

凯盛科技 (600552)

证券研究报告

2023 年 04 月 13 日

显示板块拖累业绩，新材料业务持续高增

事件：公司发布 2022 年年报，实现营业收入 46.23 亿元，yoy-31.5%；归母净利润 1.4 亿元，yoy-34.79%；扣非归母净利润 225 万元，yoy-96.5%。其中，Q4 公司收入大幅下滑 50.6% (9.4 亿元)，我们认为公司营业收入下降主要由于显示材料板块收入降幅较大导致。

显示业务业绩下滑，UTG 业务逐步落地

22FY 板块实现营业收入 32.3 亿元，yoy-41.2%，实现净利润-4,983 万元（对应净利率-1.5%），主要系消费类电子市场更新换代需求减弱以及宏观环境下消费疲软所致，我们预计今年行业景气度将有所回暖。

22FY，公司完成三家信息显示玻璃生产企业 100% 股权收购，实现从电子玻璃基板到显示模组的产业链整合。目前在建年产 1350 万片笔电/车载触控显示模组生产线项目由于临时管控有所延期（预计 4-5 月投产）。

公司 UTG 产品独供解除，实现市场批量导入，同时 UTG 原片一次成型、UTG/UFG 新加工工艺持续开发，二期将根据市场情况和工艺进步情况，匹配项目建设进度。

新材料业务持续高增

- ① 凯盛应材（持股比例 62.6%）实现营收 6 亿元，yoy+41%，净利润 1.76 亿元，yoy+71%。净利率同比提升 4.9pct；我们认为盈利能力大幅上升主要系产品结构改变导致，电子封装用球形材料扩建项目不断释放产能，产量同比增长 46.2%；新开发车载钛酸钡和 MLCC 用功能陶瓷配方粉，实现批量供货；纳米复合氧化锆通过新能源标杆企业验证。
- ② 子公司蚌埠中恒实现营收 10.7 亿元，yoy+7.7%，净利润 1 亿元，yoy+25.8%，净利率同比提升 1.5pct。除了传统电熔氧化锆产品仍保持全球第一外，目前一条球铝生产线和制氧站已投入使用。

新材料多点开花，维持“买入”评级

我们认为公司新材料业务有望实现稳健扩张，持续看好 UTG 和高纯石英砂业务的放量，整体盈利能力或具备较大改善空间。从产品发布趋势看，我们持续看好折叠屏手机市场后续的快速放量，公司在 UTG 领域技术优势明显，后续具备较大的国产替代能力。根据 22 年年报中更新的部分项目的投产进度情况，我们调低盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润 1.8/2.6/4.1 亿元（前值 2023-2024 年 3.1/5.7 亿元），对应 PE 73/50/31 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游市场应用技术迭代变化带来的不确定性风险、高纯石英砂产能投放不及预期、下游需求不及预期。

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6,324.15 | 4,623.16 | 5,577.86 | 6,556.14 | 7,475.95 |
| 增长率(%) | 24.79 | (26.90) | 20.65 | 17.54 | 14.03 |
| EBITDA(百万元) | 1,047.75 | 764.60 | 834.66 | 982.28 | 1,175.18 |
| 净利润(百万元) | 157.44 | 140.32 | 175.60 | 255.10 | 406.97 |
| 增长率(%) | 30.35 | (10.87) | 25.14 | 45.28 | 59.53 |
| EPS(元/股) | 0.17 | 0.15 | 0.19 | 0.27 | 0.43 |
| 市盈率(P/E) | 81.12 | 91.01 | 72.73 | 50.06 | 31.38 |
| 市净率(P/B) | 4.79 | 3.13 | 3.00 | 2.83 | 2.51 |
| 市销率(P/S) | 2.02 | 2.76 | 2.29 | 1.95 | 1.71 |
| EV/EBITDA | 10.74 | 13.45 | 17.95 | 14.31 | 12.24 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 电子/光学光电子 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 13.52 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 944.61 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 763.88 |
| A 股总市值(百万元) | 12,771.09 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 10,327.71 |
| 每股净资产(元) | 4.32 |
| 资产负债率(%) | 53.59 |
| 一年内最高/最低(元) | 13.89/6.67 |

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

熊可为 联系人
xiongekwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《凯盛科技-季报点评:新材料业务形势良好，看好后续 UTG 放量》 2022-11-03
- 2 《凯盛科技-半年报点评:新材料业务超预期，显示业务 H2 有望回暖》 2022-08-28
- 3 《凯盛科技-季报点评:新材料带动业绩逆势大增，继续看好高成长》 2022-04-26

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 639.88 | 788.97 | 446.23 | 655.61 | 747.60 |
| 应收票据及应收账款 | 1,179.23 | 941.81 | 1,617.24 | 1,390.63 | 2,039.24 |
| 预付账款 | 226.27 | 293.51 | 322.91 | 401.59 | 414.64 |
| 存货 | 1,745.73 | 1,918.69 | 2,427.11 | 2,680.67 | 3,073.77 |
| 其他 | 531.57 | 1,369.65 | 1,282.23 | 1,234.82 | 1,295.75 |
| 流动资产合计 | 4,322.68 | 5,312.63 | 6,095.72 | 6,363.32 | 7,570.98 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 2,010.44 | 2,828.86 | 2,888.49 | 2,839.12 | 2,790.96 |
| 在建工程 | 280.99 | 524.99 | 250.00 | 120.00 | 74.00 |
| 无形资产 | 464.41 | 548.53 | 504.53 | 460.53 | 416.53 |
| 其他 | 300.07 | 411.02 | 297.62 | 295.75 | 295.75 |
| 非流动资产合计 | 3,055.91 | 4,313.41 | 3,940.65 | 3,715.41 | 3,577.24 |
| 资产总计 | 7,378.59 | 9,626.03 | 10,036.37 | 10,078.73 | 11,148.22 |
| 短期借款 | 1,385.45 | 985.80 | 1,587.96 | 1,717.93 | 1,882.56 |
| 应付票据及应付账款 | 1,287.05 | 869.83 | 1,688.11 | 1,318.33 | 2,068.73 |
| 其他 | 566.09 | 2,048.77 | 829.70 | 1,705.62 | 1,031.65 |
| 流动负债合计 | 3,238.59 | 3,904.40 | 4,105.77 | 4,741.88 | 4,982.94 |
| 长期借款 | 1,021.52 | 1,098.31 | 1,072.36 | 71.96 | 86.15 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 111.23 | 112.27 | 111.23 | 111.23 | 111.23 |
| 非流动负债合计 | 1,132.75 | 1,210.58 | 1,183.58 | 183.19 | 197.37 |
| 负债合计 | 4,422.45 | 5,158.94 | 5,289.36 | 4,925.07 | 5,180.31 |
| 少数股东权益 | 291.40 | 384.96 | 489.28 | 640.83 | 882.59 |
| 股本 | 763.88 | 944.61 | 944.61 | 944.61 | 944.61 |
| 资本公积 | 970.46 | 2,588.11 | 2,588.11 | 2,588.11 | 2,753.62 |
| 留存收益 | 930.40 | 549.42 | 725.02 | 980.12 | 1,387.09 |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股东权益合计 | 2,956.14 | 4,467.09 | 4,747.01 | 5,153.66 | 5,967.91 |
| 负债和股东权益总计 | 7,378.59 | 9,626.03 | 10,036.37 | 10,078.73 | 11,148.22 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-------------------|-----------------|
| 净利润 | 248.02 | 223.68 | 175.60 | 255.10 | 406.97 |
| 折旧摊销 | 218.07 | 298.89 | 359.37 | 373.37 | 388.17 |
| 财务费用 | 132.07 | 116.69 | 124.48 | 129.97 | 107.89 |
| 投资损失 | 0.00 | 1.59 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | (228.60) | (292.21) | (980.55) | 449.80 | (1,039.25) |
| 其它 | 122.98 | 64.92 | 104.32 | 151.55 | 241.77 |
| 经营活动现金流 | 492.54 | 413.56 | (216.79) | 1,359.78 | 105.54 |
| 资本支出 | 326.26 | 1,439.84 | 101.05 | 150.00 | 250.00 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (547.24) | (2,586.32) | (201.05) | (300.00) | (500.00) |
| 投资活动现金流 | (220.99) | (1,146.48) | (100.00) | (150.00) | (250.00) |
| 债权融资 | (428.35) | 47.86 | (25.95) | (1,000.40) | 70.93 |
| 股权融资 | (65.50) | 1,798.37 | 0.00 | 0.00 | 165.51 |
| 其他 | 122.23 | (931.41) | 0.00 | (0.00) | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | (371.63) | 914.83 | (25.95) | (1,000.40) | 236.44 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (100.07) | 181.91 | (342.74) | 209.38 | 91.98 |

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 6,324.15 | 4,623.16 | 5,577.86 | 6,556.14 | 7,475.95 |
| 营业成本 | 5,282.19 | 3,831.51 | 4,543.96 | 5,340.68 | 6,016.82 |
| 营业税金及附加 | 32.84 | 45.79 | 55.25 | 64.94 | 74.05 |
| 营业费用 | 103.65 | 96.49 | 100.40 | 104.90 | 112.14 |
| 管理费用 | 181.21 | 209.09 | 223.11 | 229.46 | 224.28 |
| 研发费用 | 299.03 | 232.53 | 239.85 | 262.25 | 261.66 |
| 财务费用 | 126.76 | 106.95 | 124.48 | 129.97 | 107.89 |
| 资产减值损失 | (140.25) | 23.27 | (60.00) | (55.00) | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | (0.05) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | (2.51) | (1.59) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 158.30 | (193.64) | (108.54) | (125.00) | (110.00) |
| 营业利润 | 282.93 | 272.80 | 339.35 | 493.95 | 789.13 |
| 营业外收入 | 0.69 | 3.99 | 3.33 | 3.59 | 3.46 |
| 营业外支出 | 1.35 | 2.19 | 1.32 | 1.62 | 1.43 |
| 利润总额 | 282.27 | 274.60 | 341.36 | 495.92 | 791.15 |
| 所得税 | 34.25 | 50.92 | 61.45 | 89.26 | 142.41 |
| 净利润 | 248.02 | 223.68 | 279.92 | 406.65 | 648.74 |
| 少数股东损益 | 90.58 | 83.36 | 104.32 | 151.55 | 241.77 |
| 归属于母公司净利润 | 157.44 | 140.32 | 175.60 | 255.10 | 406.97 |
| 每股收益(元) | 0.17 | 0.15 | 0.19 | 0.27 | 0.43 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 24.79% | -26.90% | 20.65% | 17.54% | 14.03% |
| 营业利润 | 36.65% | -3.58% | 24.40% | 45.56% | 59.76% |
| 归属于母公司净利润 | 30.35% | -10.87% | 25.14% | 45.28% | 59.53% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 16.48% | 17.12% | 18.54% | 18.54% | 19.52% |
| 净利率 | 2.49% | 3.04% | 3.15% | 3.89% | 5.44% |
| ROE | 5.91% | 3.44% | 4.12% | 5.65% | 8.00% |
| ROIC | 7.28% | 6.23% | 6.75% | 7.90% | 12.68% |

| 偿债能力 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 59.94% | 53.59% | 52.70% | 48.87% | 46.47% |
| 净负债率 | 71.59% | 47.50% | 54.00% | 28.78% | 26.31% |
| 流动比率 | 1.31 | 1.35 | 1.48 | 1.34 | 1.52 |
| 速动比率 | 0.78 | 0.86 | 0.89 | 0.78 | 0.90 |

| 营运能力 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 应收账款周转率 | 5.00 | 4.36 | 4.36 | 4.36 | 4.36 |
| 存货周转率 | 3.63 | 2.52 | 2.57 | 2.57 | 2.60 |
| 总资产周转率 | 0.85 | 0.54 | 0.57 | 0.65 | 0.70 |

| 每股指标(元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.17 | 0.15 | 0.19 | 0.27 | 0.43 |
| 每股经营现金流 | 0.52 | 0.44 | -0.23 | 1.44 | 0.11 |
| 每股净资产 | 2.82 | 4.32 | 4.51 | 4.78 | 5.38 |

| 估值比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率 | 81.12 | 91.01 | 72.73 | 50.06 | 31.38 |
| 市净率 | 4.79 | 3.13 | 3.00 | 2.83 | 2.51 |
| EV/EBITDA | 10.74 | 13.45 | 17.95 | 14.31 | 12.24 |
| EV/EBIT | 13.53 | 21.87 | 31.53 | 23.09 | 18.28 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |