

盈利短期承压，国产替代与产能扩张支撑成长

——珂玛科技 25 年年报及 26Q1 季报点评

增持|下调

● **报告要点：**

公司 25 年营收 10.73 亿元 (YoY+25.19%)，归母净利 2.89 亿元 (YoY-7.04%)，毛利率和净利率分别为 51.55%和 26.24%。26Q1，公司营收 2.71 亿元 (YoY+9.13%，QoQ-3.20%)，归母净利 0.46 亿元 (YoY-47.31%，QoQ+2.96%)，毛利率和净利率分别为 46.15%和 15.65%。

公司 25Q4 和 26Q1 整体营收增速有所放缓，综合毛利率有所下滑，主要是毛利率较低的批量结构件出货占比提升，高毛利率的模块类陶瓷加热器产品销售比重下降所导致。展望 2026 年，随着公司模块类陶瓷加热器的新产能持续开出，产品结构有望边际优化，对公司毛利率修复形成支撑。

产能方面，公司陶瓷加热器产能自 25 年下半年开始爬坡，规划产能约 200 只/月，我们预计 2026 年将是陶瓷加热器产能释放和交付能力验证的重要阶段。此外，公司 2026 年发行 7.5 亿元可转债用于扩充产能，相关募投项目达产后预计新增陶瓷加热器产能 600 只/年、静电卡盘产能 2500 只/年，有望为公司中长期产品放量提供产能支撑。

客户需求方面，2026 年国内存储和逻辑晶圆厂具备较强扩产预期，叠加高深宽比刻蚀、薄膜沉积等先进工艺需求提升，陶瓷加热器用量需求有望持续增长。同时，国产半导体设备替代进程加快，且陶瓷加热器海外供应存在一定不确定性，国内客户对陶瓷加热器的国产替代需求有望进一步提升。公司作为国内陶瓷加热器的领军企业，将有望受益下游客户产能扩张和国产替代推进，为公司业绩增长提供弹性。

我们预测公司 26-27 年营收 15.25/20.52 亿元，归属母公司净利润为 4.39/6.35 亿元，对应 PE 分别为 107/74 倍，调整为“增持”评级。

财务数据和估值

	2025A	2026E		2027E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业收入 (百万元)	1073	1525	1543	2052	2146
增长率 (%)	25.2%	42.1%	43.8%	34.6%	39.1%
归母净利 (百万元)	289	439	530	635	761
增长率 (%)	-7.0%	51.9%	83.2%	44.5%	43.7%
EPS (元/股)	0.66	1.01	1.22	1.46	1.75
市盈率 (P/E)	130	107	89	74	62
市净率 (P/B)	21.04	21.08	20.91	16.40	16.14

资料来源：iFind，国元证券研究所

注：市场预期为 iFind 一致预期，股价为 2026 年 5 月 7 日收盘价

● **风险提示**

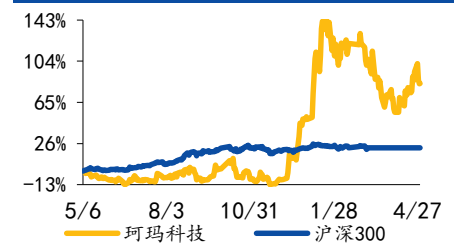
上行风险：下游晶圆厂扩产超预期；产品进展超预期；盈利能力修复超预期
下行风险：下游扩产不及预期；产能爬坡不及预期；其他系统性风险

当前价：105.18 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：139.75 / 50.09
A 股流通股 (百万股)：146.58
A 股总股本 (百万股)：436.00
流通市值 (百万元)：15417.57
总市值 (百万元)：45858.48

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

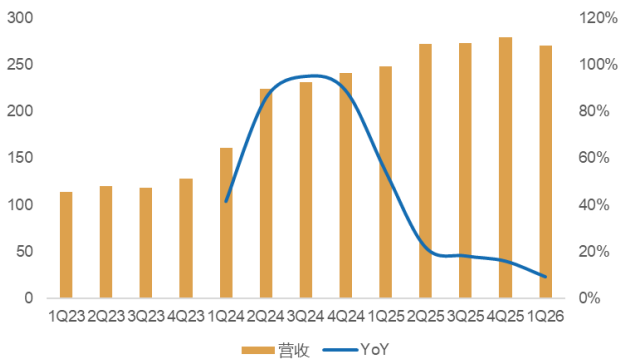
《国元证券行业研究-2026 年电子行业策略报告：AI 主导的上行景气周期，寻找结构性投资机会》2026.02.02

报告作者

分析师 **彭琦**
执业证书编号 **S0020523120001**
电话 **021-51097188**
邮箱 **pengqi@gyzq.com.cn**

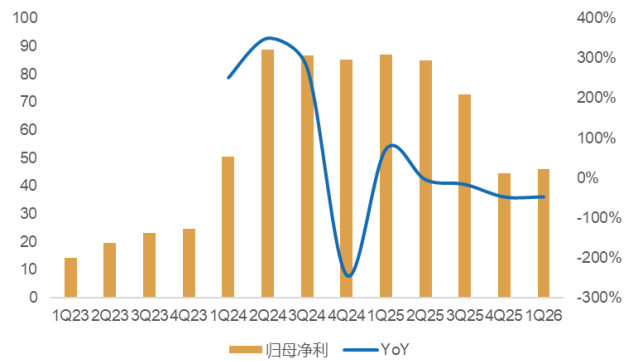
联系人 **李聪**
电话 **021-51097188**
邮箱 **licong@gyzq.com.cn**

图 1：公司各季度营收及增速（百万元）



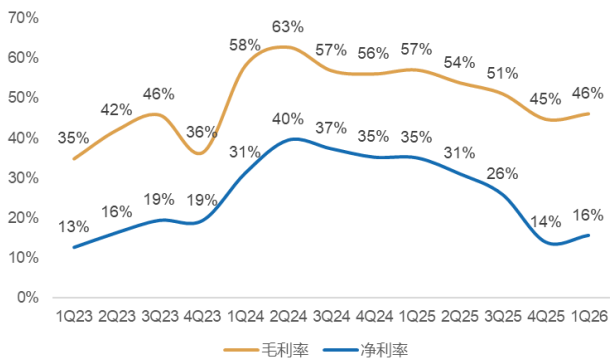
资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及增速（百万元）



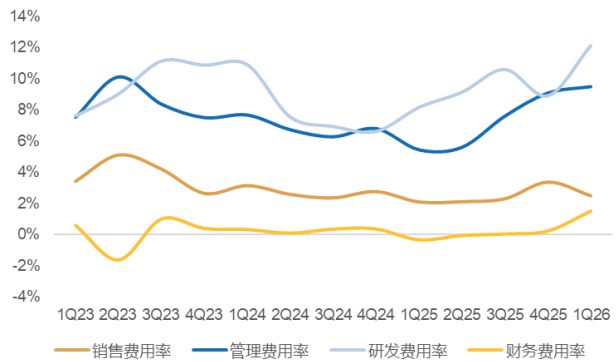
资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

图 3：公司各季度毛利率及净利率



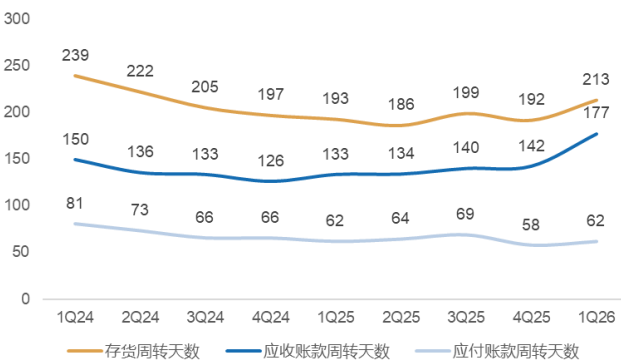
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 4：公司费用情况



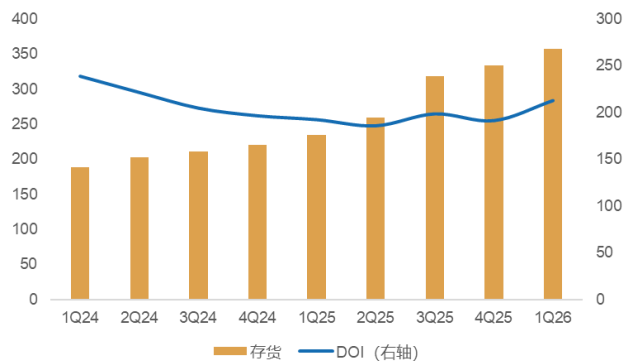
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 5：公司经营情况（天）



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 6：公司存货及 DOI（百万元&天）



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

风险提示

上行风险：

下游晶圆厂扩产超预期：若国内存储、逻辑晶圆厂扩产节奏快于预期，半导体设备及关键零部件需求有望提升，公司先进陶瓷结构件、陶瓷加热器、静电卡盘及碳化硅相关产品订单和收入或超预期。

产品进展超预期：若公司陶瓷加热器、静电卡盘等产品客户验证、批量导入及交付节奏快于预期，产能利用率提升或带动收入增长和毛利率修复。

盈利能力修复超预期：若高毛利功能模块产品占比提升、产能利用率改善、制造费用摊薄以及铠欣亏损收窄快于预期，公司毛利率和净利率有望超预期修复。

下行风险：

下游扩产不及预期：若半导体设备厂、晶圆厂资本开支放缓，或存储、逻辑产线扩产节奏低于预期，公司订单增长和收入确认可能承压。

产能爬坡不及预期：公司新产线及募投项目仍处建设和爬坡阶段，若良率提升、设备调试、人员配套或交付效率不及预期，可能影响订单兑现和盈利能力。

其他系统性风险：中美贸易摩擦、边缘地域摩擦等

资产负债表				
	单位:百万元			
	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	294	692	1,128	1,783
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	551	702	938	1,195
存货	333	438	557	691
预付账款	12	15	20	26
其他流动资产	137	197	266	341
流动资产合计	1,327	2,044	2,909	4,036
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	899	1,000	1,056	1,067
无形资产	21	23	26	28
商誉	72	72	72	72
递延所得税资产	34	37	37	37
其他非流动资产	261	225	205	194
资产总计	2,613	3,402	4,305	5,435
短期借款	95	125	155	185
应付票据及应付账款	201	362	476	604
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	51	77	101	128
应交税费	29	43	57	74
其他流动负债	161	255	324	400
流动负债合计	536	861	1,113	1,390
长期借款	144	164	184	204
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	34	38	38	38
其他非流动负债	116	118	123	128
负债合计	830	1,181	1,458	1,760
归属于母公司的所有者权益	1,777	2,223	2,858	3,695
少数股东权益	7	-2	-11	-20
股东权益	1,784	2,221	2,846	3,676
负债及股东权益	2,613	3,402	4,305	5,435

现金流量表				
	单位:百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	239	615	679	908
投资	10	-1	-1	-1
资本性支出	-285	-280	-290	-300
其他	6	7	3	4
投资活动现金流净额	-268	-274	-288	-297
债权融资	196	60	55	55
股权融资	0	8	0	0
支付股利及利息	-48	-8	-9	-11
其他	-22	-2	0	0
筹资活动现金流净额	126	57	46	44
现金净流量	96	398	436	655

资料来源: iFind, 国元证券研究所

利润表				
	单位:百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,073	1,525	2,052	2,626
%同比增速	25%	42%	35%	28%
营业成本	520	766	1,009	1,279
毛利	553	759	1,043	1,347
%营业收入	52%	50%	51%	51%
税金及附加	9	14	18	24
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	26	30	37	47
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	75	91	119	147
%营业收入	7%	6%	6%	6%
研发费用	99	134	179	226
%营业收入	9%	9%	9%	9%
财务费用	0	1	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-33	-30	-30	-30
信用减值损失	-11	-10	-10	-10
其他收益	16	21	25	26
投资收益	1	2	2	3
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	318	471	677	893
%营业收入	30%	31%	33%	34%
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	316	470	676	892
%营业收入	29%	31%	33%	34%
所得税费用	34	40	51	62
净利润	282	430	625	829
%营业收入	26%	28%	30%	32%
归属于母公司的净利润	289	439	635	838
%同比增速	-7%	52%	45%	32%
少数股东损益	-7	-9	-9	-8
EPS (元/股)	0.66	1.01	1.46	1.92

主要财务比率				
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	0.66	1.01	1.46	1.92
BVPS	4.08	5.10	6.55	8.48
PE	129.89	106.76	73.86	55.95
PEG	—	2.06	1.66	1.75
PB	21.04	21.08	16.40	12.68
EV/EBITDA	89.55	68.82	49.85	38.39
ROE	16%	20%	22%	23%
ROIC	13%	17%	19%	20%

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注: 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现, 其中 A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数, 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), 北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(台湾、香港、澳门地区除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测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投资建议或要约邀请。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务, 上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 邮编: 230000	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编: 200135	地址: 北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层 邮编: 100029