

湖北鼎龙控股股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【1066】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

湖北鼎龙控股股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
鼎龙转债	AA	AA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：湖北鼎龙控股股份有限公司（以下简称“鼎龙股份”或“公司”，证券代码：300054.SZ）业务结构多元取得新进展，光电半导体材料研发及优质客户积累持续取得进展，其中 CMP 材料和半导体显示材料销售快速放量，带动 2024 年以来收入及利润规模显著增长；且国内半导体材料市场持续推进国产化，有助于公司的业务发展。但中证鹏元也关注到，公司打印复印通用耗材业务持续面临较激烈的行业竞争，存在盈利提升压力，且加征关税等外部环境变动或对产品外销不利；此外，集成电路等下游需求周期性波动、晶圆光刻胶等产品研发及量产进展不及预期等因素可能导致相关产能利用率较低等风险。

评级日期

2025 年 7 月 25 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	77.17	73.95	67.08	56.22
归母所有者权益	46.58	45.03	44.68	42.15
总债务	15.86	13.84	9.46	3.32
营业收入	8.24	33.38	26.67	27.21
净利润	1.68	6.39	2.88	4.54
经营活动现金流净额	2.41	8.28	5.34	5.63
净债务/EBITDA	--	0.37	-0.35	-1.01
EBITDA 利息保障倍数	--	34.48	24.26	118.69
总债务/总资本	23.87%	22.11%	16.25%	6.90%
FFO/净债务	--	192.21%	-181.36%	-82.98%
EBITDA 利润率	--	30.83%	20.86%	25.16%
总资产回报率	--	10.57%	5.54%	9.15%
速动比率	1.69	1.63	2.49	3.24
现金短期债务比	1.64	1.52	3.29	8.60
销售毛利率	48.82%	46.88%	36.95%	38.09%
资产负债率	34.47%	34.08%	27.31%	20.25%

注：2022-2023 年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：李爱文
liaw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **半导体材料行业面临国产化机遇，为公司业务发展提供良好支撑。**2024 年以来全球半导体领域的贸易环境不确定性有所加剧，我国持续大力推动本土供应链自主可控，未来半导体产业链国产化进程有望加速推进，其中部分半导体材料等弱势领域将有望获得更大扶持。
- **公司在光电半导体材料领域持续取得研发成果，有助于市场拓展。**公司持续推动各类光电半导体材料新型号产品研发和客户验证，2024 年以来在晶圆光刻胶、封装 PI 产品、铜制程抛光液等领域通过验证并首次取得量产订单，CMP 抛光垫应用领域拓展至硅晶圆、碳化硅等领域，应用自产研磨粒子的抛光液、清洗液产品出货量持续增长。
- **光电半导体材料快速放量，带动公司收入及利润大幅增长。**公司是国内半导体材料行业平台型企业，2024 年以来在与国内主流集成电路制造晶圆厂商保持良好合作关系的基础上，取得国内主流的硅晶圆厂家订单，YPI、PSPI 等产品陆续成为国内部分主流显示面板厂商的重要供应商，临时键合胶在国内主流集成电路制造客户端实现量产导入，带动公司营业收入和利润规模快速增长；此外 2024 年公司在打印复印耗材领域强化降本增效，彩色聚合碳粉销量实现较快增长，业务毛利率有所改善。

关注

- **打印复印通用耗材业务行业竞争加剧，且需关注贸易环境变动对产品外销的不利影响。**硒鼓、墨盒终端产品竞争格局相对分散、价格竞争激烈，产品降价压力相对较大，面临较大的业绩增长和盈利压力。此外，公司硒鼓、墨盒产品以外销为主，其中美国占据公司墨盒产品约 40% 的销售份额，若未来主要外销目的地出台加征关税等经贸限制措施，将对公司打印耗材业务产生不利影响。
- **公司在建晶圆光刻胶等材料产能规模较大，未来能否实现预期收益存在不确定性。**截至 2024 年末公司在晶圆光刻胶、半导体封装材料等领域已建成或在建产能规模较大，目前该等产品尚处于研发或量产初期，且晶圆光刻胶等部分产品技术壁垒较高，若未来相关产品研发及量产进展不及预期，公司将面临产能消化、研发费用侵蚀利润的压力。此外，集成电路、平板显示等主要下游领域需求具有周期性，公司部分半导体材料产品客户集中度较高，需关注下游需求波动对业务的不利影响。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，公司业务结构多元，在 CMP 抛光垫、PSPI、YPI、打印复印通用耗材等领域具备一定竞争优势，产品类型和应用领域较丰富，业务持续性较好，财务风险和经营风险可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	纳思达	鼎龙股份	安集科技
主营产品	打印机、打印复印耗材	CMP 材料、半导体显示材料、半导体先进封装材料、打印复印耗材	CMP 材料、湿电子化学品
资产总计	373.50	73.95	34.52
资产负债率	72.61%	34.08%	21.75%
营业收入	264.15	33.38	18.35
净利润	8.15	6.39	5.34
销售毛利率	32.27%	46.88%	58.45%
净营业周期（天）	98.11	143.24	260.00

注：上表均为 2024 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
鼎龙转债	9.10	9.10	2024-6-19	2031-4-2

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于年产300吨KrF/ArF光刻胶产业化项目、光电半导体材料上游关键原材料国产化产业基地项目建设和补充流动资金。截至2025年6月30日，本期债券募集资金专项账户余额为5.97亿元。

二、 发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人未发生变更。2025年5月公司完成董事会换届并聘任高级管理人员，除新选举罗德日为职工董事、苏敏光因换届选举不再担任董事职务外，公司其余董事会成员、高级管理人员未发生变动。截至2025年3月末公司控股股东及共同实际控制人为朱双全、朱顺全兄弟二人，其中朱双全直接持有公司14.84%股权，朱顺全直接持有公司14.71%股权，两者合计控制公司29.55%的股权。截至2025年6月18日，朱双全、朱顺全分别持有公司的1,300万股、766万股股权已经质押，分别占公司股权的1.38%和0.81%。

跟踪期内公司主营业务未发生变化，仍经营光电半导体材料及芯片、打印复印通用耗材两大业务；其中光电半导体材料主要为半导体CMP工艺材料（抛光垫、抛光液、清洗液）、显示面板材料（YPI、PSPI、TFE-INK），半导体先进封装材料（半导体封装PI、临时键合胶）、高端晶圆光刻胶及集成电路芯片；打印复印通用耗材包括碳粉、辊、载体等原材料和硒鼓、墨盒等终端产品。截至2024年末公司纳入合并范围的主要子公司如附录三所示。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性

充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

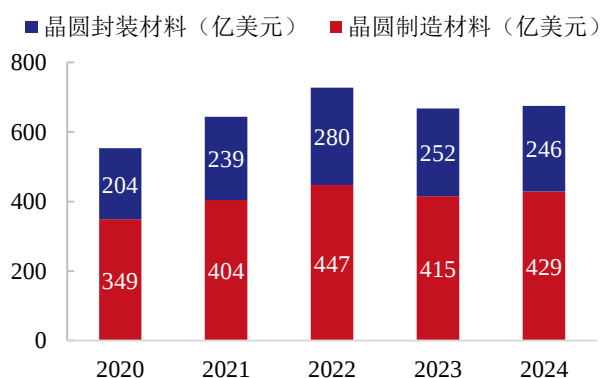
行业环境

（一）半导体材料

2024年半导体材料市场规模恢复增长，其中中国大陆市场增速居前；目前CMP抛光材料、晶圆光刻胶等领域主要市场仍由外国厂商占据，但国内部分厂商在多个领域已持续取得产品量产或客户验证进展，半导体材料国产化前景良好

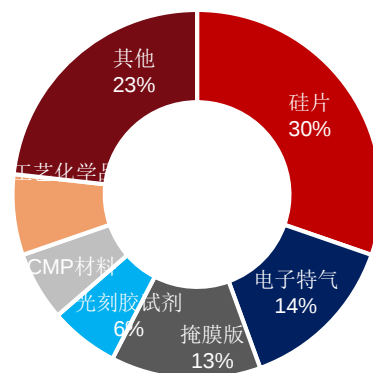
2024年半导体材料市场规模恢复增长，2025年随着先进制程新产能投产，半导体材料市场规模有望实现较快增长。根据SEMI的报告，2024年全球半导体材料市场规模达到675亿美元，同比增长3.8%，主要增长动力为高性能计算（HPC）和高带宽存储器（HBM）制造对先进材料的需求增长，其中CMP、光刻胶及光刻胶相关材料市场规模增速居前。分地区看，中国台湾和中国大陆销售额及增速均居全球前两位，中国大陆市场规模同比增长5.3%至135亿美元。IDC预测2025年全球晶圆制造产能将增长7%，其中20纳米以下的先进节点产能将增速更快、预计达到12%，且整体平均产能利用率有望保持在90%以上的高水平，这为半导体材料销售额增长奠定了基础，SEMI预计2025年全球半导体材料销售额将同比增长11%。

图1 2024年全球半导体材料销售恢复增长



资料来源：SEMI，中证鹏元整理

图2 2024年晶圆制造材料市场构成情况



资料来源：SEMI，中证鹏元整理

半导体光刻胶技术壁垒高，目前市场主要被日本企业占据，但多家国内厂商积极布局研发并取得一定进展。目前半导体光刻胶主流厂商包括日本的东京应化、JSR、富士、信越化学、住友化学，以及美国杜邦、欧洲AZEM等，其中日企全球市占率约80%，处于绝对领先地位。近年来，随着国产半导体光刻胶项目持续建设，国内企业已经实现g/i线光刻胶批量应用，国产化率约10%；晶圆用高端KrF、ArF光刻胶整体国产化率仅约1%。根据公开资料，南大光电、鼎龙股份、上海新阳、苏州瑞红、彤程新材和华懋科技等均已布局晶圆用高端KrF、ArF光刻胶，2024年南大光电共有3款KrF光刻胶在下游客户通过

认证并实现销售、收入突破千万，鼎龙股份共2款晶圆光刻胶首次获得客户订单，彤程新材ArF 浸没式光刻胶已顺利通过认证并实现量产，国产化持续推进。但目前在应用于7nm以下工艺节点的高精度ArF光刻胶领域则均尚处于验证测试阶段，更高端的EUV光刻胶亦处于待突破阶段。

化学机械抛光（以下简称“CMP”）用抛光垫和抛光液占据CMP抛光材料主要市场份额，目前两种材料均有国产厂商实现量产，未来国产化率有望提升。根据SEMI统计，2024年CMP抛光材料占半导体晶圆制造材料的销售份额约6%，主要产品包括抛光液、抛光垫、调节剂、清洗剂等，其中抛光液和抛光垫分别占据CMP材料49%和33%的市场份额；2024年受益于DRAM、NAND闪存和尖端逻辑IC制造工艺的复杂性和步骤数量的增加，CMP材料销售额实现两位数增长。从竞争格局看，CMP抛光垫市场高度集中，杜邦为行业绝对龙头，鼎龙股份是唯一来自中国大陆的抛光垫厂商，实现对美日厂商垄断突破，2024年鼎龙股份国产化持续取得进展、CMP抛光垫销售收入同比增长约72%。CMP清洗液市场集中度相对分散，其中卡博特、Versum Materials、日立、富士美等美日龙头占据主要市场份额，国内厂商安集科技、鼎龙股份的市场份额仍相对较小。但随着工艺制程的发展，抛光液种类越来越多样，这为很多厂商提供了进入抛光液细分领域的机会，目前国内鼎龙股份等厂商已实现抛光液的量产，未来抛光液国产化率有望进一步提升。

（二）通用打印复印通用耗材

打印复印通用耗材行业处于成熟期，近年市场规模保持稳定，但行业竞争较激烈，产业链盈利能力持续承压；其中头部厂商通过兼并重组实现产业链一体化布局，行业集中度有逐步提升趋势

近年我国打印耗材行业市场规模保持低速增长，其中通用打印耗材占比较低，但因其具备价格优势，预期可保持一定的竞争优势。通用打印耗材厂商在避免侵犯原装打印机厂商专利的前提下，破解打印耗材芯片，并生产能够兼容相应型号打印机的通用打印耗材，通用打印耗材的价格一般为原装耗材的10%-40%。经过多年发展，通用打印耗材行业已形成成熟稳定的产业链，其中中国是全球通用打印复印通用耗材主要产地，国内已形成以珠海为代表的全球最大的通用打印耗材产业集群，近年中国打印机耗材市场呈现出稳中有升的发展态势但增速较低。根据中国海关数据及美佳音控股（6939.HK）2024年年度报告，2024年以来通用打印耗材产业增速较为缓慢，2025年一季度中国耗材出口总额为83.1亿元人民币，同比下降0.8%，在此背景下国内厂商为争夺市场份额开展的竞争更加激烈，给行业盈利带来较大压力。

打印耗材芯片在产业链中利润水平相对较高，近年行业规模保持低速增长，但市场集中度较高、行业竞争激烈。耗材芯片在通用耗材产业链的利润分布中毛利率相对较高，影响通用打印耗材芯片价格及毛利率的核心因素有两点，即每年原装厂商新推出打印机型号数量，以及通用耗材芯片厂商的快速研发能力。其中首次推出的新打印机型号通用耗材芯片定价及毛利率相对较高，随着后续提供新型号芯片的厂商越来越多，竞争将逐渐激烈，芯片价格快速下降。目前我国打印耗材芯片行业龙头主要包括纳思达（002180.SZ）、旗捷科技、美佳音控股（6939.HK）等，行业集中度较高且竞争激烈，2024年由于行业

新型号芯片较少且国内部分厂商为扩大市场份额而大幅降低价格，行业销售价格同比下行，盈利能力有所弱化。

硒鼓和墨盒行业竞争激烈，行业盈利能力持续承压，头部厂商通过兼并重组布局产业链一体化以提升成本管控能力，行业集中度有逐步提升趋势。硒鼓、墨盒属于成熟行业，行业内参与者众多且产品质量参差不齐，部分产品线上销售未受税务监管，产品价格竞争十分激烈。终端产品激烈的价格向全产业链传导，近年墨粉、耗材芯片等核心上游原料厂商行业整体毛利率均呈弱化趋势。为此，通用打印耗材终端产品硒鼓、墨盒的龙头厂商（如纳思达、鼎龙股份）多数在上市后通过对外并购，构建上下游一体化的竞争优势，以强化自身的成本管控能力。通过并购整合，产业链公司在选择供应商时会合理优先选择本集团内单位，通过相互协同不断扩大客户群，行业竞争力有望持续提升；未来一些规模较小的市场参与者或将逐渐被淘汰或收购，行业集中度有望进一步提升。

四、 经营与竞争

半导体材料销售快速增长，带动公司收入规模及毛利率水平快速提升。跟踪期内公司仍主要经营光电半导体材料、打印复印通用耗材两大主营业务，其中光电半导体材料板块面临较好的国产化机遇，叠加产品研发量产及市场拓展取得进展，带动业务规模快速增长、销售毛利率维持在较高水平。打印复印通用耗材行业处于成熟期，2024年需求增长缓慢、行业竞争保持激烈，公司积极实施降本控费措施，业务毛利率水平有所改善。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
半导体材料业务及集成电路芯片设计和应用业务	15.20	45.53%	47.14%	8.57	32.12%	61.48%
打印复印通用耗材	17.91	53.67%		17.86	66.97%	24.85%
其他	0.27	0.80%	14.91%	0.24	0.91%	61.67%
合计	33.38	100.00%	46.88%	26.67	100.00%	36.95%

注：中证鹏元未获得公司 2025 年一季度营业收入构成及毛利率数据。

资料来源：公司提供、公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

（一）光电半导体材料业务

公司作为平台型企业，在光电半导体材料领域的产品和应用领域持续丰富，客户资源和专利技术积累取得进展，业务收入快速增长；未来随着我国持续推动半导体产业链自主可控，公司有望保持较好市场竞争力，但仍需关注行业周期性波动风险，以及短期内研发费用对利润的侵蚀

公司在半导体材料领域业绩快速增长，但部分产品客户集中度较高，产品销售易受主要客户需求变化而发生较大波动。该部分产品类型和应用领域较为多样，并具备良好的优质客户资源积累，2024年以来受益于公司在CMP材料及半导体显示材料领域的市场拓展持续取得进展，叠加国内持续加快半导体产

业链自主可控进程，相关产品销售快速放量，主要生产CMP抛光软垫的潜江工厂于8月份实现扭亏为盈。目前公司的光电半导体材料正陆续渗透国内主流晶圆厂、面板厂，成为部分国内主流晶圆厂、显示面板厂客户的重要供应商，获得下游重要晶圆客户的优秀供应商奖项，以及显示面板客户维信诺技术创新奖、天马技术突破奖。中证鹏元注意到，CMP抛光垫等半导体材料受下游竞争格局影响，客户集中度较高，产品销售对少数重点客户的依赖较大，且集成电路、平板显示等主要下游应用领域需求具有较强的周期性，若重点客户自身经营或采购政策发生不利变动，或下游行业景气度下行，将对公司光电半导体材料的销售产生不利影响。

表2 2024 年公司主要半导体材料产品销售及客户构成情况（单位：亿元）

产品名称	2024 年营业收入	2024 年营收同比增速	2025H1 营收同比增速
CMP 抛光垫	7.16	71.51%	59%
抛光液、清洗液	2.15	178.89%	56%
半导体显示材料	4.02	131.12%	62%

资料来源：公司提供，其中 2025H1 各产品收入同比增速为公司《2025 年半年度业绩预告》初步测算的数据

公司新型号产品研发及应用领域拓展取得进展，为业务增长提供有力保障，但需关注短期内研发费用对利润的侵蚀。跟踪期内公司继续保持较高研发强度，2024年度研发费用同比增长约22%，占营业收入比重约14%。2024年以来公司在晶圆光刻胶、封装PI产品、铜制程抛光液领域首次获得客户量产订单，CMP抛光垫应用领域拓展至硅晶圆、碳化硅等领域，采用自研研磨粒子等自研核心原料生产的抛光液、清洗液产品出货量陆续增长。此外，2024年公司积极布局CMP抛光垫、柔性显示PSPI等主要产品的核心专利，持续加大各类新产品在海内外的不侵权分析及风险排查，2024年度新增已获授权的发明专利38项、实用新型专利50项，知识产权布局有所完善。中证鹏元注意到，公司高端晶圆光刻胶、半导体先进封装材料业务尚属于发展初期，目前尚未实现盈利，且预计在光电半导体光刻胶领域的产品研发尚需持续投入较多资金，短期内或将对盈利形成一定侵蚀。

表3 2024 年以来公司半导体材料产品生产研发及市场拓展进展

产品名称	产品研发、量产进展	市场拓展进展
CMP 抛光垫	产品型号齐全，抛光硬垫核心原材料自主制备，2024 年以来在硅晶圆及碳化硅市场进行产品布局	取得国内主流的硅晶圆厂家订单，进行外资晶圆厂市场推广，铜制程抛光硬垫产品已在某主流外资逻辑厂商测试通过并取得小批量订单
抛光液、清洗液	仙桃园区抛光液及配套超纯硅研磨粒子产线通过下游晶圆厂客户审核；氧化铈研磨粒子完成工程化产线建设，搭载其生产的浅沟槽隔离抛光液已送至客户端验证；	应用自产氧化铝研磨粒子的金属栅极抛光液在下游客户 28nm 及以下工艺节点放量销售，铜制程抛光液首次实现订单突破，2024 年通过验证的氧化铝抛光液、多晶硅抛光液在 2025H1 陆续量产
半导体显示材料	进行 PFAS Free PSPI、BPD L、Low Dk INK 等新一代 OLED 显示材料研发及送样验证，PFAS Free PSPI、BPD L 已送样国内主流面板厂客户 G6 代线验证	YPI、PSPI 成为国内部分主流面板厂商的第一供应商，TFE-INK 市场份额逐步提升
晶圆光刻胶	已布局 20 余款高端晶圆光刻胶，已有 12 款送样客户端验证，其中 7 款进入加仑样验证阶段	2024 年浸没式 KrF 和 ArF 晶圆光刻胶产品首获国内主流晶圆厂客户订单

产品名称	产品研发、量产进展	市场拓展进展
半导体先进封装材料	封装PI方面，已布局7款产品，全面覆盖非光敏PI、正性PSPI和负性PSPI，并已送样6款；临时键合胶方面，已实现规模出货	1款封装PI产品于2024年上半年取得首张批量订单，临时键合胶在国内主流集成电路制造客户端实现量产导入，2025年上半年实现收入约860万元

资料来源：公司提供

跟踪期内公司根据市场需求有针对性扩产，可为市场拓展提供有力的产能保障，但未来需持续关注产能消化压力。公司在武汉本部、湖北潜江和湖北仙桃拥有三大光电半导体材料生产基地，目前已建成较大规模的CMP抛光垫、抛光液及清洗液，以及半导体显示材料产能。截至2025年3月末公司主要在建扩产项目以本期债券募投项目为主，2024年以来公司在晶圆光刻胶领域研发及市场拓展已取得一定进展，但多款产品仍处于客户验证阶段，若未来研发进展不及预期，在建产能将面临消化压力。此外中证鹏元注意到，公司投资了较大规模的研磨粒子等核心原材料产能，这有助于提升产业链自主可控能力，但目前研磨粒子等原材料产能利用率仍相对较低，受此影响抛光液、清洗液业务板块尚未实现盈利，若未来公司未能有效提升采用自产原材料的产品占比，相关项目资产折旧将对利润形成侵蚀。

表4 跟踪期内公司核心产品产能建设情况

产品名称	已建成产能	在建产能
CMP 抛光硬垫	年产能约 40 万片	2025 年 3 月末已扩产至月产 4 万片左右；预计 2025 年底硬垫产能扩张至 5 万片/月
半导体显示材料	武汉本部建成 PSPI、YPI 一期产线，临时键合胶 110 吨/年的量产产线	2024H1 在仙桃产业园建成投产年产 1,000 吨 PSPI 产线，在建年产 800 吨的 YPI 二期项目（预计 2025 年三季度完工试运行）
晶圆光刻胶	在潜江产业园已建成年产 30 吨产线	在建年产 300 吨 KrF/ArF 高端晶圆光刻胶量产线*
光电半导体材料核心原材料	已建成年产 1 万吨抛光液及配套纳米研磨粒子产线	在建光电半导体材料上游关键原材料国产化产业基地项目*

注：“*”为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

表5 截至 2025 年 3 月末本期债券募投项目建设情况（单位：亿元）

金额	总投资	已投资	建设进展
年产 300 吨 KrF/ArF 光刻胶产业化项目	8.04	2.28	厂房建设已完工，主体设备基本到位，进入设备安装阶段
光电半导体材料上游关键原材料国产化产业基地项目	2.35	0.09	-
合计	10.39	2.37	-

资料来源：公司提供

（二）打印复印通用耗材业务

公司依托全产业链布局优势，推进打印复印通用耗材业务降本控费，2024年收入增长缓慢但毛利率有所改善；主要产品以外销为主，未来需持续关注行业竞争和贸易环境变化对业务的不利影响

公司依托彩色聚合碳粉等打印复印耗材业务核心原材料产能优势，推动业务降本控费。2024年公司彩色碳粉产量超过2,600吨，其中打印粉对外销售量首次突破2,000吨。在通用打印复印耗材行业需求增长缓慢、价格竞争激烈背景下，2024年以来公司加大实施降本控费，通过优化采购供方选择和比价、优化客户及产品结构、降低模具及生产辅助耗材成本、集中排产和出货管理等方式，管控业务营业成本，

使得当年业务毛利率同比小幅增长。

公司硒鼓业务收入保持增长，但产品价格下行使得盈利承压，产品以出口为主，需关注贸易环境不确定性加剧对业务发展的不利影响。跟踪期内公司硒鼓业务经营主体、产能规模未发生重大变化，2024年公司加大产线自动化改造力度，全自动化产线的实际产量持续增加。公司硒鼓产品销售仍以外销为主，其中彩色硒鼓市场集中在欧洲、北美等地，黑色硒鼓主要市场为俄语系国家、亚洲、南美等。2024年硒鼓销售收入同比增长，其中中国、欧洲和俄语系国家销量增长表现较好，而中东等地区受贸易环境发生不利变动、产业链库存消化等影响，销量有所下滑；而受外部环境波动导致需求趋弱、行业竞争激烈、公司对部分产品进行低价促销等因素影响，硒鼓产品销售价格继续维持下降。

公司在再生墨盒领域保持一定的规模优势，但核心原材料和产品销售均依赖进出口，且对美国的销售占比较大，需关注贸易环境对业务的影响。再生墨盒以旧墨盒为核心资源性原材料，目前公司已形成较稳定的旧墨盒采购渠道，但以进口为主，付款方式以预付或货到付款为主。公司再生墨盒产品以外销为主，近年外销收入占比均超过70%，客户仍以电商客户、打印耗材品牌商、零售商三类为主，其中对美国市场的出口收入占比约40%。2024年再生墨盒业务收入保持增长，但行业价格竞争仍相对激烈，产品面临降价压力，当年公司通过实施降本控费实现销售毛利率提升。中证鹏元关注到，绩讯科技核心原料依赖进口，且外销市场以美国为主，需持续关注贸易环境对业务的不利影响。

五、 财务分析

财务分析基础说明

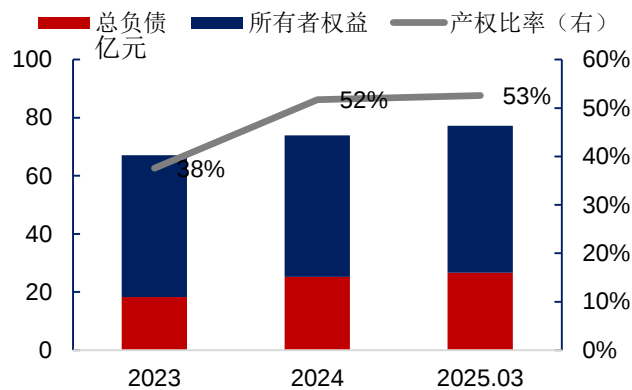
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

公司主业收现能力尚可，盈利能力显著提升，产能扩张带动公司资产规模增长，其中固定资产、应收账款和存货占比较大，需关注资产减值和折旧摊销对利润的侵蚀，且债务规模或将随着业务扩张而进一步攀升

资本实力与资产质量

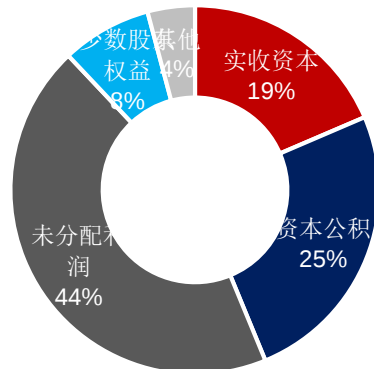
2024年以来随着业务扩张及经营积累，公司权益和负债规模均有所增长，截至2025年3月末公司产权比率约为53%，所有者权益对负债的保障程度尚可。期末公司所有者权益主要由未分配利润、IPO形成的资本溢价以及实收资本构成。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年以来随着公司加大半导体材料领域的产能建设力度，固定资产和在建工程大幅增长，需关注公司产能释放不充分时，固定资产折旧对利润的侵蚀。2024年仙桃产业园抛光液、清洗液及配套研磨粒子产线和半导体显示材料扩产项目转固，带动固定资产规模快速增长。截至2024年末鼎龙仙桃产业园、潜江产业园尚未全面建设完工，预计未来长期资产规模仍将持续增长，考虑到公司当前CMP抛光软垫、抛光液及清洗液研磨粒子等产能利用率较低，固定资产的折旧摊销预计将对利润形成一定侵蚀。

公司现金类资产相对充足，2024年以来存货和应收账款周转效率有所改善，但仍需关注存货和应收账款减值对利润的侵蚀。截至2024年末公司有0.12亿元货币资金因用作保证金等而使用受限。同期末公司前五名应收余额集中度与前五大客户集中度基本相当，账龄1年以上的应收账款余额占比约10%，需关注应收账款的坏账风险及其对营运资金的占用。公司存货仍由原材料、在产品和库存商品构成，近年来存货周转效率有所提升。

公司商誉及股权资产存在一定的减值风险。公司主要因收购旗捷科技、绩迅科技等打印复印通用耗材业务子公司形成，截至2024年末商誉原值合计10.83亿元，累计减值5.46亿元，减值对象主要是名图超俊公司等硒鼓业务子公司，考虑到硒鼓、墨盒行业竞争激烈、业务盈利能力一定程度承压，未来公司仍面临一定的减值风险。2024年末公司无形资产主要为专利技术、土地，长期股权投资主要为参股投资的打印复印通用耗材行业内企业，2024年度长期股权投资发生减值0.19亿元。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.93	15.46%	10.38	14.03%	11.20	16.70%
应收账款	8.75	11.34%	10.52	14.23%	8.96	13.35%
存货	5.54	7.18%	5.63	7.61%	4.99	7.44%
流动资产合计	30.31	39.28%	29.44	39.81%	28.27	42.15%
固定资产	21.91	28.38%	21.61	29.23%	15.70	23.40%
在建工程	5.36	6.94%	4.78	6.46%	5.68	8.47%

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
无形资产	3.16	4.10%	3.27	4.42%	2.84	4.24%
商誉	5.37	6.96%	5.37	7.26%	5.37	8.01%
非流动资产合计	46.86	60.72%	44.51	60.19%	38.81	57.85%
资产总计	77.17	100.00%	73.95	100.00%	67.08	100.00%

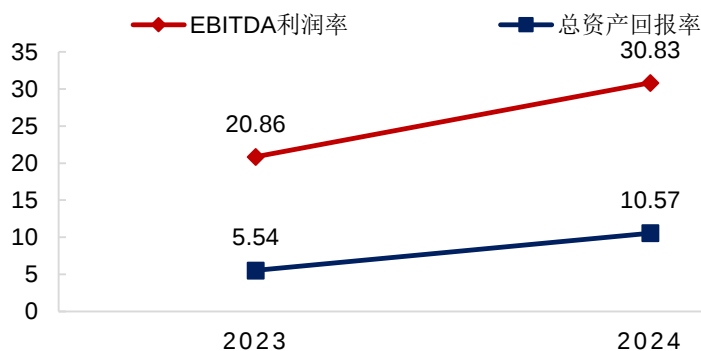
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司光电半导体材料业务销售持续放量，带动盈利能力提升。2024年度公司CMP材料、半导体显示材料销售持续放量，业务收入快速增长，叠加该业务毛利率水平较高，带动EBITDA利润率和总资产回报率明显提升。目前半导体材料领域仍面临良好的国产化机遇，有助于提升收入及盈利水平进一步提升。但同时中证鹏元注意到，打印复印通用耗材业务增长乏力，该业务外销占比较高，若贸易环境发生不利变化，或将对业务盈利造成不利影响。

公司期间费用率维持在较高水平，目前半导体材料业务研发需求仍较大，预计研发费用和管理费用将对利润持续形成一定侵蚀。2023-2024年度公司期间费用率分别为26.32%、26.26%，其中管理费用和研发费用占比较大。此外，2025年二季度公司成功发行本期债券，财务费用率预计将有所攀升。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司短期债务占比较高，随着本期债券发行，总债务规模进一步增长。近年随着经营规模扩张及产能建设，公司总债务快速增长；2024年末短期债务占比约51%，债务期限结构存在优化空间；融资渠道以银行借款为主，借款类型以保证借款、信用借款为主，其中长期借款主要用于仙桃产业园等项目建设。此外，2025年二季度公司成功发行本期债券，带动债务规模进一步攀升。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.71	17.69%	4.02	15.95%	2.96	16.17%
应付账款	3.71	13.96%	3.56	14.12%	3.30	18.01%
其他应付款	2.18	8.18%	2.45	9.70%	0.89	4.87%
一年内到期的非流动负债	3.07	11.54%	3.01	11.96%	0.59	3.22%
流动负债合计	14.65	55.07%	14.57	57.83%	9.36	51.12%
长期借款	7.66	28.81%	6.37	25.28%	5.61	30.63%
递延收益-非流动负债	3.60	13.54%	3.53	14.02%	2.77	15.10%
非流动负债合计	11.95	44.93%	10.63	42.17%	8.96	48.88%
负债合计	26.60	100.00%	25.20	100.00%	18.32	100.00%
总债务	15.86	59.60%	13.84	54.91%	9.46	51.65%
其中：短期债务	7.78	49.05%	7.03	50.83%	3.66	38.68%
长期债务	8.08	50.95%	6.80	49.17%	5.80	61.32%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司主业收现能力较好，随着债务扩张，财务杠杆水平有所攀升。截至2025年3月末公司资产负债率仍处于相对较低水平，但近年来公司大力拓展光电半导体材料业务，持续保持较大资本开支用于产能建设，自由现金流对净债务的保障程度较弱。目前公司仍有较大规模的资本开支需求，且随着本期债券的成功发行，财务杠杆水平将有所上升。

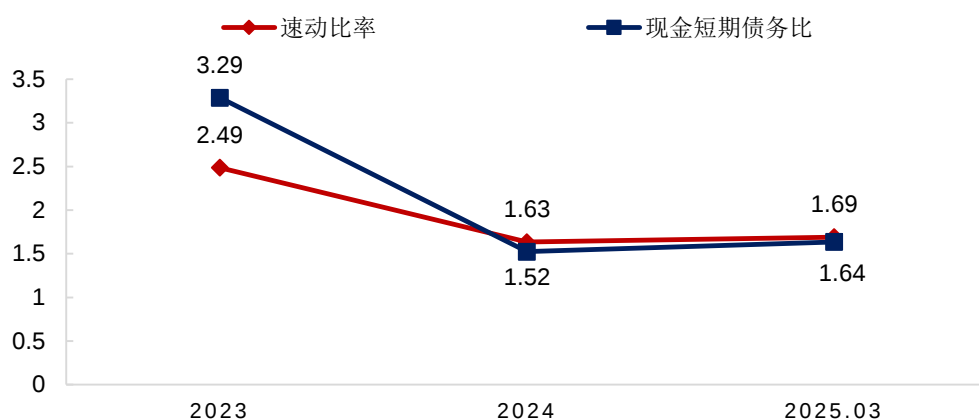
表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	2.41	8.28	5.34
收现比	--	1.01	1.06
FFO（亿元）	--	7.26	3.57
资产负债率	34.47%	34.08%	27.31%
净债务/EBITDA	--	0.37	-0.35
EBITDA 利息保障倍数	--	34.48	24.26
总债务/总资本	23.87%	22.11%	16.25%
FFO/净债务	--	192.21%	-181.36%
经营活动现金流净额/净债务	73.37%	219.24%	-271.46%
自由现金流/净债务	-10.56%	15.80%	251.08%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司现金类资产较为充裕，公司速动比率和现金短期债务比表现良好，但受短期债务占比增长影响，现金短期债务比有所下降。截至2025年4月29日，公司合并范围获得银行授信总额度32亿元，累计已使用银行授信13.20亿元。此外，公司作为上市公司，融资渠道较为多样且保持通畅。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年7月7日），公司本部、杭州旗捷科技股份有限公司、柔显（仙桃）光电半导体材料有限公司、珠海名图超俊科技有限公司和湖北鼎汇微电子材料有限公司，以及北海绩讯科技股份有限公司（2025年7月9日）均不存在未结清不良类信贷记录；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年7月21日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

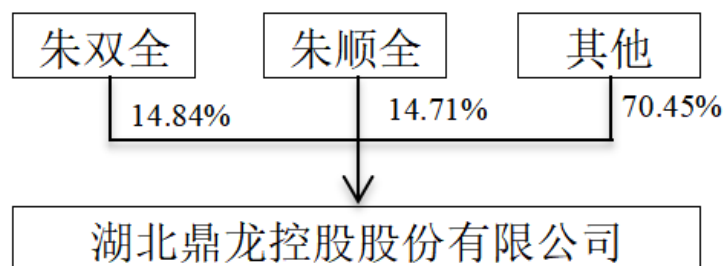
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	11.93	10.38	11.20	10.39
应收账款	8.75	10.52	8.96	8.37
存货	5.54	5.63	4.99	5.47
流动资产合计	30.31	29.44	28.27	26.54
固定资产	21.91	21.61	15.70	9.20
在建工程	5.36	4.78	5.68	4.32
无形资产	3.16	3.27	2.84	2.85
商誉	5.37	5.37	5.37	5.37
非流动资产合计	46.86	44.51	38.81	29.68
资产总计	77.17	73.95	67.08	56.22
短期借款	4.71	4.02	2.96	1.16
应付账款	3.71	3.56	3.30	2.96
其他应付款	2.18	2.45	0.89	0.64
一年内到期的非流动负债	3.07	3.01	0.59	0.10
流动负债合计	14.65	14.57	9.36	6.51
长期借款	7.66	6.37	5.61	1.97
递延收益-非流动负债	3.60	3.53	2.77	2.37
非流动负债合计	11.95	10.63	8.96	4.88
负债合计	26.60	25.20	18.32	11.38
总债务	15.86	13.84	9.46	3.32
其中：短期债务	7.78	7.03	3.66	1.26
长期债务	8.08	6.80	5.80	2.07
所有者权益	50.57	48.75	48.76	44.84
营业收入	8.24	33.38	26.67	27.21
营业利润	1.83	7.17	3.19	4.89
净利润	1.68	6.39	2.88	4.54
经营活动产生的现金流量净额	2.41	8.28	5.34	5.63
投资活动产生的现金流量净额	-2.89	-10.71	-10.95	-5.48
筹资活动产生的现金流量净额	2.01	1.59	6.24	0.05
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	10.29	5.56	6.85
收现比	126.11%	101.46%	105.51%	103.75%
FFO（亿元）	--	7.26	3.57	5.73
净债务（亿元）	3.29	3.78	-1.97	-6.90
销售毛利率	48.82%	46.88%	36.95%	38.09%
EBITDA 利润率	--	30.83%	20.86%	25.16%
总资产回报率	--	10.57%	5.54%	9.15%

资产负债率	34.47%	34.08%	27.31%	20.25%
净债务/EBITDA	--	0.37	-0.35	-1.01
EBITDA 利息保障倍数	--	34.48	24.26	118.69
总债务/总资本	23.87%	22.11%	16.25%	6.90%
FFO/净债务	--	192.21%	-181.36%	-82.98%
经营活动现金流净额/净债务	73.37%	219.24%	-271.46%	-81.52%
速动比率	1.69	1.63	2.49	3.24
现金短期债务比	1.64	1.52	3.29	8.60
净营业周期（天）	587.17	143.24	161.89	158.77

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
武汉柔显科技股份有限公司	5,956.7	82%	柔性显示系列材料研发、生产及销售
武汉鼎泽新材料技术有限公司	1,500	70%	清洗液系列材料研发、生产及销售
湖北鼎龙新材料有限公司	2,000	100%	光电材料研发、生产
湖北鼎汇微电子材料有限公司	10,947.37	91.35%	微电子、半导体材料生产和销售
鼎龙（宁波）新材料有限公司	7,139.12	100%	彩色聚合碳粉研发、生产及销售
鼎龙（潜江）新材料有限公司	14,250	78.95%	电子专用材料研发、制造、销售
湖北芯屏科技有限公司	21,000	100%	打印复印通用耗材研发、制造、销售
珠海华达瑞产业园服务有限公司	9,000	100%	芯片研发、模具开发、工业产品设计等

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号