

# 凯盛科技 (600552)

证券研究报告

2022年03月10日

## 新材料利润快速增长，大额减值轻装上阵

### 21FY 公司营收/归母净利均实现较高增长，盈利能力稳步提升

公司发布 21 年年报，21FY 实现营业收入 63.24 亿元，yoy+ 24.79%；净利润 2.48 亿元，yoy+32.24%；归母净利 1.57 亿元，yoy+30.35%；扣非后归母净利 6165.7 万元，yoy+1061%。分季度看，21Q1-4 公司营收同比 +97%/+51%/-11%/3%，归母净利同比+83%/+77%/+94%/-63%。公司 21FY 多计提减值 0.9 亿元（存货 0.6 亿元，应收 0.3 亿元），但汇兑损益多贡献税前利润 0.7 亿元。公司毛利率同比升 1.44pct，销售管理研发财务（扣除汇兑）费用率同比升 0.17pct。扣非业绩高增长体现了收入和毛利率的提升，若加回减值，公司扣非业绩符合预期。大幅计提减值后公司资产端风险进一步消除，后续有望轻装上阵，迎来扣非业绩持续高增长。

### 新材料板块贡献主要利润，笔电领域有所突破

分收入结构看，新型显示及新材料板块营收分别为 50.7/11.8 亿元，yoy+22.3%/48.7%；毛利率 15%/22.3%，同比+0.3/5pct。其中新型显示板块营收主要有子公司深圳国显贡献 47.4 亿元，净利率 4.9%，同比+0.2pct。新材料板块，子公司中恒新材料（持股 100%）及中创电子（持股 62.6%）营收 9.9/4.35 亿元，yoy+28%/-1.8%；净利润分别为 0.88/1 亿元，对应净利率 8.9%/23.8%，同比+2.9/13.1pct，新材料业务盈利能力大幅提升，我们认为主要系公司产品价格与原材料价差扩大，及原材料销售利润较多所致。此外，新材料业务在产能快速扩张下，后续仍有望实现较快增长，而显示模组业务也有望借助产能和品类（笔电、车载等）扩张实现较快增长。

### 定增扩产，不止“UTG”

公司拥有国内唯一覆盖“高强玻璃一极薄薄化一高精度加工”的全国国产化超薄柔性玻璃产业链，二期项目（1500 万片/年）预计 2022 年年底完成。UTG 一期产能目前进展良好且已正式生产，公司当前联合控股股东，已形成原片-深加工一体化能力，技术优势明显，我们认为依托于大股东的玻璃原片研发能力，公司有望在 UTG 的工艺、质量和成本角度持续处于国内领先水平。此外，公司日前公布扩产笔电触控显示一体化模组 1020 万片/年和车载触控显示一体化模组 330 万片/年，项目年销售收入预计超 24 亿元。

### UTG 放量呼之欲出，维持“买入”评级

我们认为公司传统显示模组和新材料业务有望实现稳健扩张，盈利能力具备较大改善空间。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。考虑到 UTG 出货或主要集中于下半年，我们略调低盈利预测，预计公司 22-24 年归母净利 2.49/4.65/6.40 亿元（22-23 年前值为 3.33/5.66 亿元），CAGR +59%，对应 PE 32/17/12 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**浮法玻璃价格持续性不及预期；公司光伏/电子/药用玻璃产线建设及达产情况不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,067.69	6,324.15	7,577.47	9,872.64	11,752.49
增长率(%)	12.16	24.79	19.82	30.29	19.04
EBITDA(百万元)	748.75	1,047.75	757.17	1,201.85	1,577.08
净利润(百万元)	120.78	157.44	249.40	465.48	639.51
增长率(%)	25.15	30.35	58.41	86.64	37.39
EPS(元/股)	0.16	0.21	0.33	0.61	0.84
市盈率(P/E)	65.97	50.61	31.95	17.12	12.46
市净率(P/B)	3.14	2.99	2.66	2.31	1.95
市销率(P/S)	1.57	1.26	1.05	0.81	0.68
EV/EBITDA	10.24	10.74	14.02	8.76	6.63

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	10.43 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	763.88
流通 A 股股本(百万股)	763.88
A 股总市值(百万元)	7,967.31
流通 A 股市值(百万元)	7,967.31
每股净资产(元)	3.49
资产负债率(%)	59.94
一年内最高/最低(元)	14.14/6.40

### 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  
xiongkewei@tfzq.com

### 股价走势



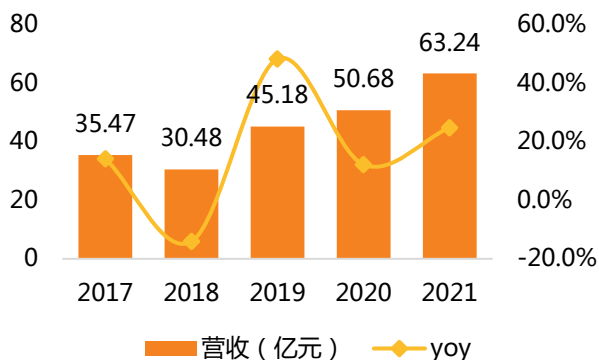
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《凯盛科技-公司专题研究:新材料业务存预期差，UTG 行业 β 即将来临》2021-12-28
- 《凯盛科技-季报点评:利润保持较快增长，看好 UTG 中长期成长性》2021-10-31
- 《凯盛科技-首次覆盖报告:UTG 一体化稀缺龙头，业绩有望迎来快速增长期》2021-08-09

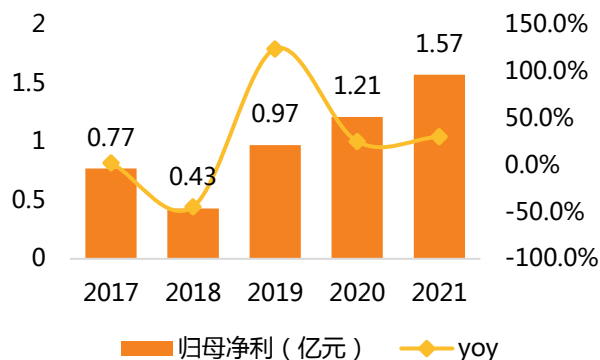
## 公司主要经营数据

图 1：公司营收及同比增速



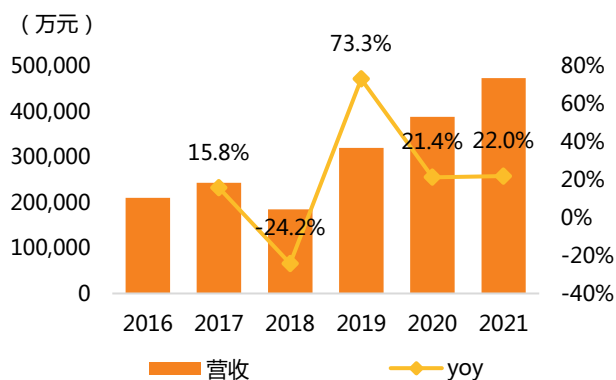
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



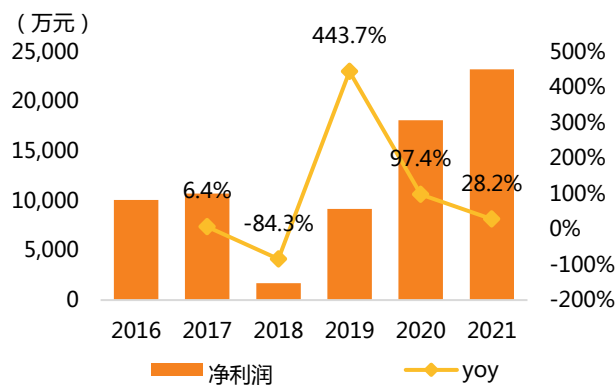
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：国显营业收入及增速



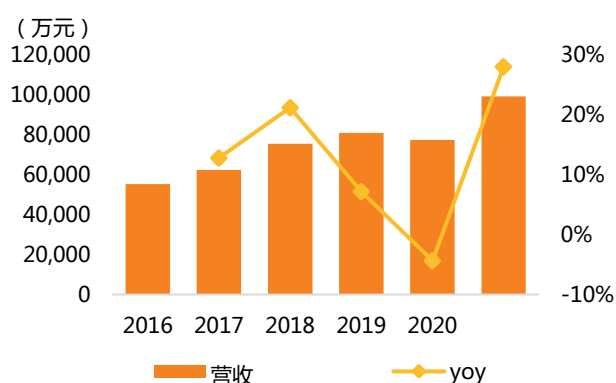
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：国显净利润及增速



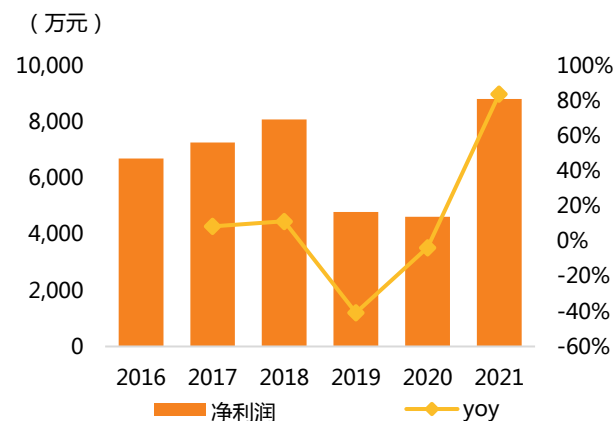
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：中恒新材料营业收入及增速



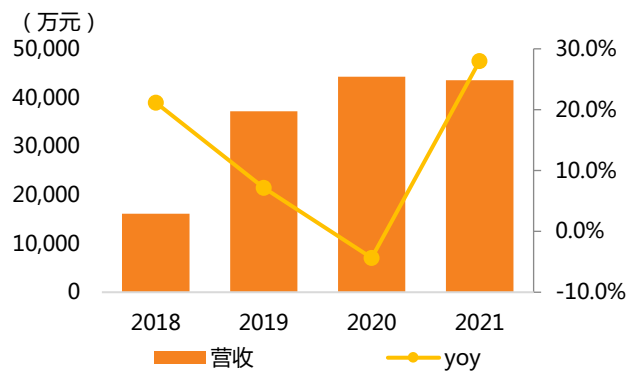
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：中恒新材料净利润及增速



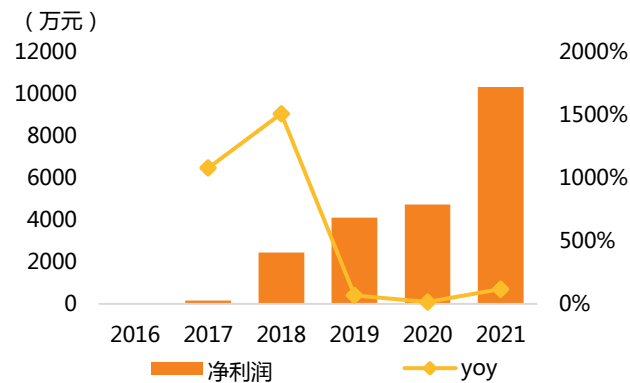
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：中创营业收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：中创净利润及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	856.79	639.88	606.20	987.26	1,175.25
应收票据及应收账款	1,347.98	1,179.23	1,848.82	2,096.41	2,600.03
预付账款	221.02	226.27	312.41	370.38	430.87
存货	1,740.25	1,745.73	2,452.58	2,868.93	3,375.83
其他	475.74	531.57	516.53	562.06	541.50
<b>流动资产合计</b>	<b>4,641.77</b>	<b>4,322.68</b>	<b>5,736.54</b>	<b>6,885.05</b>	<b>8,123.48</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,915.21	2,010.44	2,045.36	2,052.79	2,107.49
在建工程	277.71	280.99	152.40	90.72	68.14
无形资产	433.19	464.41	425.50	386.58	347.67
其他	265.26	300.07	297.82	295.75	295.75
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,891.36</b>	<b>3,055.91</b>	<b>2,921.08</b>	<b>2,825.85</b>	<b>2,819.05</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,533.13</b>	<b>7,378.59</b>	<b>8,657.62</b>	<b>9,710.90</b>	<b>10,942.53</b>
短期借款	1,722.76	1,385.45	1,540.82	1,694.14	1,840.10
应付票据及应付账款	1,386.56	1,287.05	1,932.89	2,148.50	2,640.99
其他	1,000.21	566.09	619.85	696.73	685.12
<b>流动负债合计</b>	<b>4,109.53</b>	<b>3,238.59</b>	<b>4,093.56</b>	<b>4,539.37</b>	<b>5,166.21</b>
长期借款	476.62	1,021.52	1,028.02	902.20	499.54
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	92.22	111.23	111.23	111.23	111.23
<b>非流动负债合计</b>	<b>568.84</b>	<b>1,132.75</b>	<b>1,139.25</b>	<b>1,013.43</b>	<b>610.77</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,721.74</b>	<b>4,422.45</b>	<b>5,232.81</b>	<b>5,552.80</b>	<b>5,776.98</b>
少数股东权益	276.79	291.40	434.90	702.71	1,070.65
股本	763.88	763.88	763.88	763.88	763.88
资本公积	959.57	970.46	1,046.23	1,046.23	1,046.23
留存收益	811.15	930.40	1,179.80	1,645.28	2,284.79
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>2,811.39</b>	<b>2,956.14</b>	<b>3,424.81</b>	<b>4,158.10</b>	<b>5,165.55</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,533.13</b>	<b>7,378.59</b>	<b>8,657.62</b>	<b>9,710.90</b>	<b>10,942.53</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	187.56	248.02	249.40	465.48	639.51
折旧摊销	192.59	218.07	232.58	243.16	256.79
财务费用	125.88	132.07	129.39	153.32	145.96
投资损失	(2.67)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(436.87)	(228.60)	(796.80)	(472.89)	(569.57)
其它	60.49	122.98	143.49	267.81	367.94
<b>经营活动现金流</b>	<b>126.98</b>	<b>492.54</b>	<b>(41.94)</b>	<b>656.88</b>	<b>840.64</b>
资本支出	613.41	326.26	100.00	150.00	250.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(921.91)	(547.24)	(200.00)	(300.00)	(500.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(308.49)</b>	<b>(220.99)</b>	<b>(100.00)</b>	<b>(150.00)</b>	<b>(250.00)</b>
债权融资	507.24	(428.35)	32.48	(125.82)	(402.66)
股权融资	(38.19)	10.89	75.78	0.00	0.00
其他	23.09	45.84	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>492.14</b>	<b>(371.63)</b>	<b>108.25</b>	<b>(125.82)</b>	<b>(402.66)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>310.63</b>	<b>(100.07)</b>	<b>(33.69)</b>	<b>381.07</b>	<b>187.99</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>5,067.69</b>	<b>6,324.15</b>	<b>7,577.47</b>	<b>9,872.64</b>	<b>11,752.49</b>
营业成本	4,305.52	5,282.19	6,361.56	8,063.51	9,462.47
营业税金及附加	20.53	32.84	39.35	51.27	61.03
营业费用	82.77	103.65	121.24	157.96	188.04
管理费用	136.23	181.21	212.17	256.69	293.81
研发费用	230.16	299.03	348.56	424.52	481.85
财务费用	182.53	126.76	129.39	153.32	145.96
资产减值损失	(55.59)	(140.25)	(50.00)	(58.00)	(85.00)
公允价值变动收益	(0.05)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.52)	(2.51)	0.00	0.00	0.00
其他	(39.94)	158.30	(130.00)	(125.00)	(110.00)
<b>营业利润</b>	<b>207.04</b>	<b>282.93</b>	<b>445.20</b>	<b>832.37</b>	<b>1,144.32</b>
营业外收入	2.54	0.69	2.35	1.86	1.63
营业外支出	0.40	1.35	1.08	0.94	1.13
<b>利润总额</b>	<b>209.18</b>	<b>282.27</b>	<b>446.47</b>	<b>833.29</b>	<b>1,144.83</b>
所得税	21.63	34.25	53.58	99.99	137.38
<b>净利润</b>	<b>187.56</b>	<b>248.02</b>	<b>392.90</b>	<b>733.29</b>	<b>1,007.45</b>
少数股东损益	66.78	90.58	143.49	267.81	367.94
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>120.78</b>	<b>157.44</b>	<b>249.40</b>	<b>465.48</b>	<b>639.51</b>
每股收益(元)	0.16	0.21	0.33	0.61	0.84

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.16%	24.79%	19.82%	30.29%	19.04%
营业利润	39.78%	36.65%	57.36%	86.96%	37.48%
归属于母公司净利润	25.15%	30.35%	58.41%	86.64%	37.39%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.04%	16.48%	16.05%	18.32%	19.49%
净利率	2.38%	2.49%	3.29%	4.71%	5.44%
ROE	4.77%	5.91%	8.34%	13.47%	15.62%
ROIC	8.03%	7.28%	10.18%	15.39%	18.87%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.68%	59.94%	60.44%	57.18%	52.79%
净负债率	78.29%	71.59%	67.50%	47.10%	29.30%
流动比率	1.12	1.31	1.40	1.52	1.57
速动比率	0.70	0.78	0.80	0.88	0.92
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.63	5.00	5.00	5.00	5.00
存货周转率	2.96	3.63	3.61	3.71	3.76
总资产周转率	0.70	0.85	0.95	1.07	1.14
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.16	0.21	0.33	0.61	0.84
每股经营现金流	0.17	0.64	-0.05	0.86	1.10
每股净资产	3.32	3.49	3.91	4.52	5.36
<b>估值比率</b>					
市盈率	65.97	50.61	31.95	17.12	12.46
市净率	3.14	2.99	2.66	2.31	1.95
EV/EBITDA	10.24	10.74	14.02	8.76	6.63
EV/EBIT	13.67	13.53	20.23	10.98	7.92

### 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