

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

珂玛科技(301611)

陶瓷加热器开始加速放量

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	68.26
总股本/流通股本(亿股)	4.36 / 0.56
总市值/流通市值(亿元)	298 / 38
52周内最高/最低价	80.18 / 27.52
资产负债率(%)	45.4%
市盈率	296.78
第一大股东	刘先兵

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
研究助理: 翟一梦
SAC 登记编号: S1340123040020
Email: zhaiyimeng@cnpsec.com

● 投资要点

加速半导体设备用先进陶瓷材料零部件国产替代。公司成立于 2009 年，主要从事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，拥有由氧化铝、氧化锆、氮化铝、碳化硅、氧化钇和氧化钛 6 大类材料组成的先进陶瓷基础材料体系，是国内半导体设备用先进陶瓷材料零部件的头部企业。在半导体设备领域，公司是国际头部半导体设备厂商 A 公司的全球供应商，也是世界著名的热产品和技术解决方案供应商 WATLOW 的供应商。随着半导体设备国产化趋势，公司已成为主流国产半导体设备厂商包括北方华创、中微公司、拓荆科技、上海微电子和芯源微等的主要核心陶瓷零部件供应商，为我国半导体产业供应链安全提供保障。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年全球先进结构陶瓷市场规模 258 亿元，未来将伴随全球半导体设备投入需求保持长期增长趋势，在半导体领域，目前国内晶圆厂所使用制造设备的先进结构陶瓷零部件国产化水平仍然较低，根据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国大陆国产半导体设备的先进结构陶瓷零部件国产化率仅约为 19%，国产替代空间巨大。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年公司占中国大陆国产半导体设备的先进结构陶瓷采购总规模的约 14%，占中国大陆国产半导体设备的大陆本土先进结构陶瓷供应商供应总规模的约 72%，公司将持续加速半导体设备用先进陶瓷材料零部件的国产替代进程。

陶瓷加热器开始加速放量。公司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。**先进陶瓷方面**，经过十余年的研发和积累，公司掌握了粉末配方和处理、成型、生坯加工、烧结等先进陶瓷材料制造中的关键材料工艺，已形成了自身丰富的先进陶瓷材料体系，并不断扩充和完善；同时，公司掌握了硬脆难加工材料的多种加工制造技术，并成功应用到先进陶瓷材料零部件大规模生产中。公司在本土先进结构陶瓷企业中处于市场领先地位，目前已通过 A 公司包括先进陶瓷材料、精密加工和精密清洗等在内共计 15 项半导体设备零部件相关资质认证，在半导体设备用高纯度氧化铝、高导热氮化铝和分级机用分级轮等“卡脖子”产品不同程度上实现了国产替代，填补了中国本土企业在先进陶瓷行业的空白，先进陶瓷材料零部件多项关键技术指标达到国内领先、国际主流水平。在陶瓷加热器方面，公司通过承担国家“02 专项”之“PECVD 设备用陶瓷加热盘的关键技术与产业化”项目课题以及多年研发，目前已探索形成陶瓷加热器自主可控的生产能力，截至招股说明书签署日，该产品已实现量产，公司正向主流半导体设备厂商积极推广陶瓷加热器产品。2023 年及

之前公司主要产品为应用于泛半导体设备领域和粉体粉碎和分级领域的陶瓷结构件，2024 年开始陶瓷加热器开始加速放量。2024 年前三季度公司实现营收 6.2 亿元，其中陶瓷部件 5.5 亿元（其中最新量产模组产品占 36%），表面处理 6600 万元。

表面处理业务稳健增长。表面处理方面，公司具备对氧化铝、氮化铝、氧化钇等各基材先进陶瓷材料和金属材料等零部件的表面处理能力。公司在洗净再生处理洁净度、熔射后使用寿命和大尺寸零部件熔射等方面处于国内领先水平，且表面处理综合服务方案提供能力较强。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年公司在大陆显示面板表面处理市场份额约 6%，其中在显示面板刻蚀细分领域的市场份额约为 14%。公司表面处理业务主要是清洗和喷涂（公司喷涂营收占比较大，招股说明书中表面处理可比公司清洗做得比较多），公司主要的下游是面板厂商，未来需求相对稳定。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 8.10/10.61/13.07 亿元，实现归母净利润分别为 2.92/4.12/5.30 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 102 倍、72 倍、56 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

技术研发及市场推广风险，经营风险，管理及内控风险，财务风险，行业风险，宏观环境风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	480	810	1061	1307
增长率(%)	3.89	68.57	30.97	23.26
EBITDA（百万元）	139.86	414.76	550.74	683.14
归属母公司净利润（百万元）	81.86	291.94	412.00	530.17
增长率(%)	-12.20	256.63	41.13	28.68
EPS（元/股）	0.19	0.67	0.94	1.22
市盈率（P/E）	363.56	101.94	72.24	56.14
市净率（P/B）	40.41	19.88	16.11	12.95
EV/EBITDA	1.07	71.09	53.12	42.29

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	480	810	1061	1307	营业收入	3.9%	68.6%	31.0%	23.3%
营业成本	289	316	401	482	营业利润	-16.9%	268.8%	39.5%	28.1%
税金及附加	2	8	11	13	归属于母公司净利润	-12.2%	256.6%	41.1%	28.7%
销售费用	18	22	29	35	获利能力				
管理费用	40	61	78	92	毛利率	39.8%	61.0%	62.2%	63.1%
研发费用	47	71	93	115	净利率	17.0%	36.0%	38.8%	40.5%
财务费用	0	7	-3	-9	ROE	11.1%	19.5%	22.3%	23.1%
资产减值损失	-6	-8	-8	-8	ROIC	8.1%	16.5%	18.8%	19.8%
营业利润	88	323	450	577	偿债能力				
营业外收入	0	2	2	2	资产负债率	45.4%	30.3%	29.1%	26.4%
营业外支出	0	0	0	0	流动比率	1.74	3.49	3.75	4.38
利润总额	87	324	452	579	营运能力				
所得税	6	32	40	49	应收账款周转率	2.37	2.77	2.60	2.52
净利润	82	292	412	530	存货周转率	1.89	1.90	2.13	2.12
归母净利润	82	292	412	530	总资产周转率	0.41	0.46	0.45	0.46
每股收益(元)	0.19	0.67	0.94	1.22	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.19	0.67	0.94	1.22
货币资金	133	594	836	1211	每股净资产	1.69	3.43	4.24	5.27
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	257	381	520	619	PE	363.56	101.94	72.24	56.14
预付款项	8	7	9	11	PB	40.41	19.88	16.11	12.95
存货	169	165	210	244	现金流量表				
流动资产合计	643	1243	1698	2222	净利润	82	292	412	530
固定资产	277	485	585	636	折旧和摊销	52	83	102	113
在建工程	315	297	208	155	营运资本变动	-96	-171	-134	-113
无形资产	17	15	13	11	其他	9	29	28	29
非流动资产合计	707	907	910	901	经营活动现金流净额	47	233	407	559
资产总计	1350	2149	2608	3124	资本开支	-253	-273	-103	-104
短期借款	91	96	96	96	其他	-21	-5	0	0
应付票据及应付账款	145	114	173	191	投资活动现金流净额	-273	-279	-103	-104
其他流动负债	135	146	185	220	股权融资	0	513	0	0
流动负债合计	370	356	453	507	债务融资	154	35	11	11
其他	243	296	307	318	其他	-24	-40	-73	-91
非流动负债合计	243	296	307	318	筹资活动现金流净额	130	508	-62	-80
负债合计	613	652	760	825	现金及现金等价物净增加额	-96	461	242	375
股本	361	436	436	436					
资本公积金	84	522	522	522					
未分配利润	263	467	756	1127					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	29	72	134	214					
所有者权益合计	736	1497	1848	2299					
负债和所有者权益总计	1350	2149	2608	3124					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048