

甬矽电子 (688362.SH)

公司快报

Q3 营收环比显著增长，打造“Bumping + CP + FC + FT”一站式交付能力

事件点评

2023Q1-Q3 累计营收实现 16.31 亿元，同比下降 4.86%，归母净利润为-1.20 亿元，同比下降 158.22%。其中第三季度，公司实现营收 6.48 亿元，同比增长 12.00%，环比增长 16.19%。

◆ **部分客户所处领域景气度回升，产线完善/客户拓展等进展顺利。**2023 年第三季度，得益于部分客户所处领域景气度回升、新客户拓展及部分原有客户份额提升，公司实现营业收入 6.48 亿元，较去年同期同比增长 12.00%，较第二季度环比增长 16.19%，维持今年以来营收规模逐季度增长态势。毛利率方面，由于营收规模扩大，规模效应逐渐体现，2023 年第三季度整体毛利率为 16.92%，较第二季度环比提升 1.85 pct。业绩方面，由于公司二期项目筹办及人员规模扩大导致管理费用增加、新增投资使得折旧增加以及公司加大市场开展力度和研发投入，本季度亏损有所扩大，归属于上市公司股东的净利润较 2022Q3 同比下降 145.07%，环比第二季度下降 41.29%。产品线方面，公司二期项目打造“Bumping+CP+FC+FT”一站式交付能力已经初步形成，可以有效缩短客户从晶圆裸片到成品芯片交付时间及更好品质控制，开始逐步贡献营收；公司应用于 5G 射频领域的 Pamid 模组产品量产并通过终端客户认证，出货数量持续提升；在客户群方面，公司在深化原有客户群合作基础上，积极拓展包括中国台湾地区头部客户在内客户群体，取得一定突破，为公司后续发展奠定基础。

◆ **倒装/凸块/重布线技术取得突破，为布局先进封装领域夯实技术基础。**（1）倒装：①高精度倒装贴装技术。公司量产 FC-CSP 先进封装倒装芯片，封装尺寸达到 17*17mm 以上，最小凸块间距为<80um，最小凸块直径 40um，单晶粒上凸块数量在 3,400 个以上；同时，公司开发的大颗 FC-BGA 产品，单晶粒上的凸块数量达到 18,000 个，在高密度倒装芯片封装技术上取得进一步突破。②细间距倒装芯片底部塑封及底填胶填充技术。公司通过反复试验掌握塑封材料固化时间、流动性以及填充料粒径等材料特性，并结合填充真空、温度、压力、时间等封装参数，成功开发主要应用于 FC-CSP 倒装芯片的真空模塑底部填充技术和应对大封装尺寸 FC-BGA 芯片的细间距高压腔+毛细作用底部填充技术，可为不同尺寸倒装芯片提供不同解决方案。③先进制程晶圆低介电常数层应力仿真技术。④倒装芯片露背式及引入高导热金属界面材料封装散热技术。（2）凸块及重布线：①高密度的微凸块技术。公司研发的 Bumping 先进封装技术，微凸块最小高度为 20um，最小凸块直径 20um，最小间距可达 34um，单晶粒（3mm*3mm）上凸块数量达到 3,000 个以上。经公司调试量产产品的微凸块最小高度为 55um，最小凸块直径 30um，最小间距达 60um。②微米级的细线宽技术。公司研发的细线宽技术，最小线宽可达 5um，最小线间距可达 5um。公司运用于量产产品上的细线宽为最小线宽 8um，最小线间距 8um。并藉由先进的 Bumping 微凸块和 RDL 重布线技术，实现多 RDL 布线层 Bumping 量产，并为后续 Fan-out（扇出式封装）奠定工艺基础。

电子 | 集成电路III

投资评级

增持-A(首次)

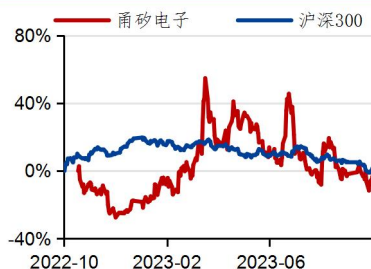
股价(2023-10-30)

30.32 元

交易数据

总市值 (百万元)	12,360.25
流通市值 (百万元)	1,455.36
总股本 (百万股)	407.66
流通股本 (百万股)	48.00
12 个月价格区间	42.60/22.70

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.03	2.12	62.86
绝对收益	3.16	-8.12	64.06

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



- ◆ **继续坚持大客户战略，积极布局先进封装及汽车电子领域。**公司坚持自身中高端先进封装业务定位，积极推动二期项目建设，扩大公司产能规模，提升对现有客户的服务能力；同时，根据目前市场情况和公司战略，公司积极布局先进封装和汽车电子领域，积极布局包括 Bumping、CP、晶圆级封装、FC-BGA、汽车电子等新的产品线，持续推动相关技术人才引进和技术攻关，提升自身产品布局和客户服务能力。2023 年下半年，公司将继续坚持大客户战略，积极通过新客户开发、拓展原有客户新产品线等方式提升自身竞争力和市场份额；另一方面，公司将扎实稳健推进 Bumping、CP、晶圆级封装、FC-BGA 等新产品线，持续提升自身工艺能力和客户服务能力。公司将通过市场端和产品端的不断提升，提升自身核心竞争力和盈利能力。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 23.68/28.52/35.18 亿元，增速分别为 8.8%/20.5%/23.3%；归母净利润分别为 1.45/2.65/4.00 亿元，增速分别 5.1%/82.7%/50.7%；对应 PE 分别 85.1/46.6/30.9。考虑到雨砂电子 Bumping 及 CP 项目实现通线，目前 Bumping 产能处于爬坡阶段，大量客户正在导入过程中，产能利用率明年有望增长，且从在手订单情况分析，预计第四季度保持营收持续增长，维持全年逐季度营收持续增长态势，叠加其倒装/凸块/重布线技术取得突破，在先进封装领域有望持续渗透，首次覆盖，给予增持-A 建议。
- ◆ **风险提示：**行业与市场波动风险；国际贸易摩擦风险；新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险；主要原材料供应及价格变动风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,055	2,177	2,368	2,852	3,518
YoY(%)	174.7	6.0	8.8	20.5	23.3
归母净利润(百万元)	322	138	145	265	400
YoY(%)	1056.4	-57.1	5.1	82.7	50.7
毛利率(%)	32.3	21.9	25.5	26.3	27.7
EPS(摊薄/元)	0.79	0.34	0.36	0.65	0.98
ROE(%)	23.5	4.7	4.8	8.0	10.8
P/E(倍)	38.4	89.5	85.1	46.6	30.9
P/B(倍)	9.0	4.8	4.7	4.3	3.8
净利率(%)	15.7	6.3	6.1	9.3	11.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

(1) 系统级封装产品：公司系统级封装产品主要包括 WB-BGA、WB-LGA、Hybrid-BGA 及 Hybrid-LGA。根据 Yole 数据，未来 5 年，系统级封装增长最快的应用市场将是可穿戴设备、Wi-Fi 路由器、IoT 物联网设施以及电信基础设施。尤其随着 5G 通讯的推广和普及，5G 基站对倒装球栅阵列（FC-BGA）系统级封装芯片的需求将大幅上升，未来 5 年基站类系统级芯片市场规模年均复合增长率预计高达 41%。我们预计 2023-2025 系统级封装产品营业收入为 1,369.96/1,688.92/2,115.83 百万元。

(2) 扁平无引脚封装产品：公司扁平无引脚封装产品主要包括 QFN 及 DFN，主要应用于电源管理芯片及配套 SoC 芯片；触控 IC 芯片；WiFi 芯片、蓝牙芯片，物联网（IoT）通讯芯片；AP 类 SoC 芯片。QFN/DFN 封装形式虽属于中端封装类型，但市场容量较大，短期内被替代的可能性较低。我们预计 2023-2025 扁平无引脚封装产品营业收入为 642.95/705.40/793.00 百万元。

(3) 高密度细间距凸点倒装产品：公司高密度细间距凸点倒装产品主要包括 FC-LGA、BTC-LGA 及 FC-CSP。据 Yole 数据，2020 年至 2026 年，先进封装收入预计将以 7.9% 的复合年增长率增长。到 2026 年，FC-CSP（倒装芯片级尺寸封装）细分市场将达到 100 亿美元以上，该类封装解决方案主要用于基带、射频收发器、存储器和一些 PMIC 应用。我们预计 2023-2025 高密度细间距凸点倒装产品营业收入为 336.51/434.42/579.44 百万元。

(4) 微机电系统传感器：公司 MEMS 产品主要应用于传感器领域，随着传感器、物联网应用的大规模落地，MEMS 封装需求将增加。根据 Yole 数据，MEMS 全球市场份额将由 2020 年的 121 亿美元升至 2026 年的 182 亿美元，年复合增长率 7.17%。我们预计 2023-2025 微机电系统传感器营业收入为 9.47/15.69/22.87 百万元。

表 1：甬矽电子业务盈利预测（百万元/%）

产品	指标	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
系统级封装产品	收入	48.63	339.86	1,135.23	1,225.24	1,369.96	1,688.92	2,115.83
	YoY		598.84%	234.03%	7.93%	11.81%	23.28%	25.28%
	成本	34.25	236.07	742.70	929.59	1,000.76	1,219.57	1,507.74
	毛利率	29.56%	30.54%	34.58%	24.13%	26.95%	27.79%	28.74%
扁平无引脚封装产品	收入	128.44	269.58	702.82	631.84	642.95	705.40	793.00
	YoY		109.88%	160.71%	-10.10%	1.76%	9.71%	12.42%
	成本	130.94	244.49	499.48	555.96	522.20	571.66	624.72
	毛利率	-1.94%	9.31%	28.93%	12.01%	18.78%	18.96%	21.22%
高密度细间距凸点倒装产品	收入	179.90	108.97	184.11	292.06	336.51	434.42	579.44
	YoY	467.41%	-39.43%	68.95%	58.64%	15.22%	29.10%	33.38%
	成本	129.79	85.80	119.86	199.95	227.99	292.02	388.57
	毛利率	27.85%	21.27%	34.90%	31.54%	32.25%	32.78%	32.94%
微机电系统传感器	收入	8.29	21.36	18.23	5.37	9.47	15.69	22.87
	YoY		157.48%	-14.63%	-70.54%	76.36%	65.62%	45.77%
	成本	8.83	20.13	17.52	4.46	7.91	13.04	18.93
	毛利率	-6.41%	5.75%	3.88%	17.00%	16.48%	16.85%	17.21%

其他	收入	0.505	8.233	14.229	22.474	9.24	7.99	7.04
	YoY			72.82%	57.95%	-58.91%	-13.52%	-11.90%
	成本	0.02	6.77	12.22	10.15	4.78	4.61	4.39
	毛利率	96.88%	17.73%	14.15%	54.83%	48.21%	42.34%	37.64%
合计	收入	365.77	748.01	2,054.62	2,176.99	2,368.13	2,852.42	3,518.17
	YoY	848.97%	104.50%	174.68%	5.96%	8.78%	20.45%	23.34%
	成本	303.82	593.26	1,391.78	1,700.11	1,763.64	2,100.89	2,544.35
	毛利率	16.94%	20.69%	32.26%	21.91%	25.53%	26.35%	27.68%

资料来源: wind、华金证券研究所预测

注: 其他数据为其他收入与其他业务合计

二、可比公司估值与投资建议

我们选取国内已上市的封装领域公司作为可比公司,如长电科技、通富微电及华天科技。其中,长电科技是全球领先的集成电路制造和技术服务提供商,产品、服务和技术涵盖了主流集成电路系统应用。通富微电是一家国内领先、世界先进的集成电路封装测试服务提供商,产品、技术、服务覆盖了人工智能、高性能计算、大数据存储、显示驱动、5G 等网络通讯、信息终端、消费终端、物联网、汽车电子、工业控制等多个领域。华天科技封装产品主要应用于计算机、网络通讯、消费电子及智能移动终端、物联网、工业自动化控制、汽车电子等电子整机和智能化领域。

我们预测公司 2023 年至 2025 年营业收入分别为 23.68/28.52/35.18 亿元,增速分别为 8.8%/20.5%/23.3%;归母净利润分别为 1.45/2.65/4.00 亿元,增速分别 5.1%/82.7%/50.7%;对应 PE 分别 85.1/46.6/30.9。考虑到甬矽电子 Bumping 及 CP 项目实现通线,目前 Bumping 产能处于爬坡阶段,大量客户正在导入过程中,产能利用率明年有望增长,且从在手订单情况分析,预计第四季度保持营收持续增长,维持全年逐季度营收持续增长态势,叠加其倒装/凸块/重布线技术取得突破,在先进封装领域有望持续渗透,首次覆盖,给予增持-A 建议。

表 2: 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
600584.SH	长电科技	547.50	19.49	31.40	38.63	28.09	17.44	14.17
002156.SZ	通富微电	309.04	3.38	9.56	12.92	91.39	32.32	23.91
002185.SZ	华天科技	287.44	6.71	10.85	14.41	42.86	26.50	19.95
	均值		9.86	17.27	21.99	54.11	25.42	19.35
688362.SH	甬矽电子	123.60	1.45	2.65	4.00	85.10	46.57	30.91

资料来源: Wind 一致预期,甬矽电子盈利预测来自华金证券研究所,股价为 2023 年 10 月 30 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	983	1785	1707	1688	2183	营业收入	2055	2177	2368	2852	3518
现金	295	986	854	769	981	营业成本	1392	1700	1764	2101	2544
应收票据及应收账款	396	337	448	473	657	营业税金及附加	4	5	4	8	9
预付账款	1	4	0	4	1	营业费用	22	23	29	37	46
存货	279	321	327	374	454	管理费用	117	139	208	192	245
其他流动资产	12	138	79	69	90	研发费用	97	122	140	164	238
非流动资产	3649	6534	7390	7652	7691	财务费用	71	122	116	124	72
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-15	-2	-20	-17	-20
固定资产	3077	3045	3769	4275	4665	公允价值变动收益	0	-13	-4	-5	-6
无形资产	89	90	100	105	111	投资净收益	0	-0	0	0	-0
其他非流动资产	482	3399	3520	3272	2915	营业利润	362	156	153	275	410
资产总计	4632	8319	9097	9340	9874	营业外收入	2	0	1	1	1
流动负债	2218	2297	2681	2795	3103	营业外支出	9	19	9	10	11
短期借款	1084	754	754	754	754	利润总额	356	137	145	265	400
应付票据及应付账款	563	640	893	1108	1013	所得税	34	0	0	1	1
其他流动负债	571	903	1034	934	1337	税后利润	322	137	145	265	399
非流动负债	1041	3077	3235	3126	2977	少数股东损益	0	-1	-0	-1	-1
长期借款	763	1084	2467	2266	2043	归属母公司净利润	322	138	145	265	400
其他非流动负债	279	1993	768	860	934	EBITDA	725	659	373	548	701
负债合计	3259	5374	5916	5921	6080						
少数股东权益	0	391	391	390	389	主要财务比率					
股本	348	408	408	408	408	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	754	1737	1737	1737	1737	成长能力					
留存收益	271	409	539	773	1120	营业收入(%)	174.7	6.0	8.8	20.5	23.3
归属母公司股东权益	1373	2554	2790	3029	3405	营业利润(%)	1068.7	-57.0	-1.6	79.0	49.2
负债和股东权益	4632	8319	9097	9340	9874	归属于母公司净利润(%)	1056.4	-57.1	5.1	82.7	50.7
						获利能力					
						毛利率(%)	32.3	21.9	25.5	26.3	27.7
						净利率(%)	15.7	6.3	6.1	9.3	11.4
						ROE(%)	23.5	4.7	4.8	8.0	10.8
						ROIC(%)	11.2	3.3	3.1	5.0	6.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	70.4	64.6	65.0	63.4	61.6
						流动比率	0.4	0.8	0.6	0.6	0.7
						速动比率	0.3	0.6	0.5	0.4	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.3	0.4
						应收账款周转率	7.4	5.9	6.0	6.2	6.2
						应付账款周转率	2.2	2.8	2.3	2.1	2.4
						估值比率					
						P/E	38.4	89.5	85.1	46.6	30.9
						P/B	9.0	4.8	4.7	4.3	3.8
						EV/EBITDA	19.9	24.1	43.8	29.9	23.0

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