

2025年04月03日

鼎龙转债：CMP 抛光垫国内龙头供应商

事件

- **鼎龙转债(123255.SZ)于2025年4月2日开始网上申购：**总发行规模为9.10亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产300吨KrF/ArF光刻胶产业化等项目。
- **当前债底估值为98.54元，YTM为2.35%。**鼎龙转债存续期为6年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为AA/AA，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的110.00%（含最后一期利息），以6年AA中债企业债到期收益率2.60%（2025-04-02）计算，纯债价值为98.54元，纯债对应的YTM为2.35%，债底保护较好。
- **当前转换平价为99.23元，平价溢价率为0.77%。**转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2025年10月09日至2031年04月01日。初始转股价28.68元/股，正股鼎龙股份4月2日的收盘价为28.46元，对应的转换平价为99.23元，平价溢价率为0.77%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为3.27%。**下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30, 130%”，有条件回售条款为“30, 70%”，条款中规中矩。按初始转股价28.68元计算，转债发行9.10亿元对总股本稀释率为3.27%，对流通盘的稀释率为4.18%，对股本摊薄压力较小。

观点

- **我们预计鼎龙转债上市首日价格在122.25~135.94元之间，我们预计中签率为0.0039%。**综合可比标的以及实证结果，考虑到鼎龙转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在30%左右，对应的上市价格在122.25~135.94元之间。我们预计网上中签率为0.0039%，建议积极申购。
- **鼎龙股份是一家从事集成电路设计、半导体材料及打印复印通用耗材研发、生产及服务的国家高新技术企业。**公司是一家国内领先的关键赛道核心电子材料尤其是核心“卡脖子”进口替代类创新材料的研发、生产及销售的平台型公司，依托材料领域较强的研发、工艺、产业化能力，公司在半导体创新材料领域构建了丰富的产品矩阵。
- **2019年以来公司营收稳步增长，2019-2023年复合增速为23.44%。**自2019年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V型”波动，2019-2023年复合增速为23.44%。2023年，公司实现营业收入26.67亿元，同比减少2.00%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023年复合增速为59.75%。
- **鼎龙股份的营业收入主要由打印复印耗材、CMP抛光垫产品销售构成。**2021年以来，鼎龙股份上述两个业务板块收入金额合计分别为23.2亿元、26.64亿元和26.43亿元，占营业收入比例分别为98.48%、97.90%和99.09%。
- **鼎龙股份销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率小幅波动。**2019-2023年，公司销售净利率分别为1.43%、-7.21%、10.40%、16.69%和10.79%，销售毛利率分别为35.66%、32.77%、33.44%、38.09%和36.95%。
- **风险提示：**申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002
chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《稳健的固收名将——华商基金张永志先生产品投资价值分析》

2025-04-02

《2024年央行新增政策工具变动大盘点》

2025-03-30

内容目录

1. 转债基本信息	4
2. 投资申购建议	6
3. 正股基本面分析	8
3.1. 财务数据分析	8
3.2. 公司亮点	11
4. 风险提示	12

图表目录

图 1: 2019-2024Q3 营业收入及同比增速 (亿元)	9
图 2: 2019-2024Q3 归母净利润及同比增速 (亿元)	9
图 3: 2021-2023 年营业收入构成	10
图 4: 2019-2024Q3 销售毛利率和净利率水平 (%)	11
图 5: 2019-2024Q3 销售费用率水平 (%)	11
图 6: 2019-2024Q3 财务费用率水平 (%)	11
图 7: 2019-2024Q3 管理费用率水平 (%)	11
表 1: 鼎龙转债发行认购时间表	4
表 2: 鼎龙转债基本条款	5
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)	6
表 4: 债性和股性指标	6
表 5: 相对价值法预测鼎龙转债上市价格 (单位: 元)	7

1. 转债基本信息

表1：鼎龙转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2025/3/31	1、刊登《募集说明书》及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》等文件
T-1	2025/4/1	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
		1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》
T	2025/4/2	3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购日（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2025/4/3	1、刊登《网上发行中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2025/4/7	1、刊登《网上中签号码公告》 2、网上中签缴款日
T+3	2025/4/8	1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额 2、提交《发行结果公告》
T+4	2025/4/9	1、刊登《发行结果公告》 2、向发行人划转募集资金

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2：鼎龙转债基本条款

转债名称	鼎龙转债	正股名称	鼎龙股份
转债代码	123255.SZ	正股代码	300054.SZ
发行规模	9.10 亿元	正股行业	电子-电子化学品Ⅱ-电子化学品Ⅲ
存续期	2025 年 04 月 02 日至 2031 年 04 月 01 日	主体评级/债项评级	AA/AA
转股价	28.68 元	转股期	2025 年 10 月 09 日至 2031 年 04 月 01 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.80%,1.50%,1.80%,2.00%.		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 公司将以本次可转债票面面值的 110% (含最后一期利息) 全部赎回 (2) 提前赎回: 转股期内, 15/30, 130%(含 130%); 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售: 最后两个计息年度, 连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表3：募集资金用途（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
年产 300 吨 KrF/ArF 光刻胶产业化项目	80,395.30	48,000.00
光电半导体材料上游关键原材料国产化产业基地项目	23,458.74	17,000.00
补充流动资金	26,000.00	26,000.00
合计	129,854.04	91,000.00

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

表4：债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	98.54 元	转换平价（以 2025/04/02 收盘价）	99.23 元
纯债溢价率(以面值 100 计算)	1.49%	平价溢价率(以面值 100 计算)	0.77%
纯债到期收益率 YTM	2.35%		

数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

当前债底估值为 98.54 元，YTM 为 2.35%。鼎龙转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 2.60%（2025-04-02）计算，纯债价值为 98.54 元，纯债对应的 YTM 为 2.35%，债底保护较好。

当前转换平价为 99.23 元，平价溢价率为 0.77%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 10 月 09 日至 2031 年 04 月 01 日。初始转股价 28.68 元/股，正股鼎龙股份 4 月 2 日的收盘价为 28.46 元，对应的转换平价为 99.23 元，平价溢价率为 0.77%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。

总股本稀释率为 3.27%。按初始转股价 28.68 元计算，转债发行 9.10 亿元对总股本稀释率为 3.27%，对流通盘的稀释率为 4.18%，对股本摊薄压力较小。

2. 投资申购建议

我们预计鼎龙转债上市首日价格在 122.25~135.94 元之间。按鼎龙股份 2025 年 4 月 2 日收盘价测算，当前转换平价为 99.23 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的楚天转债（转换平价 96.75 元，评级 AA，发行规模 10.00 亿元）、彤程转债（转换平价 102.31 元，评级 AA，发行规模 8.00 亿元）、贵燃转债（转换平价 93.56 元，评级 AA，发行规模 10.00 亿元），4 月 2 日转股溢价率分别为 22.89%、27.90%、24.48%。

2) 参考近期上市的永贵转债（上市日转换平价 96.72 元）、渝水转债（上市日转换平价 94.38 元）、银邦转债（上市日转换平价 91.77 元），上市当日转股溢价率分别为 28.37%、29.64%、32.77%。

基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型，其中，电子行业的转股溢价率为 30.91%，中债企业债到期收益为 2.60%，2024 年三季报显示鼎龙股份前十大股东持股比例为 44.85%，2025 年 4 月 2 日中证转债成交额为 57,898,345,032 元，取对数得 24.78。因此，可以计算出鼎龙转债上市首日转股溢价率为 26.38%。

综合可比标的以及实证结果，考虑到鼎龙转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 30% 左右，对应的上市价格在 122.25~135.94 元之间。

表5：相对价值法预测鼎龙转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价	25.00%	27.00%	30.00%	33.00%	35.00%
-5%	27.04	117.84	119.72	122.55	125.38
-3%	27.61	120.32	122.25	125.13	128.02
2025/04/02 收盘价	28.46	124.04	126.03	129.00	131.98
3%	29.31	127.76	129.81	132.87	135.94
5%	29.88	130.24	132.33	135.45	138.58

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 **63.46%**。鼎龙股份的前十大股东合计持股比例为 44.85%（2024/09/30），股权较为集中。假设前十大股东 80% 参与优先配售，其他股东中有 50% 参与优先配售，我们预计原股东优先配售比例为 63.46%。

我们预计中签率为 **0.0039%**。鼎龙转债发行总额为 9.10 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 63.46%，剩余网上投资者可申购金额为 3.33 亿元。鼎龙转债仅设置网上发行，近期发行的正帆转债（评级 AA，规模 10.41 亿元）网上申购数约 877.4749 万户，志邦转债（评级 AA，规模 6.70 亿元）879.0054 万户，浩瀚转债（评级 A+，规模 3.5429 亿元）813.4159 万户。我们预计鼎龙转债网上有效申购户数为 856.63 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0039%。

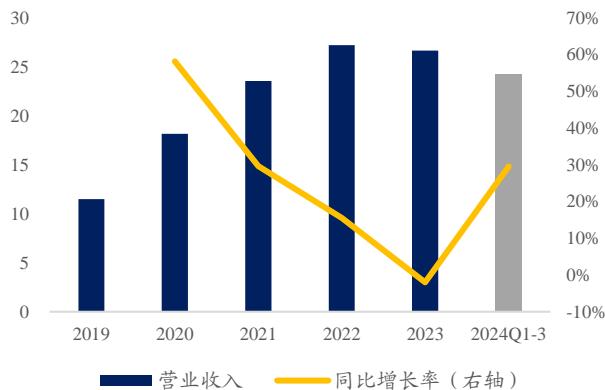
3. 正股基本面分析

3.1. 财务数据分析

鼎龙股份是一家长从事集成电路设计、半导体材料及打印复印通用耗材研发、生产及服务的国家高新技术企业。公司是一家国内领先的关键赛道核心电子材料尤其是核心“卡脖子”进口替代类创新材料的研发、生产及销售的平台型公司，依托材料领域较强的研发、工艺、产业化能力，公司在半导体创新材料领域构建了丰富的产品矩阵。同时，公司不断优化完善在打印复印通用耗材领域全产业链布局并不断提升市场地位。目前重点聚焦：半导体创新材料领域（半导体 CMP 制程工艺材料和高端晶圆光刻胶产品、半导体显示材料、半导体先进封装材料三个细分板块）。在材料创新平台的搭建过程中，公司一直是在与国际巨头的竞争中学习，在学习中竞争；创新也由开始的追赶创新，向平行创新，到引领创新的思路发展。公司依托国家企业技术中心、博士后科研工作站及多年积淀的七大技术平台，重点聚焦光电成像显示及半导体工艺材料领域。总部位于武汉经济技术开发区，产研基地遍布湖北、广西、长三角、珠三角等地区。具备多年与全球 500 强企业合作能力，为全球高技术跨国公司做供应链配套和服务。

2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 23.44%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率呈“V 型”波动，2019-2023 年复合增速为 23.44%。2023 年，公司实现营业收入 26.67 亿元，同比减少 2.00%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2019-2023 年复合增速为 59.75%。2023 年实现归母净利润 2.22 亿元，同比减少 43.08%，主要由于上半年下游部分客户受政策面影响自身产能较弱，进而影响了公司 CMP 抛光垫产品的销量及收入；同时由于打印复印通用耗材业务受宏观经济和兼容耗材市场需求回落影响销售金额亦有所回落。加之公司 2023 年处于产品布局高峰阶段，研发投入增加、仙桃产业园等固定资产投建导致的银行贷款利息增加及汇率波动对汇兑损益的影响、旗捷科技实施员工持股计划影响权益变动并确认股权激励成本等，共同影响了当期归属于母公司所有者的净利润。2024 年 1-9 月随着光电半导体材料产品销量提升，成本得以进一步摊薄带动毛利率提高，以及打印复印通用耗材受市场恢复和公司战略调整产品结构优化等影响，毛利率亦呈现回升态势，公司扣除非经常性损益后归属于母公司普通股股东的净利润较 2023 年同期实现 165.26% 的提升。

图1：2019-2024Q3 营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

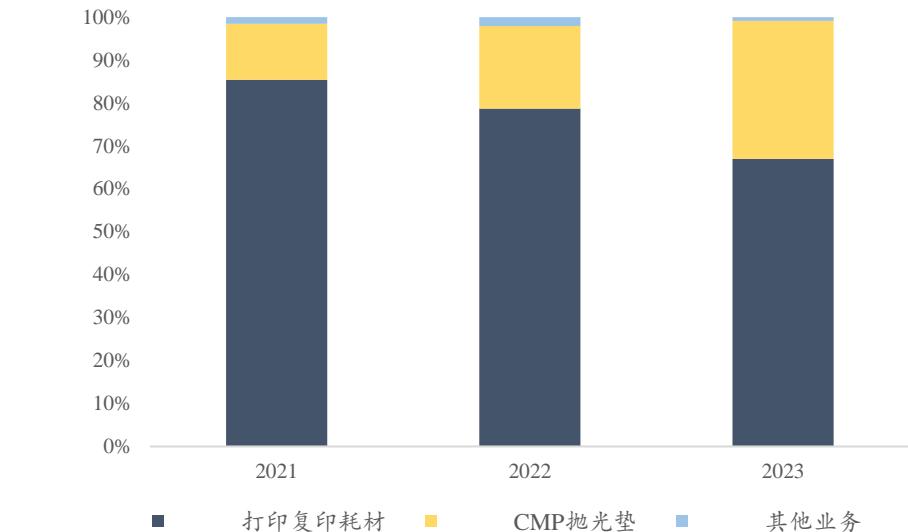
图2：2019-2024Q3 归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

鼎龙股份的营业收入主要由打印复印耗材、CMP 抛光垫产品销售构成。2021 年以来，鼎龙股份上述两个业务板块收入金额合计分别为 23.2 亿元、26.64 亿元和 26.43 亿元，占营业收入比例分别为 98.48%、97.90% 和 99.09%。光电半导体材料及芯片产品销售收入快速增长且收入占比逐年提升，为公司重点布局板块，未来将成为驱动公司主营业务收入增长的重要推力。公司是国内为数不多全面掌握抛光垫全流程核心研发和制造技术的 CMP 抛光垫国产供应商，销售持续增长，国产抛光垫龙头地位确立。从产能角度来看，公司近年来一方面不断优化提升武汉地区抛光垫产能，一方面在潜江布局抛光垫新品及其核心配套原材料产能，同时基于客户需求量持续增加，公司仍在继续完善抛光垫及其核心原材料的产能布局，CMP 抛光垫业务是公司近年以及后续业绩增长的重要支撑。此外，近年来公司在 CMP 抛光液、清洗液、半导体显示材料等领域的布局亦陆续释放，为公司持续业绩增长提供动能。

图3：2021-2023年营业收入构成



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

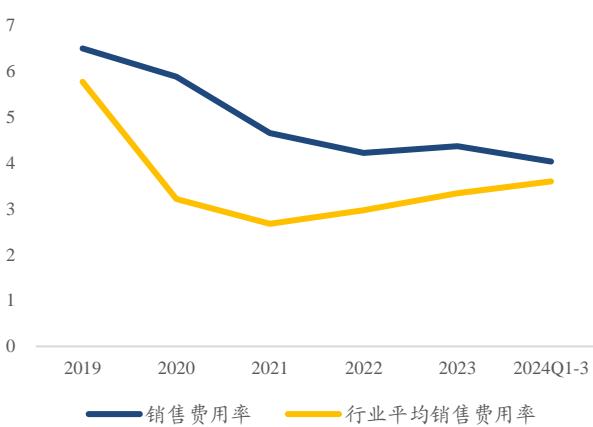
鼎龙股份销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率小幅波动。2019-2023年，公司销售净利率分别为1.43%、-7.21%、10.40%、16.69%和10.79%，销售毛利率分别为35.66%、32.77%、33.44%、38.09%和36.95%。2021年、2022年、2023年和2024年1-9月，公司光电半导体材料及芯片产品的毛利率分别为64.87%、67.69%、61.48%和68.80%，毛利率呈现一定波动态势。2023年半导体材料产品中的抛光垫毛利率同比相比基本保持稳定，抛光液、清洗液和显示材料产品加速放量摊薄成本使得毛利率同比有所增长，但芯片类产品受当年整体行业库存较高，去库存缓慢等影响导致毛利率降低较多。2021年、2022年、2023年和2024年1-9月，公司打印复印耗材产品的毛利率分别为26.25%、28.45%、24.85%和28.50%，该类产品较为成熟，故毛利率呈现平缓波动的趋势。公司销售费用整体不高，占营业收入比例为5%以下。因公司合作客户稳定且产品龙头地位明显、技术先进，所需投入营销费用较少。公司管理费用较为稳定，主要为人工费用和无形资产摊销、服务咨询费等。影响财务费用的主要因素一是借款费用的增加，2023年和2024年1-9月随着公司销售规模的扩大、购置土地或项目投建、股份回购以及子公司股权优化等资金需求提升，借款增加导致了利息费用的增长；二是公司有一定规模的境外销售，主要结算货币为美元等。在2022年度和2023年度，美元兑人民币汇率有所上涨，公司形成一定汇兑收益，导致当期财务费用变动较大。

图4: 2019-2024Q3 销售毛利率和净利率水平 (%)



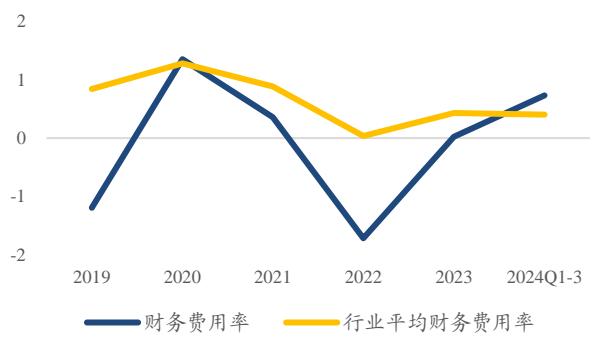
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2019-2024Q3 销售费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2019-2024Q3 财务费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2019-2024Q3 管理费用率水平 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 图4-7中的行业平均线, 均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值, 得到相应的费用率, 而不是单个公司的相应费用率的加权平均, 这种计算方法在行业集中度比较高的时候, 可能会突出主营收入较大的公司的影响, 弱化主营收入较小的公司的影响。

3.2. 公司亮点

鼎龙转债是一家从事集成电路设计、半导体材料及打印复印通用耗材研发、生产及服务的国家高新技术企业、国家技术创新示范企业、国家知识产权示范企业、工信部制造业单项冠军示范企业。公司作为一家在材料领域深耕二十余年的创新平台公司, 所主

营的产品有微颗粒表征、微量杂质控制和微米级控制精确度的共同特征，在共性中整合了技术，打通了产品间的技术逻辑。从早期的彩色化学碳粉产品中掌握了有机聚合物微球以及无机微球两大类的球体技术，并延伸到半导体材料领域，形成抛光垫关键原材料微球、预聚体以及抛光液关键原材料研磨粒子自主设计合成和关键原材料自主提纯，实现了半导体材料领域核心材料以及供应链的国产化。

此外，近年来公司坚持面向国家战略需求，不断迭代及扩展公司各类产品：CMP 抛光垫领域突破国内先进制程、形成 SUBA 系列软垫产研样本；抛光液领域特殊尺寸研磨粒子实现突破，逐步形成全制程抛光液布局；PSPI 曝光量从 70mj 优化至 35mj，有效提高了曝光机的利用效率；半导体封装光刻胶、封装 INK 材料等逐步量产，PI 取向液验证测试有序推进；已完成多款集成电路用 KrF/ArF 光刻胶及其配套原材料的开发，并有望陆续产业化。

4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

免责声明

东吴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。

会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证50指数),具体如下:

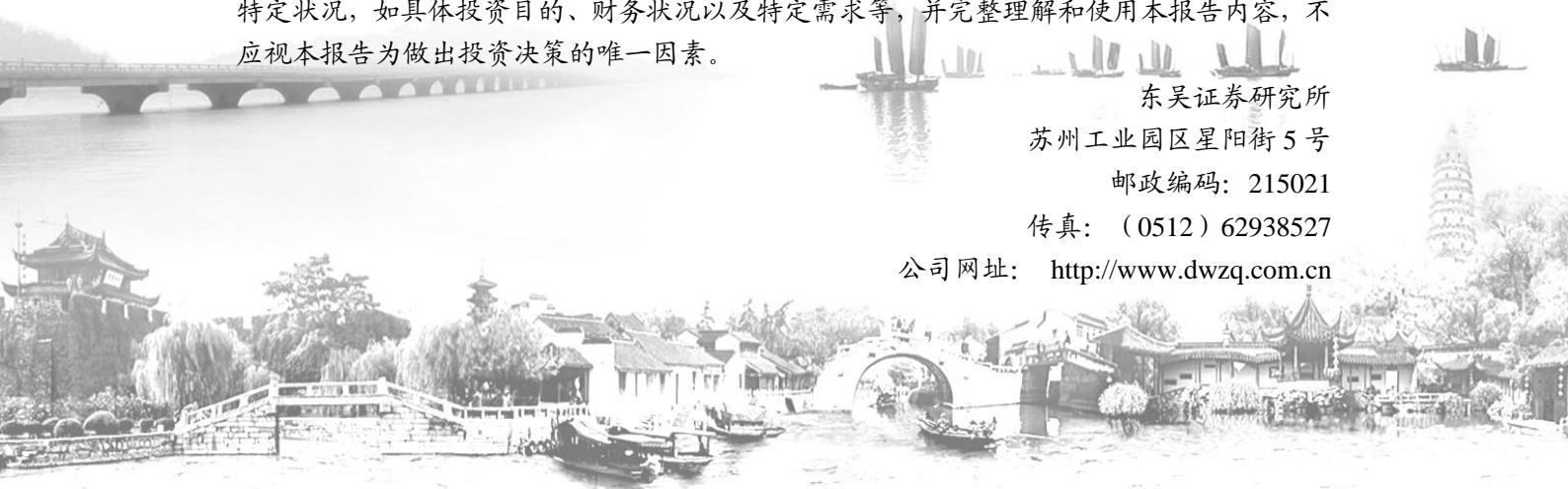
公司投资评级:

- 买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上;
- 增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间;
- 中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间;
- 减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于基准5%以上;
- 中性: 预期未来6个月内,行业指数相对基准-5%与5%;
- 减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>