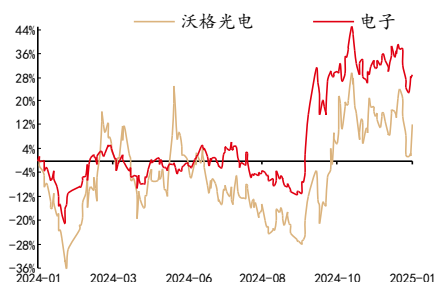


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

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)	24.73
总股本/流通股本(亿股)	2.23 / 2.04
总市值/流通市值(亿元)	55 / 50
52 周内最高/最低价	35.84 / 15.87
资产负债率(%)	59.7%
市盈率	-933.21
第一大股东	易伟华

研究所

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

沃格光电(603773)

玻璃基板助力 CPD

● 事件

1 月 7 日, SKC 在美国拉斯维加斯举行的世界最大的家电和 IT 展示会 "CES 2025" 上展示了被称为半导体产业 "游戏改变者" 的玻璃基板。SKC 玻璃基板事业投资公司 Absolics 参与了以 "AI 半导体的最尖端硬件和软件" 为主题的发表, 提出了通过玻璃基板技术进化的 AI 解决方案的发展方向。

● 投资要点

**玻璃基板助力 CPD。** 全球加快推动玻璃基线路板在半导体 2.5D/3D 封装的应用, 将有助于半导体行业在前制程放缓的情况下, 通过提升后段封装制程良率, 结合玻璃基独有的物理性能优势, 实现大算力芯片、光模块等产品在 AI 存储、AI 推理、数据中心、自动驾驶、机器人等领域应用。由于玻璃基 TGV 多层线路板涉及到材料、工艺、设备等全体系解决方案, 在产品过程中需要不断研发投入, 技术和工艺难度极高。出于 AI/半导体终端产品应用需求, 全球各龙头企业对于 TGV 技术的开发和应用列上了重要日程。公司在 15 年发展过程中储备了大量与玻璃薄化、镀膜以及各种材料开发工艺, 并于 2019 年起与行业知名客户正式展开玻璃基线路板相关产品应用合作开发, 至今持续了多年时间。目前公司在材料、工艺以及核心装备二次开发形成了自身核心技术能力, 并具备成熟工艺制程能力。公司子公司湖北通格微公司玻璃基多层线路板产品已具备批量生产能力, 在半导体领域, 与多家半导体知名企业合作开发, 利用公司对玻璃基载板产品的性能理解, 结合自身技术能力, 参与到 IC 设计、封装、应用等全产业链; 在光通讯领域, 和行业著名企业合作开发, 加快 1.6T 以上光模块应用, 参与产业链关于 CPD 的研发和应用; 在射频领域, 与行业著名企业合作开发下一代 6G 射频天线; 在微流控领域, 与国际客户联合开发新一代玻璃载板, 已逐步进入批量发货阶段。目前, 各个行业进度比预想中更加快速落地。

**玻璃基 Mini LED 业务持续突破。** 目前针对消费电子产品的显示技术业内展现出多种形态, 总体可分为 LCD 显示、OLED 显示、Mini/Micro LED RGB 直显。随着消费者和各大品牌终端对显示效果的极致追求, 国际电信联盟在 2012 年推出了针对 4K/8K 时代的 Rec. 2020 (又称 BT. 2020) 标准色域。据行业公开资讯, LCD 液晶屏现有产能为 3.69 亿平米, 占据显示市场最大体量, 采用 Mini LED 背光的 Local Dimming 技术通过动态控制背光区域的亮度, 能够实现更广色域和更精准的色彩显示, 被行业公认是 LCD 显示必然发展趋势和方向。而采用玻璃基板作为 Mini LED 背光封装载板一直备受行业关注。玻璃基线路板与其他基板材料相比, 由于产品结构和工艺制程能

以更低成本实现更细线路，同时由于其与芯片硅基几乎一致的热膨胀系数，能提升下游芯片封装良率，并且可以封装更小的发光芯片，从而在高分区、超薄显示产品领域能不断实现降本和节能降耗，显示效果达到与 OLED 媲美，并在亮度、寿命、护眼功能，以及成本方面与 OLED 显示形成一定竞争优势。玻璃基 Mini LED 背光技术在 1000 分区到 2000 分区甚至更高分区数的推出，有望使 LCD 显示进入 BT. 2020 的 4K/8K 时代，形成千亿级市场应用空间。公司利用其核心自主掌握的玻璃薄化和镀铜技术，以及材料开发和设备升级能力，具备玻璃基 OLED Mini LED 背光整机产品全制程解决方案，并不断进行升级。随着玻璃基 Mini LED 背光产业链和产品不断成熟，目前全球 LCD 显示应用市场已开始往高分区方向发展，为公司子公司江西德虹显示玻璃基线路板的产业化提供了良好机会。目前公司独家开发的玻璃基 Mini LED 背光产品方案在客端引起强烈兴趣，2025 年将是玻璃基 Mini LED 背光在 LCD 显示应用的正式起步阶段，公司将作为重要参与者紧紧抓住这一产业升级机会，助力 Mini LED 背光新型未来显示产业快速发展。

### ● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 23/29/38 亿元，实现归母净利润分别为 -0.05/0.8/1.9 亿元，当前股价对应 2025/2026 年 PE 分别为 68/28 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

市场激烈竞争的风险，产品价格波动的风险，人才流失的风险，管理风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1814	2294	2929	3809
增长率(%)	29.75	26.48	27.67	30.06
EBITDA（百万元）	204.99	239.56	440.32	640.87
归属母公司净利润（百万元）	-4.54	-4.86	80.91	193.99
增长率(%)	98.62	-7.04	1764.67	139.76
EPS(元/股)	-0.02	-0.02	0.36	0.87
市盈率（P/E）	-1215.23	-1135.26	68.20	28.44
市净率（P/B）	4.01	4.03	3.82	3.41
EV/EBITDA	31.59	28.50	15.33	10.44

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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1814	2294	2929	3809	营业收入	29.8%	26.5%	27.7%	30.1%
营业成本	1447	1887	2265	2883	营业利润	113.4%	-117.0%	2,762.1%	116.1%
税金及附加	15	23	29	38	归属于母公司净利润	98.6%	-7.0%	1,764.7%	139.8%
销售费用	72	73	85	95	<b>获利能力</b>				
管理费用	139	175	205	244	毛利率	20.2%	17.8%	22.7%	24.3%
研发费用	89	112	143	171	净利率	-0.3%	-0.2%	2.8%	5.1%
财务费用	34	36	52	50	ROE	-0.3%	-0.4%	5.6%	12.0%
资产减值损失	-25	-25	-20	-20	ROIC	1.8%	0.8%	5.5%	9.5%
营业利润	36	-6	163	352	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	3	3	3	3	资产负债率	59.7%	66.4%	65.6%	64.8%
营业外支出	3	4	4	4	流动比率	1.15	1.11	1.19	1.30
利润总额	37	-7	162	351	<b>营运能力</b>				
所得税	5	-1	24	53	应收账款周转率	1.94	1.99	1.96	2.00
净利润	31	-6	138	298	存货周转率	11.11	12.16	12.85	14.04
归母净利润	-5	-5	81	194	总资产周转率	0.52	0.55	0.62	0.74
每股收益(元)	-0.02	-0.02	0.36	0.87	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	-0.02	-0.02	0.36	0.87
货币资金	640	334	411	468	每股净资产	6.17	6.14	6.47	7.25
交易性金融资产	67	67	67	67	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	1005	1437	1727	2313	PE	-1215.23	-1135.26	68.20	28.44
预付款项	15	126	87	152	PB	4.01	4.03	3.82	3.41
存货	140	171	182	229	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	1917	2200	2545	3315	净利润	31	-6	138	298
固定资产	1127	1240	1270	1256	折旧和摊销	144	210	227	240
在建工程	251	526	438	377	营运资本变动	-35	-235	-144	-326
无形资产	108	109	108	106	其他	30	62	82	82
非流动资产合计	1899	2356	2286	2204	经营活动现金流净额	170	32	302	294
资产总计	3816	4555	4831	5519	资本开支	-359	-600	-158	-158
短期借款	763	713	713	713	其他	-23	-55	0	0
应付票据及应付账款	679	989	1125	1471	投资活动现金流净额	-382	-655	-158	-158
其他流动负债	232	283	294	356	股权融资	3	0	0	0
流动负债合计	1673	1985	2131	2541	债务融资	496	365	0	0
其他	604	1038	1038	1038	其他	-58	-47	-67	-79
非流动负债合计	604	1038	1038	1038	筹资活动现金流净额	441	318	-67	-79
负债合计	2277	3023	3169	3578	现金及现金等价物净增加额	234	-306	77	57
股本	171	223	223	223					
资本公积金	1026	975	975	975					
未分配利润	123	118	178	324					
少数股东权益	163	162	219	323					
其他	55	55	67	96					
所有者权益合计	1539	1532	1662	1941					
负债和所有者权益总计	3816	4555	4831	5519					

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 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