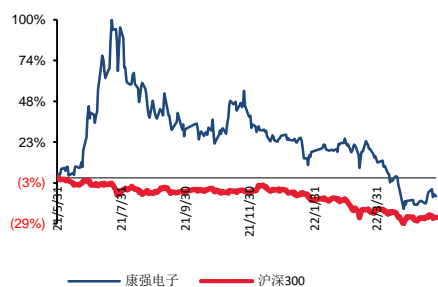


电子 半导体

行业承压减缓成长高度，期待蚀刻规模化铺垫后的品类提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	375/368
总市值/流通(百万元)	3,783/3,704
12个月最高/最低(元)	22.77/9.16

相关研究报告:

康强电子(002119)《预告区间超市场预期，大股东银亿重整落地，2022 全新气象》--2022/01/26

康强电子(002119)《增速如期提升&指标重归升势，蚀刻框架放量助力持续进阶成长》--2021/10/27

康强电子(002119)《扣非利润成长大超预期，蚀刻框架本土化替代是持续进阶核心看点》--2021/08/24

证券分析师：王凌涛

电话：021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519110001

证券分析师：沈钱

电话：021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190119110024

事件：公司于4月29日发布2022年一季度报告，报告期内实现营业收入4.41亿元，同比下降6.85%；营业利润3526.1万元，同比增加26.82%，归母净利润3014.97万元，同比增长32.71%；扣非后归母净利润2544.66万元，同比增长1.35%。

一季度受封装行业和大环境影响，整体成长性受到一定程度制约。公司一季度并未延续过去四个季度的逐季递增，但是同比仍有三成以上成长，这里面有季节性周期的因素，也有行业方面的一些影响。公司营业收入略有下降，但利润成长，净利润率同比去年有明确的提升，过去多篇报告中我们多次提及公司的成长主要看点是引线框架产品结构的变化，高技术含量，利润率较高的蚀刻框架占比的迅速提升，一季度的数据也明确体现出了这一特点。

一季度有过年假期，同时也是下游封装企业订单的相对淡季，因此数据常态的基础一般都会略逊于其他几个季度。另外，由于上游IC行业历经过去两年的持续增库存，在去年下半供给趋缓，今年部分曾经坚挺的品类价格也开始下滑的背景下，整体销量下降，渠道端库存释放的冲击也有所显现，这一点在标准类产品较多的冲压框架领域表现尤甚。蚀刻类框架虽然也有影响，但显然供给格局和盈利水平仍比冲压类的要好得多，这也是公司能在如此行业背景下维持成长的重要依托。

一季度大股东的明确更替和新一届董监高落地，稳定公司管理预期。

过去康强电子被市场担忧的主要方向就是大股东ST银亿的债务、退市危机，以及由此衍生的对于第一大股东持股的稳定性问题，以及大股东为了自身债券利益，是否会对管理层以及公司正常运营的一些决策与人事任命做一些干扰等等担忧。我们在前一篇年报预告点评报告中已经指出，去年11月，梓禾瑾芯已经完成32.15亿的出资实缴，银亿的董事会和监事会已经完成了彻底的换届，康强第一大股东已经变成了梓禾瑾芯。在一季度内，公司完成了董事会换届，梓禾瑾芯的实控人叶骥成为公司董事长，老董事长郑康定退居公司终身荣誉董事长，郑芳女士成为公司副董事长兼总经理，公司顺利完成梓禾瑾芯入驻以后的董事会和核心层重组，也摆脱了旧银亿时代的一些委任约束。目前康强管理层与大股东梓禾瑾芯的关系相当融洽，公司的既定发展方向和战略会得到有力的推进和执行，成长预期逐步趋于稳定。

蚀刻框架仍然是重要的成长看点，规模化铺垫之后，是品类提升的开始。过去的多篇报告我们一直强调公司在蚀刻框架领域的突破与快速成长，这里不再赘述。通过去年的景气荣景，公司实现了高端蚀刻框架向下游客户的快速导入和份额提升，完成了过去可能需要两三年才能完成的市场切入，产能与销售规模也比过去两年大幅提升。

纵观制作封装引线框架的海外先进厂商的发展路径，无不是在规模做大后，再逐渐向封装的不同应用领域细化，进入更高利润率的包括特规品、定制化产品、特殊异形结构类产品等等。以今年的市场表现来看，大宗类的功率器件、晶体管类产品上半年已明显面临不小的库存压力，但是像台系的富鼎、大中等主要做中高端、特规品类 MOSFET 产品的 IDM 厂商仍能保持较好的获利表现，对应的他们的上游框架供应商长华等公司也有相对稳健的成长表现。另一方面，目前市场关注度很高的 Mini Led，当下国内业者普遍倾向于拥有成本竞争力、偏向传统封装制程的 POB，但引线框架的供应商仍然以台系业者为主，这就是在规模效应基础上的品类提升所倚赖的积累差距。

康强电子过去两年在蚀刻框架领域成功实现了产能的快速提升，目前已经是毫无疑问的本土龙头，在新的大股东明确、管理层稳定的基础上，依托我国本土强大的封装产业需求，接下来有望走出类似于长华等行业领先竞争企业的良好成长轨迹。

投资评级与建议：维持买入评级。一季度本身是引线框架行业淡季周期，同时受到疫情、供应链渠道端去库存等大环境行业方向的影响，公司的成长高度受到一定压抑，预计这一影响会持续至整个上半年，但站在当下 37 亿市值左右的位置，这种预期显然已经被市场有所消化。期待在行业影响淡化、边际效应递减后，下半年能逐渐重回冲压框架和蚀刻框架共同增长的态势，另外，随着蚀刻类产品应用品类提升、高级客户占比扩大的效应逐渐显现，公司的持续高阶成长路径也相对明朗。预估公司 2022-2024 年有望实现净利润分别为 2.51 亿、3.13 亿和 4.24 亿元，当前股价对应 PE 15.06、12.07 和 8.91 倍，维持公司买入评级。

风险提示：1) 受美国 QE 影响，上游金属材料涨幅超出预期；2) 公司蚀刻引线框架达产进度低于预期；3) 因封装行业出现特殊变故（如渠道大幅去库存、贸易战、技术变更等不可抗力）导致封装引线框架用量大幅波动。

■ 盈利预测和财务指标:

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2195	2740	3615	4970
(+/-%)	41.70	24.83	31.93	37.48
净利润(百万元)	181	251	313	424
(+/-%)	106.11	38.52	24.80	35.44
摊薄每股收益(元)	0.48	0.67	0.84	1.13
市盈率(PE)	20.87	15.06	12.07	8.91

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	146	216	420	872	1,195	营业收入	1,549	2,195	2,740	3,615	4,970
应收和预付款项	400	451	513	598	700	营业成本	1,258	1,781	2,221	2,926	4,013
存货	330	415	654	755	1,178	营业税金及附加	11	9	17	22	30
其他流动资产	132	218	239	290	295	销售费用	4	11	12	17	24
流动资产合计	1,008	1,300	1,825	2,514	3,368	管理费用	161	160	182	263	373
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	39	32	23	27	35
投资性房地产	70	75	63	51	39	资产减值损失	-3	-4	-5	-4	-3
固定资产	622	631	548	462	370	投资收益	5	-4	0	0	0
在建工程	27	34	36	34	37	公允价值变动	-5	2	1	-1	1
无形资产	74	70	60	50	41	营业利润	82	200	289	366	496
长期待摊费用	2	2	1	0	0	其他非经营损益	11	0	6	3	3
其他非流动资产	26	22	33	45	50	利润总额	93	201	295	369	499
资产总计	1,829	2,134	2,566	3,157	3,904	所得税	5	19	44	55	75
短期借款	414	421	521	633	783	净利润	88	181	251	313	424
应付和预收款项	241	363	431	593	771	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	117	45	45	45	45	归母股东净利润	88	181	251	313	424
其他负债	86	162	186	203	217						
负债合计	858	992	1,183	1,475	1,817	预测指标					
股本	375	375	375	375	375		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	112	112	112	112	112	毛利率	18.75%	18.85%	18.95%	19.06%	19.25%
留存收益	484	655	895	1,195	1,601	销售净利率	5.68%	8.26%	9.16%	8.67%	8.54%
归母公司股东权益	971	1,143	1,383	1,683	2,088	销售收入增长率	9.19%	41.71%	24.84%	31.93%	37.51%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-6.35%	83.31%	37.89%	22.76%	33.18%
股东权益合计	971	1,143	1,383	1,682	2,088	净利润增长率	-4.91%	106.11%	38.52%	24.80%	35.44%
负债和股东权益	1,829	2,134	2,566	3,157	3,904	ROE	0.09	0.16	0.18	0.19	0.2
						ROA	0.07	0.11	0.12	0.12	0.13
						ROIC	0.08	0.14	0.18	0.2	0.27
现金流量表(百万)						EPS(X)	0.23	0.48	0.67	0.84	1.13
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	PE(X)	43.02	20.87	15.06	12.07	8.91
经营性现金流	168	117	176	412	242	PB(X)	3.9	3.31	2.74	2.25	1.81
投资性现金流	6	-29	-41	-39	-34	PS(X)	2.44	1.72	1.38	1.05	0.76
融资性现金流	-140	-32	69	80	114	EV/EBITDA(X)	20.99	13.35	8.78	6.97	5.42
现金增加额	29	53	204	452	323						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。