

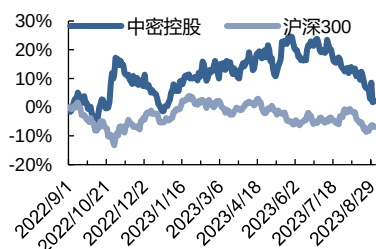
中报点评：短期扰动不改核心逻辑，期待 H2 恢复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-01

收盘价（元）	39.35
近 12 个月最高/最低（元）	47.6/29.38
总股本（百万股）	208
流通股本（百万股）	198
流通股比例（%）	95%
总市值（亿元）	80.4
流通市值（亿元）	76.6

公司价格与沪深 300 指数走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

主要观点：

● 事件概况

中密控股于 2023 年 8 月 29 日发布 2023 年半年报。公司 2023 年 H1 实现营收 6.13 亿元，同比+6.94%，公司营收规模持续增长。

● H1 净利率相比 22 年提升 0.83pct，Q2 毛利受交付及原材料影响略降

公司 2023H1 实现营业收入 6.13 亿元，同比+6.94%，实现归母净利润 1.61 亿元，同比+6.92%。单季度来看，公司 Q2 实现营收 3.26 亿元，同比+5.61%，H1 公司增量业务方面化工项目较多，执行复杂且周期长的国际业务订单增加导致干气密封产品交付量有所下降，存量业务收入增长明显，带来机械密封板块收入增长。

利润层面，H1 实现毛利率 51.19%，同比-1.58pct，Q2 毛利率 48.71% 环比-5.29pct，主要系机械密封板块天然气长输管线市场竞争异常激烈导致部分增量业务项目毛利率低于往年，橡塑密封板块进口原材料的持续涨价影响毛利，特种阀门因 H1 需求不够旺盛市场竞争激烈，毛利承压。H1 净利率达 26.31%，相比 2022 年提升 0.83pct，公司净利率基本稳定。

● 在手订单充足，持续投入研发突破高端领域，核电进口替代持续前进

H1 公司合同负债达 5880 万元同比+59.34%，公司在手订单充足，设计及生产制造环节始终保持超负荷状态。

H1 公司投入研发 3583 万元，同比+32.64%，研发费用率达 5.84%，公司在研项目总计 79 项，两项课题为国家重点研发项目，多项项目取得关键进展，持续提升公司核心竞争力。

H1 公司首个核主泵静压轴封完成第一个商运服役周期，运转期间性能稳定、指标合格，公司已取得中广核集团、中核集团等多个机组订单，中标宁德核电主泵项目，交付中广核多个机组的核二、三级泵机械密封。核电领域全面替代进口工作持续高速前进，核电领域对安全性要求极高，产品生产节奏较慢、执行周期长，公司凭借技术优势市场开拓进展顺利，未来数年核电领域有望成为公司利润增长的有利支撑。

● 紧跟“一带一路”开拓国际市场，未来可期

H1 公司紧跟国家“一带一路”战略开拓国际市场，新签订单远超去年同期，海外市场营收近 5000 万，与多个海外终端客户、主机厂首次建立合作，与苏尔寿德国签订首个合同，首次配套德国雷仕泵业等。2022 年公司组建海外市场本土化销售团队，2023H1 参展多个海外重要展会，不断提升品牌知名度，未来公司国际业务有望保持高速增长。

● 盈利预测、估值及投资评级

我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.1/16.6/19.4 亿元，同比增速分别为 16.2%/17.3%/17.1%，2023-2025 年归母净利润 3.66/4.38/5.22 亿元，同比增速分别为 18.5%/19.5%/19.1%。以当前总股本计算的摊薄 EPS 为 1.76/2.1/2.51 元。公司当前股价对 2023-2025 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 22/18/15 倍。考虑公司作为国内机械密封龙头，技术竞争实力强劲，维持“买入”评级。

重要财务指标预测

单位：百万元

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,215	1,412	1,656	1,940
收入同比 (%)	7.3%	16.2%	17.3%	17.1%
归属母公司净利润	309	366	438	522
净利润同比 (%)	7.6%	18.5%	19.5%	19.1%
毛利率 (%)	51.3%	52.2%	52.8%	53.4%
ROE (%)	13.0%	12.9%	13.6%	14.1%
每股收益 (元)	1.51	1.76	2.10	2.51
PE	25.66	21.94	18.35	15.42
PB	3.37	2.83	2.49	2.18
EV/EBITDA	19.74	14.27	11.15	8.98

资料来源：wind，华安证券研究所

● 风险提示

1) 下游产能建设不及预期；2) 产品研发不及预期；3) 并购公司业绩整合不及预期。

财务报表与盈利预测:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,133	2,774	3,328	3,823	营业收入	1,215	1,412	1,656	1,940
现金	251	1,406	1,769	2,049	营业成本	591	675	782	904
应收账款	587	651	783	917	营业税金及附加	14	16	19	22
其他应收款	11	13	15	17	销售费用	115	134	157	184
预付账款	10	12	13	15	管理费用	93	106	124	146
存货	328	382	438	506	财务费用	(6)	(1)	(2)	(2)
其他流动资产	1	1	1	2	资产减值损失	(12)	(12)	(12)	(12)
非流动资产	647	803	885	982	公允价值变动收益	(0)	1	1	1
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	18	18	18	18
固定资产	219	219	245	269	营业利润	356	416	497	592
无形资产	147	286	338	423	营业外收入	0	7	8	10
其他非流动资产	36	32	37	43	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2,781	3,577	4,213	4,805	利润总额	355	422	504	600
流动负债	365	666	911	1,037	所得税	46	55	66	79
短期借款	12	0	0	0	净利润	310	367	438	522
应付账款	156	174	202	233	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	4	5	6	7	归属母公司净利润	309	366	438	522
非流动负债	25	70	70	70	EBITDA	395	465	562	667
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.51	1.76	2.10	2.51
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	390	736	981	1,107	主要财务比率				
少数股东权益	4	4	4	4	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	208	208	208	208	成长能力				
资本公积	859	859	859	859	营业收入	7.34%	16.23%	17.33%	17.13%
留存收益	1,284	1,582	1,938	2,361	营业利润	7.28%	16.77%	19.51%	19.04%
归属母公司股东权					归属于母公司净利润	7.59%	18.49%	19.53%	19.06%
益	2,387	2,837	3,228	3,693	获利能力				
负债和股东权益	2,781	3,577	4,213	4,805	毛利率(%)	51.34%	52.18%	52.80%	53.40%
					净利率(%)	25.48%	25.97%	26.46%	26.89%
					ROE(%)	12.96%	12.92%	13.57%	14.12%
					ROIC (%)	32.58%	21.76%	21.63%	30.50%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	14.04%	20.57%	23.29%	23.05%
					净负债比率 (%)	-40.65%	-58.15%	-62.36%	-62.08%
					流动比率	5.84	4.17	3.65	3.69
					速动比率	4.94	3.59	3.17	3.20
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.44	0.43	0.43
					应收账款周转率	2.24	2.28	2.31	2.28
					应付账款周转率	8.18	8.56	8.82	8.93
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.51	1.76	2.10	2.51
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.28	3.48	2.53	2.29
					每股净资产(最新摊薄)	11.46	13.63	15.50	17.74
					估值比率				
					P/E	25.7	21.9	18.4	15.4
					P/B	3.4	2.8	2.5	2.2
					EV/EBITDA	19.74	14.27	11.15	8.98

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业14年，曾多次获得新财富分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持——未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性——未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持——未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入——未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持——未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性——未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持——未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出——未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级——因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。