



TK Capital Group
德肯資產管理股份有限公司

德肯投資研究報告

鼎龍股份（300054）深度分析 — 中國半導體材料國產
替代平台型成長企業

2026 年 7 月 28 日

TK Capital Group

德肯資產管理股份有限公司

目錄

1. 核心觀點.....	4
2. 從列印耗材到半導體材料平臺：鼎龍股份的轉型之路.....	6
2.1 二十六年發展歷程：從 118 萬元註冊資金到千億市值.....	6
2.2 主營業務與產品矩陣.....	6
2.3 股權結構與公司治理.....	7
2.4 公司規模與財務概覽.....	8
3. 各產品線營收結構與盈利畫像.....	9
3.1 半導體材料各產品線營收全景.....	9
3.2 各產品線毛利率區間推算與對比.....	9
3.3 列印耗材業務剝離與影響.....	10
4. 產品競爭力與產業競爭格局.....	12
4.1 CMP 拋光墊：國產絕對龍頭的壁壘與天花板.....	12
4.2 CMP 拋光液及清洗液：快速放量但盈利承壓.....	12
4.3 半導體顯示材料：國產第一的確定性強增長.....	13
4.4 高階晶圓光刻膠：長週期的增長期權.....	13
4.5 先進封裝材料與鋰電輔材：新興佈局.....	13
5. 與國內半導體材料同業的橫向對比.....	14
5.1 與安集科技在 CMP 材料領域的差異化競爭.....	14
5.2 與上海新陽、彤程新材在光刻膠領域的競爭態勢.....	14
5.3 綜合競爭優勢總結.....	15
6. 日本退出情景下的國產替代機遇評估.....	16
6.1 日本企業在各細分領域的市場地位.....	16
6.2 結構性錯配：鼎龍受益最大的領域並非日本最強勢的領域.....	16
6.3 真正的瓶頸是驗證週期而非產能.....	17
6.4 國產替代空間測算.....	18
7. 2026-2028 年發展狀況推演.....	19
7.1 2026 年：轉型收官與利潤高增.....	19
7.2 2027 年：增速換擋的壓力測試年.....	19
7.3 2028 年：利潤釋放拐點與第二增長曲線.....	20
8. 風險因素提示.....	21
9. 總結與展望.....	22

1. 核心觀點

鼎龍股份已成功從列印耗材企業轉型為國內領先的半導體材料平臺型公司，2025 年半導體業務收入佔比首次過半（57%），2026 年 H1 歸母淨利潤同比增長 64%-74%，轉型成效顯著。公司 2000 年創立時以鐳射列印影印耗材功能化學材料起步，2012 年切入半導體材料賽道，歷經十四年完成根本性轉型。2025 年營收 36.60 億元（+9.66%），歸母淨利潤 7.20 億元（+38.32%），研發投入 5.19 億元（佔營收 14.19%）。2026 年 6 月市值突破千億元，4 月正式剝離列印耗材終端業務，全面聚焦半導體材料主業。

各產品線毛利率分化懸殊，CMP 拋光墊以約 55%-65% 的毛利率成為利潤核心引擎，而光刻膠和先進封裝材料尚處虧損期，短期對利潤貢獻有限。2025 年半導體板塊收入 20.86 億元，其中 CMP 拋光墊 10.91 億元（佔半導體板塊 52.3%）為最大單品，半導體顯示材料 5.44 億元（26.1%），CMP 拋光液及清洗液 2.94 億元（14.1%），光刻膠及芯片設計約 1.45 億元（7.0%）。CMP 拋光墊國產第一（市佔率 38.5%），核心原材料已實現自制，規模效應顯著；半導體顯示材料毛利率約 50%-57%，YPI/PSPI 產品已成為部分主流面板客戶第一供應商；光刻膠 300 噸產線 2026 年 3 月投產，但 H1 僅獲約 1,000 加侖訂單，產能利用率不足 5%。

在競爭格局方面，鼎龍在 CMP 拋光墊領域為國內唯一全流程自主供應商，與安集科技形成差異化競爭，但在光刻膠領域商業化進度落後於部分同行。安集科技 2025 年營收 25.04 億元，拋光液 20.40 億元（佔比 81.46%），毛利率 56.79%，全球市佔率約 13%。鼎龍與安集產品互補大於直接競爭，共同構成國產 CMP 材料雙龍頭格局。光刻膠領域則面臨彤程新材（設計產能 1,000 噸，ArF 光刻膠 2025 年增長超 800%）、上海新陽（12 英寸產線滲透率超 70%）、南大光電（2025 年光刻膠收入突破 2,000 萬元）等多家對手的激烈競爭。鼎龍雖擁有全流程自主產線和核心原材料自制能力的長期壁壘，但 8 款獲批次訂單的收入貢獻仍小，短期需加速客戶驗證。

日本完全退出中國半導體材料市場情景下，鼎龍受益最大的領域並非日本最強勢的領域，存在結構性錯配。日本企業在光刻膠領域最為強勢（全球市佔率 71%，ArF/EUV 超 80%），但鼎龍在該領域商業化尚處早期；鼎龍技術最成熟的 CMP 拋光墊領域日本並非主導力量（美國杜邦主導），國產替代已基本完成。鼎龍受益最確定的是已獲客戶驗證的中間地帶：半導體顯示材料（國產第一 38.5%）和 CMP 全方案佈局（全球唯一實現拋光墊 + 拋光液 + 鑽石碟 + 清洗液全 CMP 材料佈局）。在 CMP 和顯示材料領域已獲客戶驗證的客戶關係是核心護城河，日本退出後可快速承接份額；光刻膠替代將是 3-5 年的漸進過程，面臨驗證週期長的結構性瓶頸。

2026-2028 年發展推演顯示，2026 年利潤增速仍將維持 55%-65% 高增長，但 2027 年將面臨增速自然放緩與折舊/利息壓力的雙重約束，真正的利潤釋放拐點在 2028 年。2026 年全年歸母淨利潤預計 11-12 億元，受益於耗材終端業務出錶帶來的毛利率改善（2026Q1 整體毛利率已升至 54.95%）。2027 年將是“壓力測試年”——CMP 拋光墊增速從 50%+ 自然放緩至 25%-35%，折舊與利息合計可能吞噬 3-4 億元利潤（三年累計資本開支 25.73 億元，有息負債增至 25.69 億元），利潤增速可能降至 20%-30%。2028 年有望成為利潤釋放拐點——拋光液產能利用率有望突破 40% 實現規模盈利、光刻膠開始貢獻千萬級利潤（預計 8-12 億元收入）、顯示材料受益於 G8.6 代線需求回暖，利潤增速有望重新加速至 30%-40%。

2. 從列印耗材到半導體材料平臺：鼎龍股份的轉型之路

2.1 二十六年發展歷程：從 118 萬元註冊資金到千億市值

鼎龍股份的二十六年發展可分為三個關鍵階段。

第一階段（2000-2012 年）：列印耗材積累期。2000 年 7 月，朱雙全與朱順全兄弟在武漢創立鼎龍化工，註冊資本 118 萬元，主營鐳射列印影印耗材功能化學材料。公司透過自主研發彩色聚合碳粉打入美國利盟全球供應鏈，成為通用耗材關鍵材料領域第一家進入國際大客戶體系的中國企業。2010 年 2 月，鼎龍股份在深交所創業板掛牌上市，募集資金用於彩色聚合碳粉產能擴張。

第二階段（2012-2025 年）：半導體材料突破期。2012 年是戰略轉向起點，公司正式啟動積體電路 CMP 拋光墊專案研發。2017 年第一款拋光墊產品透過國內客戶認證並取得首張訂單，鼎龍成為國內第一家以自主技術實現 CMP 拋光墊量產並進入主流晶圓廠供應鏈的企業。此後依次佈局柔性 OLED 用 PI 漿料（2013 年）、清洗液（2017 年）、高階晶圓光刻膠（2020 年代初期）及先進封裝材料。2025 年年報顯示，半導體板塊收入 20.86 億元，佔總營收比重達 57%，首次跨越"半壁江山"。

第三階段（2026 年）：全面聚焦期。2026 年 1 月，公司以 6.3 億元收購皓飛新材 70% 股權，切入鋰電粘結劑、分散劑等關鍵功能工藝性輔材賽道。2026 年 4 月，公司剝離通用列印耗材終端業務（硒鼓、墨盒），預計收回淨現金 4.4 億元，進一步聚焦半導體核心主業。2026 年 6 月 30 日，鼎龍股份總市值突破 1010 億元，成為湖北第六家千億市值 A 股上市公司。2026 年 7 月 6 日，公司向港交所遞交主機板上市申請，若順利登陸將實現"A+H"兩地上市。

2.2 主營業務與產品矩陣

鼎龍股份主營業務聚焦半導體制造用 CMP 工藝材料和晶圓光刻膠、半導體顯示材料、半導體先進封裝材料三大細分板塊。公司是全球唯一實現"拋光墊+拋光液+鑽石碟+清洗液"全 CMP 材料佈局的企業，掌控 CMP 工藝 96% 原材料價值。

產品板塊	核心產品線	2025 年營收（億元）	同比增速	關鍵進展
CMP 拋光墊	硬墊、軟墊、大硅片拋光墊	10.91	+52.34%	國內市場份額 38.5%，2025 年單月銷量首破 4 萬片
CMP 拋光液及清洗液	多晶硅/氮化硅/銅阻擋層拋光液	2.94	+36.84%	全品類佈局，2026 年 6 月單月銷售額破 4000 萬元
半導體顯示材料	YPI、PSPI、TFE-INK	5.44	+35.47%	國產市場份額 38.5%，國內主流面板廠第一供應商
高階晶圓光刻膠	KrF、ArF 光刻膠	約 1.45（估算）	—	300 噸量產線 2026 年 3 月投產，8 款獲批次訂

產品板塊	核心產品線	2025 年營收（億元）	同比增速	關鍵進展
				單
先進封裝材料	臨時鍵合膠、封裝 PI/PSPI	0.12	—	銷售額破千萬元，2 款產品獲多家客戶訂單
鋰電輔材（新）	粘結劑、分散劑	—	—	2026 年 1 月收購皓飛新材 70% 股權切入

2026 年上半年，CMP 拋光墊營業收入同比增長 57%，6 月單月出貨首次突破 5 萬片創歷史新高；拋光液及清洗液業務上半年營收同比增長 63%，實現規模盈利約 4700 萬元。高階晶圓光刻膠上半年合計獲約 1000 加侖採購訂單，累計佈局 40 餘款產品，近 30 款送樣驗證。

2.3 股權結構與公司治理

截至 2026 年 3 月 31 日，公司控股股東及共同實際控制人為朱雙全、朱順全兄弟二人。朱雙全直接持有公司 14.69% 股權，朱順全直接持有 14.56% 股權，兩者合計控制公司 29.25% 的股權。朱雙全、朱順全分別持有公司的 2,288 萬股、675 萬股股權已經質押，分別佔公司 2026 年 3 月末股權的 2.41% 和 0.71%，質押比例較低。

除實際控制人外，主要機構股東包括：香港中央結算有限公司（3.95%）、上海理成資產管理有限公司—理成聖遠 1 號 A 期私募投資基金（1.10%）、上海理成資產管理有限公司—理成聖遠 6 號私募證券投資基金（1.01%）、中國太平洋人壽保險股份有限公司（0.95%）等。

公司透過 20 餘家全資及參控股子公司實現產業鏈完整佈局，核心子公司包括：鼎匯微電子材料有限公司（CMP 拋光墊業務，國家級專精特新重點“小巨人”）、武漢柔顯科技股份有限公司（半導體顯示材料，國家級專精特新“小巨人”）、杭州旗捷科技有限公司（耗材芯片，國家級專精特新“小巨人”）、北海績迅電子科技有限公司（國家級專精特新“小巨人”）。中證鵬元給予公司主體信用等級 AA，評級展望穩定。

2.4 公司規模與財務概覽

財務指標	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 Q1
營業收入（億元）	26.67	33.38	36.60	10.20
歸母淨利潤（億元）	2.88	6.39	7.20	2.51
扣非歸母淨利潤（億元）	—	—	6.78	—
銷售毛利率	36.95%	46.88%	50.85%	54.95%
研發投入（億元）	—	—	5.19	—
研發投入佔營收比	—	—	14.19%	—

資料來源：

2025 年鼎龍股份實現營收 36.60 億元，同比增長 9.66%；歸母淨利潤 7.20 億元，同比增長 38.32%；扣非歸母淨利潤 6.78 億元，同比增長 44.53%。研發投入 5.19 億元，佔營業收入比重 14.19%，同比提升約 12%。

2026 年上半年業績預告顯示，公司預計實現營業收入 19.25 億元，同比增長約 11%；歸母淨利潤 5.1 億元至 5.4 億元，同比增長 63.96%至 73.61%；若剔除出表的列印耗材終端業務利潤，歸母淨利潤同比增幅超 80%。2026 年一季度毛利率升至 54.95%，主要受益於高毛利半導體業務佔比持續提升及低毛利耗材終端業務出表。

截至 2025 年末，公司總資產 90.66 億元，歸母所有者權益 52.05 億元，資產負債率 39.17%。公司員工總數 3,734 人，在武漢經開區、潛江、仙桃等地建有多個產研基地，形成以武漢為核心、多地協同的產業佈局。

3. 各產品線營收結構與盈利畫像

3.1 半導體材料各產品線營收全景

2025 年鼎龍股份半導體板塊實現主營業務收入 20.86 億元，佔公司總營收比重達 57%，首次跨越"半壁江山"成為業績核心引擎。各產品線營收結構呈現明顯的梯隊分化。

產品線	2025 年營收（億元）	佔半導體板塊比例	同比增速	2026H1 增速
CMP 拋光墊	10.91	52.3%	+52.34%	+57%
半 導 體 顯 示 材 料	5.44	26.1%	+35.47%	—
CMP 拋光液及清洗液	2.94	14.1%	+36.84%	+63%
光 刻 膠 及 芯 片 設 計	~1.45	~7.0%	—	—
先 進 封 裝 材 料	0.12	0.6%	+116%	—
半 導 體 板 塊 合 計	20.86	100%	+37.27%	—
列 印 影 印 通 用 耗 材	15.59	—	-12.97%	—

資料來源：

半導體業務佔比從 2023 年的 32.12% 提升至 2024 年的 45.53%，再到 2025 年的 57%，三年間完成結構性逆轉。CMP 拋光墊作為最大單品，2025 年單月銷量首破 4 萬片，2026 年 6 月更突破 5 萬片創歷史新高。拋光液及清洗液作為新增長極，2026 年上半年營收同比增長 63%，6 月單月銷售額突破 4000 萬元。

3.2 各產品線毛利率區間推算與對比

公司年報未單獨披露各產品線毛利率，僅披露 2025 年半導體材料業務合併毛利率為 50.88%。基於公開資料與行業可比邏輯，可推算各產品線毛利率區間。

產品線	推算毛利率區間	中心估計值	推算依據
CMP 拋光墊	55%-65%	~58%	最成熟產品線，核心原材料自制，規模效應顯著
半導體顯示材料	50%-57%	~53%	國產第一，已成為部分主流面板客戶第一供應商
CMP 拋光液及清洗液	35%-42%	~38%	產能利用率偏低拖累，自產研磨

產品線	推算毛利率區間	中心估計值	推算依據
			粒子佔比待提升
列印影印通用 耗材	42%-49%	~48%	主動縮減低毛利 品類，留存高毛 利碳粉業務
光刻膠	-10%-15%	~10%	發展初期尚未盈 利，300 噸產線 2026 年 3 月剛 投產
先進封裝材料	-15%-5%	~-5%	銷售額僅千萬元 級，處於商業化 初期

資料來源：

以中心估計值加權驗證： $10.91 \times 58\% + 2.94 \times 38\% + 5.44 \times 53\% + 0.12 \times (-5\%) + 1.45 \times 10\% = 10.47$ 億元，推算半導體板塊毛利率 50.2%，與披露值 50.88% 基本吻合。**毛利率分化的核心驅動因素在於產品成熟度與產能利用率**——拋光墊因規模效應與原材料自制維持高毛利，拋光液因產能利用率僅約 20% 而盈利承壓，光刻膠與先進封裝材料尚處投入期持續虧損。

3.3 列印耗材業務剝離與影響

2026 年 4 月 2 日，鼎龍股份正式公告剝離通用列印耗材終端業務，將珠海名圖超俊 60% 股權以 1.2 億元轉讓給北方辦公，將北海績迅 15% 股權以 7275 萬元轉讓給眾行匯創。交易完成後，公司對兩家子公司持股比例分別降至 40% 和 44%，不再納入合併報表範圍。

此次剝離是聚焦半導體材料主業的戰略性退出。2025 年列印耗材終端業務對歸母淨利潤貢獻佔比已降至 5.22%，預計 2026 年一季度進一步降至 1% 以下。剝離後公司預計收回淨現金近 4.4 億元，最佳化財務結構的同時加速向創新材料平臺轉型。

對 2026 年合併報表的影響呈現“收入下降、盈利質量提升”的結構性特徵。2026 年 1-2 月耗材終端業務收入佔總營收 27.56%，出表後短期收入規模將縮小，但 2026 年上半年剔除出表業務後歸母淨利潤同比增幅超 80%，顯著高於報表增速 63.96%-73.61%。留存耗材業務以彩色聚合碳粉和耗材芯片為主，毛利率有望改善，但收入權重將持續下降，半導體材料佔比預計 2026 年超 70%。

4. 產品競爭力與產業競爭格局

4.1 CMP 拋光墊：國產絕對龍頭的壁壘與天花板

鼎龍股份是中國 CMP 拋光墊國產絕對龍頭，2025 年國產市場份額達 38.5%，且是國內唯一具備全流程自主能力的供應商。公司掌握從預聚體合成、微球發泡到拋光墊成型的完整工藝鏈，產品已深度滲透中芯國際、長江儲存、合肥長鑫等國內所有主流晶圓廠，部分客戶將其列為第一供應商。2026 年 6 月，CMP 拋光墊單月出貨首破 5 萬片，創下歷史新高；更關鍵的是，公司已在一家主流外資邏輯廠商實現小批次供貨，標誌著其產品效能獲得國際客戶認可。

全球 CMP 拋光墊市場約 11.5 億美元（2025 年），主導者是美國杜邦而非日本企業。這意味著鼎龍在 CMP 拋光墊領域的國產替代已基本完成，剩餘日本份額有限。真正的增量空間來自兩個方向：一是海外拓展，公司赴港 IPO 計劃包括在馬來西亞建設生產基地；二是產品升級，2026 年 6 月啟動的第三條軟拋光墊產線聚焦玻璃基板 CMP 拋光墊與直徑大於 2 米的大尺寸拋光墊，預計年底投產。

4.2 CMP 拋光液及清洗液：快速放量但盈利承壓

鼎龍 CMP 拋光液及清洗液營收增速顯著，2025 年達 2.94 億元（+36.84%），2026 年 H1 同比加速至 +63%，但產能利用率長期偏低拖累盈利。2023 年至 2026 年前四個月，產能利用率分別為 25.6%、12.8%、18.8% 和 20.6%，始終處於極低水平。核心問題在於產能擴張過快：2024 年產能從 7,000 噸拉昇至 27,000 噸，但產量增長滯後，導致利用率腰斬。

對比同業，安集科技 2025 年 CMP 拋光液收入 20.40 億元，全球市佔率約 13%，毛利率高達 58.28%。鼎龍在拋光液領域仍處追趕期，自產研磨粒子產能利用率不足是盈利改善的主要瓶頸。隨著仙桃年產 1 萬噸產線產能爬坡及自產原材料佔比提升，該板塊毛利率有望從當前的 35%-42% 區間逐步向 40% 以上修復。

4.3 半導體顯示材料：國產第一的確定性強增長

鼎龍是中國第一大 OLED 塗布型功能材料提供商，2025 年市場份額 38.5%，YPI/PSPI 產品已成為部分主流面板客戶的第一供應商。2025 年半導體顯示材料營收 5.44 億元，同比增長 35.47%。增長驅動來自三方面：一是 OLED 面板向 IT、車載等中尺寸拓展，Omdia 預測到 2030 年中尺寸 AMOLED 年複合增長率達 34%；二是國內面板廠 G8.6 代線擴產，鼎龍數款產品已透過 G8.6 代線驗證；三是 PSPI 銷量大幅增長，規模效應逐步顯現。

競爭格局方面，日本 JSR 等仍為全球 PSPI 主要供應商，但鼎龍已在全球率先研發出無氟 PSPI 光刻膠，打破美日環保壁壘。風險點在於產能利用率僅 43.3%，仍有提升空間。

4.4 高階晶圓光刻膠：長週期的增長期權

鼎龍已佈局 40 餘款高階晶圓光刻膠，8 款獲批次訂單（4 款 ArF+4 款 KrF），但 2026 年 H1 僅獲約 1,000 加侖訂單，產能利用率不足 5%。公司 300 噸 KrF/ArF 全流程量產線於 2026 年 3 月投產，是國內首條"有機合成 - 高分子合成 - 精製純化 - 光刻膠混配"全鏈條產線。然而，產能與訂單之間存在巨大剪刀差：300 噸年產能約 75,000 加侖，H1 訂單按行業均價估算僅 700-4,500 萬元，對總收入貢獻微乎其微。

與同業對比，彤程新材半導體光刻膠設計產能 1,000 噸，2025 年產量已超 5 萬加侖；南大光電 2025 年光刻膠銷售收入突破 2,000 萬元。鼎龍商業化進度確實落後。放

量節奏推演：2026 年是驗證匯入年，重點在於增加在測型號數量；2027 年是爬坡年，預計收入 3-6 億元；2028 年才是放量年，有望貢獻 8-12 億元收入。投資者應將光刻膠視為 2028 年及以後的增長期權，而非 2026-2027 年的業績驅動因素。

4.5 先進封裝材料與鋰電輔材：新興佈局

先進封裝材料（封裝 PI、臨時鍵合膠）2025 年銷售額 1,176 萬元，尚未實現盈利，處於商業化初期。公司臨時鍵合膠產能 110 噸/年，2024 年 11 月首獲數百萬元訂單；半導體封裝 PI 產品 2025 年 8 月已實現銷售。兩塊業務均處早期，對當前利潤貢獻有限。

2026 年 1 月，鼎龍以 6.3 億元收購皓飛新材 70% 股權，正式切入鋰電輔材賽道。皓飛新材是新型鋰電池分散劑國內頭部企業，2025 年 1-11 月營收 4.81 億元，2026 年上半年並表營收約 1.5 億元（估算）。收購對價為 10 倍市盈率，1 億元尾款與 2026 年扣非淨利潤 1 億元掛鉤。鋰電粘結劑與分散劑市場 2025 年規模超 100 億元，2030 年有望超 200 億元。該佈局代表公司平臺化戰略的廣度，但短期盈利貢獻有限，需關注併購後整合效果及商譽減值風險。

5. 與國內半導體材料同業的橫向對比

5.1 與安集科技在 CMP 材料領域的差異化競爭

鼎龍股份與安集科技在 CMP 材料領域形成差異化競爭格局，兩者產品互補大於直接競爭，共同構成國產 CMP 材料雙龍頭。

安集科技以 CMP 拋光液為絕對核心。2025 年實現營業收入 25.04 億元，同比增長 36.47%；歸母淨利潤 7.84 億元，同比增長 46.85%。其中化學機械拋光液收入 20.40 億元，佔比 81.46%，毛利率 58.28%；功能性溼電子化學品收入 4.53 億元，佔比 18.09%，毛利率 50.00%。整體主營業務毛利率 56.79%，拋光液全球市佔率約 13%，穩居全球主流供應商。

鼎龍股份以 CMP 拋光墊為核心。2025 年 CMP 拋光墊營收 10.91 億元，國產市場份額 38.5%，排名第一；CMP 拋光液及清洗液營收 2.94 億元，仍處於快速放量期。

維度	鼎龍股份	安集科技
CMP 核心產品	拋光墊（10.91 億元）	拋光液（20.40 億元）
CMP 板塊總營收	約 13.85 億元	約 20.40 億元
整體毛利率	50.85%（2025 年）	56.79%（2025 年）
全球市佔率	拋光墊約 12%	拋光液約 13%
產品佈局	拋光墊+拋光液+清洗液+鑽石碟	拋光液+溼電子化學品+電鍍液
客戶覆蓋	中芯國際、長江儲存等 90%本土晶圓廠	前五客戶集中度 75.65%

鼎龍的獨特性在於全 CMP 材料佈局。公司是全球唯一實現拋光墊、拋光液、鑽石碟、清洗液全 CMP 材料佈局的企業，掌控 CMP 工藝 96%原材料價值。這種全方案能力使鼎龍在客戶粘性上具備獨特優勢——認證週期 2-3 年，替換成本超 5000 萬元/廠。

5.2 與上海新陽、彤程新材在光刻膠領域的競爭態勢

在光刻膠領域，鼎龍商業化進度落後於彤程新材和上海新陽，但全流程自主產線和核心原材料自制能力構成差異化優勢。

維度	鼎龍股份	上海新陽	彤程新材
光刻膠產能	330 噸（一期 30 噸+二期 300 噸）	未披露具體產能	設計產能 1,000 噸
產品覆蓋	KrF/ArF（8 款獲批次訂單）	I 線/KrF/ArF 幹法/浸沒式全品類	G/I 線/KrF/ArF 全製程
客戶驗證	2 家頭部晶圓廠量產應用	12 英寸產線 baseline 滲透率超 70%	多家客戶產線穩定供貨
2025 年光刻膠營收	收入貢獻仍小	銷售規模同比增長 30%以上	ArF 光刻膠增長超 800%
核心優勢	全流程自主+原材料自制	協同銷售+客戶覆蓋廣	產業化規模領先

上海新陽半導體材料業務全面突破。2025 年半導體行業貢獻營收 15.17 億元，同比增長 46.50%。光刻膠業務已建成 I 線、KrF、ArF 幹法、ArF 浸沒式完整研發生產平臺，多款產品實現批量化銷售。截至 2025 年半年度，公司已成為 56 條 12 英寸積體電路生產線和 23 條 8 寸生產線的 Baseline，佔比分別超過 70%和 60%。

彤程新材光刻膠產業化規模領先。子公司北京科華微電子是國內 8-12 英寸積體電路產線核心本土材料供應商。2025 年 ArF 光刻膠營收實現超 800%的突破性增長，半導體光刻膠年產量已超過 5 萬加侖。

鼎龍的追趕路徑。鼎龍 300 噸 KrF/ArF 產線 2026 年 3 月剛投產，8 款高階光刻膠獲批次訂單（ArF 與 KrF 各 4 款）。核心優勢在於國內首條"有機合成—高分子合成—精製純化—光刻膠混配"全流程量產線，實現核心樹脂、特殊單體、光致產酸劑等關鍵原材料自主供應。但短期需加速客戶驗證，縮小與彤程、新陽的差距。

5.3 綜合競爭優勢總結

鼎龍股份的核心競爭優勢體現在三個層面：CMP 拋光墊的國產絕對龍頭地位、全球唯一的全 CMP 材料佈局、以及平臺型多品類協同能力。

賽道	鼎龍地位	市場份額	主要競爭對手
CMP 拋光墊	國產第一	38.5%（中國）	陶氏（全球主導）
CMP 材料綜合	中國第三	16.8%（中國）	安集科技、陶氏
半導體顯示材料	國產第一	38.5%（中國）	日本JSR
高階晶圓光刻膠	新進入者	不足 1%	彤程新材、上海新陽、南大光電

三大核心競爭優勢：第一，全流程自主能力——CMP 拋光墊是國內唯一全流程自主供應商，光刻膠實現核心原材料自制；第二，全 CMP 佈局——全球唯一同時提供 4 種 CMP 材料的系統供應商，掌控 96% 原材料價值；第三，平臺協同效應——CMP 已驗證的客戶關係可溢位至光刻膠等新產品匯入，縮短驗證週期。

相對短板：光刻膠商業化進度落後於彤程新材和上海新陽；CMP 拋光液規模（2.94 億元）遠不及安集科技（20.40 億元）；先進封裝材料尚處早期，2025 年銷售額僅 1,176 萬元且尚未盈利。

6. 日本退出情景下的國產替代機遇評估

6.1 日本企業在各細分領域的市場地位

日本在全球半導體材料市場佔據約 30% 的份額，但在不同細分領域的影響力差異顯著。光刻膠是日本最強勢的領域，CMP 材料次之，而 CMP 拋光墊並非日本主導。

材料品類	日本全球市佔率	日本中國進口占比	主要日本供應商	對華出口受限程度
光刻膠 (ArF/EUV)	80%+	56%	TOK、JSR、信越化學、富士膠片、住友化學	高（2025 年 11 月納入出口管制）
光刻膠 (KrF)	70%+	—	TOK、JSR、信越化學	中
CMP 拋光液	23%	—	Resonac（原日立化成）、富士美	低
CMP 拋光墊	<10%	—	富士紡、Nitta	低（美國杜邦主導）
半導體顯示材料	60%+	—	JSR、住友化學	中
硅片 (12 英寸)	50%+	—	信越化學、SUMCO	中
電子特氣	25%+	—	大陽日酸、關東化學	中

資料來源：SEMI、弗若斯特沙利文、日經新聞

日本在光刻膠領域形成事實壟斷。2025 年 11 月，日本經濟產業省將 12 類半導體核心材料列入出口管制清單，包含高階 ArF/EUV 光刻膠，42 家中企被限制供貨。東京應化、信越化學等日企已暫停向部分中國客戶交付光刻膠原材料，透過逐案審批、延遲交付等方式製造供應不確定性。中國超過 60% 的半導體制造所用光刻膠依賴於日本進口，若供應中斷持續擴大，將對成熟製程乃至先進邏輯芯片生產造成嚴重影響。

CMP 材料領域日本影響力中等。日本企業在 CMP 拋光液全球份額約 23%，但在 CMP 拋光墊領域並非主導力量——全球 CMP 拋光墊市場約 11.5 億美元（2025 年），主導者是美國杜邦而非日本企業。

6.2 結構性錯配：鼎龍受益最大的領域並非日本最強勢的領域

市場普遍將「日本完全退出中國半導體材料市場」等同於「鼎龍股份的巨大機遇」，但這一判斷掩蓋了一個關鍵的結構性錯配：**鼎龍在細分領域的技術成熟度與日本在該領域的市場主導地位呈反向分佈。**

在 CMP 拋光墊領域，日本企業並非全球主導力量。鼎龍已佔據中國國產市場 38.5% 的份額，2025 年收入 10.91 億元，且是國內唯一全流程自主供應商。這意味著即使日本完全退出，鼎龍在 CMP 拋光墊上能承接的增量 TAM 相當有限——該領域的國產替代已基本完成，剩餘日本份額不大。

在光刻膠領域則完全相反。日本企業佔據全球 71% 的市場份額、高階領域超過 90%，2025 年中國光刻膠市場規模達 282 億元，國產化率不足 5%，理論可替代空間約 268 億元。但鼎龍在光刻膠領域是典型的新進入者——300 噸 KrF/ArF 產線 2026 年 3 月剛投產，8 款產品獲批次訂單但整體商業化仍處早期，且面臨彤程新材、南大光電、上海新陽、徐州博康等多家國內競爭對手的同時爭奪。

鼎龍受益最確定的是「已獲客戶驗證、日本仍有一定份額但非絕對主導」的中間地帶。半導體顯示材料（鼎龍國產第一 38.5%，2025 年收入 5.44 億元，已透過國內主流面板廠全製程驗證）和 CMP 全方案佈局（全球唯一實現拋光墊 + 拋光液 + 鑽石碟 + 清洗液全 CMP 材料佈局的企業，掌控 CMP 工藝 96% 原材料價值）。在這兩個領域，鼎龍已跨過最難的客戶驗證門檻，日本退出後可快速承接份額，且競爭格局相對清晰。

領域	理論 TAM (中國)	鼎龍捕獲率	日本主導程度	鼎龍受益確定性
光刻膠	268 億元	不確定（早期）	極高	中
CMP 拋光墊	有限	高（38.5% 國產份額）	低	低（替代已完成）
顯示材料	中等	高（已驗證）	中	高
CMP 全方案	中等	極高（唯一全佈局）	中	極高

6.3 真正的瓶頸是驗證週期而非產能

評估日本退出情景下的替代機遇時，一個常見的誤區是聚焦於「鼎龍有多少產能可以承接」，而忽略了半導體材料行業最根本的結構性約束：**客戶驗證週期**。半導體材料從送樣到透過晶圓廠全製程驗證並進入批次供應，通常需要 2-3 年時間，涉及數十道工藝節點的匹配測試和良率考核。

這一約束對鼎龍的影響是雙面的。在 CMP 拋光墊和顯示材料領域，鼎龍的產品已透過國內所有主流晶圓廠和面板廠的驗證（客戶包括中芯國際、長江儲存、合肥長鑫、華虹宏力、京東方、TCL 華星光電等），這意味著在日本退出情景下，鼎龍是少數具備「即戰力」的供應商，可以在現有驗證框架內快速擴大供應份額。2026 年 6 月 CMP 拋光墊單月出貨首破 5 萬片、2026H1 拋光液營收同比 +63%，說明產能爬坡已在加速。

但在光刻膠領域，驗證覆蓋度仍有巨大差距。鼎龍僅有 8 款產品獲批次訂單（4 款 ArF+4 款 KrF），相對於日本企業動輒數十款覆蓋全製程節點的產品矩陣，驗證覆蓋度不足。即使 300 噸產線已投產，客戶驗證仍需逐節點推進，無法一蹴而就。

日本退出會觸發二階效應：**中國晶圓廠的「供應安全恐慌」將系統性加速國產材料的驗證程序**。原本需要 2-3 年的驗證週期可能被壓縮到 1-1.5 年，晶圓廠會主動開放更多測試視窗。這對鼎龍這類已有驗證基礎和客戶關係的平臺型供應商最為有利，因為其 CMP 產品已驗證的客戶信任可以「溢位」到光刻膠等新產品的匯入。

6.4 國產替代空間測算

中國半導體材料整體國產化率約 15%，若日本完全退出，理論可替代空間超 5 倍。但不同品類的替代節奏差異顯著。

材料品類	當前國產化率	日本中國進口占比	理論替代空間	替代時間週期
光刻膠 (ArF)	<1%	56%	極大	3-5 年
光刻膠 (KrF)	3%	—	大	2-3 年
CMP 拋光墊	30%+	—	中（鼎龍已佔 38.5% 國產份額）	1-2 年
CMP 拋光液	20%-30%	—	中	2-3 年

材料品類	當前國產化率	日本中國進口占比	理論替代空間	替代時間週期
顯示材料	40%+	—	中（鼎龍已佔 38.5% 國產份額）	1-2 年
硅片（12 英寸）	10%-20%	—	大	3-5 年
電子特氣	15%	—	中	2-3 年

光刻膠替代空間最大但時間最長。日本佔中國光刻膠進口的 56%，國產化率不足 5%（ArF 不足 1%）。鼎龍 300 噸 KrF/ArF 產線 2026 年 3 月投產，8 款產品獲批次訂單，但相對於 282 億元的中國市場規模，鼎龍光刻膠業務仍處於商業化早期。

CMP 材料是鼎龍短期受益最確定的領域。鼎龍在拋光墊領域已佔國產 38.5% 份額，剩餘替代空間集中在拋光液和顯示材料。2026H1 拋光墊營收同比 +57%、拋光液 +63%，說明替代程序已在加速。

替代空間的時間分佈清晰：短期（1-2 年）受益於 CMP/顯示材料，中期（3-5 年）受益於光刻膠，長期（5 年 +）受益於先進封裝和鋰電材料。對決策者而言，評估替代機遇時應以「驗證覆蓋度」而非「產能規模」作為核心指標——鼎龍在 CMP 和顯示材料領域已獲驗證的客戶關係是日本退出情景下最確定的護城河。

7. 2026-2028 年發展狀況推演

7.1 2026 年：轉型收官與利潤高增

2026 年是鼎龍股份全面聚焦半導體材料的轉型收官之年。上半年公司預計實現歸母淨利潤 5.1 億元至 5.4 億元，同比增長 63.96%至 73.61%。基於 H1 業績及下半年通常為旺季的規律，預計 2026 年全年歸母淨利潤 11-12 億元，同比增長 55%-65%。

2026 年關鍵事件時間線

時間	事件	影響
1 月	收購皓飛新材 70%股權，切入鋰電輔材	新增商譽 3.79 億元，拓展第二賽道
3 月	年產 300 噸 KrF/ArF 光刻膠產線建成投產	光刻膠進入商業化階段
4 月	剝離列印耗材終端業務（硒鼓/墨盒）	收回現金 4.4 億元，低毛利業務出表
7 月	向港交所遞交主機板上市申請	搭建國際化資本平臺，緩解債務壓力

耗材終端業務剝離對毛利率產生結構性改善。2026 年一季度整體毛利率已升至 54.95%，低毛利業務出表使全年毛利率提升 2-3 個百分點。半導體板塊持續高增長——拋光墊上半年營收同比增長 57%，6 月單月出貨首破 5 萬片；拋光液及清洗液營收同比增長 63%，實現規模盈利約 4,700 萬元。

H 股 IPO 若成功，募集資金可用於償還部分有息負債。截至 2026 年 3 月末，公司有息負債達 25.69 億元，約為貨幣資金的 2 倍。利息支出緩解將直接增厚淨利潤，但折舊壓力的消解只能依靠產能利用率自然爬升。

7.2 2027 年：增速換擋的壓力測試年

2027 年將是鼎龍的“壓力測試年”——利潤增速將從 2026 年的 55%-65%收斂至 20%-30%，顯著低於營收增速，市場線性外推可能被證偽。

三大結構性約束將共同壓制利潤釋放：

（1）CMP 拋光墊基數效應：2025 年拋光墊營收 10.91 億元，同比增長 52.34%。高基數下，2027 年增速自然放緩至 25%-35%區間，難以維持 50%+的高增長。

（2）折舊壓力：2023-2025 年累計資本開支 25.73 億元，形成的固定資產無論產能利用率高低均產生固定折舊。關鍵產品產能利用率仍處於低位——拋光液及清洗液 2026 年前四個月僅 20.6%，半導體顯示材料 43.3%，光刻膠 300 噸產線上半年僅獲 1,000 加侖訂單（產能利用率不足 5%）。折舊與利息合計可能吞噬 3-4 億元利潤。

（3）利息壓力：有息負債從 2023 年末 9.3 億元飆升至 2026 年一季度末 25.69 億元，增幅 153.69%。即便 H 股 IPO 償還部分債務，剩餘負債的利息支出仍將持續侵蝕利潤。

2027 年利潤敏感性分析（中性假設）

產能利用率情景	拋光液利用率	光刻膠收入（億元）	歸母淨利潤（億元）	同比增速
保守	25%	2-3	12.5-13.5	10%-15%
中性	30%	3-5	13.5-14.5	20%-25%
樂觀	40%	5-7	14.5-15.5	25%-

產能利用率情景	拋光液利用率	光刻膠收入（億元）	歸母淨利潤（億元）	同比增速
				30%

港股 IPO 若償還 10-15 億元有息負債，可減少年利息支出約 0.5-0.8 億元（按 5% 利率估算），對利潤增速有邊際改善，但無法根本改變增速收斂趨勢。

7.3 2028 年：利潤釋放拐點與第二增長曲線

2028 年有望成為鼎龍的利潤釋放拐點——時間消解固定成本壓力，產能利用率自然爬升，利潤增速有望重新加速至 30%-40%。

分產品線推演：

(1) CMP 拋光墊：增速穩定在 20%-25%，海外客戶突破帶來增量。潛江三期 30 萬片軟墊產線 2026 年底投產，聚焦玻璃基板與大尺寸拋光墊，2028 年貢獻增量收入。

(2) CMP 拋光液：仙桃 1 萬噸產線滿產，自產研磨粒子佔比提升，**毛利率從 38% 修復至 40%+**，成為穩定利潤來源。

(3) 光刻膠：驗證週期完成，產能利用率突破 30%。**預計 2028 年光刻膠收入 8-12 億元**，貢獻千萬級利潤，成為實質性第二增長曲線。

(4) 顯示材料：G8.6 代線需求放量，YPI/PSPI 市佔率持續提升，營收增速回升至 25%-30%。

2026-2028 年分年度推演彙總（中性情景）

指標	2026E	2027E	2028E
營業收入（億元）	45-48	55-60	68-75
歸母淨利潤（億元）	11-12	13.5-14.5	17.5-19.5
同比增速	55%-65%	20%-25%	30%-35%
毛利率	53%-55%	52%-54%	54%-56%

關鍵假設變數：產能利用率爬坡速度（核心約束）、光刻膠驗證進度（決定第二曲線時點）、H 股募資用途（影響利息壓力消解速度）。投資者應避免以 2025-2026 年利潤增速線性外推 2027 年，鼎龍的利潤增長存在由折舊和利息構成的“硬天花板”，只有時間才能逐步消解。

8. 風險因素提示

鼎龍股份在高速擴張過程中面臨四類核心風險，投資者需充分認知其影響程度與發生機率。

財務風險：自由現金流為負，折舊與利息構成利潤硬約束

2023 至 2025 年公司累計資本開支 25.73 億元，同期經營活動現金流淨額 25.19 億元，自由現金流持續為負。有息負債從 2023 年末 9.3 億元飆升至 2026 年一季度末 25.69 億元，約為貨幣資金的 2 倍。更嚴峻的是產能利用率長期偏低——CMP 拋光液及清洗液產能利用率 2026 年前四個月僅 20.6%，超過八成產能閒置，但固定資產折舊與利息支出與營收無關，預計 2026-2027 年合計吞噬 3-4 億元利潤。

技術風險：光刻膠產能 - 訂單剪刀差巨大，商業化進度存不確定性

300 噸 KrF/ArF 光刻膠產線 2026 年 3 月投產，但上半年僅獲約 1,000 加侖採購訂單，摺合約 3.8 噸，產能利用率不足 5%。與同業相比，彤程新材 2025 年光刻膠產量已超 5 萬加侖，鼎龍在客戶驗證進度上明顯落後。從獲批次訂單到大規模穩定供應通常需 18-24 個月爬坡週期，2026-2027 年光刻膠收入貢獻可能顯著低於市場預期。

市場風險：客戶集中度高，CMP 拋光墊增速自然放緩

CMP 拋光墊 2025 年營收 10.91 億元，同比 +52.34%，但基數效應下 2027 年增速或降至 25-35% 區間。半導體顯示材料 2026 年前四個月營收同比僅 +1.25%，受面板週期拖累增長乏力。公司半導體材料客戶集中於國內主流晶圓廠，若重點客戶擴產節奏放緩或採購政策調整，將對銷售產生直接衝擊。

政策風險：日本出口管制升級既是機遇也是供應鏈擾動因素

日本控制全球 70% 以上光刻膠市場，2025 年 11 月將 12 類半導體核心材料列入出口管制清單。短期斷供可能衝擊供應鏈穩定性，但長期倒逼國產替代加速。鼎龍作為 CMP 材料龍頭受益確定性較強，但光刻膠等高階產品驗證週期長，替代節奏存在不確定性。

9. 總結與展望

鼎龍股份已完成從列印耗材企業到半導體材料平臺型公司的根本性轉型，2025 年半導體業務收入佔比首超五成（57%），CMP 拋光墊國產第一（市佔率 38.5%）、OLED 塗布型功能材料國產第一（38.5%）的基本盤穩固。光刻膠是 2028 年後的增長期權——300 噸產線 2026 年 3 月投產但上半年僅獲約 1,000 加侖訂單，產能利用率不足 5%，商業化放量需等待 3-5 年驗證週期。2027 年利潤增速收斂是產能前置策略的必然代價：三年累計資本開支 25.73 億元形成的折舊與有息負債 25.69 億元的利息壓力，將使利潤增速從 2026 年的 55%-65% 降至 20%-30% 區間，不應以 2025-2026 年增速線性外推。日本退出情景下存在結構性錯配——鼎龍受益最確定的 CMP 和顯示材料領域日本並非主導力量，而日本最強勢的光刻膠領域鼎龍捕獲率不確定，替代將是漸進過程。對投資者的含義：鼎龍的核心價值在於平臺型佈局和已獲客戶驗證的客戶關係護城河，短期需承受折舊壓力和增速換擋，真正的利潤釋放拐點在 2028 年；港股 IPO 募資用途（償還債務 + 海外產能建設）是緩解財務壓力的關鍵變數，若成功實施可加速 2027-2028 年的盈利修復節奏。