

2023年04月14日
鼎龙股份(300054.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

电子化学品

半导体材料龙头业绩向好,新产品多点布局进展持续亮眼

事件:

2023年4月11日,公司发布2022年年度报告。公司2022年实现营业收入27.21亿元,同比增长15.52%;实现归母净利润3.90亿元,同比增长82.66%;实现扣非后归母净利润3.48亿元,同比增长68.47%。

全年业绩表现亮眼,盈利能力提升现金流改善:

公司22年业绩表现亮眼,单22Q4营收7.66亿元,yoy+8.72%,qoq+19.16%;实现归母净利润0.95亿元,yoy+51.37%,qoq-5.05%。收入端持续增长主要由于CMP抛光垫实现全年销售收入4.57亿元,yoy+51.32%,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。利润端增幅明显,主要由于CMP抛光垫利润增长、耗材板块毛利率提升、汇率变动等因素。全年毛利率38.09%,同比提升4.65pcts;净利率16.69%,同比提升6.29pcts。费用端销售及管理费用同比微增;研发费用同比增长23.92%,主要由于光电半导体业务的研发投入增加,财务费用为负由于汇兑收益增加。研发费用率同比提升0.78pct,销售/管理/财务费用率均由于收入规模提升而略有下降。经营现金流同比增长17940.66%,主要由于抛光垫及打印复印通用耗材等业务销售规模扩增,带动现金收入规模提升,以及缓交部分税费等因素。研发投入3.18亿元,yoy+12.26%,主要由于新产品开发力度加大、新材料相关业务尚未盈利等。未来有望在YPI、PSPI及芯片封装胶等新材料领域产生收入增量。

CMP龙头企业多点布局半导体新材料,国产替代持续渗透:

公司发挥平台型企业优势,传统打印复印通用耗材业绩提升,同时多点研发布局半导体CMP制程材料、显示材料及先进封装材料等“卡脖子”进口替代类创新材料,持续拓展市场空间。半导体材料收入规模同比增长69.93%,收入占比提升6.14pcts。根据产能规划,23年下半年起有望陆续放量并产生收益。分产品看:

(1) 半导体CMP制程材料: CMP抛光垫方面,新品年产20万片产能未来将逐步放量。根据公告,抛光垫新品及其核心配套原材料的潜江三期扩产项目已于22Q3正式试生产,Q4取得新品订单,系国内大部分主流晶圆厂等客户的第一供应商。CMP抛光液及清洗液方面,22年销售收入1789万元,多款产品已规模化销售,其余产品进入关键验证阶段,如多晶硅抛光液、金属栅极抛光液等已在最终导入阶段,有望23H2取得新订单。仙桃光电半导体材料产业园年产1万吨CMP用

投资评级	买入-A 维持评级
6个月目标价	30.15元
股价(2023-04-13)	25.41元

交易数据

总市值(百万元)	24,086.71
流通市值(百万元)	18,743.69
总股本(百万股)	947.92
流通股本(百万股)	737.65
12个月价格区间	15.41/27.0元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.5	15.9	41.5
绝对收益	4.0	15.8	39.8

马良 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

程宇婷 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522030002

chengyt@essence.com.cn

相关报告

三季度利润高增长,半导体材料业务快速推进 2022-10-27

清洗液扩产项目、年产 2 万吨 CMP 抛光液扩产项目及研磨粒子配套扩产项目预计于 2023 年建成投产，产品放量速度有望进一步加快。

(2) 半导体显示材料：柔显材料 YPI 获得各核心客户 G6 订单，PSPI 打破垄断从 22Q3 起批量销售，其余新品持续开发验证。仙桃产业园年产能 1000 吨的 PSPI 二期扩产项目预计于 2023 年中期实现规模量产，有望进一步提升 PSPI 产品的放量能力及公司竞争力。

(3) 半导体先进封装材料：重点布局临时键合胶（TBA）、封装光刻胶（PSPI）、底部填充胶（Underfill）三类，临时键合胶处于量产导入阶段，封装光刻胶处于完成送样后的验证阶段，底部填充胶预计 23H2 送样。产能建设方面预计 23Q2 可达产 2 款临时键合胶共年产 110 吨，2023H2 实现 2 款封装光刻胶共年产 40 吨产能建设。

投资建议：

我们预计公司 2023 年-2025 年营业收入分别 35.47 亿元、43.73 亿元、55.33 亿元，归母净利润为 5.52 亿元、7.34 亿元、9.96 亿元，EPS 为 0.58 元、0.77 元、1.05 元，对应 PE 为 44 倍、33 倍、24 倍，维持买入-A 的投资评级。

风险提示：宏观经济环境波动；产业竞争格局加剧；政策变动及贸易形势不确定性；下游客户需求变动；耗材业务存货水平过高；新产品进展不及预期；产能扩充不及预期等。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,355.9	2,721.5	3,546.9	4,372.6	5,532.9
净利润	213.5	390.0	552.0	734.4	995.8
每股收益(元)	0.23	0.41	0.58	0.77	1.05
每股净资产(元)	4.25	4.45	5.26	6.02	7.07

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	112.8	61.8	43.6	32.8	24.2
市净率(倍)	6.0	5.7	4.8	4.2	3.6
净利润率	9.1%	14.3%	15.6%	16.8%	18.0%
净资产收益率	5.3%	9.3%	11.1%	12.9%	14.9%
股息收益率	0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%
ROIC	10.6%	14.1%	18.2%	18.4%	227.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,355.9	2,721.5	3,546.9	4,372.6	5,532.9	成长性					
减:营业成本	1,568.0	1,684.8	2,147.8	2,617.7	3,243.5	营业收入增长率	29.7%	15.5%	30.3%	23.3%	26.5%
营业税费	11.1	16.9	23.1	28.4	36.0	营业利润增长率	-234.1%	68.8%	33.5%	33.1%	35.6%
销售费用	109.7	115.0	145.4	174.9	221.3	净利润增长率	-233.6%	82.7%	41.5%	33.1%	35.6%
管理费用	177.5	181.2	219.9	266.7	332.0	EBITDA 增长率	-34.6%	63.5%	13.3%	26.2%	33.1%
研发费用	255.3	316.3	439.8	533.5	652.9	EBIT 增长率	-44.5%	78.4%	29.2%	27.9%	35.8%
财务费用	8.4	-46.7	-6.2	-41.4	-54.5	NOPLAT 增长率	-191.2%	67.5%	45.8%	27.9%	35.8%
资产减值损失	-10.7	-45.8	-45.3	-45.3	-45.3	投资资本增长率	26.2%	13.0%	26.7%	-89.0%	913.2%
加:公允价值变动收益	6.4	17.4	-	-	-	净资产增长率	14.1%	5.4%	18.5%	15.1%	18.2%
投资和汇兑收益	28.9	29.7	30.0	30.0	30.0						
营业利润	289.5	488.6	652.4	868.1	1,177.1	利润率					
加:营业外净收支	3.9	-6.8	-	-	-	毛利率	33.4%	38.1%	39.4%	40.1%	41.4%
利润总额	293.4	481.8	652.4	868.1	1,177.1	营业利润率	12.3%	18.0%	18.4%	19.9%	21.3%
减:所得税	48.5	27.6	39.1	52.1	70.6	净利润率	9.1%	14.3%	15.6%	16.8%	18.0%
净利润	213.5	390.0	552.0	734.4	995.8	EBITDA/营业收入	16.8%	23.8%	20.6%	21.1%	22.2%
						EBIT/营业收入	11.9%	18.4%	18.2%	18.9%	20.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	99	108	105	101	89
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	129	139	138	-22	-8
货币资金	1,011.4	1,039.0	1,418.8	5,328.9	2,273.6	流动资产周转天数	385	350	321	472	439
交易性金融资产	138.0	31.0	31.0	31.0	31.0	应收帐款周转天数	101	113	115	115	115
应收帐款	788.4	914.0	1,352.1	1,441.6	2,093.4	存货周转天数	71	71	61	60	59
应收票据	13.5	12.1	17.5	18.9	27.2	总资产周转天数	730	710	629	732	651
预付帐款	101.9	58.6	155.2	111.7	209.0	投资资本周转天数	404	415	383	193	168
存货	523.9	546.9	646.3	808.0	993.9						
其他流动资产	58.8	52.1	56.6	55.9	54.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.3%	9.3%	11.1%	12.9%	14.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.8%	8.1%	9.1%	7.4%	12.3%
长期股权投资	336.2	384.8	384.8	384.8	384.8	ROIC	10.6%	14.1%	18.2%	18.4%	227.8%
投资性房地产	21.1	15.7	15.7	15.7	15.7	费用率					
固定资产	714.9	919.7	1,146.5	1,307.0	1,433.4	销售费用率	4.7%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%
在建工程	163.5	431.8	505.4	484.4	467.5	管理费用率	7.5%	6.7%	6.2%	6.1%	6.0%
无形资产	363.6	287.1	250.9	214.7	178.5	研发费用率	10.8%	11.6%	12.4%	12.2%	11.8%
其他非流动资产	872.2	927.6	786.7	822.3	824.9	财务费用率	0.4%	-1.7%	-0.2%	-0.9%	-1.0%
资产总额	5,107.3	5,620.3	6,767.4	11,024.8	8,987.7	四费/营业收入	23.4%	20.8%	22.5%	21.4%	20.8%
短期债务	124.0	116.2	164.6	-	-	偿债能力					
应付帐款	314.0	340.7	429.1	4,481.2	1,255.4	资产负债率	16.7%	20.2%	21.5%	44.5%	19.6%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	20.0%	25.3%	27.4%	80.3%	24.4%
其他流动负债	139.2	193.7	151.3	161.4	168.8	流动比率	4.57	4.08	4.94	1.68	3.99
长期借款	20.0	197.0	451.6	-	67.4	速动比率	3.66	3.24	4.07	1.51	3.29
其他非流动负债	254.9	289.0	257.7	267.2	271.3	利息保障倍数	33.19	-10.71	-104.35	-19.97	-20.59
负债总额	852.1	1,136.6	1,454.3	4,909.8	1,762.8	分红指标					
少数股东权益	227.4	268.9	330.2	411.8	522.4	DPS(元)	0.02	-	-0.02	0.01	-
股本	940.6	947.9	947.9	947.9	947.9	分红比率	8.7%	0.0%	-3.0%	1.9%	-0.3%
留存收益	3,081.2	3,466.7	4,035.0	4,755.3	5,754.5	股息收益率	0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%
股东权益	4,255.2	4,483.7	5,313.1	6,115.0	7,224.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.23	0.41	0.58	0.77	1.05
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	4.25	4.45	5.26	6.02	7.07
净利润	244.9	454.1	552.0	734.4	995.8	PE(X)	112.8	61.8	43.6	32.8	24.2
加:折旧和摊销	123.7	161.3	85.8	96.8	106.7	PB(X)	6.0	5.7	4.8	4.2	3.6
资产减值准备	10.7	45.8	-	-	-	P/FCF	-76.7	137.0	-625.3	6.2	-7.6
公允价值变动损失	-6.4	-17.4	-	-	-	P/S	10.2	8.9	6.8	5.5	4.4
财务费用	4.5	5.8	-6.2	-41.4	-54.5	EV/EBITDA	55.2	29.9	31.9	20.4	18.0
投资收益	-28.9	-29.7	-30.0	-30.0	-30.0	CAGR(%)	49.4%	34.6%	-267.3%	49.4%	34.6%
少数股东损益	31.4	64.1	61.3	81.6	110.6	PEG	2.3	1.8	-0.2	0.7	0.7
营运资金的变动	-526.9	-103.3	-472.3	3,823.3	-4,161.7	ROIC/WACC	1.0	1.4	1.8	1.8	22.3
经营活动产生现金流量	3.1	562.8	190.5	4,664.7	-3,033.1	REP	7.1	4.2	3.1	22.6	0.2
投资活动产生现金流量	-275.1	-548.2	-320.0	-170.0	-150.0						
融资活动产生现金流量	236.2	5.1	509.2	-584.6	127.8						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034