

长电科技(600584.SH)/电子

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 19 日

**评级：买入（维持）**

市场价格：25.55 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

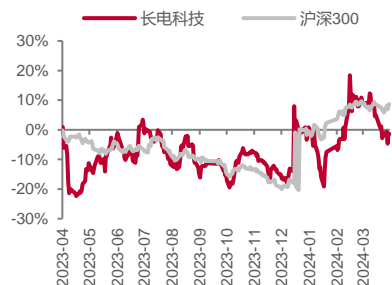
分析师：游凡

执业证书编号：S0740522120002

Email: youfan@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,789
流通股本(百万股)	1,610
市价(元)	25.55
市值(百万元)	45,710
流通市值(百万元)	41,139

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

长电科技(600584.SH): 23Q3 收入环比高增，先进封装助力长期成长

长电科技(600584.SH): 23Q1 业绩承压，23H2 有望迎景气复苏

**公司盈利预测及估值**

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	33,762	29,661	34,407	39,224	43,930
增长率 yoy%	11%	-12%	16%	14%	12%
净利润(百万元)	3,231	1,471	2,648	3,799	4,601
增长率 yoy%	9%	-54%	80%	43%	21%
每股收益(元)	1.81	0.82	1.48	2.12	2.57
每股现金流量	3.36	2.48	3.39	3.54	3.62
净资产收益率	13%	6%	9%	12%	13%
P/E	14.1	31.1	17.3	12.0	9.9
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.3

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，股价按 4 月 18 日收盘价进行计算

**投资要点**
**■ 事件概述：公司发布 2023 年报**
**【2023】**

营收 296.61 亿元，同减 12%；归母净利 14.71 亿元（此前预告为 13.22 至 16.16 亿元），同减 54%；扣非归母净利 13.23 亿元（此前预告为 10.92-13.35 亿元），同减 53%；23 年毛利率为 13.65%，同比减少 3.4pcts。

**【23Q4】**

单季营收 92.31 亿元，同增 3%、环增 12%；归母净利 4.97 亿元，同减 36%、环增 4%；扣非净利 5.76 亿元，同减 11%、环增 57%。23Q4 毛利率 13.17%，同减 1.26pcts、环减 1.19%。

按照证监会 2023 年 12 月 22 日发布的《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号非经常性损益(2023 年修订)》，对于对损益产生持续影响的政府补助，列为经常性损益。故公司 23Q4 部分政府补助被确定为经常性损益，使得当季扣非归母净利大于归母净利，这部分对利润的影响额在 0.96 亿元左右。

**■ 23 年景气低迷，公司业绩承压**

23 年全球半导体市场处于下行周期，WSTS 预计该年度全球半导体市场规模为 5200 亿美元，同降 9%。长电科技受周期下行影响，23 年营收同比降 12%，毛利率同比减少 3.4pcts。然而公司面对行业逆风深度挖潜，实现业绩逐季提升，23Q1-Q4 扣非归母净利依次为 0.56/3.23/3.68/5.76 亿元，毛利率亦整体有所恢复，23Q1-Q4 逐季为 11.84%/15.11%/14.36%/13.17%。

**■ 围绕算力+存力+电力，打造 AI 封装龙头**

**1) 算力：**公司在算力领域，凭借其 XDF01™ Chiplet 封装在 AI 领域不断取得突破。**2) 存力：**未来 AI 芯片需求在端侧有望呈现更快爆发、催化 NAND 量价齐升，公司此前发布公告计划收购晟碟上海，有望进一步增强公司在存力领域的封装能力。**3) 电力：**AI 计算需求带来电力需求的爆发。如今 AIGC 服务器电源领域，流行垂直供电模块 VCORE。通过垂直集成技术极大提升功率密度和热管理效率，而公司在 VCORE 模块的封装材料、结构、热管理、制造工艺等方面积累了丰富经验。

**■ 24 年半导体行业有望恢复增长，公司“内生+外延”把握机遇**

据 WSTS，2024 年全球半导体市场有望恢复性增长 13%，市场规模达 5880 亿美元，而其中美洲和亚太市场将实现两位数的同比大幅增长——这为长电科技奠定良好的市场需求基础。长电科技则有望通过“内生+外延”把握机遇：**1) 内生：**23 年公司研发投入聚焦 HPC 2.5D 先进封装、射频、汽车电子等新兴市场，公司 2.5D 技术覆盖了 RDL、硅转接板、硅桥三种主流方案，并已在集团旗下不同子公司实现生产。**2) 外延：**24H1 公司宣布计划收购西部数据在上海的封测厂晟碟半导体，以及中国华润入主成为公司实控人，这两大事件一方面有利于公司业绩规模的增厚，另一方面有利于公司在央企为实控人的背景下更稳健地发展。

**■ 投资建议**

考虑到晟碟并表带来的业绩增厚（晟碟 22/23H1 净利润为 3.6/2.2 亿元），我们预测公司 2024-26 年归母净利为 26.5/38.0/46.0 亿元（原预测 24-25 年净利为 24.5/34.8 亿元），对应 PE 为 17/12/10X，而先进封装行业指数 24-25 年的 PE 为 27/20 倍。公司估值相比于可比

行业具备较强性价比，“算力+存力+电力”一体化 AI 封装能力持续巩固，维持“买入”评级。

■ **风险提示**

同行价格竞争、利润承压；AI 对先进封装的需求拉动不及预期；研报使用信息数据更新不及时的风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,325	14,026	20,828	27,885	营业收入	29,661	34,407	39,224	43,930
应收票据	0	0	0	0	营业成本	25,612	29,218	32,536	36,063
应收账款	4,185	4,613	5,144	5,661	税金及附加	106	123	118	132
预付账款	104	164	171	170	销售费用	206	241	235	264
存货	3,196	3,633	3,986	4,365	管理费用	751	860	981	1,098
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,440	1,376	1,569	1,757
其他流动资产	2,810	2,731	2,824	2,909	财务费用	192	164	53	81
流动资产合计	17,619	25,166	32,952	40,990	信用减值损失	-5	18	16	9
其他长期投资	118	130	133	138	资产减值损失	-73	-73	-134	-93
长期股权投资	695	743	734	724	公允价值变动收益	18	-10	-10	-1
固定资产	18,744	15,546	12,907	10,730	投资收益	2	148	93	81
在建工程	1,053	1,133	1,213	1,293	其他收益	214	200	200	200
无形资产	663	845	1,009	1,157	营业利润	1,520	2,716	3,905	4,741
其他非流动资产	3,687	3,499	3,575	3,582	营业外收入	9	25	28	21
非流动资产合计	24,960	21,896	19,572	17,623	营业外支出	7	0	0	0
资产合计	42,579	47,062	52,524	58,613	利润总额	1,522	2,741	3,933	4,762
短期借款	1,696	1,696	1,696	1,696	所得税	52	94	135	163
应付票据	223	490	495	476	净利润	1,470	2,647	3,798	4,599
应付账款	4,782	5,596	6,154	6,607	少数股东损益	0	-1	-1	-1
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,470	2,648	3,799	4,600
合同负债	185	294	354	331	NOPLAT	1,655	2,806	3,850	4,677
其他应付款	353	382	371	369	EPS (按最新股本摊薄)	0.82	1.48	2.12	2.57
一年内到期的非流动负债	1,491	1,880	2,156	1,842					
其他流动负债	951	1,083	1,235	1,348	主要财务比率				
流动负债合计	9,682	11,420	12,461	12,669	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	5,777	6,709	7,695	9,353	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-12.1%	16.0%	14.0%	12.0%
其他非流动负债	970	955	965	963	EBIT增长率	-49.9%	69.5%	37.2%	21.5%
非流动负债合计	6,746	7,664	8,660	10,316	归母公司净利润增长率	-54.5%	80.1%	43.5%	21.1%
负债合计	16,428	19,084	21,122	22,986	获利能力				
归属母公司所有者权益	26,066	27,893	31,319	35,546	毛利率	13.7%	15.1%	17.1%	17.9%
少数股东权益	86	85	84	82	净利率	5.0%	7.7%	9.7%	10.5%
所有者权益合计	26,151	27,978	31,402	35,628	ROE	5.6%	9.5%	12.1%	12.9%
负债和股东权益	42,579	47,062	52,524	58,613	ROIC	5.9%	8.9%	10.7%	11.3%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	38.6%	40.6%	40.2%	39.2%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	38.0%	40.2%	39.8%	38.9%
经营活动现金流	4,437	6,073	6,325	6,481	流动比率	1.8	2.2	2.6	3.2
现金收益	5,117	6,188	6,681	7,060	速动比率	1.5	1.9	2.3	2.9
存货影响	-44	-437	-353	-379	营运能力				
经营性应收影响	-417	-415	-404	-423	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
经营性应付影响	7	1,109	553	431	应收账款周转天数	48	46	45	44
其他影响	-226	-372	-151	-208	应付账款周转天数	66	64	65	64
投资活动现金流	-998	-236	-368	-312	存货周转天数	45	42	42	42
资本支出	-3,108	-440	-435	-430	每股指标(元)				
股权投资	70	-48	9	10	每股收益	0.82	1.48	2.12	2.57
其他长期资产变化	2,040	252	58	108	每股经营现金流	2.48	3.39	3.54	3.62
融资活动现金流	1,411	864	845	888	每股净资产	14.57	15.59	17.51	19.87
借款增加	1,973	1,321	1,262	1,345	估值比率				
股利及利息支付	-627	-1,086	-1,424	-1,698	P/E	31	17	12	10
股东融资	267	0	0	0	P/B	2	2	1	1
其他影响	-202	629	1,007	1,241	EV/EBITDA	29	24	22	21

来源: wind, 中泰证券研究所

## 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。