

投资评级 优于大市 维持

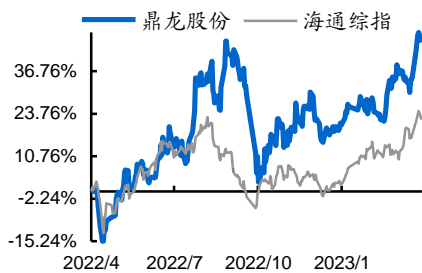
2022 归母净利润同比增 82.66%，半导体材料业务收入快速增长

股票数据

04月11日收盘价(元)	26.39
52周股价波动(元)	14.99-27.96
总股本/流通A股(百万股)	948/737
总市值/流通市值(百万元)	25016/19453

相关研究

《22Q3 扣非后归母净利润同比增 74.60%，半导体材料业务放量加速》2022.10.27
 《规模效应显现，CMP 抛光垫销量和市场占有率进一步提升》2022.08.21
 《泛半导体材料平台公司，持续成长可期》2022.05.31

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	8.7	17.4	20.2
相对涨幅 (%)	5.3	17.5	17.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:张晓飞

Tel:(021)23154325

Email:zxf15282@haitong.com

证书:S0850523030002

分析师:肖隽翀

Tel:(021)23154139

Email:xjc12802@haitong.com

证书:S0850521080002

投资要点：归母净利润 3.90 亿元，同比增 82.66%；半导体材料业务发展迅速、新产品持续研发、验证中。

- 归母净利润 3.90 亿元，同比增 82.66%。** 鼎龙股份是国内领先的关键大赛道领域中各类核心“卡脖子”进口替代类创新材料的平台型公司，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、半导体显示材料、半导体先进封装材料三个细分板块）。2022 年实现收入 27.21 亿元，同比增长 15.52%；归母净利润 3.90 亿元，同比增 82.66%；扣非后归母净利润 3.48 亿元，同比增 68.47%。收入实现增长的主要原因是 CMP 抛光垫产品的销售收入同比大幅增加，且 CMP 抛光液、清洗液产品，及柔性显示材料 YPI、PSPI 产品开始放量所致。
- CMP 抛光垫收入高增，CMP 抛光液及清洗液预计将逐步放量。** ①、2022 年 CMP 抛光垫收入 4.57 亿元，同比增 51.32%。CMP 抛光垫产品武汉本部一期、二期产能合计 30 万片/年，潜江三期抛光垫新品及其核心配套原材料的扩产项目已经投产，将新增 20 万片/年的生产能力。目前公司是国内唯一一家全面掌握抛光垫全流程核心研发和制造技术的 CMP 抛光垫的国产供应商，实现了市场上现有各类抛光垫的全面布局，预计将于未来逐步放量。②、2022 年 CMP 抛光液及清洗液实现销售收入 1789 万元，逐步在客户端持续规模化销售。公司布局开发了多晶硅制程、金属铜制程、金属铝制程、阻挡层制程等系列近 40 种抛光液产品，多晶硅抛光液产品、金属栅极抛光液产品等进入最终导入阶段，有望在 2023 年在下游存储及逻辑客户取得新订单。
- 半导体显示材料业务陆续开始贡献收入，更多半导体显示新材料持续开发、验证中。** 公司半导体显示材料 YPI/PSPI 产品实现收入 4728 万元，同比增 439%，增幅明显。其中柔性显示基材 YPI 产品销售持续增长，并已成为部分主流面板客户的第一供应商；公司作为 PSPI 产品国内唯一国产供应商从 22Q3 开始放量出货。其他半导体显示新材料领域，面板封装材料 TFE INK、低温光阻材料 OC、高折 OC、高折 INK 等其他新产品也在按计划开发、验证中，并持续与下游面板客户保持技术交流。
- 盈利预测与估值建议。** 我们预测鼎龙股份 2023E-2025E 收入 33.21 亿元、41.30 亿元、47.37 亿元，同比增 22.02%、24.36%、14.71%；归母净利润 5.21 亿元、7.23 亿元、9.03 亿元，同比增 33.58%、38.82%、24.86%。我们采用 PE 估值方法，结合可比公司估值 PE (2023E) 均值为 56.64 倍，给予公司 PE (2023E) 50x-60x，对应合理市值区间 260.50 亿元-312.61 亿元，对应合理价值区间 27.48 元/股-32.98 元/股，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：** 下游终端客户产能利用率持续维持低位，终端产品需求复苏不及预期，市场竞争加剧，研发进度不及预期，客户拓展不及预期等。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2356	2721	3321	4130	4737
(+/-)YoY(%)	29.7%	15.5%	22.0%	24.4%	14.7%
净利润(百万元)	214	390	521	723	903
(+/-)YoY(%)	233.6%	82.7%	33.6%	38.8%	24.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.23	0.41	0.55	0.76	0.95
毛利率(%)	33.4%	38.1%	40.8%	42.5%	43.7%
净资产收益率(%)	5.3%	9.3%	11.1%	13.4%	14.4%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

鼎龙股份目前包含两大业务板块，我们对公司业务进行分项盈利预测如下：

(1) 光电半导体材料业务，我们认为 CMP 抛光硬垫一、二期项目合计年产能达 30 万片每年，潜江三期抛光垫新品及其核心配套原材料的扩产项目已经投产将新增 20 万片/年的生产能力，抛光垫产品在下游客户的订单持续增加，已进入放量、贡献收入阶段。此外，公司的 YPI/PSPI 产品实现收入 4728 万元，同比增 439%，增幅明显，未来几年将快速增长。我们预测公司的光电半导体材料业务 2023E-2025E 的收入分别为 9.61 亿元、15.70 亿元和 19.65 亿元，同比增速分别为 83.94%、63.43% 和 25.16%；毛利率保持在 64.00%、64.00%、64.00%。

(2) 打印复印通用耗材业务，我们认为将稳健增长，预计 2023E-2025E 的收入分别为 22.71 亿元、24.52 亿元、26.48 亿元，同比增速分别为 6.00%、8.00% 和 8.00%；毛利率保持在 32.00%、30.00%、30.00%。

(3) 其他业务，我们认为收入增速将比较平稳，2023E-2025E 将分别以 56.76%、20.00%、15.00% 增速增长；毛利率分别为 14.00%、13.00%、13.00%。

表 1 鼎龙股份分业务预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
打印复印通用 耗材	收入 (百万元)	2012.55	2142.00	2270.52	2452.16	2648.33
	yoy	17.79%	6.43%	6.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	29.15%	32.62%	32.00%	30.00%	30.00%
光电半导体材 料	收入 (百万元)	307.34	522.25	960.63	1569.98	1964.97
	yoy	286.97%	69.93%	83.94%	63.43%	25.16%
	毛利率	63.29%	65.54%	64.00%	64.00%	64.00%
其他	收入 (百万元)	36.00	57.24	89.73	107.67	123.83
	yoy	24.66%	59.02%	56.76%	20.00%	15.00%
	毛利率	18.38%	-7.40%	14.00%	13.00%	13.00%
合计	收入 (百万元)	2355.89	2721.48	3320.87	4129.81	4737.12
	yoy	29.67%	15.52%	22.02%	24.36%	14.71%
	毛利率	33.44%	38.09%	40.77%	42.48%	43.66%

资料来源：鼎龙股份 2021/2022 年年报，海通证券研究所测算

我们预测鼎龙股份 2023E-2025E 收入 33.21 亿元、41.30 亿元、47.37 亿元，同比增 22.02%、24.36%、14.71%；归母净利润 5.21 亿元、7.23 亿元、9.03 亿元，同比增 33.58%、38.82%、24.86%。采用 PE 估值方法，结合可比公司估值 PE (2023E) 均值为 56.64 倍，给予公司 PE (2023E) 50x-60x，对应合理市值区间 260.50 亿元-312.61 亿元，对应合理价值区间 27.48 元/股-32.98 元/股，维持“优于大市”评级。

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300346.SZ	南大光电	212.59	0.32	0.34	0.53	122.19	115.00	73.94
688019.SH	安集科技	172.64	2.35	3.70	5.25	96.69	61.42	43.29
300666.SZ	江丰电子	212.26	0.47	1.00	1.52	170.00	79.90	52.67
	平均值		1.05	1.68	2.43	129.63	85.44	56.64

注：收盘价为 2023 年 4 月 11 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：下游终端客户产能利用率持续维持低位，终端产品需求复苏不及预期，市场竞争加剧，研发进度不及预期，客户拓展不及预期等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	2721	3321	4130	4737
每股收益	0.41	0.55	0.76	0.95	营业成本	1685	1967	2375	2669
每股净资产	4.45	4.97	5.70	6.62	毛利率%	38.1%	40.8%	42.5%	43.7%
每股经营现金流	0.59	0.52	0.70	1.06	营业税金及附加	17	22	27	31
每股股利	0.00	0.03	0.03	0.03	营业税金率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	115	149	178	189
P/E	64.14	48.01	34.59	27.70	营业费用率%	4.2%	4.5%	4.3%	4.0%
P/B	5.94	5.31	4.63	3.99	管理费用	181	226	268	294
P/S	9.19	7.53	6.06	5.28	管理费用率%	6.7%	6.8%	6.5%	6.2%
EV/EBITDA	33.63	35.61	25.29	18.99	EBIT	407	575	827	1057
股息率%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	财务费用	-47	-1	8	-10
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.7%	0.0%	0.2%	-0.2%
毛利率	38.1%	40.8%	42.5%	43.7%	资产减值损失	-46	-25	-18	-36
净利润率	14.3%	15.7%	17.5%	19.1%	投资收益	30	50	54	57
净资产收益率	9.3%	11.1%	13.4%	14.4%	营业利润	489	668	929	1159
资产回报率	6.9%	8.3%	9.9%	10.5%	营业外收支	-7	2	1	2
投资回报率	8.0%	9.4%	11.6%	12.6%	利润总额	482	670	930	1161
盈利增长 (%)					EBITDA	579	694	967	1225
营业收入增长率	15.5%	22.0%	24.4%	14.7%	所得税	28	57	79	99
EBIT 增长率	73.8%	41.2%	43.8%	27.7%	有效所得税率%	5.7%	8.5%	8.5%	8.5%
净利润增长率	82.7%	33.6%	38.8%	24.9%	少数股东损益	64	92	128	159
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	390	521	723	903
资产负债率	20.2%	19.2%	19.6%	19.2%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	4.08	3.05	3.16	3.91	货币资金	1039	838	1186	2481
速动比率	3.15	2.24	2.38	3.17	应收账款及应收票据	849	1016	1278	1463
现金比率	1.60	0.91	1.03	1.84	存货	547	646	779	874
经营效率指标					其它流动资产	219	312	378	455
应收帐款周转天数	112.26	109.71	110.96	110.76	流动资产合计	2654	2812	3622	5274
存货周转天数	118.49	119.88	119.76	119.59	长期股权投资	385	435	460	510
总资产周转率	0.48	0.53	0.56	0.55	固定资产	920	1035	1110	760
固定资产周转率	2.96	3.21	3.72	6.23	在建工程	432	732	882	782
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	无形资产	285	285	250	213
净利润	390	521	723	903	非流动资产合计	2967	3465	3709	3297
少数股东损益	64	92	128	159	资产总计	5620	6278	7331	8572
非现金支出	242	144	158	205	短期借款	116	300	400	500
非经营收益	-53	-28	-20	-18	应付票据及应付账款	296	328	402	453
营运资金变动	-80	-237	-325	-241	预收账款	0	0	0	0
经营活动现金流	563	492	664	1008	其它流动负债	238	294	345	395
资产	-673	-548	-346	303	流动负债合计	651	922	1147	1348
投资	95	-112	-55	-94	长期借款	197	207	212	217
其他	29	35	42	42	其它长期负债	289	77	80	82
投资活动现金流	-548	-625	-360	251	非流动负债合计	486	284	292	299
债权募资	352	194	105	105	负债总计	1137	1206	1438	1647
股权募资	64	0	0	0	实收资本	948	948	948	948
其他	-411	-262	-61	-69	归属于母公司所有者权益	4215	4711	5404	6277
融资活动现金流	5	-68	44	36	少数股东权益	269	361	488	648
现金净流量	26	-201	349	1295	负债和所有者权益合计	5620	6278	7331	8572

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 11 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张晓飞 电子行业
肖隽翀 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中微公司,沪硅产业-U

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。