

300054.SZ

增持

原评级: 增持

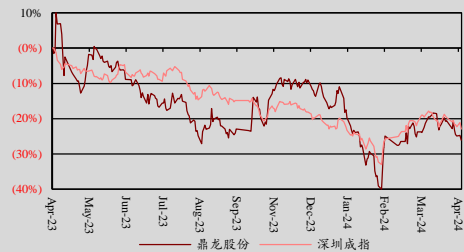
市场价格: 人民币 20.12

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 2023 年公司半导体材料营收同比增长, 23Q4 抛光垫收入创历史单季新高。看好公司半导体业务布局优势以及新产品研发、导入进展, 维持增持评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.7)	(6.0)	(1.4)	(27.5)
相对深圳成指	(11.1)	(1.2)	(3.2)	(5.1)

发行股数(百万)	945.73
流通股(百万)	735.62
总市值(人民币 百万)	19,028.12
3个月日均交易额(人民币 百万)	163.31
主要股东	
朱双全	14.72

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以2024年4月16日收市价为标准

相关研究报告

《鼎龙股份》20240130

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子: 电子化学品 II

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

联系人: 范琦岩

qiyan.fan@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123030023

鼎龙股份

半导体材料营收同比增长, 新品研发及导入进展顺利

公司发布 2023 年年报, 2023 年公司实现营收 26.67 亿元, 同比下降 2.00%; 实现归母净利润 2.22 亿元, 同比下降 43.08%。其中第四季度实现营收 7.95 亿元, 同比增长 3.72%, 环比增长 11.42%; 实现归母净利润 0.46 亿元, 同比下降 51.97%, 环比下降 43.09%。看好公司半导体业务布局优势以及新产品研发、导入进展, 维持增持评级。

支撑评级的要点

- 2023 年公司归母净利润同比下滑, 拟收购鼎汇微电子 19.00% 股权。2023 年公司营收同比下降, 若剔除合并报表范围减少珠海天砾收入因素影响, 同比基本持平; 归母净利润同比下滑主要系研发支出增加、仙桃产业园建设带来银行贷款利息支出增加、汇兑收益下降、长期股权投资收益下降、抛光垫销量下滑等因素所致。2023 年公司毛利率 36.95%, 同比下降 1.14 pct; 期间费用率 12.06%, 同比上升 2.89 pct。根据《关于收购控股子公司少数股权暨关联交易的公告》, 公司拟收购五家员工持股平台合计持有的控股子公司鼎汇微电子 19.00% 股权, 本次交易完成后公司持有鼎汇微电子的股权比例由 72.35% 提升至 91.35%。
- 产品结构调整致毛利率同比下滑, CMP 材料布局持续完善。2023 年公司打印复印通用耗材业务实现营收 17.86 亿元 (同比-8.08%), 毛利率 24.85% (同比-3.60 pct), 主要系产品结构变动、市场竞争及价格波动等因素影响所致; 光电半导体材料及芯片业务实现营收 8.57 亿元 (同比-18.82%), 毛利率 61.48% (同比-6.21 pct), 主要系 2023 年抛光液、清洗液和 YPI、PSPI 产品迅速起量, 产品结构变化拉低整体毛利率所致。根据 2023 年年报, 公司 CMP 材料布局取得突破: 1) 2023 年抛光垫收入 4.18 亿元 (同比-8.65%), 其中 23Q4 收入 1.49 亿元 (环比+25.68%, 同比+49.21%), 创历史单季收入新高。国内逻辑厂抛光垫持续开拓; 潜江工厂多个抛光软垫产品已批量销售; 抛光垫原材料自主化取得突破, 自制抛光硬垫用微球已完成中试并开始产业化建设, 后续有望实现抛光硬垫三大核心原材料——预聚体、微球、缓冲垫的全面自产。2) 2023 年抛光液、清洗液收入 0.77 亿元 (同比+330.84%), 其中 23Q4 收入 2,890 万元 (环比+32.96%, 同比+294.61%), 进入快速上量阶段。抛光液方面, 多晶硅抛光液导入国内主流客户并上量, 搭载自产氧化铝研磨粒子的金属栅板抛光液导入客户供应链, 铜及阻挡层抛光液开始在国内主流客户产线验证, 适用于介电层工艺的氧化铝抛光液持续开发; 仙桃园区完成研磨粒子生产与抛光液生产出货一体整合式的产线模式, 使用更大的釜罐容量, 在保证客户订单的同时产品质量稳定性更高, 24Q1 有望为多家客户提供样品。清洗液方面, 铜 CMP 清洗液形成销售收入, 多款其他制程清洗液导入结果良好。CMP 材料布局不断完善有望为公司业绩增长注入持续动力。
- 显示材料、光刻胶、半导体先进封装材料业务快速推进。2023 年公司显示材料收入 1.74 亿元 (同比+267.82%), 其中 23Q4 收入 6,673 万元 (环比+17.46%, 同比+174.86%)。根据 2023 年年报, 公司已成为国内部分主流面板客户 YPI、PSPI 的第一供应商; 薄膜封装材料 TFE-INK 已通过下游大客户认证, 于 23Q4 导入并取得批量订单; 公司多款核心原材料实现自主生产, 无氟光敏聚酰亚胺、黑色像素定义层材料、薄膜封装低介电材料等新品按计划开发、送样。高端晶圆光刻胶方面, 根据 2023 年年报, 潜江一期小规模光刻胶量产建设基本完成, 二期 300 吨光刻胶量产产线建设已于 23H2 启动; 公司已布局 16 支国内还未突破的主流晶圆光刻胶, 包括 8 支高端 KrF 和 8 支浸没式 ArF (其中包括 4 支显影浸没式 ArF), 2023 年已送样 7 支, 其余均计划在 2024 年送样。半导体封装材料方面, 根据 2023 年年报, 公司已布局 7 款半导体封装 PI, 覆盖非光敏 PI、正性和负性 PSPI, 已送样 5 款, 客户覆盖前道晶圆厂和后道封装企业, 争取在 2024 年完成部分产品的验证并导入; 公司已实现核心原材料聚酰亚胺树脂和部分光敏剂的自主制备; 封装光刻胶产线和品管体系建设均已完成; 临时键合胶在国内某主流集成电路制造客户端的验证及量产导入基本完成, 有三家以上晶圆厂和封装厂已完成技术对接; 临时键合胶产业化建设已完成, 核心原材料自主可控, 具备量产供货能力。公司新品研发和导入持续推进有望提升公司核心竞争力。

估值

- 公司半导体材料布局逐渐完善, 新产品研发及导入持续推进, 调整盈利预测, 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.44/0.71 元/0.92 元, 对应 PE 分别为 45.5/28.5/21.8 倍, 维持增持评级。

评级面临的主要风险

- 行业需求迭代和竞争加剧风险; 新产线利用率不及预期; 业务持续扩张带来的经营风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	2,721	2,667	3,242	3,935	4,651
增长率(%)	15.5	(2.0)	21.6	21.4	18.2
EBITDA(人民币 百万)	509	404	628	988	1,326
归母净利润(人民币 百万)	390	222	419	667	871
增长率(%)	82.7	(43.1)	88.5	59.3	30.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.41	0.23	0.44	0.71	0.92
原股本摊薄每股收益(人民币)			0.44	0.60	
调整幅度(%)			-	18.3	
市盈率(倍)	48.8	85.7	45.5	28.5	21.8
市净率(倍)	4.5	4.3	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA(倍)	36.7	55.0	27.9	17.3	12.3
每股股息(人民币)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 2022 年历史数据以公司会计准则调整前为基准

图表 1.公司 2023 年财务报告摘要

(百万元)	2023 年	2022 年	同比增长 (%)
一、营业总收入	2,667.13	2,721.48	(2.00)
二、营业总成本	2,451.63	2,337.37	4.89
其中：营业成本	1,681.72	1,684.78	(0.18)
营业税金及附加	19.69	16.90	16.54
销售费用	116.58	114.97	1.40
管理费用	204.35	181.17	12.80
研发费用	380.24	316.34	20.20
财务费用	0.71	(46.72)	-
资产减值损失	(32.20)	(45.83)	-
三、其他经营收益	89.11	58.63	51.99
公允价值变动收益	12.15	17.35	(29.96)
投资收益	2.33	29.68	(92.14)
四、营业利润	319.02	488.57	(34.70)
加：营业外收入	3.02	3.01	0.40
减：营业外支出	3.53	9.83	(64.12)
五、利润总额	318.52	481.75	(33.88)
减：所得税	30.77	27.62	11.39
六、净利润	287.75	454.13	(36.64)
减：少数股东损益	65.74	64.11	2.55
七、归属母公司净利润	222.01	390.03	(43.08)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

注：2022 年历史数据以公司会计准则调整前为基准

图表 2.公司 2023 年第四季度财务报告摘要

(百万元)	2023 年第四季度	2022 年第四季度	同比增长 (%)
一、营业总收入	794.61	766.08	3.72
二、营业总成本	727.88	713.69	1.99
其中：营业成本	479.11	477.81	0.27
营业税金及附加	7.19	6.04	18.89
销售费用	25.41	18.44	37.77
管理费用	61.73	45.32	36.20
研发费用	103.09	98.60	4.56
财务费用	6.68	2.90	130.65
资产减值损失	(31.05)	(42.15)	-
三、其他经营收益	15.29	9.22	65.91
公允价值变动收益	9.65	17.19	(43.84)
投资收益	(7.04)	19.20	-
四、营业利润	84.86	98.67	(14.00)
加：营业外收入	2.60	2.25	15.58
减：营业外支出	2.03	9.37	(78.34)
五、利润总额	85.43	91.55	(6.69)
减：所得税	16.83	(18.39)	(191.54)
六、净利润	68.60	109.94	(37.61)
减：少数股东损益	22.85	14.69	55.53
七、归属母公司净利润	45.75	95.25	(51.97)

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

注：2022 年历史数据以公司会计准则调整前为基准

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,721	2,667	3,242	3,935	4,651
营业收入	2,721	2,667	3,242	3,935	4,651
营业成本	1,685	1,682	2,010	2,175	2,444
营业税金及附加	17	20	22	28	32
销售费用	115	117	136	161	193
管理费用	181	204	232	292	339
研发费用	316	380	420	535	617
财务费用	(47)	1	(1)	(4)	(9)
其他收益	59	89	74	81	78
资产减值损失	(46)	(32)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	(24)	(16)	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	(1)	0	(1)	(1)	0
公允价值变动收益	17	12	0	0	0
投资收益	30	2	21	20	20
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	489	319	502	834	1,116
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	10	4	2	2	2
利润总额	482	319	503	835	1,117
所得税	28	31	39	72	91
净利润	454	288	465	762	1,026
少数股东损益	64	66	46	96	155
归母净利润	390	222	419	667	871
EBITDA	509	404	628	988	1,326
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.41	0.23	0.44	0.71	0.92

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,654	2,827	2,862	3,521	4,367
现金及等价物	1,039	1,120	1,009	1,550	2,309
应收帐款	837	896	905	1,062	1,005
应收票据	12	19	17	22	19
存货	547	499	618	591	699
预付账款	59	45	77	49	86
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	160	248	235	247	248
非流动资产	2,967	3,881	3,886	3,979	4,327
长期投资	494	619	619	619	619
固定资产	920	1,570	1,669	1,788	2,083
无形资产	285	284	293	297	296
其他长期资产	1,268	1,408	1,306	1,276	1,329
资产合计	5,620	6,708	6,748	7,500	8,694
流动负债	651	936	895	874	1,047
短期借款	116	296	150	150	150
应付账款	296	330	396	377	478
其他流动负债	238	310	349	346	419
非流动负债	486	896	512	523	517
长期借款	197	561	200	200	200
其他长期负债	289	334	312	323	317
负债合计	1,137	1,832	1,407	1,397	1,564
股本	948	945	946	946	946
少数股东权益	269	407	454	549	704
归属母公司股东权益	4,215	4,468	4,888	5,554	6,426
负债和股东权益合计	5,620	6,708	6,748	7,500	8,694

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

注: 2022 年历史数据以公司会计准则调整前为基准

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	454	288	465	762	1,026
折旧摊销	172	188	221	259	315
营运资金变动	(16)	(1)	(16)	(152)	93
其它	(47)	59	(53)	(8)	(36)
经营活动现金流	563	534	617	861	1,399
资本支出	(676)	(1,029)	(211)	(360)	(659)
投资变动	65	(137)	0	0	0
其他	63	70	20	19	20
投资活动产生的现金流	(548)	(1,095)	(191)	(341)	(639)
银行借款	169	544	(507)	0	0
股权融资	(227)	16	1	0	0
其他	63	64	(31)	20	0
筹资活动现金流	5	624	(538)	20	0
净现金流	20	63	(111)	541	760

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	15.5	(2.0)	21.6	21.4	18.2
营业利润增长率(%)	68.8	(34.7)	57.5	66.0	33.9
归属于母公司净利润增长率(%)	82.7	(43.1)	88.5	59.3	30.7
息税前利润增长(%)	54.5	(35.9)	88.1	79.2	38.6
息税折旧前利润增长(%)	45.1	(20.6)	55.3	57.3	34.2
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	82.7	(43.1)	88.5	59.3	30.7
获利能力					
息税前利润率(%)	12.4	8.1	12.5	18.5	21.7
营业利润率(%)	18.0	12.0	15.5	21.2	24.0
毛利率(%)	38.1	36.9	38.0	44.7	47.5
归母净利润率(%)	14.3	8.3	12.9	16.9	18.7
ROE(%)	9.3	5.0	8.6	12.0	13.6
ROIC(%)	10.6	4.6	9.7	16.1	21.2
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.2)	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.3)
流动比率	4.1	3.0	3.2	4.0	4.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3.5	3.1	3.6	4.0	4.5
应付账款周转率	9.9	8.5	8.9	10.2	10.9
费用率					
销售费用率(%)	4.2	4.4	4.2	4.1	4.2
管理费用率(%)	6.7	7.7	7.2	7.4	7.3
研发费用率(%)	11.6	14.3	12.9	13.6	13.3
财务费用率(%)	(1.7)	0.0	0.0	(0.1)	(0.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.2	0.4	0.7	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.6	0.7	0.9	1.5
每股净资产(最新摊薄)	4.5	4.7	5.2	5.9	6.8
每股股息	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	48.8	85.7	45.5	28.5	21.8
P/B(最新摊薄)	4.5	4.3	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	36.7	55.0	27.9	17.3	12.3
价格/现金流(倍)	33.8	35.6	30.8	22.1	13.6

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内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，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