

其他电子零部件 III

中瓷电子 (003031.SZ)

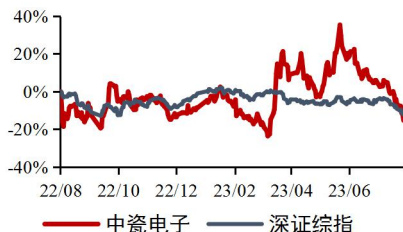
买入-B(首次)

光模块陶瓷双位数增长，精密陶瓷部件营收过千万

2023年8月27日

公司研究/动态分析

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月25日

收盘价(元):	92.97
总股本(亿股):	2.09
流通股本(亿股):	0.69
流通市值(亿元):	64.59

基础数据：2023年6月30日

每股净资产(元):	6.38
每股资本公积(元):	3.09
每股未分配利润(元):	1.21

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

事件描述：

2023年8月24日，公司发布2023年半年度报告。2023H1，公司实现收入7.0亿元，同比增长10.6%；实现归母净利润0.79亿元，同比增长1.18%。

事件点评：

➢ **光模块陶瓷外壳业务持续高增。**通信器件用电子陶瓷外壳包括光通信器件外壳、无线功率器件外壳、红外探测器外壳，公司在光通信领域，公司覆盖从2.5G到800G传输速率的光通信陶瓷器件，产品广泛应用于光纤骨干网、城域网、宽带接入、数据中心等场景。目前公司已完成800G光通信器件外壳设计开发，与海外技术水平相当，整体业务实现收入5.2亿元，同比+10.25%。

➢ **消费电子业务规模保持稳定。**消费电子陶瓷外壳及基板主要包括声表晶振类外壳、3D光传感器模块外壳、氮化铝陶瓷基板等，其中，氮化铝薄膜基板和薄厚膜复合基板可配套公司光通信器件外壳，已实现批量供货；滤波器产品覆盖SAW、BAW等器件，主要尺寸包含0806、1109、1411、1612、1814、2016等，产品覆盖面广泛，整体业务实现收入9,515万元，同比+0.11%。

➢ **公司突破半导体精密陶瓷零部件，推动关键设备零部件国产化。**公司已开发了精密陶瓷零部件用氧化铝、氮化铝核心材料和配套的金属化体系，建立了完善的精密陶瓷零部件制造工艺平台，开发的陶瓷加热盘产品核心技术指标已达到国际同类产品水平并通过用户验证，实现了关键零部件的国产化，已批量应用于国产半导体关键设备中。2023H1，公司精密陶瓷零部件新产品实现收入1,072万元，已超越2022年全年收入。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**由于上半年公司产品的下游行业处于需求淡季，且具有去库存等因素影响，造成整体下游领域需求有所波动；但2023年全年，各通信龙头均计划在AI领域加强投入，公司光通信器件产品有望受益。此外，公司在上半年精密陶瓷产品收入高增，已超过去年全年收入。基于上述原因，我们预计公司2023-2025年归母公司净利润2.24/3.25/4.57亿元，同比增长50.7%/45.0%/40.8%，对应EPS为1.07/1.55/2.19元，PE为87/60/43倍，首次覆盖给予“买入-B”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧的风险；下游需求变化的风险；技术泄密风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,014	1,305	1,731	2,324	3,092
YoY(%)	24.2	28.7	32.7	34.2	33.1
净利润(百万元)	122	149	224	325	457
YoY(%)	24.0	22.2	50.7	45.0	40.8
毛利率(%)	28.9	27.4	28.1	28.3	28.4
EPS(摊薄/元)	0.58	0.71	1.07	1.55	2.19
ROE(%)	10.8	11.8	15.1	18.0	20.2
P/E(倍)	159.8	130.8	86.8	59.8	42.5
P/B(倍)	17.2	15.5	13.1	10.8	8.6
净利率(%)	12.0	11.4	12.9	14.0	14.8

资料来源：最闻，山西证券研究所



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

## 目录

1. 中瓷电子：国内领先的电子陶瓷产品供应商.....	3
2. 整体经营情况稳定.....	3
3. 公司产品结构持续完善，有望实现国产替代.....	5
4. 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1： 公司营收及同比.....	4
图 2： 公司归母净利润及同比.....	4
图 3： 公司分产品收入（亿元）.....	4
图 4： 公司主要产品收入占比.....	4
图 5： 公司毛利率及净利率.....	5
图 6： 公司费用率.....	5
图 7： 公司通信器件用电子陶瓷外壳.....	5
表 1： 公司主要产品.....	3
表 2： 公司部分研发和生产项目.....	6

## 1. 中瓷电子：国内领先的电子陶瓷产品供应商

中瓷电子是国内领先的电子陶瓷产品供应商。公司成立于2009年，2021年上市。公司深耕电子陶瓷产品领域，积累了大量先进的技术，致力于为客户提供创新、高品质、有竞争力的电子陶瓷产品。公司先后推出光通信器件外壳、无线功率器件外壳、红外探测器外壳、大功率激光器外壳、声表晶振类外壳、3D光传感器模块外壳、氮化铝陶瓷基板、陶瓷元件、集成式加热器、激光雷达用陶瓷外壳、精密陶瓷零部件等系列化电子陶瓷产品。

表1：公司主要产品

类型	产品
通信器件用电子陶瓷外壳	光通信器件外壳、无线功率器件外壳、红外探测器外壳
工业激光器用电子陶瓷外壳	大功率激光器外壳、高导热陶瓷基板
消费电子陶瓷外壳及基板	声表晶振类外壳、3D光传感器模块外壳、氮化铝陶瓷基板
汽车电子件	陶瓷元件、集成式加热器、激光雷达用陶瓷外壳
精密陶瓷零部件	陶瓷加热盘、静电卡盘

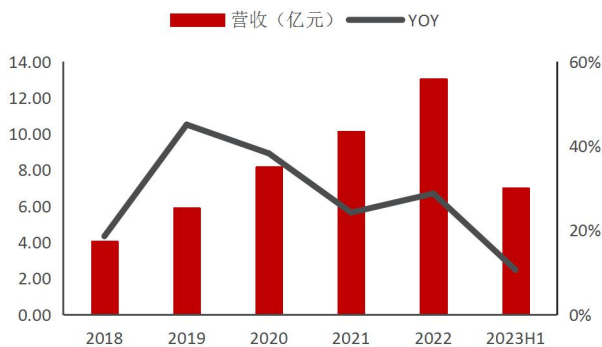
资料来源：公司2022年年报，山西证券研究所

公司具备核心技术领域自主知识产权，具备成熟的技术和工艺。公司具备电子陶瓷和金属化体系关键核心材料、半导体外壳设计仿真技术、多层陶瓷高温共烧关键技术三大核心技术领域自主知识产权。公司自主掌握三种陶瓷体系，拥有先进的设计手段和设计软件平台，建立了多套完善的加工、制造等工艺，不断推进自动化产线建设。

## 2. 整体经营情况稳定

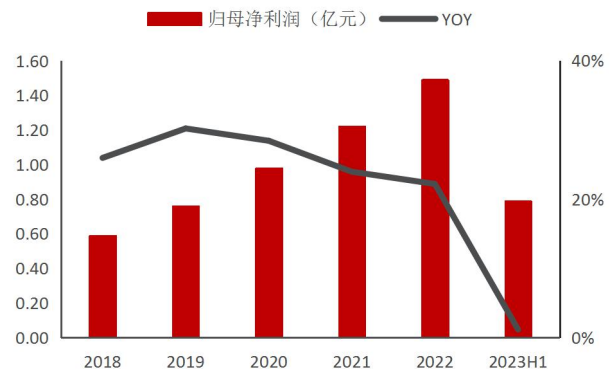
公司整体经营情况保持稳健。公司2023H1实现营7.0亿元，同比+10.6%；2018-2022年营收分别为4.07、5.90、8.16、10.14、13.05亿元，同比分别+18.59%、45.06%、38.23%、24.21%、28.72%。公司2023H1实现归母净利润0.79亿元，同比+1.18%；2018-2022年归母净利润分别为0.59、0.76、0.98、1.22、1.49亿元，同比分别+25.96%、30.21%、28.43%、23.96%、22.19%。

图 1：公司营收及同比



资料来源：wind，山西证券研究所

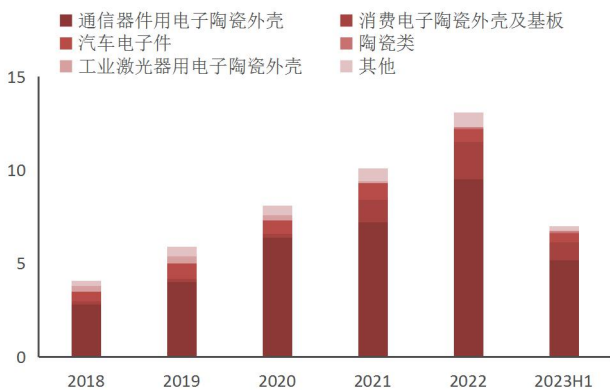
图 2：公司归母净利润及同比



资料来源：wind，山西证券研究所

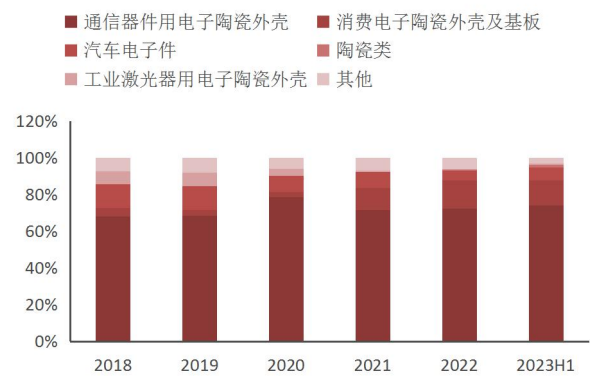
分产品来看，通信器件用电子陶瓷外壳和消费电子陶瓷外壳及基板占比逐渐提高。公司主要产品为通信器件用电子陶瓷外壳、消费电子陶瓷外壳及基板和汽车电子件。2023H1 公司通信器件用电子陶瓷外壳收入 5.2 亿元，消费电子陶瓷外壳及基板收入 0.95 亿元，汽车电子件收入 0.48 亿元。2018-2022 年，公司通信器件用电子陶瓷外壳收入分别为 2.8、4.0、6.4、7.2、9.5 亿元，消费电子陶瓷外壳及基板收入分别为 0.2、0.2、0.2、1.2、2.0 亿元，汽车电子件收入分别为 0.5、0.8、0.7、0.9、0.7 亿元。

图 3：公司分产品收入（亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

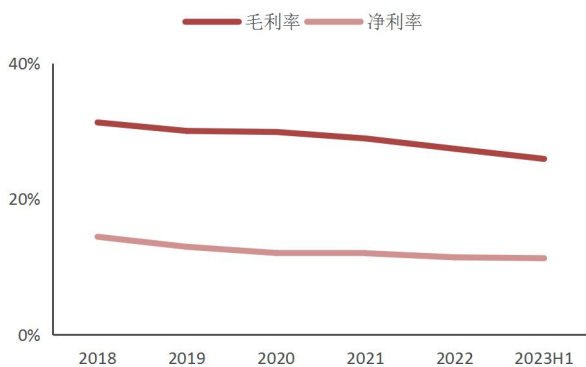
图 4：公司主要产品收入占比



资料来源：wind，山西证券研究所

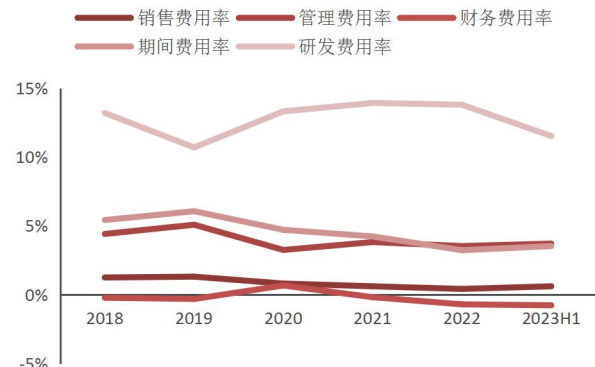
盈利能力方面，近年来公司毛利率和净利率略有下降。2023H1 公司毛利率 25.90%，净利率 11.26%；2018-2022 公司毛利率分别 31.27%、30.02%、29.87%、28.91%、27.39%，净利率分别 14.42%、12.94%、12.03%、12.00%、11.39%。费用率方面，公司期间费用率有所改善，研发费用率维持高位。2023H1 公司期间费用率为 3.52%，研发费用率为 11.51%。2018-2022 年期间费用率分别 5.41%、6.05%、4.70%、4.22%、3.22%，研发费用率分别 13.18%、10.68%、13.30%、13.91%、13.78%。

图 5：公司毛利率及净利率



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：公司费用率

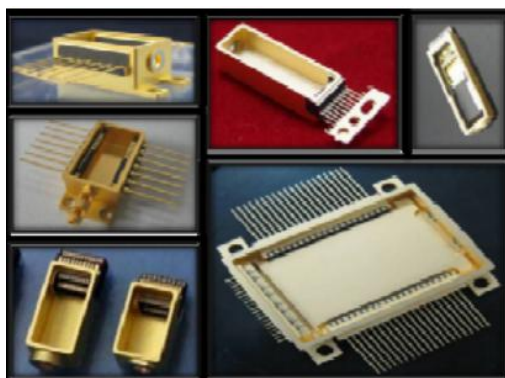


资料来源：wind，山西证券研究所

### 3. 公司产品结构持续完善，有望实现国产替代

公司积极完善产品结构，形成“通信器件陶瓷外壳+消费电子陶瓷外壳”的主力产品结构。公司稳定发展通信器件用外壳产品业务的主要业务，尤其是在光通信领域，公司电子陶瓷外壳产品竞争力较强，与多家世界知名的光通信生产厂家建立了良好的合作关系。公司大力发展具有高毛利的消费电子陶瓷外壳与基板。受益于消费电子智能终端的应用场景趋于多元化，消费类外壳和基板的需求逐步增大，叠加公司将低附加值的工业激光器用电子陶瓷外壳产能调整至消费电子及通信业务，公司消费类电子陶瓷外壳与基板业务收入不断增长，收入占比不断提高。此外，公司在 2022 年完成对精密陶瓷零部件的小批量生产。

图 7：公司通信器件用电子陶瓷外壳



资料来源：公司招股说明书、山西证券研究所

公司具备高端电子陶瓷外壳批量生产能力，有望打破国外垄断实现国产替代。公司深耕电子陶瓷领域多年，产品性能优越。以光通信器件外壳为例，公司目前具备设计开发 800Gbps 光通信器件外壳的能力，与国外同类产品技术水平相当。公司同时进行多个研发和生产项目，预计项目成功以后能够丰富公司产品种类，提升公司的研发和生产能力，进一步提高公司国际竞争力，目前不少项目已经取得阶段性的成果。此外，公司在不断推进自动化产线建设，提高产品的产能和供货能力，打破国外行业巨头的技术垄断和产品封锁，在高端电子陶瓷外壳层面实现国产替代。在陶瓷外壳系列产品方面，公司是国内少数能与国外龙头厂商进行竞争的厂商之一，是我国替代进口电子陶瓷外壳的主要代表企业。

表 2：公司部分研发和生产项目

项目名称	预计对公司未来发展的影响	项目进展
氮化铝多层薄膜基板研发及批量化生产	满足国内外用户高端光模块封装需求,丰富公司产品种类	已实现批量供货
Ku 波段小节距高可靠性外壳研发	为公司在小节距封装外壳领域奠定了技术基础和工艺基础,开拓 5G ODU Ku 波段封装产品领域	完成产品的设计和研发,实现小批量生产,性能达到了目标要求
数据中心光模块中非气密性封装 COB 热沉的研发	有利于提升公司批量生产 COB 热沉外壳的生产能力,拓展公司在光通讯数据中心领域业务	完成 COB 封装外壳的设计和工艺路线开发,完成了样品小批量交付并通过验证
5G 智能终端用 3D 光传感器模块外壳研发及产业化	促进公司紧跟国内智能终端市场需求、配合客户的产品升级步伐、开发符合用户要求产品,迅速占领市场	已实现批量供货
5G 通信用半导体材料和电子陶瓷材料关键技术-400G 光通信电子陶瓷外壳产品研发及产业化	开发高端光通信器件外壳,满足国内外用户高端 400G 光模块封装需求,提升公司研发水平	已实现批量供货

资料来源：公司 2022 年年报，山西证券研究所

## 4. 风险提示

行业竞争加剧的风险。目前高端电子陶瓷外壳市场主要被日本等国外企业占有，近年来国内企业在生产规模、技术水平等方面仍然与国外大厂商差距明显，我国高端电子陶瓷外壳多依赖进口。未来，在国外巨头、国内同行纷纷加大投入的格局下，如果公司不能持续保持技术领先和产品质量优势，将可能导致公司市场占有率下降。

下游需求变化的风险。电子陶瓷行业的需求被下游电子元器件及其模块生产产业的需求状况直接影响，其终端应用产业包括光通信、无线通信、工业激光、消费电子、汽车电子等。如果下游行业出现重大的市场突变或其他不可抗力因素，有可能对公司经营造成不利影响。

技术泄密风险。公司电子陶瓷外壳产品的生产依赖于公司特有的配方及生产工艺，是保持公司产品竞争优势的基础，若未来公司因各种原因出现技术泄密，可能损害公司的市场竞争力，进而可能对公司经营造成不利影响。

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1011	1116	1481	1879	2455
现金	126	236	335	450	599
应收票据及应收账款	269	362	475	648	846
预付账款	18	3	25	13	38
存货	259	308	437	559	764
其他流动资产	339	208	208	209	209
<b>非流动资产</b>	530	663	822	1037	1308
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	357	358	499	674	884
无形资产	16	18	18	18	18
其他非流动资产	157	288	304	345	407
<b>资产总计</b>	1542	1779	2302	2916	3764
<b>流动负债</b>	354	462	761	1050	1440
短期借款	0	0	153	231	370
应付票据及应付账款	319	416	549	743	973
其他流动负债	36	46	58	76	97
<b>非流动负债</b>	58	62	62	62	62
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	58	62	62	62	62
<b>负债合计</b>	412	524	823	1111	1502
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	149	209	209	209	209
资本公积	706	646	646	646	646
留存收益	274	401	625	950	1407
归属母公司股东权益	1129	1256	1480	1805	2262
<b>负债和股东权益</b>	1542	1779	2302	2916	3764

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	85	115	140	312	370
净利润	122	149	224	325	457
折旧摊销	41	45	48	71	100
财务费用	-2	-9	-9	-7	-7
投资损失	-5	-4	-4	-4	-4
营运资金变动	-75	-79	-119	-72	-176
其他经营现金流	3	14	-0	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-382	17	-202	-282	-366
<b>筹资活动现金流</b>	-32	-23	9	7	7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.71	1.07	1.55	2.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.55	0.67	1.49	1.77
每股净资产(最新摊薄)	5.40	6.01	7.08	8.63	10.82

**利润表(百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1014	1305	1731	2324	3092
营业成本	721	947	1245	1667	2213
营业税金及附加	3	5	7	9	12
营业费用	6	5	6	7	9
管理费用	39	46	52	65	87
研发费用	141	180	228	279	340
财务费用	-2	-9	-9	-7	-7
资产减值损失	-1	-5	-2	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	4	4	4	4
<b>营业利润</b>	124	146	222	323	455
营业外收入	6	5	5	5	5
营业外支出	8	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	122	149	225	326	458
所得税	0	0	1	1	1
<b>税后利润</b>	122	149	224	325	457
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	122	149	224	325	457
EBITDA	159	187	269	396	560

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.2	28.7	32.7	34.2	33.1
营业利润(%)	25.6	18.0	51.8	45.6	41.1
归属于母公司净利润(%)	24.0	22.2	50.7	45.0	40.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.9	27.4	28.1	28.3	28.4
净利率(%)	12.0	11.4	12.9	14.0	14.8
ROE(%)	10.8	11.8	15.1	18.0	20.2
ROIC(%)	10.1	10.9	13.2	15.6	17.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	26.7	29.4	35.7	38.1	39.9
流动比率	2.9	2.4	1.9	1.8	1.7
速动比率	1.8	1.4	1.2	1.1	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6
<b>估值比率</b>					
P/E	159.8	130.8	86.8	59.8	42.5
P/B	17.2	15.5	13.1	10.8	8.6
EV/EBITDA	119.9	102.8	71.5	48.4	34.2

资料来源：最闻、山西证券研究所



### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

