

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	25.33
总股本/流通股本(亿股)	4.00 / 4.00
总市值/流通市值(亿元)	101 / 101
52周内最高/最低价	32.39 / 10.69
资产负债率(%)	15.0%
市盈率	180.93
第一大股东	张家港灿勤企业管理有 限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

灿勤科技(688182)

加速成长

● 事件

4月7日,公司披露2024年年度报告,2024年公司实现营收4.11亿元,同比+11.09%;归母净利润5,779.43万元,同比+23.66%;扣非归母净利润3,343.62万元,同比+66.31%。

4月14日,公司披露2025年第一季度报告,2025Q1公司实现营收1.25亿元,同比+53.27%;归母净利润2,265.94万元,同比+55.48%;扣非归母净利润1,801.14万元,同比+91.21%。

● 投资要点

产品结构变化带动主营毛利率提升,业绩稳健增长。2024年公司实现营收4.11亿元,同比+11.09%;归母净利润5,779.43万元,同比+23.66%;扣非归母净利润3,343.62万元,同比+66.31%。2024年业绩增长主要系1)公司持续开发新产品、拓展新市场,本期产品结构的变化带动了主营业务毛利率的提升,2024年公司滤波器产品/非滤波器产品/HTCC分别实现营收3.53/0.41/0.14亿元,毛利率分别为26.57%/48.40%/46.78%,2)本期股份支付费用同比减少及财务费用中利息收入同比增加影响。2024年公司实现营收4.11亿元,同比+11.09%;归母净利润5,779.43万元,同比+23.66%;扣非归母净利润3,343.62万元,同比+66.31%。2025Q1公司业绩增长主要系:1)原有产品的客户需求增加,另2)公司持续开发新产品、拓展新市场,新产品的销售增加。

拥抱5G-A,介质波导滤波器持续放量。5G-A是5G网络的重要升级,为6G技术方向探路。5G-Advanced(简称5G-A或5.5G)是现有5G的进一步增强,根据IMT-2020(5G)推进组,与5G基础版本相比,5G-A有望使上下行速率提升10倍、连接密度提升10倍、时延进一步降低,并将定位精度提升至厘米级。同时,根据IMT-2030(6G)推进组,6G移动通信网络将有望实现几十Gbps的用户体验速率、100个/m²的连接密度、亚毫秒级空口时延与厘米级感知定位精度。2024年,5G-A商用元年和AI入端元年碰撞,将开启“移动AI时代”,移动AI时代将带来人机交互、内容生产、移动终端三个方面的重要变革,业界需从‘NetworksforAI’和‘AIforNetworks’两个维度加速5G-A发展。与金属腔体滤波器相比,介质波导滤波器在5G、5G-A通信应用领域具有独特优势。同等频率要求下,介质波导滤波器产品的体积更小、重量更轻。其体积小、重量轻、成本低、接口方式多样,能够适应滤波器定制化、个性化的发展趋势。在工艺和成本方面,介质波导滤波器的制造技术与传统金属腔体滤波器相比差异较大,由金属成型加工为主变成介质陶瓷粉末成型加工。相较而言,传统金属腔体滤波器的批量生产效率较低,不适合大批量、大规模的生产,加工环节需

要大量的数控机床,单位设备、人力的产出效率较低,生产成本较高。介质波导滤波器通过不断优化批量生产制造工艺,可实现大规模、大批量生产,调试等工序的效率、单位设备和单位人力的产出数量远高于金属腔体滤波器,整体生产成本可以显著降低。从2022年下半年开始,公司批量生产的新款陶瓷介质滤波器能广泛适用于sub-6GHz频段内的各应用场景,包括4G、5G、5G-A/5.5G等各类架构通信网络,进一步提高了公司在基站用滤波器的市场份额。

HTCC相关产品线逐步丰富,进一步开拓新能源、半导体、消费电子等领域新客户。公司HTCC相关产品线逐步丰富,目前已建成完整的HTCC自动化设备产线,建立了HTCC产品线端到端的能力。从产品设计、陶瓷材料制备、瓷体成型、烧结、表面金属化、钎焊组装、测试检验、试验分析等可全部由公司内部完成。HTCC陶瓷材料领域,根据不同应用场景,公司已开发出92/95/96/99氧化铝等成熟配方8种,并着手于高导热氮化铝陶瓷材料研发。HTCC制造工艺领域,公司已实现单层厚度最小0.1mm,最小孔径0.1mm,最小线宽50um,最小线距50um的极限工艺能力,适用于高精度HTCC产品制造。HTCC封装产品领域,公司已完成红外管壳、微波SIP、微波功率管壳、CMOS、光通信、光耦合器封装、CPGA、CBGA、CQFN、CLCC、CSOP、CQFP等系列封装产品的开发和送样;其中微波SIP等产品已取得客户认可,开始小批量交付使用;红外管壳已大批量交付。在陶瓷基板产品形态领域,公司多款DPC陶瓷基板已完成小批量交付验证。

● 投资建议

我们预计公司2025/2026/2027年分别实现收入6.2/9/13亿元,分别实现归母净利润1.2/1.9/2.5亿元,当前股价对应2025-2027年PE分别为84倍、53倍、40倍,维持“买入”评级。

● 风险提示:

核心竞争力风险;客户集中和产品收入结构集中的风险;原材料价格波动的风险;人工成本较高的风险;主要产品毛利率下降的风险;应收账款客户集中的风险;税收优惠变化带来的政策风险;固定资产减值的风险;募投项目新增折旧摊销影响公司盈利能力的风险;政府补助波动的风险;下游市场需求波动的风险;技术升级和更新迭代快的风险;研发失败或产业化不及预期的风险;宏观环境风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	411	622	904	1303
增长率(%)	11.09	51.39	45.39	44.08
EBITDA (百万元)	68.47	178.39	260.70	338.08
归属母公司净利润 (百万元)	57.79	120.07	190.47	252.95
增长率(%)	23.66	107.75	58.64	32.80
EPS(元/股)	0.14	0.30	0.48	0.63
市盈率 (P/E)	175.31	84.39	53.19	40.06
市净率 (P/B)	4.65	4.53	4.35	4.13
EV/EBITDA	100.89	55.49	37.46	28.62

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	411	622	904	1303	营业收入	11.1%	51.4%	45.4%	44.1%
营业成本	288	434	625	885	营业利润	35.0%	102.2%	56.7%	36.6%
税金及附加	3	5	7	11	归属于母公司净利润	23.7%	107.7%	58.6%	32.8%
销售费用	6	7	9	13	获利能力				
管理费用	43	49	59	81	毛利率	30.0%	30.2%	30.8%	32.1%
研发费用	40	42	54	78	净利率	14.1%	19.3%	21.1%	19.4%
财务费用	-9	-6	-6	-9	ROE	2.7%	5.4%	8.2%	10.3%
资产减值损失	-6	-5	-6	-10	ROIC	1.1%	4.9%	7.5%	9.6%
营业利润	61	122	192	262	偿债能力				
营业外收入	0	1	1	1	资产负债率	15.0%	17.2%	24.3%	29.0%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	4.32	3.82	2.86	2.52
利润总额	60	123	193	263	营运能力				
所得税	4	9	13	21	应收账款周转率	2.74	3.06	3.05	3.04
净利润	56	114	179	242	存货周转率	2.01	2.34	2.34	2.35
归母净利润	58	120	190	253	总资产周转率	0.17	0.24	0.31	0.40
每股收益(元)	0.14	0.30	0.48	0.63	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.14	0.30	0.48	0.63
货币资金	247	237	369	459	每股净资产	5.45	5.60	5.82	6.13
交易性金融资产	866	866	866	866	估值比率				
应收票据及应收账款	180	250	378	530	PE	175.31	84.39	53.19	40.06
预付款项	3	3	6	8	PB	4.65	4.53	4.35	4.13
存货	152	219	315	438	现金流量表				
流动资产合计	1611	1730	2090	2459	净利润	56	114	179	242
固定资产	374	475	538	570	折旧和摊销	42	61	74	85
在建工程	419	328	265	220	营运资本变动	30	-67	43	-48
无形资产	97	98	98	99	其他	-15	-26	-29	-12
非流动资产合计	956	968	967	955	经营活动现金流净额	114	83	267	267
资产总计	2567	2699	3056	3414	资本开支	-257	-72	-72	-72
短期借款	0	0	0	0	其他	-202	41	36	26
应付票据及应付账款	343	406	665	885	投资活动现金流净额	-459	-30	-36	-46
其他流动负债	30	46	65	92	股权融资	1	0	0	0
流动负债合计	373	453	730	977	债务融资	0	0	0	0
其他	12	12	12	12	其他	-24	-63	-99	-131
非流动负债合计	12	12	12	12	筹资活动现金流净额	-23	-62	-99	-131
负债合计	385	464	742	989	现金及现金等价物净增加额	-369	-10	133	90
股本	400	400	400	400					
资本公积金	1128	1128	1128	1128					
未分配利润	537	577	640	724					
少数股东权益	2	-4	-16	-27					
其他	115	133	161	199					
所有者权益合计	2182	2234	2314	2425					
负债和所有者权益总计	2567	2699	3056	3414					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048