

投资评级 **优于大市** 维持

2022 年公司归母净利润保持正增长，产品高端化率持续提升

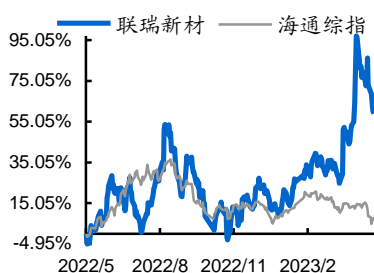
股票数据

04月28日收盘价(元)	70.62
52周股价波动(元)	46.10-101.59
总股本/流通A股(百万股)	125/125
总市值/流通市值(百万元)	8804/8804

相关研究

《2022Q1 净利润同比持续增长，球形粉逐步投产助力可持续发展》2022.04.30

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	10.3	20.1	26.7
相对涨幅 (%)	9.6	21.1	30.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 张翠翠

Tel: (021)23214397

Email: zcc11726@haitong.com

证书: S0850517110003

投资要点:

- 2022 年面对原材料价格上涨及下游需求影响，公司归母净利润依然保持正增长。**2022 年公司实现营业收入 6.62 亿元，同比增长 5.96%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.88 亿元，同比增长 8.89%；扣非后归母净利润 1.50 亿元，同比下降 3.64%。2022 年公司面对能源和原材料价格上涨、消费电子产品需求阶段性放缓等不利因素，公司积极拓展海外市场，获增海内外客户更多新产品认证，高端产品保持增长态势，公司市场占有率持续提升，推动公司经营业绩持续增长。2023 年一季度，公司实现营业收入 1.45 亿元，同比减少 18.26%，归母净利润 0.29 亿元，同比减少 32.72%，扣非后归母净利润 0.23 亿元，同比减少 44.38%。
- 公司产品逐步向高端化方向发展。**公司持续聚焦芯片先进封装、新一代高频高速覆铜板、新能源汽车动力电池模组、先进毫米波雷达和光伏电池胶黏剂等下游应用领域，应用于异构集成技术封装、应用于 FC-BGA 封装 UF 的球形硅微粉、应用于存储芯片封装的 Low α 微米级球形硅微粉和 Low α 亚微米级球形硅微粉、应用于 ELL Df 电路基板球形硅微粉、应用于热界面材料的高 α 相的球形氧化铝粉和亚微米球形氧化铝粉、应用于高导热存储芯片封装的 Low α 球形氧化铝粉、应用于高介电 (Dk6 和 Dk10) 高频基板的球形氧化钛、液态填料等高尖端应用的系列化产品已通过海内外客户的认证并批量出货。我们认为公司持续紧密跟随市场发展的趋势和客户多样化的需求，有利于保持强劲的核心竞争力。
- 公司高端芯片封装用球形粉体投产为下游需求提供保障。**2022 年全资子公司电子级新型功能性材料项目产线顺利运行、年产 15000 吨高端芯片封装用球形粉体生产线建设项目于 2022 年四季度顺利调试，公司连续多个项目的建设为公司提升产能，满足客户需求提供了保障。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.45 亿元、3.24 亿元和 4.25 亿元，对应 EPS 分别为 1.96 元、2.6 元和 3.41 元。参考同行业可比公司估值，我们认为公司作为半导体封装材料细分行业龙头，受益于国产化替代以及高端应用需求增长，合理估值为 2023 年 PE 35-40 倍，对应合理价值区间为 68.6-78.4 元，维持优于大市评级。
- 风险提示:** 扩产项目投产不及预期；下游需求不及预期风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	625	662	818	1004	1246
(+/-)YoY(%)	54.6%	6.0%	23.6%	22.7%	24.1%
净利润 (百万元)	173	188	245	324	425
(+/-)YoY(%)	55.9%	8.9%	30.1%	32.5%	31.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.39	1.51	1.96	2.60	3.41
毛利率(%)	42.5%	39.2%	41.7%	43.6%	45.8%
净资产收益率(%)	15.8%	15.3%	16.6%	18.0%	19.1%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设:

公司年产 15000 吨高端芯片封装用球形粉体生产线建设项目于 2022 年四季度顺利调试。我们认为随着新产能投产及高端产品市占率逐步提升, 公司球形硅微粉量价有望齐升, 预计 2023-2025 年公司球形粉销量增速均为 30%, 价格和毛利率逐年均有所提升。

表 1 联瑞新材分业务盈利预测

项目		2022	2023E	2024E	2025E
角型硅微粉	销售收入 (百万元)	231.80	251.85	264.44	277.66
	销售成本 (百万元)	149.71	161.18	169.24	177.70
	毛利率	35.41%	36.00%	36.00%	36.00%
球形硅微粉	销售收入 (百万元)	354.10	480.09	644.25	863.70
	销售成本 (百万元)	201.64	264.05	341.45	440.49
	毛利率	43.05%	45.00%	47.00%	49.00%
其他硅微粉	销售收入 (百万元)	75.01	85.29	93.82	103.20
	销售成本 (百万元)	50.57	51.17	54.42	56.76
	毛利率	32.58%	40.00%	42.00%	45.00%
其他	销售收入 (百万元)	1.04	1.15	1.26	1.39
	销售成本 (百万元)	0.55	0.61	0.67	0.74
	毛利率	46.75%	47.00%	47.00%	47.00%
总计	销售收入 (百万元)	661.95	818.37	1003.77	1245.95
	销售成本 (百万元)	402.48	477.01	565.78	675.68
	毛利率	39.20%	41.71%	43.63%	45.77%

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值分析表

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300285.SZ	国瓷材料	29.45	0.50	0.76	1.00	59	39	30
002409.SZ	雅克科技	67.66	1.10	1.79	2.43	61	38	28
平均值						60	38	29

资料来源: wind, 海通证券研究所, 股价为 2022 年 4 月 28 日收盘价, 每股收益均为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	662	818	1004	1246
每股收益	1.51	1.96	2.60	3.41	营业成本	402	477	566	676
每股净资产	9.87	11.83	14.43	17.85	毛利率%	39.2%	41.7%	43.6%	45.8%
每股经营现金流	1.93	1.39	3.10	2.45	营业税金及附加	7	8	10	12
每股股利	0.46	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	10	11	13	16
P/E	46.77	35.94	27.14	20.70	营业费用率%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
P/B	7.16	5.97	4.89	3.96	管理费用	43	45	55	69
P/S	13.30	10.76	8.77	7.07	管理费用率%	6.5%	5.5%	5.5%	5.5%
EV/EBITDA	28.33	28.22	21.50	16.37	EBIT	175	249	327	431
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-8	-2	-2	-5
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.2%	-0.2%	-0.2%	-0.4%
毛利率	39.2%	41.7%	43.6%	45.8%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	28.4%	29.9%	32.3%	34.1%	投资收益	5	11	10	15
净资产收益率	15.3%	16.6%	18.0%	19.1%	营业利润	190	262	339	451
资产回报率	12.2%	13.9%	14.8%	16.5%	营业外收支	3	3	3	3
投资回报率	13.5%	15.3%	17.0%	17.9%	利润总额	193	265	342	454
盈利增长 (%)					EBITDA	212	309	396	506
营业收入增长率	6.0%	23.6%	22.7%	24.1%	所得税	5	20	17	28
EBIT 增长率	-5.4%	42.4%	31.0%	32.0%	有效所得税率%	2.5%	7.5%	5.0%	6.2%
净利润增长率	8.9%	30.1%	32.5%	31.1%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	188	245	324	425
资产负债率	20.0%	16.3%	17.7%	13.8%					
流动比率	4.84	6.06	4.93	7.23	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	4.09	5.07	4.28	6.36	货币资金	106	105	330	545
现金比率	0.61	0.68	1.29	2.42	应收账款及应收票据	169	213	256	326
经营效率指标					存货	77	100	113	140
应收账款周转天数	91.52	80.00	80.00	80.00	其它流动资产	495	526	565	614
存货周转天数	68.57	67.00	67.79	67.39	流动资产合计	848	945	1263	1625
总资产周转率	0.47	0.50	0.51	0.52	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.45	1.42	1.61	1.87	固定资产	554	597	651	680
					在建工程	16	66	86	56
					无形资产	52	73	82	98
					非流动资产合计	690	818	925	956
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1538	1763	2188	2582
净利润	188	245	324	425	短期借款	0	1	1	1
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	143	115	209	168
非现金支出	35	60	69	75	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-23	-14	-13	-18	其它流动负债	32	40	46	56
营运资金变动	40	-118	6	-178	流动负债合计	175	156	256	225
经营活动现金流	241	174	386	305	长期借款	0	0	0	0
资产	-155	-185	-172	-104	其它长期负债	132	132	132	132
投资	-57	0	0	0	非流动负债合计	132	132	132	132
其他	3	11	10	15	负债总计	308	288	388	357
投资活动现金流	-209	-175	-162	-89	实收资本	125	125	125	125
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1230	1475	1799	2225
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-55	0	0	0	负债和所有者权益合计	1538	1763	2188	2582
融资活动现金流	-55	0	0	0					
现金净流量	-17	-1	224	216					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
张翠翠 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,皇马科技,和远气体,华光新材,利安隆,合盛硅业,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,东材科技,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。