

中密控股 (300470.SZ)

买入

2023 年报及 2024 一季报点评：业绩稳健增长，发布股权激励彰显发展信心

核心观点

2023 年收入同比增长 12.73%，归母净利润同比增长 12.09%。公司 2023 年实现营收 13.69 亿元，同比增长 12.73%；归母净利润 3.47 亿元，同比增长 12.09%，整体业绩保持稳健增长。2023 年毛利率/净利率分别为 49.65%/25.34%，同比变动-1.69/-0.14 个 pct，毛利率承压较明显，主要系国内新上炼油项目减少，机械密封国内增量市场竞争激烈，价格压力较大导致。公司期间费用整体稳定。2023 年公司强化回款管理，实现经营性现金流净额 3.13 亿元，同比增长 17.01%。2024 年一季度公司实现收入 3.36 亿元，同比增长 17.10%，归母净利润 0.83 亿元，同比增长 2.88%，毛利率/净利率分别为 47.98%/24.67%，同比变动-6.02/-3.40 个 pct，盈利能力下降主要系 2023Q1 个别客户大修导致毛利率较高的存量业务占比大幅上升，2024Q1 增、存量业务占比恢复 1:1，因此盈利能力回落。

机械密封稳步增长，橡塑密封需求有所恢复。机械密封板块，2023 年机械密封/干气密封收入 4.30/3.77 亿元，同比增长 6.05%/24.63%，机械密封板块保持稳健增长主要原因是：1) 国际业务快速发展，2023 年公司国际业务收入超过 1.3 亿元，同比增长约 86%；2) 存量市场稳步增长。毛利率分别为 52.50%/53.80%，同比下降 0.26/0.75 个 pct，由于国际市场、存量市场毛利率较高，因此在增量市场价格压力较大的情况下，公司机械板块毛利率仍维持稳定；**橡塑密封板块**，2023 年实现收入 1.41 亿元，同比增长 23.61%，毛利率 36.66%，同比下降 2.98 个 pct，收入增长主要是矿山、盾构等行业需求恢复所致，毛利率下降主要系原材料成本仍上涨所致。

发布股权激励彰显长期发展信心。公司发布股权激励方案，拟向 234 名中、高层管理人员以及核心骨干人员授予不超过 479.80 万股限制性股票，约占当前总股本 2.30%，授予价格为 16.65 元/股。扣非归母净利润考核目标为：以 2021-2023 年三年平均值为基数，2024/2025/2026 年扣非归母净利润增长率不低于 25%/35%/45%，且不低于同行业均值或对标企业 75 分位值。

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：考虑国内石化行业新增项目减少，机械密封行业竞争激烈，价格压力较大，我们下调 2024-2025 年盈利预测并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 3.90/4.54/5.45 亿元（2024-2025 年原值为 4.10/4.99 亿元），对应 PE 20/17/14 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,215	1,369	1,545	1,776	2,060
(+/-%)	7.3%	12.7%	12.8%	14.9%	16.0%
净利润(百万元)	309	347	390	454	545
(+/-%)	7.6%	12.1%	12.4%	16.4%	20.0%
每股收益(元)	1.49	1.67	1.87	2.18	2.62
EBIT Margin	28.0%	26.8%	27.2%	27.6%	28.4%
净资产收益率 (ROE)	13.0%	13.6%	13.8%	14.6%	15.9%
市盈率 (PE)	24.6	21.9	19.5	16.8	14.0
EV/EBITDA	20.7	19.7	17.9	14.6	12.7
市净率 (PB)	3.19	2.98	2.70	2.45	2.22

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

证券分析师：年亚颂

0755-81981159

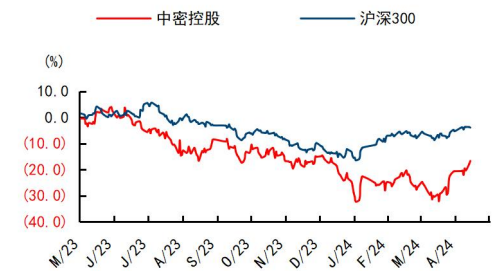
nianyasong@guosen.com.cn

S0980523100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	37.08 元
总市值/流通市值	7719/7249 百万元
52 周最高价/最低价	47.77/29.03 元
近 3 个月日均成交额	49.90 百万元

市场走势

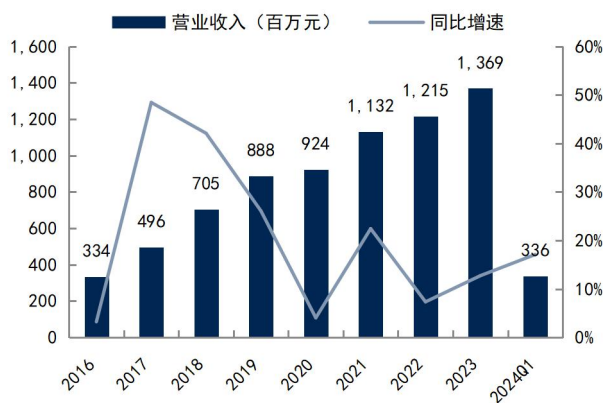


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

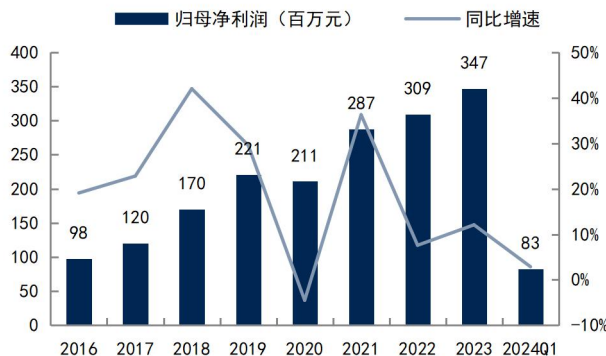
- 《中密控股 (300470.SZ) - 2023 年三季报点评：国际业务保持高速增长，盈利能力有望企稳回升》——2023-11-03
- 《中密控股 (300470.SZ) - 2023 半年报点评：公司经营稳健，国际业务有望保持高速增长》——2023-09-05
- 《中密控股 (300470.SZ) - 2022 年报&2023 一季报点评：公司经营稳健，核电、国际业务支撑未来增长》——2023-05-03
- 《中密控股 (300470.SZ) - 2022 半年报点评：增量业务短期承压，存量业务支撑业绩同比增长 8.97%》——2022-08-28

图1: 中密控股 2023 营收同比+12.73%



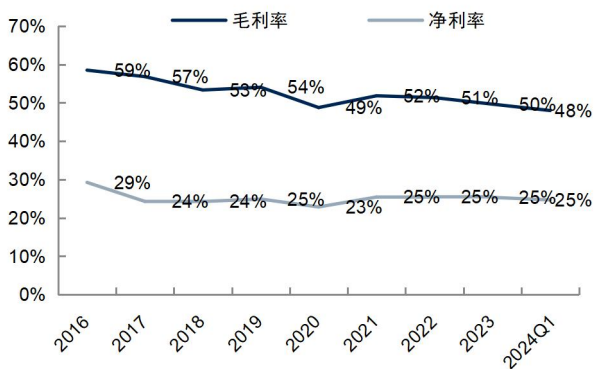
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中密控股 2023 归母净利润+12.09%



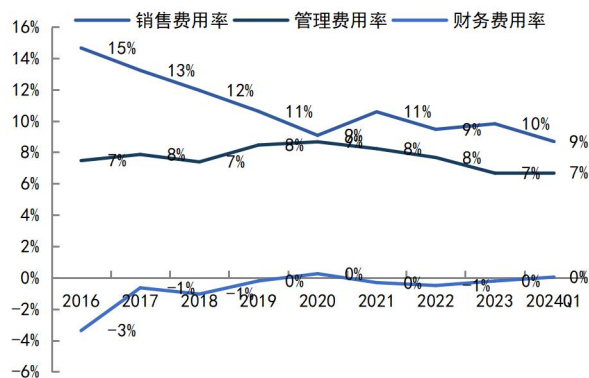
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 中密控股盈利能力较为稳定



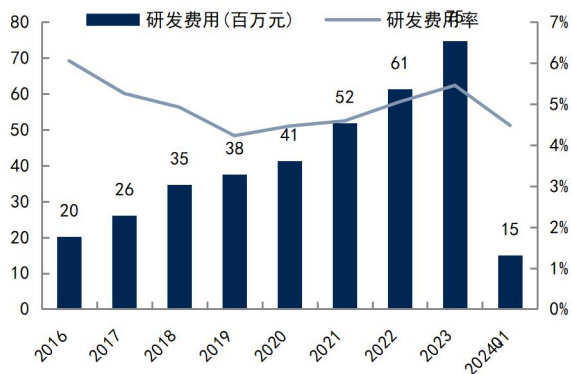
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 中密控股期间费用稳定



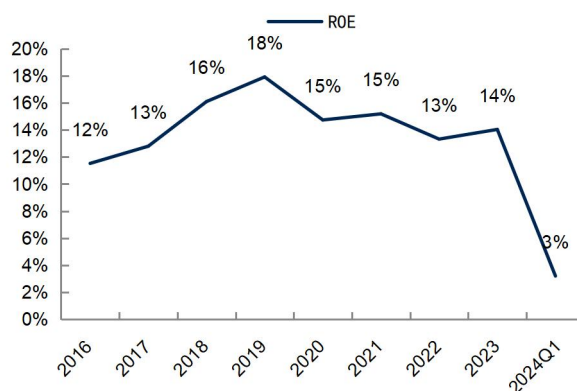
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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 (20240513)

证券简称	投资评级	总市值 (亿元)	收盘价	EPS				PE			
				2022A	2023A	2024E	2024E	2022A	2023A	2024E	2024E
恒立液压	买入	731.82	54.58	1.75	1.96	2.31	2.78	31.19	27.85	23.63	19.63
江苏神通	未评级	66.54	13.11	0.45	0.53	0.68	0.85	29.13	24.74	19.28	15.42
							平均值	30.16	26.29	21.45	17.53
中密控股	买入	76.09	36.55	1.49	1.67	1.87	2.18	24.60	21.95	19.52	16.77

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)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	251	223	301	321	794	营业收入	1215	1369	1545	1776	2060
应收款项	615	629	742	613	601	营业成本	591	689	767	873	1000
存货净额	328	413	447	508	590	营业税金及附加	14	13	17	19	21
其他流动资产	208	217	276	248	245	销售费用	115	134	145	167	194
流动资产合计	2133	2265	2548	2471	3011	管理费用	93	91	117	135	154
固定资产	269	364	375	394	416	研发费用	61	75	80	92	107
无形资产及其他	147	138	134	129	125	财务费用	(6)	(3)	(1)	(2)	(13)
投资性房地产	221	251	251	251	251	投资收益	18	24	20	20	21
长期股权投资	10	12	13	13	14	资产减值及公允价值变动	12	6	8	9	8
资产总计	2781	3030	3320	3258	3816	其他收入	(82)	(74)	(80)	(92)	(107)
短期借款及交易性金融负债	12	15	251	13	14	营业利润	356	400	448	522	627
应付款项	191	278	214	200	306	营业外净收支	(1)	1	0	0	0
其他流动负债	162	159	11	(76)	55	利润总额	355	401	448	522	627
流动负债合计	365	452	476	138	374	所得税费用	46	54	59	69	84
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	25	21	20	16	12	归属于母公司净利润	309	347	390	454	545
长期负债合计	25	21	20	16	12	现金流量表 (百万元)					
负债合计	390	474	496	153	387	净利润	309	347	390	454	545
少数股东权益	4	4	4	3	3	资产减值准备	13	(14)	5	1	1
股东权益	2387	2552	2820	3102	3426	折旧摊销	45	44	34	39	42
负债和股东权益总计	2781	3030	3320	3258	3816	公允价值变动损失	(12)	(6)	(8)	(9)	(8)
关键财务与估值指标						财务费用	(6)	(3)	(1)	(2)	(13)
每股收益	1.49	1.67	1.87	2.18	2.62	营运资本变动	(79)	(72)	(414)	(8)	167
每股红利	0.44	0.87	0.58	0.83	1.06	其它	(13)	14	(5)	(2)	(1)
每股净资产	11.46	12.26	13.55	14.90	16.46	经营活动现金流	264	313	1	476	746
ROIC	21%	23%	22%	22%	28%	资本开支	0	(118)	(37)	(47)	(52)
ROE	13%	14%	14%	15%	16%	其它投资现金流	(207)	(51)	0	0	0
毛利率	51%	50%	50%	51%	51%	投资活动现金流	(206)	(171)	(37)	(47)	(53)
EBIT Margin	28%	27%	27%	28%	28%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	30%	29%	30%	30%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	7%	13%	13%	15%	16%	支付股利、利息	(92)	(182)	(122)	(172)	(221)
净利润增长率	8%	12%	12%	16%	20%	其它融资现金流	(51)	194	235	(237)	0
资产负债率	14%	16%	15%	5%	10%	融资活动现金流	(235)	(170)	114	(409)	(220)
息率	1.2%	2.4%	1.6%	2.3%	2.9%	现金净变动	(177)	(28)	78	20	473
P/E	24.6	21.9	19.5	16.8	14.0	货币资金的期初余额	429	251	223	301	321
P/B	3.2	3.0	2.7	2.5	2.2	货币资金的期末余额	251	223	301	321	794
EV/EBITDA	20.7	19.7	17.9	14.6	12.7	企业自由现金流	0	171	(53)	410	664
						权益自由现金流	0	365	183	175	676

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提及的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