

鼎龙股份（300054）

证券研究报告
2025 年 10 月 27 日

CMP 系材料壁垒高筑，新业务&新产能顺利推进

事件：鼎龙股份发布 2025 年 Q3 业绩预告：2025 年 Q3 公司实现营收约 9.45 亿元，同比增长约 4.20%；归母净利润 19000 万元-22000 万元，同比增长 19.89%-38.82%；扣非归母净利润 18429 万元-21429 万元，同比增长 25.62%-46.07%。

点评：25Q3 公司产品验证、导入、放量稳步推进，业绩同比高增。公司作为 CMP 抛光垫国产龙头供应商，国内市场优势地位持续，PI 浆料、CMP 抛光液、清洗液等产品销售持续放量。新产品的研发进一步丰富了公司半导体材料产品线，扩大了公司在高端半导体材料国产化路线上的优势。我们看好未来光电半导体材料成为公司主要增长动力源，有望带动公司成长为高端材料平台化企业。

1.CMP 抛光垫业务有望逐季持续放量，国产龙头地位进一步稳固

（1）CMP 抛光垫逐季持续放量：25 前三季度公司 CMP 抛光垫营业收入较去年同期增长 51%，为今年抛光垫业务逐季度持续放量打下了良好的基础。（2）25Q2 再创历史单季收入新高，产品月销量从第二季度开始稳定在 3 万片以上，市场渗透率持续加深，CMP 抛光垫国产龙头地位进一步稳固，产品深度渗透国内主流晶圆厂客户，成为部分客户的第一供应商，被多家晶圆厂核心客户评为优秀供应商。

2.CMP 抛光液、清洗液稳步推进，将为全年销售收入的增长注入新动能

CMP 抛光液、清洗液产品各型号产品的上量、导入验证稳步推进，25 前三季度产品营业收入较去年同期增长 42%。在 CMP 抛光液产品方面，公司全面开展全制程 CMP 抛光液产品布局，搭配自主研磨粒子在客户端持续推广、导入，逐步形成规模销售；在清洗液产品方面，公司铜制程 CMP 后清洗液持续稳定获得订单，其他制程抛光后清洗液产品结合整体业务战略安排进行开发验证，持续完善业务布局。同时，产品组合方案持续完善，多晶硅抛光液与配套清洗液的产品组合方案获得国内主流逻辑晶圆厂客户技术认可，取得“抛光液+清洗液”的组合订单，将为全年销售收入的增长注入新动能。

3.半导体显示材料主力产品市占率稳步提升，新产品客户端反馈良好，出货量有望增长

25H1 主力产品 YPI、PSPI、TFE-INK 持续突破市场，下半年出货量有望增长；新产品 PFAS Free PSPI、BPD 的客户验证持续推进，反馈结果良好。公司紧抓半导体显示材料产业的战略发展机遇期，布局多款新型显示材料，截至 25H1，YPI、PSPI、TFE-INK 产品已在客户端规模销售，并成为国内大部分主流显示面板客户 YPI、PSPI 产品的第一供应商，确立 YPI、PSPI 产品国产供应领先地位。

4.先进封装材料销售初步起量，光刻胶业务多维度推进，进展符合公司预期

（1）半导体先进封装材料：半导体封装 PI 方面，25H1 公司已布局 7 款产品，共有 2 款产品取得共 3 家客户的订单；临时键合胶方面，公司在已有客户持续稳定规模出货中。公司快速推动先进封装材料项目的产品开发验证，获取客户订单，加速放量进展，力争在高端封装材料市场中开拓出新的市场空间。（2）高端晶圆光刻胶：建成有机合成、高分子合成、纯化、配方开发四大核心技术平台，实现从原材料到配方的全流程、全链条自主可控；布局近 30 款高端产品，超 15 款送样验证，超 10 款进入加仑样测试且进展顺利；公司潜江一期年产 30 吨 KrF/ArF 高端晶圆光刻胶产线运行顺利、二期年产 300 吨 KrF/ArF 高端晶圆光刻胶量产线建设计划今年第四季度进入全面试运行阶段；自主开发关键材料，同时在国内寻求合作伙伴，契合下游客户供应链安全需求；搭建“三位一体”预防性质量管理体系，保障产品质量一致性和可靠性。公司着力攻克高端 KrF/ArF 光刻胶自主化难关，实现高端光刻材料产业化，推动高端光刻胶国内自主化供应进程。

投资建议：看好公司 CMP 材料平台化布局及放量，光刻胶等新业务持续边际突破。维持 25 年 7 亿归母净利润预期，考虑整体行业持续增长和国内供应链自主化进程加速的推动，将 26 年归母净利润由 8.8 亿上修到 9.5 亿，新增 27 年归母净利润 12 亿业绩预测，给予公司 2026 年行业平均的 42.41 倍 PE 估值，给予公司目标价 42.34 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险、行业需求迭代和竞争加剧风险、新建成产线利用率不及预期、业务持续扩张带来的经营风险。业绩预告仅为初步测算结果，具体财务数据以正式发布的三季报为准。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,667.13	3,337.64	3,932.41	4,749.57	5,687.13
增长率(%)	(2.00)	25.14	17.82	20.78	19.74
EBITDA(百万元)	854.60	1,425.19	1,394.41	1,629.08	1,912.67
归属母公司净利润(百万元)	222.01	520.70	714.67	945.29	1,209.28
增长率(%)	(43.08)	134.54	37.25	32.27	27.93
EPS(元/股)	0.23	0.55	0.75	1.00	1.28
市盈率(P/E)	140.55	59.92	43.66	33.01	25.80
市净率(P/B)	6.98	6.93	6.13	5.21	4.43
市销率(P/S)	11.70	9.35	7.93	6.57	5.49
EV/EBITDA	26.29	17.18	22.45	18.55	15.36

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/电子化学品 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	34.6 元
目标价格	42.34 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	946.67
流通 A 股股本(百万股)	736.32
A 股总市值(百万元)	32,754.83
流通 A 股市值(百万元)	25,476.56
每股净资产(元)	5.08
资产负债率(%)	41.63
一年内最高/最低(元)	38.59/23.98

作者

唐海清	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002	
tanghaiqing@tfzq.com	
唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《鼎龙股份-季报点评:24Q1 同比高增，新产品放量持续推进》2024-04-28
- 《鼎龙股份-季报点评:需求放缓致业绩波动，强化研发静待需求回暖》2023-05-06
- 《鼎龙股份-半年报点评:业绩持续高增，看好公司成长为高端材料平台化企业》2022-08-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,119.96	1,037.53	723.77	2,186.88	3,345.98
应收票据及应收账款	914.81	1,069.74	1,340.49	1,618.27	1,851.76
预付账款	45.46	51.42	91.00	56.16	114.70
存货	499.06	562.79	686.07	761.22	926.77
其他	247.97	222.22	271.84	257.45	316.73
流动资产合计	2,827.25	2,943.70	3,113.17	4,879.97	6,555.94
长期股权投资	376.71	358.99	366.59	360.52	355.13
固定资产	1,569.69	2,161.43	2,280.10	2,124.11	1,958.27
在建工程	568.43	477.60	407.55	320.33	239.13
无形资产	284.50	326.66	278.66	251.00	226.58
其他	1,081.32	1,126.37	1,038.23	1,056.24	1,036.71
非流动资产合计	3,880.65	4,451.06	4,371.14	4,112.20	3,815.82
资产总计	6,707.90	7,394.76	7,484.31	8,992.17	10,371.76
短期借款	296.16	401.91	271.44	323.17	323.17
应付票据及应付账款	340.81	355.98	383.12	512.13	524.99
其他	288.17	688.05	408.91	513.12	572.18
流动负债合计	925.13	1,445.94	1,063.47	1,348.42	1,420.34
长期借款	561.06	637.04	465.03	554.38	552.15
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	334.46	425.83	349.75	370.01	381.87
非流动负债合计	895.52	1,062.87	814.79	924.39	934.02
负债合计	1,831.97	2,520.25	1,878.25	2,272.81	2,354.36
少数股东权益	407.48	371.53	517.28	730.58	978.21
股本	945.17	938.28	946.67	946.67	946.67
资本公积	1,740.76	1,261.55	1,261.55	1,261.55	1,261.55
留存收益	1,786.12	2,306.81	2,949.56	3,805.98	4,863.67
其他	(3.59)	(3.67)	(69.00)	(25.42)	(32.70)
股东权益合计	4,875.94	4,874.51	5,606.05	6,719.36	8,017.40
负债和股东权益总计	6,707.90	7,394.76	7,484.31	8,992.17	10,371.76

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	287.75	638.80	714.67	945.29	1,209.28
折旧摊销	177.74	231.03	391.69	330.03	305.73
财务费用	22.94	22.72	21.55	14.84	7.51
投资损失	(8.11)	(25.77)	(19.26)	(15.79)	(20.27)
营运资金变动	(139.79)	(125.60)	(549.67)	(105.39)	(457.33)
其它	193.82	87.02	176.15	237.71	274.46
经营活动现金流	534.35	828.20	735.13	1,406.69	1,319.38
资本支出	893.40	647.59	468.39	38.90	22.41
长期投资	(8.10)	(17.71)	7.60	(6.07)	(5.39)
其他	(1,980.59)	(1,700.58)	(877.53)	(73.15)	(7.30)
投资活动现金流	(1,095.29)	(1,070.71)	(401.53)	(40.32)	9.72
债权融资	592.65	412.46	(502.17)	164.16	24.36
股权融资	78.65	(580.63)	(145.18)	(67.42)	(194.35)
其他	(47.05)	327.62	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	624.26	159.44	(647.35)	96.74	(169.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	63.31	(83.06)	(313.75)	1,463.10	1,159.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,667.13	3,337.64	3,932.41	4,749.57	5,687.13
营业成本	1,681.72	1,772.95	2,018.11	2,360.06	2,732.67
营业税金及附加	19.69	25.52	27.84	35.00	41.09
销售费用	116.58	128.21	167.13	200.91	241.13
管理费用	204.35	274.17	295.32	353.37	425.11
研发费用	380.24	462.45	492.73	554.75	688.43
财务费用	0.71	11.79	21.55	14.84	7.51
资产/信用减值损失	(48.32)	(59.37)	(59.21)	(55.64)	(58.07)
公允价值变动收益	12.15	12.77	14.09	2.27	(8.66)
投资净收益	2.33	25.77	19.26	15.79	20.27
其他	(21.36)	(33.29)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	319.02	716.67	883.87	1,193.06	1,504.74
营业外收入	3.02	0.92	2.32	2.09	1.77
营业外支出	3.53	2.33	5.23	3.69	3.75
利润总额	318.52	715.27	880.96	1,191.46	1,502.76
所得税	30.77	76.47	4.23	10.72	10.37
净利润	287.75	638.80	876.73	1,180.73	1,492.39
少数股东损益	65.74	118.10	162.05	235.44	283.12
归属于母公司净利润	222.01	520.70	714.67	945.29	1,209.28
每股收益（元）	0.23	0.55	0.75	1.00	1.28

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-2.00%	25.14%	17.82%	20.78%	19.74%
营业利润	-34.70%	124.65%	23.33%	34.98%	26.12%
归属于母公司净利润	-43.08%	134.54%	37.25%	32.27%	27.93%
获利能力					
毛利率	36.95%	46.88%	48.68%	50.31%	51.95%
净利率	8.32%	15.60%	18.17%	19.90%	21.26%
ROE	4.97%	11.56%	14.04%	15.78%	17.18%
ROIC	8.67%	16.02%	19.71%	23.04%	29.97%
偿债能力					
资产负债率	27.31%	34.08%	25.10%	25.28%	22.70%
净负债率	-4.18%	6.21%	2.43%	-17.09%	-28.38%
流动比率	3.02	2.02	2.93	3.62	4.62
速动比率	2.49	1.63	2.28	3.05	3.96
营运能力					
应收账款周转率	3.02	3.36	3.26	3.21	3.28
存货周转率	5.10	6.29	6.30	6.56	6.74
总资产周转率	0.43	0.47	0.53	0.58	0.59
每股指标（元）					
每股收益	0.23	0.55	0.75	1.00	1.28
每股经营现金流	0.56	0.87	0.78	1.49	1.39
每股净资产	4.72	4.76	5.38	6.33	7.44
估值比率					
市盈率	140.55	59.92	43.66	33.01	25.80
市净率	6.98	6.93	6.13	5.21	4.43
EV/EBITDA	26.29	17.18	22.45	18.55	15.36
EV/EBIT	32.49	20.21	31.22	23.27	18.28

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com