

2024年09月08日

珂玛科技 (301611.SZ)

公司快报

国内先进陶瓷材料零部件龙头，显著受益半导体设备产业链国产化趋势

电子 | 半导体设备III

投资评级

买入-A(首次)

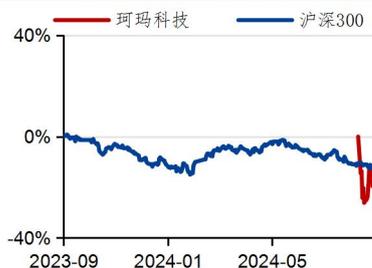
股价(2024-09-06)

29.37 元

交易数据

总市值 (百万元)	12,805.32
流通市值 (百万元)	1,656.41
总股本 (百万股)	436.00
流通股本 (百万股)	56.40
12 个月价格区间	34.30/29.48

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	270.42	276.72	281.15
绝对收益	267.12	267.12	267.12

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsc.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsc.cn

报告联系人

吴家欢

wujiahuan@huajinsc.cn

相关报告

珂玛科技: 华金证券-新股-新股专题覆盖报告(珂玛科技)-2024年第45期-总第472期 2024.7.27

投资要点

◆ 陶瓷加热器需求旺盛，24H1 业绩大幅增长

公司主营业务为先进陶瓷材料零部件的研发、制造、销售、服务以及泛半导体设备表面处理服务，主要产品及服务包括先进陶瓷材料零部件、表面处理和金属结构零部件三大板块。

得益于全球半导体资本开支回暖和下游需求提升，同时公司自主研发生产的半导体设备核心部件陶瓷加热器下游需求旺盛，24H1 公司业绩实现大幅增长。24H1 公司实现营收 3.85 亿元，同比增长 64.27%；归母净利润 1.39 亿元，同比增长 308.89%；扣非归母净利润 1.36 亿元，同比增长 305.56%；毛利率 60.91%，同比提升 22.36 个百分点。根据公司 2024 年 8 月投资者调研纪要，24H1 主营业务收入中，先进陶瓷材料零部件收入占比约为 89%，同比提升超 6 个百分点；表面处理服务收入占比约为 11%。

单季度看，24Q2 公司实现营收 2.24 亿元，同比增长 85.78%，环比增长 39.29%；归母净利润 0.89 亿元，同比增长 350.70%，环比增长 75.90%；扣非归母净利润 0.87 亿元，同比增长 333.89%，环比增长 76.03%；毛利率 62.81%，同比提升 20.77 个百分点，环比提升 4.56 个百分点。

◆ 客户涵盖国内外知名半导体设备厂商，大力布局高附加值模块类产品

先进陶瓷材料零部件: 公司掌握了从材料配方到零部件制造的先进陶瓷全工艺流程技术，截至 2024 年 8 月已量产 6 种先进陶瓷材料，并在研 2 种新材料，累计设计开发了 1.3 万余款定制化零部件。公司先进陶瓷主要应用于晶圆制造前道工艺设备，目前已进入刻蚀、薄膜沉积、离子注入、光刻和氧化扩散设备，客户包括 A 公司等全球知名半导体设备厂商以及北方华创、中微公司、拓荆科技等国内半导体设备龙头企业。此外，公司先进陶瓷产品亦批量应用于显示面板、LED 和光伏等其他泛半导体设备中，以及电子（含锂电池）材料粉体粉碎和分级、燃料电池制造等领域。

未来，公司将积极扩展覆盖后道工艺设备，并继续大力布局陶瓷加热器、静电卡盘和超高纯碳化硅套件等高附加值、高技术难度的模块类产品，以及氧化钛和超高纯碳化硅等新材料开发。公司陶瓷加热器产品已有多款型号装配于 SACVD、PECVD、LPCVD 和激光退火设备等，涵盖 6 寸、8 寸和 12 寸制程，并具备单区加热、多区加热的差异设计，工作温度范围已实现 400 至 650℃ 覆盖。装配于刻蚀机的 8 寸型号静电卡盘已量产，12 寸型号静电卡盘目前正处于客户测试阶段。募投项目“先进材料生产基地项目”预计于 2025 年投产；该项目主要用于陶瓷加热器、静电卡盘等结构-功能模块化产品的生产，投产后将大幅增加陶瓷加热器和静电卡盘产能。

表面处理服务: 公司表面处理服务聚焦于显示面板领域，服务京东方、TCL 华星光电、友达光电和天马微电子等全球知名显示面板制造企业，在表面处理的洁净度、



耐用性等关键指标上客户反馈良好，赢得较高的市场声誉。在半导体领域，公司也已具备 14nm 制程设备零部件新品加工和再生改造的生产能力。公司将在显示面板领域继续推动与 A 公司在 CVD 设备表面处理服务合作，并推动扩展至半导体表面处理。四川生产基地二期建成投产后，可大幅提升公司先进制程半导体设备零部件的表面处理产能。

金属结构零部件：公司金属结构零部件产品用于显示面板生产设备，包括上部电极、壁板等，该类产品综合运用了精密加工、阳极氧化和熔射等多种技术和制造手段。公司是除设备制造原厂外国内本土少量产上部电极新品的企业之一。

◆ **投资建议：**我们预计 2024-2026 年，公司营收分别为 8.02/10.20/12.20 亿元，增速分别为 66.9%/27.1%/19.7%，归母净利润分别为 2.80/3.61/4.34 亿元，增速分别为 242.1%/29.0%/20.2%；PE 分别为 45.7/35.4/29.5。公司掌握了从材料配方到零部件制造的先进陶瓷全工艺流程技术，客户涵盖国内外知名半导体设备厂商，大力布局陶瓷加热器、静电卡盘和超高纯碳化硅套件等高附加值、高技术难度的模块类产品，显著受益于半导体设备产业链国产化趋势，成长空间广阔。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**下游终端市场需求不及预期风险，新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险，市场竞争加剧风险，产能扩充进度不及预期的风险，部分先进陶瓷粉末进口依赖的风险，系统性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	462	480	802	1,020	1,220
YoY(%)	34.0	3.9	66.9	27.1	19.7
归母净利润(百万元)	93	82	280	361	434
YoY(%)	39.0	-12.2	242.1	29.0	20.2
毛利率(%)	42.2	39.8	58.8	59.4	60.0
EPS(摊薄/元)	0.21	0.19	0.64	0.83	1.00
ROE(%)	14.5	11.1	18.3	19.1	18.7
P/E(倍)	137.3	156.4	45.7	35.4	29.5
P/B(倍)	19.9	17.4	8.4	6.8	5.5
净利率(%)	20.2	17.0	34.9	35.4	35.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测和估值

1、盈利预测核心假设

1) 先进陶瓷材料零部件：公司掌握了从材料配方到零部件制造的先进陶瓷全工艺流程技术，客户包括 A 公司等全球知名半导体设备厂商以及北方华创、中微公司、拓荆科技等国内半导体设备龙头企业。得益于中国大陆泛半导体产业规模的快速增长以及设备关键零部件国产化的不断推进，公司下游泛半导体领域客户采购需求快速增长，加之陶瓷加热器和静电卡盘等高价值量产品取得突破的同时产能持续提升。我们预计 2024-2026 年，公司先进陶瓷材料零部件营收分别为 7.03/8.93/10.71 亿元，同比分别为 78.00%/27.00%/20.00%，毛利率分别为 64.00%/64.50%/65.00%，营收占比分别为 87.65%/87.56%/87.78%。

2) 表面处理服务：公司表面处理服务聚焦于显示面板领域，服务京东方、TCL 华星光电、友达光电和天马微电子等全球知名显示面板制造企业，在表面处理的洁净度、耐用性等关键指标上客户反馈良好，赢得较高的市场声誉。在半导体领域，公司已具备 14nm 制程设备零部件新品加工和再生改造的生产能力。2023 年受消费电子行业景气度下降及市场竞争加剧影响，公司表面处理业务收入规模有所下降。随着终端需求逐渐恢复，公司表面处理服务业务有望重回增长赛道。我们预计 2024-2026 年，公司表面处理服务营收分别为 0.95/1.23/1.45 亿元，同比分别为 16.00%/29.00%/18.00%，毛利率分别为 21.00%/22.50%/23.00%，营收占比分别为 11.85%/12.03%/11.86%。

3) 金属结构零部件：公司金属结构零部件产品主要用于显示面板生产设备，包括上部电极、壁板等产品。公司是除设备制造原厂外国内本土少数量产上部电极新品的企业之一。公司 2022 年及 2023 年金属结构零部件收入较低，主要原因系受消费电子行业景气度下降影响，下游显示面板厂商对上部电极、壁板等产品的备件需求显著下降。我们预计 2024-2026 年，公司金属结构零部件营收分别为 0.01/0.02/0.02 亿元，同比分别为 30.00%/20.00%/15.00%，毛利率分别为 30.00%/30.50%/31.00%，营收占比分别为 0.17%/0.16%/0.16%。

4) 其他业务：公司其他业务收入主要为零部件加工服务收入及贸易业务收入等。我们预计 2024-2026 年，公司其他业务营收分别为 0.03/0.03/0.03 亿元，同比分别为 0.00%/0.00%/0.00%，毛利率分别为 59.92%/59.92%/59.92%，营收占比分别为 0.32%/0.25%/0.21%。

综上，我们预计 2024-2026 年，公司总营收分别为 8.02/10.20/12.20 亿元，同比分别为 66.90%/27.14%/19.70%，毛利率分别为 58.83%/59.38%/59.96%。

表 1：珂玛科技业务指标预测（亿元，%）

业务	指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
先进陶瓷材料零部件	营收	3.61	3.95	7.03	8.93	10.71
	营收同比	73.90%	9.47%	78.00%	27.00%	20.00%
	毛利率	47.69%	43.77%	64.00%	64.50%	65.00%
	营收占比	78.00%	82.19%	87.65%	87.56%	87.78%
表面处理服务	营收	1.00	0.82	0.95	1.23	1.45
	营收同比	-22.84%	-18.28%	16.00%	29.00%	18.00%

业务	指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
	毛利率	22.44%	20.01%	21.00%	22.50%	23.00%
	营收占比	21.68%	17.06%	11.85%	12.03%	11.86%
金属结构零部件	营收	0.00	0.01	0.01	0.02	0.02
	营收同比	-93.57%	156.52%	30.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	25.02%	29.90%	30.00%	30.50%	31.00%
	营收占比	0.09%	0.22%	0.17%	0.16%	0.16%
	其他业务	营收	0.01	0.03	0.03	0.03
	营收同比	-10.83%	137.40%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	70.61%	59.92%	59.92%	59.92%	59.92%
	营收占比	0.23%	0.53%	0.32%	0.25%	0.21%
合计	总营收	4.62	4.80	8.02	10.20	12.20
	总营收同比	34.52%	3.89%	66.90%	27.14%	19.70%
	综合毛利率	42.25%	39.78%	58.83%	59.38%	59.96%

资料来源：珂玛科技，华金证券研究所

2、可比公司估值与投资建议

公司主营业务收入主要来源于先进陶瓷材料零部件、表面处理服务和金属结构零部件等三类产品和服务，其中先进陶瓷材料零部件和泛半导体设备零部件表面处理服务的收入占主营业务收入的比例均超过 95%。目前 A 股上市公司中尚无专门从事先进陶瓷材料零部件研发、生产和销售的企业。因此，我们选取了主要从事电子陶瓷系列产品研发、生产和销售的中瓷电子，主要从事泛半导体设备金属零部件制造的富创精密，主要从事泛半导体设备表面处理服务的富乐德以及主要从事超高纯金属溅射靶材、半导体精密零部件的研发、生产和销售的江丰电子作为可比公司。

公司是 A 股专门从事先进陶瓷材料零部件研发、生产和销售的稀缺性标的，掌握了从材料配方到零部件制造的先进陶瓷全工艺流程技术，客户涵盖国内外知名半导体设备厂商，大力布局陶瓷加热器、静电卡盘和超高纯碳化硅套件等高附加值、高技术难度的模块类产品，显著受益于半导体设备产业链国产化趋势，成长空间广阔。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

表 2：可比公司估值（元，亿元，元/股）

公司	股价	归母净利润			EPS			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中瓷电子	36.55	6.17	8.30	10.85	1.37	1.84	2.41	26.74	19.86	15.19
富创精密	32.09	3.00	4.34	5.70	0.97	1.41	1.85	32.94	22.78	17.35
富乐德	18.39	1.25	1.61	2.05	0.37	0.48	0.61	49.78	38.65	30.36
江丰电子	48.06	3.55	4.83	6.23	1.34	1.82	2.35	35.94	26.42	20.46
均值					1.01	1.39	1.80	36.35	26.93	20.84
珂玛科技	29.37	2.8	3.61	4.34	0.64	0.83	1.00	45.72	35.45	29.49

资料来源：Wind 一致预期，珂玛科技盈利预测来自华金证券研究所 注：数据取自 2024 年 9 月 8 日

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	571	643	1495	1770	2214	营业收入	462	480	802	1020	1220
现金	190	133	852	1038	1338	营业成本	267	289	330	414	489
应收票据及应收账款	199	257	315	364	408	营业税金及附加	3	2	5	6	6
预付账款	4	8	12	13	17	营业费用	17	18	24	30	34
存货	137	169	237	272	363	管理费用	36	40	56	70	83
其他流动资产	41	77	80	83	88	研发费用	34	47	78	102	125
非流动资产	450	707	800	864	931	财务费用	2	0	-1	-5	-5
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-6	-8	-10	-12	-16
固定资产	208	277	363	424	463	公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
无形资产	15	17	17	17	17	投资净收益	1	-0	0	0	0
其他非流动资产	227	412	420	423	451	营业利润	105	88	300	391	472
资产总计	1022	1350	2295	2634	3145	营业外收入	1	0	2	0	0
流动负债	205	370	460	495	629	营业外支出	2	0	0	0	0
短期借款	24	91	94	102	118	利润总额	104	87	301	391	472
应付票据及应付账款	60	145	185	191	253	所得税	11	6	21	29	38
其他流动负债	121	135	180	202	258	税后利润	93	82	280	361	434
非流动负债	173	243	305	248	191	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	86	166	229	172	114	归属母公司净利润	93	82	280	361	434
其他非流动负债	87	77	77	77	77	EBITDA	138	138	344	435	522
负债合计	378	613	765	743	820						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	361	361	436	436	436	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	73	84	522	522	522	成长能力					
留存收益	210	292	572	933	1367	营业收入(%)	34.0	3.9	66.9	27.1	19.7
归属母公司股东权益	644	736	1530	1891	2325	营业利润(%)	35.9	-16.9	242.3	30.3	20.9
负债和股东权益	1022	1350	2295	2634	3145	归属于母公司净利润(%)	39.0	-12.2	242.1	29.0	20.2
						获利能力					
						毛利率(%)	42.2	39.8	58.8	59.4	60.0
						净利率(%)	20.2	17.0	34.9	35.4	35.6
						ROE(%)	14.5	11.1	18.3	19.1	18.7
						ROIC(%)	11.3	8.5	14.1	15.2	15.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	37.0	45.4	33.3	28.2	26.1
						流动比率	2.8	1.7	3.3	3.6	3.5
						速动比率	1.9	1.1	2.5	2.8	2.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	2.6	2.1	2.8	3.0	3.2
						应付账款周转率	4.1	2.8	2.0	2.2	2.2
						估值比率					
						P/E	137.3	156.4	45.7	35.4	29.5
						P/B	19.9	17.4	8.4	6.8	5.5
						EV/EBITDA	92.8	94.1	36.0	27.9	22.6

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn