

2025 年 09 月 26 日

## 珂玛科技 (301611.SZ)

投资评级：增持（首次）

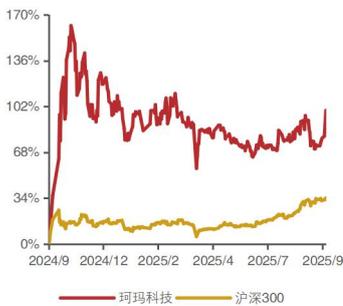
——先进陶瓷零部件领先者，半导体业务未来可期

## 证券分析师

葛星甫  
SAC: S1350524120001  
gexingfu@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 09 月 24 日

收盘价 (元)	60.76
一年内最高/最低 (元)	86.70/30.82
总市值 (百万元)	26,491.36
流通市值 (百万元)	8,906.36
总股本 (百万股)	436.00
资产负债率 (%)	21.01
每股净资产 (元/股)	3.79

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **深耕先进陶瓷和表面处理业务，先进陶瓷零部件持续成长。**珂玛科技是中国第一家拥有自主知识产权，从高精度陶瓷部件设计制造到清洗维护的综合性解决方案提供商。公司主营业务包括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。1) 先进陶瓷：以材料为基础，产品形式为高度定制化的零部件，应用于半导体、新能源、汽车制造、生物医药等领域；2) 表面处理服务：先进陶瓷材料零部件新品制造的重要后道工序，也对外提供专业第三方表面处理服务。3) 金属结构零部件：用于显示面板生产设备，包含上部电极、壁板等。
- **先进陶瓷市场空间广阔，珂玛重点突破“卡脖子”产品。**芯片集成度不断提高，对制造设备精密零部件的性能要求提升，带动泛半导体先进结构陶瓷的快速发展，弗若斯特沙利文预计 2026 年中国泛半导体先进结构陶瓷市场规模达到 125 亿元，占全球市场规模的比例将提高至 24%。陶瓷加热器和静电卡盘是半导体设备中至关重要的零部件，技术难度大、壁垒高。珂玛科技基于在先进陶瓷材料方面多年的技术积累，从材料端开始突破陶瓷加热器等“功能-结构”一体模块化产品的技术壁垒，致力于从根本上解决陶瓷加热器、静电卡盘的“卡脖子”问题。
- **泛半导体表面处理市场持续扩容，公司技术储备丰富。**公司已成功研发 OLED 设备零部件、大件显示面板设备零部件的表面处理技术并实现量产服务，进入京东方、TCL 华星光电、友达光电和天马微电子等面板企业供应链。在半导体领域，公司已试验形成 14nm 制程设备零部件表面处理的技术储备，预计将成为公司表面处理业务新的业绩增长点。在熔射业务方面，公司拥有丰富的显示面板高世代线设备大尺寸零部件处理经验，在行业内较早提出显示面板行业全世代线部件熔射工艺概念。
- **盈利预测与评级：**预计 2025-2027 年珂玛科技归母净利润分别为 4.23、5.69、7.47 亿元，同比分别增长 36.16%、34.45%、31.23%，对应 PE 分别为 63、47、35 倍。选取中瓷电子、富创精密和新莱应材作为可比公司。公司作为国内本土先进陶瓷材料及零部件领先企业，半导体设备零部件业务持续放量，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、下游需求不及预期、研发进度不及预期

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	480	857	1,131	1,476	1,920
同比增长率 (%)	3.89%	78.45%	31.92%	30.53%	30.04%
归母净利润 (百万元)	82	311	423	569	747
同比增长率 (%)	-12.20%	279.88%	36.16%	34.45%	31.23%
每股收益 (元/股)	0.19	0.71	0.97	1.31	1.71
ROE (%)	11.12%	20.47%	22.25%	23.53%	24.13%
市盈率 (P/E)	323.62	85.19	62.56	46.53	35.46

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

预计 2025–2027 年珂玛科技归母净利润分别为 4.23、5.69、7.47 亿元，同比分别增长 36.16%、34.45%、31.23%，对应 PE 分别为 63、47、35 倍。中瓷电子主要从事电子陶瓷系列产品研发、生产和销售，富创精密和新莱应材主要从事半导体零部件的研发和生产，选取作为可比公司。公司作为国内本土先进陶瓷材料及零部件领先企业，半导体设备零部件业务持续放量，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 关键假设

**先进陶瓷材料零部件：**随着泛半导体领域自主可控推进，公司加大对陶瓷加热器、静电卡盘和超高纯碳化硅套件等产业链“卡脖子”产品的研发力度，“功能–结构”一体模块化产品持续量产。预计 2025–2027 年先进陶瓷材料零部件的营收增速分别为 33.00%、31.20%、30.50%，营收分别为 10.22、13.40、17.49 亿元。

**表面处理服务：**珂玛科技主要面向显示面板制造厂和设备制造原厂，在表面处理的洁净度、耐用性等关键指标上客户反馈良好。预计 2025–2027 年表面处理服务的营收增速分别为 20.00%、22.00%、23.00%，营收分别 0.98、1.20、1.48 亿元。

**金属结构零部件：**预计 2025–2027 年金属结构零部件营收增速分别为 55.00%、50.00%、50.00%，营收分别为 0.05、0.08、0.11 亿元。

**其他业务：**预计 2025–2027 年其他业务营收增速分别为 50.00%、40.00%、40.00%，营收分别为 0.06、0.08、0.11 亿元。

### 投资逻辑要点

珂玛科技拥有先进陶瓷材料零部件、泛半导体设备表面处理服务、金属结构零部件三大核心产品和服务体系，半导体设备零部件业务持续放量。陶瓷加热器、静电卡盘是半导体设备中至关重要的零部件，技术难度大、壁垒高，市场主要由美、日企业主导。公司基于在先进陶瓷材料方面多年的技术积累，从材料端开始循序渐进突破陶瓷加热器、静电卡盘等“功能–结构”一体模块化产品的技术壁垒，致力于从根本上解决国内半导体设备厂商和晶圆厂商的“卡脖子”问题。

### 核心风险提示

行业竞争加剧的风险，下游需求不及预期的风险，研发进度不及预期的风险。

## 内容目录

1. 聚焦先进陶瓷和表面处理，先进陶瓷零部件持续成长 .....	6
1.1. 从先进陶瓷到多业务协同，深耕泛半导体核心赛道 .....	6
1.2. 2025H1 业绩持续增长，先进陶瓷零部件贡献主要增量 .....	10
2. 先进陶瓷市场空间广阔，珂玛重点突破“卡脖子”产品 .....	13
2.1. 全球先进陶瓷市场发展势头良好，自主可控前景广阔 .....	13
2.2. 泛半导体为关键下游，拉动先进陶瓷市场增长 .....	16
2.3. 珂玛科技实现“卡脖子”产品量产突破 .....	18
3. 泛半导体表面处理市场持续扩容，珂玛技术储备丰富 .....	21
4. 盈利预测与评级 .....	23
5. 风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1: 公司先进陶瓷材料产品应用领域.....	6
图表 2: 公司发展历程.....	7
图表 3: 公司股权结构(截至 2025 年 6 月 30 日).....	7
图表 4: 公司先进陶瓷零部件产品具体情况(产业化阶段情况截至 2024 年 8 月).....	8
图表 5: 公司表面处理服务具体情况.....	9
图表 6: 公司金属结构零部件产品具体情况.....	9
图表 7: 公司代表客户.....	10
图表 8: 公司募集资金使用方案(万元).....	10
图表 9: 公司营业收入(百万元).....	10
图表 10: 公司归母净利润(百万元).....	10
图表 11: 公司主营业务收入构成(百万元).....	11
图表 12: 公司主营业务毛利率.....	11
图表 13: 公司先进陶瓷零部件收入拆分(百万元).....	11
图表 14: 公司表面处理服务收入拆分(百万元).....	11
图表 15: 2024 年公司成本分产品拆分.....	12
图表 16: 公司毛利率及净利率.....	12
图表 17: 公司期间费用率.....	12
图表 18: 2021-2024 公司前五大客户.....	13
图表 19: 中国不同先进陶瓷材料市场规模占比.....	14
图表 20: 2021 年中国功能和结构陶瓷市场规模占比.....	14
图表 21: 结构陶瓷与功能陶瓷.....	14
图表 22: 全球先进陶瓷市场规模(亿元).....	15
图表 23: 中国先进陶瓷市场规模(亿元).....	15
图表 24: 中国先进结构陶瓷及部分关键零部件产品国产化情况.....	16
图表 25: 2021 年中国先进结构陶瓷的下游市场规模占比.....	17
图表 26: 先进陶瓷产业链.....	17
图表 27: 全球泛半导体先进结构陶瓷市场规模(亿元).....	18
图表 28: 中国泛半导体先进结构陶瓷市场规模(亿元).....	18
图表 29: 陶瓷加热器结构示意图.....	18

图表 30: 静电卡盘结构示意图 .....	19
图表 31: 陶瓷加热器制备工艺 .....	19
图表 32: 静电卡盘制备工艺 .....	20
图表 33: 公司主要“功能-结构”模块类产品研发和产业化进展 .....	20
图表 34: 公司先进陶瓷材料体系布局与竞争对手对比情况 .....	21
图表 35: 泛半导体制造中污染物形成原理、污染物对泛半导体制品良率影响 .....	21
图表 36: 中国泛半导体设备零部件表面处理服务市场规模(亿元) .....	22
图表 37: 2021 年中国泛半导体表面处理市场下游领域占比 .....	22
图表 38: 中国大陆表面处理服务本土企业服务情况 .....	22
图表 39: 公司表面处理服务技术水平 .....	23
图表 40: 盈利预测拆分 .....	24
图表 41: 可比公司估值表 .....	24

# 1. 聚焦先进陶瓷和表面处理，先进陶瓷零部件持续成长

## 1.1. 从先进陶瓷到多业务协同，深耕泛半导体核心赛道

深耕先进陶瓷和表面处理业务，加强产业链“卡脖子”产品布局。珂玛科技是中国第一家拥有自主知识产权，从高精度陶瓷部件设计制造到清洗维护的综合性解决方案提供商。公司发展历程分为以下 5 个阶段：

1) **初创期 (2009 年-2011 年)**：公司成立于 2009 年 4 月；2010 年，公司启动先进陶瓷产品的研发工作。

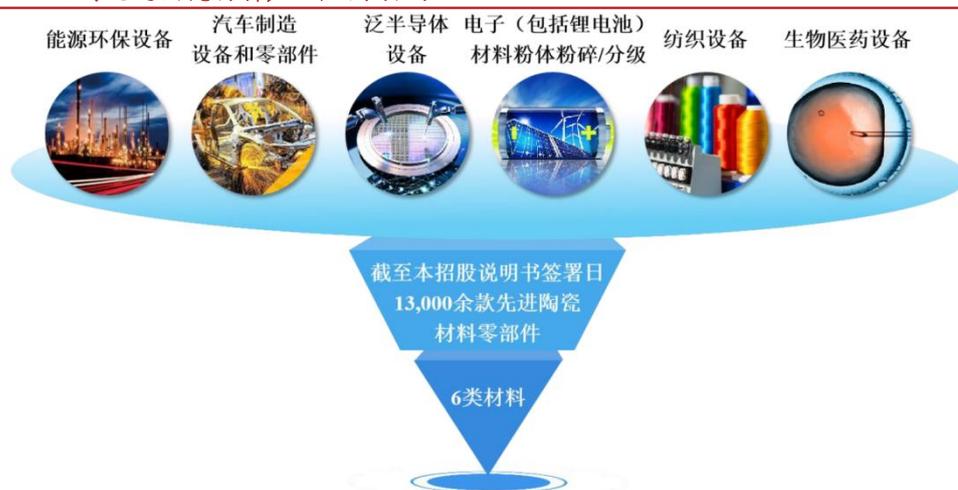
2) **基础产品提升期 (2012 年-2014 年)**：2012 年，公司开始投产高纯度氧化铝先进陶瓷材料零部件产品；2013-2014 年，公司先后启动钇/镁/铈稳定氧化锆、氧化锆增韧氧化铝、氮化铝等先进陶瓷材料零部件产品的研发和生产，并进入北方华创、拓荆科技和京东方供应链。

3) **战略升级期 (2015 年-2016 年)**：2015 年，公司业务拓展至表面处理领域；2016 年，公司逐步掌握泛半导体设备零部件熔射工艺并实现量产，同时作为责任单位承担国家科技重大专项“02 专项”项目之“PECVD 设备用陶瓷加热盘的关键技术与产业化”项目课题，掌握了加热电路及 RF 电极的结构设计、陶瓷加热盘的制备技术以及加热盘的性能测试技术。

4) **加速扩产期 (2017 年-2021 年)**：2017 年，苏州工厂扩建表面处理产线；2018 年，公司进入全球知名企业 A 公司供应链，同时苏州熔射产线扩产并投入使用；2019 年，苏州工厂扩大先进陶瓷产能，同时四川工厂建成投产；2021 年，苏州工厂扩大了先进陶瓷产能。

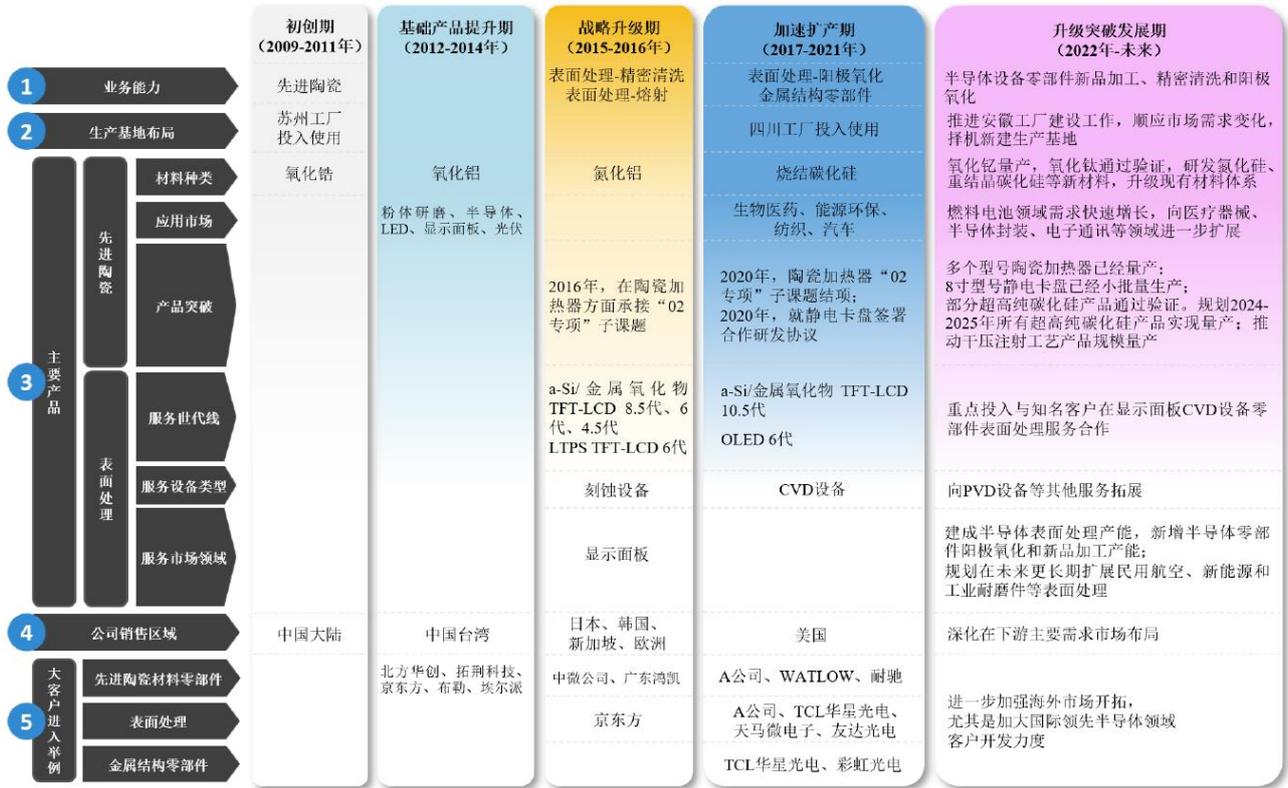
5) **升级突破发展期 (2022 年及以后)**：加强产业链“卡脖子”产品布局，重点研发突破 12 寸静电卡盘、超高纯碳化硅套件，并进一步完善陶瓷加热器、8 寸静电卡盘产品，推动实现国内泛半导体产业链设备关键零部件自主可控。

图表 1：公司先进陶瓷材料产品应用领域



资料来源：珂玛科技招股书，华源证券研究所

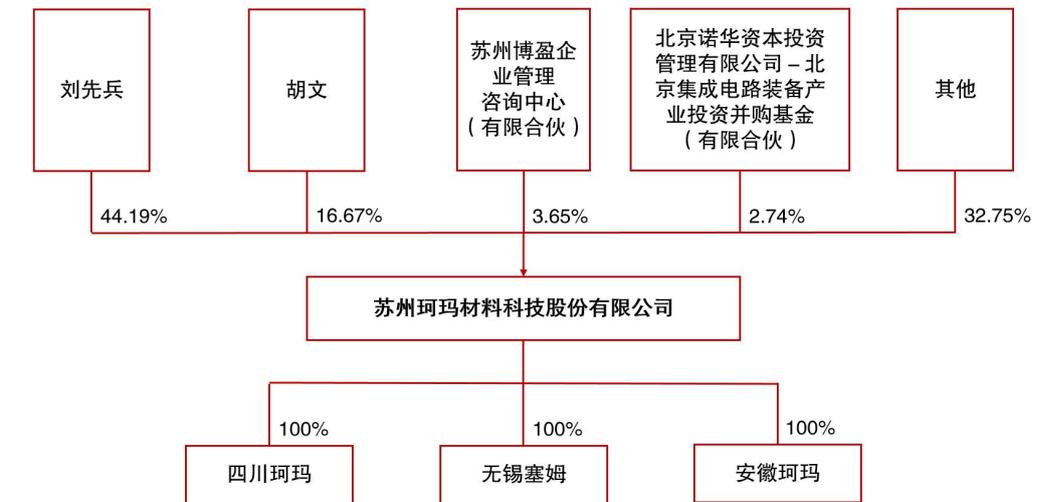
图表 2：公司发展历程



资料来源：珂玛科技招股书，华源证券研究所

公司实控人为董事长刘先兵，技术背景深厚。截至 2025 年 6 月 30 日，董事长刘先兵直接持有公司 44.19% 的股份，为公司实际控制人。刘先兵毕业于美国康州大学机械工程系并取得博士学位，曾任美国加州大学戴维斯分校 IMS-Mechatronics Lab 博士后研究员、实验室副主任，美国加州硅谷 LTD Ceramics, Inc. 研发经理等，拥有深厚的技术背景。公司目前拥有 3 家全资子公司，其中四川珂玛主要负责泛半导体设备的表面处理，无锡塞姆主要负责特种陶瓷制品销售，安徽珂玛主要负责特种陶瓷制品的制造与销售。

图表 3：公司股权结构（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：珂玛科技 2025 半年报，华源证券研究所

**产品和服务覆盖三大类别。**公司主营业务为先进陶瓷材料零部件的研发、制造、销售、服务及泛半导体设备表面处理服务，主要产品及服务可分为先进陶瓷材料零部件、表面处理和金属结构零部件 3 大类：

1) **先进陶瓷：**公司先进陶瓷业务以材料为基础，产品形式为高度定制化的零部件，应用于半导体、新能源、汽车制造、生物医药等领域。在半导体领域，公司先进陶瓷材料零部件主要用于半导体制造前道工序，已覆盖刻蚀、薄膜沉积、离子注入、光刻和氧化扩散设备。公司已积累形成由氧化铝、氧化锆、氮化铝、碳化硅、氧化钇和氧化钛 6 种材料组成的基础材料体系。

**图表 4：公司先进陶瓷零部件产品具体情况（产业化阶段情况截至 2024 年 8 月）**

先进陶瓷材料类别		氧化物				氮化物		碳化物	
		氧化铝	氧化锆	氧化钇	氧化钛	氮化铝	氮化硅	烧结碳化硅	超高纯碳化硅
产业化阶段		量产	量产	量产	通过客户验证	量产	客户验证	量产	客户验证
公司产品 (拟)主要应用领域	半导体	√	-	√	√	√	-	√	√
	其他泛半导体	√	-	√	√	√	-	√	√
	粉碎和分级	√	√	-	-	-	√	√	-
	燃料电池制造设备	√	-	-	-	-	-	-	-
	纺织	√	-	-	-	-	-	-	-
	汽车生产	√	√	-	-	-	√	-	-
	生物医药	√	√	-	-	-	-	-	-

资料来源：珂玛科技招股书，华源证券研究（注：“-”意为公司该类材料非主要发挥特性）

2) **表面处理服务：**公司的表面处理业务既是先进陶瓷材料零部件新品制造的重要后道工序，也对外提供专业第三方表面处理服务。公司对外表面处理服务聚焦于显示面板领域，为 LCD、OLED 制造设备提供精密清洗、阳极氧化和熔射服务。

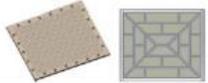
**图表 5：公司表面处理服务具体情况**

服务类型	功能与作用	应用于设备零部件	公司提供服务情况	表面处理过程图示
精密清洗	通过物理清洗、化学清洗等方式清洗表面附着物。附着物主要包括泛半导体生产过程中产生的颗粒、自然氧化层、金属污染物、有机物、牺牲层和抛光残留物等	金属和非金属材料零部件	向LCD、OLED显示面板制造企业提供精密清洗服务	
阳极氧化	铝合金在相应的电解液和特定的工艺条件下，外加电流使其表面形成氧化膜，提高部件耐电压及耐腐蚀性	金属材料零部件	向显示面板的刻蚀、CVD设备零部件提供阳极氧化服务，具体应用于上/下部电极、喷淋板、内壁板、视窗盖板、保护条框等金属零部件再生	
熔射	等离子熔射：使用熔射的方式将氧化钇等材料以镀层的形式涂覆到先进陶瓷或金属材料零部件表面，以提高其耐腐蚀性	金属和非金属材料零部件	向LCD、OLED显示面板制造企业提供等离子熔射服务，具体应用于上/下部电极、喷淋板、保护罩基座、端环、壁板、隔板、整流墙等超过500款型号的非金属和金属零部件	
	TWAS双电弧铝熔射：在氧化铝陶瓷零部件表面涂覆铝层，改善部件表面粗糙度，提高吸附能力	先进陶瓷材料零部件	对A公司半导体设备零部件的TWAS双电弧铝熔射项目已通过认证	

资料来源：珂玛科技招股书，华源证券研究所

3) **金属结构零部件**：公司的金属结构零部件产品用于显示面板生产设备，包含上部电极、壁板等，这类产品在制造中综合运用精密加工、阳极氧化、熔射等多种技术和制造方式。

**图表 6：公司金属结构零部件产品具体情况**

产品名称	功能	应用设备	涉及加工工序	产品图示
上部电极	构造显示面板工艺条件的零部件之一，工艺气体经由上部电极喷嘴出口进入腔室	显示面板刻蚀设备	精密加工、阳极氧化、熔射	
壁板	保护显示面板制造设备腔室内壁，防护多种机理的腐蚀等	显示面板刻蚀设备	精密加工、阳极氧化	

资料来源：珂玛科技招股书，华源证券研究所

**头部客户合作稳固，获广泛认可。**公司系国家高新技术企业、江苏省先进陶瓷材料与部件工程技术研究中心、江苏省省级企业技术中心、国家级专精特新“小巨人”企业等。在核心客户合作方面，公司目前是A公司在中国少数的先进结构陶瓷供应商之一，同时也是北方华创连续多年的全球金牌供应商，曾被国内知名半导体薄膜沉积设备厂商拓荆科技授予2021年杰出质量奖。公司其他核心客户包括京东方、TCL华星光电等。

图表 7：公司代表客户

类别	代表客户
先进陶瓷材料零部件	A 公司、北方华创、中微公司、屹唐股份、拓荆科技、上海微电子、京东方、TCL 华星光电、三安光电、理想万里晖、耐驰、布勒、山东埃尔派、广东鸿凯、Bloom Energy、华晨宝马
表面处理服务	京东方、TCL 华星光电、天马微电子、友达光电、A 公司
金属结构零部件	TCL 华星光电、彩虹光电

资料来源：珂玛科技招股书，华源证券研究所

**募投项目建设扩充先进陶瓷材料和泛半导体零部件产能。**公司于 2024 年 IPO 募集资金，拟使用募集资金用于先进材料生产基地项目、泛半导体核心零部件加工制造项目、研发中心建设项目和补充流动资金。其中，先进材料生产基地项目主要用于匹配公司先进陶瓷产能扩张，进一步提高产线生产效率，并实现产品多样化；泛半导体核心零部件加工制造项目主要拓展表面处理业务下游半导体领域客户，新建成对半导体零部件加工和阳极氧化产能；研发中心建设项目主要用于加大公司科技创新研发。

图表 8：公司募集资金使用方案（万元）

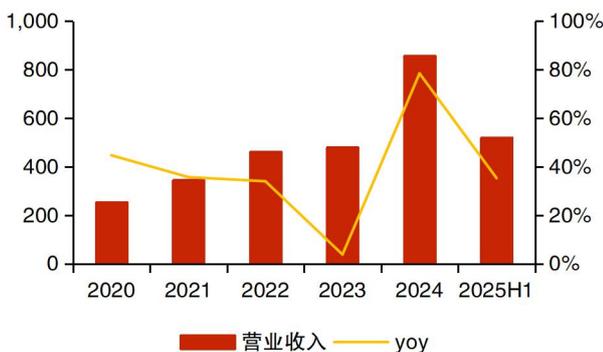
项目名称	投资总额	拟使用募集资金金额
先进材料生产基地项目	44,018.30	35,000.00
泛半导体核心零部件加工制造项目	15,000.00	12,000.00
研发中心建设项目	34,711.22	28,000.00
补充流动资金	15,000.00	15,000.00
合计	108,729.52	90,000.00

资料来源：珂玛科技招股书，华源证券研究所

## 1.2. 2025H1 业绩持续增长，先进陶瓷零部件贡献主要增量

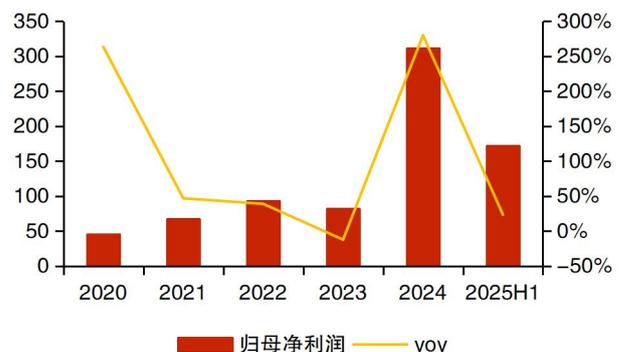
**半导体客户需求增长&“功能-结构”一体模块化产品量产，营收增长动能强劲。**2020-2023 年，公司业绩呈稳定增长趋势，营业收入从 2.54 亿元增长到 4.80 亿元，CAGR=23.6%；归母净利润从 0.46 亿元增长到 0.82 亿元，CAGR=21.5%。2024 年，公司营业收入为 8.57 亿元，同比增长 78.45%；归母净利润为 3.11 亿元，同比增长 279.88%，主要系先进陶瓷材料结构件在半导体领域销售收入增长。2025H1 公司营业收入为 5.2 亿元，同比增长 35.34%；归母净利润为 1.72 亿元，同比增长 23.52%，主要系下游半导体领域客户采购需求持续增长，同时，“功能-结构”一体模块化产品持续量产。

图表 9：公司营业收入（百万元）



资料来源：iFind，华源证券研究所

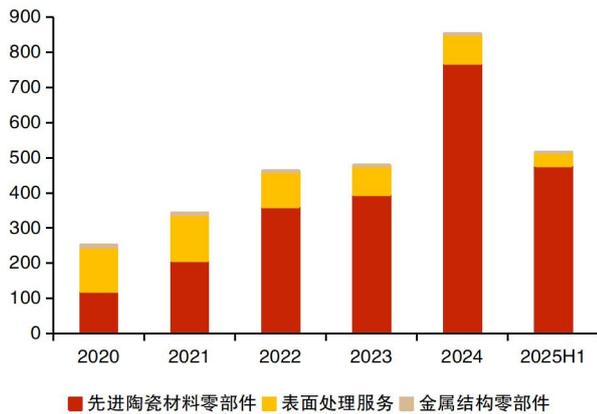
图表 10：公司归母净利润（百万元）



资料来源：iFind，华源证券研究所

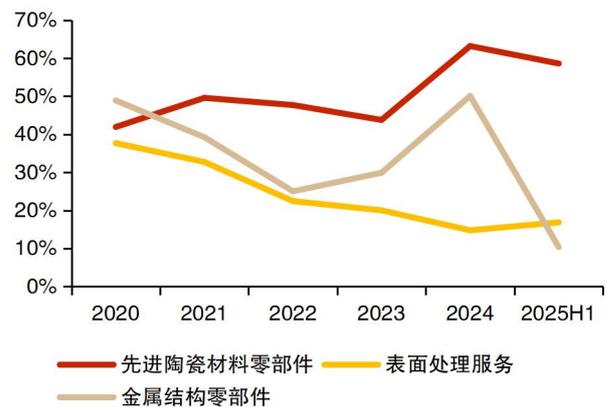
**先进陶瓷材料零部件营收显著增长。**2024年，先进陶瓷材料零部件、表面处理服务、金属结构零部件营收分别为7.68亿元、0.82亿元、0.03亿元，其中，先进陶瓷材料零部件营收同比增加95%，主要系半导体领域客户需求快速增长。2024年，先进陶瓷材料零部件、表面处理服务、金属结构零部件的毛利率分别为63.19%、14.77%、50.07%，其中，表面处理业务2020年-2024年毛利率有所下滑，主要系价格竞争激烈。2025H1公司先进陶瓷材料零部件营收为4.77亿元，同比增加40.21%，主要得益于中国半导体市场持续扩张，设备关键零部件国产化不断推进，同时，公司“功能-结构”一体模块化产品持续量产。

图表 11：公司主营业务收入构成（百万元）



资料来源：iFinD，华源证券研究所

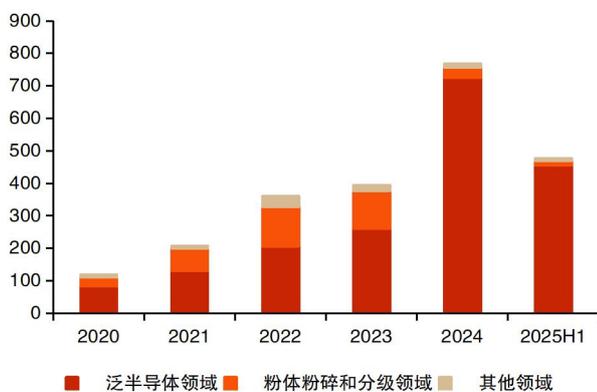
图表 12：公司主营业务毛利率



资料来源：iFinD，华源证券研究所

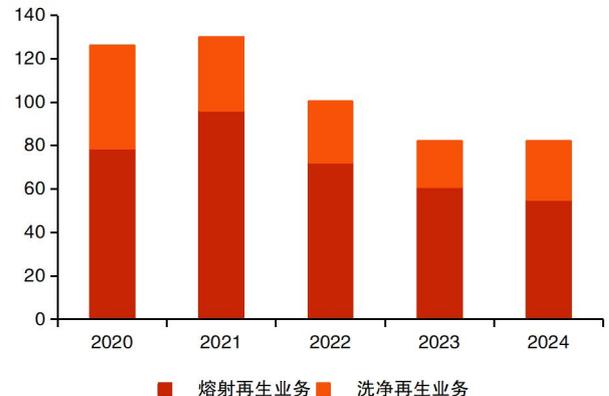
**泛半导体领域为先进陶瓷主要应用领域。**公司先进陶瓷材料零部件下游应用领域主要包括半导体、泛半导体、粉体粉碎和分级、其他。2024年，公司来自半导体及泛半导体领域的先进陶瓷材料零部件收入为7.24亿元，占先进陶瓷零部件总收入的94.25%，同比增长178.45%，主要系中国半导体市场整体复苏，公司“功能-结构”一体模块化产品的大规模量产。公司表面处理服务包括熔射再生服务和洗净再生服务，下游均面向泛半导体领域，受消费电子行业景气度下降及市场竞争加剧影响，2021-2023年公司两类表面处理业务收入规模均有所下降。

图表 13：公司先进陶瓷零部件收入拆分（百万元）



资料来源：iFinD、珂玛科技招股书，华源证券研究所（注：2024年公司改变营收分类口径，之后泛半导体包含半导体及泛半导体）

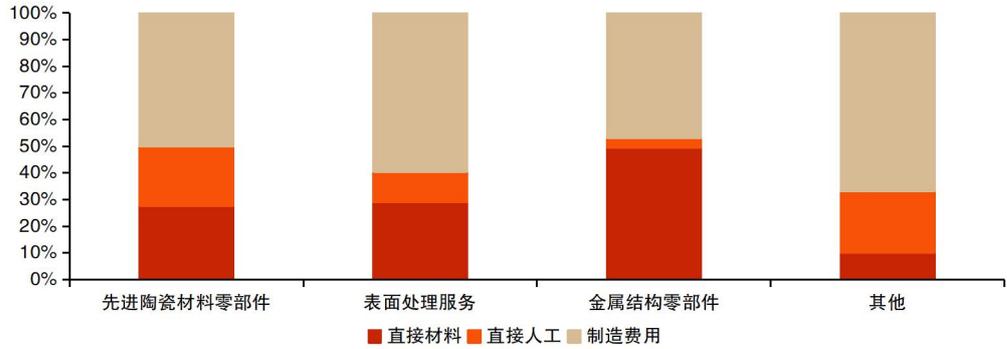
图表 14：公司表面处理服务收入拆分（百万元）



资料来源：iFinD、珂玛科技招股书，华源证券研究所

**制造费用占公司营业成本超五成。**2024年，公司直接材料成本约为1亿元，占营业成本的28%；直接人工成本为0.72亿元，占营业成本的20.09%；制造费用为1.85亿元，占营业成本的51.91%。2024年公司受到外部市场需求增加的影响，营业成本跟随营业收入的增长同步增加，营业成本结构保持稳定。

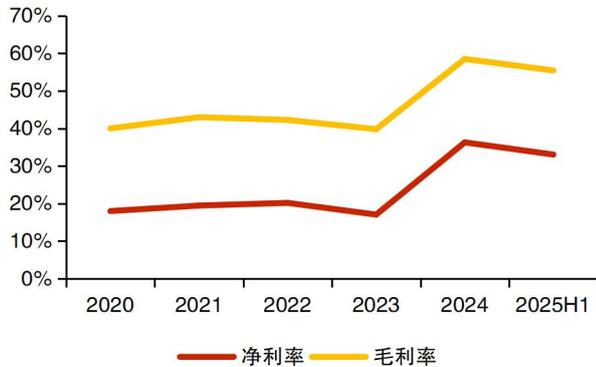
图表 15：2024 年公司成本分产品拆分



资料来源：珂玛科技 2024 年报，华源证券研究所

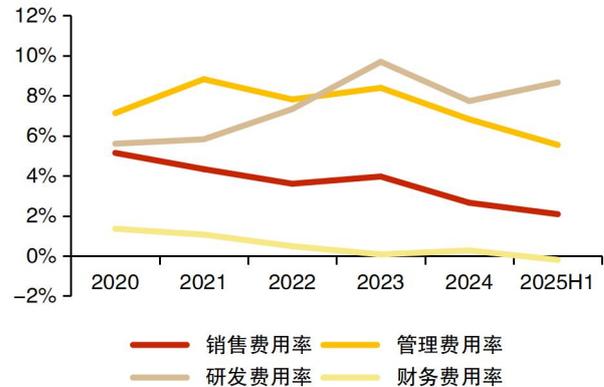
**2024 年盈利水平显著提升。**2024 年，公司毛利率为 58.49%，同比提升 18.71pct，主要系公司高毛利率的先进陶瓷材料产品快速放量所致；公司净利率为 36.27%，同比提升 19.23pct。2025H1，公司毛利率、净利率分别为 55.42%、33.03%。费用率方面，2025H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.08%/5.54%/8.66%/-0.20%。

图表 16：公司毛利率及净利率



资料来源：iFind，华源证券研究所

图表 17：公司期间费用率



资料来源：iFind，华源证券研究所

**2024 年客户集中度有所提升，北方华创为 2023 年第一大客户。**2021-2024 年，公司对前五大客户实现主营业务收入分别为 2.19、2.49、2.30、5.97 亿元，占当期主营业务收入的比重分别为 63.75%、54.01%、48.07%、69.65%。2023 年，公司前五大客户分别为北方华创、广东鸿凯、TCL 华星光电、A 公司、京东方。

**图表 18：2021-2024 公司前五大客户**

序号	客户名称	销售金额 (万元)	占主营业务比重
<b>2021 年度</b>			
1	北方华创	5,970.02	17.36%
2	京东方	5,765.86	16.77%
3	TCL 华星光电	5,520.44	16.06%
4	广东鸿凯	2,703.34	7.86%
5	A 公司	1,957.58	5.69%
	合计	21,917.24	63.75%
<b>2022 年度</b>			
1	北方华创	8,041.01	17.43%
2	广东鸿凯	4,855.50	10.52%
3	京东方	4,501.13	9.76%
4	山东埃尔派	3,974.69	8.61%
5	TCL 华星光电	3,546.24	7.69%
	合计	24,918.57	54.01%
<b>2023 年度</b>			
1	北方华创	8,936.89	18.70%
2	广东鸿凯	3,983.20	8.34%
3	TCL 华星光电	3,703.99	7.75%
4	A 公司	3,381.26	7.08%
5	京东方	2,968.59	6.21%
	合计	22,973.93	48.07%
<b>2024 年度</b>			
1	第一名	23,639.60	27.57%
2	第二名	19,298.70	22.51%
3	第三名	5,823.61	6.79%
4	第四名	5,551.48	6.47%
5	第五名	5,408.43	6.31%
	合计	59,721.81	69.65%

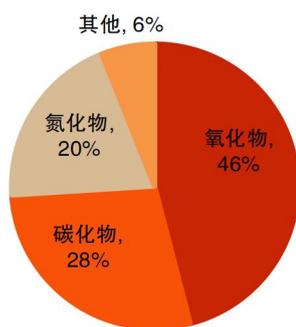
资料来源：珂玛科技招股书、珂玛科技公告，华源证券研究所

## 2. 先进陶瓷市场空间广阔，珂玛重点突破“卡脖子”产品

### 2.1. 全球先进陶瓷市场发展势头良好，自主可控前景广阔

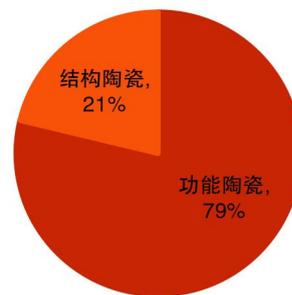
**先进陶瓷作为关键基础材料应用广泛。**先进陶瓷是采用高度精选或合成的原料，具有精确控制的化学组成，拥有优异特性的陶瓷。先进陶瓷作为陶瓷材料的重要分支，其性能显著优于普通陶瓷。按照材料，先进陶瓷主要分为氧化物、氮化物和碳化物陶瓷等。其中，氧化物陶瓷的研究和产业化应用较早，目前应用领域最广泛，使用规模最大，占中国先进陶瓷市场规模的 46% 左右。按照用途，先进陶瓷主要分为具有强机械性能、耐腐蚀等理化特性的结构陶瓷和具有电、磁等特性的功能陶瓷，其中功能陶瓷在中国先进陶瓷市场上占比超过 70%。

图表 19：中国不同先进陶瓷材料市场规模占比



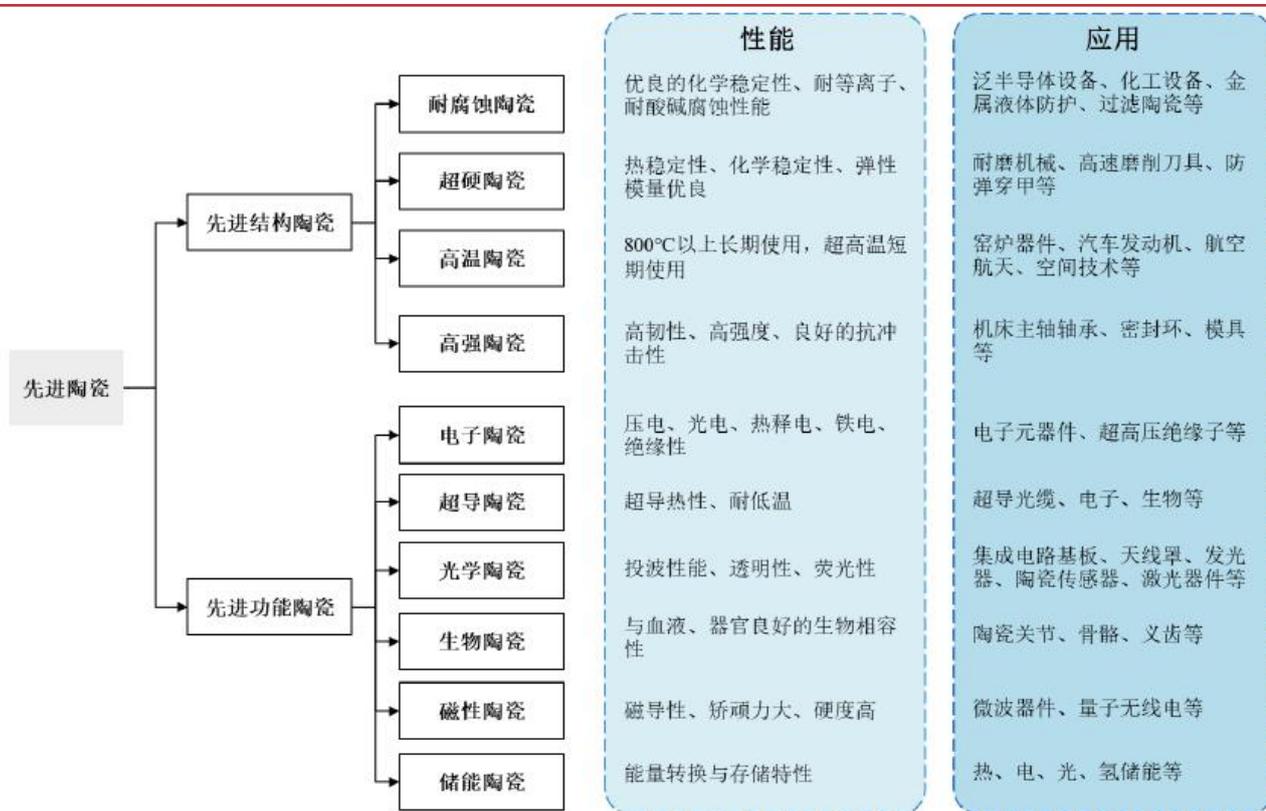
资料来源：弗若斯特沙利文、珂玛科技招股书，华源证券研究所

图表 20：2021 年中国功能和结构陶瓷市场规模占比



资料来源：弗若斯特沙利文、观研天下，华源证券研究所

图表 21：结构陶瓷与功能陶瓷



资料来源：中材高新材料股份有限公司《陶瓷材料研究现状及发展趋势》、珂玛科技招股书，华源证券研究所

**日本、欧美在先进陶瓷市场处于领先地位。**根据弗若斯特沙利文数据，2021 年全球先进陶瓷市场规模为 3818 亿元，预计 2022 年至 2026 年全球先进陶瓷市场规模 CAGR=4.8%；2021 年中国先进陶瓷市场规模为 890 亿元，约占全球市场的 23%，预计 2022 年至 2026 年中国先进陶瓷市场规模 CAGR=7.3%。日本在先进陶瓷的产业化和工业、民用领域应用方面处于领先地位，日资企业在全世界先进陶瓷领域占据约 50% 的市场份额；美国高温结构先进陶瓷的发展良好，在航空航天和核能领域应用方面具有优势；欧洲在机械装备领域先进陶瓷处于领先地位，产业重点为应用在发电设备中的新型材料技术。

图表 22：全球先进陶瓷市场规模（亿元）



图表 23：中国先进陶瓷市场规模（亿元）

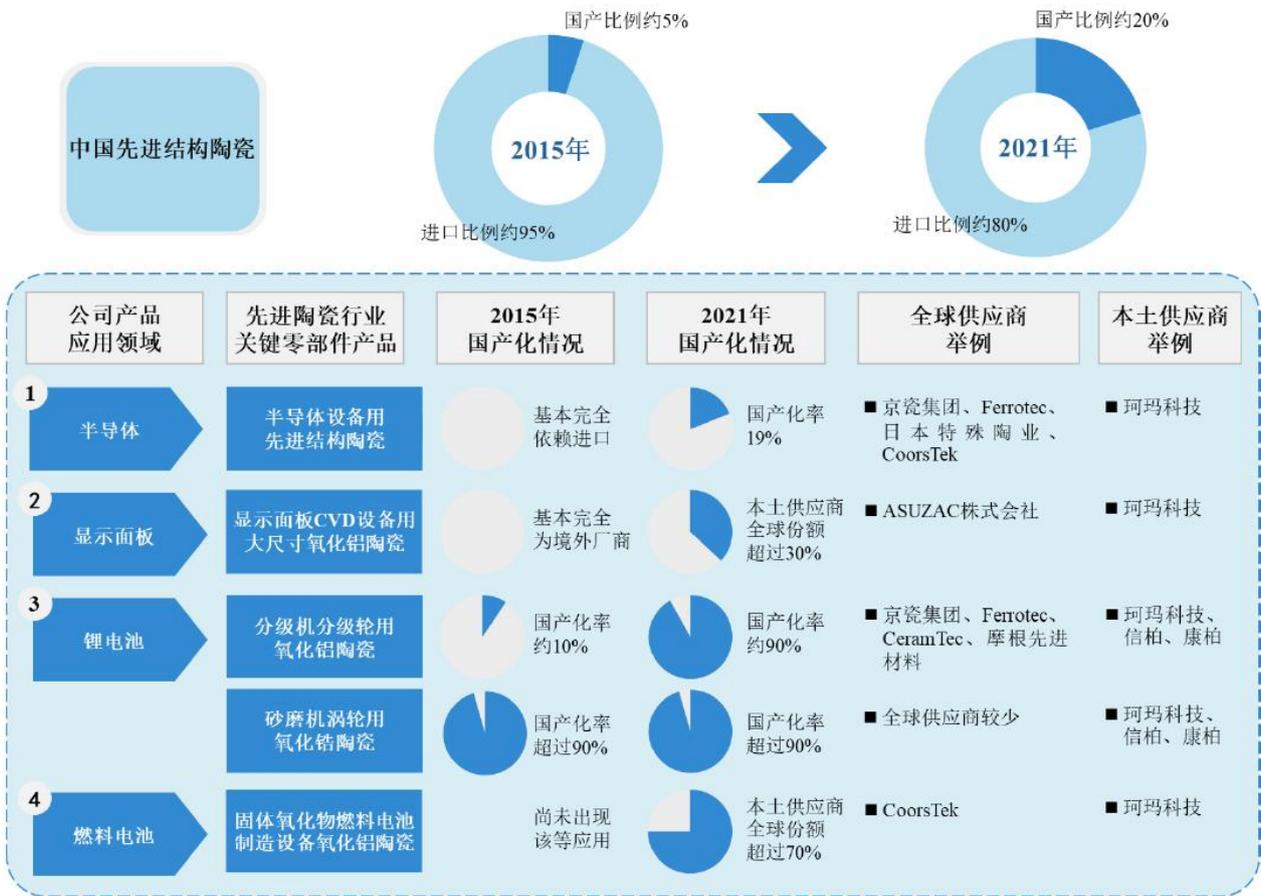


资料来源：弗若斯特沙利文、珂玛科技招股书，华源证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文、珂玛科技招股书，华源证券研究所

**先进陶瓷结构件自主可控的前景广阔。**中国先进陶瓷市场的起步相对滞后，根据弗若斯特沙利文，2015年中国先进结构陶瓷国产化率仅约为5%，到2021年提高至约20%。在半导体领域，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%，国产化水平仍然较低。在新能源领域，锂电池、燃料电池领域先进结构陶瓷国产替代率已经较高，未来虽然国产替代水平进一步提高空间有限，但下游需求或将继续增长。在显示面板领域，国内显示面板CVD设备制造商市场份额较低，2021年显示面板CVD设备用大尺寸氧化铝陶瓷的本土供应商全球市场份额超过30%。半导体、显示面板领域先进结构陶瓷国产替代率目前仍然不高，未来国产替代前景良好。

图表 24：中国先进结构陶瓷及部分关键零部件产品国产化情况

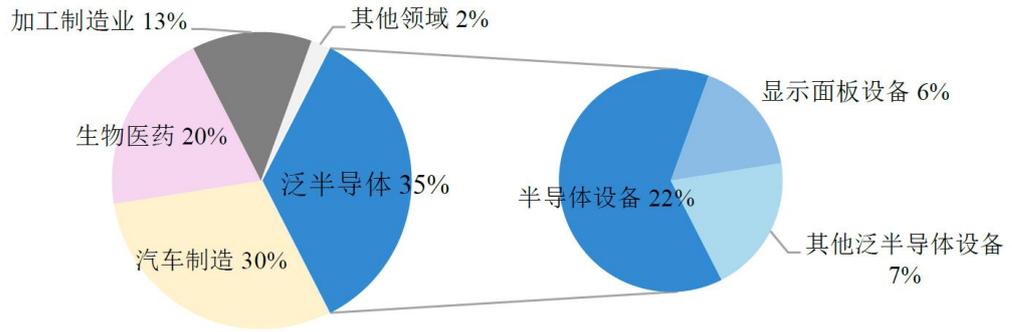


资料来源：弗若斯特沙利文、珂玛科技招股书，华源证券研究所

## 2.2. 泛半导体为关键下游，拉动先进陶瓷市场增长

先进陶瓷产业下游应用领域广泛，泛半导体领域为最大下游应用市场。先进陶瓷作为前沿新材料，所制成的零部件产品在泛半导体、锂电池和燃料电池等产业链中发挥重要配套作用。泛半导体领域为先进陶瓷产业最大下游应用市场，2021年泛半导体设备领域需求金额占中国先进结构陶瓷整体市场规模的35%，其中半导体设备占整体市场规模的22%。未来，除传统的化工、电子、机械等领域外，先进陶瓷材料有望进一步拓展至航空航天、生物医学等新兴领域，行业有望迎来更加广阔的发展空间。

图表 25：2021 年中国先进结构陶瓷的下游市场规模占比



资料来源：弗若斯特沙利文、珂玛科技招股书，华源证券研究所

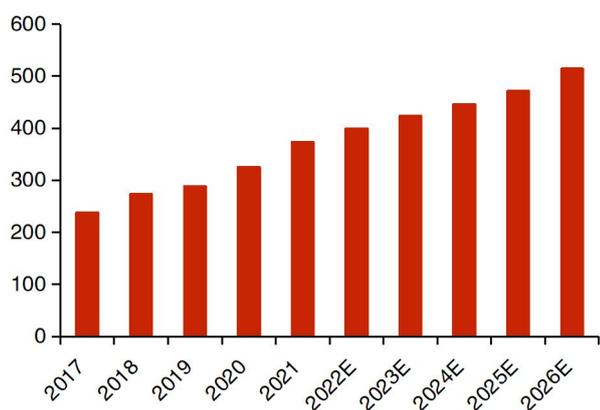
图表 26：先进陶瓷产业链



资料来源：珂玛科技招股书，华源证券研究所

**半导体制造设备性能提升，拉动泛半导体先进结构陶瓷市场增长。**芯片集成度不断提高，对制造设备精密零部件的性能要求提升，带动泛半导体先进结构陶瓷的快速发展。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年全球泛半导体先进结构陶瓷市场规模为 373 亿元，占全球先进结构陶瓷市场规模的 35%，预计全球泛半导体先进结构陶瓷 2022-2026 年 CAGR=7%；2021 年中国泛半导体先进结构陶瓷市场规模为 66 亿元，占全球市场规模的 18%，预计 2022-2026 年 CAGR=14%，到 2026 年中国市场规模将达到 125 亿元，占全球市场规模的比例将提高至 24%。

图表 27：全球泛半导体先进结构陶瓷市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文、珂玛科技招股书，华源证券研究所

图表 28：中国泛半导体先进结构陶瓷市场规模（亿元）

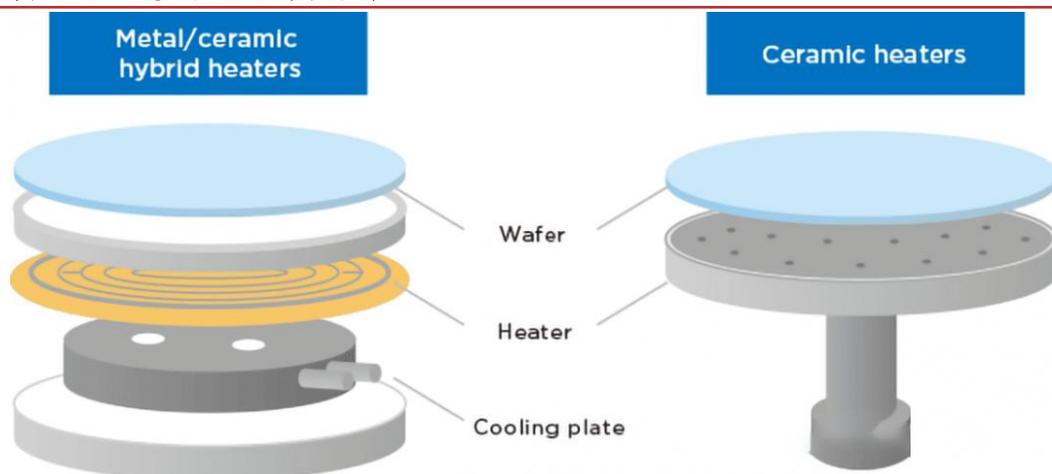


资料来源：弗若斯特沙利文、珂玛科技招股书，华源证券研究所

### 2.3. 珂玛科技实现“卡脖子”产品量产突破

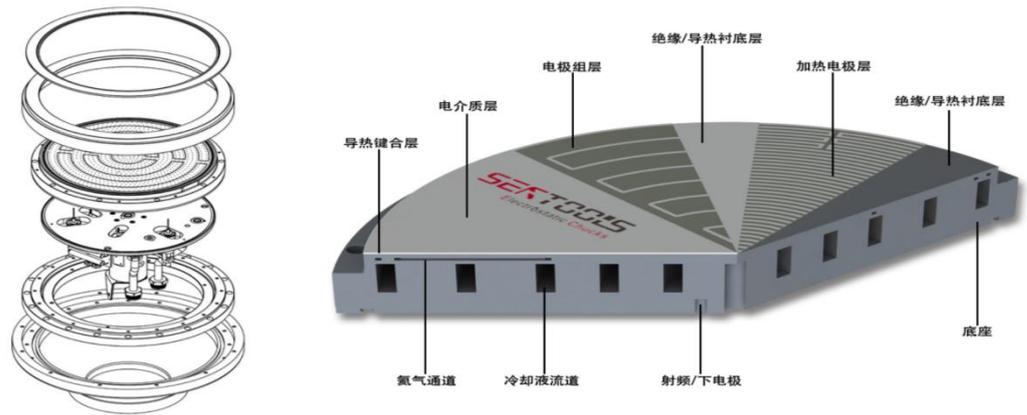
陶瓷加热器和静电卡盘是半导体设备中至关重要的零部件。陶瓷加热器应用于半导体薄膜沉积设备（CVD、PECVD、ALD）、激光退火设备的工艺腔室内，与晶圆直接接触，承载并使晶圆获得稳定、均匀的工艺温度及成膜条件。静电卡盘是一种利用静电吸附原理夹持固定被吸附物的夹具，适用于真空及等离子体环境，是半导体核心制程中离子注入、刻蚀、气相沉积等关键步骤的核心零部件之一。

图表 29：陶瓷加热器结构示意图



资料来源：住友电气工业、艾邦智造 (gan, lanjie)，华源证券研究所

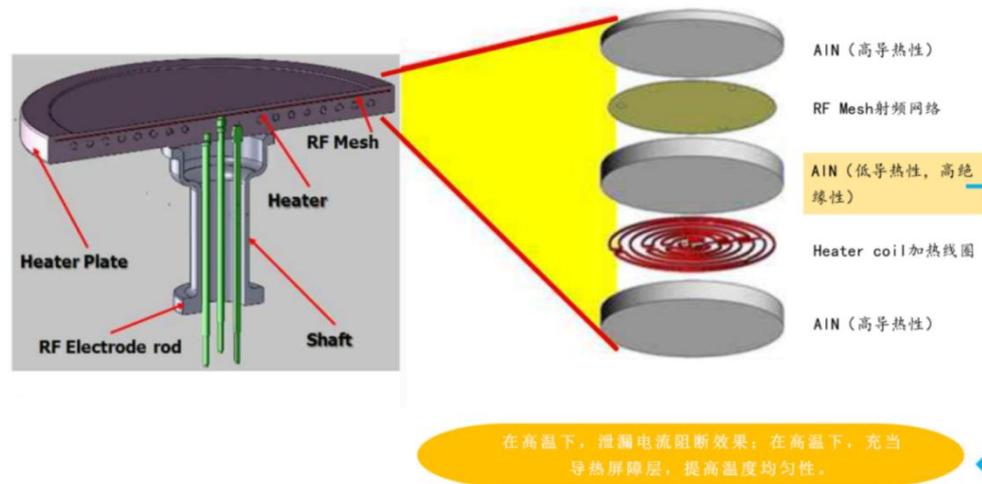
图表 30：静电卡盘结构示意图



资料来源：艾邦半导体网 (gan,lanjie)，华源证券研究所

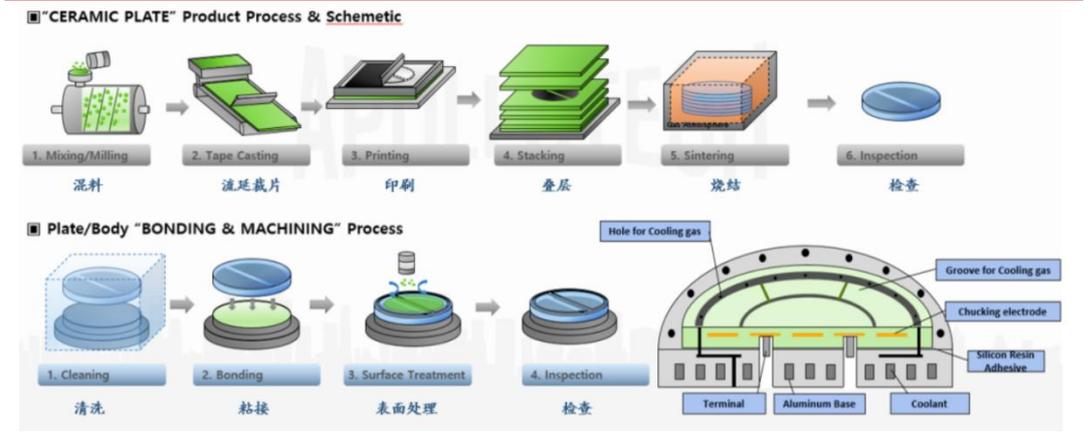
**陶瓷加热器和静电卡盘技术难度大、壁垒高。**陶瓷加热器技术难点在于对加热器的材料密度、热导率和体积电阻率的精确控制。全球陶瓷加热器市场由日本碍子等日企主导，日企占整个行业的 95% 左右。静电卡盘难点在于结构精密，烧结过程中的技术要求高，卡盘表面的凸点设计制造难度大。静电卡盘市场主要由美国的 Applied Materials、Lam Research 和日本的 Shinko 三家厂商主导，2021 年合计占全球静电卡盘市场销售额的 85.48%。

图表 31：陶瓷加热器制备工艺



资料来源：厦门新瓷公司官网，华源证券研究所

图表 32：静电卡盘制备工艺



资料来源：艾邦半导体网 (gan,lanjie)、apollo-tech, 华源证券研究所

珂玛科技积极推动陶瓷加热器、静电卡盘等“卡脖子”产品的研发和替代。公司基于在先进陶瓷材料方面多年的技术积累，从材料端开始突破陶瓷加热器等“功能-结构”一体模块化产品的技术壁垒，致力于从根本上解决国内半导体设备厂商和晶圆厂商的“卡脖子”问题。目前，公司已有多款陶瓷加热器型号成功装配于 SACVD、PECVD、LPCVD 设备及激光退火设备等，部分陶瓷加热器产品已量产并大量应用于晶圆的薄膜沉积生产工艺流程。同时，装配于刻蚀机的 8 英寸和 12 英寸型号静电卡盘已经实现量产，12 寸多区加热静电卡盘已完成产品开发。

图表 33：公司主要“功能-结构”模块类产品研发和产业化进展

产品名称	适用半导体设备	功能	全球主要供应商	其他国内本土厂商	公司研发和产业化进展	产业化数据	
						累计出货量	累计开发款式
陶瓷加热器	薄膜沉积设备（具体包括CVD、PVD、ALD设备）、激光退火设备	薄膜沉积工艺过程中，均匀加热硅片，使构造稳定的沉积工艺环境，对晶圆质量和制造良率起关键作用	日本碍子全球份额超过50%	无大批量产企业	技术能力覆盖： (1) 适用晶圆尺寸：150mm、200mm和300mm (2) 单双区：单区、双区和多区加热 (3) 内嵌电极：有射频/无射频 (4) 晶圆吸附：真空吸力和静电吸力 (5) 使用环境：400~650℃，10 <sup>-6</sup> ~600Torr (6) 制程：PECVD、SACVD、LPCVD、ALD、PVD和激光退火设备。具备运用固体力学、流体力学和热传导分析等综合技术开发产品迭代能力 客户拓展： (1) 供应北方华创、中微公司、拓荆科技、O公司、P公司和华卓精科等 (2) 在Q公司生产中大批量应用	截至2025年6月末，已累计生产并交付超过1,000支	6英寸、8英寸各已开发2款产品，12英寸已开发40款产品
静电卡盘	刻蚀机、部分薄膜沉积设备	通过静电吸附硅片，并吸引等离子体完成刻蚀工艺。在PVD设备中往往与陶瓷加热器搭配使用	日本特殊陶瓷是全球第一大供应商，其他供应商包括京瓷集团等	无大批量产企业	(1) 8英寸刻蚀机Monopolar静电卡盘已经通过B公司验证并量产 (2) 12英寸ICP/CCP刻蚀机Monopolar静电卡盘已通过B公司验证并量产，多区加热静电卡盘已交付B公司测试	截至2025年6月末，已小批量出货	8英寸和12英寸静电卡盘已完成验证并实现小规模量产，12寸多区加热静电卡盘已完成产品开发

资料来源：珂玛科技招股书、珂玛科技 2025 半年报，华源证券研究所

珂玛科技泛半导体先进陶瓷的产品布局接近全球主流公司水平。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采购总规模中，珂玛科技约占 14%；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中，珂玛科技约占 72%。

公司在泛半导体先进陶瓷产品布局接近全球主流公司水平，与京瓷集团、CoorsTek 等全球领先企业接近。

图表 34：公司先进陶瓷材料体系布局与竞争对手对比情况

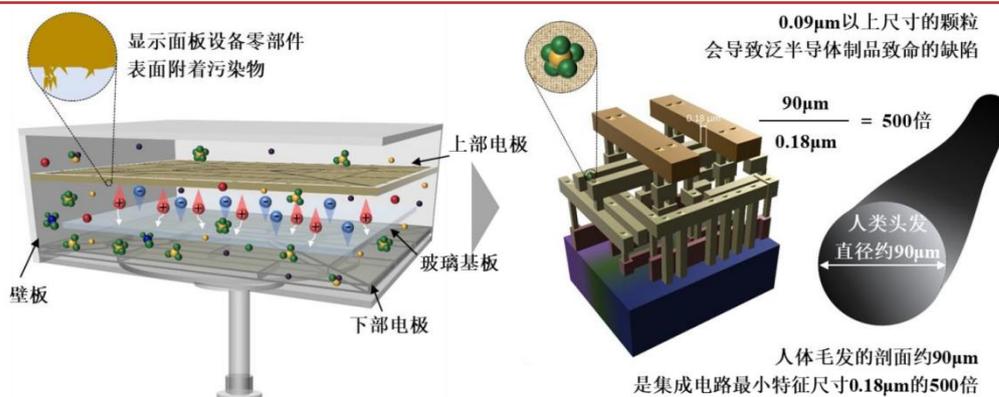
项目	全球代表企业			中国本土代表企业		珂玛科技	对比情况
	京瓷集团	CoorsTek	Ferrotec	卡贝尼	三责新材		
与公司可比陶瓷材料种类及型号	氧化铝12款，氮化铝2款，碳化硅2款，氮化硅3款，氧化钇1款，氧化钛3款	氧化铝2款，氮化铝超过4款，碳化硅3款，重结晶碳化硅2款，氧化钇1款	氧化铝6款，氮化硅1款，碳化硅1款，氮化铝2款	氧化铝，碳化硅，氮化铝，氧化钇等	碳化硅多款	(1) 量产氧化铝9款，氮化铝9款，碳化硅2款，氧化钇3款；(2) 氮化硅、重结晶碳化硅处于客户验证阶段	公司泛半导体领域先进陶瓷材料体系布局与全球代表企业接近，但量产经验弱于该企业
其他陶瓷材料种类及型号	金属陶瓷 1款，蓝宝石1款，堇青石2款，滑石2款，镁橄榄石2款等	碳化硼1款，羟基磷灰石1款等	氮化硼1款，低膨胀陶瓷1款等	-	-	-	就多应用领域整体而言，公司供应先进陶瓷材料类型少于全球领先企业
产品应用领域及泛半导体设备类型	应用于各类泛半导体设备	应用于各类泛半导体设备	应用于各类泛半导体设备	公开信息较少	主要应用于精细化工、环保和制药工程等领域	应用于各类泛半导体设备	公司产品应用的泛半导体设备类型与全球代表企业接近，但量产经验弱于该企业

资料来源：京瓷集团、CoorsTek、Ferrotec、卡贝尼、三责新材官方网站、珂玛科技第二轮审核问询函回复，华源证券研究所

### 3. 泛半导体表面处理市场持续扩容，珂玛技术储备丰富

**表面处理：优化材料性能与产品品质的关键工序。**表面处理是一种材料加工与维护技术，可用于泛半导体设备零部件新品制造中，是陶瓷、硅、石英和金属等多种材质零部件新品生产的工序之一。此外，表面处理还能清洁零部件使用中形成的污染，对消耗性部件进行再生改造，改善或克服基材弱点。相比设备制造原厂，第三方表面处理厂商具备属地配套服务、交付及时和快速响应等优势，其业务包括精密清洗、阳极氧化和熔射等。

图表 35：泛半导体制造中污染物形成原理、污染物对泛半导体制品良率影响

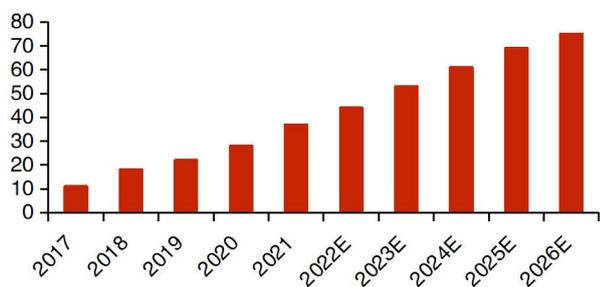


资料来源：珂玛科技招股书，华源证券研究所

**中国泛半导体表面处理市场持续扩容。**中国表面处理市场规模随着国内下游晶圆厂和显示面板制造商加大投资而持续扩张，同时，LED 等领域新出现的表面处理需求进一步带动行业增长。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国泛半导体设备零部件表面处理服务市场规模

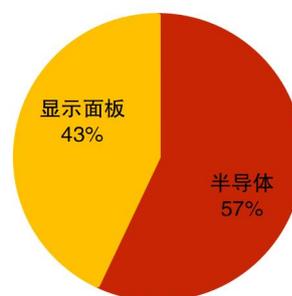
为 37 亿元，预计 2022 年至 2026 年 CAGR=14%。按下游应用领域划分，2021 年半导体和显示面板设备零部件的表面处理市场规模分别占泛半导体表面处理总需求的 57%和 43%。

图表 36：中国泛半导体设备零部件表面处理服务市场规模（亿元）



■ 中国泛半导体设备零部件表面处理服务市场规模

图表 37：2021 年中国泛半导体表面处理市场下游领域占比

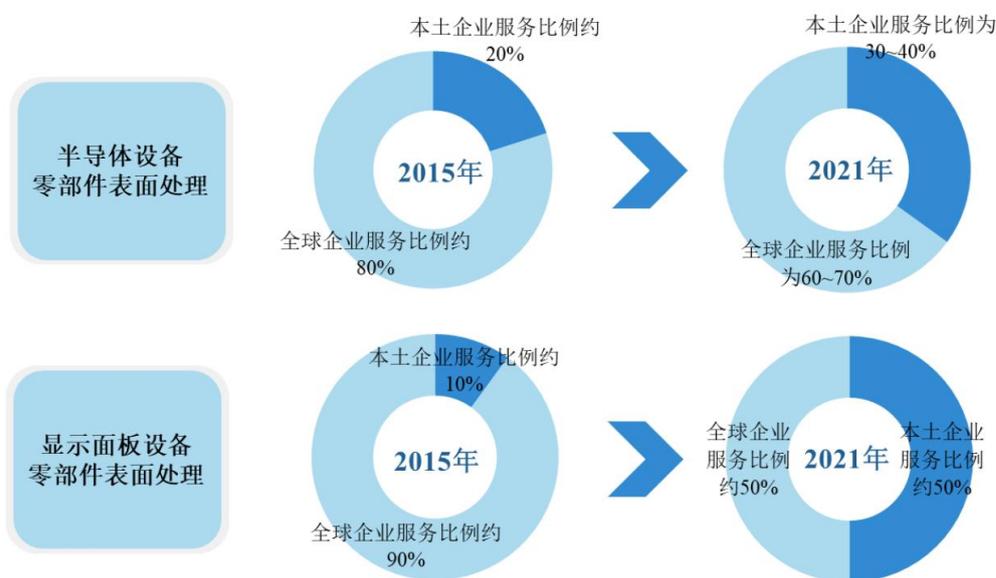


资料来源：弗若斯特沙利文、珂玛科技招股书，华源证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文、珂玛科技招股书，华源证券研究所

**本土企业市场份额显著提升，泛半导体表面处理领域国产化进程加速。**近年来以公司为代表的本土企业市场份额显著提升，根据弗若斯特沙利文数据，本土企业在显示面板设备表面处理份额从 2015 年约 10%提高到 2021 年约 50%，在半导体设备表面处理份额从 2015 年约 20%提高到 2021 年约 30-40%，在行业中的作用日益重要。当前，半导体领域表面处理服务的本土企业服务比例仍然不高，未来本土企业预计将更加全面深入参与。

图表 38：中国大陆表面处理服务本土企业服务情况



资料来源：弗若斯特沙利文、珂玛科技招股书，华源证券研究所

**珂玛科技表面处理业务综合能力国内领先，技术储备丰富。**公司已成功研发 OLED 设备零部件、大件显示面板设备零部件的表面处理技术并实现量产服务，进入京东方、TCL 华星光电、友达光电和天马微电子等面板企业供应链。在半导体领域，公司已试验形成 14nm 制程设备零部件表面处理的技术储备，预计将成为公司表面处理业务新的业绩增长点。在熔射业务方面，公司拥有丰富的显示面板高世代线设备大尺寸零部件处理经验，在行业内较早提

出显示面板行业全世代线部件熔射工艺概念。除对外服务外，公司也将熔射技术用于自身先进陶瓷产品的制造，对零部件新品的性能进行优化。

**图表 39：公司表面处理服务技术水平**

服务	核心指标、能力	指标释义	珂玛科技水平	国内本土竞争对手水平	全球竞争对手水平	对应全球范围内厂商
精密清洗	先进陶瓷新品精密清洗能力通过A公司认证情况	A公司对先进陶瓷材料零部件新品精密清洗工序需要专项进行认证，以保障零部件品质	通过A公司多项精密清洗认证	无	部分企业通过	超科林、LeanTeq等
	OLED设备零部件和熔射涂层零部件洗净再生后有效使用时间	洗净再生后，设备零部件有效使用时间越长，表明清洗洁净度越高	一般为约3,600小时	一般为1,000~2,000小时	领先企业达到3,000小时以上	新菱、KoMiCo、世禾、富乐德等
阳极氧化	硫酸法、混酸法、草酸法多工艺能力	工艺能力越丰富，零部件处理能力范围越大	具备硫酸法、混酸法、草酸法多工艺能力	部分企业具备多工艺能力	部分企业具备多工艺能力	YMC Co., Ltd.等
熔射	涂层孔隙率	在保证表面粗糙度的前提下，孔隙率适当低则涂层致密性更优，涂层性能更优	1~5%	一般为4~8%	一般为1~5%	东贺隆、富乐德等
	零部件尺寸	零部件尺寸越大，熔射技术难度相对越高	4×4米	拥有大尺寸熔射量产经验企业较少	拥有大尺寸熔射量产经验企业较少	
精密清洗、阳极氧化和熔射3项业务综合解决方案能力		表面处理业务能力越多，提供综合解决方案能力越强	具备	少数企业具备	少数企业具备	富乐德等

资料来源：富乐德招股说明书、芯谋研究、珂玛科技招股书等，华源证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

**先进陶瓷材料零部件：**随着泛半导体领域自主可控推进，公司加大对陶瓷加热器、静电卡盘和超高纯碳化硅套件等产业链“卡脖子”产品的研发力度，“功能-结构”一体模块化产品持续量产。预计 2025-2027 年先进陶瓷材料零部件的营收增速分别为 33.00%、31.20%、30.50%，营收分别为 10.22、13.40、17.49 亿元。

**表面处理服务：**珂玛科技主要面向显示面板制造厂和设备制造原厂，在表面处理的洁净度、耐用性等关键指标上客户反馈良好。预计 2025-2027 年表面处理服务的营收增速分别为 20.00%、22.00%、23.00%，营收分别 0.98、1.20、1.48 亿元。

**金属结构零部件：**预计 2025-2027 年金属结构零部件营收增速分别为 55.00%、50.00%、50.00%，营收分别为 0.05、0.08、0.11 亿元。

**其他业务：**预计 2025-2027 年其他业务营收增速分别为 50.00%、40.00%、40.00%，营收分别为 0.06、0.08、0.11 亿元。

**图表 40：盈利预测拆分**

(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	480	857	1131	1476	1920
yoy	3.89%	78.45%	31.92%	30.53%	30.04%
毛利率	39.78%	58.49%	57.94%	59.23%	60.92%
先进陶瓷材料					
零部件	395	768	1022	1340	1749
yoy	9.48%	94.54%	33.00%	31.20%	30.50%
毛利率	43.77%	63.19%	62.00%	63.00%	64.50%
表面处理服务	82	82	98	120	148
yoy	-18.28%	0.13%	20.00%	22.00%	23.00%
毛利率	20.01%	14.77%	16.00%	17.50%	19.00%
金属结构零部件	1	3	5	8	11
yoy	158.54%	210.38%	55.00%	50.00%	50.00%
毛利率	29.90%	50.07%	53.00%	54.00%	55.00%
其他业务	3	4	6	8	11
yoy	137.04%	50.39%	50.00%	40.00%	40.00%
毛利率	59.92%	59.90%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：iFinD，华源证券研究所

中瓷电子主要从事电子陶瓷系列产品研发、生产和销售，富创精密和新莱应材主要从事半导体零部件的研发和生产，选取作为可比公司。预计 2025–2027 年珂玛科技归母净利润分别为 4.23、5.69、7.47 亿元，同比分别增长 36.16%、34.45%、31.23%，对应 PE 分别为 63、47、35 倍。公司作为国内本土先进陶瓷材料及零部件领先企业，半导体设备零部件业务持续放量，首次覆盖，给予“增持”评级。

**图表 41：可比公司估值表**

股票代码	公司简称	总市值	归母净利润 (亿元)			PE		
		(亿元)	25E	26E	27E	25E	26E	27E
003031.SZ	中瓷电子	273.38	6.58	8.07	9.44	42	34	29
688409.SH	富创精密	221.57	2.85	4.50	6.15	78	49	36
300260.SZ	新莱应材	177.68	2.72	3.53	4.60	65	50	39
	算术平均					62	44	35
301611.SZ	珂玛科技	264.91	4.23	5.69	7.47	63	47	35

资料来源：iFinD，华源证券研究所。注：中瓷电子、富创精密、新莱应材盈利预测来自 iFinD 一致预期，珂玛科技盈利预测来自华源证券研究所，PB 数据来自 iFinD

## 5. 风险提示

**行业竞争加剧的风险：**随着市场参与者增加，部分产品竞争趋于激烈，可能面临行业竞争加剧的风险。

**下游需求不及预期的风险：**先进陶瓷材料零部件下游包括泛半导体、新能源等众多领域，如果部分行业景气度下行，下游需求可能不及预期。

**研发进度不及预期的风险：**公司先进陶瓷材料部分项目周期较长、技术难度较高，可能面临研发进度不及预期的风险。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	212	329	544	868
应收票据及账款	510	643	840	1,092
预付账款	6	12	16	20
其他应收款	1	2	3	4
存货	221	272	344	429
其他流动资产	113	149	161	176
<b>流动资产总计</b>	<b>1,063</b>	<b>1,408</b>	<b>1,908</b>	<b>2,590</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	583	583	616	679
在建工程	207	317	414	478
无形资产	18	26	42	57
长期待摊费用	33	25	18	9
其他非流动资产	63	74	74	74
<b>非流动资产合计</b>	<b>904</b>	<b>1,025</b>	<b>1,164</b>	<b>1,297</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,967</b>	<b>2,432</b>	<b>3,071</b>	<b>3,887</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	170	191	241	301
其他流动负债	179	227	287	360
<b>流动负债合计</b>	<b>350</b>	<b>417</b>	<b>529</b>	<b>661</b>
长期借款	16	30	41	48
其他非流动负债	82	82	82	82
<b>非流动负债合计</b>	<b>98</b>	<b>112</b>	<b>123</b>	<b>130</b>
<b>负债合计</b>	<b>448</b>	<b>529</b>	<b>652</b>	<b>790</b>
股本	436	436	436	436
资本公积	524	524	524	524
留存收益	559	943	1,459	2,136
归属母公司权益	1,519	1,903	2,419	3,097
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>1,519</b>	<b>1,903</b>	<b>2,419</b>	<b>3,097</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,967</b>	<b>2,432</b>	<b>3,071</b>	<b>3,887</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	311	411	557	735
折旧与摊销	72	85	99	117
财务费用	2	-3	-5	-8
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-167	-160	-174	-226
其他经营现金流	11	13	13	13
<b>经营性现金净流量</b>	<b>230</b>	<b>346</b>	<b>490</b>	<b>630</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-366</b>	<b>-206</b>	<b>-239</b>	<b>-251</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>206</b>	<b>-23</b>	<b>-37</b>	<b>-55</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>71</b>	<b>117</b>	<b>215</b>	<b>324</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>857</b>	<b>1,131</b>	<b>1,476</b>	<b>1,920</b>
<b>营业成本</b>	<b>356</b>	<b>476</b>	<b>602</b>	<b>750</b>
税金及附加	8	8	10	13
销售费用	23	31	38	54
管理费用	58	79	100	132
研发费用	66	70	93	138
财务费用	2	-3	-5	-8
资产减值损失	-13	-14	-19	-24
信用减值损失	-5	-5	-7	-9
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	19	13	13	13
<b>营业利润</b>	<b>345</b>	<b>465</b>	<b>625</b>	<b>820</b>
营业外收入	2	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>346</b>	<b>465</b>	<b>625</b>	<b>820</b>
所得税	35	41	56	73
<b>净利润</b>	<b>311</b>	<b>423</b>	<b>569</b>	<b>747</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>311</b>	<b>423</b>	<b>569</b>	<b>747</b>
EPS(元)	0.71	0.97	1.31	1.71

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	78.45%	31.92%	30.53%	30.04%
营业利润增长率	294.09%	34.78%	34.44%	31.22%
归母净利润增长率	279.88%	36.16%	34.45%	31.23%
经营现金流增长率	393.49%	50.51%	41.71%	28.49%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	58.49%	57.94%	59.23%	60.92%
净利率	36.27%	37.44%	38.56%	38.91%
ROE	20.47%	22.25%	23.53%	24.13%
ROA	15.81%	17.41%	18.54%	19.22%
<b>估值倍数</b>				
P/E	85.19	62.56	46.53	35.46
P/S	30.90	23.42	17.94	13.80
P/B	17.44	13.92	10.95	8.56
股息率	0.33%	0.15%	0.20%	0.26%
EV/EBITDA	61	48	36	28

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。