

2023年10月31日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩短期承压，切入先进封装材料领域引第二增长曲线

买入(首次)

—飞凯材料 (300398.SZ) 季报点评事件

分析师：王海明 S1050523070003

wanghm2@cfsc.com.cn

分析师：毛正 S1050521120001

maozheng@cfsc.com.cn

基本数据

2023-10-30

当前股价 (元)	17.17
总市值 (亿元)	91
总股本 (百万股)	529
流通股本 (百万股)	525
52周价格范围 (元)	14.22-22.19
日均成交额 (百万元)	199.97

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

飞凯材料发布三季度业绩报告：公司前三季度共实现营收 20.26 亿元，同比下降 9.54%，实现归母净利润 2.10 亿元，同比下降 34.42%。

投资要点

■ 业绩短期承压，拐点曙光初现，Q3 营收同比增长 19.04%

飞凯材料 2023 年第三季度实现营收 7.09 亿元，同比增长 19.04%，实现归母净利润 0.36 亿元，同比下降 46.89%。前三季度共实现营收 20.26 亿元，同比下降 9.54%，实现归母净利润 2.10 亿元，同比下降 34.42%，利润下降核心原因是公司 2023 年医药中间体业务在疫情结束后出现较大下滑，营业利润较上年同期减少。

公司自 2002 年成立以来，专注于材料行业的创新与突破，从光通信领域紫外固化材料的自主研发和生产开始，目前已将核心业务范围逐步拓展至半导体材料、屏幕显示材料和有机合成材料四大领域。其中，半导体材料主要包括应用于半导体制造及先进封装领域的光刻胶、临时键合解决方案及湿制程电子化学品如显影液、蚀刻液、剥离液、电镀液等，用于集成电路传统封装领域的锡球、环氧塑封料等。

■ 公司布局先进封装 (chiplet 等) 新材料领域，临时键合材料成为晶圆级封装技术核心突破

为满足集成电路的多功能化及产品的多元化，通过晶圆级封装技术克服摩尔定律物理扩展的局限性日趋重要。随着半导体晶圆制程对缩小特征尺寸和引入全尺寸三维集成需求的高涨，晶圆正朝着大尺寸、多芯片堆叠和超薄化方向发展，以实现高端芯片的高性能系统集成、多功能化和成本效益。

临时键合与解键合 (TBDB) 工艺作为超薄晶圆减薄、拿持的核心技术，受到越来越多的关注。(1) 随着先进封装中芯片尺寸的缩小，芯片晶圆越来越薄，容易出现卷曲甚至破片，因此在芯片制造流程中为了拿持超薄晶圆就必须采用临时键合技术将其临时黏接在厚载片上；(2) 在扇外型 (Fan-out) 晶圆级封装中，重构的塑封料晶圆翘曲较大，不利于后续作业制程，需要临时键合技术来提高封装精度；(3) 超薄器件的“增材制造”同样需要临时键合技术来支撑超薄器件层的

半导体工艺制程；(4) III-V 族化合物半导体材质性脆，为了防止加工过程中出现破碎，同样离不开临时键合技术。临时键合技术作为先进制造与封装的关键工艺，通过将器件晶圆固定在承载晶圆上，可为超薄器件晶圆提供足够的机械支撑，保证器件晶圆能够顺利安全地完成后续工艺制程，如光刻、刻蚀、钝化、溅射、电镀和回流焊等。临时键合材料的特性对于整个 TBDB 工艺都至关重要，需要保障前期粘接稳定性以及后期胶水的不遗留。针对目前 TBDB 工艺的应用，公司开发出包含键合胶、光敏胶、清洗液的整套临时键合解决方案，该方案支持热拆解、机械拆解以及激光拆解 3 种 TBDB 工艺。公司提供的临时键合方案对于 Cowos、Fan-out 等先进封装具有很好的稳定性和安全性。

研发投入聚焦先进封装 Bumping 厚胶，晶圆级封装关键工序凸点工艺对厚胶需求增长

晶圆级封装中凸点 (Bumping) 工艺是晶圆级封装过程的关键工序。与 IC 制造时使用的光刻胶相比，大多数封装技术中所用到的光阻层要厚很多。由于要确保凸点拥有足够的高度，因此需选用能在晶圆上厚涂的光刻胶。电镀凸点间距通常只有 150um，所以要求光阻层厚度在 50 到 100um 之间。金凸点主要用于 TAB 与 COG 技术，间距细时通常会低至 40um，有时凸点之间相隔只有 10um，此时精度与光阻层侧壁角度都十分重要，因为光阻层的形状将决定金属凸点的最终形状，光阻层厚度通常为 20-30um。铜柱技术也需要很厚的光刻胶，最大可达 150um。公司在半导体材料的研发投入主要集中在先进封装厚胶等的研发上，针对晶圆级封装开发出的厚胶，能够适应各种凸点工艺的不同需求，保障先进封装中芯片级别的互联。

盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 30.11、37.04、44.82 亿元，利润 3.83、5.82、7.16 亿元，EPS 分别为 0.73、1.10、1.35 元，当前股价对应 PE 分别为 23.7、15.6、12.7 倍，公司光刻胶等半导体材料产品有望进入先进封装领域，为公司业绩赋能，给予“买入”投资评级。

风险提示

行业竞争加剧的风险；新产品新技术研发的风险；公司规模扩张引起的管理风险；产品进入封装领域进展不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	2,907	3,011	3,704	4,482
增长率 (%)	10.6%	3.6%	23.0%	21.0%
归母净利润 (百万元)	435	383	582	716
增长率 (%)	12.6%	-11.8%	51.8%	22.9%

摊薄每股收益 (元)	0.82	0.73	1.10	1.35
ROE (%)	11.4%	9.3%	12.6%	13.8%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	2,907	3,011	3,704	4,482
现金及现金等价物	1,291	2,371	3,301	3,957	营业成本	1,764	1,837	2,237	2,707
应收款	1,051	627	284	295	营业税金及附加	24	30	37	45
存货	741	788	349	339	销售费用	150	155	193	233
其他流动资产	307	314	358	407	管理费用	246	301	333	403
流动资产合计	3,390	4,099	4,292	4,998	财务费用	44	0	-26	-44
非流动资产:					研发费用	184	220	270	327
金融类资产	122	122	122	122	费用合计	624	676	770	919
固定资产	1,463	1,486	1,435	1,358	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
在建工程	200	80	32	13	公允价值变动	-27	-27	-27	-27
无形资产	261	248	235	222	投资收益	11	0	11	11
长期股权投资	5	5	5	5	营业利润	495	437	663	814
其他非流动资产	995	995	995	995	加:营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	2,924	2,813	2,701	2,593	减:营业外支出	2	2	2	2
资产总计	6,314	6,912	6,993	7,591	利润总额	493	435	661	812
流动负债:					所得税费用	50	44	66	82
短期借款	944	944	944	944	净利润	444	391	594	730
应付账款、票据	399	680	280	287	少数股东损益	9	8	12	15
其他流动负债	391	391	391	391	归母净利润	435	383	582	716
流动负债合计	1,740	2,022	1,623	1,631					
非流动负债:					主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	636	636	636	636	成长性				
其他非流动负债	119	119	119	119	营业收入增长率	10.6%	3.6%	23.0%	21.0%
非流动负债合计	755	755	755	755	归母净利润增长率	12.6%	-11.8%	51.8%	22.9%
负债合计	2,495	2,777	2,378	2,386	盈利能力				
所有者权益					毛利率	39.3%	39.0%	39.6%	39.6%
股本	529	529	529	529	四项费用/营收	21.5%	22.5%	20.8%	20.5%
股东权益	3,819	4,135	4,615	5,205	净利率	15.3%	13.0%	16.0%	16.3%
负债和所有者权益	6,314	6,912	6,993	7,591	ROE	11.4%	9.3%	12.6%	13.8%
					偿债能力				
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	39.5%	40.2%	34.0%	31.4%
净利润	444	391	594	730	营运能力				
少数股东权益	9	8	12	15	总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6
折旧摊销	146	111	111	107	应收账款周转率	2.8	4.8	13.0	15.2
公允价值变动	-27	-27	-27	-27	存货周转率	2.4	2.4	6.5	8.1
营运资金变动	-170	653	339	-43	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	401	1136	1030	783	EPS	0.82	0.73	1.10	1.35
投资活动现金净流量	-158	98	99	96	P/E	20.9	23.7	15.6	12.7
筹资活动现金净流量	836	-75	-114	-141	P/S	3.1	3.0	2.5	2.0
现金流量净额	1,079	1,158	1,015	738	P/B	2.5	2.3	2.0	1.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电子、通信组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

王海明：新加坡国立大学工学硕士，曾任职于上汽、华为终端以及华为海思等核心部门，有丰富的硬件科技产业经历，曾任职于中银国际证券、德邦证券，2021 年水晶球入围。2023 年 7 月加入华鑫证券。重点研究契合中国制造、产业链自主可控的硬科技企业，深度覆盖并积累了华为、荣耀、蔚来等公司的产业资源。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场

以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。