

2024年06月03日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 玻璃基封装载板前景可期，“一体两翼”布局持续发力

## —沃格光电（603773.SH）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

分析师：毛正 S1050521120001

maozheng@cfsc.com.cn

联系人：张璐 S1050123120019

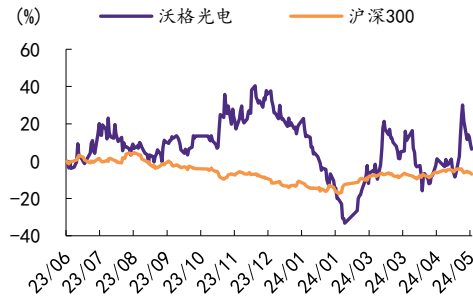
zhanglu2@cfsc.com.cn

### 基本数据

2024-05-31

当前股价(元)	22.42
总市值(亿元)	50
总股本(百万股)	223
流通股本(百万股)	203
52周价格范围(元)	18.38-38.68
日均成交额(百万元)	198.33

### 市场表现



### 相关研究

- 《沃格光电(603773)：业绩短期承压，TGV技术优势有望打开中长期成长空间》2023-08-09

### 深耕玻璃基封装工艺，产能扩建持续推进

玻璃基以其低膨胀系数、低涨缩、低翘曲、高图形化精度成为芯片封装基板材料的理想选择，能够匹配高精度的技术要求且能提供更大的降本空间，预计将很快被用于先进封装。为持续完善公司在玻璃基半导体先进封装载板的前瞻布局，2024年2月，公司收购湖北通格微70%股权并完成工商变更，湖北通格微成为公司全资子公司，此外，公司拟以自有资金向湖北通格微增资人民币1.8亿元。湖北通格微继续投资建设年产100万平米芯片板级封装载板项目，项目总投资金额预计为12.16亿元。湖北通格微目前新建厂房69,120.00m<sup>2</sup>，用以构建玻璃基芯片板级封装载板自动化生产线，形成具备规模效应的封装载板产能，助力公司保持其在玻璃基封装领域的先发优势，进一步丰富公司产品体系。

### Mini LED背光显示加速渗透，产能释放助力业绩增长

Mini LED背光作为LCD显示的新一代显示形态，能极大提升LCD显示效果，达到与OLED几乎接近的显示效果，同时能够降低功耗、提升使用寿命、降低成本以及提升国产化率。与此同时，玻璃基板在Mini LED背光显示中也具有更优的性能和成本优势，相较于PCB基板，其可以更好支持真正的Mini LED芯片的COB封装，甚至Micro芯片封装。公司全资子公司德虹显示在2023年完成玻璃基材的Mini/Micro LED基板生产项目，玻璃基100万m<sup>2</sup>产线量产得到重大突破，目前处于在小批量生产和产能爬坡阶段，随着产能规模的逐步搭建，玻璃基Mini LED背光成本有望进一步下降并具备持续的产品形态优化空间，玻璃基Mini LED背光在MNT、笔电/pad、车载、TV等领域的渗透率将不断提升。此外，公司自主研发的车载玻璃QD板能够解决荧光膜色域偏低以及QD量子点膜的环境耐受性问题，搭配Mini LED背光能够大幅提升车载显示用户体验，有望成为Mini LED背光在车载显示领域应用的核心解决方案。

### TGV技术应用不断突破，领域优势持续强化

与硅通孔(TSV)互连相比，玻璃通孔(TGV)中介层(interposer)具有优良的高频电学特性、工艺简单、成本

低以及可调的热膨胀系数 CTE 等优点。公司是全球少数同时掌握 TGV 技术的厂家之一。通过玻璃材料和孔加工技术实现的高品质 TGV 可以实现数据中心、5G 通信网络和 IoT 设备等各种市场的设备小型化，并实现高密度封装和 GHz 速度的数据处理，同时由于玻璃基具有更优的散热性，有助于降低功耗，其在高算力数据中心服务器等领域也有一定的应用空间。TGV 技术的应用将有望超越摩尔定律，实现半导体行业的进一步发展。截至 2023 年底，公司 TGV 载板以及光学器件等多款产品已通过行业知名客户验证通过，公司 TGV 技术能力和产能布局位于行业绝对领先地位。

### ■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年收入分别为 24.97、33.07、42.57 亿元，EPS 分别为 0.67、1.13、1.45 元，当前股价对应 PE 分别为 33.3、19.8、15.4 倍，公司积极布局玻璃基板，随着 TGV 技术应用的不断突破，公司有望受益于 Mini/Micro LED 产品的产能顺利释放，预计公司业绩将迎来增长，维持“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

产能释放不及预期风险、下游需求不及预期风险、市场竞争加剧风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,814	2,497	3,307	4,257
增长率（%）	29.7%	37.7%	32.5%	28.7%
归母净利润（百万元）	-5	150	252	323
增长率（%）	-98.6%		67.7%	28.4%
摊薄每股收益（元）	-0.03	0.67	1.13	1.45
ROE（%）	-0.3%	9.0%	13.3%	14.8%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	640	654	742	885
应收款	1,014	1,279	1,604	1,948
存货	140	201	258	308
其他流动资产	123	144	168	196
流动资产合计	1,917	2,278	2,771	3,337
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	69	69	69	69
固定资产	1,127	1,202	1,183	1,128
在建工程	251	100	40	16
无形资产	108	158	209	257
长期股权投资	100	100	100	100
其他非流动资产	314	314	314	314
非流动资产合计	1,899	1,875	1,845	1,814
资产总计	3,816	4,153	4,616	5,151
<b>流动负债:</b>				
短期借款	763	763	763	763
应付账款、票据	679	880	1,116	1,359
其他流动负债	231	231	231	231
流动负债合计	1,673	1,875	2,112	2,356
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	425	425	425	425
其他非流动负债	179	179	179	179
非流动负债合计	604	604	604	604
负债合计	2,277	2,479	2,716	2,959
<b>所有者权益</b>				
股本	171	223	223	223
股东权益	1,539	1,674	1,901	2,192
负债和所有者权益	3,816	4,153	4,616	5,151

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	31	150	252	323
少数股东权益	36	0	0	0
折旧摊销	117	81	88	89
公允价值变动	7	0	0	0
营运资金变动	-21	-145	-168	-179
经营活动现金净流量	170	86	172	234
投资活动现金净流量	-382	75	80	79
筹资活动现金净流量	226	-15	-25	-32
现金流量净额	15	146	227	280

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,814	2,497	3,307	4,257
营业成本	1,447	1,815	2,385	3,086
营业税金及附加	15	20	26	34
销售费用	72	125	139	196
管理费用	139	225	298	362
财务费用	34	31	29	25
研发费用	89	137	182	226
费用合计	334	518	647	808
资产减值损失	-25	-5	0	0
公允价值变动	7	0	0	0
投资收益	5	0	0	0
营业利润	36	166	280	359
加: 营业外收入	3	3	0	0
减: 营业外支出	3	3	0	0
利润总额	37	167	280	359
所得税费用	5	17	28	36
净利润	31	150	252	323
少数股东损益	36	0	0	0
归母净利润	-5	150	252	323

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	29.7%	37.7%	32.5%	28.7%
归母净利润增长率	-98.6%		67.7%	28.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	20.2%	27.3%	27.9%	27.5%
四项费用/营收	18.4%	20.8%	19.6%	19.0%
净利率	1.7%	6.0%	7.6%	7.6%
ROE	-0.3%	9.0%	13.3%	14.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.7%	59.7%	58.8%	57.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	1.8	2.0	2.1	2.2
存货周转率	10.4	9.1	9.4	10.1
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	-0.03	0.67	1.13	1.45
P/E	-846.2	33.3	19.8	15.4
P/S	2.1	2.0	1.5	1.2
P/B	2.8	3.3	2.9	2.5

## ■ 电子通信组介绍

**毛正：**复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

**高永豪：**复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。

**吕卓阳：**澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

**何鹏程：**悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

**张璐：**早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、先进封装。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。