

中密控股 (300470.SZ)

买入

2023 年三季报点评：国际业务保持高速增长，盈利能力有望企稳回升

核心观点

2023 年前三季度收入同比增长 9.28%，归母净利润同比增长 3.90%。公司 2023 年前三季度实现营收 9.89 亿元，同比增长 9.28%；归母净利润 2.48 亿元，同比增长 3.90%。单季度看，2023 年第三季度实现营收 3.76 亿元，同比增长 13.33%；归母净利润 0.87 亿元，同比下降 1.25%。2023 年前三季度公司毛利率/净利率分别为 50.22%/25.13%，同比变动-1.68/-1.30 个 pct；2023 年第三季度毛利率/净利率分别为 48.65%/23.20%，同比变动-1.75/-3.43 个 pct，三季度盈利能力下降主要系：1) 毛利率较低的增量业务占比较高；2) 增量业务毛利率下降主要系一国际项目订单因竞争激烈毛利率较低。费用端，2023 年前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.38%/7.49%/5.90%/-0.14%，同比变动-0.03/-0.56/+1.40/+0.43 个 pct，公司持续加大研发投入。

公司盈利能力未来有望持续向上。增量业务方面，预计增量业务的毛利率会逐步回升，主要系：1) 增量业务的毛利率和整体经济形势紧密相关，当整体经济形势不好时，下游需求减少，竞争较为激烈，增量业务毛利率降低，目前经济逐步复苏，增量业务毛利率有望企稳回升；2) 公司增量业务的增长主要来自于国际业务和核电业务，国际业务和核电业务的高毛利也会带动增量业务整体毛利率的提升。**存量业务方面**，整体毛利率稳定且高于增量业务。此外，预期未来存量业务占比恢复之前比例。

国际业务保持高速增长，核电国产化进程加速。国际业务方面，国际业务发展势头强劲，新签订单远超去年同期，三季度营业收入创单季度历史新高。毛利率方面，从公司取得的订单来看，国际市场增量业务整体毛利率比国内市场增量业务整体毛利率略高。存量国际业务方面，由于公司目前国际市场存量业务少，数据参考性较低，但公司分析国际市场存量业务的整体毛利率应当也会略高于国内。**核电业务方面**，公司首个核主泵静压轴封完成第一个商运服役周期，指标合格，已取得多个新的核主泵密封、二三级泵密封订单。目前核电密封国产化的决心和力度很大，国产化推进进入正常备件采购阶段，三季度由于核电业务的执行复杂程度和执行周期较长，公司核电业务整体交付较慢，但预期未来仍会保持快速增长。

风险提示：石化领域投资不及预期；国际业务突破不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：考虑到宏观经济形式以及前三季度增量业务占比较高，我们小幅下调 2023-25 年归母净利润至 3.40/4.10/4.99 亿元（前值为 3.61/4.39/5.25），对应 PE 24/20/17 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,132	1,215	1,354	1,568	1,828
(+/-%)	22.4%	7.3%	11.5%	15.8%	16.6%
净利润(百万元)	287	309	340	410	499
(+/-%)	36.3%	7.6%	9.8%	20.6%	21.8%
每股收益(元)	1.38	1.49	1.63	1.97	2.40
EBIT Margin	27.3%	28.0%	26.7%	27.7%	28.8%
净资产收益率 (ROE)	12.7%	13.0%	12.8%	13.7%	14.8%
市盈率 (PE)	28.9	26.8	24.4	20.3	16.6
EV/EBITDA	25.0	22.5	22.4	18.2	15.6
市净率 (PB)	3.68	3.48	3.11	2.77	2.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

联系人：年亚颂

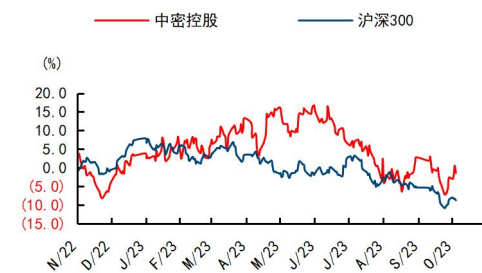
0755-81981159

nianyasong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	39.09 元
总市值/流通市值	8137/7752 百万元
52 周最高价/最低价	47.77/36.50 元
近 3 个月日均成交额	37.12 百万元

市场走势

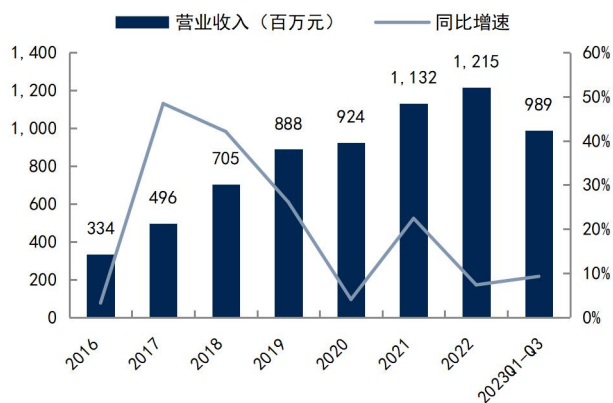


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

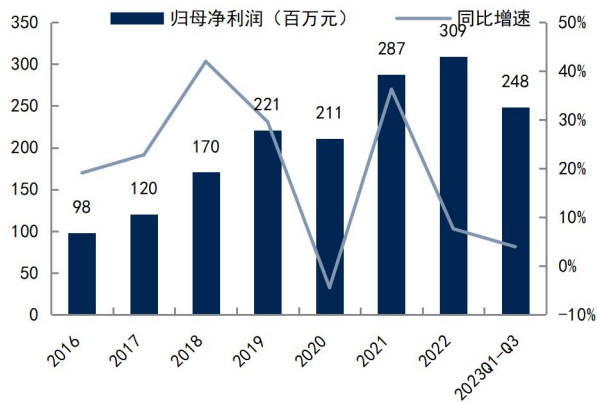
- 《中密控股 (300470.SZ) - 2023 半年报点评：公司经营稳健，国际业务有望保持高速增长》——2023-09-05
- 《中密控股 (300470.SZ) - 2022 年报&2023 一季报点评：公司经营稳健，核电、国际业务支撑未来增长》——2023-05-03
- 《中密控股 (300470.SZ) - 2022 半年报点评：增量业务短期承压，存量业务支撑业绩同比增长 8.97%》——2022-08-28
- 《中密控股 (300470.SZ) - 2021 年报&2022 一季报点评：公司经营稳健，核电+油气输送支撑未来业绩增长》——2022-04-28

图1: 中密控股 2023Q1-Q3 营收同比+9.28%



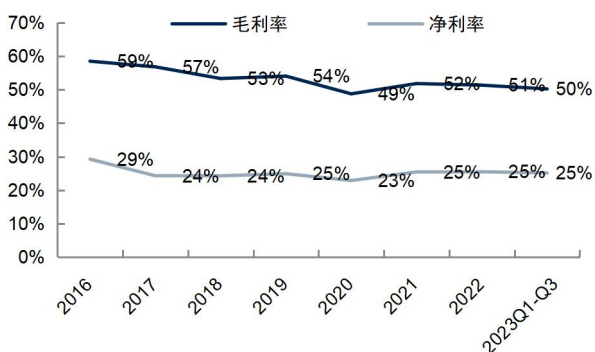
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中密控股 2023Q1-Q3 归母净利润+3.90%



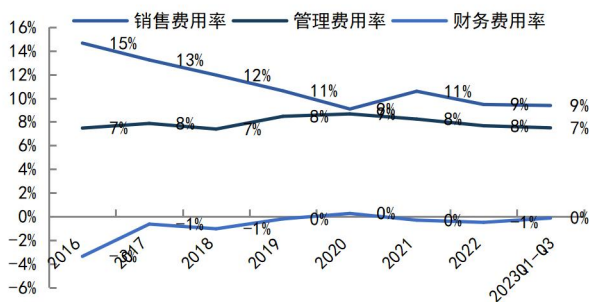
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 中密控股盈利能力较为稳定



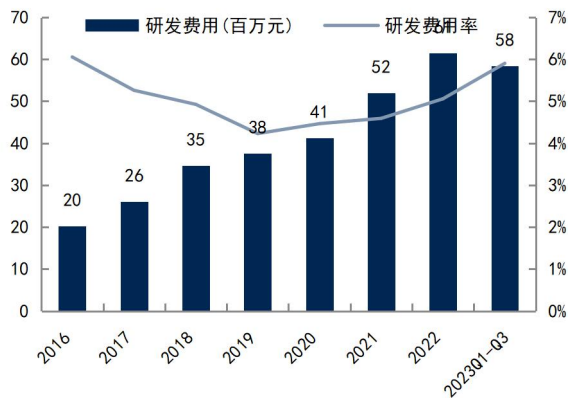
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 中密控股期间费用稳定



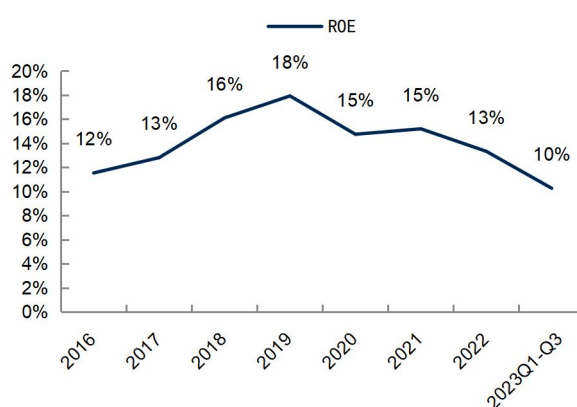
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 中密控股研发费用维持高位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 中密控股 ROE 稳定



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

证券简称	投资评级	总市值 (亿元)	收盘价	EPS				PE			
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
恒立液压	买入	742.55	55.38	2.06	1.75	1.96	2.31	26.88	31.65	28.26	23.97
江苏神通	未评级	50.20	9.89	0.45	0.61	0.60	0.77	21.98	16.21	16.37	12.86
							平均值	24.43	23.93	22.31	18.42
中密控股	买入	82.94	39.84	1.38	1.49	1.74	2.11	28.85	26.81	22.94	18.90

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注: 未评级公司系 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	429	251	480	602	1135	营业收入	1132	1215	1354	1568	1828
应收款项	538	615	682	561	583	营业成本	545	591	671	761	865
存货净额	315	328	371	431	487	营业税金及附加	13	14	16	18	21
其他流动资产	233	208	268	253	250	销售费用	120	115	127	147	172
流动资产合计	2037	2133	2532	2579	3186	管理费用	93	93	107	125	147
固定资产	248	269	263	270	283	研发费用	52	61	72	83	97
无形资产及其他	158	147	142	137	132	财务费用	(4)	(6)	(7)	(11)	(21)
投资性房地产	215	221	221	221	221	投资收益	18	18	16	17	17
长期股权投资	11	10	14	15	16	资产减值及公允价值变动	6	12	7	8	9
资产总计	2669	2781	3172	3222	3837	其他收入	(56)	(82)	(72)	(83)	(97)
短期借款及交易性金融负债	11	12	80	12	12	营业利润	332	356	391	471	573
应付款项	187	191	162	150	222	营业外净收支	(0)	(1)	0	0	0
其他流动负债	176	162	238	41	202	利润总额	332	355	391	471	573
流动负债合计	374	365	480	203	436	所得税费用	44	46	52	62	75
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	(1)	(1)	(1)
其他长期负债	35	25	25	26	23	归属于母公司净利润	287	309	340	410	499
长期负债合计	35	25	25	26	23	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	409	390	506	228	459	净利润	287	309	340	410	499
少数股东权益	3	4	3	3	2	资产减值准备	(2)	13	4	1	1
股东权益	2256	2387	2663	2991	3376	折旧摊销	40	45	32	34	36
负债和股东权益总计	2669	2781	3172	3222	3837	公允价值变动损失	(6)	(12)	(7)	(8)	(9)
						财务费用	(4)	(6)	(7)	(11)	(21)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(597)	(79)	(119)	(133)	157
每股收益	1.38	1.49	1.63	1.97	2.40	其它	3	(13)	(4)	(1)	(1)
每股红利	0.16	0.44	0.30	0.39	0.55	经营活动现金流	(276)	264	246	302	683
每股净资产	10.84	11.46	12.79	14.37	16.22	资本开支	0	(76)	(18)	(29)	(36)
ROIC	21%	21%	21%	22%	28%	其它投资现金流	(388)	(207)	0	0	0
ROE	13%	13%	13%	14%	15%	投资活动现金流	(388)	(283)	(22)	(29)	(37)
毛利率	52%	51%	50%	51%	53%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	27%	28%	27%	28%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	32%	29%	30%	31%	支付股利、利息	(33)	(92)	(63)	(82)	(114)
收入增长	22%	7%	11%	16%	17%	其它融资现金流	397	26	68	(69)	0
净利润增长率	36%	8%	10%	21%	22%	融资活动现金流	332	(159)	5	(150)	(113)
资产负债率	15%	14%	16%	7%	12%	现金净变动	(332)	(177)	229	122	532
息率	0.4%	1.1%	0.8%	1.0%	1.4%	货币资金的期初余额	761	429	251	480	602
P/E	28.9	26.8	24.4	20.3	16.6	货币资金的期末余额	429	251	480	602	1135
P/B	3.7	3.5	3.1	2.8	2.5	企业自由现金流	0	187	208	249	614
EV/EBITDA	25.0	22.5	22.4	18.2	15.6	权益自由现金流	0	213	282	190	632

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032