

戈碧迦 (835438)

国内光学玻璃先锋，微晶玻璃高速增长

投资评级 (暂无)

2024年03月24日

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	429.38	808.34	805.87	948.26	1,055.50
同比	11.54%	88.26%	-0.31%	17.67%	11.31%
归母净利润 (百万元)	45.83	104.21	120.08	152.32	170.71
同比	-8.89%	127.37%	15.23%	26.85%	12.07%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.33	0.75	0.87	1.10	1.23
P/E (现价&最新摊薄)	30.16	13.27	11.51	9.08	8.10

证券分析师 朱洁羽
 执业证书: S0600520090004
 zhujiayu@dwzq.com.cn
证券分析师 马天翼
 执业证书: S0600522090001
 maty@dwzq.com.cn
证券分析师 易申申
 执业证书: S0600522100003
 yishsh@dwzq.com.cn
研究助理 钱尧天
 执业证书: S0600122120031
 qianyt@dwzq.com.cn
研究助理 薛路熹
 执业证书: S0600123070027
 xuelx@dwzq.com.cn

投资要点

国内光学玻璃领先的制造商，迎来业绩爆发：公司专注于光学玻璃及特种功能玻璃的配方、熔炼等核心技术，并已成为国内主要光学玻璃及特种功能玻璃生产商之一。公司成功开发了纳米微晶玻璃、防辐射玻璃、耐高温高压玻璃等新产品，服务于智能手机、医疗、核工业等多个行业。公司是国内光学玻璃产品头部企业，获“国家知识产权优势企业”、“湖北省企业技术中心”、“湖北省光电玻璃工程技术研究中心”等称号。公司营收以光学玻璃、特种功能玻璃为主，占比较营收99%以上，2023年实现营收8.08亿元，归母净利润1.04亿元，毛利率/归母净利率分别为29.82%/12.89%。

行业持续复苏，消费电子回暖，高端市场潜在需求巨大：

- 1) **电子行业基本面逐步改善**，产品消费迎来从“量”向“质”的升级，随着消费电子产品的更新换代，玻璃行业的发展趋向精密化及高端化。同时，AI、智能驾驶等新一代信息技术的出现，虚拟现实、车载镜头等新品需求极大促进了高品质光学玻璃的需求。
- 2) 我国作为全球最大光学玻璃生产基地，产业链比较完备。但相比美国康宁、德国肖特等行业巨头，在高端技术、设备和市场开拓等方面仍存在一定差距，**国产替代发展前景光明**。

深化供应链优势地位，积极拓展高端产品市场：

- 1) 公司通过前端熔炼技术、独特的窑炉设计和生产工艺，高试错成本构成了行业进入壁垒。戈碧迦注重技术研发，至今公司已累计获得64项有效专利，包括27项发明专利和37项实用新型专利，能够生产100余种光学玻璃牌号，包括火石、冕牌、镧系等光学玻璃及纳米微晶、防辐射、耐高温高压等特种功能玻璃。
- 2) 此次募集资金项目中，公司拟建设6条专用于特种高清成像光学玻璃的生产线，建成后将新增1632吨/年的光学玻璃材料产能，达产后可实现年净利润3742.06万元。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2024/2025/2026年营收分别为8.06/9.48/10.55亿元，同比增长-0.31%/17.67%/11.31%，归母净利润分别为1.20/1.52/1.71亿元，同比增长15.23%/26.85%/12.07%。根据公司发行价计算得出，公司2024/2025/2026年的PE分别为11.51/9.08/8.10倍。我们认为公司后续成长空间大，赛道宽广，建议投资者积极关注。

风险提示：市场竞争加剧风险，原材料价格波动风险，产品和技术替代风险，特种功能玻璃单一客户依赖风险，存货规模较大及减值风险，政府补助政策变化风险等。

市场数据

发行价 (元) 10.00

基础数据

本次公开发行股数 2,000万股
 2,300万股
 (超额配售
 选择权额行
 使后)
 总股本 13,825万股
 14,125万股
 (超额配售
 选择权额行
 使后)

内容目录

1. 戈碧迦：我国光学玻璃头部企业	4
1.1. 光学玻璃与特种玻璃技术领先	4
1.2. 近年业绩迅猛增长	5
2. 行业下游市场回暖，高端产品需求旺盛	7
2.1. 我国是全球最大光学玻璃生产基地，规模优势明显	7
2.2. 新兴需求快速增长，特种功能玻璃前景广阔	8
2.3. 政策助力产业升级，下游新兴产业驱动光学玻璃稳步增长	9
2.3.1. 智能手机需求依然旺盛	9
2.3.2. 穿戴设备市场下沉推动光学玻璃增长	9
2.3.3. 医疗特玻领域需求促进防辐射玻璃发展	10
3. 掌握核心生产工艺，踊跃开拓市场	11
3.1. 积累人才注重研发，占据供应链优势地位	11
3.2. 募投扩产提高市占率，布局半导体与医疗防护领域	11
4. 盈利预测及投资建议	12
4.1. 核心假设	12
4.2. 估值与投资建议	12
5. 风险提示	13

图表目录

图 1:	公司 2021-2023 营业收入及增速	5
图 2:	公司 2021-2023 归母净利润及增速	5
图 3:	2022 年公司主营业务收入按产品类别构成	6
图 4:	2023 年公司主营业务收入按产品类别构成	6
图 5:	公司 2021-2023 年毛利率及归母净利率	6
图 6:	公司 2021-2023 年期间费用率	6
图 7:	光学玻璃产业链	7
图 8:	特种功能玻璃产业链	8
图 9:	2007-2023 年全球智能手机出货量 (亿台)	9
图 10:	2011-2023 年中国智能手机出货量 (亿台)	9
图 11:	2014-2023 年全球可穿戴设备出货量 (百万台)	10
图 12:	2015-2023 年中国可穿戴设备出货量 (百万台)	10
表 1:	公司光学玻璃与特种玻璃产品布局	4
表 2:	核心技术项目	11
表 3:	可比公司估值 (截至 2024 年 3 月 24 日)	12

1. 戈碧迦：我国光学玻璃头部企业

1.1. 光学玻璃与特种玻璃技术领先

公司自 2009 年成立以来，一直致力于光学玻璃材料的配方和熔炼技术的研究与生产。随着时间的推移，公司的产品范围从最初的 2 个光学玻璃牌号扩展到 100 余个。2021 年，公司成立了全资子公司戈碧迦精密，专注于光学玻璃型件的生产，并于 2022 年将车灯非球面透镜作为第一款光学元件产品成功进入比亚迪的供应链体系。公司作为工信部认定为“国家专精特新小巨人企业”，获得“国家知识产权优势企业”、“湖北省企业技术中心”、“湖北省光电玻璃工程技术研究中心”、“湖北省科创新物种瞪羚企业”、“湖北省支柱产业细分领域隐形冠军示范企业”、“湖北省技术创新示范企业”等荣誉称号。

表1: 公司光学玻璃与特种玻璃产品布局

大类	细分类别	产品应用领域	示意图
光学玻璃	冕牌玻璃	主要用于光学成像系统的凸透镜、棱镜、反射镜及高端工艺品	
	火石玻璃	主要用于光学成像系统的凹透镜、棱镜等	
	镧系玻璃	主要用于小型化、高成像质量的凹凸透镜、棱镜等	
	磷酸盐玻璃	主要应用于高精密度、高分辨率的光学仪器系统。	
特种功能玻璃	纳米微晶玻璃	主要用于充电、数据传输等，广泛应用于手机等智能终端，耳机、数据线等手机周边产品以及无线耳机等消费电子产品。	
	防辐射玻璃	主要用于放射医学、原子能工业等领域，具有防护如 x 射线、γ 射线等放射性射线功能。	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

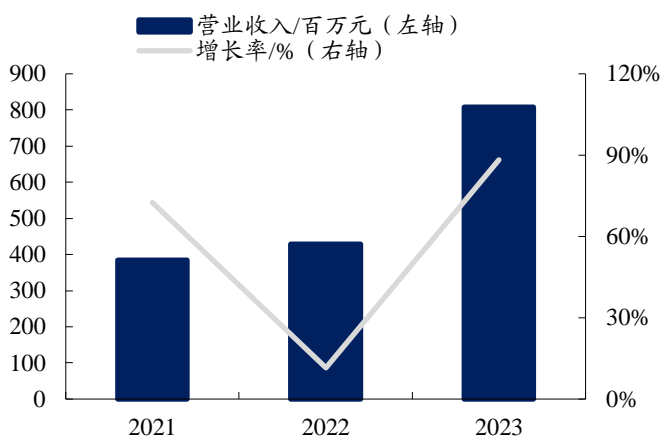
光学玻璃: 公司作为国内光学玻璃产业链的重要供应商,在资本密集型与技术密集型的高壁垒市场地位稳定,产品市占率稳居我国领先地位。如表 1 所示:公司产品涵盖了冕牌、火石、镧系等主流品种,产品形态从板材发展到型件和元件。合作对象包含了中国业内的各大知名元件厂商和著名的光学企业。公司核心技术包含主要光学玻璃的窑炉设计和建造,能够定制窑炉并实现工业化生产,同时在光学玻璃配方研制、窑炉设计、批量生产和工艺创新等方面积累了丰富的技术成果和工艺经验。

特种玻璃: 公司利用具有行业优势的前端熔炼技术、特有的工艺流程等优势,积极向纳米微晶玻璃等特种功能玻璃拓展延伸。公司还根据市场需求重点开发特种功能玻璃,在半导体与医疗防护领域进行技术储备。并如表 1 所示:成功开发了纳米微晶玻璃、防辐射玻璃、耐高温高压玻璃等新产品,应用于智能手机、医疗、核工业、石油勘探等多个领域。特别是在微晶玻璃领域取得了关键的技术突破,使公司在手机盖板玻璃产品具有 90%以上高良率,产品已开始量产并销售。

1.2. 近年业绩迅猛增长

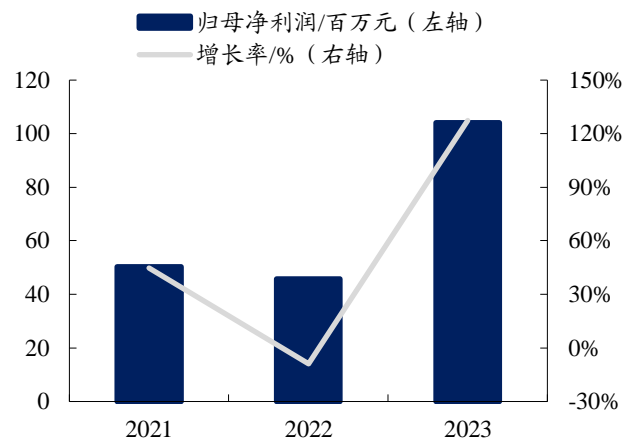
如图 1 所示,2021-2023 年公司营业收入分别为 3.85 亿元 4.29 亿元和 8.08 亿元,分别同比增长 72.45%、11.54%和 88.26%,三年营业收入的年复合增长率为 53.56%。如图 2 所示,同期归母净利润分别为 0.50 亿元、0.46 亿元和 1.04 亿元,分别同比增长为 44.59%、-8.89%和 127.37%,三年归母净利润的年复合增长率为 44.15%。

图1: 公司 2021-2023 营业收入及增速



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图2: 公司 2021-2023 归母净利润及增速

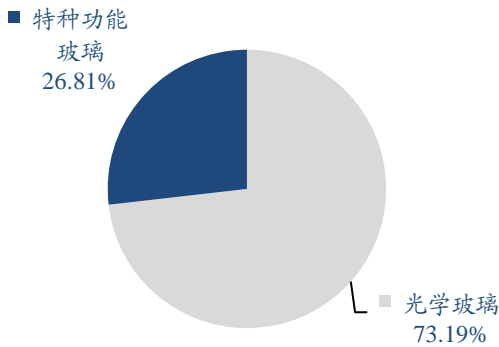


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2021-2022 年公司主营产品以光学玻璃产品(含光学玻璃材料,光学玻璃型件,光学元件)为主,分别占当期主营营业比重为 95.04%和 73.19%,受消费电子行业整体复苏影响,公司光学玻璃产品收入整体向上,产能利用率和产销率均保持在较高水平。

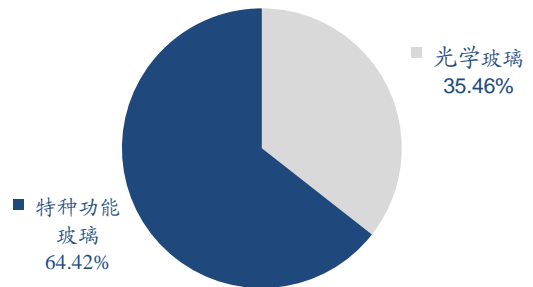
2023 年公司特种玻璃收入迎来了爆发增长, 受益于下游智能手机、电子触屏盖板需求大幅增长, 公司特种功能玻璃产品在 2023 年实现收入 5.17 亿元, 进一步降低了光学玻璃收入占比, 如图 3、图 4 所示, 光学玻璃业务收入在主营业务收入中占比从 2022 年的 73.19% 降至 2023 年的 35.46%。

图3: 2022 年公司主营业务收入按产品类别构成



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

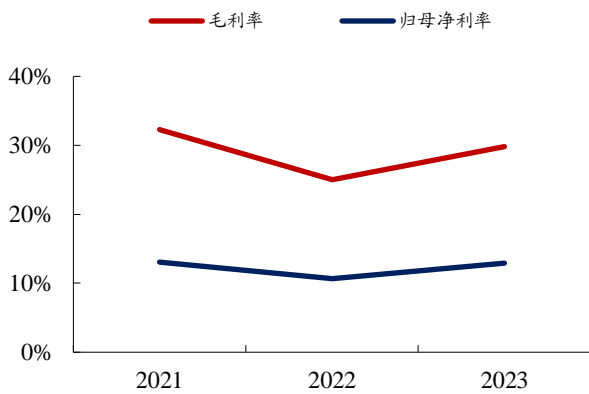
图4: 2023 年公司主营业务收入按产品类别构成



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

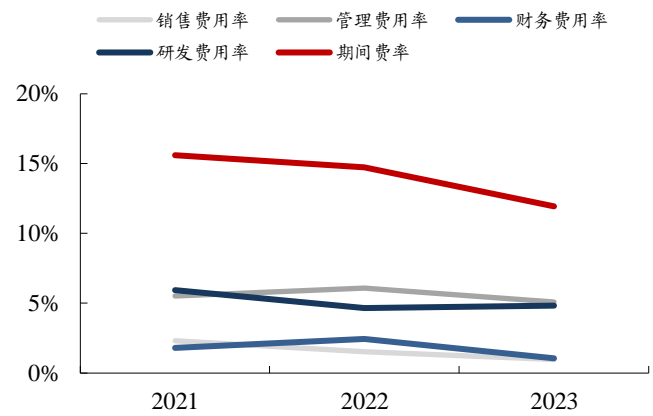
公司 2023 毛利率及归母净利率如图 5 所示, 分别为 29.82% 与 12.89%。如图 6 所示, 公司 2023 年期间费用率为 11.94%, 整体呈下降趋势, 公司成本控制有效。

图5: 公司 2021-2023 年毛利率及归母净利率



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图6: 公司 2021-2023 年期间费用率



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

2. 行业下游市场回暖，高端产品需求旺盛

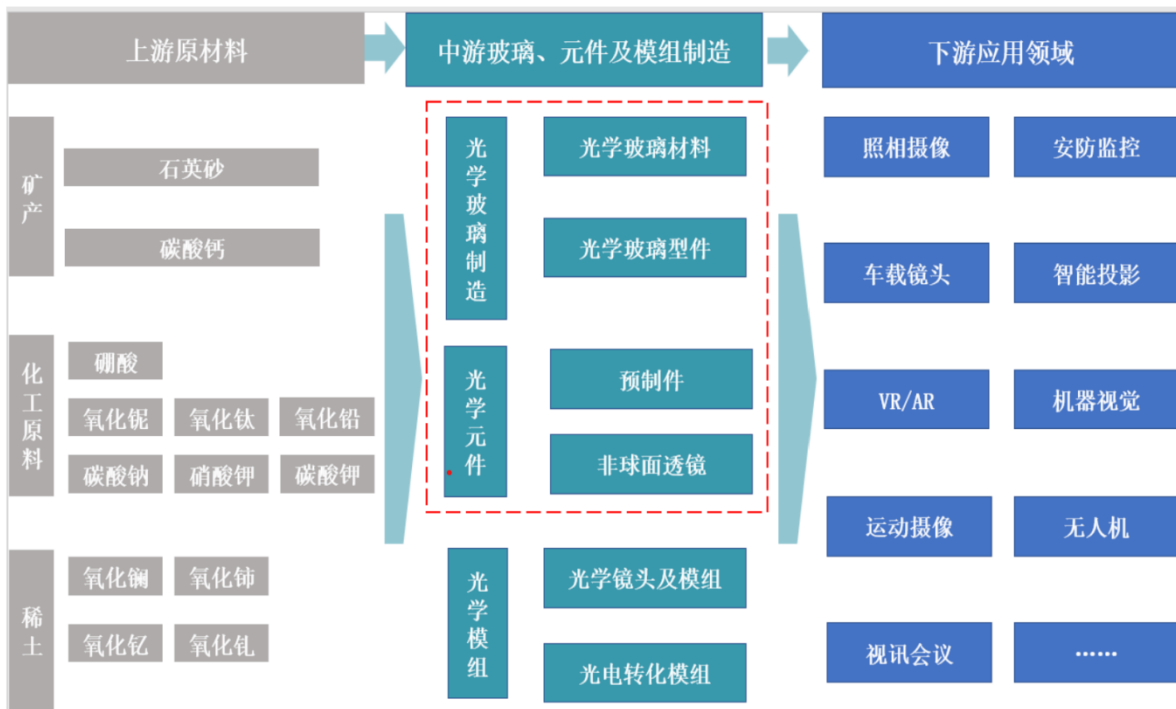
2.1. 我国是全球最大光学玻璃生产基地，规模优势明显

光学玻璃是一种无机玻璃材料，它通过折射，反射和透射来透射光，或者通过吸收来改变光的强度或光谱分布。其广泛应用于不同波长的光传输、透射、反射、折射、光学成像、像传递和增强等领域，是光电技术产业的基础和重要组成部分。

根据中国光学光电子行业协会数据，2022 年度中国光学材料及元器件行业(含部分光学仪器)实现营业收入约 1656 亿元人民币。光学玻璃行业规模整体向上，中国是全球最大光学玻璃生产基地，2022 年我国光学玻璃市场规模已达到 36 亿元以上。行业具有投资规模大，投资回报期长、技术壁垒高等特点，行业进入门槛较高，行业集中度高。如图 7 所示，光学玻璃产业上游主要为原材料，包括矿产、化工原料及稀土原料。下游应用领域广泛，主要有智能手机、安防监控、车载镜头等领域。

光学元器件是下游驱动型产业，目前全国范围内有超一万家企事业单位从事光学元器件相关的生产研发，向全球照相摄像、投影、扫描、检测、通信、加工制造等领域提供种类繁多的光学元器件。2023 年光学元器件的下游应用领域发展持续分化，新兴市场呈加速发展态势，如安防监控、投影设备和电动汽车显示技术呈现快速增长。特别是电动汽车市场的扩张带动了车载摄像头和头显技术的需求增长。AR/VR 技术在多个领域的应用拓展，加上智能家居的兴起，为光学元器件行业带来新的发展机遇。

图7：光学玻璃产业链



数据来源：招股书说明书，东吴证券研究所

2.2. 新兴需求快速增长，特种功能玻璃前景广阔

在消费端，电子消费基本面逐步改善，产品消费迎来从“量”向“质”的升级，促进消费者电子产品的升级换代需求。在供给端，近年来国家产业政策驱动行业发展趋向精密化以及高端化，同时随着云计算、大数据、AI等新一代信息技术的出现，如图8所示，下游应用产业消费电子、车载镜头等下游行业也对光学玻璃的品质有了更高要求，例如比亚迪对于供应商特种功能玻璃的硬度、耐磨损、耐高温等特性提出较高要求，其中硬度对于保持光学系统的性能和可靠性非常关键，使用硬度高的玻璃可以确保图像的清晰度和精度长时间保持稳定。

图8: 特种功能玻璃产业链



数据来源：招股书说明书，东吴证券研究所

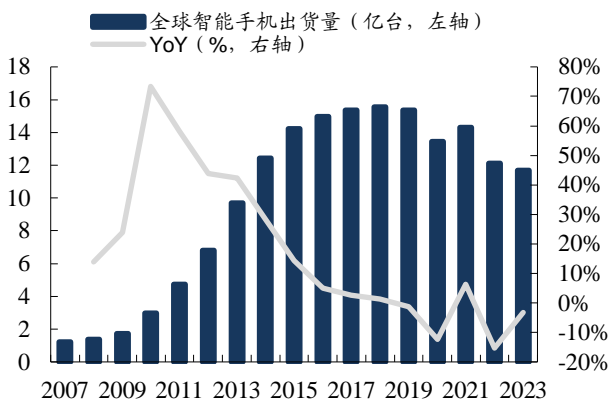
2.3. 政策助力产业升级，下游新兴产业驱动光学玻璃稳步增长

光学玻璃和特种功能玻璃作为战略性新材料，在制造业转型升级中起到了关键作用，并得到了国家产业政策的强力支持。工信部近年颁布的《重点新材料首批次应用示范指导目录》以及《“十四五”原材料工业发展规划》营造了良好的玻璃材料行业发展环境。在产业升级与国产替代大背景下，下游众多光学应用领域迎来快速发展，进一步推动了玻璃材料领域发展。

2.3.1. 智能手机需求依然旺盛

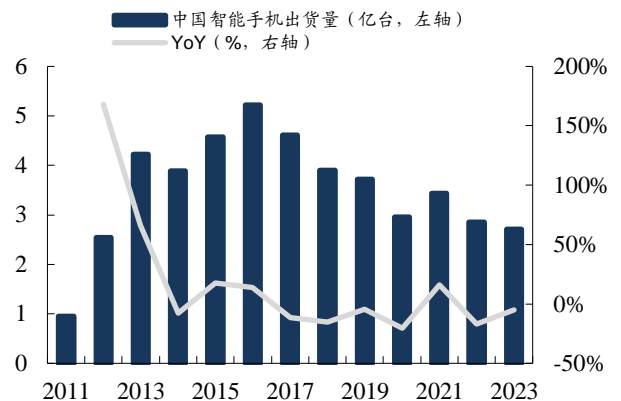
智能手机和平板电脑是盖板玻璃的主要应用场景，中国市场的巨大出货量提供了广阔的市场空间。如图 9、图 10 所示，根据国际数据公司（IDC，下同）数据，2023 年全球、中国智能手机出货量分别达到 11.7 亿部、2.7 亿部。据前瞻产业研究院发布的《2018-2023 年中国技术玻璃制品行业产销需求与投资预测分析报告》，全球手机玻璃盖板市场每年的出货量达到 20 亿片，3D 玻璃盖板 2020 年市场规模已经达到了近 192 亿元。随着 5G 时代的到来，行业对高性能盖板玻璃的需求将更为旺盛，特种功能玻璃在盖板领域的应用将持续扩大，促进整个行业的技术革新和市场增长。

图9：2007-2023 年全球智能手机出货量（亿台）



数据来源：IDC，东吴证券研究所

图10：2011-2023 年中国智能手机出货量（亿台）



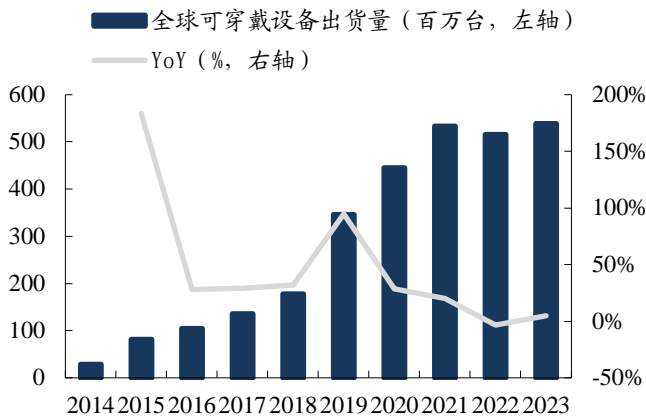
数据来源：IDC，东吴证券研究所

2.3.2. 穿戴设备市场下沉推动光学玻璃增长

可穿戴设备是直接穿戴在身体或嵌入衣物中的电子技术产品，具备智能功能并可与手机或电脑等设备进行交互，这类设备包括智能手表、健康监测手环、智能眼镜等。在可穿戴设备中，光学玻璃扮演了重要角色。例如，在智能眼镜中，高质量的光学玻璃不仅用于制造镜片，还用于保护显示屏和摄像头，提高图像质量，并增强用户体验。此外，随着技术进步，光学玻璃在可穿戴设备中的应用也在不断扩大，包括用于增强现实（AR）和虚拟现实（VR）技术的高性能透镜和滤光片。如图 11、图 12 所示，根据 IDC，全球可穿戴设备 2014 年出货量为 0.28 亿部，到 2022 年出货量增长至 5.16 亿部，2023 年全球可穿戴设备市场同比增长 4.6% 至 5.39 亿台，而 2023 年中国可穿戴市场出货量约

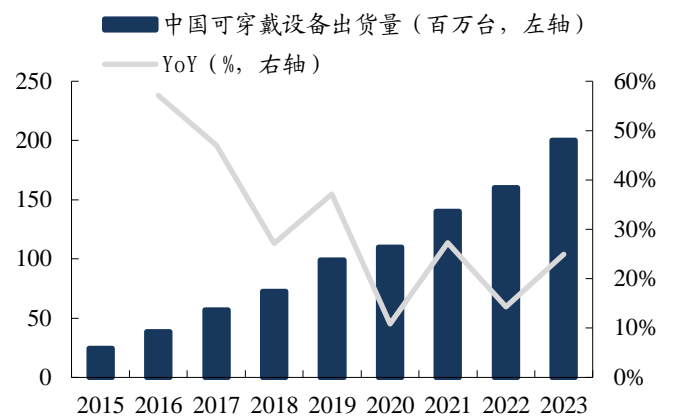
2 亿部，同比增长 25%，中国可穿戴设备市场仍然在增长期。

图 11: 2014-2023 年全球可穿戴设备出货量 (百万台)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图 12: 2015-2023 年中国可穿戴设备出货量 (百万台)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

2.3.3. 医疗特玻领域需求促进防辐射玻璃发展

防护玻璃是一种特种功能玻璃，具备耐辐射、防辐射、吸收中子、辐射剂量计量及固化辐射等功能。防辐射玻璃能防护 x 射线、γ 射线等放射性射线，保护人体、环境和仪器设备免受辐射损害。根据恒州博智研究发布的《全球医用 x 射线辐射防护玻璃市场现状及未来发展趋势》，2020 年全球医用 x 射线辐射防护玻璃市场规模达到了 23 亿元，预计 2026 年将达到 26 亿元。随着放射医学、核科学等技术发展，满足这些领域对辐射防护的严格要求，防护玻璃的将被更广泛应用。

医疗药用玻璃中常用到硼硅玻璃，其又分为高、中、低硼硅玻璃，中硼硅和高硼硅玻璃耐水性较强，属于一类玻璃，因此中硼硅玻璃未来将具有较大需求释放空间。2022 年 10 月，中华人民共和国国家发展和改革委员会发布的《鼓励外商投资产业目录（2022 年版）》中，提出鼓励新型药用包装材料与技术的开发、生产，其中就包括中性硼硅药用玻璃。

3. 掌握核心生产工艺，踊跃开拓市场

3.1. 积累人才注重研发，占据供应链优势地位

公司成立于 2009 年以来始终专注于光学玻璃材料配方、熔炼等核心技术的研究和生产实践，深耕行业 15 年，有丰富的技术储备（如表 2 所示）。现如今，戈碧迦掌握光学玻璃及特种功能玻璃产品的配方研发技术，具备自有的窑炉设计能力，并通过近年来的不断试错，形成了具备一定先进性的工艺流程，并积累出规模化量产经验。上述壁垒使得公司已成为国内少数可以规模化生产光学玻璃及特种功能玻璃的主要厂商之一。截至 2023 年 12 月，公司已累计获得 64 项有效专利，包括 27 项发明专利和 37 项实用新型专利，拥有 91 名技术人员，占总员工的 12.64%，能够生产 100 余种光学玻璃牌号。

在生产方面，公司的光学玻璃和特种功能玻璃窑炉具有一定的通配性，能够根据市场需求灵活调整生产。公司作为中国智能手机供应链中的重要环节为下游行业提供高品质纳米微晶玻璃，并实现了超过 90% 的产品良品率，构筑了在供应链中难以替代的竞争优势。此外，公司积极寻求合作，开拓不同市场领域，于 2022 年 6 月加入比亚迪供应链体系，随着公司销售体系进一步打通，有望进一步提高光学元件类产品收入。

表2: 核心技术项目

核心技术名称	技术来源	所处阶段	性质说明	应用产品
玻璃材料配方及制备技术	自主研发、合作开发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料、特种功能玻璃
窑炉设计及制造技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料、特种功能玻璃
玻璃连续熔炼技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料、特种功能玻璃
光学玻璃二次连续熔炼技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料
玻璃材料成型工艺技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料、特种功能玻璃
精密退火技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料、特种功能玻璃
光学玻璃二次压型设备及工艺技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃型件、光学元件
光学玻璃检测技术	自主研发	大批量生产	原始创新	光学玻璃材料、光学玻璃型件、光学元件

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 募投扩产提高市占率，布局半导体与医疗防护领域

特种高清成像光学玻璃项目：公司计划在现有厂区内扩建 6 条生产线（其中 3 条生产线已于 2023 年达产），专门用于特种高清成像光学玻璃的生产。这些生产线将基于公司多年的光学玻璃窑炉设计和制造技术，专注于特种功能玻璃和光学玻璃材料的生产。项目总投资约为 2.18 亿元，建成后，募投项目扩产计划预计将为公司增加每年增产 1632 吨的光学玻璃产能，达产后预计可实现年净利润 3742.06 万元。公司利用现有的优质产品，抢占高端市场份额，以增强公司在玻璃盖板领域的竞争地位。

光电材料研发中心建设项目：公司计划在现有土地上建立一个光电材料研发中心，以支持玻璃材料配方和成型技术的研发工作。该研发中心将包括配方室、理化室、光性检测室、机械测试室、热学性能检测室、实验炉、办公区及其他公共区域。预计建设期为3年，计划投资额约为8394.66万元。此外，公司拟购置包括干涉仪、精密测角仪、双频激光应力仪、配套环抛机、X射线荧光光谱仪等先进设备。这一投资将进一步加强公司在光电材料领域的研发能力，有助于公司在高端市场的长期发展和竞争力提升。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 核心假设

我国是全球最大的光学玻璃生产基地，公司作为产业链中的重要一环，有望分享行业红利，迎来高速发展。由于公司面向的消费电子行业下游行业迎来复苏，2023年公司迎来了放量增长的一年，市占率大幅提升。2024年公司稳住阵脚，酝酿新增产能的放量和新品的持续导入。根据以上量产节奏的分析，我们预计公司光学玻璃型料件及加工原材料2024-2026年收入增速分别为2%、15%、5%，而特种玻璃业务2024-2026年收入增速分别为-1.5%、20%、15%；公司2024-2026年综合毛利率分别为28%、30%、29.5%。

基于以上假设，我们预计公司2024/2025/2026年营收分别为8.06/9.48/10.55亿元，同比增长-0.31%/17.67%/11.31%，归母净利润分别为1.20/1.52/1.71亿元，同比增长15.23%/26.85%/12.07%。

4.2. 估值与投资建议

戈碧迦公司专注于光学玻璃及特种玻璃领域，所属“C30 非金属矿物制品业”，且主要面对消费电子下游领域，因此我们选取蓝思科技、蓝特光学以及力诺特玻作为可比公司。根据公司发行价计算得出，公司发行估值13.83亿元，公司2024/2025/2026年的PE分别为11.51/9.08/8.10倍。我们认为公司后续成长空间大，赛道宽广，建议投资者积极关注。

表3: 可比公司估值（截至2024年3月24日）

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)				PE			
			2022	2023A/E	2024E	2025E	2022	2023A/E	2024E	2025E
300433.SZ	蓝思科技	672.24	2448.08	3073.4	4072.8	4904.0	27.5	21.9	16.5	13.7
688127.SH	蓝特光学	87.38	96.07	162.53	261.36	370.1	91.0	53.8	33.4	23.6
301188.SZ	力诺特玻	41.24	116.65	84.89	152.00	208.1	35.4	48.6	27.1	19.8
可比公司均值:		135.30	196.70	431.30	654.70	896.00	30.81	47.41	23.73	17.65
833346.BJ	戈碧迦	13.83	45.83	104.21	120.08	152.3	30.16	13.27	11.51	9.08

数据来源：蓝特光学、戈碧迦盈利预测来自东吴证券研究所，蓝思科技、力诺特玻盈利预测来自Wind一致预期

5. 风险提示

市场竞争加剧风险

作为全球最大的光学玻璃生产基地之一，中国内市场竞争激烈。国内光学玻璃行业毛利率下降，公司在特种功能玻璃领域面对国际巨头如美国康宁、德国肖特的竞争，技术、设备及市场开拓方面存在差距。

原材料价格波动风险

公司主要原材料包括石英砂、稀土氧化物、化工原料等，其价格波动较大，成本占比逐年上升，若不能有效转嫁成本压力，可能导致毛利率下降。

能源供应及价格波动风险

公司生产主要依赖电力和天然气，能源政策、供需变化或供应中断可能导致生产停滞，影响公司盈利能力。

产品和技术替代风险

随着光电信息产业的发展 and 新型光电材料的出现，公司需适应市场变化，否则可能面临产品被替代的风险。

特种功能玻璃单一客户依赖风险

特种功能玻璃业务高度依赖单一客户，如南通盛平和重庆鑫景，若这些客户需求减少或终止合作，将严重影响公司业绩。

经营业绩波动风险

公司营业收入受下游市场需求变化大，虽然近年下游行业景气度较好，但因俄乌冲突、地缘政治、美联储加息等因素，全球经济增长放缓，国内外市场需求增速减慢，导致经营业绩大幅波动，特别是纳米微晶玻璃业务对重庆鑫景高度依赖，2023 年收入占比达 61.12%，若主客户订单减少或潜在客户未及时落地，将严重影响公司业绩。

毛利率下滑风险

公司在报告期内毛利率呈下降趋势，尽管仍高于行业平均水平，但面临窑炉熔炼技术创新、上游原材料价格上涨、市场竞争加剧等风险，如果不能维持低成本和高附加值产品供应，毛利率可能进一步下滑。

存货规模较大及减值风险

公司存货账面价值呈上升趋势，存货周转率不理想，若市场需求变化、产品更新换代过快或库存管理不善，可能导致库存积压或减值，影响资金周转速度和经营现金流，降低资金使用效率。

政府补助政策变化风险

公司获得政府补助如生产线建设、电费补贴等，政府补助占利润总额和净利润的比例有显著影响。若政府政策变化或支持减少，可能影响公司盈利能力。

财务内控不规范风险

存在会计差错更正、资金占用、违规担保、转贷等问题，若内控制度不能有效执行，可能导致公司利益受损，损害投资者利益。

戈碧迦三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	559	687	846	1,056	营业总收入	808	806	948	1,055
货币资金及交易性金融资产	92	34	96	222	营业成本(含金融类)	567	580	664	744
经营性应收款项	167	255	300	334	税金及附加	4	4	6	7
存货	265	363	415	466	销售费用	8	8	19	21
合同资产	0	0	0	0	管理费用	41	48	62	63
其他流动资产	35	34	34	34	研发费用	39	40	47	53
非流动资产	597	581	563	542	财务费用	9	2	4	2
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	14	8	19	21
固定资产及使用权资产	519	493	464	434	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	18	28	38	48	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	9	9	9	9	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	12	12	12	12	营业利润	151	131	166	186
其他非流动资产	39	39	39	39	营业外净收支	(34)	0	0	0
资产总计	1,156	1,268	1,408	1,598	利润总额	116	131	166	186
流动负债	329	321	308	328	减:所得税	12	10	13	15
短期借款及一年内到期的非流动负债	106	106	106	106	净利润	104	120	152	171
经营性应付款项	149	171	159	178	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	14	0	0	0	归属母公司净利润	104	120	152	171
其他流动负债	59	43	43	43	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.75	0.87	1.10	1.23
非流动负债	146	146	146	146	EBIT	125	133	170	188
长期借款	32	32	32	32	EBITDA	170	166	203	221
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.82	28.00	30.00	29.50
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	12.89	14.90	16.06	16.17
其他非流动负债	105	105	105	105	收入增长率(%)	88.26	(0.31)	17.67	11.31
负债合计	475	467	455	474	归母净利润增长率(%)	127.37	15.23	26.85	12.07
归属母公司股东权益	681	801	954	1,124					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	681	801	954	1,124					
负债和股东权益	1,156	1,268	1,408	1,598					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	200	(35)	82	144	每股净资产(元)	5.76	5.80	6.90	8.13
投资活动现金流	(94)	(17)	(15)	(13)	最新发行在外股份(百万股)	138	138	138	138
筹资活动现金流	(77)	(5)	(5)	(5)	ROIC(%)	14.49	13.77	15.24	14.57
现金净增加额	29	(57)	61	126	ROE-摊薄(%)	15.30	14.99	15.97	15.18
折旧和摊销	45	33	33	34	资产负债率(%)	41.07	36.81	32.28	29.65
资本开支	(94)	(17)	(15)	(13)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.27	11.51	9.08	8.10
营运资本变动	31	(194)	(109)	(65)	P/B(现价)	1.74	1.73	1.45	1.23

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>