

昀冢科技 (688260.SH)

强烈推荐 (维持)

CMI+汽车电子收入占比大幅提升, 传统业务拖累表现

Q1-Q3: 收入 3.84 亿元, 同比增 9.7%, 归母净利润 391 万元, 同比增 146%;
Q3: 收入 1.28 亿元, 同比增 14.25%, 归母净利润亏损 1020 万元, 毛利率 23%,
环比下滑 5pt, 同比增 4pt, 研发费用 2200 万元, 同比增 52%, 占比 17%。

□ Q3 预期新品销售占比 40-50%, 未来还将持续放量。Q3 安卓系手机销量持续下滑, 预计公司单季度传统产品收入下滑超过 40%, 新业务增长迅速填补收入缺口并实现增长。22 年预计 CMI 件收入约 2 亿左右, 同比 6-7 倍增长; 汽车电子预计有 4000-5000 万收入, 7-8 倍增长。从中期看, CMI 目前渗透率仅为 5%, 未来空间广阔, 汽车电子 23 年定点项目已达 1 亿元, 两边产品一起有约 200 亿市场空间, 未来成长无忧。

□ 利润率为产品放量前期的典型表现。公司汽车电子业务增长迅速, 陶瓷基板 (DPC) 处于放量前期, 整体看大规模的研发投入属于正常现象。从公司历史报表看, 折旧以及研发费用较大, 未来随着新品的持续放量, 盈利能力将逐步恢复。

□ 公司竞争壁垒强, 中期看竞争恶化的可能性较小。公司的技术壁垒体现在可将电镀、冲压、陶瓷热成、绕线、注塑等工艺进行穿插设计, 同时可将工艺路线用设备固化, 最终呈现出的结果就是不断的创新引领市场发展。公司积累深厚, 创新能力强, 中期看竞争恶化的可能性较小。

□ 基于公司壁垒较高, 以及对新品持续放量的期待, 维持“强烈推荐”评级。由于安卓系智能机景气度下滑超预期, 我们下调公司 22-24 年净利润至 0.33/1.22/2.02 亿元, 原值为 0.55/1.31/2.09 亿元, 对应 eps 分别为 0.27 元、1.01 元和 1.69 元, 原值为 0.45 元、1.09 元和 1.74 元。当前股价对应 PE 分别为 65/17 和 11 倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 中美贸易摩擦加剧, 安卓机景气度超预期下滑。

TMT 及中小盘/电子
目标估值: NA
当前股价: 17.64 元

基础数据

总股本 (万股)	12000
已上市流通股 (万股)	6662
总市值 (亿元)	21
流通市值 (亿元)	12
每股净资产 (MRQ)	4.2
ROE (TTM)	5.5
资产负债率	61.1%
主要股东	王宾
主要股东持股比例	10.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	32	5
相对表现	0	37	32



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《昀冢科技 (688260) —消费电子引领行业变革, 汽车电子实现突破》2022-08-23

董瑞斌 S1090516030002

dongruibin@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	554	520	598	906	1226
同比增长	6%	-6%	15%	51%	35%
营业利润(百万元)	53	11	36	142	247
同比增长	-13%	-79%	223%	291%	75%
归母净利润(百万元)	56	15	33	122	202
同比增长	1%	-72%	111%	273%	66%
每股收益(元)	0.47	0.13	0.27	1.01	1.69
PE	37.7	136.6	64.9	17.4	10.5
PB	8.4	4.1	4.5	3.6	2.8

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	313	455	507	711	940
现金	23	40	64	76	97
交易性投资	0	32	32	32	32
应收票据	23	32	37	56	76
应收款项	173	194	203	307	416
其它应收款	5	31	35	54	73
存货	62	87	92	120	158
其他	25	39	45	66	89
非流动资产	301	535	496	471	455
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	229	187	157	138	127
无形资产商誉	2	19	17	15	14
其他	70	329	323	317	313
资产总计	613	990	1003	1182	1394
流动负债	358	433	501	573	620
短期借款	154	215	293	309	278
应付账款	118	147	169	221	291
预收账款	0	1	1	2	2
其他	86	71	37	42	48
长期负债	18	60	60	60	60
长期借款	0	0	0	0	0
其他	17	60	60	60	60
负债合计	376	493	560	633	679
股本	90	120	120	120	120
资本公积金	79	302	302	302	302
留存收益	82	98	46	158	324
少数股东权益	(13)	(22)	(25)	(31)	(31)
归属于母公司所有者权益	251	520	468	580	746
负债及权益合计	613	990	1003	1182	1394

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	107	(6)	114	61	139
净利润	48	6	30	116	202
折旧摊销	85	99	90	75	66
财务费用	13	14	1	5	4
投资收益	0	(1)	0	0	0
营运资金变动	(40)	(120)	(6)	(147)	(147)
其它	0	(4)	(1)	12	14
投资活动现金流	(100)	(219)	(48)	(48)	(48)
资本支出	(100)	(196)	(48)	(48)	(48)
其他投资	0	(23)	0	0	0
筹资活动现金流	(7)	246	(42)	1	(71)
借款变动	31	14	43	15	(30)
普通股增加	0	30	0	0	0
资本公积增加	3	223	0	0	0
股利分配	(27)	(51)	(84)	(10)	(37)
其他	(14)	30	(1)	(5)	(4)
现金净增加额	(0)	21	23	13	20

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	554	520	598	906	1226
营业成本	383	377	433	567	746
营业税金及附加	3	3	4	5	7
营业费用	25	25	27	41	49
管理费用	33	40	42	63	74
研发费用	37	48	54	81	98
财务费用	16	16	1	5	4
资产减值损失	(10)	(13)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	8	13	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	53	11	36	142	247
营业外收入	4	1	0	0	0
营业外支出	1	9	0	0	0
利润总额	56	4	36	142	247
所得税	8	(2)	7	26	45
少数股东损益	(8)	(10)	(3)	(6)	0
归属于母公司净利润	56	15	33	122	202

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	6%	-6%	15%	51%	35%
营业利润	-13%	-79%	223%	291%	75%
归母净利润	1%	-72%	111%	273%	66%
获利能力					
毛利率	30.8%	27.4%	27.5%	37.4%	39.2%
净利率	10.1%	3.0%	5.5%	13.4%	16.5%
ROE	25.3%	4.0%	6.6%	23.2%	30.5%
ROIC	15.6%	8.2%	4.1%	15.1%	22.2%
偿债能力					
资产负债率	61.2%	49.8%	55.8%	53.5%	48.7%
净负债比率	32.3%	25.2%	29.2%	26.1%	20.0%
流动比率	0.9	1.1	1.0	1.2	1.5
速动比率	0.7	0.8	0.8	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.6	0.6	0.8	1.0
存货周转率	7.3	5.1	4.9	5.4	5.4
应收账款周转率	2.8	2.5	2.6	3.0	2.9
应付账款周转率	2.9	2.8	2.7	2.9	2.9
每股资料(元)					
EPS	0.47	0.13	0.27	1.01	1.69
每股经营净现金	0.89	-0.05	0.95	0.50	1.16
每股净资产	2.09	4.33	3.90	4.84	6.22
每股股利	0.22	0.70	0.08	0.30	0.51
估值比率					
PE	37.7	136.6	64.9	17.4	10.5
PB	8.4	4.1	4.5	3.6	2.8
EV/EBITDA	18.6	22.2	20.4	11.7	8.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所曾在国泰君安研究所海通证券研究所从事电子行业中小盘研究。于 2016 年加盟招商证券研发中心从事中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名,2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名,2016 年中小盘新财富最佳分析师第五名, 2017 年中小盘新财富最佳分析师第二名及水晶球第二名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。