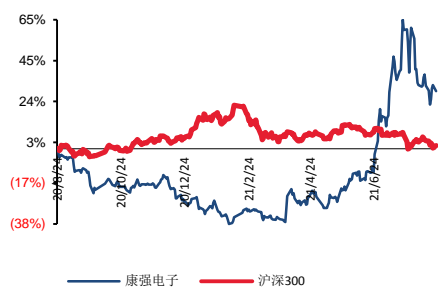


信息技术 半导体与半导体生产设备

扣非利润成长大超预期, 蚀刻框架本土化替代是持续进阶核心看点

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	375/368
总市值/流通(百万元)	6,680/6,542
12个月最高/最低(元)	22.77/8.55

■ 相关研究报告:

康强电子(002119)《需求旺盛带来供需格局
 升级, 蚀刻突破打开全新成长空间》
 ——2021/06/08

康强电子(002119)《封装引线框架需求旺盛,
 细分龙头腾飞在即》——2021/04/26

■ 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: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

事件: 公司于8月23日发布2021年半年度报告, 上半年实现营业收入10.56亿元, 同比增长61.16%, 归母净利润7102万元, 同比增长36.97%。实现扣非后归母净利润7015万元, 同比增长84.74%。

扣非利润成长大超预期, 充分体现出了行业景气周期下公司作为行业龙头的业绩弹性, 但是二季度只是线性上行, 三季度才是真正靓丽的爆发起点。归母利润看上去只有36.97%的成长, 主要原因在于去年上半年有一个九百多万的火灾赔款影响, 实际上公司去年上半年扣非后净利润只有3797万, 所以今年上半扣非后真实经营性业绩的成长达到84.74%。

61.16%的营业收入成长, 84.74%的扣非利润成长, 充分体现出了在今年超级行业景气周期下公司作为国内行业龙头的业绩弹性。考虑到台系引线封装框架企业和我国本土厂商价格基本是在今年3-4月后才开始普调, 二季度其实是一个价格线性上升的区间, 而占引线框架成本较大比重的铜的价格从去年10月后就开始飙涨, 上半年只有二季度后半段才开始把铜价的上行完全的转嫁给下游, 因此某种程度上而言, 上半年的利润还是受到了铜价上行一定程度的影响的。目前经过两轮行业普调, 金银铜等成本的变化已经完全转嫁给了下游客户, 二季度结算方式的灵活化也令材料成本的冲击逐渐减少, 我们预估三季度公司的营销数据显然会比上半年更加靓丽。

上半年毛利率的下滑其实只是阶段性的一个数字变化, 无需多虑。公司半年报发布后, 不少投资者很关心毛利率的下滑, 但这其实是大家认知习惯与数字计算的一个错觉, 而且只是阶段性的。按正常观念, 产品供需紧张情况下, 价格提升一般会带来毛利率的提升, 但是前提是产品成本不变, 前段描述中我们已经提及一季度整体市场虽然供需紧张, 但其实并未普调价格, 而且3-4月的第一轮价格调整主要是向下游传导成本压力(特别是铜成本占比较大的冲压类框架), 因此上半年毛利率的计算就相当于是在一个分数中, 分子数字(毛利)保持不变或略减小(转嫁过程), 但分母叠加材料成本提升, 其计算结果显然会变小。

但显然, 这种现象只是阶段性的, 二季度后半以后, 随着公司产品平均价格在供需优势下进一步提升, 叠加蚀刻类框架利润贡献不断提高, 分子数字(毛利)的值开始正向上升, 我们判断公司三四季度的毛利率有望改变这种滞后, 进入正常的上行区间。而且从单季报表来看,

公司 Q2 单季净利润率已经开始环比快速提高，这佐证了在供需紧张的卖方市场下，公司的期间费用明显减少，下半年净利润率的提升速度会继续强于毛利率提升速度，这会使公司的经营净利润增速更为明显，下半年的利润弹性值得期待。

行业缺货带来话语权提升，但公司产品体系的丰富、高端蚀刻框架的快速成长才是康强未来最重要的看点。本轮行业超级景气周期为康强带来的并非仅仅是前述报表数字的提升，更多意义上我们看到的是康强依托丰富的产品体系在下游，尤其是一线封装大厂供应链里话语权的提升。海外疫情的不断恶化，尤其是五月中旬后至今，马来西亚封国，日本和台湾疫情加剧，令很多本土封装厂商意识到培养本土供应链，并且扩大本土供应链采购占比的重要性，康强作为国内封装引线框架的供应龙头，显然将长期受益于这一影响。

任何产品都有其周期性，赶上景气荣景固然值得欣喜，但对于康强而言更具长远意义的是在这轮景气周期中，公司实现了高端蚀刻框架向下游客户的快速导入和份额提升。公司花了近 9 年的时间攻关蚀刻框架，近年来蚀刻工艺逐渐完善后，公司补全了自身在 QFN/DFN、SOP 等高集成、多引线、窄间距封装方向上产品体系的短板。这类封装形式由于具备卓越的散热和导电性能以及轻、薄、小的优势，逐渐成为高性能、低成本应用的封装主流，像当下市场最为关注的 Mini Led 的驱动芯片也是采用这类封装形式以及对应的蚀刻封装框架，其应用普及度可见一斑。

蚀刻框架全球需求量很大，但供给只有全球前六的少数企业掌握，康强是这一领域国内本土化替代的重要突破口，因此未来蚀刻框架也是公司最为重要的扩张方向。我们看好康强电子未来在蚀刻框架方向上的扩产进度，以及在国内封装供应链里的份额成长。蚀刻框架由于技术门槛壁垒较高，利润率大幅高于传统的冲压类框架，其所带来的利润增量也会倍数于传统产品，蚀刻框架的持续成长，将是康强电子未来数年最重要的看点与依托。

盈利预测和评级：维持公司买入评级。今年上半年营业收入与扣非利润的大幅增长，只是公司九年大拐点的一个序曲，在这一基数的支撑下，公司三四季度的表现有望再上一个台阶。看好公司在今年封装引线框架超级景气周期下的利润增长弹性，同时也看好公司蚀刻框架国产化替代的明确进阶空间：完整的产业链布局，全面领先的工艺技术和模具制程能力，丰富的产品体系，为公司的成长飞跃奠定了坚实的基础。我们预估公司 2021-2023 年有望实现净利润分别为 2.26、3.08、3.96 亿元，当前市值对应 PE 29.61、21.19、15.6 倍，公司无疑是在当前半导体前道封装材料缺货大浪潮背景下，最被低估的标的，维持公司买入评级。

风险提示：1) 受美国 QE 影响，上游金属材料涨幅超出预期；2) 公司蚀刻引线框架达产进度低于预期；3) 本轮半导体封装基材引线框架的紧缺趋势结束早于市场预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1549	2272	2771	3632
(+/-%)	9.24	46.68	21.96	31.07
净利润(百万元)	88	226	315	428
(+/-%)	-4.91	156.6	39.7	35.86
摊薄每股收益(元)	0.23	0.6	0.84	1.14
市盈率(PE)	75.97	29.61	21.19	15.6

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

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，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	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@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
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@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

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@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。