

抛光垫迅速放量，平台级布局渐入佳境

2022 年 08 月 21 日

**分析师：方竞**

执业证号：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师：李萌

执业证号：S0100522080001

电话：15202191589

邮箱：limeng@mszq.com

事件：8 月 18 日，公司发布 2022 年中报：22H1 实现营收 13.12 亿元，同比增长 19.72%；实现归母净利润 1.94 亿元，同比增长 112.7%；实现扣非归母净利润 1.74 亿元，同比增长 83.18%。

➤ **半导体材料领域高速增长，传统业务降本增效。**单 22Q2 来看，公司实现营收 7.43 亿元，同比增加 28.87%，环比增长 30.38%；实现归母净利润 1.23 亿元，同比增加 128.49%，环比增长 72.47%；实现扣非归母净利润 1.08 亿元，同比增长 151.86%，环比增长 61.30%。公司业绩超预期增长主要系抛光垫产品销售收入大幅增长，22H1 抛光垫业务收入已达 21 年全年抛光垫业务收入的 82.49%。打印复印通用耗材降本增效、产品结构优化，综合盈利能力提升，22H1 毛利率达到 31.24%，相较 21 年提升 2.09pct。展望未来，我们看好公司泛半导体业务高速增长、传统业务稳步提升，公司整体营收和盈利能力持续向好。

➤ **CMP 材料全覆盖，新增产能助力业绩增长。**鼎龙股份是全球少数做成 CMP 领域四种材料抛光垫、抛光液、钻石碟、清洗液的公司，实现上游核心原材料自主可控，覆盖国内主流晶圆厂 14nm 以上制程工艺，14nm 以下的新产品正在验证中。22H1 抛光垫实现销售收入 2.36 亿元，同比增长 132%，平均月销 1.3-1.6 万片，目前年产能 30 万片，潜江三期计划年产能 50 万片进入试生产阶段。搭载自产高纯氧化硅磨料的氧化层抛光液产品在国内主流厂商取得订单，AI 制程抛光液在 28nm 节点 HKMG 工艺中通过客户验证，进入吨级采购，抛光液目前年产能 5000 吨，仙桃二期年产 2 万吨开工建设；Cu 制程清洗液通过国内主流客户认证，已取得规模化订单，其他制程清洗液正在验证，目前年产能 2000 吨，仙桃二期年产能 1 万吨开工建设。我们认为，随着先进制程的突破、品类的完善、产能的扩大、公司 CMP 材料业务将在半导体行业高景气度的环境下保持高速发展。

➤ **半导体显示材料持续增长，产品逐步放量。**公司是目前国内唯一拥有千吨级、超洁净、全自动化 YPI 产线的企业，G6 线验证已全部完成，公司上半年获得批量吨级订单，目前年产 1000 吨，有望成为部分面板厂商一供；PSPI 产品通过下游验证，获得各主流柔性面板客户认可，销售导入工作正在进行，目前年产能 200 吨，仙桃二期年产能 1000 吨开工建设；TFE-INK 在 G6 线验证中，高性能 INK 产品计划开发中。2025 年国内 PI 浆料、PSPI、INK 的市场规模有望分别达到 2 亿美元、35 亿元、10 亿元。我们看好公司全系产品进入主流面板客户供应链，逐步进入放量阶段，进一步提升公司业绩。

➤ **传统业务持续拓展市场，扩大营收净利增长。**公司完成从上游耗材核心原材料到耗材终端成品的全产业链布局，是打印复印通用耗材龙头企业。22H1 公司在打印复印通用耗材业务实现营收 10.58 亿，同比增长 6.18%。耗材上游产品业

推荐**维持评级****当前价格：****24.27 元****相关研究**

1.鼎龙股份 (300054.SZ) 2021 年年报点评：泛半导体材料平台化布局，行业龙头地位巩固-2022/04/18

2.鼎龙股份 (300054.SZ) 深度报告：半导体材料长坡厚雪，平台化布局打造龙头-2022/01/23

彩粉实现营业收入、净利润同比双增长，复印粉销量创历史新高，打印粉市场份额稳中有升；硒鼓业务营业收入大幅增长，实现扭亏为盈；再生墨盒业务欧美订单稳定，积极推动亚太、南美市场。我们看好公司在打印复印耗材领域保持龙头地位，拓展海外市场为公司带来业绩增量。

➤ **投资建议：**我们看好公司在 CMP 材料、半导体显示材料及传统业务的领先地位和业务成长性，预计公司 2022-2024 年收入分别为 30.4/38.73/45.88 亿元，归母净利润分别为 4.07/6.02/8.01 亿元，对应现价 2022-2024 年的 PB 为 5.9/5.1/4.3 倍，PE 为 56/38/29 倍，维持“推荐”评级。

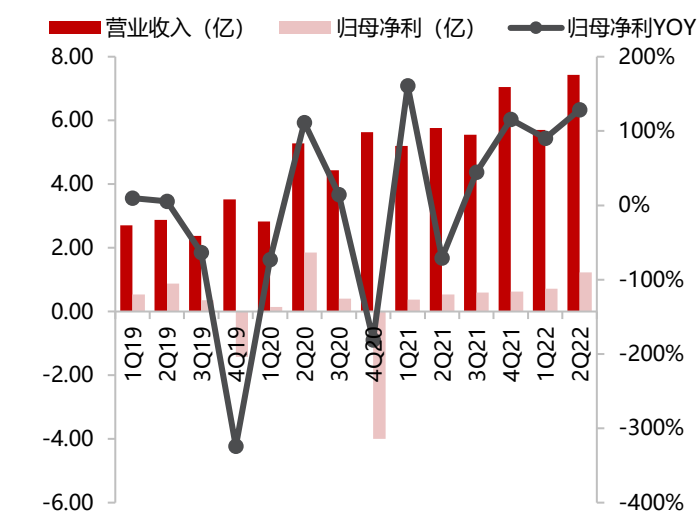
➤ **风险提示：**扩产项目建设不及预期；抛光材料研发进度不及预期；显示材料销售导入不及预期；传统业务海外市场拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,356	3,040	3,873	4,588
增长率 (%)	29.7	29.0	27.4	18.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	214	407	602	801
增长率 (%)	233.6	90.6	48.0	33.1
每股收益 (元)	0.23	0.43	0.64	0.85
PE	108	56	38	29
PB	5.7	5.9	5.1	4.3

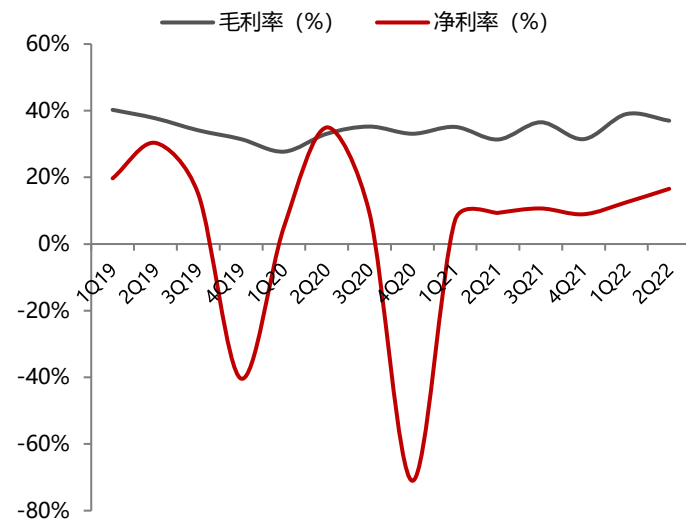
资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 19 日收盘价）

图 1: 公司营收及利润表现 (亿元)



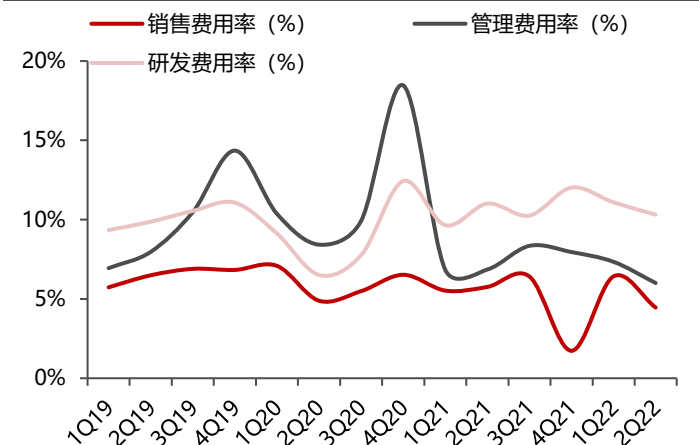
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 2: 公司利润率表现



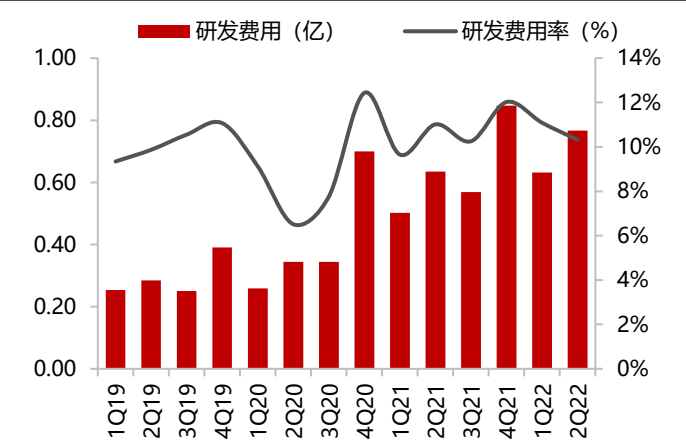
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 3: 公司期间费用情况



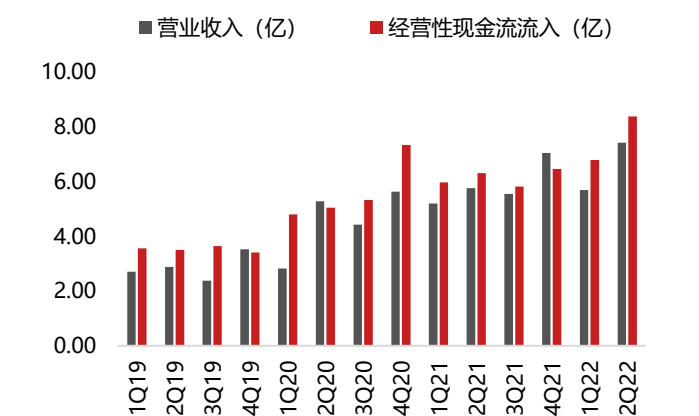
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 4: 公司研发费用情况



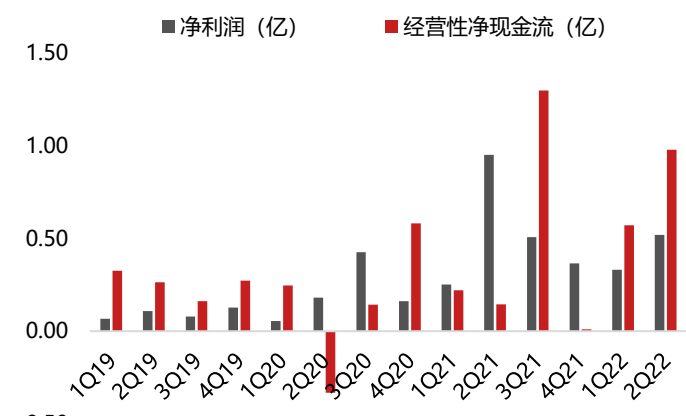
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 5: 公司营收及经营性现金流流入



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 6: 公司净利润及经营性净现金流



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,356	3,040	3,873	4,588
营业成本	1,568	1,861	2,299	2,601
营业税金及附加	11	14	17	19
销售费用	110	141	178	190
管理费用	177	246	303	327
研发费用	255	319	372	500
EBIT	280	522	792	1,068
财务费用	8	-1	3	3
资产减值损失	-11	-6	-7	-10
投资收益	29	40	52	63
营业利润	289	556	831	1,117
营业外收支	4	6	6	7
利润总额	293	561	838	1,124
所得税	48	99	152	209
净利润	245	463	686	916
归属于母公司净利润	214	407	602	801
EBITDA	413	668	954	1,247

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,011	762	975	1,390
应收账款及票据	737	841	1,092	1,347
预付款项	102	122	151	171
存货	524	570	724	817
其他流动资产	262	181	227	292
流动资产合计	2,636	2,475	3,169	4,017
长期股权投资	336	346	355	365
固定资产	715	836	943	1,040
无形资产	357	341	331	317
非流动资产合计	2,471	2,564	2,666	2,758
资产合计	5,107	5,039	5,836	6,776
短期借款	124	175	175	175
应付账款及票据	255	275	361	367
其他流动负债	199	105	129	145
流动负债合计	577	555	665	687
长期借款	20	30	50	70
其他长期负债	255	255	255	255
非流动负债合计	275	285	305	325
负债合计	852	840	969	1,012
股本	941	946	946	946
少数股东权益	227	283	367	482
股东权益合计	4,255	4,199	4,866	5,763
负债和股东权益合计	5,107	5,039	5,836	6,776

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	29.67	29.04	27.40	18.46
EBIT 增长率	75.74	86.39	51.64	34.85
净利润增长率	233.60	90.55	47.98	33.08
盈利能力 (%)				
毛利率	33.44	38.78	40.64	43.31
净利润率	9.06	13.38	15.55	17.46
总资产收益率 ROA	4.18	8.07	10.32	11.83
净资产收益率 ROE	5.30	10.39	13.38	15.17
偿债能力				
流动比率	4.57	4.46	4.77	5.85
速动比率	3.38	3.11	3.37	4.32
现金比率	1.75	1.37	1.47	2.02
资产负债率 (%)	16.68	16.66	16.61	14.94
经营效率				
应收账款周转天数	92.28	92.23	88.69	94.53
存货周转天数	106.20	105.80	101.30	106.60
总资产周转率	0.49	0.60	0.71	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.23	0.43	0.64	0.85
每股净资产	4.26	4.14	4.76	5.58
每股经营现金流	0.00	0.33	0.49	0.72
每股股利	0.02	0.02	0.02	0.02
估值分析				
PE	108	56	38	29
PB	5.7	5.9	5.1	4.3
EV/EBITDA	53.58	33.57	23.30	17.51
股息收益率 (%)	0.08	0.08	0.08	0.08

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	245	463	686	916
折旧和摊销	133	146	162	179
营运资金变动	-356	-263	-346	-361
经营活动现金流	3	314	462	685
资本开支	-372	-241	-258	-265
投资	69	103	-35	-60
投资活动现金流	-275	-98	-241	-262
股权募资	212	-500	0	0
债务募资	85	61	20	20
筹资活动现金流	236	-465	-8	-9
现金净流量	-40	-249	213	414

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026