

业绩符合预期，新材料板块表现亮眼

——凯盛科技 2022 年中报点评

核心观点

- 整体业务继续向好，新材料与政府补助对冲电显业务下滑。**公司 22H1 收入/归母净利润达 26.3/0.99 亿，YoY-22.4%/+17.2%。毛利率为 16.4%，YoY+2.7pct。收入下滑，主要受消费电子行业不景气影响，公司电子显示业务出现业绩下滑。而净利润上升，主要得益于：1.新材料板块中的锆系产品以及球硅粉的放量，2.政府补助大幅提升，22H1 政府补助为 0.74 亿元，YoY+202.5%。公司 22H1 扣非净利润为 0.44 亿元，YoY-35.1%。而高毛利的新材料板块收入提升，低毛利的电显收入下降使得公司毛利率整体提升。展望未来，我们预计新材料板块将延续良好发展势头，UTG 二期部分产能土建已封顶预计 10 月启动净化装修，有望为明年业绩带来新增长点。
- 新材料板块亮点层出不穷。**传统材料如电熔氧化锆/硅酸锆价格依然保持在高位，虽然成本有所上涨，但盈利依然可观。22H1 启动球形材料年产 6000 吨的扩产计划，完成后，产能将达 1.4 万吨。年产 5000 吨的高纯合成二氧化硅项目成为市场关注焦点，中试线整体建设已完成，有望于 23 年底陆续投产，由于纯度能达到 6N-7N，且具有一定成本优势，预计将用于光伏/半导体领域。中试线相关产品已送下游验证，效果良好。未来公司的球形材料/活性锆/钛酸钡产品规模有望持续扩大。
- UTG 产能建设顺利。**UTG 二期项目土建已封顶，预计 10 月份启动净化装修。一次成型玻璃顺利的前提下，将可能减少部分减薄设备投资。目前 UTG 的良率持续提升，生产成本不断下降。一次成型的 UTG 的中试线已启动建设，如果此工艺获得成功，良率将大幅提升，对 UTG 行业意义深远，成本压降有较大促进作用。
- 电子显示业务低谷即将度过。**深圳国显 22H1 业绩下滑明显（收入/净利润 YoY-33%/-75%），笔记本/平板显示模组需求疲弱。据中商/华经产业研究院，22H1 中国平板/笔记本电脑出口量 6283/8835 万台，YoY-11.3%/-17.3%。行业一旦企稳，相关业务预计也将见底反弹。公司拥有较完整产业链布局，在成本控制、质量一致性、柔性生产、快速响应等方面依然有较强竞争优势。

盈利预测与投资建议

- 下修 22-24 年 EPS 至 0.24/0.45/0.58 元（原值 0.39/0.52/0.76 元），主要对 UTG 玻璃/电子显示业务做了下修，同时对新材料板块收入做了上修，参考可比公司估值水平，采用分部估值法分别给予 2023 年新材料板块/显示板块 24/24 倍 PE 的估值，对应目标价 10.27 元，维持“买入”评级。

风险提示

UTG 放量与价格不及预期，显示模组扩产不及预期，客户变动风险，政府补助波动

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,068	6,324	5,952	7,041	8,324
同比增长(%)	12.2%	24.8%	-5.9%	18.3%	18.2%
营业利润(百万元)	207	283	325	617	809
同比增长(%)	39.8%	36.6%	14.9%	89.8%	31.1%
归属母公司净利润(百万元)	121	157	184	345	447
同比增长(%)	25.1%	30.4%	16.8%	87.6%	29.5%
每股收益(元)	0.16	0.21	0.24	0.45	0.58
毛利率(%)	15.0%	16.5%	15.8%	19.1%	20.3%
净利率(%)	2.4%	2.5%	3.1%	4.9%	5.4%
净资产收益率(%)	4.8%	6.1%	6.8%	11.7%	13.4%
市盈率	62.3	47.8	40.9	21.8	16.8
市净率	3.0	2.8	2.7	2.4	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年09月15日）	9.85 元
目标价格	10.27 元
52 周最高价/最低价	13.96/6.59 元
总股本/流通 A 股（万股）	76,388/76,388
A 股市值（百万元）	7,524
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022 年 09 月 17 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-8.46	-13.29	-7.69	-6.61
相对表现	-8.86	-7.75	3.47	17.77
沪深 300	0.4	-5.54	-11.16	-24.38



证券分析师

黄骥	021-63325888*6074 huangji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520030001
蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
余斯杰	yusjie@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521120002

相关报告

新材料百花齐开，UTG 静待结果：——凯 2022-03-30
盛科技首次覆盖报告

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) **调整新材料板块收入与利润：**考虑电熔氧化锆以及硅酸锆 2022 年依然高速放量，经营情况超预期，同时 22H1 球形材料扩产启动，高纯合成二氧化硅中试线建设完成未来仍有进展。新材料增长点众多，小幅上调 2022-2024 年新材料板块收入至 16.3、17.9、19.6 亿元（原预测 2022-2024 年收入 16.2、16.9、18.0 亿元）。考虑原材料成本有所提升，小幅下调毛利率至 25.3%、27.8%、30.3%（原预测 2022-2024 年毛利率 25.5%、28.1%、30.6%）。
- 2) **调整显示业务收入与利润：**考虑消费电子行业景气度下滑，深圳国显业绩下滑幅度明显，我们下调 2022-2024 年显示业务收入为 42.2、51.3、62.2 亿元（原预测 2022-2024 年收入为 55.4、78.9、103.0 亿元）。考虑原料成本有所提升，小幅下调 2022 年毛利率至 11.9%；考虑 2023-2024 年新产品 UTG 有望放量，上调 2023-2024 年毛利率至 15.9%、17.0%（原预测 2022-2024 年毛利率为 15.4%、15.6%、16.2%）。
- 3) **调整其他业务收入与利润：**参考上半年其他业务收入毛利数据，调整 2022-2024 年收入为 1.0、1.2、1.4 亿元（原预测 2022-2024 年收入为 0.8、0.8、0.9 亿元），调整 2022-2024 年毛利率为 25.0%、25.0%、25.0%（原预测 2022-2024 年毛利率为 25.6%、25.6%、25.6%）。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元(标注除外)	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
分产品盈利预测						
新材料业务						
销售收入	1,622.3	1,689.5	1,797.9	1,632.4	1,789.1	1,960.9
变动幅度				0.6%	5.9%	9.1%
毛利率	25.5%	28.1%	30.6%	25.3%	27.8%	30.3%
变动幅度				-0.2%	-0.3%	-0.3%
显示业务						
销售收入	5,536.0	7,888.5	10,302.0	4,219.1	5,132.2	6,222.9
变动幅度				-23.8%	-34.9%	-39.6%
毛利率	15.4%	15.6%	16.2%	11.9%	15.9%	17.0%
变动幅度				-3.5%	0.3%	0.8%
其他业务						
销售收入	80.1	83.3	86.7	100.0	120.0	140.0
变动幅度				24.8%	44.1%	61.5%
毛利率	25.6%	25.6%	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%
变动幅度				-0.6%	-0.6%	-0.6%
合计						
销售收入合计	7,238.4	9,661.4	12,186.5	5,951.5	7,041.3	8,323.9
变动幅度				-17.8%	-27.1%	-31.7%
综合毛利率	17.8%	17.9%	18.4%	15.8%	19.1%	20.3%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

变动幅度
-2.0%
1.2%
1.9%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,238.4	9,661.4	12,186.5	5,951.5	7,041.3	8,323.9
变动幅度				-17.8%	-27.1%	-31.7%
营业利润	439.0	562.0	802.0	325.2	617.0	808.6
变动幅度				-25.9%	9.8%	0.8%
归属母公司净利润	298.0	396.0	578.0	183.9	344.9	446.8
变动幅度				-38.3%	-12.9%	-22.7%
每股收益（元）	0.39	0.52	0.76	0.24	0.45	0.58
变动幅度				-38.3%	-13.2%	-23.0%
毛利率(%)	17.8%	17.9%	18.4%	15.8%	19.1%	20.3%
变动幅度				-2.0%	1.2%	1.9%
净利率(%)	4.1%	4.1%	4.7%	3.1%	4.9%	5.4%
变动幅度				-1.0%	0.8%	0.7%

数据来源：Wind，东方证券研究所

投资建议

我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.84、3.45、4.47 亿，EPS 分别为 0.24、0.45、0.58 元。2022-2024 年新材料业务分别贡献归母净利 1.93、1.69、1.82 亿，显示业务分别贡献归母净利-0.25、1.58、2.44 亿，其他业务分别贡献归母净利 0.15、0.18、0.21 亿。考虑 2022 年疫情影响业绩有所波动，2023 年 UTG 等新产品有望加速放量，考虑以 2023 年为准进行分部估值。

新材料业务选择可比公司菲利华(石英材料龙头)、北方稀土(新材料龙头)、国瓷材料(新材料龙头)、联瑞新材(球形硅微粉龙头)、石英股份(高纯石英砂龙头)，2023 年平均 24 倍 PE 估值。我们认同同行可比公司的估值水平，给予公司新材料板块业务 24 倍 PE 估值水平。

显示业务选择可比公司长信科技(UTG 业务取得突破的另一家内资企业)、联创电子(触控显示屏龙头)、洛阳玻璃(中建材旗下特种玻璃龙头)、瑞联新材(液晶材料厂商)、沃格光电(光电玻璃龙头)，2023 年平均 21 倍 PE 估值。考虑公司 2024 年显示业务归母净利润增速有望达 54.2%，高于可比公司平均水平 42.6%，给予公司显示板块业务 20%估值溢价，对应 24 倍 PE 估值水平。

我们用分部估值法分别对新材料和显示板块业务进行估值，两者合理市值分别为 40.5 亿元和 38.0 亿元，合计 78.4 亿元，对应目标价 10.27 元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

代码	公司	最新股价	EPS				PE		EPS 增速	
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
2022-09-15										
新材料业务可比公司估值							54.7	38.7	23.6	27.9%
300395.SZ	菲利华	60.12	0.73	1.02	1.43	1.92	82.3	59.1	42.1	34.6%
600111.SH	北方稀土	30.01	1.41	1.81	2.16	2.48	21.3	16.6	13.9	14.7%
300285.SZ	国瓷材料	31.57	0.79	0.95	1.26	1.56	39.9	33.1	25.0	24.1%
688300.SH	联瑞新材	83.97	2.01	2.60	3.55	4.44	41.8	32.3	23.6	25.0%
603688.SH	石英股份	121.37	0.78	2.39	5.45	7.73	156.1	50.8	22.3	41.7%
显示业务可比公司估值							32.1	35.5	20.3	42.6%
300088.SZ	长信科技	6.62	0.37	0.38	0.48	0.56	18.0	17.5	13.8	16.7%
002036.SZ	联创电子	15.26	0.11	0.30	0.52	0.78	144.2	51.1	29.2	48.3%
600876.SH	洛阳玻璃	21.99	0.41	0.59	0.96	1.52	53.7	37.2	22.9	58.2%
688550.SH	瑞联新材	60.41	2.44	3.30	4.27	5.19	24.7	18.3	14.1	21.4%
603773.SH	沃格光电	15.06	-0.17	0.19	0.63	1.11	(89.2)	79.3	23.9	76.2%

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

表 4：2023 年分部业绩拆分及其估值

		新材料业务	显示业务	其他	合计	
收入	百万	1,789.1	5,132.2	120.0	7,041.3	
成本	百万	1,291.9	4,314.2	90.0	5,696.1	
费用	百万	143.1	613.9	9.6	766.6	
归母净利	百万	168.6	158.2	18.1	344.9	
可比公司估值	倍	24	24	0	22.7	
合理市值	亿元	40.5	38.0	0.0	78.4	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

UTG 放量与价格不及预期：目前 UTG 主要下游客户与供应商均签有排他协议，对新进入者有一定壁垒。目前公司实现了技术突破，但如果没有明确的进入下游客户名单，则未来产品放量存在不确定性。当前尚无国产 UTG 正式面世，产品实际价格也存在不确定性。UTG 销量和价格都将对未来公司业绩产生一定影响。

显示模组扩产不及预期：目前深圳国显依然是公司收入的最主要来源。其扩产项目未来也将成为未来公司业绩增长的重要增量，如果显示模组扩产不及预期则未来公司业绩增长将受到较大影响。

客户变动风险：公司显示模组占收入占比较高，且近几年来奉行大客户战略，客户相对集中，2019-2021 年公司前五名客户收入占比分别为 52.0%、56.6%、40.8%。一旦客户出现变动，将对公司收入和利润造成较大影响。

政府补助波动：近几年来政府补助占公司利润比重不可忽视，2019-2021 年政府补助贡献归母净利润比例分别为 77.2%、94.7%、61.1%。考虑每年政府补助均有一定不确定性，政府补助的波动将对公司利润带来显著的影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	857	640	714	704	666	营业收入	5,068	6,324	5,952	7,041	8,324
应收票据、账款及款项融资	1,664	1,574	970	1,084	1,207	营业成本	4,306	5,282	5,012	5,696	6,634
预付账款	221	226	208	246	275	营业税金及附加	21	33	31	37	43
存货	1,740	1,746	1,754	2,051	2,455	销售费用	83	104	98	115	136
其他	160	137	109	114	123	管理费用及研发费用	366	480	452	514	607
流动资产合计	4,642	4,323	3,756	4,200	4,725	财务费用	183	127	117	138	156
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	56	140	48	55	73
固定资产	1,915	2,010	2,939	3,797	4,468	公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
在建工程	278	281	445	434	371	投资净收益	(2)	(3)	0	0	0
无形资产	415	443	427	411	396	其他	154	127	130	130	135
其他	283	322	258	261	261	营业利润	207	283	325	617	809
非流动资产合计	2,891	3,056	4,069	4,904	5,495	营业外收入	3	1	0	0	0
资产总计	7,533	7,379	7,825	9,104	10,220	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	1,723	1,385	1,904	2,547	2,852	利润总额	209	282	325	617	809
应付票据及应付账款	1,387	1,287	1,103	1,139	1,194	所得税	22	34	42	86	121
其他	1,044	617	613	681	750	净利润	188	248	283	531	687
流动负债合计	4,153	3,290	3,619	4,367	4,796	少数股东损益	67	91	99	186	241
长期借款	477	1,022	1,022	1,022	1,022	归属于母公司净利润	121	157	184	345	447
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.16	0.21	0.24	0.45	0.58
其他	92	111	22	22	22						
非流动负债合计	569	1,133	1,043	1,043	1,043	主要财务比率					
负债合计	4,722	4,422	4,662	5,410	5,840		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	277	291	390	576	817	成长能力					
实收资本(或股本)	764	764	764	764	764	营业收入	12.2%	24.8%	-5.9%	18.3%	18.2%
资本公积	960	970	970	970	970	营业利润	39.8%	36.6%	14.9%	89.8%	31.1%
留存收益	811	930	1,038	1,383	1,830	归属于母公司净利润	25.1%	30.4%	16.8%	87.6%	29.5%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,811	2,956	3,163	3,693	4,381	毛利率	15.0%	16.5%	15.8%	19.1%	20.3%
负债和股东权益总计	7,533	7,379	7,825	9,104	10,220	净利率	2.4%	2.5%	3.1%	4.9%	5.4%
						ROE	4.8%	6.1%	6.8%	11.7%	13.4%
						ROIC	6.4%	6.2%	6.4%	9.3%	10.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	62.7%	59.9%	59.6%	59.4%	57.1%
净利润	188	248	283	531	687	净负债率	78.3%	71.6%	79.4%	85.7%	80.1%
折旧摊销	97	139	128	172	211	流动比率	1.12	1.31	1.04	0.96	0.99
财务费用	183	127	117	138	156	速动比率	0.68	0.74	0.51	0.44	0.42
投资损失	2	3	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(214)	2	431	(434)	(543)	应收账款周转率	3.7	5.1	5.6	6.8	7.2
其它	(127)	(26)	24	55	73	存货周转率	2.4	2.8	2.6	2.7	2.7
经营活动现金流	127	493	983	461	585	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
资本支出	(457)	(224)	(1,202)	(1,002)	(802)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.16	0.21	0.24	0.45	0.58
其他	148	3	(5)	(5)	0	每股经营现金流	0.17	0.64	1.29	0.60	0.77
投资活动现金流	(308)	(221)	(1,207)	(1,007)	(802)	每股净资产	3.32	3.49	3.63	4.08	4.67
债权融资	335	59	(26)	30	30	估值比率					
股权融资	0	11	0	0	0	市盈率	62.3	47.8	40.9	21.8	16.8
其他	157	(442)	325	506	149	市净率	3.0	2.8	2.7	2.4	2.1
筹资活动现金流	492	(372)	299	536	179	EV/EBITDA	21.0	18.7	18.0	11.1	8.7
汇率变动影响	(8)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	26.3	25.0	23.2	13.6	10.6
现金净增加额	303	(100)	74	(10)	(38)						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn