

## 产品结构持续优化，先进封装空间广阔

### 核心观点

- **周期下行背景下，业绩仍实现稳健增长。**公司全年实现营收 338 亿元，同比增长 11%，实现归母净利润 32 亿元，同比增长 9%，实现扣非归母净利润 28 亿元，同比增长 14%。22Q4 单季实现营收 90 亿元，同比增 5%，环比下降 2%，单季归母净利润 7.8 亿元，同比下降 8%，环比下降 14%，周期下行背景下，表现出较强业绩韧性。
- **积极调整订单结构和产能布局，产品结构优化助力业绩增长。**公司加速从消费类向市场需求快速增长的汽车电子，5G 通信，高性能计算、存储等高附加值市场的战略布局，持续聚焦高性能封装技术高附加值应用。22 年公司在汽车电子，高性能计算等领域完成了多项新技术开发及多家全球知名客户新产品的量产导入；来自于汽车电子的收入 22 年同比增长 85%，来自于运算电子的收入同比增长 46%。从营收结构占比来看，22 年通讯电子占比 39.3%、消费电子占比 29.3%、运算电子占比 17.4%、工业及医疗电子占比 9.6%、汽车电子占比 4.4%，与去年同期相比消费电子下降 4.5 个百分点，运算电子增长 4.2 个百分点，汽车电子增长 1.8 个百分点。我们认为，未来公司来自汽车电子、运算电子等高附加值领域的收入将继续保持快速增长，同时相关业务占比提升也将持续提振公司盈利能力。
- **持续受益半导体行业复苏，全年资本开支彰显信心。**目前半导体产业持续去库存，后续需求有望逐步回暖。同时公司技术竞争力持续提升，XDFOI™ Chiplet 高密度多维异构集成系列工艺已按计划进入稳定量产阶段，并且同步实现国际客户 4nm 节点多芯片系统集成封装产品出货。我们认为行业回暖叠加公司技术竞争力提升有望为公司带来强于行业整体的业绩表现。资本开支方面，公司计划 23 年固定资产开支将达 65 亿元，相比 22 年的 60 亿小幅提升，彰显公司成长信心，资金将主要用于汽车电子专业封测基地，2.5D Chiplet，新一代功率器件封装产能规划等未来发展项目，以及现有工厂面向高性能封装技术，工厂自动化等产能升级。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 23-25 年每股净资产分别为 15.75、17.63、19.67 元（原 23-24 年每股净资产预测为 15.45、17.44 元，下调了收入、毛利率及管理费用率预测），根据可比公司 23 年平均 3.4 倍 PB，给予 53.55 元目标价，维持买入评级。

### 风险提示

- 封测景气度不及预期、扩产进度不及预期、5G 技术普及不及预期、市场竞争加剧。

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	30,502	33,762	37,933	42,302	45,764
同比增长(%)	15.3%	10.7%	12.4%	11.5%	8.2%
营业利润(百万元)	3,170	3,246	3,572	4,253	4,671
同比增长(%)	119.2%	2.4%	10.1%	19.0%	9.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,959	3,231	3,384	4,031	4,428
同比增长(%)	126.8%	9.2%	4.7%	19.1%	9.9%
每股收益(元)	1.66	1.82	1.90	2.26	2.49
毛利率(%)	18.4%	17.0%	17.6%	17.9%	17.9%
净利率(%)	9.7%	9.6%	8.9%	9.5%	9.7%
净资产收益率(%)	17.2%	14.2%	12.9%	13.6%	13.3%
市盈率	21.0	19.2	18.4	15.4	14.0
市净率	3.0	2.5	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月04日）	34.94 元
目标价格	53.55 元
52 周最高价/最低价	35.6/19.33 元
总股本/流通 A 股（万股）	177,955/177,955
A 股市值（百万元）	62,178
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023 年 04 月 05 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	5.3	18.32	48.43	43.77
相对表现	2.71	18.98	43.03	47.82
沪深 300	2.59	-0.66	5.4	-4.05



### 证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

### 联系人

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn

### 相关报告

业绩持续高增长，股权激励助力长期发展	2022-05-08
先进封装全面布局，本土配套需求提升	2021-11-28

## 投资建议

我们预测公司 23-25 年每股净资产分别为 15.75、17.63、19.67 元（原 23-24 年每股净资产预测为 15.45、17.44 元，下调了收入、毛利率及管理费用率预测），根据可比公司 23 年平均 3.4 倍 PB，给予 53.55 元目标价，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2023/4/4	每股净资产 (元)				市净率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
通富微电	002156	22.95	6.90	9.14	9.44	10.24	3.33	2.51	2.43	2.24
华天科技	002185	10.50	4.70	4.93	5.22	5.60	2.24	2.13	2.01	1.87
甬矽电子	688362	31.95	3.37	7.23	7.57	8.81	9.49	4.42	4.22	3.63
晶方科技	603005	25.59	5.90	6.39	6.94	7.80	4.34	4.00	3.69	3.28
利扬芯片	688135	35.51	7.66	7.86	8.91	9.39	4.64	4.52	3.98	3.78
	最大值						9.49	4.52	4.22	3.78
	最小值						2.24	2.13	2.01	1.87
	平均数						4.81	3.52	3.27	2.96
	调整后平均						4.10	3.64	3.37	3.05

数据来源：wind、东方证券研究所

## 风险提示

封测景气度不及预期、扩产进度不及预期、5G 技术普及不及预期、市场竞争加剧

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,761	2,459	3,903	5,908	8,735	营业收入	30,502	33,762	37,933	42,302	45,764
应收票据、账款及款项融资	4,299	3,748	4,211	4,696	5,080	营业成本	24,887	28,010	31,249	34,727	37,572
预付账款	183	110	124	138	150	营业税金及附加	77	90	101	112	122
存货	3,193	3,152	3,516	3,907	4,228	营业费用	195	184	207	231	250
其他	2,981	4,674	2,272	2,280	2,287	管理费用及研发费用	2,227	2,213	2,451	2,662	2,863
<b>流动资产合计</b>	<b>13,417</b>	<b>14,143</b>	<b>14,026</b>	<b>16,930</b>	<b>20,479</b>	财务费用	206	126	388	351	320
长期股权投资	770	765	765	765	765	资产、信用减值损失	245	223	257	257	257
固定资产	18,424	19,517	19,271	19,100	18,877	公允价值变动收益	(12)	(37)	0	0	0
在建工程	661	807	4,755	6,021	6,843	投资净收益	315	128	50	50	50
无形资产	447	483	386	290	193	其他	201	238	241	241	241
其他	3,380	3,692	3,690	3,687	3,685	<b>营业利润</b>	<b>3,170</b>	<b>3,246</b>	<b>3,572</b>	<b>4,253</b>	<b>4,671</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>23,682</b>	<b>25,264</b>	<b>28,867</b>	<b>29,862</b>	<b>30,363</b>	营业外收入	18	48	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>37,099</b>	<b>39,408</b>	<b>42,893</b>	<b>46,792</b>	<b>50,842</b>	营业外支出	18	2	20	20	20
短期借款	2,193	1,174	1,174	1,174	1,174	<b>利润总额</b>	<b>3,171</b>	<b>3,291</b>	<b>3,562</b>	<b>4,243</b>	<b>4,661</b>
应付票据及应付账款	5,877	4,973	5,548	6,165	6,671	所得税	210	60	178	212	233
其他	3,271	4,887	4,913	4,941	4,963	<b>净利润</b>	<b>2,960</b>	<b>3,231</b>	<b>3,384</b>	<b>4,031</b>	<b>4,428</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>11,341</b>	<b>11,033</b>	<b>11,635</b>	<b>12,280</b>	<b>12,807</b>	少数股东损益	2	0	0	0	0
长期借款	3,751	2,721	2,221	2,121	2,021	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,959</b>	<b>3,231</b>	<b>3,384</b>	<b>4,031</b>	<b>4,428</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.66	1.82	1.90	2.26	2.49
其他	1,006	1,010	1,010	1,010	1,010						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,758</b>	<b>3,732</b>	<b>3,232</b>	<b>3,132</b>	<b>3,032</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>16,099</b>	<b>14,765</b>	<b>14,866</b>	<b>15,412</b>	<b>15,839</b>		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	9	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780	营业收入	15.3%	10.7%	12.4%	11.5%	8.2%
资本公积	14,984	15,081	15,081	15,081	15,081	营业利润	119.2%	2.4%	10.1%	19.0%	9.8%
留存收益	4,508	7,383	10,767	14,121	17,743	归属于母公司净利润	126.8%	9.2%	4.7%	19.1%	9.9%
其他	(281)	400	400	400	400	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>21,000</b>	<b>24,643</b>	<b>28,027</b>	<b>31,381</b>	<b>35,003</b>	毛利率	18.4%	17.0%	17.6%	17.9%	17.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>37,099</b>	<b>39,408</b>	<b>42,893</b>	<b>46,792</b>	<b>50,842</b>	净利率	9.7%	9.6%	8.9%	9.5%	9.7%
						ROE	17.2%	14.2%	12.9%	13.6%	13.3%
						ROIC	11.9%	11.1%	11.4%	12.1%	12.0%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	43.4%	37.5%	34.7%	32.9%	31.2%
净利润	2,960	3,231	3,384	4,031	4,428	净负债率	20.2%	18.4%	9.2%	1.5%	0.0%
折旧摊销	2,595	3,625	3,098	3,512	4,007	流动比率	1.18	1.28	1.21	1.38	1.60
财务费用	206	126	388	351	320	速动比率	0.88	1.00	0.90	1.06	1.27
投资损失	(315)	(128)	(50)	(50)	(50)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	993	(491)	(229)	(253)	(195)	应收账款周转率	7.3	8.5	9.7	9.7	9.5
其它	990	(350)	(192)	0	0	存货周转率	7.6	8.5	9.4	9.4	9.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,429</b>	<b>6,012</b>	<b>6,398</b>	<b>7,590</b>	<b>8,511</b>	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
资本支出	(2,988)	(4,832)	(6,508)	(4,507)	(4,507)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	183	8	0	0	0	每股收益	1.66	1.82	1.90	2.26	2.49
其他	(3,511)	(534)	2,441	50	50	每股经营现金流	4.17	3.38	3.60	4.27	4.78
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,316)</b>	<b>(5,358)</b>	<b>(4,067)</b>	<b>(4,457)</b>	<b>(4,457)</b>	每股净资产	11.80	13.85	15.75	17.63	19.67
债权融资	(1,897)	1,013	(500)	(100)	(100)	<b>估值比率</b>					
股权融资	4,919	96	0	0	0	市盈率	21.0	19.2	18.4	15.4	14.0
其他	(3,515)	(2,158)	(388)	(1,028)	(1,127)	市净率	3.0	2.5	2.2	2.0	1.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(492)</b>	<b>(1,048)</b>	<b>(888)</b>	<b>(1,128)</b>	<b>(1,227)</b>	EV/EBITDA	10.4	8.9	8.8	7.7	6.9
汇率变动影响	(25)	84	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.5	18.5	15.7	13.5	12.5
<b>现金净增加额</b>	<b>596</b>	<b>(310)</b>	<b>1,444</b>	<b>2,005</b>	<b>2,827</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。