

2024 年 12 月 24 日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

33

### 公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2024/12/23)	26.81
深证成指(2024/12/23)	10537.40
股价 12 个月高/低	31.44/15.36
总发行股数(百万)	938.28
A 股数(百万)	728.17
A 市值(亿元)	195.22
主要股东	朱双全
	(14.84%)
每股净值(元)	4.63
股价/账面净值	5.80
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.1 33.3 19.2

### 近期评等

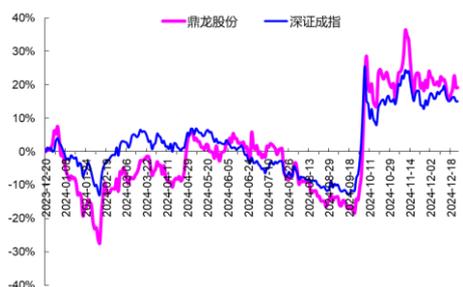
### 产品组合

打印复印耗材	57.7%
光电半导体材料(CMP 抛光垫、PI 浆料)	42.3%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	19.1%
一般法人	1.6%

### 股价相对大盘走势



## 鼎龙股份 (300054.SZ)

Buy 买进

### 抛光垫龙头，构建平台型电子材料企业

结论与建议：公司以打印机耗材起家，聚焦半导体新材料，已经成为国内 CMP 抛光垫龙头企业，且横向布局了半导体显示材料、CMP 抛光液、清洗液、半导体封装材料和高端光刻胶等领域，目前显示材料和 CMP 抛光液正在放量，封装材料和临时键合胶正在发展初期。半导体材料正在驱动公司二次成长，目前半导体材料在公司营收中的占比持续增长，带动公司毛利率和盈利持续提升，看好公司成长为多元化的半导体材料平台型企业，首次覆盖，给予“买进”评级。

■ **抛光垫产能持续放量，推动公司业务增长：**公司是国内抛光垫龙头企业，全面掌握了 CMP 抛光垫全流程核心研发技术和生产工艺。2024 年前三季度公司抛光垫业务累计实现营收 5.23 亿元，yoy+95%，占总营收比重达 22%。目前公司具备武汉年产 40 万片硬垫（主要用于粗抛）及潜江年产 20 万片软垫（主要用于精抛）及抛光垫配套缓冲垫的现有产能。2024 年 9 月，公司首次实现抛光垫单月销量破 3 万片的历史新高。公司目前已启动武汉硬垫产线的产能扩充计划，预计将于 2025 年 Q1 完成年产 48 万片的达产，后续适当增加设备投入和 9 个月左右时间，可将产能进一步提升至年产 60 万片。公司硬垫产品在国内市场的渗透程度随订单增长稳步加深，外资方面，公司在客户方面取得突破，铜制程抛光硬垫产品已在某主流外资逻辑厂商实现小批量供货，并与更多外资本土及海外市场客户接洽推广中。抛光软垫方面，潜江工厂多个软垫产品已实现批量销售，产能进入爬坡阶段，产销快速提升，2024 年 8 月份实现扭亏为盈，后续有望持续盈利。随着制程技术的持续演进与不断突破，其精细化程度逐步攀升，促使抛光环节中的抛光次数显著增加，将有力地推动抛光垫市场需求的持续增长。我们看好公司优势产品抛光垫在客户和销量方面持续扩张，带动公司半导体业务的成长。

■ **完善产业布局，新增抛光液、清洗液业务：**公司依托已有的抛光垫业务，开拓 CMP 抛光液、清洗液产品，完善产业布局。公司在武汉本部和仙桃园区共有抛光液 1.5 万吨/年，其中仙桃园区 1 万吨 CMP 抛光液（一期）及 1 万吨 CMP 抛光液用配套纳米研磨粒子产线自 2023 年 11 月竣工试生产，目前已具备大批量稳定规模量产能力。2024 年前三季度公司 CMP 抛光液、清洗液业务实现营收 1.4 亿元，yoy+190%，占总营收比重 6%。公司介电层、多晶硅、氮化硅等多品类抛光液及铜 CMP 后清洗液产品在国内多家客户增量销售，另有铜及阻挡层抛光液等多款新产品在客户端验证进度不断推进，部分产品进入量产导入验证阶段。我们看好公司依靠抛光垫产品的客户基础，积极导入 CMP 抛光液、清洗液产品，为公司业绩提供新的贡献点。

■ **切入晶圆光刻胶，首获客户订单：**公司在光刻胶领域已布局开发 20 多款

产品，其中 9 款产品已完成内部开发并已送样至客户端测试验证，2024 年 12 月，公司公告一款浸没式 ArF 晶圆光刻胶及一款 KrF 晶圆光刻胶产品顺利通过客户验证，并分别收到共两家国内主流晶圆厂客户的订单，价值数百万。公司目前已经具备潜江一期年产 30 吨 KrF/ArF 高端晶圆光刻胶产线，后续公司计划通过向不特定对象发行可转债券的方式募资建设“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”和补充流动资金，规划募资总规模不超过人民币 9.1 亿元。光刻胶产品作为晶圆制造的关键材料，技术和进入门槛较高，特别是 KrF/ArF 这类高端光刻胶，国内供应商较少，国产替代的需求尤为迫切。而对于客户来说，光刻胶的产品性能表现、质量稳定性以及供应链的安全可靠程度，均是关乎企业生产运营的核心要素。当前，部分国内客户被列入美国实体清单，将直接导致其原有进口供应链面临中断风险，进口替代需求高涨，会强力推动国产光刻胶加速入场。

- **半导体显示材料竞争力不断增强，YPI、PSPI 国内领先：**公司半导体显示材料业务 2024 年前三季度累计实现营收 2.82 亿元，yoy+168%，占总营收比重 12%。公司在聚酰亚胺产品方面较为领先，目前显示材料主要产品包括黄色聚酰亚胺（YPI）、光敏聚酰亚胺（PSPI）和薄膜封装材料（TFE-INK），主要用于柔性显示面板的制造和封装。目前三种产品均在国内主流面板厂规模供应，且 YPI、PSPI 产品处于国产供应领先地位，是国内大部分主流显示面板客户 YPI、PSPI 产品的第一供应商。公司在仙桃产业园拥有 1000 吨的面板用 PSPI 产能，是国内首个千吨级 PSPI 产线，是国内面板显示关键材料的主要供应基地。公司还在持续开发新产品，包括 PI 取向液、无氟光敏聚酰亚胺（PFAS Free PSPI）、黑色光敏聚酰亚胺（BPDL）、薄膜封装低介电材料（Low Dk INK）等，目前新产品的开发、验证持续推进，后续有望凭借公司现有客户基础加速进入相关供应链。看好公司显示材料业务线持续丰富，市场份额的进一步扩大，带动版块营收持续上扬。
- **先进封装材料正在突破，临时键合胶获客户订单：**公司入局半导体先进封装材料业务，主要产品是半导体封装 PI（聚酰亚胺）和临时键合胶。PI 是半导体封装的关键原材料，主要应用于再布线（RDL）工艺，公司已布局 7 款产品，全面覆盖非光敏 PI、正性 PSPI 和负性 PSPI。目前 5 款产品送样，上半年完成了 3 家客户的稽核，6 月份取得了首张批量订单，形成了业务突破。公司仙桃的千吨级 PSPI 产能也可用于半导体封装，获得客户订单后即可实现无缝衔接。公司 12 月公告首次获得国内某主流晶圆厂客户的临时键合胶的采购订单。临时键合胶是把晶圆和临时载板黏接在一起的中间层材料，是晶圆减薄的关键材料。目前有三家以上晶圆厂客户和封装客户已和公司完成技术对接，公司正在根据部分客户的需求进行内部验证中。公司目前拥有年产 110 吨的临时键合胶（键合胶+解键

合胶) 产能, 具备量产供货能力, 能够满足客户端持续订单需求。

- **打印耗材长期领先, 提供坚实基础:** 公司打印复印通用耗材业务发展多年, 是全球激光打印复印通用耗材龙头企业, 实现了全产业链布局, 产品上至碳粉、颜料、电荷调节剂等原材料, 下至墨盒、硒鼓等耗材终端成品。2024 前三季公司打印复印耗材产品实现营收 13.22 亿元, yoy+3%, 占总营收比例 54%。预计此版块业务将维持稳定发展态势, 为公司二次成长提供稳定的现金支撑。
- **盈利预测:** 公司 2024 年前三季度实现营收 24.26 亿元, yoy+29.54%; 归母净利润 3.76 亿元, yoy+113.51%。我们看好公司在半导体材料版块的多方位发展, 预计公司 2024/2025/2026 年分别实现归母净利润 4.6/6.7/8.5 亿元, yoy+105%/+48%/+26%, 折合 EPS 为 0.49/0.72/0.91 元, 目前 A 股股价对应的 PE 为 57/38/30 倍, 估值合理, 首次覆盖, 给予“买进”评级。
- **风险提示:** 1、公司产品价格不及预期; 2、新产能释放不及预期;

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	390	222	456	674	851
同比增减	%	82.68%	-43.08%	105.25%	47.81%	26.29%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.41	0.23	0.49	0.72	0.91
同比增减	%	81.27%	-42.92%	106.75%	47.81%	26.29%
A 股市盈率(P/E)	X	65.15	114.14	55.21	37.35	29.57
股利 (DPS)	RMB 元	0.0500	0.0000	0.06	0.09	0.11
股息率 (Yield)	%	0.19%	0.00%	0.22%	0.34%	0.41%

### 【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	15% $\leq$ 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**附一：合并损益表**

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2721	2667	3400	4058	4536
经营成本	1685	1682	1942	2178	2330
研发费用	316	380	485	578	647
营业税金及附加	17	20	25	30	33
销售费用	115	117	149	177	198
管理费用	181	204	261	311	348
财务费用	-47	1	1	1	1
资产减值损失	-46	-32	-33	-34	-35
投资收益	30	2	2	2	3
营业利润	489	319	583	827	1027
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	10	4	7	8	9
利润总额	482	319	579	823	1021
所得税	28	31	56	79	99
少数股东损益	64	66	68	70	72
归属于母公司股东权益	390	222	456	674	851

**附二：合并资产负债表**

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1039	1120	1221	1729	2653
应收账款	849	915	962	1011	1062
存货	547	499	549	604	664
流动资产合计	2654	2827	4086	4774	5892
长期股权投资	385	377	384	392	400
固定资产	920	1570	1648	1731	1817
在建工程	432	568	597	627	658
非流动资产合计	2967	3881	3748	3868	3994
资产总计	5620	6708	7834	8642	9886
流动负债合计	651	936	1038	1174	1340
非流动负债合计	486	896	1891	1856	2036
负债合计	1137	1832	2929	3029	3377
少数股东权益	269	407	432	458	485
股东权益合计	4484	4876	4905	5494	6344
负债及股东权益合计	5620	6708	7834	8523	9721

**附三：合并现金流量表**

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	563	534	588	647	711
投资活动产生的现金流量净额	-548	-1095	-986	-789	-631
筹资活动产生的现金流量净额	5	624	499	649	844
现金及现金等价物净增加额	26	68	101	507	924

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。