

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

| | |
|--------------|--------------|
| 最新收盘价(元) | 13.04 |
| 总股本/流通股本(亿股) | 11.89 / 3.60 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 155 / 47 |
| 52周内最高/最低价 | 15.41 / 8.30 |
| 资产负债率(%) | 18.5% |
| 市盈率 | 39.52 |
| 第一大股东 | 合肥中邮科技控股有限公司 |

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

中邮科技(688352)

24Q3 收入稳健增长，小尺寸需求稳中有升

● 事件

公司披露 2024 年第三季度报告，24 年前三季度实现营业收入 14.35 亿元，同比+25.11%；实现归母净利润 2.28 亿元，同比-6.76%；实现扣非归母净利润 2.20 亿元，同比+2.00%。

24Q3 实现营收 5.01 亿元，环比+2.24%；实现归母净利润 6,637.71 万元，环比-22.22%；实现扣非归母净利润 6,279.05 万元，环比-25.56%。

● 投资要点

24Q3 收入稳健增长，小尺寸需求稳中有升。24 年前三季度实现营业收入 14.35 亿元，同比+25.11%；实现归母净利润 2.28 亿元，同比-6.76%；实现扣非归母净利润 2.20 亿元，同比+2.00%，主要系公司设备折旧、股权激励及人工等成本费用增加。根据公司对所封测芯片的主要终端应用领域情况初步统计：24 年前三季度，显示业务方面，智能手机占比约 51%，液晶电视占比约 36%，笔记本电脑占比约 6%；非显示业务方面，电源管理占比约 56%，射频前端占比接近 38%。公司 24Q3 显示/非显示业务营收占比分别约为 92%/8%。受惠于 AMOLED 在手机及平板应用的渗透率持续增加、显示面板产业向中国大陆转移以及国内显示芯片供应链已趋于完善等因素，AMOLED 营收占比逐步增加，24 年前三季度 AMOLED 营收占比约 26%。展望后续，显示产业往大陆转移的效应持续发酵，小尺寸急单需求增量显著，稳中略升；大尺寸 Q4 受惠控产控销与以旧换新等政策影响，预计有库存回补需求；AMOLED 渗透率持续增加，但受整体大环境影响，增幅不如预期；对于非显示芯片市场，Cu bump for PMIC 市场，Q3 创新高，Q4 预估略降；DPS for RF 前端芯片，消费市场未持续畅旺，Q3 需求相对 Q2 有所回落，公司将争取扩展新客户为 Q4 量产助益。

铜镍金凸块持续推进，助益毛利率提升。在凸块制造领域，公司以金凸块为起点相继研发出“微细间距金凸块高可靠性制造技术”、“大尺寸高平坦化电镀技术”等核心技术，在提高预制图形高结合力、提升电镀环节稳定性等方面具有核心竞争力。近年来，除原有的金凸块外，公司在铜柱凸块、铜镍金凸块、锡凸块等其他凸块制造方面也取得了行业领先的研发成果。以铜镍金凸块为例，公司是目前境内少数可大规模量产铜镍金凸块的企业，开发出了“低应力凸块下金属层技术”、“微间距线圈环绕凸块制造技术”、“高介电层加工技术”等核心技术，可在较低成本下有效提升电源管理芯片等产品的性能。铜镍金凸块是对传统引线键合 (Wire bonding) 封装方式的优化方案。具体而言，铜镍金凸块可以通过大幅增加芯片表面凸块的面积，在不改变芯片内部原有线路结构的基础之上，对原有芯片进行重新布线 (RDL)，大大提

高了引线键合的灵活性。此外，铜镍金凸块中铜的占比相对较高，因而具有天然的成本优势。由于电源管理芯片需要具备高可靠、高电流等特性，且常常需要在高温的环境下使用，而铜镍金凸块可以满足上述要求并大幅降低导通电阻，因此铜镍金凸块目前主要应用于电源管理类芯片。

● 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年分别实现营收 19.61/22.60/26.50 亿元，实现归母净利润 3.23/4.19/5.46 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 48/37/28 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

下游需求不及预期；产业转移进度不及预期；研发进展不及预期；客户拓展不及预期；市场竞争加剧。

■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1629 | 1961 | 2260 | 2650 |
| 增长率(%) | 23.71 | 20.35 | 15.27 | 17.26 |
| EBITDA（百万元） | 701.63 | 805.55 | 922.15 | 1062.71 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 371.66 | 323.46 | 419.27 | 545.80 |
| 增长率(%) | 22.59 | -12.97 | 29.62 | 30.18 |
| EPS（元/股） | 0.31 | 0.27 | 0.35 | 0.46 |
| 市盈率（P/E） | 41.72 | 47.94 | 36.98 | 28.41 |
| 市净率（P/B） | 2.66 | 2.56 | 2.39 | 2.21 |
| EV/EBITDA | 23.99 | 17.35 | 14.55 | 11.77 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 主要财务比率 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------|-------------|-------------|------------|------------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 1629 | 1961 | 2260 | 2650 | 营业收入 | 23.7% | 20.3% | 15.3% | 17.3% |
| 营业成本 | 1047 | 1364 | 1512 | 1722 | 营业利润 | 28.1% | -10.6% | 27.4% | 30.2% |
| 税金及附加 | 13 | 16 | 18 | 21 | 归属于母公司净利润 | 22.6% | -13.0% | 29.6% | 30.2% |
| 销售费用 | 10 | 13 | 15 | 17 | 获利能力 | | | | |
| 管理费用 | 100 | 120 | 140 | 164 | 毛利率 | 35.7% | 30.4% | 33.1% | 35.0% |
| 研发费用 | 106 | 137 | 158 | 183 | 净利率 | 22.8% | 16.5% | 18.5% | 20.6% |
| 财务费用 | -22 | -37 | -35 | -49 | ROE | 6.4% | 5.3% | 6.5% | 7.8% |
| 资产减值损失 | -4 | -5 | -4 | -4 | ROIC | 5.4% | 4.5% | 5.7% | 6.8% |
| 营业利润 | 422 | 378 | 481 | 626 | 偿债能力 | | | | |
| 营业外收入 | 3 | 1 | 1 | 2 | 资产负债率 | 18.5% | 13.4% | 11.6% | 11.4% |
| 营业外支出 | 7 | 2 | 0 | 0 | 流动比率 | 3.06 | 4.37 | 6.21 | 7.29 |
| 利润总额 | 419 | 376 | 482 | 627 | 营运能力 | | | | |
| 所得税 | 47 | 53 | 63 | 82 | 应收账款周转率 | 13.58 | 11.86 | 12.96 | 12.57 |
| 净利润 | 372 | 323 | 419 | 546 | 存货周转率 | 2.72 | 3.18 | 2.94 | 2.79 |
| 归母净利润 | 372 | 323 | 419 | 546 | 总资产周转率 | 0.27 | 0.28 | 0.32 | 0.35 |
| 每股收益(元) | 0.31 | 0.27 | 0.35 | 0.46 | 每股指标(元) | | | | |
| 资产负债表 | | | | | 每股收益 | 0.31 | 0.27 | 0.35 | 0.46 |
| 货币资金 | 2143 | 1932 | 2490 | 3397 | 每股净资产 | 4.90 | 5.09 | 5.45 | 5.90 |
| 交易性金融资产 | 144 | 294 | 294 | 294 | 估值比率 | | | | |
| 应收票据及应收账款 | 168 | 162 | 186 | 235 | PE | 41.72 | 47.94 | 36.98 | 28.41 |
| 预付款项 | 5 | 14 | 11 | 12 | PB | 2.66 | 2.56 | 2.39 | 2.21 |
| 存货 | 408 | 450 | 579 | 657 | 现金流量表 | | | | |
| 流动资产合计 | 2986 | 2929 | 3642 | 4679 | 净利润 | 372 | 323 | 419 | 546 |
| 固定资产 | 2520 | 2155 | 1781 | 1394 | 折旧和摊销 | 306 | 467 | 475 | 484 |
| 在建工程 | 565 | 851 | 856 | 815 | 营运资本变动 | -158 | -164 | -243 | -80 |
| 无形资产 | 166 | 159 | 153 | 146 | 其他 | 22 | 20 | 13 | 12 |
| 非流动资产合计 | 4167 | 4060 | 3683 | 3246 | 经营活动现金流净额 | 541 | 646 | 664 | 961 |
| 资产总计 | 7153 | 6988 | 7325 | 7926 | 资本开支 | -735 | -381 | -98 | -47 |
| 短期借款 | 121 | 91 | 91 | 91 | 其他 | -27 | -128 | 5 | 5 |
| 应付票据及应付账款 | 493 | 379 | 294 | 335 | 投资活动现金流净额 | -763 | -509 | -93 | -42 |
| 其他流动负债 | 361 | 200 | 202 | 216 | 股权融资 | 2266 | 23 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 974 | 670 | 587 | 642 | 债务融资 | -495 | -250 | 0 | 0 |
| 其他 | 349 | 263 | 263 | 263 | 其他 | -61 | -121 | -13 | -13 |
| 非流动负债合计 | 349 | 263 | 263 | 263 | 筹资活动现金流净额 | 1709 | -348 | -13 | -13 |
| 负债合计 | 1323 | 933 | 850 | 905 | 现金及现金等价物净增加额 | 1490 | -211 | 558 | 907 |
| 股本 | 1189 | 1189 | 1189 | 1189 | | | | | |
| 资本公积金 | 3496 | 3519 | 3519 | 3519 | | | | | |
| 未分配利润 | 1128 | 1284 | 1640 | 2104 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他 | 18 | 64 | 127 | 209 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 5830 | 6056 | 6475 | 7021 | | | | | |
| 负债和所有者权益总计 | 7153 | 6988 | 7325 | 7926 | | | | | |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048