来的估值溢价，考虑到双基地转固折旧对净利润的实质性压制以及橡胶业务的周期性掣肘，公司当前估值处于偏高估区间。

我们区别于市场的观点

市场普遍基于高端光刻胶的稀缺性给予纯科技股高溢价，我们在充分考量了双基地转固折旧压力与橡胶业务传统周期属性后，取业绩实质兑现水平，尽量减弱远期预期透支对公司价值判断的影响。

风险提示

公司橡胶助剂业务受大宗原材料价格波动影响较大，若成本大幅上升将直接挤压毛利空间。同时，电子材料业务属于高技术、重资产投入，若高端光刻胶新品在头部晶圆厂的验证进度滞后，将导致产能利用率不足，对公司整体盈利能力构成拖累。

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 客户集中度 | 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 | 7 |
| 4.4 股东回报评级 | 7 |
| 5. 四维评级 | 7 |
| 5.1 成长空间 | 8 |
| 5.2 盈利趋势 | 8 |
| 5.3 产业格局 | 9 |
| 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 | 13 |

图表目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图1：预测2026年收入占比 | 4 |
| 图2：预测2026年毛利占比 | 4 |
| 图3：近年公司盈利能力趋势图 | 6 |
| 图4：近年公司历史成长能力趋势图 | 6 |
| 图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 | 7 |
| 图6：近年股东回报能力趋势图 | 7 |
| | |
| 表1：护城河详解表 | 10 |
| 表2：公司整体业绩预测 | 11 |
| 表3：公司分业务业绩预测 | 12 |
| 表4：公司整体及分业务动态估值 | 12 |
| 表5：公司整体及分业务DDM估值 | 12 |

1. 基本信息

公司主营业务是电子材料及特种橡胶助剂的研发、生产、销售和服务，电子材料板块涵盖了半导体芯片及显示面板制造所需的G/I线、KrF、ArF光刻胶、面板光刻胶及电子级酚醛树脂等关键工艺化学材料。同时，公司作为全球领先的特种橡胶助剂供应商，开展轮胎用特种酚醛树脂等功能性材料的研发、生产及相关全球化服务业务。

2. 业务介绍

对于彤程新材公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

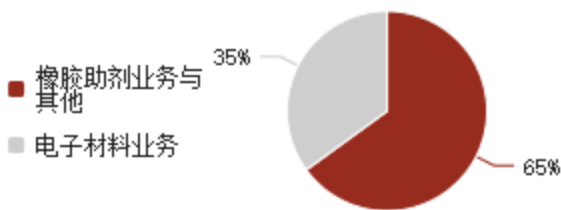
橡胶助剂业务与其他：

该板块业务主要涵盖轮胎用特种酚醛树脂。橡胶助剂业务作为公司的“现金奶牛”，凭借全球领先的特种与改性技术，在特种橡胶助剂领域占据全球市场份额第一，持续为电子材料板块的高强度研发提供关键的资金“造血”支持；同时，该业务受益于新能源汽车（EV）对高性能轮胎材料的需求增量及公司全球化产能（泰国工厂）的释放，具备极强的抗周期能力。鉴于该板块深度绑定米其林、普利司通等全球顶级轮胎制造商，我们将该业务的竞争市场界定为全球市场。

电子材料业务：

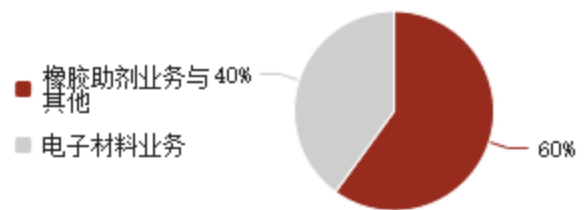
彤程新材的电子材料业务主要涵盖半导体光刻胶、显示面板光刻胶、电子级酚醛树脂及PSPI先进封装材料等关键工艺材料。作为公司的核心增长引擎，该业务已在KrF光刻胶领域确立了国产绝对龙头地位，并在ArF高端光刻胶领域实现验证突破，同时也是国内显示面板TFT-LCD Array正性光刻胶的第一大本土供应商。依托“树脂-光刻胶”一体化的产业链优势，其产品已批量应用于逻辑芯片、存储芯片及先进封装领域，是中芯国际、长江存储、华虹集团及京东方等行业头部大厂的核心供应商。考虑到其在供应链自主可控中的战略地位及与国产先进制程的深度绑定，我们将该业务的竞争市场界定为中国半导体及显示材料核心国产替代市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

彤程新材是典型的“双轮驱动”型新材料平台。其模式以全球领先的橡胶助剂业务提供强劲现金流，反哺高壁垒的电子材料业务，构建了“现金牛+成长矛”的稳健发展格局。公司研发强度极高，致力于打通“树脂—光刻胶”全产业链，通过自产关键电子级酚醛树脂构筑极深成本与技术护城河。随着上海光刻胶基地及泰国工厂的大规模投产，设备与产能投入巨大，折旧摊销压力显现，资产强度较高，属重资产运营。得益于其独特的“双轮驱动”业务结构带来的风险对冲效应，公司客户集中度较低。针对高端光刻胶对上游原料的极高依赖，公司正通过核心树脂一体化向产业链上游延伸，以强化供应链自主可控与盈利能力。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

彤程新材的资产强度较高，核心在于其正处于“全产业链一体化与全球化产能扩张”的战略兑现期。为了构建“电子树脂—光刻胶”的垂直壁垒及承接全球轮胎产业链转移，公司巨资投建上海化学工业区光刻胶基地及泰国轮胎材料工厂。随着高端树脂合成产线、光刻胶净化车间等专用设备的密集交付与在建工程转固，固定资产占比显著提升，体现了显著的技术密集与重资产运营特征。

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，主要源于半导体材料国产替代的紧迫性及“现金牛”业务的高端化需求。为了在KrF/ArF高端光刻胶、面板光刻胶及PSPI先进封装材料上确立技术优势，并实现关键原料电子级酚醛树脂的自主可控，公司持续深化与中芯国际、华虹集团、京东方及米其林等行业领军企业的联合研发与验证，必须保持高强度的研发投入以支撑“双轮驱动”战略的持续演进。

3.3 客户集中度

低 **较低** 中等 较高 高

彤程新材的客户集中度较低，这得益于其独特的“双轮驱动”业务结构带来的风险对冲效应。不同于单一赛道的材料厂商，公司的下游涵盖“全球轮胎制造”与“半导体/面板制造”两个完全独立的产业体系，核心客户群（如米其林与中芯国际）互不重叠，天然稀释了对单一客户的依赖。在橡胶助剂领域，公司实现了对全球轮胎75强企业的广泛覆盖，拥有庞大的腰部及长尾客户群；在电子材料领域，产品横跨逻辑芯片、存储芯片及显示面板三大赛道，均衡服务于中芯、华虹、长存、京东方等多家龙头，整体营收结构呈现出较强的韧性与分散度。

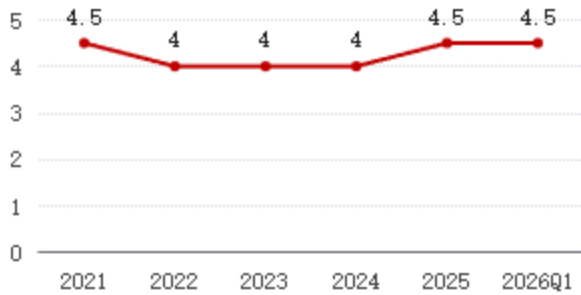
4. 历史经营绩效

公司盈利能力优秀，成长能力良好，业务控制力较低，股东回报评级优秀。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



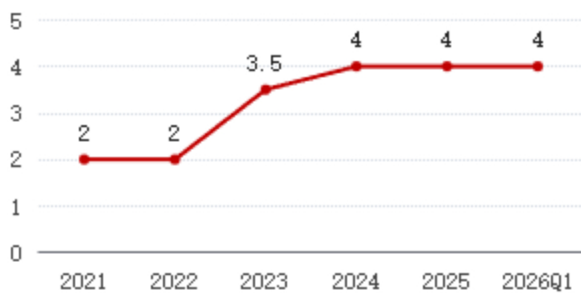
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力评级整体表现优异，长期维持在较高水平。虽受大宗原材料（苯酚）价格周期波动及电子板块重资产投入影响，利润率在特定阶段略有回调，但目前已确立反转态势。维持高分的核心底气在于公司成熟的“现金牛+成长矛”结构：橡胶助剂业务凭借全球龙头的议价权，有效化解了成本压力并提供丰厚利润安全垫；尽管上海光刻胶基地投产带来了折旧摊销压力，但随着高毛利KrF光刻胶的放量及ArF新品的突破，产品结构的高端化显著对冲了折旧影响，驱动盈利能力重回上升通道。

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2021-2022年评分处于低位，主要受大宗原材料（苯酚）价格暴涨及海运费高企的外部冲击，叠加电子材料业务处于高投入低产出的蓄力期，业绩承压。但自2023年起，评分修复并稳定在高位，核心驱动力在于“双轮驱动”战略的全面兑现：一方面，橡胶助剂业务受益于成本回落及泰国工厂产能释放，重回增长通道；另一方面，电子材料业务迎来爆发，KrF光刻胶在半导体客户端大规模放量确立国产一供地位，ArF高端新品及面板光刻胶份额持续提升。随着半导体行业稼动率回暖及新产能的爬坡，公司成功跨越了转型阵痛期，第二增长曲线已实质性形成，支撑成长能力维持在高位。

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



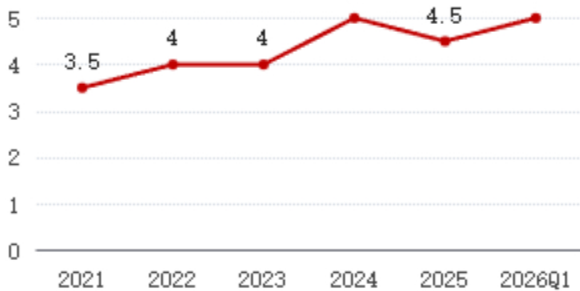
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力评级处于低位震荡阶段。未能达到高分的核心症结在于公司正处于“重资产转型期”与“供应链博弈期”的双重夹击中。受限于下游客户极高的集中度与强势地位（全球轮胎巨头+国内晶圆代工寡头），公司面临较长的应收账款回款周期；同时，上海化学工业区光刻胶基地与泰国轮胎材料工厂的双线建设导致了巨额资本开支，叠加为保障供应链安全而维持的高水位库存，导致整体经营性资产周转天数居高不下，大量营运资金被占用。

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稳步攀升并达到满分态势，这得益于公司迈入“业绩与分红双击”的成熟收获期。随着光刻胶业务与橡胶助剂业务的双轮驱动效应实质性落地，公司不仅在2024年实现了资本利得的显著增长，更通过提高现金分红比例积极回馈股东，彰显了对未来现金流的强劲信心。这一积极变化标志着公司已成功跨越了单纯的“资本开支高峰期”，进入了良性循环：高端产品放量带来的规模效应有效覆盖了前期投入，利润空间的释放为持续的高分红提供了坚实支撑，驱动整体回报能力跃居行业前列。

5. 四维评级

公司成长空间评级较高，主要受益于“橡胶助剂稳健增长+电子材料国产替代”的双轮驱动格局，特别是高端光刻胶在先进制程中的紧迫需求及份额提升带来了确定性增量；盈利趋势评级较好，主要系高毛利KrF/ArF光刻胶放量带动产品结构优化，且随着新产能爬坡，规模效应有效摊薄了前期重资产扩产带来的折旧压力；公司产业格局评级优秀，橡胶助剂业务作为全球龙头拥有极强定价权，电子材料业务凭借“树脂—光刻胶”一体化优势规避了低端内卷；公司护城河星级较高，主要系凭借独有的“关键原料自研+成品复配”的全产业链闭环优势及严苛的认证，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，形成了以全球领先的橡胶助剂业务为稳健基石、高壁垒的电子材料为强劲增长极的双轮驱动格局。橡胶助剂板块作为现金奶牛，受益于轮胎企业出海及新能源化趋势，持续提供关键资金支持；核心电子材料业务则凭借独有的“树脂—光刻胶”一体化全产业链优势，在KrF光刻胶领域已确立国产统治地位，叠加ArF光刻胶的从0到1突破、面板光刻胶的份额提升及PSPI材料在先进封装领域的潜在爆发，拥有广阔的国产替代空间与极强的成长弹性。

橡胶助剂业务与其他(3.5星):

作为公司的传统基石业务与“现金奶牛”，其行业成熟度较高，整体增速相对稳健。公司凭借在全球特种橡胶助剂领域的绝对龙头地位及极强的议价能力，深度绑定米其林、普利司通等全球顶级轮胎制造商。尽管行业整体受宏观经济周期波动影响，但受益于新能源汽车（EV）对高性能、绿色轮胎材料的升级需求，以及中国轮胎企业加速“出海”带来的全球份额重构，该板块正通过泰国工厂的产能释放迎来新的结构性增长机会。它不仅为公司提供了持续稳定的经营性现金流，更是支撑电子材料高强度研发投入的坚实后盾，发挥着公司业绩“稳压器”的关键作用。

电子材料业务(5星):

行业天花板极高，受益于国内头部晶圆厂及面板厂逆势扩产与供应链“自主可控”的紧迫需求，光刻胶作为决定芯片制程精度与良率的最关键核心材料，其消耗量随晶圆制程微缩及存储堆叠层数增加具备极强的爆发性。公司依托“电子级树脂自研+光刻胶成品”的独特产业链一体化优势，成功在KrF、ArF高端光刻胶及面板TFT-LCD光刻胶领域打破美日国际垄断，是国内唯一实现全谱系量产的龙头企业。在增量产线中凭借确定的基准工艺地位及自产树脂的成本韧性加速抢占核心份额，发挥着公司未来业绩增长“核心引擎”的关键作用。

5.2 盈利趋势



公司整体盈利趋势向好，主要得益于“橡胶助剂+电子材料”双轮驱动战略的良性共振。一方面，作为全球龙头的橡胶助剂业务凭借极强的议价能力与泰国工厂的产能释放，成功克服了原材料周期波动，持续发挥稳健的“造血”功能；另一方面，电子材料业务随着上海光刻胶基地的产能爬坡及KrF/ArF高端产品出货量的激增，高毛利产品占比显著提升，规模效应正加速摊薄前期重资产投入带来的折旧压力。公司正逐步走出高投入期的利润低谷，迎来毛利率与净利率双升的业绩兑现拐点。

橡胶助剂业务与其他(3.5星):

作为公司的基石业务，该板块虽然受大宗原材料周期性波动影响，整体增速相对平稳，但胜在竞争格局优异且现金流充沛。作为全球特种橡胶助剂龙头，公司拥有极强的议价权，能够有效传导成本压力。随着泰国工厂的投产及下游轮胎客户“出海”带来的份额提升，叠加新能源汽车对高性能材料的需求增长，该业务盈利能力保持稳健，持续为公司的转型升级提供关键的资金支持。

电子材料业务(4.5星):

受益于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。KrF/ArF等高端光刻胶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，盈利趋势评级优秀。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局评级优秀。核心电子材料业务凭借独有的“树脂—光刻胶”一体化全产业链优势，在KrF/ArF光刻胶领域构筑了极深的技术护城河与排他性壁垒，成功打破了美日国际垄断并确立了国产一供地位；尽管下游晶圆代工客户高度集中且话语权极强，使得公司面临验证周期长、营运资金被占用的行业共性压力，但其“战略供应商”的身份有效保障了极高的客户粘性。更为关键的是，不同于传统涂料业务的红海竞争，公司的橡胶助剂业务处于全球绝对龙头地位，面对下游轮胎巨头拥有极强的议价能力与定价权。这种“成长业务高壁垒”与“现金牛业务强话语权”的互补性格局，有效对冲了单一赛道的经营风险，整体产业链地位稳固。

橡胶助剂业务与其他(4.5星):

该业务产业格局评级优秀，核心在于其在全球特种橡胶助剂领域构筑了极高的寡头垄断壁垒。不同于低门槛的通用化工品，特种助剂认证周期长且对轮胎性能影响关键，客户粘性极强。公司作为全球绝对龙头，面对下游米其林、普利司通等轮胎巨头拥有极强的议价权与定价主导权，有效规避了低端内卷。这种在细分赛道内的统治力，使其能够持续享受超越行业平均的毛利水平与稳定的现金流，是公司产业格局中的“压舱石”。

电子材料业务(4星):

该业务产业格局评级优良，核心在于其构建了极高的“技术配方+客户认证”双重护城河。公司聚焦于光刻胶核心主业，产品线横跨半导体光刻胶（KrF/ArF/G/I线）与显示面板光刻胶（TFT-LCD Array正胶），是国内少有的全谱系光刻胶龙头。不同于通用化学品，光刻胶验证周期极长且对良率影响致命，一旦通过认证，客户粘性极强且极难更换，有效避免了低端价格战。尽管下游晶圆厂与面板厂（如中芯、京东方）客户高度集中且话语权较强，但凭借“树脂—光刻胶”一体化的成本技术优势及“国产一供”的战略地位，公司在产业链博弈中占据了有利身位。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体的护城河星级较高，其中电子材料业务优势显著。除了凭借独特的“电子级树脂自研—光刻胶成品”一体化产业链确立了极深的成本与技术壁垒外，公司还在KrF光刻胶领域占据了国产市场主导地位，并依靠严苛的认证体系深度绑定中芯国际、华虹集团等头部晶圆厂，构筑了极强的存量竞争壁垒与不可替代性。相比之下，橡胶助剂业务的护城河主要体现在全球龙头的规模效应与议价权上，作为全球第一大特种橡胶助剂供应商，其对下游轮胎巨头拥有极强的粘性，其持续、丰厚的现金流造血能力为公司跨界半导体的高强度研发构建了独特的“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 |
|-----------|---|---|
| 橡胶助剂业务与其他 | (3星)该业务的护城河宽度星级中等，经壹评级调整的ROE为27.3%，ROIC为9.7%，具有较高的超额收益。公司市占率约26%，业务控制力星级为2.5。作为全球特种橡胶助剂的绝对龙头，公司凭借较强的产品议价权与全球化供应链布局（泰国工厂），有效规避了常规化工品的周期性内卷，建立了深厚的品牌与客户壁垒。虽然受大宗原料价格波动影响，但其高回报率证明了在产业链中的地位，是公司稳定的利润基石。 | (5星)护城河主要由转换成本、规模经济和利基市场垄断构成。在转换成本上，基于轮胎作为关键安全件的特殊属性，其认证体系极度严苛。公司一旦切入供应链，即形成极高的客户粘性与替代门槛，构筑了深厚的“安全壁垒”。在规模经济上，依托全球第一的产能规模，公司在原材料集采与生产制造端拥有碾压同行的绝对成本优势。在利基市场垄断上，在特种酚醛树脂等高壁垒细分赛道，公司处于绝对统治地位，手握强劲的定价主导权，从而锁定了长期稳固的超额收益能力。 |
| 电子材料业务 | (1.5星)该业务的护城河宽度星级较低，经壹评级调整的ROE为15.3%，ROIC为9.7%，具有一定的超额收益。公司市占率约10.5%，业务控制力星级为2.5。目前评分受限的核心原因在于“重资产扩产期”的资金占用与折旧压力。虽然产品本身毛利极高，但受限与下游晶圆代工客户（如中芯、华虹）的高度集中与强势话语权，公司面临较长的验证周期与回款账期，大量营运资金被占用，导致当期自由现金流的转化效率构成制约，护城河宽度仍处在“用资本换壁垒”的拓宽期。 | (5星)护城河主要由规模经济和技术优势构成。在规模经济上，公司构建了业内稀缺的“自产树脂—光刻胶成品”全产业链闭环。随着新产能的释放与上下游深度协同，公司相较于依赖外购树脂的竞争对手，拥有了从源头控制成本的绝对优势，在技术优势上，公司成功攻克“核心树脂自研”这一卡脖子环节，结合高纯复配工艺，实质性打破了美日长达半个世纪的技术封锁。在KrF/ArF高端光刻胶领域确立了不可替代的国产技术领先地位，构建了极高的技术准入壁垒。 |

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于对公司核心电子材料业务凭借“树脂—光刻胶”一体化优势构建极高技术壁垒、以及橡胶助剂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已透支了未来的成长预期。尽管公司在KrF/ArF高端光刻胶领域具备稀缺的“供应链自主可控”战略价值，但目前股价所隐含的增长率远超实际业绩兑现速度。考虑到上海光刻胶基地与泰国工厂大规模转固带来的巨额折旧压力，以及高强度的研发投入对当期利润的侵蚀，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偏高估的状态。

6.1 核心假设及逻辑

业务1：电子材料业务

收入假设：

市场份额：依托独有的“电子级树脂自研+光刻胶成品”一体化产业链优势，随着供应链“自主可控”战略的深度推进，公司在KrF/ArF高端光刻胶领域加速打破国际垄断。特别是凭借自产树脂在成本控制与供应稳定性上的核心壁垒，叠加已获取的多个头部晶圆厂认证，公司产品在增量产线与存量替换中份额快速提升。假设显性期末半导体光刻胶市占率约26%份额，半显性期末提升至约32.5%份额，假设显性期末面板光刻胶市占率约37.7%份额，半显性期末提升至约47.7%份额，整体市占率趋势显著向好。

行业增速：受益于半导体行业周期复苏、晶圆厂产能利用率回升及先进制程扩产，半导体光刻胶作为核心耗材需求具备极强的刚性。同时，面板显示行业格局趋稳，存量市场需求维持韧性。预计半导体光刻胶行业规模在显性期内维持12%增速，半显性期维持约8%增速；面板光刻胶在显性期内维持5%增速，半显性期维持约3%增速。

毛利率假设：

随着KrF/ArF等高端半导体光刻胶出货占比的持续提升，以及自研电子级酚醛树脂在供应链中的全面导入，该业务毛利率整体呈上升趋势。虽然短期内上海及泰国基地转固带来的折旧摊销对成本构成一定压力，但随着高单价产品新建产能的逐步释放及规模效应的显现，产品结构将得到显著优化；同时，核心树脂的自供将有效平抑原材料价格波动并降低单位成本。中长期看，鉴于光刻胶极高的技术壁垒与客户粘性，预计在半显性期内光刻胶毛利率能从2025年的29.8%逐步攀升到45%左右并维持下去，公司凭借“一体化闭环”优势将持续享受稳定的超额收益。

业务2：橡胶助剂业务与其他

收入假设：

市场份额：作为全球特种橡胶助剂的绝对龙头，公司凭借极强的产品议价权与全球化供应链布局，市场地位稳固。随着泰国工厂产能的全面释放及对全球轮胎75强客户覆盖的进一步深化，特别是伴随中国轮胎企业“出海”建厂的步伐，公司在海外市场的份额有望持续提升。假设显性期末橡胶助剂市占率维持在39%左右，半显性期末市占率维持为39%。

行业增速：受益于全球汽车保有量的稳步增长及新能源汽车（EV）对高性能“绿色轮胎”材料升级的结构性需求，特种橡胶助剂行业虽步入成熟期但仍具备稳健的内生增长动力。叠加下游轮胎行业开工率回升及出口需求拉动，预计行业规模在显性期内维持4%增速，半显性期维持约3%增速。

毛利率假设：

得益于公司在全球特种助剂领域的寡头垄断地位及极强的成本转嫁能力，该业务毛利率展现出较强的抗周期韧性。尽管短期受大宗原材料（如苯酚）价格波动影响，但公司通过动态调整售价及优化产品结构（提升高端特种树脂占比）有效对冲了成本压力。中长期看，随着泰国工厂规模效应的释放，预计在半显性期内毛利率约为28.5%，显性期末毛利率约30%，持续发挥公司业绩“压舱石”的稳定作用。

表2：公司整体业绩预测

| 彤程新材 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿) | 29.4 | 32.7 | 34.2 | 44.1 | 55.4 | 68.5 | 83.4 | 96.0 |
| 归母净利润(亿) | 3.7 | 4.6 | 6.3 | 6.0 | 8.1 | 10.8 | 14.3 | 17.4 |
| 归母净利润增速(%) | 9.5 | 22.3 | 37.5 | -4.9 | 36.5 | 32.8 | 31.8 | 22.1 |
| 经营性净利润(亿) | 1.4 | 1.5 | 2.5 | 6.0 | 8.1 | 10.8 | 14.3 | 17.4 |
| 经营性净利润增速(%) | -18.3 | 11.2 | 61.5 | 140.4 | 36.5 | 32.8 | 31.8 | 22.1 |
| 经营性归母净利润(亿) | 1.4 | 1.5 | 2.4 | 6.0 | 8.1 | 10.8 | 14.3 | 17.4 |
| 经营性归母净利润增速(%) | -22.6 | 6.9 | 62.7 | 146.7 | 36.5 | 32.8 | 31.8 | 22.1 |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| 橡胶助剂业务与其他 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿) | 23.9 | 25.2 | 24.5 | 28.7 | 33.2 | 38.1 | 43.3 | 48.8 |
| 收入增速(%) | 13.0 | 5.5 | -2.9 | 17.2 | 15.7 | 14.6 | 13.6 | 12.8 |
| 经营性净利润(亿) | 1.2 | 1.2 | 1.8 | 3.8 | 4.7 | 5.7 | 6.7 | 7.6 |
| 经营性净利率(%) | 4.9 | 4.8 | 7.3 | 13.1 | 14.0 | 14.9 | 15.5 | 15.6 |
| 经营性净利润增速(%) | -16.5 | 4.2 | 46.8 | 109.5 | 24.1 | 22.2 | 17.7 | 13.8 |
| 电子材料业务 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
| 收入(亿) | 5.5 | 7.5 | 9.7 | 15.4 | 22.2 | 30.4 | 40.2 | 47.2 |
| 收入增速(%) | 43.9 | 34.5 | 30.0 | 58.5 | 44.5 | 36.9 | 32.2 | 17.5 |
| 经营性净利润(亿) | 0.2 | 0.3 | 0.7 | 2.2 | 3.5 | 5.1 | 7.6 | 9.8 |
| 经营性净利率(%) | 3.8 | 4.3 | 7.1 | 14.4 | 15.7 | 16.9 | 18.8 | 20.7 |
| 经营性净利润增速(%) | -27.4 | 49.7 | 118.2 | 220.5 | 57.5 | 47.0 | 47.4 | 29.4 |

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) |
|--------------|-----------|--------|-------|--------|----------|--------|-----------|
| 电子材料业务 | 9.5% | 中等 | 较好 | 强 | 7.5% | 19.5 | 10.6 |
| 橡胶助剂业务与其他 | 3.0% | 中低 | 非常好 | 强 | 7.5% | 18.15 | 6.8 |
| 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 |
| 电子材料业务(亿) | 10.4 | 133.8 | 144.2 | - | - | - | 144.2 |
| 橡胶助剂业务与其他(亿) | 13.0 | 92.1 | 105.1 | - | - | 20.0 | 125.1 |
| 公司整体测算(亿) | 23.3 | 225.9 | 249.2 | - | - | 20.0 | 269.2 |

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 |
|--------------|-------|-------|-------|------|----------|--------|-------|
| 电子材料业务(亿) | 56.7 | 145.8 | 202.5 | - | - | - | 202.5 |
| 橡胶助剂业务与其他(亿) | 56.6 | 65.7 | 122.3 | - | - | - | 122.3 |
| 公司整体测算(亿) | 113.3 | 211.5 | 324.7 | - | - | - | 324.7 |

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，橡胶助剂业务作为全球龙头与成熟现金牛，市场格局稳固，业绩能见度较高且抗周期能力强；然而，电子材料业务虽处于高成长期，但受限于半导体光刻胶极长的验证周期及下游晶圆厂扩产节奏的外部不确定性，叠加ArF等高端新品研发攻关的非线性特征，使得业绩释放的具体节点难以精准预判。此外，上海光刻胶基地及泰国工厂等重资产投入带来的巨额折旧摊销，对短期利润表构成显著扰动，进一步增加了业绩预测的难度，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作有悖原意的引用、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。