

➤ **事件:** 8 月 27 日, 公司发布 2024 年半年报, 上半年实现营收 12.22 亿元, 同比下降 2.44%, 实现归母净利润 2.12 亿元, 同比下降 6.30%。

➤ **上半年各细分领域平稳推进, 经营业绩表现稳健:** 上半年公司营收和归母净利润分别同比小幅下降 2.44% 和 6.30%, 业绩整体表现平稳, 按业务来拆分, **1) 电子陶瓷材料及元件:** 上半年实现营收 8.18 亿元, 同比下降 11.86%, 营收占比 56.33%, 毛利率为 23.40%, 同比下降 5.20pct; **2) 第三代半导体器件及模块:** 上半年实现营收 6.34 亿元, 同比下降 1.79%, 营收占比 43.67%, 毛利率为 33.00%, 同比提升 9.68pct。此外, 涉及内部抵消的营收金额合计为 2.30 亿元。

➤ **自去年完成重大资产重组以来, 合并入的第三代半导体器件及模块业务稳健发展:** **1) 氮化镓业务方面,** 作为国内领先的氮化镓通信基站射频芯片与器件、微波点对点通信射频芯片与器件供应商, 公司在细分领域市场占有率国内第一, 产品技术与质量均达到国内领先、国际先进水平。当前公司持续推进自动化产线建设, 相关产品的产能和供货能力较强; **2) 碳化硅业务方面,** 现有碳化硅功率模块包括 650V、1200V 和 1700V 等系列产品, 主要应用于新能源汽车、工业电源、新能源逆变器等领域, 未来拟攻关高压 SiC 功率模块领域, 进一步抢占行业技术高地, 在智能电网、动力机车、轨道交通等高压、超高压领域抢占市场份额, 实现对 IGBT 功率模块的部分替代。国联万众的碳 SiC 功率产品质量及稳定性得到比亚迪、珠海零边界等主要客户的认可, 在终端市场具有技术先进性和充分竞争力。

➤ **精密陶瓷等前沿新兴领域持续发力, 助力公司持续拓展未来成长空间:** 精密陶瓷零部件是采用氧化铝、氮化铝等先进陶瓷经精密加工后制备的半导体设备用核心零部件, 具有高强度、耐腐蚀、高精度等优异性能, 应用于刻蚀机、涂胶显影机、光刻机、离子注入机等半导体关键设备中, 典型产品包括了陶瓷加热盘、静电卡盘等。自 2023 年以来, 公司持续加大精密陶瓷零部件领域的研发和投入力度, 已开发了氧化铝、氮化铝精密陶瓷零部件产品, 建立了精密陶瓷零部件制造工艺平台, 开发的陶瓷加热盘产品核心技术指标已达到国际同类产品水平并通过用户验证, 实现了关键零部件的国产化, 已批量应用于国产半导体关键设备中。公司目前订单饱满, 产能利用率维持在较高的水平。

➤ **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 5.70/7.59/10.02 亿元, 对应 PE 倍数为 29x/22x/16x。公司作为国内电子陶瓷外壳龙头, 技术实力突出, 加速推进电子陶瓷领域的国产替代。同时, 精密陶瓷零部件领域、三代半导体 (GaN、SiC) 高成长赛道的布局, 有望显著拓展公司未来的成长空间。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** GaN 和 SiC 等新兴业务不及预期、行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,676	3,211	4,202	5,476
增长率 (%)	6.5	20.0	30.8	30.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	490	570	759	1,002
增长率 (%)	7.1	16.3	33.2	32.0
每股收益 (元)	1.09	1.26	1.68	2.22
PE	34	29	22	16
PB	2.9	2.7	2.5	2.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 08 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

36.60 元



分析师 马天诣

执业证书: S0100521100003
邮箱: matianyi@mszq.com



分析师 方亮

执业证书: S0100521120004
邮箱: fangjing@mszq.com

分析师 马佳伟

执业证书: S0100522090004
邮箱: majiawei@mszq.com

分析师 杨东渝

执业证书: S0100523080001
邮箱: yangdongyu@mszq.com

相关研究

- 1.中瓷电子 (003031.SZ) 2023 年半年报点评: 业绩稳中有升, 精密陶瓷零部件业务增长显著-2023/09/06
- 2.中瓷电子 (003031.SZ) 公司点评: 资产重组正式获批, 公司有望开启加速发展期-2023/07/17
- 3.中瓷电子 (003031.SZ) 2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 800G&半导体精密陶瓷等领域值得期待-2023/05/11
- 4.中瓷电子 (003031.SZ) 2022 年三季度点评: 业绩符合预期, 资产重组事项持续推进-2022/10/30

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,676	3,211	4,202	5,476
营业成本	1,723	2,098	2,737	3,567
营业税金及附加	16	19	25	32
销售费用	15	17	22	29
管理费用	98	118	154	201
研发费用	281	338	399	493
EBIT	587	676	935	1,236
财务费用	-25	-36	-13	-15
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	613	712	948	1,251
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	614	712	948	1,251
所得税	45	50	66	88
净利润	569	662	882	1,163
归属于母公司净利润	490	570	759	1,002
EBITDA	736	838	1,126	1,458

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,508	1,645	1,789	2,211
应收账款及票据	847	897	1,173	1,531
预付款项	12	15	19	25
存货	612	746	973	1,268
其他流动资产	343	2,379	2,414	2,459
流动资产合计	5,321	5,681	6,368	7,493
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,423	1,687	1,997	2,303
无形资产	140	140	140	140
非流动资产合计	1,933	2,312	2,712	3,012
资产合计	7,254	7,994	9,081	10,506
短期借款	90	100	100	100
应付账款及票据	892	1,085	1,416	1,845
其他流动负债	82	72	93	120
流动负债合计	1,064	1,257	1,608	2,065
长期借款	54	54	54	54
其他长期负债	224	230	230	230
非流动负债合计	278	284	284	284
负债合计	1,342	1,541	1,893	2,349
股本	322	451	451	451
少数股东权益	293	385	508	670
股东权益合计	5,912	6,452	7,188	8,157
负债和股东权益合计	7,254	7,994	9,081	10,506

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.52	20.03	30.84	30.33
EBIT 增长率	10.35	15.12	38.28	32.23
净利润增长率	7.11	16.32	33.19	31.96
盈利能力 (%)				
毛利率	35.61	34.68	34.86	34.86
净利润率	18.31	17.75	18.07	18.29
总资产收益率 ROA	6.75	7.13	8.36	9.53
净资产收益率 ROE	8.72	9.39	11.36	13.38
偿债能力				
流动比率	5.00	4.52	3.96	3.63
速动比率	4.28	3.78	3.22	2.88
现金比率	3.30	1.31	1.11	1.07
资产负债率 (%)	18.50	19.28	20.84	22.36
经营效率				
应收账款周转天数	89.03	87.01	78.36	78.54
存货周转天数	139.06	116.51	113.05	113.10
总资产周转率	0.46	0.42	0.49	0.56
每股指标 (元)				
每股收益	1.09	1.26	1.68	2.22
每股净资产	12.46	13.45	14.81	16.60
每股经营现金流	1.21	1.79	1.97	2.54
每股股利	0.39	0.32	0.43	0.57
估值分析				
PE	34	29	22	16
PB	2.9	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	20.55	18.05	13.44	10.38
股息收益率 (%)	1.07	0.89	1.18	1.56

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	569	662	882	1,163
折旧和摊销	149	162	191	222
营运资金变动	-196	-36	-206	-263
经营活动现金流	544	807	887	1,145
资本开支	-438	-560	-588	-519
投资	-130	-2,014	0	0
投资活动现金流	-566	-2,548	-588	-519
股权募资	2,480	0	0	0
债务募资	-8	10	0	0
筹资活动现金流	2,418	-121	-155	-204
现金净流量	2,395	-1,862	144	422

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026