



鼎龙转债投资简析

固定收益动态
证券研究报告

固定收益组

分析师：尹睿哲（执业 S1130525030009） 分析师：李玲（执业 S1130525030012）

yinruizhe@gjzq.com.cn

liling3@gjzq.com.cn

多点布局的半导体材料龙头，预计上市价格 130 元以上

核心观点

鼎龙股份本期转债募集资金为 9.1 亿元，扣除发行费用后将用于年产 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以及流动资金的补充。上市日期为 4 月 23 日。

预计上市价格在 130 元以上。鼎龙转债债项评级 AA，最新平价为 104.32 元，可参考平价相近的彤程转债（最新收盘价 133.85 元、溢价 31.2%），预计鼎龙转债上市首日转股溢价率在 30-35% 之间，上市价格在 130 元以上，若价格低于 130 元则可以积极关注。

由打印复印耗材成功扩张半导体材料的公司。公司从打印复印耗材业务起家，2012 年开始自主研发 CMP 抛光垫，逐步扩大各类光电半导体材料的研发、到目前光电半导体材料收入占比已超 45%，形成包括 CMP 抛光垫/抛光液/显示材料/半导体光刻胶等多种突破国外垄断的光电半导体材料产品；传统的打印复印耗材业务保持龙头地位、经营稳健，收入占比则逐年下降。近年来公司始终保持较高研发强度、以实现垄断突破，各类型产品产能渐次放量以及新品研发逐步量产，半导体业务毛利率在 60% 以上的水平稳中有升，综合毛利率快速提升至 45% 以上，随着收入的增长、盈利能力也快速提升。

加快研发实现半导体材料的平台化布局。目前多种半导体材料主要市场被外资占据，国产厂商市占率仍然偏低，而我国在半导体领域持续面临贸易摩擦，产业链安全的诉求迫切、未来半导体材料国产化率提升将成为大趋势。其中在 CMP 抛光垫领域，22 年前五大厂商市占率超 90%、其中杜邦为绝对龙头，鼎龙股份则是唯一大陆厂商、实现垄断突破；CMP 抛光液虽然相对分散，但美日龙头也占据 80% 市场份额，国产厂商安集科技则占 8% 份额，目前鼎龙 CMP 抛光液也实现量产、正在加快产能建设。在显示材料方面，公司主要产品 YPI/PSP/INK 主要围绕柔性 OLED 布局、定位高端，突破日韩企业垄断、实现国内领先供应，仙桃产业园投入后公司也实现批量供货；而高端的半导体光刻胶/先进封装材料目前都处于研发中，其中半导体光刻胶的量产计划也在推进中。在传统打印复印耗材领域、公司也是龙头厂商之一，拥有全产业链产品，目前业务逐步趋于稳健增长。根据 wind 一致预期，公司 24/25 年预期归母净利润分别为 5.07 亿/6.90 亿，对应 PE 分别为 55.33X/40.67X。

估值处于过去 5 年中等位置，股价弹性好、机构关注度高。从估值来看，公司最新收盘价对应 PE (TTM) 为 66.5X，处于过去 5 年中等位置，可比公司安集科技 PE (TTM) 为 31.8X，高于可比公司。当前 A 股市值为 281 亿元，股价弹性较好，年报持仓内资机构超过 90 家、机构关注度高。

平价一般、债底保护较好。鼎龙转债利率条款与市场平均水平相当，附加条款中规中矩。以对应公司 4 月 21 日收盘价测算，转债平价为 104.32 元，平价保护较好；纯债 YTM 为 2.44%，债底保护较好。

风险提示

半导体行业需求波动；新业务推广不及预期。



内容目录

一、可转债条款分析.....	3
二、正股基本面.....	4
三、转债募投项目分析.....	7
风险提示.....	8

图表目录

图表 1： 转债基本条款.....	3
图表 2： 公司主要产品.....	4
图表 3： 公司产品结构（亿元）	5
图表 4： 分地区收入结构（亿元）	5
图表 5： 公司各类产品毛利率（%）	5
图表 6： 期间费用率较为稳定.....	5
图表 7： 公司研发强度仍然在增长.....	6
图表 8： 公司光电半导体材料研发与量产时间.....	6
图表 9： 全球主要国家&地区半导体材料销售	6
图表 10： 2022 年全球 CMP 抛光垫竞争格局.....	6
图表 11： 盈利能力趋于稳定	7
图表 12： 鼎龙股份 PE-PB band.....	7
图表 13： 可比转债标的（截止 2025/4/21）	7
图表 14： 公司转债募集资金主要用途（单位：亿元）	7



鼎龙转债将于 2025 年 4 月 23 日在深交所上市。

一、可转债条款分析

公司本期可转债发行规模为 9.1 亿元，发行期限 6 年。初始转股价为 28.68 元，按初始转股价计算，共可转换为 3,172.94 万股鼎龙股份 A 股股票。转债全部转股对公司 A 股总股本的稀释率为 3.38%，对流通股（非限售）的稀释率为 4.36%，稀释率较低。转股期从 2025 年 10 月 9 日起至可转债到期日（2031 年 4 月 1 日）结束。从发行结果来看本期转债原股东配售比例为 71.10%，配售比例较高。

图表 1：转债基本条款

基本条款	
上市日期	2025-04-23
发行总额（亿）	9.10
期限（年）	6
利率	第一年 0.20%，第二年 0.40%，第三年 0.80%，第四年 1.50%，第五年 1.80%，第六年 2.00%。
到期赎回价格	票面面值的 110%（含最后一期利息）的价格
主体评级	AA
债项评级	AA
担保	暂无
转股期间	2025-10-09 至到期（2031/4/1）
初始转股价	28.68 元
原股东配售比例	71.10%
网上申购金额\中签率	8.02 万亿/0.0033%
附加条款	
转股价修正条款	85%，15/30（转债存续期内）
赎回条款	130%，15/30 或未转股余额不足人民币 3,000 万元（转股期内）
回售条款	70%，30（最后两个计息年度）

资料来源：wind，国金证券研究所

利率条款来看，可转债 6 年票面利率分别为 0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、1.80%、2.00%，与近期发行转债的平均票面利率水平相当，到期赎回价格为 110 元，也属于行业平均水平。

信用评级来看，中证鹏元对主体与债项分别给予 AA、AA 的评级。增信方面，本次可转债无担保。

就转债的附加条款来看，1)转股价修正条款(15/30, 85%);2)有条件赎回 条款为(15/30, 130%);3)回售条款(30, 70%)。

综合来看，公司本次转债发行利率属于行业平均水平，附加条款中规中矩。截至 2025/04/21，公司最新收盘价为 29.92 元，对应平价为 104.32 元。本期转债评级为 AA、期限为 6 年，4 月 21 日 6 年期 AA 级中债企业债 YTM 为 2.53%，本文取 YTM 为 2.53%，测算转债纯债价值为 99.5 元，债底保护较好；到期收益率为 2.44%，高于同期限国债收益率。



二、正股基本面

股权集中度一般的民企。截至 2024 年 9 月 30 日，朱双全直接持有公司 14.84 % 的股份，通过宁波思之创企业管理合伙企业（有限合伙）间接持有公司 0.08% 的股份；朱顺全直接持有公司 14.71% 的股份，通过宁波众悦享企业管理合伙企业（有限合伙）间接持有公司 0.08% 的股份，二人合计占公司总股本的 29.71%、为公司的控股股东兼实际控制人，朱双全担任公司董事长、朱顺全担任公司总经理。

由打印复印耗材成功扩张半导体材料的公司。公司从打印复印耗材业务起家，成立之初以碳粉电荷调节剂为主、2010 年上市后逐步进入硒鼓、打印芯片领域，完成打印复印耗材的全产业链布局；2012 年开始公司启动电路用化学机械抛光工艺（CMP）抛光垫研发、于 2016 年实现量产，同时进行柔性面板基材（YPI）、面板光刻胶（PSPI）、CMP 抛光液、半导体光刻胶等半导体材料的研发与量产，到目前公司已经完成业务转型，实现从传统打印复印耗材到半导体材料的扩张。目前公司已经形成光电半导体材料及芯片以及打印复印通用耗材两大类业务。

图表2：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碎，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 PSPI	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，主要应用于晶圆级封装（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碳粉，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。

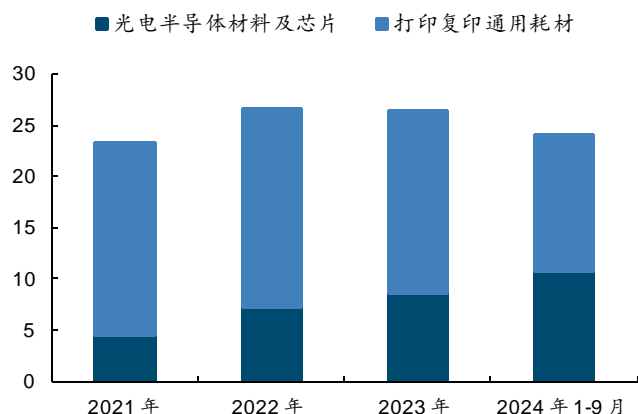
资料来源：可转债募集说明书，国金证券研究所

24 年前三季度公司实现销售收入 24.25 亿元、同比增长 29.54%，其中光电半导体材料以及芯片收入 10.86 亿、占比进一步上升至 45%，打印复印通用耗材收入 13.22 亿元、收入规模较为稳定、占比则进一步下降，公司业务的增长主要来自于光电半导体材料业务板块、各类产品继续放量、销售保持高速增长。分地区来看，2024 年前三季度公司境外收入占比下降至 36%，公司出口产品目前主要为打印复印通用耗材，光电半导体材料仍然以内销



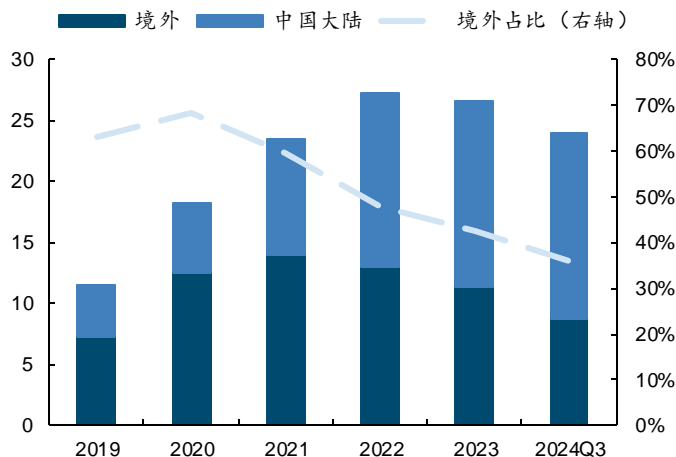
为主、因此外销占比逐步下降。

图表3：公司产品结构（亿元）



资料来源：wind，国金证券研究所

图表4：分地区收入结构（亿元）

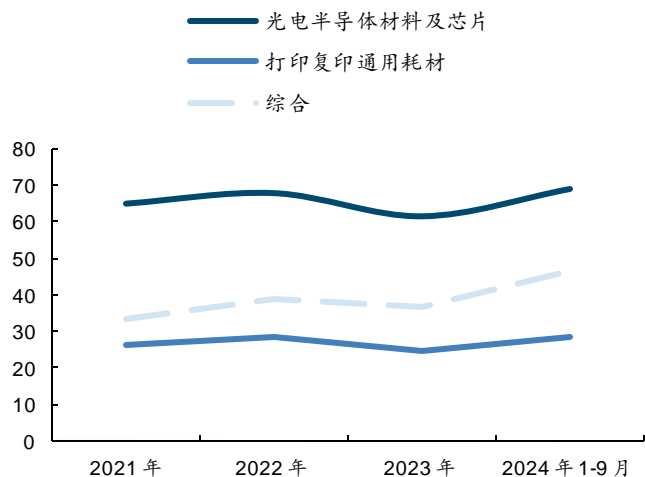


资料来源：wind，国金证券研究所

得益于半导体材料占比的提升、毛利率逐年提升。分产品来看，公司打印复印通用材料的毛利率在 25%-30%之间波动，整体较为稳定。而半导体材料业务的毛利率常年在 60%以上，在 24Q3 随着半导体显示材料、CMP 抛光材料的放量，毛利率进一步提升到接近 70%，目前公司综合毛利率已经来到 45%以上的水平、逐年提升。

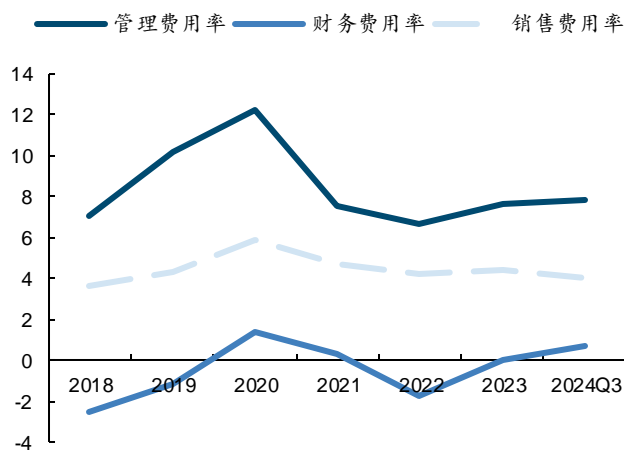
公司期间费用较为稳定。20 年以来随着公司半导体材料板块的快速增长、销售费用摊薄明显，管理费用也明显降低，近两年销售费用率稳定在 4%左右、管理费用率（不包含研发费用）在 6%-8%左右，较为稳定。此外近两年公司为扩张业务资产负债率略有提升、目前不足 35%，带动财务费用率也小幅提升、但整体仍然较低。

图表5：公司各类产品毛利率（%）



资料来源：wind，国金证券研究所

图表6：期间费用率较为稳定

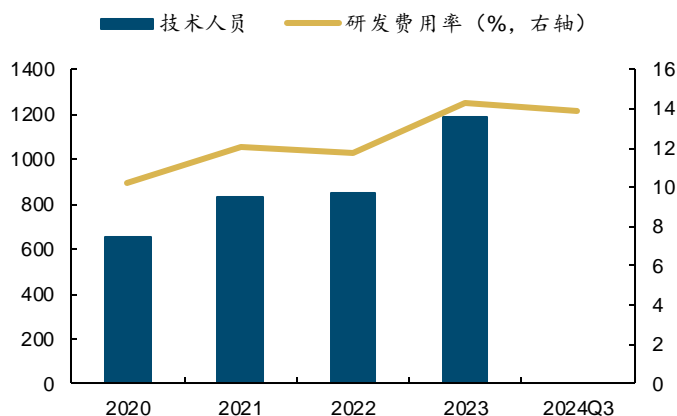


资料来源：wind，国金证券研究所

高研发投入打破国外垄断、实现自主可控。自 2012 年公司投入半导体材料自主研发以来，每 2-3 年公司便进行新材料的研发与客户拓展，且研发产品多为半导体行业中供给集中度高、外企寡头垄断的关键材料，因此研发费用投入较高，过去三年来公司研发费用率由 10%提升至 12%，且技术人员也快速增长。目前，公司已在多类半导体材料领域，打破国外垄断，形成了较为丰富的半导体新材料产品矩阵，成为国内半导体新材料领域的主要供应商。



图表7：公司研发强度仍然在增长



资料来源：wind，国金证券研究所

图表8：公司光电半导体材料研发与量产时间

里程碑时间	CMP 抛光垫	柔性面板基材 (YPI)	面板光刻胶 (PSPI)	CMP 抛光液	封装光刻胶 (PSPI)	晶圆制造光刻胶 (KrF、ArF)
技术储备	2012 年	2013 年	2015 年	2017 年	2020 年	2022 年
客户验证	2016 年	2018 年	2021 年	2021 年	2022 年	2023 年
实现量产	2016 年	2018 年	2022 年	2021 年	2023 年	-

资料来源：可转债募集说明书，国金证券研究所

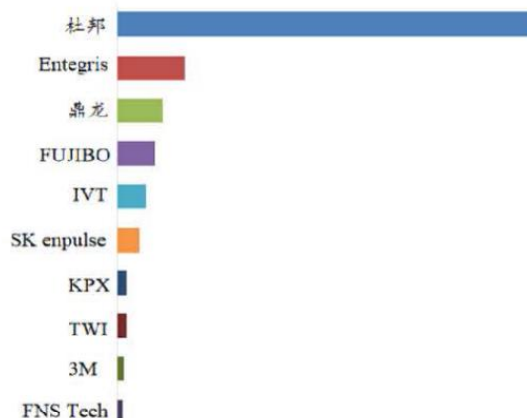
半导体材料国产化前景良好。根据 TECHCET 数据，预计 2027 年全球半导体材料市场规模达到 870 亿美元以上，其中中国半导体材料将实现更快增长，根据 SEMI 预测 2023 年国内半导体材料市场规模为 1024.3 亿元、同比增长 12%。但是目前硅片、特种气体、CMP 抛光材料等多种和新材料主要市场被外资占据，国产厂商市占率仍然偏低，目前我国在半导体领域持续面临贸易摩擦，产业链安全的诉求迫切、未来半导体材料国产化率提升将成为大趋势。

图表9：全球主要国家&地区半导体材料销售

亿美元	2021 年	2022 年	同比增长
中国台湾	177	201	13.63%
中国大陆	121	130	7.35%
韩国	121	129	6.32%
其他国家/地区	79	86	9.26%
日本	73	72	-0.96%
北美	57	63	9.89%
欧洲	40	46	15.63%
合计	668	727	8.86%

资料来源：可转债募集说明书，国金证券研究所

图表10：2022 年全球 CMP 抛光垫竞争格局



资料来源：评级报告，国金证券研究所

公司已成为国内抛光垫龙头，积极研发拓展其他材料。在 CMP 抛光垫领域，22 年前五大厂商市占率超 90%、其中杜邦为绝对龙头，鼎龙股份则是唯一大陆厂商、实现垄断突破；CMP 抛光液虽然相对分散，但美日龙头也占据 80% 市场份额，国产厂商安集科技则占 8% 份额，目前鼎龙 CMP 抛光液也实现量产、正在加快产能建设。在显示材料方面，公司主要产品 YPI/PSPI/INK 主要围绕柔性 OLED 布局、定位高端，突破日韩企业垄断、实现国内领先供应，仙桃产业园投入后公司也实现批量供货；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%。而高端的半导体光刻胶/先进封装材料目前都处于研发中，其中半导体光刻胶的量产计划也在推进中。

打印复印耗材业务稳健发展。中国打印复印通用耗材主要以硒鼓和墨盒为主，目前已经发展到较为成熟的阶段，根据中商产业研究院数据，2016 年至 2022 年，中国打印耗材市场规模由 1,356 亿元增长至 1,543.5 亿元，预计 2023 年市场规模为 1,571.6 亿元。公司是国内打印复印耗材的龙头厂商之一，布局了从上游耗材芯片到中游硒鼓/墨盒等全产业链产品，目前业务逐步趋于稳健增长。

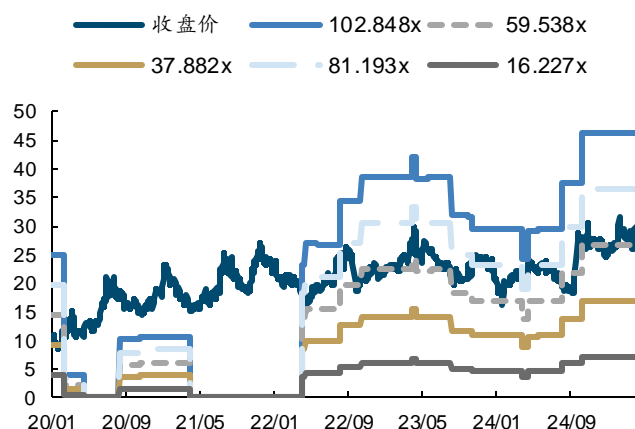
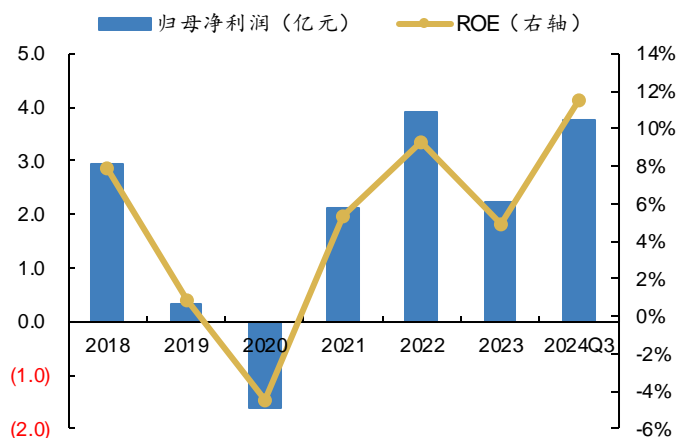
盈利能力快速提升。23 年受研发支出增加、长期股权投资收益同比下滑、传统打印业务下滑等因素影响，公司利润、ROE 出现一定下滑，但 24 年前三季度随着半导体材料的放量、利润实现较快增长，2024 公司年度业绩预告显示，公司实现归母净利润预计约为 4.9 亿元至 5.3 亿元，同比增长约 120.71% 至 138.73%，ROE 也来到 10% 以上的历史较



高水平。

图表11：盈利能力趋于稳定

图表12：鼎龙股份 PE-PB band



资料来源：wind，国金证券研究所

资料来源：wind，国金证券研究所

图表13：可比转债标的（截止 2025/4/21）

转债代码	简称	余额 (亿元)	剩余期限 (年)	最新收盘价	转股溢价率	评级	转换价值	正股年化波动率 (最近 52 周)
118033.SH	华特转债	6.46	3.92	115.35	81.20%	AA-	63.66	45.77%
118038.SH	金宏转债	10.16	4.24	119.44	33.91%	AA-	89.20	34.63%
118054.SH	安集转债	8.31	5.96	待上市		AA-	103.37	45.85%
123031.SZ	晶瑞转债	0.53	0.36	280.40	33.74%	A+	209.66	53.23%
123076.SZ	强力转债	5.83	1.58	117.78	33.91%	AA-	87.95	61.82%
113621.SH	彤程转债	5.36	1.77	133.85	31.81%	AA	101.55	40.49%
123078.SZ	飞凯转债	5.96	1.60	128.72	3.38%	AA-	124.51	50.82%
123124.SZ	晶瑞转 2	5.23	2.32	109.00	127.23%	A+	47.97	53.23%
123255.SZ	鼎龙转债	9.10	5.95	待上市		AA	104.32	40.89%

资料来源：wind，国金证券研究所

三、转债募投项目分析

公司本期转债募集资金为 9.1 亿元，扣除发行费用后将用于年产 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以及流动资金的补充。

1) 年产 300 吨 KrF/ArF 光刻胶产业化项目。本项目在潜江市江汉盐化工业园建设 KrF、ArF 光刻胶生产线，主要面向基于先进工艺的 12 英寸晶圆制造，主要用于处理器、存储器等高性能集成电路的光刻工艺。本项目产品主要使用的树脂、PAG 等核心关键成分均将自主合成，上游原材料为国产通用型石化工业产品。本项目计划建设期三年。

2) 光电半导体材料上游关键原材料国产化产业基地项目。本项目主要研发及生产半导体工艺材料上游关键原材料（聚氨酯预聚体和微球）、半导体显示材料上游关键原材料（二胺、聚酰亚胺树脂、丙烯酸系衍生物和酚醛树脂），所产产品配套用于鼎龙股份内部下游产品的生产，不对外出售。本项目计划建设周期两年。

图表14：公司转债募集资金主要用途（单位：亿元）

项目	投资金额	拟使用募集资金
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

资料来源：可转债募集说明书，国金证券研究所

风险提示

半导体行业需求波动。公司半导体材料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。

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。



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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人员的不同设想、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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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