



晶方科技 (603005.SH)：WLO 供应商整合顺利，有望进一步受益于 MLA 车灯放量

公司点评报告

事件点评

据晶方3月27日公告，公司拟通过晶方光电向境外股东继续购买其持有的 Anteryon 6.61% 股权。此前，公司已通过晶方光电及其全资子公司持有 Anteryon 74.48% 股权，本次收购后，公司共持有 Anteryon 81.09% 股权。公司通过本次收购强化了对 WLO 业务和半导体封装技术的整合，且有望进一步受益于 MLA 车灯放量带来的业绩弹性。

荷兰 Anteryon 前身是飞利浦光学电子事业部，已积累 30 多年相关产品研发经验，目前最大客户为荷兰 ASML。Anteryon 同时拥有混合镜头、晶圆级微型光学镜头 (WLO) 的量产能力，主要应用于光刻机的光学镜头以及 MLA 方案下的汽车迎宾灯。

我们预计 Anteryon 有望在 2023 年实现净利润 50% 的增长。自 2016 年宝马 7 系配置天使之翼地毯迎宾灯以来，众多汽车品牌开始导入更具有成像优势的 MLA (微透镜阵列) 方案的个性化车灯。MLA 投影芯片采用了 WLO 技术，由于生产工艺难度大，目前 Anteryon 和 ams OSRAM 是全球少数掌握 MLA 模组生产技术且量产的厂商。21 年 Anteryon 净利润约 1000 万元，如果车大灯业务在 Q4 开始实现收入，我们预计 Anteryon 23 年净利润有望实现 50% 增长。

消费电子领域把握 23H2 需求端复苏拐点，汽车领域量产规模持续提升。公司 22 年归母净利润预计同比下滑 58%-65%，主要受到手机领域需求低迷的拖累，根据对公司主要客户豪威和格科微的动态追踪，我们观察到 CIS 厂商 22Q4 仍面临加速计提存货减值，并将在 2023H1 继续去库存，我们预计公司在消费电子领域有望于 23H2 迎来需求端改善。公司在汽车领域先发优势明显，目前公司主要绑定豪威供应车内 CIS 封装，新产线产能逐步爬坡，后续有望继续加大投入。

投资建议

当前，我们认为公司在手机与安防领域的低迷表现已被市场充分预期，下游需求拐点有望于 23H2 出现。在汽车 CIS 领域，公司主要与豪威绑定，前期技术积累有望随产能释放逐步转化为收入。颇具看点的是公司未来在 WLO 业务上的机会，本次公司对 Anteryon 的进一步收购，彰显了公司对 WLO 业务发展的高度重视，未来 MLA 车灯的放量有望带给公司较大业绩弹性。我们预判公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 2.3/4.5/6.2 亿元，给予“推荐”评级。

风险提示

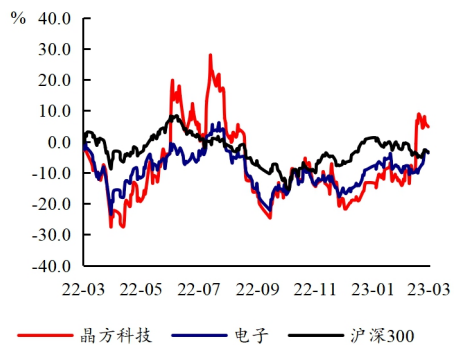
消费电子需求复苏缓慢，汽车电子领域技术路径变更，MLA 技术在车灯领域推广不及预期。

评级 推荐 (首次覆盖)

报告作者

作者姓名 彭琦
资格证书 S1710522060001
电子邮箱 pengq887@easec.com.cn
联系人 沈晓涵
电子邮箱 shenxh@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	653.21
流通 A 股/B 股(百万股)	653.21/0.00
资产负债率(%)	10.46
每股净资产(元)	6.06
市净率(倍)	4.10
净资产收益率(加权)	5.58
12 个月内最高/最低价	38.25/17.86

相关研究

盈利预测

项目(单位: 百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1411.17	1115.00	1540.80	2023.25
增长率 (%)	27.88	-20.99	38.19	31.31
归母净利润	576.05	232.15	451.83	622.33
增长率 (%)	50.95	-59.70	94.63	37.74
EPS (元/股)	1.41	0.36	0.69	0.95
市盈率 (P/E)	39.07	69.89	35.91	26.07
市净率 (P/B)	5.84	4.08	3.66	3.20

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所, 以 2023 年 3 月 27 日收盘价为基准

1. 本次收购的影响

根据晶方 3 月 27 日公告, 公司在先前已通过晶方光电及其全资子公司持有 Anteryon 74.48% 股权的基础上, 本次拟再通过晶方光电向境外股东继续购买其持有的 Anteryon 6.61% 股权。本次收购后, 公司共持有 Anteryon 81.09% 股权。公司通过本次收购强化了对 WLO 业务和半导体封装技术的整合, 且有望进一步受益于 MLA 车灯放量带来的业绩弹性。

荷兰 Anteryon 前身是飞利浦光学电子事业部, 已积累 30 多年相关产品研发经验, 目前最大客户为荷兰 ASML。Anteryon 同时拥有混合镜头、晶圆级微型光学镜头 (WLO) 的量产能力, 主要应用于光刻机的光学镜头以及 MLA 方案下的汽车迎宾灯。Anteryon 具备完整的 WLO 及模组制造量产线能力, 目前已将 Anteryon 的 WLO 制造技术整体移植到苏州工业园区, 已形成量产, 并在汽车及工业领域开始商业化应用。同时, WLO 技术与公司的晶圆级 TSV、扇外型及系统级 SIP 封装等工艺具备协同性, 可在 3D 深度识别领域形成解决方案, 目前公司也已经开始与战略客户深度合作进行开发。

我们预计 Anteryon 有望在 2023 年实现净利润 50% 的增长。自 2016 年宝马 7 系配置天使之翼地毯迎宾灯以来, 众多汽车品牌开始导入更具有成像优势的 MLA (微透镜阵列) 方案的个性化车灯。MLA 投影芯片采用了 WLO 技术, 由于生产工艺难度大, 目前 ams OSRAM 和 Anteryon 是全球少数掌握 MLA 模组生产技术且量产的厂商。目前 Anteryon 汽车迎宾灯单车价值量约 100 元人民币, 随公司与法雷奥、海拉等厂商在车前灯 WLO 方案上的接洽, 我们预计未来单车价值量有望突破千元人民币。未来随 MLA 技术在部分高端车型的车灯中成为标配, 有望带动公司业绩共振。如果车大灯业务在 Q4 开始实现收入, 我们预计 23 年 Anteryon 净利润有望实现 50% 增长。

图表 1. 地毯灯示意图



资料来源: 车灯研究院, 东亚前海证券研究所

图表 2. 车前照地灯示意图



资料来源: 智能汽车俱乐部, 东亚前海证券研究所

2. 公司各板块业务展望

- 在手机业务领域，把握 23H2 需求拐点。

公司 22 年归母净利润预计同比下滑 58%-65%，主要受到手机领域需求低迷的拖累，根据 IDC 数据，2022 年我国智能手机出货量约 2.86 亿台，同比下滑 13.2%，手机 CIS 需求也随之低迷且存货居高不下。根据对公司主要客户豪威和格科微的动态追踪，我们观察到 CIS 厂商 22Q4 仍面临加速计提存货减值，并将在 2023H1 继续去库存，我们预计公司在消费电子领域有望于 23H2 迎来需求端改善。

- 在汽车 CIS 领域，公司与豪威等客户进行绑定，量产规模处于持续提升过程中。

根据集微咨询数据，2025 年全球汽车电子行业的 CIS 市场规模有望达 32.7 亿美元，2021-2025 年 CAGR 达 14.3%。公司在汽车 CIS 晶圆级封装领域有多年积累，自 2019 年来已得到多轮车厂认证。目前在技术路线上可能的变量在于索尼在汽车 CIS 封装领域采用的 COB 封装也被车厂所考虑，相较于晶圆级封装，COB 封装虽然可靠性更高，但成品制造难度和良品率变动更大。目前公司主要给豪威供应车内 CIS 封装，新产线产能逐步爬坡，后续公司有望继续布局与加大投入。

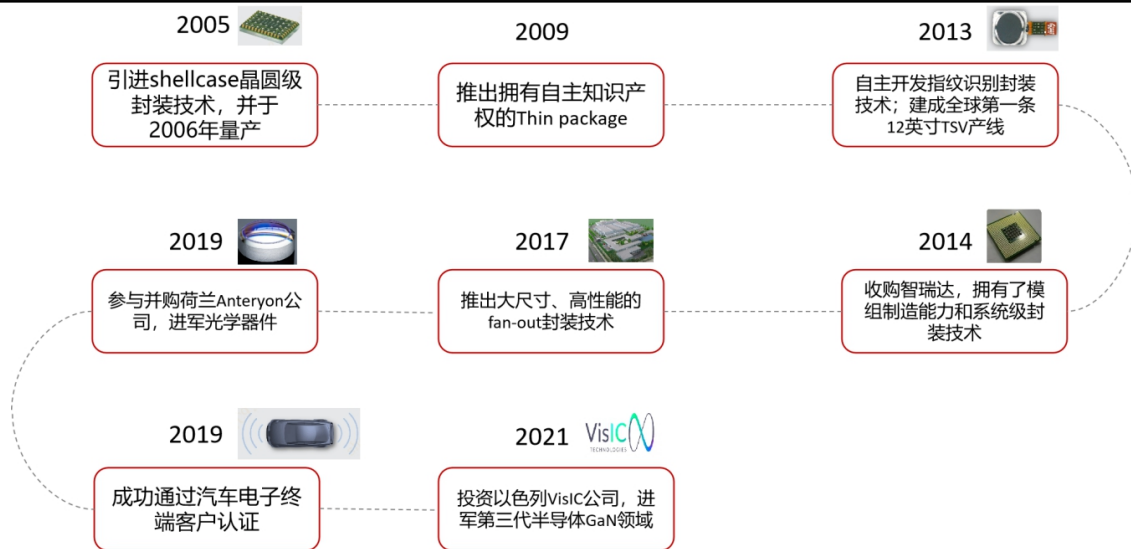
- 公司投资以色列 VisIC 公司，布局 GaN 器件领域。

公司通过晶方贰号产业基金对以色列 VisIC 公司进行投资（晶方贰号持股 17.12%，公司计入其他权益工具投资）。VisIC 是全球领先的 GaN 器件设计公司，研发团队拥有数十年的产品研发经验，并已开发出 GaN 大功率晶体管和模块，其专利技术的氮化镓功率器件可广泛应用于快充、电动汽车、5G 基站和数据中心、高功率激光等领域。目前 VisIC 在与国际知名汽车厂商共同开发 800V 及以上车载高功率氮化镓模块。公司通过对 VisIC 的布局，有望有效把握第三代半导体产业发展机遇。

3. 公司经营概况

晶方科技是国内晶圆级封测龙头。公司于 2005 年将以色列公司 Shellcase 的传感器类晶圆级先进封装技术引入国内，并于 2006 年实现量产，同时于 2009 年成功研发出拥有自主知识产权的超薄晶圆级芯片封装技术 (Thin Pac)，基本替代了从 Shellcase 引进的技术，并将应用扩展至 MEMS 和 LED 领域。2013 年公司自主开发指纹识别晶圆级封装技术，配套 iPhone 部分机型。2014 年公司收购 DRAM 封测厂智瑞达电子（原德资奇梦达苏州封测厂），全面导入传统封装量产能力，并在此基础上推出了扇出型系统级 (Fan-out SiP) 封装技术。2019 年公司收购荷兰 Anteryon，并于 2021 年并表，主要涉足混合镜头和晶圆型镜头业务。2021 年公司通过晶方产业基金对以色列 VisIC 公司进行投资，布局车用高功率氮化镓技术，实现产业链进一步拓展。

图表 3. 公司发展历程



资料来源：公司历年公告，东亚前海证券研究所

公司拥有晶圆级芯片尺寸封装（WLCSP）、硅通孔（TSV）等先进封装技术，目前同时具备8英寸和12英寸晶圆级芯片尺寸封装（WLCSP）技术的规模量产能力。公司晶圆级封装产品以800万像素以下的低像素影像传感器和指纹锁为主，下游广泛应用于手机、安防、汽车电子、3D传感等方向，主要客户包括豪威、SONY、晶相光、格科微、思特威、汇顶科技等。

图表 4. 公司封装产品应用及下游主要客户



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

当前，我们认为公司在手机与安防领域的低迷表现目前已被市场充分预期，下游需求拐点有望于23H2出现。在汽车CIS领域，公司主要与豪威绑定，前期技术积累有望随产能释放逐步转化为收入。颇具看点的是公司未来在WLO业务上的机会，本次公司对Anteryon的进一步收购，彰显了公司对WLO业务发展的高度重视，未来MLA车灯的放量有望带给公司较大业绩弹性。

我们预判公司2022/2023/2024年归母净利润分别为2.3/4.5/6.2亿元，给予“推荐”评级。

5. 风险提示

消费电子需求复苏缓慢：公司下游手机等消费电子复苏慢于预期，则可能导致 CIS 需求持续低迷，公司消费领域 CIS 封装订单持续下滑。

汽车电子领域技术路径变更：未来汽车 CIS 厂商考虑稳定性及价格等因素，进而选择了 COB 封装方式，则有可能导致公司在汽车 CIS 封装领域的量产进度减缓。

MLA 技术在车灯领域推广不及预期：若 MLA 技术推广缓慢，则 Anteryon 业绩增长速度可能不及预期。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1411.17	1115.00	1540.80	2023.25
%同比增速	27.88%	-20.99%	38.19%	31.31%
营业成本	673.42	588.40	781.51	998.84
毛利	737.75	526.60	759.28	1024.42
%营业收入	52.28%	47.23%	49.28%	50.63%
税金及附加	9.93	11.15	14.79	19.42
%营业收入	0.70%	1.00%	0.96%	0.96%
销售费用	4.92	8.92	11.09	14.57
%营业收入	0.35%	0.80%	0.72%	0.72%
管理费用	60.77	100.35	92.45	121.40
%营业收入	4.31%	9.00%	6.00%	6.00%
研发费用	179.97	217.43	231.12	303.49
%营业收入	12.75%	19.50%	15.00%	15.00%
财务费用	-44.82	-30.16	-35.50	-47.52
%营业收入	-3.18%	-2.71%	-2.30%	-2.35%
资产减值损失	-2.28	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.93	0.00	0.00	0.00
其他收益	67.89	39.03	53.93	70.81
投资收益	45.59	0.00	0.00	0.00
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	639.13	257.94	499.26	683.88
%营业收入	45.29%	23.13%	32.40%	33.80%
营业外收支	-0.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	638.81	257.94	499.26	683.88
%营业收入	45.27%	23.13%	32.40%	33.80%
所得税费用	60.09	25.79	47.43	61.55
净利润	578.72	232.15	451.83	622.33
%营业收入	41.01%	20.82%	29.32%	30.76%
归属于母公司的净利润	576.05	232.15	451.83	622.33
%同比增速	50.95%	-59.70%	94.63%	37.74%
少数股东损益	2.68	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	1.41	0.36	0.69	0.95

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.41	0.36	0.69	0.95
BVPS	9.44	6.08	6.77	7.72
PE	39.07	69.89	35.91	26.07
PEG	0.77	—	0.38	0.69
PB	5.84	4.09	3.67	3.22
EV/EBITDA	29.20	22.50	14.87	11.24
ROE	15%	6%	10%	12%
ROIC	12%	5%	9%	11%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2253	2654	3554	4394
交易性金融资产	20	20	20	20
应收账款及应收票据	127	158	210	217
存货	153	72	229	157
预付账款	1	1	1	1
其他流动资产	9	6	10	7
流动资产合计	2564	2911	4024	4796
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	902	623	300	126
无形资产	116	116	116	116
商誉	285	285	285	285
递延所得税资产	22	22	22	22
其他非流动资产	574	474	405	356
资产总计	4462	4431	5151	5701
短期借款	5	5	5	5
应付票据及应付账款	237	117	356	250
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	34	29	39	50
应交税费	25	11	15	20
其他流动负债	47	30	39	49
流动负债合计	348	193	454	374
长期借款	3	3	3	3
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	9	9	9	9
其他非流动负债	156	156	156	156
负债合计	517	361	623	542
归属于母公司的所有	3852	3976	4435	5065
少数股东权益	93	93	93	93
股东权益	3945	4070	4529	5158
负债及股东权益	4462	4431	5151	5701

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	613	516	900	1040
投资	-568	0	0	0
资本性支出	-365	0	0	-200
其他	57	0	0	0
投资活动现金流净额	-876	0	0	-200
债权融资	0	0	0	0
股权融资	87	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-80	-116	0	0
其他	4	0	0	0
筹资活动现金流净额	11	-116	0	0
现金净流量	-254	401	900	840

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

彭琦，近20年电子行业从业经验。曾担任intel和泰科电子等美资半导体和元器件公司市场和战略等相关工作。2010年起在券商从事电子和半导体行业证券研究工作，期间多次获得水晶球，IAMAC，金牛奖以及新财富相关奖项。后在大型PE和对冲基金有近4年买方经历。于2022年6月加入东亚前海担任电子行业首席分析师。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>