

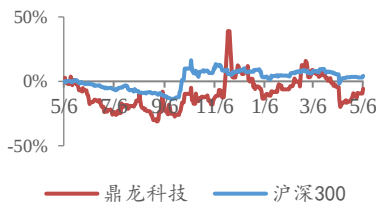
## 25Q1 毛利率改善，募投项目逐步投产

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-07

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元）          | 20.60       |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 30.40/15.05 |
| 总股本（百万股）        | 236         |
| 流通股本（百万股）       | 59          |
| 流通股比例（%）        | 25.00       |
| 总市值（亿元）         | 49          |
| 流通市值（亿元）        | 12          |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

### 相关报告

1. 三季度业绩环比改善，新产能落地有序推进 2024-11-06
2. 染发剂原料头部企业，特种胺单体材料乘风而起 2024-08-13

### 主要观点：

#### ● 事件描述

**事件一：**4月28日，鼎龙科技发布2024年报，公司2024年实现营收7.00亿元，同比-5.58%；实现归母净利润1.63亿元，同比-6.11%；实现扣非归母净利润1.53亿元，同比-13.78%。其中，第四季度，公司实现营收2.15亿元，同比-0.44%，环比+30.16%；归母净利润0.55亿元，同比+4.70%，环比+52.34%；扣非净利润0.50亿元，同比-3.52%，环比+57.87%。

**事件二：**同日，公司发布2025年一季报，公司实现营收1.52亿元，同比+3.42%，环比-29.24%；归母净利0.36亿元，同比-15.04%，环比-35.07%；扣非净利润0.33亿元，同比-24.30%，环比-34.64%。

#### ● 2024 年经营稳健，毛利率稳固

2024 年行业处于去库，公司毛利率较稳健。分产品来看，染发剂原料/植保材料/特种工程材料单体毛利率分别为 43.34%/29.85%/30.64%，环比-0.50pct/+1.12pct/-7.40pct。2024 年，整体市场需求较弱，同时下游客户仍处于去库存过程中，市场竞争也日趋激烈。在市场情况不佳的情况下，公司依靠综合竞争力，规避无序价格竞争，虽然总体收入有所下降，但核心产品毛利率、销量依然稳固。特种工程材料单体销量增加，产品销售结构和整体毛利率因销售策略调整有所变化。PI 单体持续研发改进，通过系列化产品策略和高纯化等技术方案，覆盖更广、更先进的应用场景；PBO 纤维的性能优势进一步为市场所知，终端应用领域有愈发广泛的趋势，公司在保障 PBO 单体稳定供应的同时，继续加强研发，优化工艺技术；杂环芳纶的应用领域逐渐明晰，市场需求呈现日益增长趋势，公司的单体业务也在积极进行市场拓展。

**24Q4 染发剂量价齐升，植保材料及特种工程材料单体放量。**公司主营产品部分通过年度框架协议商定，受产品结构调整影响，每季度产品量价存在差异，Q4 染发剂销量环比增加 17.46%，单价环比上涨 6.40%，量价齐升；特种工程材料单体放量明显，销量环比增加 94.23%，单价环比下降 8.42%；植保材料销量环比增长 157.15%，单价环比下降 44.86%。Q4 销售毛利率 35.08%，环比变化-5.49pct。三大产品销量均实现环比上涨是盈利改善的核心因素。

**25Q1 产品结构优化，毛利率改善。**Q1 染发剂销量环比减少 19.12%，单价环比上涨 6.38%；特种工程材料单体放量明显，销量环比下降 45.51%，单价环比下降 13.66%；植保材料销量环比下降 81.67%，单价环比上涨 49.13%。Q1 销售毛利率 39.31%，环比变化+4.23pct。

### ● 募投项目逐步落地，产品矩阵继续完善

2024 年，公司杭州生产基地西厂区即募投项目 7、9 车间于 6 月底开始试产，8 车间于 12 月开始试产，各产线逐条陆续调试，共计产能 860 吨，预计将于 2025 年 6 月底完成竣工验收。内蒙基地原计划的第二批建设的 1,200 吨产能因根据公司总体产能布局和订单排布情况、市场情况，尚需进一步调整产品、完善设计。随着产能逐渐落地，公司产业链布局将更加完善，产品矩阵更加齐全。

### ● 投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.85、2.11、2.43 亿元（2025-2026 原值为 2.74、3.19 亿元），对应 PE 为 26.28X/23.03X/19.98X。维持“买入”评级。

### ● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 700   | 954   | 1108  | 1301  |
| 收入同比 (%)  | -5.6% | 36.2% | 16.2% | 17.4% |
| 归属母公司净利润  | 163   | 185   | 211   | 243   |
| 净利润同比 (%) | -6.1% | 13.0% | 14.1% | 15.2% |
| 毛利率 (%)   | 38.1% | 35.2% | 34.9% | 34.7% |
| ROE (%)   | 8.2%  | 8.5%  | 8.8%  | 9.2%  |
| 每股收益 (元)  | 0.69  | 0.78  | 0.89  | 1.03  |
| P/E       | 29.87 | 26.28 | 23.03 | 19.98 |
| P/B       | 2.43  | 2.22  | 2.03  | 1.84  |
| EV/EBITDA | 20.01 | 16.42 | 14.16 | 12.04 |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度            | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| <b>流动资产</b>    | 1465  | 1657  | 1853  | 2091  | <b>营业收入</b>     | 700   | 954   | 1108  | 1301  |
| 现金             | 645   | 754   | 869   | 1001  | 营业成本            | 434   | 618   | 722   | 849   |
| 应收账款           | 127   | 167   | 194   | 228   | 营业税金及附加         | 6     | 9     | 9     | 11    |
| 其他应收款          | 8     | 10    | 11    | 13    | 销售费用            | 14    | 19    | 22    | 26    |
| 预付账款           | 6     | 3     | 4     | 5     | 管理费用            | 43    | 57    | 67    | 79    |
| 存货             | 281   | 325   | 374   | 442   | 财务费用            | -17   | -9    | -10   | -12   |
| 其他流动资产         | 398   | 398   | 399   | 401   | 资产减值损失          | -6    | 3     | 3     | 3     |
| <b>非流动资产</b>   | 717   | 771   | 820   | 867   | 公允价值变动收益        | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 7     | -2    | -2    | 0     |
| 固定资产           | 309   | 308   | 310   | 308   | <b>营业利润</b>     | 195   | 222   | 253   | 292   |
| 无形资产           | 68    | 66    | 64    | 63    | 营业外收入           | 3     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产        | 340   | 396   | 445   | 497   | 营业外支出           | 2     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 2181  | 2428  | 2673  | 2958  | <b>利润总额</b>     | 196   | 222   | 253   | 292   |
| <b>流动负债</b>    | 177   | 224   | 257   | 299   | 所得税             | 31    | 37    | 41    | 48    |
| 短期借款           | 16    | 21    | 21    | 23    | <b>净利润</b>      | 165   | 185   | 212   | 244   |
| 应付账款           | 82    | 120   | 139   | 164   | 少数股东损益          | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 其他流动负债         | 79    | 83    | 97    | 112   | <b>归属母公司净利润</b> | 163   | 185   | 211   | 243   |
| <b>非流动负债</b>   | 9     | 19    | 19    | 19    | EBITDA          | 211   | 252   | 284   | 323   |
| 长期借款           | 0     | 10    | 10    | 10    | EPS (元)         | 0.69  | 0.78  | 0.89  | 1.03  |
| 其他非流动负债        | 9     | 9     | 9     | 9     |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 186   | 243   | 276   | 317   |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 1     | 2     | 3     | 4     |                 |       |       |       |       |
| 股本             | 236   | 236   | 236   | 236   |                 |       |       |       |       |
| 资本公积           | 1219  | 1219  | 1219  | 1219  |                 |       |       |       |       |
| 留存收益           | 540   | 729   | 940   | 1183  |                 |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 1994  | 2183  | 2394  | 2637  |                 |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 2181  | 2428  | 2673  | 2958  |                 |       |       |       |       |

| 现金流量表          |       |       |       |       | 主要财务比率      |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       |             |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度        | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| <b>经营活动现金流</b> | 202   | 180   | 205   | 218   | <b>成长能力</b> |       |       |       |       |
| 净利润            | 165   | 185   | 212   | 244   | 营业收入        | -5.6% | 36.2% | 16.2% | 17.4% |
| 折旧摊销           | 42    | 38    | 41    | 43    | 营业利润        | -8.6% | 14.0% | 13.9% | 15.3% |
| 财务费用           | -4    | 1     | 1     | 1     | 归属于母公司净利润   | -6.1% | 13.0% | 14.1% | 15.2% |
| 投资损失           | -7    | 2     | 2     | 0     | <b>获利能力</b> |       |       |       |       |
| 营运资金变动         | -1    | -42   | -47   | -67   | 毛利率 (%)     | 38.1% | 35.2% | 34.9% | 34.7% |
| 其他经营现金流        | 172   | 222   | 256   | 307   | 净利率 (%)     | 23.3% | 19.4% | 19.0% | 18.7% |
| <b>投资活动现金流</b> | -655  | -90   | -88   | -87   | ROE (%)     | 8.2%  | 8.5%  | 8.8%  | 9.2%  |
| 资本支出           | -110  | -89   | -86   | -87   | ROIC (%)    | 7.1%  | 8.0%  | 8.4%  | 8.7%  |
| 长期投资           | -546  | 0     | 0     | 0     | <b>偿债能力</b> |       |       |       |       |
| 其他投资现金流        | 0     | -1    | -2    | 0     | 资产负债率 (%)   | 8.5%  | 10.0% | 10.3% | 10.7% |
| <b>筹资活动现金流</b> | -137  | 15    | -1    | 0     | 净负债比率 (%)   | 9.3%  | 11.1% | 11.5% | 12.0% |
| 短期借款           | 9     | 5     | 0     | 2     | 流动比率        | 8.27  | 7.39  | 7.21  | 7.00  |
| 长期借款           | -52   | 10    | 0     | 0     | 速动比率        | 6.65  | 5.93  | 5.74  | 5.51  |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>营运能力</b> |       |       |       |       |
| 资本公积增加         | -15   | 0     | 0     | 0     | 总资产周转率      | 0.32  | 0.41  | 0.43  | 0.46  |
| 其他筹资现金流        | -79   | 0     | -1    | -1    | 应收账款周转率     | 5.45  | 6.49  | 6.12  | 6.15  |
| <b>现金净增加额</b>  | -579  | 109   | 116   | 131   | 应付账款周转率     | 5.04  | 6.11  | 5.58  | 5.61  |

| 每股指标 (元)  |      |      |       |       | 估值比率      |       |       |       |       |
|-----------|------|------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益      | 0.69 | 0.78 | 0.89  | 1.03  | P/E       | 29.87 | 26.28 | 23.03 | 19.98 |
| 每股经营现金流薄) | 0.86 | 0.76 | 0.87  | 0.93  | P/B       | 2.43  | 2.22  | 2.03  | 1.84  |
| 每股净资产     | 8.47 | 9.27 | 10.16 | 11.20 | EV/EBITDA | 20.01 | 16.42 | 14.16 | 12.04 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。