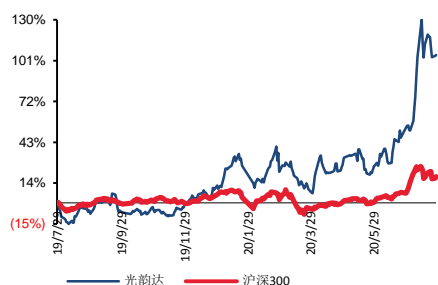


信息技术 技术硬件与设备

光韵达：上半年成长符合预期，子公司初芯轮廓渐成

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	450/366
总市值/流通(百万元)	6,264/5,090
12个月最高/最低(元)	17.10/8.13

相关研究报告：

光韵达(300227)《业绩符合预期，

三主线发力共推成长》--2020/04/09

光韵达(300227)《5G推升HDI钻孔格局进化，智造&航空奠定高弹性基石》--2020/03/05

光韵达(300227)《5G催生HDI规格升级，激光智造龙头迎发展良机》

--2020/01/12

证券分析师：王凌涛

电话：021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519110001

证券分析师助理：沈钱

电话：021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190119110024

事件：（1）预计2020年上半年实现归母净利润0.38-0.47亿元，同比增长30-60%。其中非经常性净收益为700万元左右；（2）全资子公司深圳光韵达宏芯半导体科技有限公司与南京初芯集成电路有限公司、上海华力集成电路制造有限公司签署《战略合作框架协议》，在eSRAM-SDM等相关集成电路芯片的研发和生产、销售领域展开深度合作。

疫情后经营改善明显，2020H1业绩符合预期。受疫情的影响，公司今年一季度生产运营有所放缓，营业收入同比略有下滑，扣非归母净利润则同比下滑16.06%，二季度，随着国内的疫情得到控制，公司整体的经营情况明显改善，各项业务对公司整体业绩的推动效应逐渐释放，单季度来看，公司2020Q2预计实现扣非归母净利润2425.24万-3299.03万元，同比2019Q2增长42.02%-93.18%，这一成长速度符合市场预期，公司下半年的运营状况如能延续二季度的优良表现或得到进一步改善，则较大概率能够完成全年的业绩目标。

三方协同分工明确，光韵达半导体板块步入正轨。此次三方签署战略合作协议，就eSRAM-SDM领域展开深度合作，三方的分工极为明确：（1）南京初芯是国内手机OLED高速缓存芯片方案的设计厂商，代表产品为28nm高速缓存eSRAM-SDM，此次合作中主要负责相关产品的设计和市场推广；（2）上海华立是上海华宏骨干企业，拥有国内第一条12英寸全自动集成电路芯片制程生产线，是此次合作的唯一生产方，主要负责工艺平台开发和产线产能保障；（3）光韵达宏芯是光韵达投资设立的全资子公司，且持有南京初芯17.86%的股份，其设立目的为将南京初芯的产品交付至韩国S客户，此次合作继续承担产品销售和国内市场拓展工作。

公司前序投资公告已经披露，南京初芯成立于2018年底，主要产品面向终端品牌厂商韩国S客户，年初已进入小批量生产阶段，南京初芯当前正处于高速发展阶段，2020年第一季度便已实现705.01万元营业收入，与2019年全年收入几乎持平（847.83万元），此次合作协议中，承诺最大化填充上海华立28nm产线，2020-2021年总投片量不低于4万片，月度投片不低于3000片，这在很大程度上表明南京初芯对韩国S客户供货即将进入新的阶段，且对未来的订单具备足够的信心。未来如借助光韵达的渠道，将此类产品导入国内其他核心客户，南京初芯的缓存芯片出货成长若能如期推进，未来可能会成为光韵达

投资半导体领域的第一块坚实桥头堡。

激光钻孔业务模式改善，静待 5G 换机潮下 HDI 需求成长。今年年初，公司先后与东山精密、苏州悦虎等多家国内 HDI 厂商签订加工合作协议，将自身 HDI 钻孔业务由过去的补充式产能外包模式改善为共同协作的方式，且通过改变募集资金用途积极扩增 HDI 激光钻孔产能，这是 5G 时代 HDI 需求大幅增长且各项参数要求提升下，产线制程难度和投资规模迅速拔高所造就的行业潜在趋势，当前，公司与东山精密、悦虎的协作正有序推进中，若能如期取得积极成效，将形成良好的示范效应，进而有助于在其余重要客户中积极推进，而这将成为光韵达充分享受行业规格和需求提升红利的重要依托，是公司未来两年业绩成长重要的助推引擎。

成都通宇的剩余股权若能年内收入，公司激光智造+军工双板块的辐射布局将全面展开。2019 年全年，成都通宇实现营业收入 7493.68 万元，净利润 3188.50 万元，超额完成第一期承诺业绩。成都通宇军工渠道与光韵达 3D 打印技术完美嫁接所迸发的业绩推动力，给予上市公司壮大航空航天业务充足的信心，在此情况下，公司业已开始积极筹划收购成都通宇航空剩余 49%的股权，收购完成后，双方的协同效应有望得到更为有效的释放，应该看到，在当下我国部队装备现代化、高科技化的时代背景下，通宇在机飞零部件与 3D 高端组件制程的应用端成长空间非常明确，参考其承诺业绩，未来通宇军工侧的业绩贡献将有望占到光韵达整体利润的三分之一以上，公司激光智造+军工双板块的辐射面已经全面展开。

盈利预测和投资评级：维持买入评级。公司是国内激光智能制造服务与解决方案的核心供应商，HDI 激光钻孔方面，业务模式的改善和产能的扩增有助于公司充分享受行业成长红利，进而实现可观的业绩增量贡献，同时，以金东唐为实施主体的智能装备业务和以成都通宇为核心的军工航天零部件业务未来的成长所带来的复数加成，奠定了光韵达接下来业绩成长的持续性与多板块协同；今年在半导体相关领域的参股与布局其实也是公司在显示类客户下游共通合作方向的一个重要延展，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.52 亿、2.28 亿和 3.03 亿元，当前股价对应 PE 41.11、27.48 和 20.69 倍，维持买入评级。

风险提示：（1）韩国 S 客户 eSRAM-SDM 订单不及预期或者国内市场开拓受阻；（2）PCB 激光钻孔无人工厂项目建设进度不及预期；（3）5G 终端出货不及预期导致 HDI 激光钻孔需求增长不及预期；（4）成都通宇业绩成长低于预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	790	1054	1461	2016
(+/-%)	36.21	33.42	38.61	37.99
净利润(百万元)	72	152	228	303
(+/-%)	21.80	88.90	49.00	32.30
摊薄每股收益(元)	0.16	0.34	0.51	0.67
市盈率(PE)	86.89	41.11	27.48	20.69

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	84	148	162	231	298
应收和预付款项	250	386	433	702	864
存货	83	157	213	280	399
其他流动资产	4	61	38	39	40
流动资产合计	421	752	847	1,252	1,602
长期股权投资	11	2	2	2	2
投资性房地产	0	37	32	78	124
固定资产	412	522	469	377	284
在建工程	55	39	57	62	65
无形资产	183	338	329	321	312
长期待摊费用	23	35	17	0	0
其他非流动资产	49	28	42	43	46
资产总计	1,154	1,752	1,795	2,135	2,435
短期借款	212	131	110	122	98
应付和预收款项	128	261	167	268	315
长期借款	0	153	153	153	153
其他负债	44	71	88	106	108
负债合计	384	616	519	650	674
股本	222	250	250	250	250
资本公积	272	505	505	505	505
留存收益	269	333	469	672	942
归母公司股东权益	764	1,089	1,225	1,428	1,698
少数股东权益	7	48	52	57	62
股东权益合计	770	1,136	1,276	1,485	1,760
负债和股东权益	1,154	1,752	1,795	2,135	2,435

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	176	101	108	139	197
投资性现金流	(166)	(366)	(44)	(47)	(65)
融资性现金流	5	327	(50)	(23)	(65)
现金增加额	15	61	14	68	67

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	580	790	1,054	1,461	2,016
营业成本	335	468	601	826	1,138
营业税金及附加	7	7	12	18	23
销售费用	64	76	102	141	203
管理费用	62	68	163	226	309
财务费用	11	18	4	(7)	(3)
资产减值损失	2	(4)	4	4	4
投资收益	2	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	78	89	179	270	358
其他非经营损益	(2)	(0)	5	4	5
利润总额	76	89	184	274	363
所得税	8	6	28	41	54
净利润	68	83	156	233	308
少数股东损益	(0)	11	4	5	6
归母股东净利润	68	72	152	228	303

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	42.3%	40.7%	43.0%	43.5%	43.6%
销售净利率	11.7%	10.5%	14.8%	15.9%	15.3%
销售收入增长率	13.0%	36.2%	33.3%	38.7%	38.0%
EBIT 增长率	17.1%	21.2%	84.9%	45.5%	30.5%
净利润增长率	15.9%	21.8%	88.9%	49.0%	32.3%
ROE	0.09	0.07	0.12	0.16	0.18
ROA	0.08	0.06	0.11	0.13	0.15
ROIC	0.10	0.11	0.13	0.18	0.21
EPS (X)	0.15	0.16	0.34	0.51	0.67
PE (X)	91.80	86.89	41.11	27.48	20.69
PB (X)	8.20	5.75	5.11	4.39	3.69
PS (X)	10.79	7.92	5.95	4.29	3.11
EV/EBITDA (X)	20.23	19.60	11.45	8.69	7.17

资料来源: WIND, 太平洋证券



太平洋证券

PACIFIC SECURITIES

内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
|内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。