

通富微电 (002156)

投资评级

行业	电子/半导体
6个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	20.86元
目标价格	元

23Q1 短期业绩承压, 周期复苏+ChatGPT+Chiplet 三轮驱动 23 年业绩有望逐季向好

事件: 公司发布 2023 年度一季报。2023 年第一季度公司实现营业收入 46.42 亿元, 同比增长 3.11%; 实现归母净利润 0.05 亿元, 同比下降 97.24%; 实现扣非后归母净利润-0.46 亿元, 同比下降 131.72%。

点评: 23Q1 业绩短期承压, 看好周期复苏下公司 23 年业绩逐季度回升, 与 AMD 深度绑定有望充分受益 Chiplet 及高性能计算芯片未来的广阔前景, 先进封装+多产品线+海内外布局驱动长期发展。公司 23Q1 业绩下滑主要系: 1) 受外部经济环境及行业周期波动的影响, 全球消费电子市场需求低迷, 公司产能利用率下降, 造成毛利减少所致。2) 费用端, 财务费用、研发费用均有所增加。3) 营业外收入端, 收到政策性补助减少, 同比下降 99.3%。

周期底部复苏, 公司 23 年稼动率/业绩有望逐季度环比提升, 募投项目为复苏后的长期发展蓄能。稼动率方面, 公司截至 23Q1 稼动率/订单连续下降 3-4 个季度, 接近历史下行季度数, 我们预计公司订单或将于第二季度回升, 有望逐季度环比增长。**产线建设方面,**公司 2022 年非公开发行募资 26.93 亿元, 前瞻性布局存储器芯片、高性能计算、5G 等高前景领域, 2022 年 11 月已完成发行全部手续。2020 年募投项目进展顺利, 其中, 集成电路封装测试二期工程、高性能中央处理器等集成电路封装测试项目于 2022 年 7 月投产, 2022 年 7 月-12 月, 该等项目实现效益 0.5 亿元, 项目经营活动产生的现金净流量 2.11 亿元。

ChatGPT+地缘政治催化, GPU 或 CPU+FPGA 等是算力支撑, 技术端 Chiplet 有望带动封测板块地位+价值量+壁垒提升, 公司持续推进 5nm、4nm、3nm 新品研发, 深度受益于与 AMD 的合作以及高性能计算芯片未来的广阔前景。1) **大算力时代下, Chiplet 是 AIGC 时代下不可或缺的关键一环。**Chiplet 通过 1) 同构扩展提升晶体管数量, 算力成倍提升。2) 异构集成大算力芯片, 算力指数级提升, 两大方案助力满足 ChatGPT 大数据+大模型+大算力需求。2) **地缘政治影响下, 我们认为 Chiplet 或为打破国产制程瓶颈的关键方案。**美国政府对中国半导体产业打压已久, 我国先进制程突破及算力问题亟待解决, Chiplet 或在一定程度上拉近了国内厂商与国际先进厂商的起跑线, 中国有机会突破限制问题。Chiplet 在制造环节的核心是“先进封装”技术, 国内 Chiplet 封装产业技术积累深厚, 有望与掌握先进制程国家同步受益。3) **Chiplet 中 2.5D、3D Chiplet 中高速互联封装连接及 TSV 等提升封装价值量, 我们预测有望较传统封装提升倍以上价值量, 带来较高产业弹性。**4) **从硬件角度看, ChatGPT 以 GPU 或 CPU+FPGA 等作为算力支撑, 对高性能计算的应用需求迭起。**根据 TrendForce 预测, 2021 年-2027 年全球高性能计算市场规模将从 368 亿美元增长至 568 亿美元, 复合年均增长率为 7.5%。5) **公司与 AMD 形成的“合资+合作”模式, 伴随其产品迭代, 将深度受益 Chiplet 及高性能计算芯片未来的广阔前景。**AMD 已实现了 CPU+GPU+FPGA 的全方位布局, 且 Chiplet 技术布局领先, 公司是 AMD 最大的封装测试供应商, 占其订单总数的 80%以上。截至 23 年 5 月, AMDzen5 即将发布, 公司已具备 zen5 相关封测技术, 将全力配合国际大客户产品的更新迭代, 相关产品正在验证生产过程中。

先进封装重要性及占比持续提升, 公司在 Chiplet、WLP、SiP、Fanout、2.5D、3D 堆叠等先进封装方面储备深厚。2022 年 12 月中国首个原生 Chiplet 技术标准发布, 伴随 Chiplet 技术的发展以及国产化替代进程加速, 先进封装技术在封装市场的占比或逐步提升。预计到 2026 先进封装将占整个封装市场规模的 50%以上。1) **Chiplet 技术方面,**公司通过在多芯片组件、集成扇出封装、2.5D/3D 等先进封装技术方面的提前布局, 可为客户提供多样化的 Chiplet 封装解决方案并已量产, 基于 Chip Last 工艺的 Fan-out 技术, 实现 5 层 RDL 超大尺寸封装 (65×65mm), 超大芯片 FCBGA MCM 技术, 实现最高 13 颗芯片集成及 100×100mm 以上超大封装。2) **FC 产品方面,**除通富超微苏州、通富超微槟城之外的 FC 产品有序上量, 把握住重点客户市场机会, 22 年销售达 10.8 亿元, 同比增长 35%, 实现经济效益较大提升。

大功率、存储、射频封装技术布局全面, 覆盖多产品线、多领域助力海内外客户开拓。1) **大功率模块技术方面,**公司研发的车载双面高散热模块, 将散热性能提升 60%, 体积减少 80%, 目前已进入实车测试。光伏高功率模块方面, 公司产品不断迭代升级, 已进入稳定量产阶段。2) **存储芯片技术方面**公司研发的国产超厚存储器封装, 其定制化材料与结构设计实现翘曲精准控制; 对于国产下一代 Flash 封装技术, 实现了堆叠和超厚/复杂金属层切割控制。3) **射频芯片方面,**对于国产射频模块封装, 实现了同一封装内满足不同芯片需求, 集成度逐步提升。凭借各产品线和领域的全面布局, 公司 5 亿级业务客户从 2021 年的 3 家发展到 2022 年的 6 家。同时与海外客户的合作持续深化, 抓住新能源与车载应用市场增长机遇, 实现 IGBT、SiC 以及大功率模块封装产品的高速增长, 年增速超 100%; 车载 MCU 顺利通过车厂一级供应商考核, 帮助和推动客户加快实现供应链自主可控战略落地, 为公司 LQFP 产品升级夯实基础。基于公司 WLCSP 以及 DRQFN 平台, 成功导入全球首个支持 Matter 协议 WIFI 6E SoC 产品, 深化公司在物联网领域拓展以及方案服务能力。

员工持股计划基础上进一步推出股票期权激励计划, 体现了公司对未来发展的信心和决心。2022 年上半年, 公司在员工持股计划的基础上, 进一步推出股票期权激励计划, 激励力度较第一期员工持股计划明显增加, 业绩考核目标大幅提升。2022 年 6 月份, 第一期员工持股计划完成了 40%股票的解锁、售出、分配工作。股票期权激励计划及员工持股计划的开展, 有利于充分调动公司核心骨干人员的积极性、主动性和创造性。

投资建议: 公司背靠 AMD 大客户, 先进封装布局领先收效显著, 但受通讯终端、消费电子及 PC 等需求严重衰退影响, 公司产能利用率及毛利率下降, 我们下调盈利预测, 预计 2023 年归母净利润由 9 亿元下调至 6.33 亿元, 预测 2024/2025 年实现归母净利润 10.55/13.3 亿元, 维持公司“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行风险、客户集中风险、研发不及预期风险、市场竞争加剧风险等

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,513.24
流通 A 股股本(百万股)	1,513.07
A 股总市值(百万元)	31,566.12
流通 A 股市值(百万元)	31,562.65
每股净资产(元)	9.11
资产负债率(%)	59.64
一年内最高/最低(元)	25.81/13.48

作者

潘暉 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110517070005
 panjian@tfzq.com

股价走势


资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《通富微电-年报点评报告:22 年短期利润承压, ChatGPT+Chiplet 双引擎指引 23 年高成长动能》2023-03-31
- 《通富微电-半年报点评:22H1 营收增速亮眼, 先进封装多点布局收效显著》2022-08-25
- 《通富微电-季报点评:下游应用需求持续景气, 2022Q1 净利润稳中有升》2022-04-27

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,812.23	21,428.58	24,799.29	28,767.18	32,852.12
增长率(%)	46.84	35.52	15.73	16.00	14.20
EBITDA(百万元)	4,194.82	5,296.71	4,748.46	5,532.65	6,319.48
归属母公司净利润(百万元)	956.69	502.00	633.31	1,055.42	1,330.43
增长率(%)	182.69	(47.53)	26.16	66.65	26.06
EPS(元/股)	0.63	0.33	0.42	0.70	0.88
市盈率(P/E)	33.00	62.88	49.84	29.91	23.73
市净率(P/B)	3.02	2.28	2.20	2.05	1.90
市销率(P/S)	2.00	1.47	1.27	1.10	0.96
EV/EBITDA	7.30	6.11	8.05	6.74	5.70

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,180.83	4,242.06	1,983.94	2,301.37	2,628.17
应收票据及应收账款	2,299.05	4,693.75	2,766.88	5,733.42	3,973.92
预付账款	166.50	233.92	217.63	307.11	282.30
存货	2,111.86	3,476.69	3,204.91	4,042.94	4,484.89
其他	386.99	487.05	322.49	356.28	343.74
流动资产合计	9,145.22	13,133.47	8,495.86	12,741.12	11,713.03
长期股权投资	193.95	396.57	396.57	396.57	396.57
固定资产	13,165.95	15,128.87	16,106.17	16,431.41	16,205.40
在建工程	2,420.13	4,369.96	3,821.98	3,493.19	3,295.91
无形资产	318.35	359.26	314.10	268.95	223.79
其他	1,857.46	2,241.30	1,943.07	2,050.30	2,073.40
非流动资产合计	17,955.84	22,495.96	22,581.90	22,640.42	22,195.08
资产总计	27,101.07	35,629.43	31,077.76	35,381.54	33,908.11
短期借款	3,635.51	4,249.42	4,860.03	4,126.71	3,097.16
应付票据及应付账款	4,067.67	6,032.39	5,006.52	7,816.03	6,745.52
其他	2,142.73	2,898.79	2,117.26	3,295.11	2,716.42
流动负债合计	9,845.91	13,180.60	11,983.81	15,237.85	12,559.10
长期借款	4,207.24	6,025.65	2,500.00	2,500.00	2,500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,613.35	1,293.72	1,484.22	1,463.76	1,413.90
非流动负债合计	5,820.59	7,319.37	3,984.22	3,963.76	3,913.90
负债合计	16,078.67	21,067.47	15,968.03	19,201.61	16,473.00
少数股东权益	580.41	728.38	756.69	784.57	835.15
股本	1,329.04	1,513.24	1,513.24	1,513.24	1,513.24
资本公积	6,849.42	9,370.53	9,368.63	9,368.63	9,368.63
留存收益	2,414.73	2,916.73	3,528.51	4,571.97	5,745.68
其他	(151.19)	33.08	(57.34)	(58.49)	(27.58)
股东权益合计	11,022.39	14,561.96	15,109.73	16,179.92	17,435.11
负债和股东权益总计	27,101.07	35,629.43	31,077.76	35,381.54	33,908.11

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	966.48	530.48	633.31	1,055.42	1,330.43
折旧摊销	2,023.26	2,965.78	3,615.83	4,048.71	4,468.44
财务费用	277.60	664.86	361.95	289.61	248.50
投资损失	(38.92)	0.66	(11.89)	(16.72)	(9.31)
营运资金变动	(546.62)	(1,360.00)	918.49	(279.79)	(413.58)
其它	189.01	396.16	(107.67)	28.19	57.33
经营活动现金流	2,870.80	3,197.95	5,410.02	5,125.42	5,681.81
资本支出	7,187.90	7,562.89	3,809.50	4,020.46	4,049.86
长期投资	34.94	202.62	0.00	0.00	0.00
其他	(12,190.42)	(14,962.01)	(7,520.97)	(8,004.18)	(8,041.14)
投资活动现金流	(4,967.58)	(7,196.49)	(3,711.47)	(3,983.73)	(3,991.28)
债权融资	2,279.30	2,291.92	(3,841.82)	(810.84)	(1,231.16)
股权融资	(71.04)	2,889.59	(114.85)	(13.42)	(132.58)
其他	157.02	(916.23)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	2,365.28	4,265.28	(3,956.67)	(824.26)	(1,363.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	268.50	266.73	(2,258.12)	317.43	326.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15,812.23	21,428.58	24,799.29	28,767.18	32,852.12
营业成本	13,098.26	18,449.07	21,277.79	24,463.61	27,467.66
营业税金及附加	53.93	57.44	74.40	143.84	164.26
销售费用	58.76	65.83	81.84	94.93	108.41
管理费用	476.78	552.75	694.38	877.40	1,018.42
研发费用	1,062.46	1,323.15	1,463.16	1,769.18	2,299.65
财务费用	258.46	633.79	361.95	289.61	248.50
资产/信用减值损失	(35.41)	(47.02)	(60.84)	(63.54)	(62.98)
公允价值变动收益	(0.38)	10.10	(136.99)	0.00	0.00
投资净收益	38.92	(0.66)	11.89	16.72	9.31
其他	(145.13)	(87.21)	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	945.58	471.33	659.84	1,081.79	1,491.56
营业外收入	6.74	1.68	5.57	4.66	3.97
营业外支出	1.44	4.31	2.78	2.84	3.31
利润总额	950.88	468.70	662.62	1,083.61	1,492.22
所得税	(15.59)	(61.79)	0.00	0.00	104.46
净利润	966.48	530.48	662.62	1,083.61	1,387.76
少数股东损益	9.78	28.48	29.31	28.19	57.33
归属于母公司净利润	956.69	502.00	633.31	1,055.42	1,330.43
每股收益(元)	0.63	0.33	0.42	0.70	0.88

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	46.84%	35.52%	15.73%	16.00%	14.20%
营业利润	161.93%	-50.15%	39.99%	63.95%	37.88%
归属于母公司净利润	182.69%	-47.53%	26.16%	66.65%	26.06%
获利能力					
毛利率	17.16%	13.90%	14.20%	14.96%	16.39%
净利率	6.05%	2.34%	2.55%	3.67%	4.05%
ROE	9.16%	3.63%	4.41%	6.86%	8.01%
ROIC	11.15%	8.20%	4.81%	6.52%	7.65%
偿债能力					
资产负债率	59.33%	59.13%	51.38%	54.27%	48.58%
净负债率	46.41%	54.80%	44.73%	36.59%	26.44%
流动比率	0.89	0.96	0.71	0.84	0.93
速动比率	0.69	0.70	0.44	0.57	0.58
营运能力					
应收账款周转率	7.71	6.13	6.65	6.77	6.77
存货周转率	8.88	7.67	7.42	7.94	7.70
总资产周转率	0.65	0.68	0.74	0.87	0.95
每股指标(元)					
每股收益	0.63	0.33	0.42	0.70	0.88
每股经营现金流	1.90	2.11	3.58	3.39	3.75
每股净资产	6.90	9.14	9.48	10.17	10.97
估值比率					
市盈率	33.00	62.88	49.84	29.91	23.73
市净率	3.02	2.28	2.20	2.05	1.90
EV/EBITDA	7.30	6.11	8.05	6.74	5.70
EV/EBIT	14.02	13.83	33.76	25.14	19.47

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com