

2024年10月29日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

AI 芯片国产化势在必行，拟收购衡所华威布局环氧塑封材料

—德邦科技（688035.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：毛正 S1050521120001

maozheng@cfsc.com.cn

联系人：何鹏程 S1050123080008

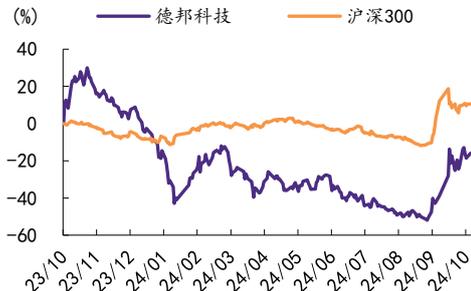
hepc@cfsc.com.cn

基本数据

2024-10-28

当前股价（元）	40.77
总市值（亿元）	58
总股本（百万股）	142
流通股本（百万股）	89
52周价格范围（元）	23.37-63.7
日均成交额（百万元）	104.11

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

德邦科技发布 2024 年三季度报告：2024 年前三季度公司实现营业收入 7.84 亿元，同比增长 20.48%；实现归母净利润 0.60 亿元，同比下降 28.03%；实现扣非归母净利润 0.53 亿元，同比下降 23.05%。

投资要点

■ 24Q3 业绩环比提升，盈利能力初步修复

2024Q3 公司实现营业收入 3.21 亿元，同比增长 25.37%，环比增长 23.56%；归母净利润 0.27 亿元，同比下降 20.28%，环比上升 34.17%；扣非归母净利润 0.24 亿元，同比下降 4.28%，环比上升 36.93%。盈利能力方面，2024 年 Q3 公司实现销售毛利率 28.01%，环比上升 1.67pct；实现销售净利率 8.22%，环比上升 0.69pct。

■ 高端 AI 芯片供应受限，先进封装材料值得关注

近期，美国科技公司 Techsights 拆解最新国产 AI 加速器后，发现其使用的是台积电代工的 AI 芯片。芯片技术禁运的相关话题再次引发多方关注，高端 AI 芯片的国产化需求再次得到提升。相较于传统技术制造先进制程芯片对于 EUV 光刻机的依赖，chiplet 等先进封装技术可以使用 10nm 工艺制造出达到 7nm 工艺集成度的芯片。先进封装材料主要可以分为环氧塑封材料、封装基板、引线框架、芯片粘结材料、陶瓷封装材料等。目前，95%以上的微电子器件都是环氧塑封器件。环氧塑封材料是由环氧树脂为基体树脂，以高性能酚醛树脂为固化剂，加入硅微粉等为填料，以及添加多种助剂混配而成的粉状模塑料，为先进封装的主要材料，具有保护芯片不受外界环境的影响，抵抗外部溶剂、湿气、冲击，保证芯片与外界环境电绝缘等功能。我们认为先进封装领域环氧塑封材料值得关注。

■ 芯片级封装材料领先者，拟收购衡所华威构建更深的护城河

公司专注于高端电子封装材料研发及产业化。在集成电路封装领域，公司具备晶圆 UV 膜材料、芯片固晶材料、导热界面

材料等。目前，芯片固晶胶已在通富微电、长电科技等封测厂批量出货；晶圆 UV 膜成功批量供货给华天科技、长电科技、日月新等；芯片级导热界面材料通过关键客户验证。集成电路封装材料长期被国外企业垄断，公司是国内少数具备相关产品批量供货的领先企业。同时，公司与华为已有较长时间的合作。近期，公司发布一项《收购意向协议》公告，拟通过现金方式收购衡所华威电子有限公司 53% 的股权，获公司控制权。衡所华威主要从事半导体封装材料的研发和产业化，是国家级专精特新小巨人企业，主营产品为环氧塑封料，现有生产线 12 条，拥有 Hysol 品牌及 KL、GR、MG 系列等一百多个型号的产品。根据 PRISMARK 统计，2023 年衡所华威在全球环氧塑封料企业中销量位居第三，销售额位列第四，在国内环氧塑封料企业销售额和销量均位于第一，是国产先进封装材料领先企业。下游客户包括英飞凌、安森美、安世半导体、长电、华天、通富微电、士兰微等。我们认为本次收购衡所华威有望为公司进入国产主流 AI 算力芯片供应链赋能，与主业产生协同效应，大幅提升公司护城河并增厚利润。

盈利预测

我们关注到公司为国产领先的芯片级封装材料企业，拟收购衡所华威进一步拓展半导体先进封装材料领域，实现环氧塑封材国产化，基于审核性考虑，在收购最终完成前，暂不考虑其对公司业绩的影响，预测公司 2024-2026 年收入分别为 10.90、15.18、18.08 亿元，EPS 分别为 0.73、1.06、1.42 元，当前股价对应 PE 分别为 56.1、38.5、28.6 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

收购计划不及预期；先进封装材料品类拓展不及预期；封装材料出货不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	932	1,090	1,518	1,808
增长率（%）	0.4%	16.9%	39.3%	19.1%
归母净利润（百万元）	103	103	151	203
增长率（%）	-16.3%	0.5%	45.5%	34.7%
摊薄每股收益（元）	0.72	0.73	1.06	1.42
ROE（%）	4.5%	4.3%	6.0%	7.5%

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	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	932	1,090	1,518	1,808
现金及现金等价物	376	449	475	604	营业成本	660	779	1,081	1,283
应收款	331	308	341	381	营业税金及附加	6	8	11	13
存货	172	207	272	291	销售费用	53	56	76	85
其他流动资产	528	531	601	629	管理费用	71	72	94	105
流动资产合计	1,406	1,494	1,689	1,905	财务费用	-16	-7	-8	-11
非流动资产:					研发费用	62	66	88	98
金融类资产	332	332	332	332	费用合计	170	187	250	277
固定资产	345	352	349	346	资产减值损失	-4	-4	-3	-3
在建工程	315	285	265	245	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	135	148	161	184	投资收益	10	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	120	119	172	231
其他非流动资产	540	540	540	540	加:营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	1,334	1,324	1,314	1,314	减:营业外支出	3	0	0	0
资产总计	2,741	2,818	3,003	3,219	利润总额	117	119	172	231
流动负债:					所得税费用	17	16	23	30
短期借款	90	90	90	90	净利润	100	102	149	201
应付账款、票据	201	192	242	277	少数股东损益	-3	-1	-1	-2
其他流动负债	80	80	80	80	归母净利润	103	103	151	203
流动负债合计	378	364	415	449					
非流动负债:					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	19	19	19	19	成长性				
其他非流动负债	58	58	58	58	营业收入增长率	0.4%	16.9%	39.3%	19.1%
非流动负债合计	76	76	76	76	归母净利润增长率	-16.3%	0.5%	45.5%	34.7%
负债合计	454	440	491	526	盈利能力				
所有者权益					毛利率	29.2%	28.5%	28.8%	29.0%
股本	142	142	142	142	四项费用/营收	18.3%	17.2%	16.5%	15.3%
股东权益	2,287	2,378	2,512	2,693	净利率	10.8%	9.4%	9.8%	11.1%
负债和所有者权益	2,741	2,818	3,003	3,219	ROE	4.5%	4.3%	6.0%	7.5%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	16.6%	15.6%	16.3%	16.3%
净利润	100	102	149	201	营运能力				
少数股东权益	-3	-1	-1	-2	总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
折旧摊销	29	30	31	31	应收账款周转率	2.8	3.5	4.5	4.7
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	3.8	3.8	4.0	4.5
营运资金变动	-88	-29	-118	-52	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	39	102	60	178	EPS	0.72	0.73	1.06	1.42
投资活动现金净流量	-327	23	23	23	P/E	56.3	56.1	38.5	28.6
筹资活动现金净流量	360	-10	-15	-20	P/S	6.2	5.3	3.8	3.2
现金流量净额	72	114	69	181	P/B	2.6	2.5	2.3	2.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电子通信组

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。本报告清晰准确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。