



鼎龙股份 (300054.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

冉冉升起的半导体材料平台公司

公司简介

鼎龙股份主要业务包含传统的打印复印耗材和半导体材料业务。在半导体国产替代趋势下，公司加快半导体材料业务的布局，以期打造成为国内半导体材料供应的平台化公司。根据业绩预告，2024年营收预计 33.6 亿元，同比增长 26%，其中，抛光垫营收 7.31 亿元，同比+75%，抛光液、清洗液营收 2.16 亿元，同比+180%，半导体显示材料营收 4.02 亿元，同比+131%，光刻胶及先进封装营收 544 万元，打印复印耗材营收 18 亿元，同比+1%；归母净利润预计为 4.9–5.3 亿元，同比增长 120.71%–138.73%。

公司计划发行可转债，募集资金不超过 9.1 亿元，用于年产 300 吨的光刻胶项目、半导体材料基地项目和补充流动资金。

投资逻辑：

半导体材料国产替代的大幕拉开，公司加快平台化布局。

其中**抛光垫、抛光液**：1) 随着下游晶圆厂稼动率回升以及产能的扩张，行业需求大幅改善。2) 公司抛光垫业务处于国内领先地位，积极扩大产能。3) 抛光液亦受益于下游需求增长及国产化带来的份额提升，公司有充足的产能和关键原材料技术支持，收入也进入快速增长阶段。

其中**半导体显示材料**：1) 公司主要产品围绕柔性 OLED 布局，主要应用领域为 AMOLED。2) 行业主要市场份额仍在日韩企业手中，但公司已经布局的 YPI、PSPI 产品在国产保持领先，在仙桃产业园投产的加持下有望快速抢占市场份额，同时公司多款新品也在按计划开发中，后续有望接力推动收入持续保持高增长态势。

其中**光刻胶、先进封装材料**：1) 潜江一期 30 吨高端晶圆光刻胶已进入试运行，二期 300 吨光刻胶项目在建中，多款产品已送样验证。2) 半导体封装材料开始验证导入，已取得首张批量订单。

传统打印复印耗材有望企稳回升。行业竞争格局清晰，公司竞争地位稳固，短期受制宏观经济承压，但公司作为龙头已率先走出下滑态势。展望未来若宏观经济能企稳回暖，有望看到该业务收入的回升和毛利率的企稳反弹。

盈利预测、估值和评级

不考虑可转债发行的情况下，我们预计公司 2024–2026 年营收 33.65/40.59/48.50 亿元，归母净利润分别为 5.19/7.24/10.32 亿元，同比增长 134%/40%/43%。我们给予公司 2025 年 48 倍的 PE 估值，目标价 37.05 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

半导体行业需求波动；行业竞争加剧；新业务推广不及预期。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 31.41 元

目标价 (人民币): 37.05 元



公司基本情况 (人民币)

项目	12/22	12/23	12/24E	12/25E	12/26E
营业收入(百万元)	2,721	2,667	3,365	4,059	4,850
营业收入增长率	15.52%	-2.00%	26.18%	20.62%	19.47%
归母净利润(百万元)	390	222	519	724	1,032
归母净利润增长率	82.66%	-43.08%	133.65%	39.63%	42.53%
摊薄每股收益(元)	0.411	0.235	0.553	0.772	1.100
每股经营性现金流净额	0.59	0.57	0.77	1.23	1.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.25%	4.97%	10.53%	12.98%	15.86%
P/E	51.74	103.03	47.07	33.71	23.65
P/B	4.79	5.12	4.95	4.38	3.75

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 抛光垫龙头厂商打造半导体材料平台.....	4
1.1 公司业务版图覆盖半导体材料和打印复印耗材.....	4
1.2 公司营收持续增长，持续投入新产品研发.....	5
1.3 公司产能建设持续，打造半导体材料供应平台.....	6
2 半导体材料国产替代大幕拉开，公司加快平台化布局.....	7
2.1 下游晶圆厂需求回升，带动抛光垫、抛光液需求向好.....	7
2.2 半导体显示材料业务在下游 AMOLED 渗透率提升的带动下也迎来爆发.....	11
2.3 光刻胶和半导体先进封装材料业务正在有序推进中.....	13
3 打印复印耗材业务稳健发展.....	14
3.1 打印复印耗材是公司的传统业务.....	14
3.2 打印复印耗材市场相对成熟，增速较为缓慢.....	15
3.3 公司是打印复印耗材头部厂商，营收 CAGR 增速高于市场平均水平.....	15
4 盈利预测及估值.....	16
4.1 盈利预测关键假设.....	16
4.2 估值及投资建议.....	17
5 风险提示.....	18

图表目录

图表 1：公司主要产品.....	4
图表 2：公司发展历程.....	5
图表 3：2016 年至今公司营收（百万元）及同比（%）.....	5
图表 4：公司业务营收拆分（%）.....	5
图表 5：公司毛利率（%）.....	6
图表 6：公司业务毛利率拆分（%）.....	6
图表 7：公司费用率（%）.....	6
图表 8：公司归母净利润（百万元）.....	6
图表 9：存货、应收账款、应付账款周转天数（天）.....	6
图表 10：公司产销量情况.....	7
图表 11：拟募集资金用途.....	7
图表 12：21Q1 至今中芯国际和华虹半导体季度稼动率，（%）.....	8
图表 13：21Q1 至今中芯国际和华虹半导体晶圆月产能，（千片/月，8 英寸当量）.....	8
图表 14：21Q1 至今中芯国际和华虹半导体资本开支，（百万美元）.....	8
图表 15：大陆 12 寸晶圆产能迅速扩张.....	8



图表 16: 2021 年全球抛光垫竞争格局.....	10
图表 17: CMP 抛光液原材料构成.....	10
图表 18: 全球抛光液市场持续增长.....	11
图表 19: 鼎龙股份和安集科技抛光液营收 (百万元)	11
图表 20: 国内面板厂商 AMOLED 现有产线及建设产线情况.....	12
图表 21: 2021 年全球 PI 膜竞争格局.....	13
图表 22: 2021 年全球光刻胶市场份额.....	14
图表 23: 2021 年全球 ArF 光刻胶市场份额.....	14
图表 24: 先进封装市场快速增长 (亿美元)	14
图表 25: 2018-2022 年我国打印复印耗材市场规模 CAGR 为 1.95%.....	15
图表 26: 公司 2018-2022 年打印复印耗材营收 CAGR 为 6.25%.....	15
图表 27: 公司打印复印耗材毛利率在 2021 年以后相对稳定.....	15
图表 28: 盈利预测关键假设.....	16
图表 29: 可比公司估值表 (股价基准日 2025 年 2 月 24 日)	17



1 抛光垫龙头厂商打造半导体材料平台

1.1 公司业务版图覆盖半导体材料和打印复印耗材

鼎龙股份主要业务包含传统的打印复印耗材和半导体业务。其中，半导体业务可分为 CMP 抛光材料（抛光垫、抛光液）、OLED 显示材料、先进封装材料、光刻胶材料和打印复印芯片；传统的打印复印耗材业务包括彩色碳粉、显影辊、硒鼓、墨盒等。

图表1：公司主要产品

产品所属板块	产品名称	用途
半导体 CMP 制程 工艺材料	CMP 抛光垫	CMP 环节的核心耗材之一，用于储存和运输抛光液、去除磨屑和维持稳定的抛光环境等。
	CMP 抛光液	研磨材料和化学添加剂的混合物，在化学机械抛光过程中可使晶圆表面产生一层氧化膜，再由抛光液中的磨粒去除，达到抛光的目的。
	CMP 清洗液	用于去除残留在晶圆表面的微尘颗粒、有机物、无机物、金属离子、氧化物等杂质，满足集成电路制造对清洁度的极高要求，对晶圆生产的良率起到了重要的作用。
半导体显示材料	黄色聚酰亚胺浆料 YPI	生产柔性 OLED 显示屏幕的主材之一，具有优良的耐高温特性、良好的力学性能以及优良的耐化学稳定性，在 OLED 面板前段制造工艺中涂布、固化成 PI 膜（聚酰亚胺薄膜），替换刚性屏幕中的玻璃材料，实现屏幕的可弯折性。
	光敏聚酰亚胺 PSPI	一种高分子感光复合材料，具有优异的热稳定性、良好的机械性能、化学和感光性能等，是 AMOLED 显示制程的光刻胶，是除发光材料外的核心主材，是 AMOLED 显示屏中唯一一款同时应用在三层制程的材料。
	面板封装材料 INK	柔性显示面板的封装材料，在柔性 OLED 薄膜封装工艺中，通过喷墨打印的方式沉积在柔性 OLED 器件上，起到隔绝水氧的作用。
半导体先进封装 材料	临时键合胶 TBA	超薄晶圆减薄、拿持的核心材料，可将器件晶圆临时固定在承载载体上，为超薄器件晶圆提供机械支撑，防止器件晶圆在后续工艺制程中发生翘曲和破片，最后临时键合胶可通过光、热和力等解键合方式完成超薄晶圆的释放。
	封装光刻胶 PSP1	一种光敏性聚酰亚胺材料，兼具光刻胶的图案化和树脂薄膜的应力缓冲、介电层等功能，主要用于晶圆级封装（WLP）中的 RDL（再布线）工艺中，使用时先涂覆在晶圆表面，再经曝光显影、固化等工艺，可得到图案化的薄膜。
	彩色聚合碳粉	用于激光打印机里的硒鼓，有黑色、红色、黄色、蓝色四种颜色，具有显影作用。
打印复印通用耗材	载体	一种内核为铁氧体磁性材料，表面包覆一层高分子树脂的复合材料。是双组分显影剂中重要的成份之一，既带电性还带磁性，借助载体的磁性，碳粉能更好的附着在显影器上，得到更好的印刷效果。
	通用耗材芯片	用于喷墨打印机及激光打印机耗材产品的识别与控制，具有感应、计数、校准色彩的作用。
	显影辊	使光导体上的静电潜像显影用的辊，具有显影作用和传粉作用，对图像密度有影响。
	硒鼓	承担激光打印机的主要成像功能。
	墨盒	用来存储打印墨水，并最终完成打印的部件。

来源：公司公告，国金证券研究所

公司从打印复印耗材业务起家，2010 年上市时主营产品是电荷调节剂，生产彩色碳粉时用于添加。2012 年技术突破后形成彩色碳粉生产能力，后续进入硒鼓、打印芯片领域，完成打印复印耗材的全产业链布局。公司随后进入半导体领域，于 2016 年在 CMP 抛光垫领域释放产能，随后在 CMP 抛光液、OLED 基本的关键 PI 浆料完成研发。



图表2：公司发展历程

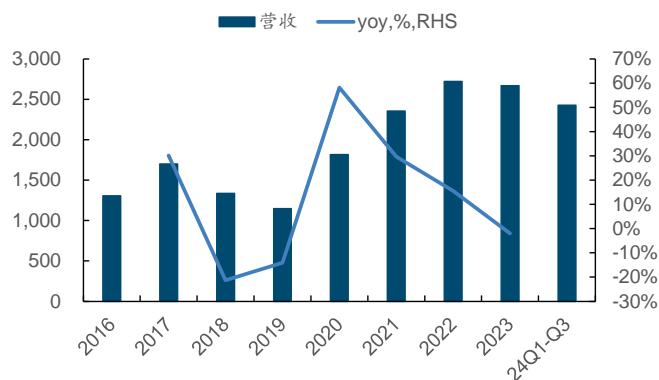


来源：公司公告，国金证券研究所

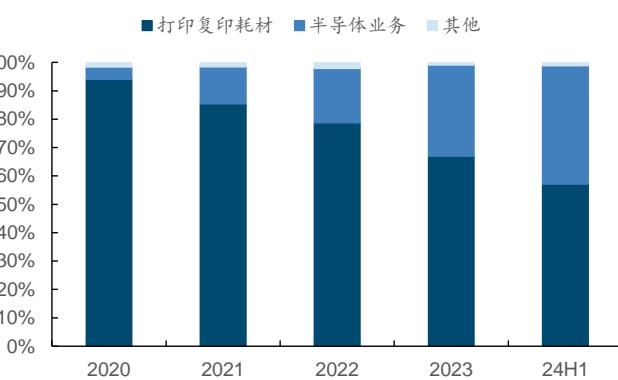
1.2 公司营收持续增长，持续投入新产品研发

公司营收2019-2022年持续增长，2019-2022年营收CAGR为33.31%。2023年公司实现营收26.67亿元，受到半导体行业下行周期和宏观经济影响，同比-2.00%。24年前三季度，公司实现营收24.26亿元，同比+29.54%。24H1，半导体业务营收6.34亿元，同比增长181.31%；打印复印耗材业务营收8.67亿元，同比下降5.23%。2024年公司年度业绩预告显示，2024年度公司实现营业收入约33.6亿元，同比增长约26%；其中，2024年半导体业务实现营收约15.6亿元，同比增长79%；打印复印业务营收为18亿元，同比增长1%。

图表3：2016年至今公司营收（百万元）及同比（%）



图表4：公司业务营收拆分（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

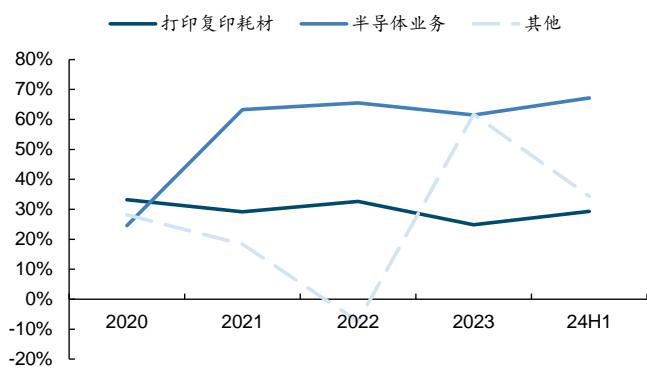
从毛利率来看，公司的传统业务打印复印耗材业务的毛利率自2018年达到高点后，处于下滑趋势。2023年，公司将高毛利的打印芯片业务从打印复印耗材中重调整计入半导体业务，从而使得打印复印耗材毛利率下降至24.85%。2023年受到半导体行业下行周期影响，半导体业务的毛利率61.48%，同比下滑4.06pct。24H1半导体业务毛利率67.21%。



图表5：公司毛利率（%）



图表6：公司业务毛利率拆分（%）

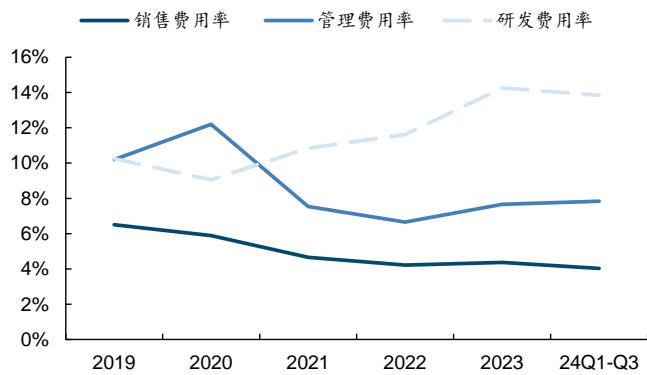


来源：公司公告，国金证券研究所

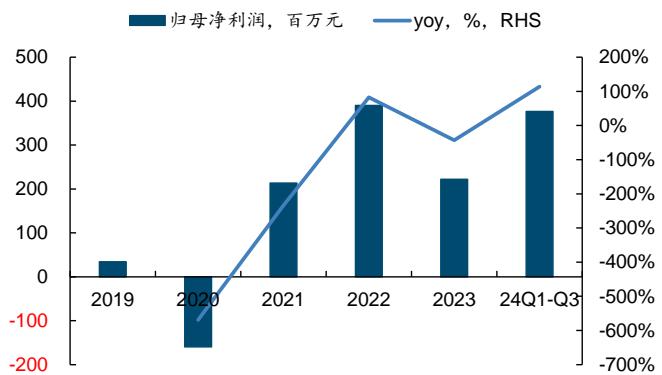
来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年和 2024 年前三季度公司总费用率提升主要是因为公司加大对半导体业务的投入，2023 年公司研发费用率 14.26%，同比+2.63pct；2024 年前三季度公司研发费用率 13.85%。公司 2023 年归母净利润 2.20 亿元，同比-43.08%，其原因在于 1) 公司半导体材料业务在营收增长的情况下尚未盈利；2) 公司为了增强产品竞争力进一步增加了研发投入；3) 公司长期股权投资收益同比下滑。24 年前三季度，公司归母净利润 3.76 亿元，同比+113.5%；2024 公司年度业绩预告显示，公司实现归母净利润预计约为 4.9 亿元至 5.3 亿元，同比增长约 120.71% 至 138.73%。

图表7：公司费用率（%）



图表8：公司归母净利润（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司的存货周转天数保持健康，且由于下游半导体行业稼动率有所恢复，24H1 公司存货周转天数略有加快。

图表9：存货、应收账款、应付账款周转天数（天）

	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
存货周转天数	141.0	102.6	107.7	116.0	113.5	112.3
应收账款周转天数	125.8	88.4	93.6	104.6	118.6	100.0
应付账款周转天数	71.9	49.1	50.9	59.7	67.9	37.6

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 公司产能建设持续，打造半导体材料供应平台

公司产能利用率较高，半导体业务板块 2023 及 24Q1-Q3 的产能利用率均保持在 95%以上。1) 抛光垫方面，公司目前拥有武汉本部一期、二期 30 万片/年，潜江三期 20 万片/年，总计产能 50 万片/年。2) 显示材料方面，公司拥有 1000 吨的显示材料的产能。3) 同时公司布局高端晶圆光刻胶、先进封装材料等领域，公司已开发 20 款光刻胶产品，其中 9 款已送样验证，5 款进入验证阶段。潜江一期年产 30 吨产线已试运行，二期 300 吨产线建设推进中。4) 在抛光液和清洗液方面，公司加快产能建设。公司规划抛光液及研磨粒子产能 20000 吨，清洗液产能 10000 吨。



图表10：公司产销量情况

		2021	2022	2023	24Q1-Q3
半导体板块	产能（万吨/万片）	6078.3	5508.31	6188.05	4670.87
	产量（万吨/万片）	5470.39	4703.21	5883.07	5121.10
	销量（万吨/万片）	5428.56	4782.2	5869.66	4993.24
	产销率	99.24%	101.68%	99.77%	97.50
打印复印耗材	产能利用率	90.00%	85.38%	95.07%	109.64%
	产能（万吨/万支）	7984.41	7740.27	7226.25	5554.69
	产量（万吨/万支）	7486.48	7430.32	6806.25	4816.43
	销量（万吨/万支）	7076.99	7651.74	7447.31	4831.04
	产销率	94.53%	102.98%	109.42%	100.30%
	产能利用率	93.76%	96.00%	94.19%	86.71%

来源：公司公告，国金证券研究所

近期公司公告发行可转债用于光刻胶和光电半导体材料上游关键原材料国产化基地项目建设，公司计划募集总额不超过9.1亿元的资金，其中用于年产300吨光刻胶项目4.8亿元，用于光电半导体原材料国产化项目1.7亿元，补充流动资金2.6亿元。

图表11：拟募集资金用途

项目名称	项目总投资额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
年产300吨KrF/ArF光刻胶产业化项目	8.04	4.80
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	1.70
补充流动资金	2.60	2.60
合计	12.99	9.10

来源：公司公告，国金证券研究所

2 半导体材料国产替代大幕拉开，公司加快平台化布局

2.1 下游晶圆厂需求回升，带动抛光垫、抛光液需求向好

CMP (Chemical Mechanical Polishing) 指的是化学机械抛光，是晶圆制造过程中的晶圆平坦化过程。CMP技术利用化学腐蚀和机械研磨的方式，借助超微离子研磨作用以及浆料的化学腐蚀作用在被研磨的介质表面上形成光洁的平面。根据不同工艺制程和技术节点的要求，每一片晶圆在生产过程中都会经历几道甚至几十道的CMP抛光工艺步骤。公司主要产品就是在抛光环节应用的抛光垫和抛光液。

CMP 抛光垫的主体是基底，通常由聚氨酯加工制成，在化学机械抛光过程中，抛光垫的作用主要有：存储抛光液及输送抛光液至抛光区域，使抛光持续均匀的进行。公司抛光垫业务发展较早，规模较大，2023年抛光垫业务营收4.18亿元，同比-8.65%；24H1实现营收2.98亿元，同比+99.79%。2024年9月首次实现抛光垫单月销量突破3万片。2024业绩预告显示，2024年抛光垫实现营收7.31亿元，同比增长75%。

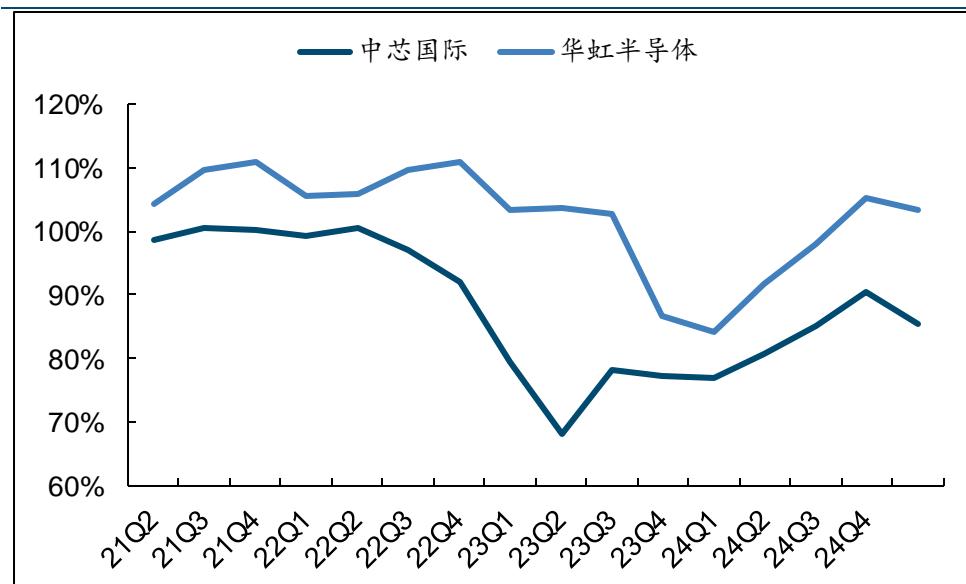
抛光垫可以分为硬垫和软垫两种，硬垫主要用于粗抛，其特点是耐磨性强，材料去除率较高，有利于抛光液的保持和抛光残渣的排出。软垫用于精抛，硬度相对较小，对材料去除率较低。

根据集成电路材料研究，2021年我国CMP抛光垫市场规模为13.13亿元，相较2020年增长10.61%，2016-2021年CAGR为10.15%。抛光垫需求主要是跟下游晶圆厂产能和稼动率相关，而近年来下游晶圆厂产能持续增加，稼动率有所波动，但从2023年开始下游稼动率开始触底反弹，其中中芯国际从2023Q1最低68.1%恢复到2024Q3约90.4%，而华虹半导体从23Q4最低80%左右提升至2024Q3的105.3%。

下游晶圆厂稼动率改善，能够持续拉动CMP抛光液需求。1) 2021年以来中芯国际产能持续提升，从历史数据来看，同比增长均超过11%。2) 华虹半导体产能持续增长。



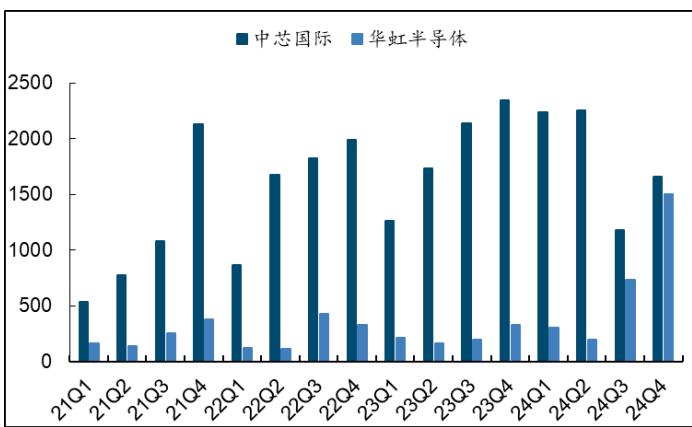
图表12: 21Q1 至今中芯国际和华虹半导体季度稼动率, (%)



来源：中芯国际季度报告，华虹半导体季度报告，国金证券研究所

图表13: 21Q1 至今中芯国际和华虹半导体晶圆月产能,
(千片/月, 8 英寸当量)

来源：中芯国际季度报告，华虹半导体季度报告，国金证券研究所

图表14: 21Q1 至今中芯国际和华虹半导体资本开支,
(百万美元)

来源：中芯国际季度报告，华虹半导体季度报告，国金证券研究所

图表15: 大陆 12 寸晶圆产能迅速扩张

序号	状态	厂商	公司主体名称	工厂代码	地点	当前产能 (万片/月)	规划产能 (万片/月)
1	建成	中芯国际	中芯南方集成电路制造有限公司	SN1	上海	1.5	3.5
2	在建	中芯国际	中芯南方集成电路制造有限公司	SN2	上海	0	3.5
3	建成	中芯国际	中芯国际集成电路制造(北京)有限公司	B1 (Fab 4\6)	北京	5.2	6
4	建成	中芯国际	中芯北方	B2	北京	6.2	10
5	在建	中芯国际	中芯京城	B3P1	北京	0	5
6	计划	中芯国际	中芯京城	B3P2	北京	0	5
7	计划	中芯国际	中芯京城	B3P3	北京	0	5



序号	状态	厂商	公司主体名称	工厂代码	地点	当前产能(万片/月)	规划产能(万片/月)
8	计划	中芯国际	中芯京城	B3P4	北京	0	5
9	建成	中芯国际	中芯国际集成电路制造(深圳)有限公司	Fab 16A/B	深圳	0	4
10	建成	华虹集团(上海华力)	华力微电子	F5	上海	3.5	3.5
11	建成	华虹集团(上海华力)	华力集成电路	F6	上海	3	4
12	建成	华虹集团(华虹半导体)	华虹半导体(无锡)有限公司	Fab7	无锡	2.5	8
13	计划	华虹集团(上海华力)	华力八厂	Fab8	上海	0	4
14	计划	华虹集团(华虹半导体)	华虹九厂	Fab9	无锡	0	8
15	建成	长江存储	长江存储科技有限责任公司	Fab1	武汉	5	10
16	在建	长江存储	长江存储科技有限责任公司	Fab2	武汉	0	10
17	建成	长江存储	长江存储科技有限责任公司	Fab3	武汉	0	10
18	在建	紫光集团	成都紫光国芯存储科技有限公司	CD	成都	0	30
19	建成	合肥长鑫	长鑫存储技术有限公司	Fab1	合肥	4	12.5
20	计划	合肥长鑫	长鑫存储技术有限公司	Fab2	合肥	0	12.5
21	计划	合肥长鑫	长鑫存储技术有限公司	Fab3	合肥	0	12.5
22	建成	晶合集成	合肥晶合集成电路有限公司	N1	合肥	4	4
23	建成	晶合集成	合肥晶合集成电路有限公司	N2	合肥	0	4
24	计划	晶合集成	合肥晶合集成电路有限公司	N3	合肥	0	4
25	计划	晶合集成	合肥晶合集成电路有限公司	N4	合肥	0	4
26	在建	广州粤芯	广州粤芯半导体技术有限公司	-	广州	2	4
27	在建	芯恩	芯恩(青岛)集成电路有限公司	-	青岛	0.3	4
28	在建	士兰微	杭州士兰集昕微电子有限公司	Fab2	杭州	3.6	4
29	建成	士兰微	杭州士兰集昕微电子有限公司	Fab1	杭州	3.5	4
30	建成	士兰微	厦门士兰集科微电子有限公司	Fab1	厦门	4	8
31	计划	士兰微	厦门士兰集科微电子有限公司	Fab2	厦门	-	8

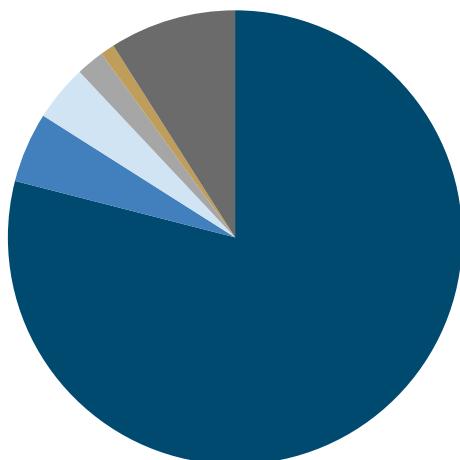
来源：ITTBANK，国金证券研究所



CMP 抛光垫全球竞争格局仍是以陶氏化学为单寡头格局。包括卡博特、鼎龙、Fojibo 等也有一定的市场份额，而国内企业中鼎龙则处于较为领先地位。值得关注的是彤程新材于5月发布公告，将建设25万片的抛光垫产能，侧面反映出国产厂商崛起的势头已然开启。

图表16：2021年全球抛光垫竞争格局

■ 陶氏化学 ■ 卡博特 ■ Thomas West ■ Fojibo ■ jsr ■ 其他



来源：观研报告网，国金证券研究所

公司在国内晶圆厂客户中的优势相对突出。其中硬垫产品开拓取得阶段性成果，制程阶段的覆盖范围进一步扩大，相关型号取得了批量订单。而在产品良率、工厂效率方面也进一步提升，品质稳定性提升下处于国内领先水平。而在软垫产品方面，公司的潜江工厂多个产品已实现批量销售，测试通过的客户持续增加，产量进入爬坡阶段，包括无纺布类抛光垫也在多家客户的 Grinding 制程测试通过并取得订单。

抛光液业务的核心是关键原材料纳米磨料和配方，公司在这方面已经实现重大突破，奠定其未来发展的核心驱动力。研磨粒子是 CMP 抛光液上游的关键原材料，研磨粒子长期被海外龙头企业日产化学、阿克苏诺贝尔等垄断。

图表17：CMP 抛光液原材料构成

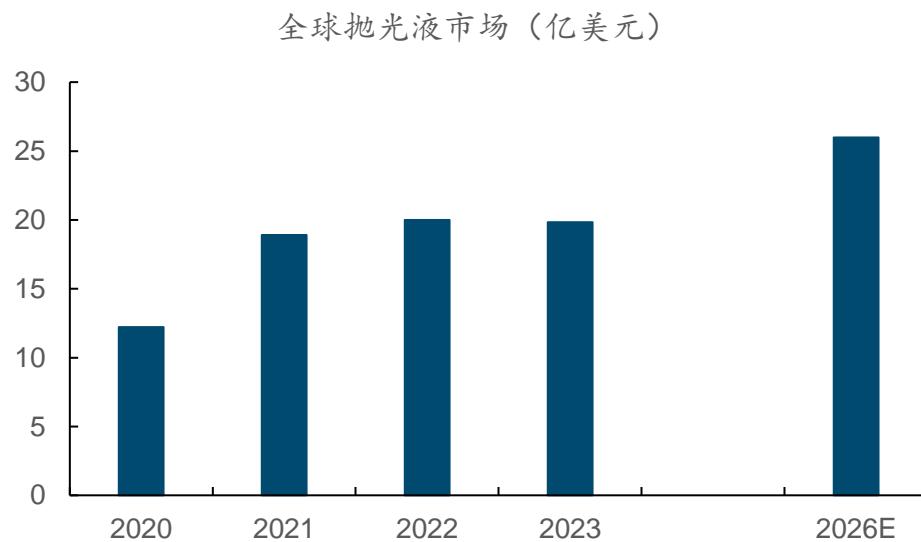
成分	作用
纳米磨料 价值占比（60%-70%）	在 CMP 过程中，磨粒主要通过微切削、划擦等方式作用于被加工表面，借助机械力实现硅片表面材料的去除。磨粒直径一般为几十纳米，常用的磨粒有二氧化硅(SiO ₂)、氧化铝(Al ₂ O ₃)、氧化铈(CeO ₂)和金刚石等。磨料的硬度、粒径、形状及其在抛光液中的质量浓度等综合因素决定了磨粒的去除行为和能力。由于单一磨粒性能存在局限性，当抛光液无法满足衬底材料表面质量要求和加工效率时，厂商为提高抛光效率会将不同粒径尺寸的一种磨粒或者两种不同磨粒混合使用。
化学添加剂 价值占比（10%-20%）	1、表面活性剂，使磨粒之间产生排斥力，防止磨粒团聚，保证磨粒的分散性，减少硅片表面产生划伤缺陷等； 2、络合剂，将去除的材料溶解在抛光液中，减小杂质颗粒对抛光过程污染； 3、氧化剂，与抛光表面发生氧化反应，在表面形成一层氧化物薄膜，方便后续的机械作用加工去除。
pH 值调节剂	pH 值调节剂的添加能够为 CMP 抛光过程提供一个稳定的抛光环境。

来源：集成电路材料研究，国金证券研究所

根据 SEMI 数据，2022 年中国大陆半导体材料销售额 130 亿美元，占全球半导体材料市场的 17.88%。其中，全球抛光液市场稳步增长，预计到 2026 年全球抛光液市场达到 26 亿美元。展望未来，我们预计国内抛光液市场份额会随着下游国产晶圆厂份额提升而提升，在包括公司等一批优秀国产抛光液公司崛起的背景下，抛光液市场国产替代速度有望加快。



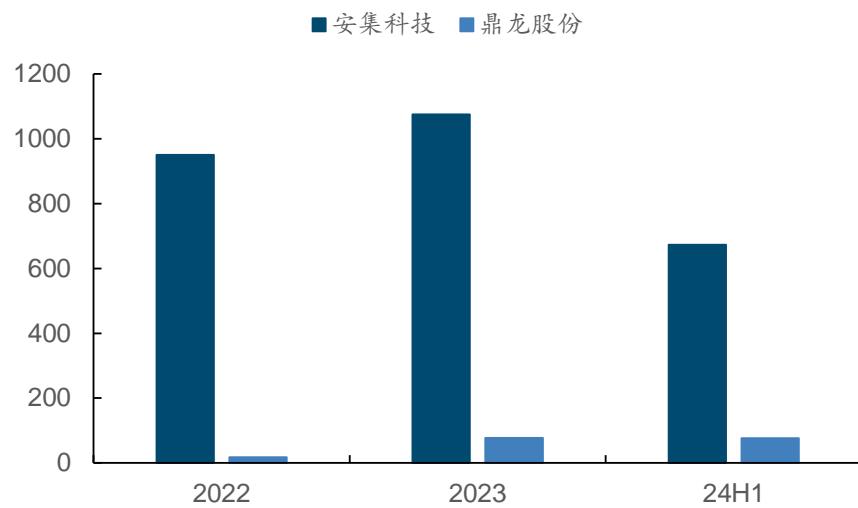
图表18：全球抛光液市场持续增长



来源：SEMI, TEHT, 中智信投研究网, 国金证券研究所

从抛光液国内竞争格局来看，安集科技和公司处于领先水平。其中安集科技的产品品类更多，营收规模更大。但公司的抛光液增速更快，24H1 公司抛光液（及清洗液）营收 7641 万元，同比+189.71%；安集科技抛光液营收 6.73 亿元，同比+33.09%。2024 业绩预告显示，2024 年 CMP 抛光液销售收入约 2.16 亿元，同比增长 180%。

图表19：鼎龙股份和安集科技抛光液营收（百万元）



来源：公司公告, 安集科技公告, 国金证券研究所

注：公司抛光液业务包含抛光液和清洗液

根据最新产能数据，安集科技抛光液产能 2.9 万吨，在建产能 3.1 万吨。而公司在仙桃厂区拥有 1 万吨/年抛光液产能和 1 万吨/年的研磨粒子产能。虽然规模还不及安集科技，但公司通过进一步拓展抛光液品类有望持续增长，目前主要在介电层、多晶硅和氮化硅等产品开始供应。

2.2 半导体显示材料业务在下游 AMOLED 渗透率提升的带动下也迎来爆发

聚酰亚胺（PI）材料是综合性能突出的特殊高分子材料，拥有优越的物理机械性能和优良的电气和化学稳定性，可以制成薄膜、涂料、纤维等，广泛应用于航空航天、微电子、原子能、电气绝缘、液晶显示、膜分离技术等各个领域。

从 PI 材料的分类和应用来看，主要可以分为电子级、特种级、导热级和电工级。公司生产的聚酰亚胺薄膜为电子级产品，主要应用领域为柔性显示材料（OLED）



是有机发光二极管，是继 CRT 和 LCD 后的第三代显示技术。其中，AMOLED 在性能方面比较有优势。

YPI 和 PSPI 是柔性显示用材料中的关键材料。黄色聚酰亚胺浆料 (YPI) 是生产柔性 OLED 显示屏幕的主材之一，具有优良的耐高温特性、良好的力学性能以及优良的耐化学稳定性，在 OLED 面板前段制造工艺中涂布、固化成 PI 膜（聚酰亚胺薄膜），替换刚性屏幕中的玻璃材料，实现屏幕的可弯折性。光敏聚酰亚胺浆料 (PSPI) 是一种高分子感光复合材料，具有优异的热稳定性、良好的机械性能、化学和感光性能等，是 AMOLED 显示制程的光刻胶，是除发光材料外的核心主材，在 AMOLED 显示屏中同时应用在三层制程上，而在 OLED 制程中用于平坦层、像素定义层、支撑层。此外，面板封装材料 INK 是柔性显示面板封装用的关键材料。在柔性 OLED 薄膜封装工艺中，通过喷墨打印的方式将 INK 沉积在柔性 OLED 器件上，起到隔绝水氧的作用。

根据华经产业研究院，从全球市场规模来看，2021 年全球聚酰亚胺薄膜市场规模约为 22 亿美元。根据 QY Research，我国聚酰亚胺薄膜市场规模持续扩大，从 2016 年的 25 亿元增长至 2022 年的 72.4 亿元，2016–2022 年聚酰亚胺薄膜市场的年复合增长率为 19.4%。

公司主要的 YPI、PSPI、INK 主要围绕柔性 OLED 布局，主要应用领域为 AMOLED。YPI、PSPI 等公司的主要产品均受益于显示材料的增长。根据 WitDisplay 数据，2023 年全球 AMOLED 在全球智能手机市场的渗透率首次超过 50%，全球智能手机柔性 AMOLED 面板出货量达到 5.1 亿片，同比增长 29.8%。从国内的面板厂来看，国内面板厂商对于 AMOLED 的扩产仍然在继续，京东方和信利都在推动扩产。

图表20：国内面板厂商 AMOLED 现有产线及建设产线情况

面板厂	地区	世代线	设计产能(千片/月)	投产年份
京东方	鄂尔多斯	G5.5	54	2013
	绵阳	G6	48	2019
	重庆	G6	48	2021
	福州	G6	48	
	成都	G8.6	32	
华星光电	深圳	G11	100	2015
	深圳	G11	90	2021
天马	上海	G5.5	15	2015
	厦门	G6	30	2016
	武汉	G6	30	2018
	厦门	G6	48	2022
信利	仁寿	G6	30	
维信诺	固安	G6	30	2018
	合肥	G6	30	2020
和辉光电	上海	G6	45	2019

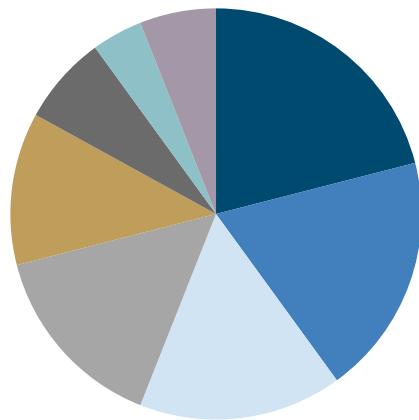
来源：液晶网，国金证券研究所

从竞争格局来看，全球主要的 PI 材料生产厂商是日韩企业，包括 SKC、钟渊化学、杜邦、东丽、宇部兴产等，其中宇部兴产和东丽分别在柔性显示面板 YPI 和 PSPI 领域有着压倒性优势。国内企业大多还处于前期阶段，苏州聚萃、苏州尊尔、上海瑞暨、浙江中科玖源等公司均有布局。



图表21：2021年全球PI膜竞争格局

■ SKC Kolon ■ 钟源化学 ■ 杜邦 ■ 达迈科技
 ■ 东丽杜邦 ■ 宇部兴产 ■ 瑞华泰 ■ 其他



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

根据公司2024半年报，公司的YPI、PSPI产品在国产保持供应领先地位，TFE-INK的市场份额也进一步提高，后续有望持续扩大订单规模；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)等半导体显示材料新品也在按计划开发、送样中。此外，2024年上半年，公司仙桃产业园已经正式投入使用，PSPI产线开始批量供货。

公司半导体显示材料2022年开始放量，2022年收入4728万元；2023年收入1.74亿元，同比+268.02%；24H1公司实现半导体显示材料收入1.67亿元，同比增长232.27%。随着2024上半年仙桃产业园正式投产，我们认为在半导体显示材料业务方面，公司将凭借在技术上的不断突破拉进与日韩企业的差距，同时通过先进产能的投放把成本优势做出来，从而满足国产客户自主可控、控制成本等诉求，使得公司的市场份额得以持续扩张。根据公司2024年业绩预告，半导体显示材料实现收入4.02亿元，同比+131%。

2.3 光刻胶和半导体先进封装材料业务正在有序推进中

光刻胶是半导体光刻环节的重要材料。半导体光刻胶是由感光树脂、增感剂和溶剂三种主要成分组成的对光敏感的混合液体，按照光刻波长分为紫外光谱、g线(436nm)、i线(365nm)、KrF(248nm)、ArF(193nm)、EUV(13.5nm)。

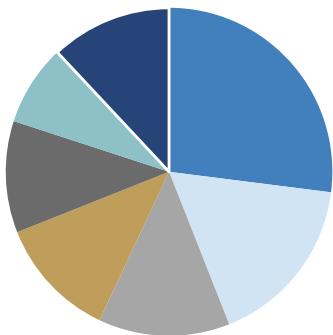
根据中商情报网，2022年我国光刻胶市场规模约为98.6亿元，同比增长5.68%，2023年约为109.2亿元。

高端晶圆光刻胶国产化率极低。根据华经产业研究院数据，2021年全球半导体光刻胶市场中，合成橡胶(JSR)、东京应化(TOK)、信越、杜邦、住友化学、富士等企业占据的市场份额合计超过90%，用于先进工艺的KrF、ArF、EUV光刻胶基本由外资厂商垄断。



图表22: 2021年全球光刻胶市场份额

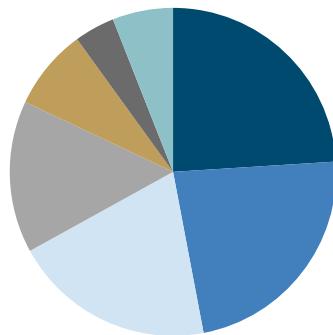
■ 东京应化 ■ 陶氏化学 ■ jsr ■ 住友化学 ■ 韩国东进 ■ 富士胶片 ■ 其他



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

图表23: 2021年全球ArF光刻胶市场份额

■ jsr ■ 信越化学 ■ 东京应化 ■ 住友化学 ■ 富士胶片 ■ 陶氏化学 ■ 其他



来源：华经产业研究院，国金证券研究所

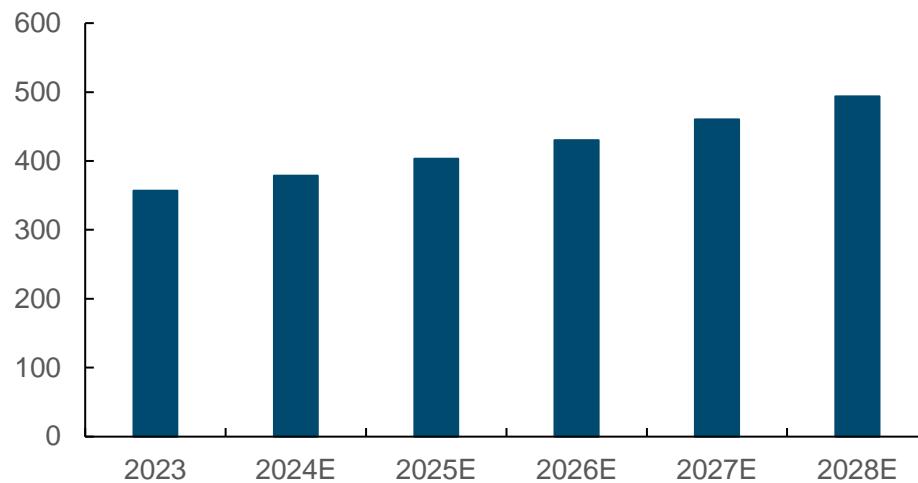
公司在光刻胶技术进行研发，目前光刻胶业务仍处于测试验证阶段，20 款产品已经开发完成，9 款产品送至客户端进行验证。从产能建设来看，潜江一期年产 30 吨高端晶圆光刻胶量产线已进入试运行阶段，目前整体运行状态良好。二期年产 300 吨高端晶圆光刻胶量产线建设按计划推进中。

公司的先进封装材料包括半导体封装 PI（聚酰亚胺）和临时键合胶。PI 是半导体封装的关键材料，公司在 PI 类别的产品包括非光敏 PI、正性 PSPI 光刻胶和负性 PSPI 光刻胶，下游应用领域包括晶圆制造的 IGBT 模块封装和后道的半导体先进封装。临时键合胶是超薄晶圆的减薄、拿持的关键材料，为超薄晶圆提供机械支撑。

根据 towards packaging 数据预测，全球先进封装市场规模将由 2023 年的 357 亿美元，增长到 2028 年的 494 亿美元。

图表24: 先进封装市场快速增长 (亿美元)

先进封装市场规模



来源：towards packaging，国金证券研究所

截至 24H1，公司已经布局 7 款产品，已经覆盖了非光敏 PI、正性 PSPI 和负性 PSPI，已送样 5 款，客户全面覆盖前道晶圆厂客户和后道封装企业。

3 打印复印耗材业务稳健发展

3.1 打印复印耗材是公司的传统业务

打印复印耗材是公司的传统业务，公司占据中国打印复印耗材市场的主要份额，也是国内打印复印耗材的龙头厂商之一。打印复印通用耗材产业链上游为耗材芯片、碳粉、墨水、

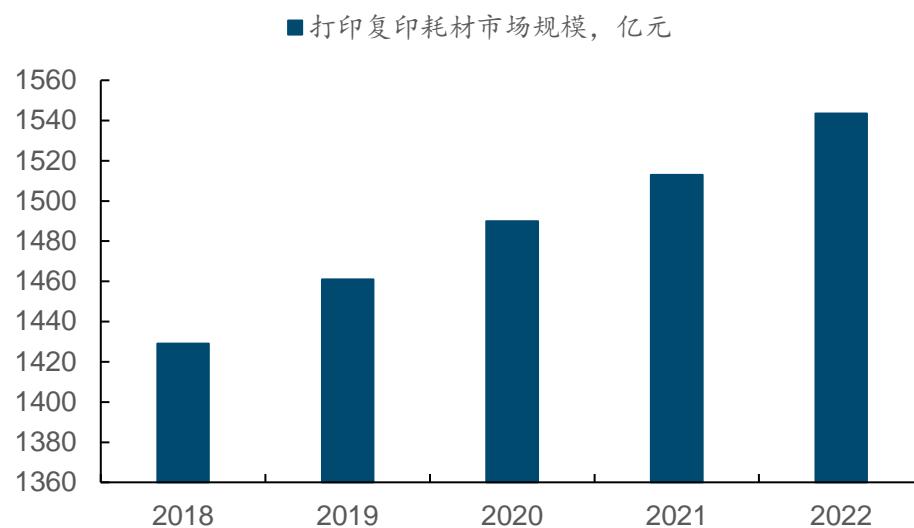


显影辊以及载体等产品；中游为硒鼓和墨盒等通用打印耗材产品；下游主要应用在激光打印机、喷墨打印机、复印机以及商业喷码等。

3.2 打印复印耗材市场相对成熟，增速较为缓慢

近年来中国打印机耗材市场呈现出稳中有升的发展态势。根据中商情报网，2022 年我国打印耗材市场规模约为 1543.5 亿元，同比增长约 2.02%，2018–2022 年我国打印复印耗材市场规模 CAGR 为 1.95%。

图表25：2018–2022 年我国打印复印耗材市场规模 CAGR 为 1.95%



来源：中商情报网，国金证券研究所

3.3 公司是打印复印耗材头部厂商，营收 CAGR 增速高于市场平均水平

打印复印通用耗材行业市场竞争模式较为成熟，通用耗材市场份额更多倾向综合实力强、具有技术卡位和规模优势、品牌影响力较大、产品价低质优的头部企业。公司在国内打印复印耗材领域是龙头厂商之一，具有较强的影响力。

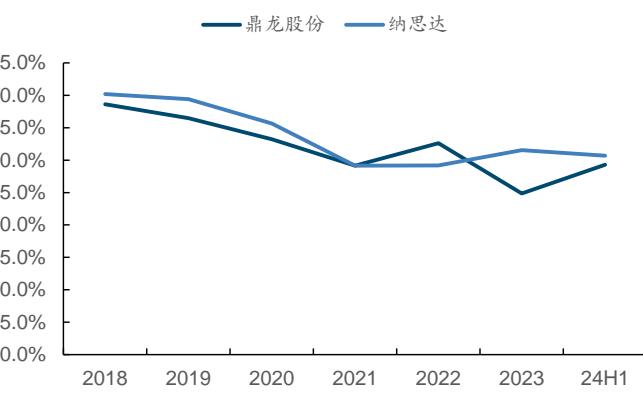
公司的打印复印耗材业务营收增长相对比较稳健，2018–2022 年鼎龙股份和纳思达的打印复印耗材营收 CAGR 分别为 6.25% 和 6.45%。从毛利率来看，公司和纳思达打印复印耗材毛利率在 2018–2021 年期间呈现降低趋势，2021 年以后毛利率相对稳定。2023 年受到宏观经济影响，打印复印耗材业务有所波动，营收 17.86 亿元，同比下滑 17%。

图表26：公司 2018–2022 年打印复印耗材营收 CAGR 为 6.25%

图表27：公司打印复印耗材毛利率在 2021 年以后相对稳定



来源：公司公告，纳思达公告，国金证券研究所



来源：公司公告，纳思达公告，国金证券研究所

短期来看国内宏观经济承压，造成行业需求有一定压力。但从行业竞争格局来看，头部企业竞争不会进一步恶化，毛利率已经开始止跌企稳。如果后续宏观经济转好，打印复印耗材业务的营收和毛利率有向上修复的潜力。



4 盈利预测及估值

4.1 盈利预测关键假设

1) 收入预测

光电半导体材料:

抛光垫、抛光液下游需求来自晶圆制造和存储。国内存储厂商产能增长超过行业平均，长鑫存储 2024 年年底产能为 20 万片，预计 2025 年年底产能为 30 万片，同比增长 50%；晶圆制造中国晶圆厂产能预计年增长率为 12-14%，稼动率预计在 88-90%。预计 2025-2026 年抛光垫业务的同比增速在 30-40%之间，抛光液同比增速在 40-50%之间。

半导体显示材料下游主要需求是 amoled，预计 2024-2026 年 amoled 的出货量年复合增长率 20-25%，叠加下游公司快速进行国产替代，我们认为公司半导体显示材料 2025-2026 年同比增速在 40%-60%之间。

先进封装材料及光刻胶 2024 年业绩预告营收 544 万元，我们预计先进封装材料及光刻胶业务未来会快速增长。

根据假设数据计算，2024-2026 年光电半导体业务营收分别为 15.37/21.77/28.75 亿元，营收增速分别为 79%/42%/32%。

打印复印耗材:

打印复印耗材是公司的传统业务，2024 年打印复印耗材开始企稳，预计 2025 年打印复印耗材需求会有所复苏，我们假设 2024-2026 年打印复印耗材营收增速分别为 1%/3%/5%。

2) 毛利率预测

光电半导体: 公司的半导体业务均为高毛利业务，我们认为在半导体材料国产化进程半导体材料价格会有所下降，同时公司新产能投放能够进一步管控成本，毛利率预计能够保持稳定，假设公司的光电半导体业务营收的毛利率为 68%/68%/68%。

打印复印耗材: 公司的打印复印耗材毛利率比较稳定，打印复印耗材需求企稳复苏有望带动毛利率企稳，24H1 打印复印耗材业务毛利率已回升至 29.29%，行业成熟期下毛利率难以回升至更高的状态，假设 2024-2026 年公司的打印复印耗材毛利率分别为 29.5%/30%/30%。

3) 费用率预测

研发费用率：公司属于研发型公司，研发费用率保持在 14%左右，我们假设 2024-2026 年公司研发费用率为 14%/13.5%/13%。

销售费用率：公司的销售费用率较为稳定，我们假设 2024-2026 年销售费用率为 4.0%/3.8%/3.5%。

管理费用率：公司管理费用率随着营收规模增加下降，我们假设 2024-2026 年公司管理费用率为 7.2%/7.0%/6.8%。

综上所述，不考虑可转债发行的情况下，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 33.65/40.59/48.50 亿元，同比增长 26%/21%/19%；归母净利润分别为 5.19/7.24/10.32 亿元，同比增长 134%/40%/43%。

图表28：盈利预测关键假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计						
营收，百万元	2,356	2,721	2,667	3,365	4,059	4,850
yoY, %		16%	-2%	26%	21%	19%
毛利，百万元	788	1,037	986	1,592	2,053	2,555
毛利率，%	33.44%	38.10%	36.95%	47.32%	50.57%	52.68%
光电半导体						
营收，百万元	307	522	857	1,537	2,177	2,875
yoY, %		70%	64%	79%	42%	32%
毛利，百万元	195	342	527	1,045	1,481	1,955



	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率, %	63.29%	65.54%	61.48%	68.00%	68.00%	68.00%
抛光垫营收, 百万元	302	457	418	731	1,023	1,330
yoy, %		51%	-9%	75%	40%	30%
抛光液营收, 百万元		18	77	216	324	454
yoy, %			330%	180.52%	50%	40%
半导体显示材料营收, 百万元		47	174	402	643	900
yoy, %			268%	131%	60%	40%
先进封装材料及光刻胶营收, 百万元				5	20	50
yoy, %					268%	150%
其他营收, 百万元	5	0	188	183	187	190
yoy, %		-99%	243979%	-2%	2%	2%
打印复印耗材						
营收, 百万元	2,013	2,142	1,786	1,804	1,858	1,951
yoy, %		6%	-17%	1%	3%	5%
毛利, 百万元	587	699	444	532	557	585
毛利率, %	29.15%	32.62%	24.85%	29.50%	30.00%	30.00%
其他						
营收, 百万元	36	57	24	24	24	24
yoy, %		59%	-58%	-1%	0%	0%
毛利, 百万元	7	-4	15	15	15	15
毛利率, %	18.38%	-7.40%	61.67%	61.67%	61.67%	61.67%
销售费用率, %	4.66%	4.22%	4.37%	4.00%	3.80%	3.50%
管理费用率, %	7.53%	6.66%	7.66%	7.20%	7.00%	6.80%
研发费用率, %	10.84%	11.62%	14.26%	14.00%	13.50%	13.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 估值及投资建议

我们认为公司半导体业务将快速发展，抛光垫、抛光液和半导体显示材料业务受益于下游客户需求复苏以及国产客户自主可控的极强诉求，公司作为国内技术领先、规模化产能优势和客户资源优势显著的国产龙头，未来有望持续扩张自己的市场份额。处于孵化阶段的光刻胶和先进封装材料业务未来也颇具看点。此外，传统打印复印材料我们认为也将开始企稳复苏。综上，我们看好公司新老业务的长期潜力和短期改善。我们选取了安集科技、上海新阳和雅克科技作为可比公司。根据同花顺一致预期，2024-2026年可比公司的平均市盈率为43/34/27倍，我们给予公司2025年48倍PE，目标价37.05元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表29：可比公司估值表（股价基准日2025年2月24日）

公司	代码	总市值 (亿元)	每股收益(元/股)						PE	
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
安集科技	688019.SH	189.90	4.04	4.07	4.22	5.37	6.60	39.02	30.66	24.95
上海新阳	300236.SZ	116.90	0.17	0.53	0.63	0.81	1.03	60.83	47.31	37.20
雅克科技	603078.SH	282.20	1.1	1.22	2.05	2.72	3.45	31.26	23.56	18.57
平均								43.70	33.84	26.91
鼎龙股份	300054.SZ	248.60	0.41	0.24	0.55	0.77	1.10	56.82	40.69	28.55

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所



5 风险提示

- 1) 半导体行业需求波动。公司产品主要应用于集成电路领域和先进封装领域，且主要受到下游大客户的需求，如果行业景气度下行，客户需求减弱，晶圆出货量下滑，公司的抛光垫、抛光液和PI材料需求下滑。
- 2) 行业竞争加剧。公司的抛光液产品受到国内的安集科技和上海新阳的竞争，如果该项业务行业竞争加剧，公司将面临份额下降和毛利率下降的风险。
- 3) 新业务推广不及预期。公司大力投入潜江、桃园基地的产能建设投入较大，如果光刻胶、先进封装材料等进展不及预期，随着公司固定资产折旧增加，公司运行成本和费用也随之增加。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2,356	2,721	2,667	3,365	4,059	4,850	货币资金	1,011	1,039	1,120	1,250	1,430	1,648
增长率	15.5%	-2.0%	26.2%	20.6%	19.5%		应收账款	802	926	988	1,034	1,192	1,358
主营业务成本	-1,568	-1,685	-1,682	-1,773	-2,007	-2,295	存货	524	547	499	533	603	690
%销售收入	66.6%	61.9%	63.1%	52.7%	49.4%	47.3%	其他流动资产	299	142	220	208	116	131
毛利	788	1,037	985	1,592	2,053	2,555	流动资产	2,636	2,654	2,827	3,026	3,342	3,827
%销售收入	33.4%	38.1%	36.9%	47.3%	50.6%	52.7%	%总资产	51.6%	47.2%	42.1%	40.5%	41.6%	43.8%
营业税金及附加	-11	-17	-20	-23	-28	-33	长期投资	451	510	623	648	648	648
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	879	1,352	2,138	2,461	2,649	2,807
营业费用	-110	-115	-117	-135	-154	-170	%总资产	17.2%	24.1%	31.9%	33.0%	33.0%	32.1%
%销售收入	4.7%	4.2%	4.4%	4.0%	3.8%	3.5%	无形资产	978	861	895	970	1,038	1,101
管理费用	-177	-181	-204	-242	-284	-330	非流动资产	2,471	2,967	3,881	4,442	4,697	4,916
%销售收入	7.5%	6.7%	7.7%	7.2%	7.0%	6.8%	%总资产	48.4%	52.8%	57.9%	59.5%	58.4%	56.2%
研发费用	-255	-316	-380	-471	-548	-630	资产总计	5,107	5,620	6,708	7,468	8,039	8,742
%销售收入	10.8%	11.6%	14.3%	14.0%	13.5%	13.0%	短期借款	134	126	355	913	613	107
息税前利润(EBIT)	234	407	265	721	1,038	1,392	应付账款	314	360	430	422	462	516
%销售收入	9.9%	15.0%	9.9%	21.4%	25.6%	28.7%	其他流动负债	129	165	151	97	117	144
财务费用	-8	47	-1	-55	-62	-31	流动负债	577	651	936	1,432	1,192	766
%销售收入	0.4%	-1.7%	0.0%	1.6%	1.5%	0.6%	长期贷款	20	197	561	561	561	561
资产减值损失	-16	-70	-48	-11	-1	-2	其他长期负债	255	289	334	14	10	7
公允价值变动收益	6	17	12	-27	0	0	负债	852	1,137	1,832	2,007	1,763	1,335
投资收益	29	30	2	5	0	0	普通股股东权益	4,028	4,215	4,468	4,928	5,580	6,509
%税前利润	9.8%	6.2%	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	其中：股本	941	948	945	938	938	938
营业利润	289	489	319	708	975	1,359	未分配利润	1,060	1,416	1,582	2,049	2,701	3,630
营业利润率	12.3%	18.0%	12.0%	21.0%	24.0%	28.0%	少数股东权益	227	269	407	532	695	898
营业外收支	4	-7	-1	0	0	0	负债股东权益合计	5,107	5,620	6,708	7,468	8,039	8,742
税前利润	293	482	319	708	975	1,359							
利润率	12.5%	17.7%	11.9%	21.0%	24.0%	28.0%							
所得税	-48	-28	-31	-64	-88	-123							
所得税率	16.5%	5.7%	9.7%	9.0%	9.0%	9.0%							
净利润	245	454	288	644	887	1,236							
少数股东损益	31	64	66	125	162	203							
非现金支出	149	242	237	220	252	289							
非经营收益	-34	-53	6	51	90	63							
营运资金变动	-356	-80	4	-193	-77	-188							
经营活动现金净流	3	563	534	722	1,152	1,399							
资本开支	-372	-673	-977	-733	-506	-506							
投资	69	95	-132	-1	0	0							
其他	28	29	13	5	0	0							
投资活动现金净流	-275	-548	-1,095	-729	-506	-506							
股权募资	212	64	152	-7	0	0							
债权募资	85	182	583	281	-300	-506							
其他	-61	-240	-111	-132	-162	-166							
筹资活动现金净流	236	5	624	143	-463	-673							
现金净流量	-40	26	68	136	183	221							

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	9	15	51
增持	0	0	4	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.31	1.38	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**