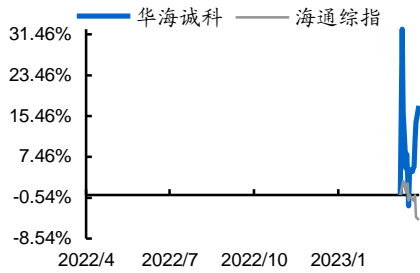


投资评级 中性 首次覆盖
股票数据

04月26日收盘价(元)	60.00
52周股价波动(元)	56.00-91.00
总股本/流通A股(百万股)	81/16
总市值/流通市值(百万元)	4842/986

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-	-	-
相对涨幅(%)	-	-	-

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 张晓飞

Tel: (021) 23154328

Email: zxf15282@haitong.com

证书: S0850523030002

分析师: 肖隽翀

Tel: (021) 23154139

Email: xjc12802@haitong.com

证书: S0850521080002

环氧塑封料优秀供应商, 布局多款新产品有望逐步实现产业化、打破海外垄断

投资要点: 国内环氧塑封料优秀供应商之一, 未来先进封装领域用环氧塑封料、GMC/FC底填胶/LMC等产品有望逐步实现产业化。

- 国内环氧塑封料的优秀供应商之一, 并布局FC底填胶、LMC等封装材料。**江苏华海诚科新材料股份有限公司(简称“华海诚科”)成立于2010年12月17日, 法定代表人为韩江龙。公司致力于半导体封装材料的研发及产业化, 主要产品为环氧塑封料和电子胶黏剂, 是国家级专精特新“小巨人”企业, 目前已发展成为我国规模较大、产品系列齐全、具备持续创新能力的环氧塑封料厂, 且是国内极少数同时布局“倒装芯片底部填充材料(FC底填胶)”与“液态塑封料(LMC)”的内资半导体封装材料厂商。
- 环氧塑封料产品覆盖传统封装、先进封装领域, GMC、FC底填胶、LMC等有望逐步实现产业化、打破海外垄断。**①、环氧塑封料, 应用于DIP、TO、SOT、SOP等传统封装形式的产品已具备品质稳定、性能优良、性价比高等优势, 且应用于SOT、SOP领域的环氧塑封料产品逐步实现对外资厂商产品的替代, 市场份额持续增长; 先进封装领域, 研发了应用于QFN、BGA、FC、SiP、FOWLP/FOPLP等封装形式的封装材料, 其中应用于QFN的产品已实现小批量生产与销售。②、电子胶黏剂, 颗粒状环氧塑封料(GMC)以及FC底填胶等应用于先进封装的材料已通过客户验证, 液态塑封材料(LMC)正在客户验证过程中, 上述应用于先进封装的产品有望逐步实现产业化并打破外资厂商垄断地位。
- 环氧塑封料贡献公司目前的主要收入。**公司2020年、2021年、2022年分别实现销售收入2.48亿元、3.47亿元、3.03亿元, 同比增43.84%、40.20%、-12.67%; 扣非后归母净利润2067.61万元、4088.49万元、3518.35万元。分产品来看, 2022H1环氧塑封料、电子胶黏剂在主营业务收入中的占比分别为95.87%、4.13%。其中环氧塑封料的收入构成, 基础类、高性能类的占比分别为40.71%、58.97%; PCB板级组装用电子胶黏剂、芯片级电子胶黏剂的组成占比分别为86.62%、6.59%。
- 盈利预测与估值建议。**我们预计2023E-2025E收入分别为2.74亿元、3.77亿元、5.18亿元, 同比增-9.6%、37.4%和37.5%; 归母净利润(扣非前)分别为0.34亿元、0.68亿元、0.81亿元, 同比增-16.5%、97.4%和18.4%。结合PE、PB两种估值方法, 我们认为公司的合理市值区间为32.11亿元-34.44亿元, 对应合理价值区间39.79元/股-42.68元/股, 首次覆盖给予“中性”评级。
- 风险提示。**封测厂的产能利用率持续下滑带来对材料的需求不足、技术研发进度不及预期、市场开拓不及预期、市场竞争格局持续恶化等。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	347	303	274	377	518
(+/-)YoY(%)	40.2%	-12.7%	-9.6%	37.4%	37.5%
净利润(百万元)	48	41	34	68	81
(+/-)YoY(%)	75.6%	-13.4%	-16.5%	97.4%	18.4%
全面摊薄EPS(元)	0.59	0.51	0.43	0.84	1.00
毛利率(%)	29.1%	27.0%	27.4%	28.5%	28.6%
净资产收益率(%)	13.9%	10.9%	3.2%	6.0%	6.6%

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

公司主要产品为环氧塑封料和电子胶黏剂，目前已发展成为我国规模较大、产品系列齐全、具备持续创新能力的环氧塑封料厂，且是国内极少数同时布局“倒装芯片底部填充材料（FC 底填胶）”与“液态塑封料（LMC）”的内资半导体封装材料厂商。我们对主要业务进行如下假设：

假设条件 1：在传统封装领域，公司等内资厂商已主导 TO、DIP 等封装形式的基础类环氧塑封料市场；在先进封装领域，公司应用于 QFN 等封装形式的产品已实现小批量生产和销售，BGA、SiP 及 FOWLP/FOPLP 等封装形式的产品尚未实现产业化，外资厂商在先进封装领域处于市场垄断地位。2022 年以来消费电子市场疲软导致公司环氧塑封料销量下降，收入 28732.56 元，同比下滑 12.78%，我们认为 2023E 受封测厂产能利用率较低影响收入同比将下滑，2024E 以后伴随封测厂的景气度回升并叠加公司在传统封装领域的基础类环氧塑封料业务快速国产替代，先进封装领域的环氧塑封料产品将逐步贡献更多收入，预计环氧塑封料收入 2023E-2025E 将分别以 -12.70%、36.50%、36.50% 的同比增速增长。

假设条件 2：在电子胶黏剂领域，按照应用场景的区别，公司电子胶黏剂可以分为芯片级、PCB 板级类、工业类三类产品。其中，芯片级电子胶黏剂主要应用于半导体封装的贴片环节与 LED 封装；板级类主要应用于模组组装、线路板组装等。2022H1 的 PCB 板级胶黏剂收入为 531.10 万元，贡献了电子胶黏剂的主要收入。我们认为板级胶黏剂的收入将持续成长；芯片级电子胶黏剂的研发门槛较高，目前主要由外资厂商垄断，在半导体产业整体国产化趋势的背景下，增长潜力将得到进一步释放，逐步贡献部分收入，预计电子胶黏剂收入 2023E-2025E 将分别以 47.00%、47.00%、47.00% 的同比增速增长。

假设条件 3：公司的其他业务收入为销售原材料、辅料产生的营业收入，占营业收入的比例较低，我们预计其他业务的收入 2023E-2025E 将以 50%、50%、50% 的同比增速增长。

假设条件 4：预计环氧塑封料的毛利率 2023E-2025E 分别为 26.00%、27.00%、27.00%；电子胶黏剂的毛利率 42.00%、42.00%、42.00%；其它业务的毛利率分别为 55.00%、55.00%、55.00%。

表 1 华海诚科分业务盈利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
环氧塑封料	收入（百万元）	287.33	250.84	342.39	467.36
	YoY(%)	-12.78%	-12.70%	36.50%	36.50%
	毛利率	26.22%	26.00%	27.00%	27.00%
电子胶黏剂	收入（百万元）	14.74	21.67	31.85	46.82
	YoY(%)	-13.50%	47.00%	47.00%	47.00%
	毛利率	40.41%	42.00%	42.00%	42.00%
其它业务	收入（百万元）	1.16	1.74	2.61	3.91
	YoY(%)	60.16%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	50.68%	55.00%	55.00%	55.00%
总计	收入（百万元）	303.22	274.24	376.85	518.10
	YoY(%)	-12.67%	-9.56%	37.42%	37.48%
	毛利率	27.01%	27.45%	28.46%	28.57%

资料来源：Wind、华海诚科招股说明书，海通证券研究所

我们预计 2023E-2025E 收入分别为 2.74 亿元、3.77 亿元、5.18 亿元，同比增 -9.6%、37.4% 和 37.5%；归母净利润（扣非前）分别为 0.34 亿元、0.68 亿元、0.81 亿元，同比增 -16.5%、97.4% 和 18.4%。

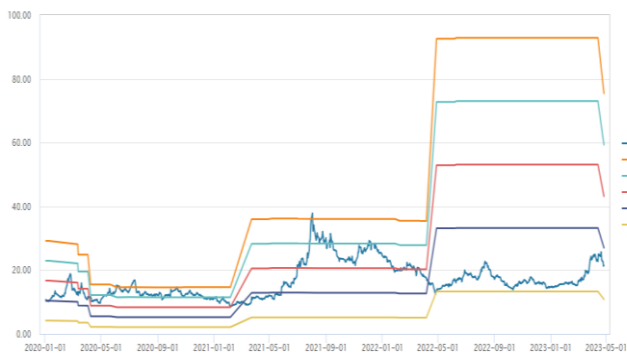
采取 PE 估值方法, 结合可比公司水平, 考虑到公司产品均为打破海外垄断的封装材料领域, 给予公司 2023E (PE) 一定的估值溢价 90x-100x, 对应合理市值区间 31.00 亿元-34.44 亿元, 合理价值区间 38.41 元/股-42.68 元/股。

表 2 可比公司估值表

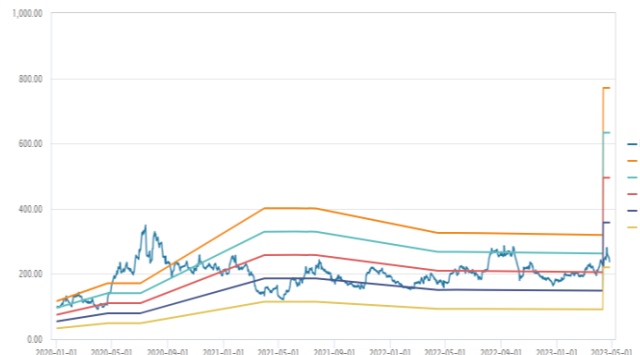
代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
晶瑞电材	300655.SZ	125.58	0.28	0.40	0.54	76.64	53.65	39.74
江丰电子	300666.SZ	190.85	1.00	1.50	2.02	71.87	47.91	35.58
安集科技	688019.SH	180.58	4.04	5.04	6.90	58.83	47.16	34.45
上海新阳	300236.SZ	114.76	0.17	0.85	1.36	215.41	43.08	26.93
均值			1.37	1.95	2.71	105.69	47.95	34.17
华海诚科			0.68	0.43	0.84	-	-	-

注: 收盘价为 2023 年 4 月 26 日价格, EPS 为 wind 一致预期;
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

考虑到半导体材料的进口替代、打破海外垄断的迫切性, 多家上市公司在 2020-2022 年期间均维持了较高的估值, 我们认为华海诚科作为国内环氧塑封料打破海外垄断的优秀供应商, 2023 年 4 月于科创板成功上市, 给予目前的估值溢价是合理的。

图1 2020 至今晶瑞电材的 PE-Band


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 2020 至今安集科技的 PE-Band


资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 3 华海诚科可比公司 PB (2023E) (截止 2023 年 4 月 26 日)

上市公司	股票代码	PB (2023E)
晶瑞电材	300655.SZ	5.59
江丰电子	300666.SZ	4.45
安集科技	688019.SH	9.41
上海新阳	300236.SZ	2.19
平均值 (剔除安集科技, 最高值)		4.08

资料来源: Wind, 海通证券研究所

此外, 我们采用 PB 估值法, 根据 Wind 数据, 可比公司 (剔除安集科技, 最高值) 的 PB (2023E) 均值为 4.08 倍, 给予公司 PB (2023E) 3x-4x, 对应合理市值区间为 32.11 亿元-42.81 亿元, 对应合理价值区间 39.79 元/股-53.05 元/股。

结合 PE、PB 两种估值方法, 我们认为公司的合理市值区间为 32.11 亿元-34.44 亿元, 对应合理价值区间 39.79 元/股-42.68 元/股, 首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示: 封测厂产能利用率持续下滑带来对材料的需求不足、技术研发进度不及预期、市场开拓不及预期、市场竞争格局持续恶化等。

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	303	274	377	518
每股收益	0.51	0.43	0.84	1.00	营业成本	221	199	270	370
每股净资产	6.26	13.26	14.10	15.10	毛利率%	27.0%	27.4%	28.5%	28.6%
每股经营现金流	0.20	1.10	-0.48	2.06	营业税金及附加	2	2	2	3
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	9	8	11	13
P/E	117.44	140.58	71.22	60.13	营业费用率%	3.1%	3.0%	2.8%	2.5%
P/B	9.58	4.52	4.25	3.97	管理费用	15	13	17	22
P/S	11.97	17.66	12.85	9.35	管理费用率%	5.1%	4.8%	4.5%	4.2%
EV/EBITDA	-1.55	63.29	45.34	31.98	EBIT	41	43	66	97
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1	4	-10	8
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.4%	1.5%	-2.6%	1.5%
毛利率	27.0%	27.4%	28.5%	28.6%	资产减值损失	0	-2	-3	-3
净利润率	13.6%	12.6%	18.0%	15.5%	投资收益	2	2	2	3
净资产收益率	10.9%	3.2%	6.0%	6.6%	营业利润	42	36	72	85
资产回报率	8.2%	2.5%	3.9%	3.6%	营业外收支	0	1	1	1
投资回报率	10.7%	3.2%	3.9%	4.4%	利润总额	42	37	73	86
盈利增长 (%)					EBITDA	52	64	93	130
营业收入增长率	-12.7%	-9.6%	37.4%	37.5%	所得税	1	2	4	5
EBIT 增长率	-25.7%	3.3%	54.7%	46.5%	有效所得税率%	2.0%	6.0%	6.0%	6.0%
净利润增长率	-13.4%	-16.5%	97.4%	18.4%	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	41	34	68	81
资产负债率	25.1%	21.4%	35.3%	46.0%					
流动比率	2.98	4.18	2.52	1.94	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.35	4.02	2.32	1.82	货币资金	81	968	1096	1544
现金比率	0.70	3.46	1.80	1.50	应收账款及应收票据	173	135	287	280
经营效率指标					存货	66	32	99	91
应收账款周转天数	136.76	135.00	135.00	130.00	其它流动资产	27	37	51	75
存货周转天数	110.10	90.00	90.00	95.00	流动资产合计	347	1171	1533	1990
总资产周转率	0.61	0.29	0.24	0.26	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.16	2.43	2.87	3.43	固定资产	104	122	141	161
					在建工程	35	44	55	70
					无形资产	13	16	19	24
					非流动资产合计	159	190	225	266
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	506	1361	1759	2257
净利润	41	34	68	81	短期借款	0	200	450	850
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	63	42	100	95
非现金支出	11	25	31	38	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	0	4	19	40	其它流动负债	53	38	59	82
营运资金变动	-41	26	-157	8	流动负债合计	116	280	610	1027
经营活动现金流	12	89	-39	166	长期借款	0	0	0	0
资产	-10	-51	-59	-73	其它长期负债	11	11	11	11
投资	4	-3	-2	-4	非流动负债合计	11	11	11	11
其他	0	1	0	2	负债总计	127	291	620	1037
投资活动现金流	-6	-52	-61	-75	实收资本	61	81	81	81
债权募资	0	200	250	400	归属于母公司所有者权益	379	1070	1138	1219
股权募资	0	657	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-12	-7	-22	-43	负债和所有者权益合计	506	1361	1759	2257
融资活动现金流	-12	850	228	357					
现金净流量	-7	887	128	448					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 华海诚科招股说明书, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张晓飞 电子行业
肖隽翀 电子行业

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： 鼎龙股份,东芯股份,拓荆科技,中微公司,安集科技,沪硅产业,洲明科技,圣邦股份,盛美上海

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。