

华海诚科 (688535.SH)

公司快报

环氧塑封料稀缺性标的，填补国内相关领域空白

电子 | 半导体材料III

投资评级

增持-A(首次)

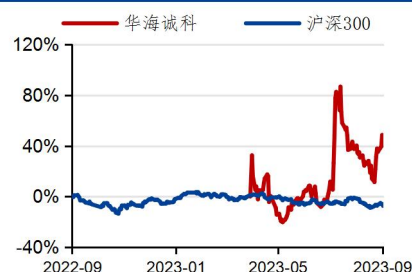
股价(2023-09-07)

87.80 元

交易数据

总市值(百万元)	7,085.15
流通市值(百万元)	1,472.81
总股本(百万股)	80.70
流通股本(百万股)	16.77
12个月价格区间	112.55/51.46

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.72	36.73	158.83
绝对收益	2.2	35.42	151.58

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.cn

相关报告

投资要点

2023年8月27日，公司发布2023年半年度业绩报告。2023年H1公司营业收入为1.26亿元，同比下降15.29%，归母净利润为0.12亿元，同比下降26.92%；毛利率为27.13%，净利率为9.58%。

◆ **业绩变化主要原因包括：**（1）消费电子需求不及预期，致使相关订单下滑：公司主要产品环氧塑封料应用于半导体封装行业，终端应用包括消费电子、光伏、汽车电子、工业应用、物联网等领域，根据公司招股说明书披露，公司应用于消费电子领域产品收入占比约为80%-85%左右，是公司产品最主要终端应用领域。23H1由于消费电子等终端设备需求不及预期，消费类芯片需求有所下滑，致使公司应用在消费电子类产品订单有所下滑，使得公司业绩承压；（2）研发投入加大：公司持续加大对产品、技术研发投入，先进封装领域为重点研发领域。2023H1，研发投入合计0.11亿元，同比增长25.87%。

◆ **环氧塑封料领域先进封装中外资厂商仍处垄断地位，公司产品矩阵超200余款。**

环氧塑封料领域内传统封装国产化较高，先进封装中外资厂商仍处垄断地位：①DO、SMX、TO、DIP等封装技术内：由内资厂商主导，但在应用于TO领域内外资整体相当；②SOD、SOT、SOP、QFP等封装技术内：仍由外资厂商主导，内资厂商市场份额逐步提升，大部分产品性能已达外资同类产品水平，仍存在一定替代空间；③QFN、BGA等封装技术内：外资厂商基本处于垄断地位，内资厂商产品大部分仍处导入考核阶段，极少数内资厂商已实现小批量生产，存在较大替代空间；④SIP、MUF、FOWLP等封装技术内：外资厂商处于垄断地位，内资厂商尚处于产品开发或者客户考核阶段，产品类别相对单一。公司拥有环氧塑封料产品EMG100-900系列、EMS100-700系列、EMO系列、EMW系列、EMM系列等200余款产品，满足TO、SOT、SOP、QFP、QFN、PQFN、MIS、BGA、CSP、FOWLP/FOPLP、SIP，以及光耦、电机等半导体、集成电路、特种器件等封装应用要求。

◆ **公司聚焦芯片级电子胶黏剂领域，部分底部填充胶进入量产准备阶段。**华海诚科聚焦芯片级电子胶黏剂技术研发，该类产品技术含量高，市场基本由外资厂商垄断，公司是国内极少数同时布局“倒装芯片底部填充材料（FC底填胶）”与“液态塑封料（LMC）”内资半导体封装材料厂商。公司液体电子粘合剂产品有HHCK-31系列、HHCK-61系列、HHCK-65系列、HHCK-66系列、HHCK-69系列等产品，主要应用于半导体IC封装中晶圆级封装、底部填充、芯片粘结、PCB板级模组组装以及各种结构粘接等。目前公司已经完成验证的芯片底部填充胶正在做前期重复性量产准备，和最终客户协同开发的高导热底部填充胶正在认证考核，液态塑封料产品正在通过工艺和原材料优化来进一步提高量产稳定性。

◆ **投资建议：**我们预测公司2023年至2025年营业收入分别为3.35/3.87/5.06亿元，增速分别为10.5%/15.7%/30.6%；归母净利润分别为0.47/0.64/0.79亿元，增速分



别为 13.9%/36.2%/23.6%；对应 PE 分别 150.8/110.7/89.6。考虑到华海诚科在国内环氧塑封料市场稀缺性，随着产能释放及封装材料国产替代进程加速，未来公司在环氧塑封料与电子胶黏剂等领域渗透率有望提升，首次覆盖，给予增持-A 建议。

◆ **风险提示：**先进封装用环氧塑封料产业化风险；研发不及时或进度未达预期风险；市场竞争风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	347	303	335	387	506
YoY(%)	40.2	-12.7	10.5	15.7	30.6
净利润(百万元)	48	41	47	64	79
YoY(%)	75.6	-13.4	13.9	36.2	23.6
毛利率(%)	29.1	27.0	27.8	28.8	29.3
EPS(摊薄/元)	0.59	0.51	0.58	0.79	0.98
ROE(%)	13.9	10.9	4.6	5.8	6.7
P/E(倍)	148.8	171.9	150.8	110.7	89.6
P/B(倍)	20.6	18.7	6.8	6.4	6.0
净利率(%)	13.7	13.6	14.0	16.5	15.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

1、环氧塑封料业务：在传统封装领域，公司应用于 SOT、SOP 领域产品市场份额逐步提升，并已在长电科技、华天科技等主要封装厂商实现对外资产品替代。在先进封装领域，公司应用于 QFN 产品 700 系列产品已通过长电科技及通富微电等知名客户验证，并已实现小批量生产与销售，将成为公司新业绩增长点，且公司应用于 FC、SiP、FOWLP/FOPLP 等先进封装领域相关产品正逐步通过客户考核验证，有望逐步实现产业化。预计 2023-2025 年，公司环氧塑封料业务销售收入分别为 316.89/364.42/475.33 百万元。

2、胶黏剂业务：在 5G 建设、消费电子、新能源汽车、家用电器及装配制造业等新兴消费市场的驱动下，我国电子胶粘剂市场迅猛发展，随着国产替代进程加速，未来该业务有望持续增长。预计 2023-2025 年，公司胶黏剂业务销售收入分别为 16.51/20.38/25.04 百万元。

表 1：华海诚科业务收入预测（百万元/%）

业务	指标	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
环氧塑封料	收入	154.74	228.26	329.44	287.33	316.89	364.42	475.33
	YOY	16.89%	47.51%	44.32%	-12.78%	10.29%	15.00%	30.44%
	毛利率	27.70%	28.83%	27.92%	26.22%	26.78%	27.65%	28.12%
胶黏剂	收入	17.22	19.28	17.04	14.74	16.51	20.38	25.04
	YOY		11.91%	-11.59%	-13.50%	12.02%	23.41%	22.87%
	毛利率	50.13%	54.37%	51.81%	40.41%	44.86%	46.87%	47.23%
其他	收入	0.20	0.12	0.72	1.16	1.51	2.60	5.41
	YOY	-87.53%	-42.73%	516.84%	60.15%	30.04%	72.22%	108.51%
	毛利率	21.74%	21.41%	50.61%	50.68%	50.24%	50.16%	50.78%
合计	收入	172.17	247.65	347.20	303.22	334.91	387.39	505.78
	YOY	18.77%	16.76%	36.72%	52.50%	10.45%	15.67%	30.56%
	毛利率	29.94%	30.81%	29.14%	27.01%	27.78%	28.81%	29.31%

资料来源：Wind、华金证券研究所预测

二、可比公司估值

目前 A 股已上市公司中不存在与华海诚科在产品结构与形态、下游细分应用领域、业务模式等方面完全一致上市公司。综合考虑在应用场景、产品功能、生产制造工艺以及行业壁垒等方面与公司具有相似性公司后，选取江丰电子（300666.SZ）、安集科技（688019.SH）以及德邦科技（688035.SH）作为同行业可比上市公司。

表 2：可比公司选择

股票代码	公司简称	主营业务	产品结构	下游客户构成	与华海诚科产品 相关关系	比较结论
300666.SZ	江丰电子	从事高纯溅射靶材的研发、生产和销售业务	高纯溅射靶材，包括铝靶、钛靶、钽靶、钨钛靶等	集成电路封装领域客户包括华天科技、通富微电、长电科技等半导体封装厂商	均属于半导体材料，是半导体支撑产业	在产品属性、功能用途、下游应用领域以及下游客户构成具有一定的可比性

股票代码	公司简称	主营业务	产品结构	下游客户构成	与华海诚科产品 相关关系	比较结论
688019.SH	安集科技	关键半导体材料的研发和产业化	化学机械抛光液和光刻胶去除剂	中芯电子、台积电、SunPower等半导体厂商	均属于半导体材料，是半导体、支撑产业	在下游应用领域具有一定的可比性
688035.SH	德邦科技	专业从事高端电子封装材料研发及产业化	集成电路封装材料、智能终端封装材料、新能源应用材料、高端装备应用材料	中芯电子、台积电、华润微等半导体厂商	部分产品可应用于半导体封装环节的材料	在下游应用领域具有一定的可比性

资料来源：华海诚科招股说明书、华金证券研究所

表 3：可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300666.SZ	江丰电子	166.61	3.73	5.13	6.63	44.74	32.51	25.14
688019.SH	安集科技	156.18	3.86	5.07	6.32	40.42	30.81	24.72
688035.SH	德邦科技	84.68	1.76	2.57	3.63	48.06	32.93	23.30
	均值					44.41	32.08	24.39
688535.SH	华海诚科	70.85	0.47	0.64	0.79	150.83	110.71	89.61

资料来源：Wind 一致预期，华海诚科盈利预测来自华金证券研究所

注：股价为 2023 年 09 月 07 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	378	347	1061	1136	1198	营业收入	347	303	335	387	506
现金	87	81	822	773	794	营业成本	246	221	242	276	358
应收票据及应收账款	180	173	164	240	288	营业税金及附加	2	2	2	2	3
预付账款	1	1	1	2	2	营业费用	12	9	11	12	17
存货	69	66	41	89	83	管理费用	15	15	23	25	31
其他流动资产	41	25	32	33	33	研发费用	19	18	22	25	34
非流动资产	118	159	152	158	177	财务费用	4	1	-13	-19	-18
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-1	-1	-1	-1
固定资产	88	104	102	110	130	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	13	13	15	17	17	投资净收益	-0	2	0	0	1
其他非流动资产	17	43	36	31	30	营业利润	52	42	51	70	85
资产总计	496	506	1213	1294	1375	营业外收入	3	1	2	1	2
流动负债	142	116	155	176	182	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	1	0	32	27	15	利润总额	54	42	52	71	86
应付票据及应付账款	62	63	59	86	101	所得税	6	1	5	6	7
其他流动负债	78	53	64	63	66	税后利润	48	41	48	65	80
非流动负债	11	11	11	11	11	少数股东损益	0	0	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	48	41	47	64	79
其他非流动负债	11	11	11	11	11	EBITDA	61	50	50	60	78
负债合计	153	127	166	187	193						
少数股东权益	0	0	1	1	2	主要财务比率					
股本	61	61	81	81	81	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	186	186	799	799	799	成长能力					
留存收益	97	132	180	241	315	营业收入(%)	40.2	-12.7	10.5	15.7	30.6
归属母公司股东权益	344	379	1046	1106	1180	营业利润(%)	65.0	-19.3	22.2	37.3	21.8
负债和股东权益	496	506	1213	1294	1375	归属于母公司净利润(%)	75.6	-13.4	13.9	36.2	23.6
						获利能力					
						毛利率(%)	29.1	27.0	27.8	28.8	29.3
						净利率(%)	13.7	13.6	14.0	16.5	15.6
						ROE(%)	13.9	10.9	4.6	5.8	6.7
						ROIC(%)	13.2	10.3	3.4	3.9	4.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	30.8	25.1	13.7	14.5	14.1
						流动比率	2.7	3.0	6.9	6.5	6.6
						速动比率	1.9	2.2	6.4	5.8	5.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.6	0.4	0.3	0.4
						应收账款周转率	2.1	1.7	2.0	1.9	1.9
						应付账款周转率	4.1	3.5	4.0	3.8	3.8
						估值比率					
						P/E	148.8	171.9	150.8	110.7	89.6
						P/B	20.6	18.7	6.8	6.4	6.0
						EV/EBITDA	114.9	139.0	126.6	105.6	81.4

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn