

2025年2月24日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

110

公司基本资讯

产业别	半导体材料		
A 股价(2025/2/21)	90.41		
上证指数(2025/2/21)	3379.11		
股价 12 个月高/低	102.31/46.62		
总发行股数(百万)	80.70		
A 股数(百万)	51.45		
A 市值(亿元)	46.51		
主要股东	韩江龙 (13.93%)		
每股净值(元)	12.76		
股价/账面净值	7.08		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	1.2	-2.6	31.6

近期评等

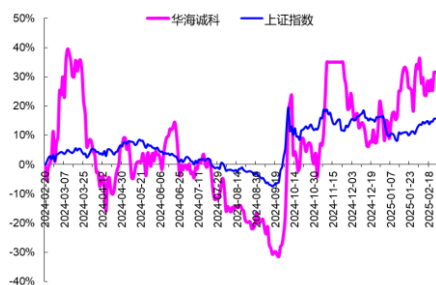
产品组合

环氧塑封材料	96.0%
胶黏剂	4.0%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.62%
一般法人	46.19%

股价相对大盘走势



华海诚科 (688535.SZ)

Buy 买进

环氧封装材料龙头，并购增强竞争力

结论与建议：公司半导体环氧塑封料出货量全国第二，产品覆盖传统封装与先进封装领域。传统封装领域，公司产品已达到了外资厂商相当水平，并在部分主流厂商逐步实现对外资厂商产品的替代；在先进封装领域，多款产品已陆续通过客户验证。公司拟收购国内环氧塑封料出货量第一的衡所华威，并购完成后，将进一步提高公司产销量，扩大客群，成为全球第二大环氧塑封料供应商。看好公司在环氧塑封料领域的发展，首次覆盖，给予“买进”评级。

■ **国内环氧塑封料龙头，下游客户丰富：**公司 2010 年成立，2023 年 4 月在科创板上市，主要产品为环氧塑封料（EMC），广泛应用于半导体封装领域。EMC 以环氧树脂为基体，以高性能酚醛树脂为固化剂，加入硅微粉等填料以及添加多种助剂，保护半导体芯片不受外界环境的影响，并实现导热、绝缘、耐湿、耐压、支撑等复合功能。公司 EMC 销量和技术水平国内领先，下游客户覆盖国内主流封测厂，如长电科技、华天科技、通富微电、富满微、扬杰科技、银河微电等。2021 年 10 月公司还牵头起草了《电子封装用环氧塑封料测试方法》（GB/T40564-2021），于 2022 年 5 月正式通过并成为现行国家标准。EMC 是公司最主要的业务板块，公司 2024 年上半年 EMC 版块实现收入 1.49 亿元，占总营收比重 95.72%，板块毛利率 27.40%，板块实现毛利 4073 万元，占总毛利的 94.13%。此外公司还布局了电子胶黏剂，2024 年上半年公司电子胶黏剂领域实现营收 622 万元，占营收比重 4.01%，版块毛利率达 38.01%，版块实现毛利 236 万元，占总毛利的 5.47%。

■ **传统封装料提高市占，先进封装料正在验证：**公司 EMC 产品在传统封装（包括 DIP、TO、SOT、SOP 等）与先进封装（QFN/BGA、SiP、FC、FOWLP/FOPLP 等）领域均有布局。目前国内传统封装领域，基础类环氧塑封料市场由以公司为首的内资厂商主导，但高性能类市场仍由外资主导，而先进封装领域外资则处于市场垄断地位。公司在技术和销售领域持续突破，打破海外垄断，目前应用于传统封装领域高性能类产品的市场份额逐步提升，并已于长电科技、华天科技等主要封装厂商实现对外资产品的替代。在先进封装领域，公司已成功研发可应用于 BGA、SiP 以及 FOWLP/FOPLP 等先进封装领域的高端封装材料，目前仍处于客户考核验证阶段，未来量产供应后有望为公司带来新的业绩增长。2023 年公司国内 EMC 市占率不足 5%，未来在国产替代加速背景下，看好公司在 EMC 领域持续打破海外垄断，持续提高市占率。

■ **收购衡所华威，EMC 龙头联合：**2024 年 11 月 11 日，公司公告正在筹划通过现金及发行股份相结合的方式，购买衡所华威电子有限公司 100% 的股权同时募集配套资金。衡所华威是国内塑封料龙头企业，2023 年衡所

华威环氧塑封料销量全球第三、销售额全球第四，在国内环氧塑封料企业中销售额和销量均居第一，华海诚科则是国内环氧塑封料企业销售第二。2024年前三季度衡所华威的营收和净利润分别为3.55亿元和3567万元，华海诚科营收和归母净利润分别为2.40亿元和3492万元。衡所华威下游客户包括SK海力士、LG化学、英飞凌、安森美、安世半导体、长电、华天、通富微电、士兰微等全球知名半导体厂商。且公司实控人韩江龙、陶军、成兴明均有多年在衡所华威工作的经验，预计收购合并后，在管理和运营上将较为顺畅。公司收购衡所华威后，将在市场、客户、技术、产品、供应链等方面与其形成优势互补，进一步巩固公司在行业内的话语权。

- **电子胶黏剂国内领先，与EMC形成协同作用：**电子胶黏剂为半导体器件提供粘结、导电、导热、塑封等复合功能，可广泛应用于芯片粘结、芯片级塑封、板级组装等不同的封装环节。目前电子胶黏剂行业主要被海外厂商垄断，国内厂商正在奋力追赶。公司在电子胶黏剂方面重点发展应用于先进封装的“倒装芯片底部填充材料（FC底填胶）”与“液态塑封料（LMC）”，在技术研究、产品测试、客户开发等方面与环氧塑封料实现协同效应，强化了公司在先进封装领域的布局。
- **盈利预测：**2024年前三季度公司实现营业收入2.40亿元，yoy+17.33%；实现归母净利润0.35亿元，yoy+48.08%。国产替代背景下，我们看好公司在EMC和电子胶黏剂领域持续突破外资垄断。公司当前对衡所华威的收购尚未完成，因此未计入盈利预测，预计公司2024/2025/2026年分别实现归母净利润0.46/0.63/0.77亿元，yoy+44%/+39%/+21%，折合EPS为0.57/0.79/0.95元，目前A股股价对应的PE为160/115/95倍，2025年估值偏高，但考虑收购衡所华威完成后，预计公司主营业务的营收和利润将翻倍，因此给予一定溢价，首次覆盖，给予“买进”评级。
- **风险提示：**1、公司产品价格不及预期；2、新产能释放不及预期；

年度截止12月31日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	41	32	46	63	77
同比增减	%	-13.39%	-23.26%	44.26%	39.07%	21.30%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.68	0.39	0.57	0.79	0.95
同比增减	%	-38.46%	-42.45%	44.26%	39.07%	21.30%
A股市盈率(P/E)	X	132.71	230.60	159.85	114.95	94.76
股利 (DPS)	RMB 元	0.0000	0.3000	0.1000	0.3000	0.06
股息率 (Yield)	%	0.00%	0.33%	0.11%	0.33%	0.07%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	303	283	338	443	552
经营成本	221	207	242	314	391
研发费用	18	25	28	37	46
营业税金及附加	2	1	1	2	2
销售费用	9	13	14	17	19
管理费用	15	21	21	25	31
财务费用	1	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	2	14	16	16	17
营业利润	42	31	49	68	82
营业外收入	1	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	42	34	49	68	82
所得税	1	2	3	4	5
少数股东损益			0	0	0
归属于母公司股东权益	41	32	46	63	77

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	81	36	5	26	51
应收账款	173	174	188	201	214
存货	66	80	86	93	100
流动资产合计	347	320	498	550	609
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	104	144	230	234	246
在建工程	35	45	6	7	7
非流动资产合计	159	911	957	962	974
资产总计	506	1230	1454	1512	1582
流动负债合计	116	172	371	369	359
非流动负债合计	11	31	34	38	41
负债合计	127	203	405	407	400
少数股东权益			0	0	0
股东权益合计	379	1027	1049	1105	1182
负债及股东权益合计	506	1230	1454	1512	1582

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	12	32	35	38	42
投资活动产生的现金流量净额	-6	-741	-778	-700	-736
筹资活动产生的现金流量净额	-12	666	712	684	718
现金及现金等价物净增加额	-7	-44	-31	21	24

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。