


2024年04月20日
甬矽电子(688362.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

集成电路

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

25元

股价(2024-04-19)

17.79元

交易数据

总市值(百万元)

7,252.27

流通市值(百万元)

4,899.81

总股本(百万股)

407.66

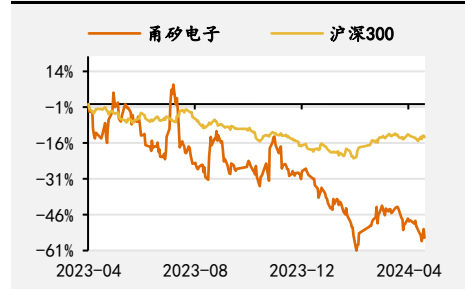
流通股本(百万股)

275.43

12个月价格区间

15.6/43.6元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-21.1	-33.3	-40.0
绝对收益	-22.1	-25.0	-54.1

马良

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

郭旺

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521080002

guowang@essence.com.cn

相关报告

23Q2 营收环比大增, 二期项目

2023-08-21

目有序推进

营收增速逐季显著改善, 积极布局先进封装打开成长空间

事件:

1. 公司发布 2023 年年度报告, 2023 年度实现营收 23.91 亿元, 同比增加 9.82%; 实现归属于母公司所有者净利润-0.93 亿元; 实现扣非归母净利润-1.62 亿元。
2. 从 Q4 单季度业绩来看, 实现营收 7.60 亿元, 同比增加 64.28%, 环比增加 17.17%; 实现归属于母公司所有者净利润 0.27 亿元; 实现扣非归母净利润 0.01 亿元。
3. 公司发布 2024 年第一季度报告, 2024Q1 实现营收 7.27 亿元, 同比增加 71.11%, 环比下降 4.36%; 实现归属于母公司所有者净利润-0.35 亿元, 同比增加 28.91%; 实现扣非归母净利润-0.46 亿元, 同比增加 33.28%。

23 年净利润阶段性承压

公司 2023 年实现营业收入 23.91 亿元, 同比增长接近 10%, 其中系统级封装产品实现营收 12.49 亿元, 同比增长 1.92%; 扁平无引脚封装产品实现营收 7.48 亿元, 同比增长 18.46%; 高密度细间距凸点倒装产品实现营收 3.66 亿元, 同比增长 25.20%。2023 年公司归母净利润同比下滑 167.48%, 主要系受全球行业周期影响, 下游客户整体订单仍较为疲软, 部分产品线订单价格承压, 导致公司毛利率较去年同期仍有所下降; 同时, 公司二期项目建设有序推进, 公司人员规模持续扩大, 人员支出及二期筹建费用增加, 使得管理费用同比增长 71.97%。

营收增速逐季显著提高

从季度营收来看, 公司营收同比增速逐季度显著改善, 23Q1-24Q1, 公司实现营收 4.25 亿元、5.58 亿元、6.48 亿元、7.60 亿元、7.27 亿元, 同比分别-26.86%、+0.55%、+12.00%、+64.28%、+71.11%, 营收同比增速持续显著提高。公司营收持续显著提高主要原因为新品持续导入, 产能不断扩产, 以及公司稼动率不断提高。

积极布局先进封装打开成长空间

公司积极布局先进封装, 自有资金投资的 Bumping 及 CP 项目已经实现通线, 具备了为客户提供“Bumping+CP+FC+FT”的一站式交付能力。此外, 公司通过实施 Bumping 项目掌握的 RDL 及凸点加工能力, 并积极布局扇出式封装 (Fan-out) 及 2.5D/3D 封装工艺。先进封装可以大幅提高芯片集成度, 提高芯片之间通信速度, 是延续摩尔定律的重

要手段。从下游需求来看，AI 浪潮对于先进封装的发展起到了关键作用，目前大部分 AI 芯片均采用了 Cowos 先进封装。公司在先进封装领域的前瞻性布局，将为公司未来业绩可持续发展奠定基础，有望持续受益先进封装发展趋势。

投资建议：

我们预计公司 2024 年~2026 年收入分别为 28.69 亿元、36.15 亿元、42.88 亿元，归母净利润分别为 2.55 亿元、3.80 亿元、4.77 亿元。考虑半导体行业回暖，且公司专注于先进封装领域，给予公司 2024 年 PE40.00X 的估值，对应目标价 25 元。给予“买入-A”投资评级。

风险提示：

新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险，行业与市场波动风险，国际贸易摩擦风险，产品生产成本上升风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,177.0	2,390.8	2,869.0	3,615.0	4,287.6
净利润	138.1	-93.4	254.7	379.8	476.5
每股收益(元)	0.34	-0.23	0.62	0.93	1.17
每股净资产(元)	6.26	6.01	6.57	7.37	8.44

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	52.5	-77.7	28.5	19.1	15.2
市净率(倍)	2.8	3.0	2.7	2.4	2.1
净利润率	6.3%	-3.9%	8.9%	10.5%	11.1%
净资产收益率	5.4%	-3.8%	9.5%	12.6%	13.8%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.4%	0.7%	0.5%
ROIC	8.8%	-0.2%	13.0%	13.2%	22.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,177.0	2,390.8	2,869.0	3,615.0	4,287.6	成长性					
减:营业成本	1,700.1	2,058.5	2,123.1	2,675.1	3,172.8	营业收入增长率	6.0%	9.8%	20.0%	26.0%	18.6%
营业税费	4.9	5.8	6.1	8.2	9.7	营业利润增长率	-57.0%	-207.3%	-283.3%	53.6%	31.4%
销售费用	23.3	29.7	32.3	41.4	50.2	净利润增长率	-57.1%	-167.6%	-372.7%	49.1%	25.5%
管理费用	138.5	238.2	114.8	155.4	184.4	EBITDA 增长率	-9.6%	-33.2%	120.5%	10.2%	9.4%
研发费用	121.7	145.1	143.5	180.7	214.4	EBIT 增长率	-57.7%	-150.7%	-624.1%	19.7%	16.8%
财务费用	122.3	160.6	153.3	79.8	24.3	NOPLAT 增长率	-29.2%	-101.9%	-8,298.9%	19.7%	16.8%
加:资产/信用减值损失	-1.6	-18.8	-	-10.2	-14.5	投资资本增长率	-17.1%	28.4%	17.7%	-29.7%	-3.0%
公允价值变动收益	-13.4	13.7	5.5	1.8	-3.0	净资产增长率	114.5%	35.8%	6.4%	9.1%	11.7%
投资和汇兑收益	-0.1	3.8	5.0	5.0	4.6						
营业利润	155.9	-167.2	306.5	470.9	618.8	利润率					
加:营业外净收支	-18.6	-0.6	-8.5	-9.2	-6.1	毛利率	21.9%	13.9%	26.0%	26.0%	26.0%
利润总额	137.3	-167.8	298.0	461.7	612.7	营业利润率	7.2%	-7.0%	10.7%	13.0%	14.4%
减:所得税	0.2	-32.6	14.9	23.1	30.6	净利润率	6.3%	-3.9%	8.9%	10.5%	11.1%
净利润	138.1	-93.4	254.7	379.8	476.5	EBITDA/营业收入	27.9%	17.0%	31.2%	27.2%	25.1%
						EBIT/营业收入	8.0%	-3.7%	16.0%	15.2%	15.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	506	523	464	326	240
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动资产周转天数	-10	-44	-48	-41	-35
货币资金	986.5	1,965.4	229.5	289.2	343.0	流动资产周转天数	229	360	255	144	143
交易性金融资产	16.5	-	5.5	7.3	4.3	应收账款周转天数	61	65	59	62	62
应收账款	334.2	525.9	410.5	826.3	643.3	存货周转天数	50	51	42	44	43
应收票据	8.4	1.0	6.5	6.0	8.2	总资产周转天数	1,071	1,555	1,369	978	818
预付账款	3.6	2.2	2.7	4.3	3.8	投资资本周转天数	477	450	459	335	230
存货	320.6	357.9	314.4	576.2	459.3						
其他流动资产	115.4	147.1	88.1	116.9	117.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.4%	-3.8%	9.5%	12.6%	13.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.6%	-1.1%	3.0%	4.3%	6.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	8.8%	-0.2%	13.0%	13.2%	22.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,044.6	3,904.9	3,487.1	3,069.2	2,651.3	销售费用率	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.2%
在建工程	1,539.8	2,145.2	2,145.2	2,145.2	2,145.2	管理费用率	6.4%	10.0%	4.0%	4.3%	4.3%
无形资产	89.5	89.6	73.4	57.3	41.1	研发费用率	5.6%	6.1%	5.0%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	1,859.6	3,191.8	2,726.4	3,047.2	2,917.3	财务费用率	5.6%	6.7%	5.3%	2.2%	0.6%
资产总额	8,318.7	12,330.9	9,489.2	10,145.1	9,334.3	四费/营业收入	18.6%	24.0%	15.5%	12.7%	11.0%
短期债务	753.7	329.7	566.2	637.7	172.8	偿债能力					
应付账款	709.3	1,438.3	948.4	1,979.6	1,360.2	资产负债率	64.6%	67.6%	55.2%	54.3%	44.5%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	182.5%	208.4%	123.1%	118.7%	80.2%
其他流动负债	833.9	745.2	684.9	754.7	728.3	流动比率	0.78	1.19	0.48	0.54	0.70
长期借款	1,084.1	3,566.9	1,528.5	216.6	-	速动比率	0.64	1.05	0.34	0.37	0.50
其他非流动负债	1,992.7	2,253.1	1,508.1	1,918.0	1,893.1	利息保障倍数	1.42	-0.55	3.00	6.90	26.43
负债总额	5,373.9	8,333.2	5,236.1	5,506.6	4,154.4	分红指标					
少数股东权益	390.9	1,549.1	1,576.2	1,634.0	1,737.2	DPS(元)	0.11	-	0.06	0.13	0.09
股本	407.7	407.7	407.7	407.7	407.7	分红比率	31.0%	0.0%	10.3%	13.8%	8.0%
留存收益	2,146.2	2,040.9	2,269.3	2,596.8	3,035.0	股息收益率	0.6%	0.0%	0.4%	0.7%	0.5%
股东权益	2,944.8	3,997.7	4,253.1	4,638.5	5,179.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	137.1	-135.2	254.7	379.8	476.5	EPS(元)	0.34	-0.23	0.62	0.93	1.17
加:折旧和摊销	434.1	510.9	434.0	434.0	434.0	BVPS(元)	6.26	6.01	6.57	7.37	8.44
资产减值准备	1.6	18.8	-	-	-	PE(X)	52.5	-77.7	28.5	19.1	15.2
公允价值变动损失	13.4	-13.7	5.5	1.8	-3.0	PB(X)	2.8	3.0	2.7	2.4	2.1
财务费用	129.1	168.9	153.3	79.8	24.3	P/FCF	7.4	6.3	-3.3	19.2	-50.4
投资收益	0.1	-3.8	-5.0	-5.0	-4.6	P/S	3.3	3.0	2.5	2.0	1.7
少数股东损益	-1.0	-41.8	28.5	58.8	105.5	EV/EBITDA	14.7	28.6	9.5	7.1	6.0
营运资金的变动	102.4	922.8	-562.4	421.0	-220.7	CAGR(%)	47.3%	-262.7%	-4.2%	47.3%	-262.7%
经营活动产生现金流量	899.6	1,071.5	308.6	1,370.2	812.1	PEG	1.1	0.3	-6.8	0.4	-0.1
投资活动产生现金流量	-1,832.4	-3,176.3	-6.0	1.3	10.7	ROIC/WACC	1.0	-	1.4	1.4	2.4
融资活动产生现金流量	1,499.1	2,574.7	-2,038.5	-1,311.8	-769.0	REP	3.5	-154.6	1.5	1.7	1.0

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034