



2018年10月10日

增持(首次评级)

分析师：王凤华

执业编号：S0300516060001

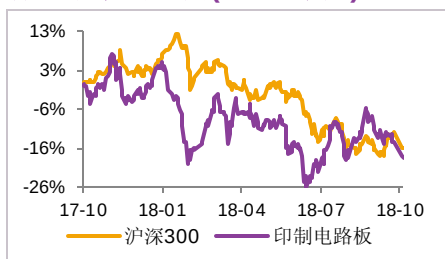
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：彭星煜

电话：010-66235716

邮箱：pengxingyu@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

相关研究

印制电路板

【联讯电子行业深度】PCB企业五年财报分析：行业整体持续增长，领先厂商各有优势

投资要点

✧ 服务国内外知名客户，大陆企业实力不断增强

大陆企业利用完整的供应链、先进的生产设备和管理等方面的优势，使得产业不断向中国转移，相关企业市场份额和地位不断提升。我们选取 A 股 PCB 公司，对其近五年的财务报表进行横向（公司）和纵向（时间）比较与分析，筛选出重点关注的公司。同时对重点公司进行更进一步的分析，发掘各公司的特点和优势。

✧ 行业整体持续增长，三大板块各有亮点

行业各指标整体良好。2013~2018H1 营业收入和归母净利润持续增长。毛利率、净利率从 2016 年起处于高水平。各项费用率基本保持稳定。研发费用及其占营业收入的比例持续提升。

PCB 制造、覆铜板营收保持增长，FPC 增长最快。PCB 制造、覆铜板维持较高毛利率。PCB 制造毛利率最高，覆铜板次之，FPC 最低。覆铜板领域一家独大，PCB 制造领域多家实力接近。

✧ 2013~2018H1 各公司财务数据比较与分析

对 2013~2018H1 各公司财务指标（盈利、成长、运营、现金流）进行比较与分析。综合考虑包括财务指标在内的多个因素，筛选出重点关注的：景旺电子、崇达技术、东山精密、生益科技、沪电股份、胜宏科技、深南电路。

✧ 重点关注公司财务数据比较与分析

重点关注的公司各有特点和优势。景旺电子是国内少数集三种印制电路板（RPCB、FPC、MPCB）生产与研发于一体的 PCB 制造商。2013~2018H1 公司营收和归母净利润增速、毛利率和净利率均在相对较高水平并相对更加稳定。各项费用率相对更低，并且相对更稳定。公司经营非常稳健。

崇达技术人均营收、人均净利润、人均薪酬均处于国内行业前列，是小批量板领先企业，目前积极开拓大批量市场。公司营收和归母净利润增速、毛利率和净利率均在相对较高水平，但是各项费用率相对较高。

胜宏科技扩产迅速。2018H1 公司再融资扩产项目已释放部分产能，预计年底实现全面达产。公司营收和归母净利润增速呈现上升趋势，毛利率、净利率相对较高并呈现上升趋势，期间费用率处于各厂商中间水平。

生益科技是国内第一、全球第二的印制电路板用覆铜板和粘结片生产商。5G 时代高频高速覆铜板细分市场望快速增长，这将给公司带来新的机遇。公司营收和归母净利润增速、毛利率和净利率呈现上升趋势，各项费用



率大多处于各厂商最低水平。

沪电股份以通讯板和汽车板为主，是通讯板领先企业。公司前期受到昆山厂搬迁和黄石新厂亏损影响业绩下滑。2018Q2 黄石厂首度实现单季扭亏为盈。公司产品良率持续提升，盈利能力逐渐恢复。沪电股份经营改善，营收增速、毛利率和净利率呈现上升趋势，归母净利润增速保持稳定。公司能较好的控制各项费用率，期间费用率、管理费用率为 PCB 制造企业最低，销售费用率相对最高，但呈现下降趋势。

东山精密通过收购 MFLX 进入 FPC 领域，规模位列全球前 5 位，进一步收购 Multek 进入 PCB 领域，完善整体布局。公司通过外延收购实现营收和净利润的快速增长，财务费用率上升明显，但期间、管理、销售费用率均明显改善，毛利率维持稳定，净利率呈现上升趋势。

深南电路采用 PCB、封装基板及电子装联 3 in 1 的模式，营收规模为内资第 1 位，通讯领域营收占比达 60%。公司多项指标处于中间水平。销售费用率为 PCB 制造企业最低，期间、管理、财务费用率相对较高，但均呈现下降趋势。毛利率相对稳定，净利率呈上升趋势。

景旺电子、生益科技总体财务指标水平相对较高。

✧ 投资建议

5G、消费电子、汽车电子、工业 4.0 等领域需求持续增长，HDI 和柔性线路板技术应用加深，产品技术附加值提高带动价格上涨，未来 PCB 市场将保持稳健增长。大陆企业利用完整的供应链、先进的生产设备和管理等方面的优势，使得产业不断向国内转移。大陆相关企业市场份额和地位不断提升。

中国 PCB 行业进入整合期。随着我国环保政策日趋严格，众多小企业环保投入不足，难以达到排放标准，面临关停、被收购的局面。规模以上企业迎来了产业整合的机会，纷纷通过扩产、收购、产品升级等方式发展壮大。下游应用对产品性能、技术、质量等方面提出了更高的要求，领先 PCB 企业在技术储备、生产设备、信息化管理、供应链统筹管理等方面的优势使其能提供更优质、更稳定的服务，市场份额将向领先企业集中。掌握先进工艺技术、优势客户资源等核心竞争力的企业将获得新的成长空间。

综合考虑经营规模、盈利能力、成长能力、资产结构、运营能力等指标，结合产能扩张、业务方向、研发能力、技术水平等因素，推荐重点关注：景旺电子、崇达技术、东山精密、生益科技、沪电股份、胜宏科技、深南电路。

✧ 风险提示

1、5G、汽车电子等应用不及预期的风险；2、宏观经济波动的风险；3、环保政策变化的风险；4、成本上涨的风险。



目 录

一、服务国内外知名客户，大陆企业实力不断增强	6
二、行业整体持续增长，三大板块各有亮点	10
（一）覆铜板领域一家独大，PCB 制造多家实力接近	10
（二）行业整体各指标良好，毛利率处于高水平	14
（三）PCB 制造、覆铜板维持较高毛利率，FPC 营收快速增长	17
三、2013~2018H1 各公司财务数据比较与分析	20
四、领先企业各有特点和优势	35
（一）重点关注公司财务数据比较与分析	35
（二）景旺电子：软硬结合双轮驱动，多项经营指标保持领先	39
（三）深南电路：内资 PCB 制造龙头，重点开发通信类产品	40
（四）胜宏科技：业绩增长明显，产能扩充迅速	42
（五）沪电股份：盈利能力逐渐恢复，通讯板维持优势地位	43
（六）崇达技术：人均指标持续领先，开拓大批量市场	44
（七）东山精密：外延收购快速成长，多产品协同完善布局	46
（八）生益科技：内资覆铜板龙头，5G 带来新机遇	47
五、投资建议	48
六、风险提示	49

图表目录

图表 1：A 股 PCB 产业相关公司主营业务	6
图表 2：A 股部分 PCB 公司产品应用领域	7
图表 3：A 股部分 PCB 公司主要客户	8
图表 4：2017 年 PCB 产业部分相关公司经营数据	9
图表 5：2017、2018H1 各公司 PCB 相关业务营业收入和增长率	10
图表 6：2017、2018H1 各公司归母净利润及增长率	11
图表 7：2017、2018H1 各公司非经常性损益	11
图表 8：2017、2018H1 各公司扣非归母净利润	12
图表 9：2017、2018H1 各公司毛利率、净利率	12
图表 10：2017、2018H1 各公司研发费用及占比	13
图表 11：2018H1 各公司各项费用率	13
图表 12：2013~2018H1 各公司合计营业收入及增长率	14
图表 13：2013~2018H1 各公司合计归母净利润及增长率	14
图表 14：2014~2017 年人均营业收入和增长率	15
图表 15：2014~2017 年人均归母净利润和增长率	15
图表 16：2013~2018H1 各公司整体毛利率	15
图表 17：2013~2018H1 各公司整体净利率	15



图表 18:	2013~2018H1 各公司整体费用率	16
图表 19:	2014~2017 年各公司整体研发支出及占比	16
图表 20:	2013~2018H1 各公司整体存货及占营业收入比例	16
图表 21:	2013~2018H1 各公司整体应收账款及占营业收入比例	16
图表 22:	2013~2018H1 各公司整体应付账款及占营业成本比例	17
图表 23:	2013~2018H1 各公司整体资产负债率	17
图表 24:	2013~2018H1 各公司整体销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	17
图表 25:	2013~2018H1 各公司整体经营活动现金净流量/归母净利润	17
图表 26:	2013~2018H1 PCB 制造公司营业收入和增长率	18
图表 27:	2014~2018H1 PCB 制造公司毛利率	18
图表 28:	2013~2017 年 FPC 制造公司营业收入和增长率	18
图表 29:	2014~2017 年 FPC 制造公司毛利率	18
图表 30:	2013~2018H1 覆铜板公司营业收入和增长率	19
图表 31:	2013~2018H1 覆铜板公司毛利率	19
图表 32:	2013~2018H1 各公司营业收入及增长率	20
图表 33:	2013~2018H1 各公司归母净利润及增长率	21
图表 34:	2014~2017 年各公司员工人数和人均薪酬	22
图表 35:	2014~2017 年各公司人均营业收入和人均归母净利润	23
图表 36:	2013~2018H1 各公司毛利率和净利率	24
图表 37:	2013~2018H1 各公司 ROE（加权）和 ROA	25
图表 38:	2013~2018H1 各公司期间费用率和财务费用率	26
图表 39:	2013~2018H1 各公司销售费用率和管理费用率	27
图表 40:	2013~2018H1 各公司研发费用及占比	28
图表 41:	2013~2018H1 各公司存货/营业收入和应收账款/营业收入	29
图表 42:	2013~2018H1 各公司应付账款/营业成本和资产负债率	30
图表 43:	2014~2018H1 各公司存货周转天数和应收账款周转天数	31
图表 44:	2014~2018H1 各公司应付账款周转天数和营业周期	32
图表 45:	2013~2017 年各公司固定资产周转率和营业周期	33
图表 46:	2013~2018H1 各公司销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入和经营活动现金流量净额/归母净利润	34
图表 47:	2013~2018H1 重点公司营业收入对比	35
图表 48:	2013~2108H1 重点公司归母净利润	35
图表 49:	2013~2018H1 重点公司营业收入增长率	36
图表 50:	2013~2108H1 部分重点公司归母净利润增长率	36
图表 51:	2013~2018H1 重点公司毛利率	36
图表 52:	2013~2108H1 重点公司净利率	36
图表 53:	2013~2017 年重点公司 ROE（加权）	37
图表 54:	2013~2107 年重点公司 ROA	37



图表 55:	2013~2018H1 重点公司期间费用率.....	37
图表 56:	2013~2108H1 重点公司销售费用率.....	37
图表 57:	2013~2018H1 重点公司管理费用率.....	38
图表 58:	2013~2108H1 重点公司财务费用率.....	38
图表 59:	2013~2018H1 重点关注公司财务指标水平与趋势.....	38
图表 60:	2013~2018H1 景旺电子营业收入和增长率.....	40
图表 61:	2013~2108H1 景旺电子归母净利润和增长率.....	40
图表 62:	2013~2018H1 景旺电子各项费用率.....	40
图表 63:	2013~2108H1 景旺电子 ROE（加权）、毛利率、净利率.....	40
图表 64:	2013~2018H1 深南电路营业收入和增长率.....	41
图表 65:	2013~2108H1 深南电路归母净利润和增长率.....	41
图表 66:	2013~2018H1 深南电路各项费用率.....	41
图表 67:	2013~2108H1 深南电路 ROE（加权）、毛利率、净利率.....	41
图表 68:	2013~2018H1 胜宏科技营业收入和增长率.....	42
图表 69:	2013~2108H1 胜宏科技归母净利润和增长率.....	42
图表 70:	2013~2018H1 胜宏科技各项费用率.....	43
图表 71:	2013~2108H1 胜宏科技 ROE（加权）、毛利率、净利率.....	43
图表 72:	2013~2018H1 沪电股份营业收入和增长率.....	44
图表 73:	2013~2108H1 沪电股份归母净利润和增长率.....	44
图表 74:	2013~2018H1 沪电股份技术各项费用率.....	44
图表 75:	2013~2108H1 沪电股份 ROE（加权）、毛利率、净利率.....	44
图表 76:	2013~2018H1 崇达技术营业收入和增长率.....	45
图表 77:	2013~2108H1 崇达技术归母净利润和增长率.....	45
图表 78:	2013~2018H1 崇达技术各项费用率.....	46
图表 79:	2013~2108H1 崇达技术 ROE（加权）、毛利率、净利率.....	46
图表 80:	2013~2018H1 东山精密营业收入和增长率.....	47
图表 81:	2013~2108H1 东山精密归母净利润和增长率.....	47
图表 82:	2013~2018H1 东山精密各项费用率.....	47
图表 83:	2013~2108H1 东山精密 ROE（加权）、毛利率、净利率.....	47
图表 84:	2013~2018H1 生益科技营业收入和增长率.....	48
图表 85:	2013~2108H1 生益科技归母净利润和增长率.....	48
图表 86:	2013~2018H1 生益科技各项费用率.....	48
图表 87:	2013~2108H1 生益科技 ROE（加权）、毛利率、净利率.....	48



一、服务国内外知名客户，大陆企业实力不断增强

印制电路板（PCB，Printed Circuit Board）是电子设备的必需品。PCB 制造是电子信息产品制造的基础行业。未来 5G、消费电子、汽车电子、工业 4.0 等领域需求持续增长，HDI 和柔性线路板技术应用加深，产品技术附加值提高带动价格上涨，这些都将推动 PCB 市场保持稳健增长。Prismark 预计 2017~2022 年全球 PCB 产值保持 3.2% 年均复合增长率。

大陆企业利用完整的供应链、先进的生产设备和管理等方面的优势，使得产业不断向国内转移，相关企业市场份额和地位不断提升。Prismark 预计 2017~2022 年中国 PCB 行业产值年均复合增长率为 3.7%，高于全球的增长速度。2016 中国 PCB 产业产值约占全球的 50%，2017 年提高至 50.5%，预计 2022 年将提高至 51.9%。

我们选取 A 股 PCB 公司，对其近五年的财务报表进行横向（公司）和纵向（时间）比较与分析，筛选出重点关注的公司。同时对重点公司进行更进一步的分析，发掘各公司的特点和优势。

A 股 PCB 产业链有 34 家公司，包含 PCB 制造、FPC 制造、覆铜板、上游原材料与设备公司，部分公司同时拥有多个 PCB 产业链环节的业务。企业业务各有侧重和特点。东山精密通过收购 MFLX 进入 FPC 领域，规模位列全球前 5 位，进一步收购 Multek 进入 PCB 领域，完善整体布局。深南电路采用 PCB、封装基板及电子装联 3 in 1 的模式，营收规模为内资第 1 位，通讯领域营收占比达 60%。景旺电子是国内少数集三种印制电路板生产与研发能力于一身的厂商，内资企业中位于第 2 位。崇达技术位于内资 PCB 第 4 位，人均产值、净利润处于国内领先水平，是小批量板领先企业。生益科技是国内第 1、全球第 2 的印制电路板用覆铜板和粘结片生产商。沪电股份以通讯板和汽车板为主，是通讯板领先企业。超声电子高阶 HDI 产品处于国内领先。依顿电子专注于高精度、高密度双层及多层 PCB，车用产品占比较大。胜宏科技位于内资 PCB 第 6 位，高密度多层 VGA（显卡）PCB 市场份额全球第一。弘信电子采用卷对卷技术生产 FPC。超华科技则采用全产业链整合的模式。杰赛科技是国内最大的军用 PCB 企业。丹邦科技采用 PI 膜+FCCL+COF 柔性封装基板+COF 产品的全产业链模式。

图表1： A 股 PCB 产业相关公司主营业务

证券代码	公司名称	主营业务	上市时间
002475.SZ	立讯精密	连接线、连接器、马达、无线充电、天线、声学、电子模块、FPC 等	2010
002384.SZ	东山精密	FPC、LED 及其显示器件、触控面板及 LCM 模组、通信设备组件及其他	2010
002217.SZ	合力泰	全面屏模组、触摸屏模组、液晶显示模组、电子纸模组、摄像头模组、指纹识别模组、无线充电模组核心零部件、与 5G 配套的高频材料及配套的柔性线路板、盖板玻璃、背光等	2008
002008.SZ	大族激光	激光标记、激光切割、激光焊接设备、PCB 专用设备、机器人、自动化设备及配套的系统解决方案	2004
600183.SH	生益科技	覆铜板和粘结片、印制线路板	1998
002544.SZ	杰赛科技	国内最大的军用印制电路板公司，移动通信网络规划设计、轨道交通通信	2011
002916.SZ	深南电路	印制电路板、封装基板及电子装联	2017
600601.SH	方正科技	HDI 板、普通多层板、系统板、大型背板等并为客户提供 QTA 和 NPI 服务，宽带服务，智慧城市	1990
002463.SZ	沪电股份	14-38 层企业通讯市场板、中高阶汽车板，并以工业设备板等为有力补充	2010
000823.SZ	超声电子	印制线路板、液晶显示器及触摸屏、超薄及特种覆铜板、超声电子仪器	1997
603228.SH	景旺电子	RPCB、FPC（含 SMT）和 MPCB	2017
002636.SZ	金安国纪	覆铜板、电子级玻纤布、半固化片、PCB	2011
603328.SH	依顿电子	高精度、高密度双层及多层印刷线路板	2014



证券代码	公司名称	主营业务	上市时间
002436.SZ	兴森科技	PCB 业务、军品业务、半导体业务	2010
002815.SZ	崇达技术	双面板、高多层板、HDI 板、厚铜板、背板、软硬结合板、埋容板、立体板、铝基板、高频板等	2016
300476.SZ	胜宏科技	双面板、多层板、HDI，高密度多层 VGA（显卡）PCB 市场份额全球第一	2015
603920.SH	世运电路	单面板、双面板、多层板，未来拓展至柔性线路板、金属基板及软硬结合板	2017
603936.SH	博敏电子	双面板、多层板（含 HDI）、挠性板、刚挠结合板、其他特种基板（金属基板、高频板、厚铜板）	2015
002913.SZ	奥士康	PCB 硬板，按层数可分为双面板、四层板、六层板、八层及以上板，拓展高阶 HDI 和汽车板	2017
603186.SH	华正新材	覆铜板、绝缘材料、热塑性蜂窝板和铝塑复合膜等复合材料，建成了业内先进的高频覆铜板专用生产线	2017
300657.SZ	弘信电子	FPC、软硬结合板、背光源模组	2017
002288.SZ	超华科技	提供包括铜箔基板、铜箔、半固化片、单/双面覆铜板、单面印制电路板、双面多层印制电路板、覆铜板专用木浆纸、钻孔及压合加工在内的全产业链产品线的生产和服务	2009
002741.SZ	光华科技	PCB 化学品、锂电池材料及化学试剂	2015
300410.SZ	正业科技	PCB、FPC、LCD、OLED、LCM 等设备	2014
603002.SH	宏昌电子	环氧树脂，其中阻燃型环氧树脂用于覆铜板	2012
002579.SZ	中京电子	双面板、多层板、高密度互联板（HDI）、柔性电路板（FPC）、刚挠结合板（R-F）和柔性电路板组件（FPCBA）	2011
300739.SZ	明阳电路	单/双面板、多层板，产品以定制化小批量刚性板为主，产品类型覆盖 HDI 板、刚挠结合板、厚铜板、金属基板、高频板、挠性板等	2018
603386.SH	广东骏亚	双面板、多层板等（含 SMT 产品）	2017
002866.SZ	传艺科技	笔记本电脑键盘薄膜开关线路板（MTS）、笔记本电脑触控板（Touch Pad）及按键（Button）、笔记本电脑等消费电子产品所用柔性印刷线路板（FPC）和笔记本电脑键盘（Keyboard）	2017
300227.SZ	光韵达	激光智能制造解决方案提供商，PCB 类业务为服务类型业务，包括柔性线路板激光成型、钻孔、PCB 分板、软硬结合板激光切割及钻孔等	2011
300632.SZ	光莆股份	LED 照明及 LED 应用关键零部件（LED 封装、LED 背光组件、FPC）	2017
002134.SZ	天津普林	HDI 板、多层板、单/双面板、刚挠结合板、阶梯板和其他特殊材质板（主要包括铝基板和厚铜板等）	2007
300576.SZ	容大感光	PCB 感光油墨、光刻胶及配套化学品、特种油墨等电子化学品	2016
002618.SZ	丹邦科技	FPC、COF 柔性封装基板、COF 产品及关键配套材料聚酰亚胺薄膜（PI 膜）	2011

资料来源：联讯证券

A 股 PCB 公司产品覆盖通信、汽车电子、消费电子、军工、工控、医疗、航空航天、计算机、家电、照明等领域。

图2： A 股部分 PCB 公司产品应用领域

证券代码	公司名称	应用领域
002384.SZ	东山精密	通信、汽车、消费电子、企业计算服务、工业和新兴产业
600183.SH	生益科技	手机、汽车、通讯设备、计算机以及各种高档电子产品
002544.SZ	杰赛科技	通信/军工印制电路板制造
002916.SZ	深南电路	以通信设备为核心，重点布局航空航天和工控医疗等领域，逐步加大对 5G、新能源汽车、物联网等相关产品的研发与投入
600601.SH	方正科技	通信设备、通讯终端、IT 产品、工业医疗、汽车电子和消费电子等
002463.SZ	沪电股份	通讯设备、汽车、工业设备、微波射频等
000823.SZ	超声电子	通讯产品、汽车电子产品、消费电子产品、家电产品、工业及医疗电子、电脑及周边设备等
603228.SH	景旺电子	计算机及网络设备、通信设备及终端、工业控制及医疗、消费电子、汽车电子等
002636.SZ	金安国纪	家电、计算机、照明设备、通讯设备等



证券代码	公司名称	应用领域
603328.SH	依顿电子	汽车电子、通讯设备、消费电子、计算机、工业控制等
002436.SZ	兴森科技	通信设备、工业控制及仪器仪表、医疗电子、轨道交通、计算机应用（PC 外设及安防、IC 及板卡等）、航空航天、国防军工、半导体等
002815.SZ	崇达技术	通信设备、工业控制、医疗仪器、安防电子和航空航天等
300476.SZ	胜宏科技	计算机、通信、消费电子、汽车电子、工业控制、医疗仪器、航空航天等
603920.SH	世运电路	计算机及周边设备、消费电子、汽车电子、工业控制、医疗设备等
603936.SH	博敏电子	通讯设备、汽车电子、医疗器械、军工高科技产品、检测系统、航空航天、家用电器等
002913.SZ	奥士康	计算机、消费电子、通讯设备、汽车电子、工控设备以及医疗电子等领域。逐渐向通讯网络、伺服器（云计算）、汽车电子及 HDI 等高附加价值产品推进
603186.SH	华正新材	计算机、通信、电工电气、仪器仪表、消费类电子、交通物流等终端市场
300657.SZ	弘信电子	形成以手机模组为基本盘，手机直供、车载电子、工控医疗、海外业务等重点突破的多元化业务结构
002579.SZ	中京电子	消费电子、网络通讯、汽车电子、医疗终端、金融终端、人工智能、激光读取、生物识别、VR/AR、智能穿戴、无人机等
300739.SZ	明阳电路	工业控制、医疗电子、汽车电子、通信设备、LED 照明等
603386.SH	广东骏亚	消费电子、工业控制及医疗、计算机及网络设备、汽车电子等
300632.SZ	光莆股份	LED 照明、显示器、平板电脑、手机、新能源电池等
002134.SZ	天津普林	航空航天、计算机网络、数字通讯、汽车电子、工业控制、仪器仪表、医疗器械、消费电子等
002618.SZ	丹邦科技	消费电子、医疗器械、特种计算机、智能显示、高端装备产业等微电子领域

资料来源：联讯证券

A 股 PCB 公司服务国内外知名客户。

图表3：A 股部分 PCB 公司主要客户

证券代码	公司名称	主要客户
002384.SZ	东山精密	苹果、谷歌、微软、小米、OPPO、爱立信、特斯拉、IBM、飞利浦、惠普、NEC、佳能等
600183.SH	生益科技	BOSCH、CONTINENTAL、华为、中兴、NOKIA、浪潮、格力等
002916.SZ	深南电路	华为、中兴、诺基亚、霍尼韦尔、通用电气、GE 医疗、博世、比亚迪、联想、日月光等
603228.SH	景旺电子	海拉、天马、华为、vivo、深超、西门子、纬创、捷普、信利、霍尼韦尔、欧司朗、法雷奥、安波福、德尔福、Lumileds、三星 SDC、宁德时代、安费诺、德普特等
603328.SH	依顿电子	伟创力、捷普、纬创、德尔福、大陆、旭福、雅达、普瑞、华为、Bose、法雷奥等
002815.SZ	崇达技术	艾默生、博世、施耐德、霍尼韦尔、3M、飞利浦、中国中车、东芝、松下、伟创力、康普、海康威视、大华科技、富士通、麦格纳、谷歌、村田，与华为、三星达成了合作意向
603920.SH	世运电路	松下、伸光制作所、捷普、代傲、伟创力、王氏港建等
002913.SZ	奥士康	现友产业、大德电子、共进股份、德赛西威、健鼎科技、富士康、达创科技、联想、Mobis、住友商事、Brother、创维等
300657.SZ	弘信电子	深天马、深超光电、京东方、欧菲科技、群创光电、东山精密、比亚迪、联想、美图等
002288.SZ	超华科技	飞利浦、美的、景旺电子、金安国纪、崇达技术、依顿电子、胜宏科技、奥士康、博敏电子、华正新材、广东骏亚、中京电子等
002579.SZ	中京电子	TP-LINK、BYD、LG、SONY、TCL、Honeywell、DELL、Wistron、Lite On、小米、海康威视、大疆、华勤、闻泰、龙旗、洲明科技、艾比森、强力巨彩、西安诺瓦、华为、京东方、欧菲科技、伯恩光学、深天马、日立等
300739.SZ	明阳电路	伟创力、艾尼克斯、贝莱胜、艾佳普、伍尔特、Adtran、达科、江森自控等
603386.SH	广东骏亚	视源股份、长虹、冠捷、伟创力、TCL、比亚迪、华阳通用电子、小米、欣旺达等

资料来源：联讯证券

选取 PCB 相关业务占营业收入比重较大或金额较大的 24 家公司进行比较。深南电



路 PCB、封装基板营业收入分别为 38.94、7.54 亿元，合计占营业收入比例 82%。方正科技 PCB 营业收入 25.74 亿元，占比 50%。超声电子 PCB、覆铜板营业收入分别为 23.1、7.63 亿元，合计占比 71%。华正新材覆铜板营业收入 10.27 亿元，占比 68%。东山精密 FPC 营业收入 63.9 亿元，占比 42%。合力泰 FPC 营业收入 10.4 亿元，占比 6.9%。弘信电子 FPC、刚挠结合板营业收入分别为 9.14、1.08 亿元，合计占比 69%。兴森科技 PCB 营业收入为 25.26 亿元，占比 77%。其余企业 PCB 业务占其营业收入绝大部分。

根据 2017 年营收情况进行排位。PCB 制造企业中深南电路、沪电股份、景旺电子、依顿电子、崇达技术、超声电子营收规模保持领先。FPC 制造企业中东山精密位居第一位。覆铜板企业中生益科技位居第一位。

图表4： 2017 年 PCB 产业部分相关公司经营数据

	2017 年 营业收入 (亿元)	2017 年 营收增速	2017 年 归母净利润 (亿元)	2017 年 归母净利润 增速	2017 年 毛利率	2017 年 净利率	2017 年 ROE (加权)	主营业务
深南电路	56.9	24%	4.5	63%	22.4%	7.9%	25.6%	PCB、封装基板
方正科技	51.0	-23%	-8.2	-1355%	17.1%	-16.1%	-24.1%	PCB
沪电股份	46.3	22%	2.0	56%	17.9%	4.4%	6.0%	PCB
超声电子	43.3	23%	1.9	3%	20.7%	5.6%	6.3%	PCB、覆铜板
景旺电子	41.9	28%	6.6	23%	32.5%	15.7%	21.5%	PCB、FPC
依顿电子	32.9	12%	5.5	-6%	33.4%	16.8%	11.7%	PCB
兴森科技	32.8	12%	1.6	-14%	29.3%	5.8%	6.9%	PCB
崇达技术	31.0	38%	4.4	18%	32.6%	14.3%	20.3%	PCB
胜宏科技	24.4	34%	2.8	21%	26.0%	11.5%	14.7%	PCB
世运电路	19.6	20%	1.8	-32%	22.1%	9.2%	9.8%	PCB
博敏电子	17.6	30%	0.7	22%	17.5%	3.7%	6.8%	PCB
奥士康	17.4	32%	1.7	-9%	24.0%	10.0%	18.5%	PCB
中京电子	10.8	36%	0.2	-79%	17.0%	2.2%	2.4%	PCB、FPC
明阳电路	10.5	29%	1.2	-5%	31.3%	11.1%	24.2%	PCB
广东骏亚	9.9	24%	0.7	9%	17.6%	6.6%	17.7%	PCB
天津普林	4.3	17%	0.1	114%	11.9%	3.3%	3.3%	PCB
生益科技	107.5	26%	10.7	44%	21.5%	10.4%	20.1%	覆铜板、PCB
金安国纪	36.8	20%	5.4	58%	26.8%	14.6%	27.2%	覆铜板
华正新材	15.1	21%	0.9	10%	20.8%	6.2%	16.2%	覆铜板
东山精密	153.9	83%	5.3	265%	14.3%	3.4%	9.4%	FPC
合力泰	151.1	28%	11.8	35%	17.1%	7.7%	12.2%	FPC
弘信电子	14.8	41%	0.7	59%	12.6%	5.5%	12.9%	FPC、刚挠结合板
丹邦科技	3.2	17%	0.3	3%	36.4%	8.0%	1.5%	FPC
超华科技	14.4	39	0.4	160	15.3%	2.6%	2.2%	全产业链

资料来源：Wind、联讯证券



二、行业整体持续增长，三大板块各有亮点

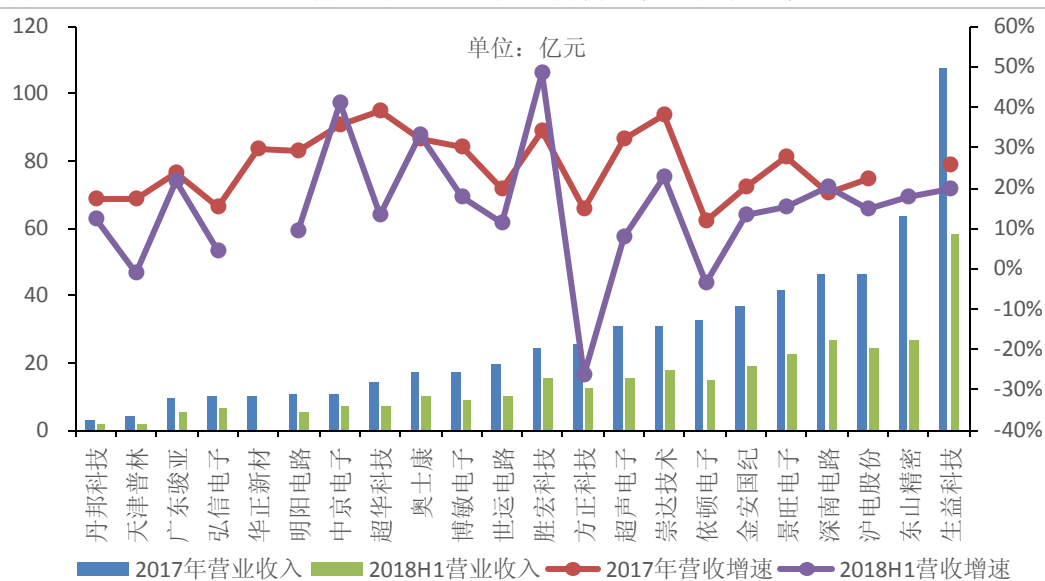
（一）覆铜板领域一家独大，PCB 制造多家实力接近

在上述 24 家公司的基础上剔除兴森科技和合力泰，选取 22 家公司进行更进一步的比较。（兴森科技 PCB 业务统计口径变化，合力泰 FPC 业务占总营收比例较小，故剔除。）

东山精密为 FPC 业务营收。深南电路为 PCB 和封装基板业务营收。方正科技为 PCB 业务营收。超声电子为 PCB 和覆铜板业务营收。华正新材为覆铜板业务营收。弘信电子为 FPC 和刚挠结合板营收。

根据各公司 2017 年 PCB 及相关业务营业收入规模顺序排列。2017 年生益科技营业收入达到 107.5 亿元，位居第一位。随后是东山精密 63.9 亿元、沪电股份 46.3 亿元。2017 年各公司营收均有较好增速，超华科技(39%)、崇达技术(38.1%)、胜宏科技(34.4%)分列前三位（东山精密因并表导致 FPC 营收大幅增长，因此不参与比较）。2018H1 胜宏科技(49%)、中京电子(41%)、奥士康(33%)分列前三位。大部分企业 2017 年全年营业收入增速高于 2018H1 增速。中京电子、胜宏科技、奥士康、广东骏亚、深南电路 2018H1 营收增速高于或与 2017 年基本持平。

图表5： 2017、2018H1 各公司 PCB 相关业务营业收入和增长率



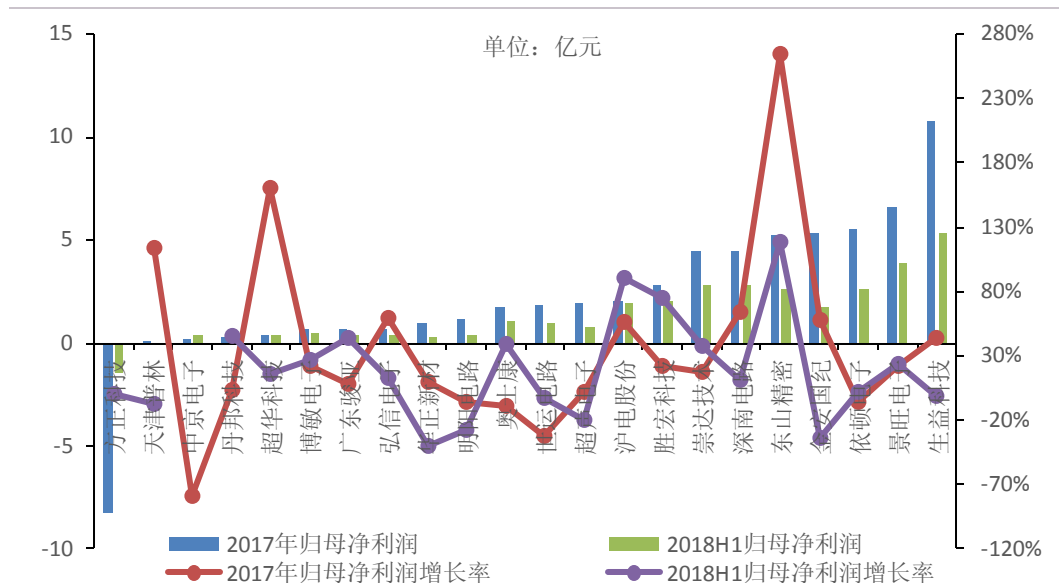
资料来源：Wind、联讯证券

2017 年归母净利润前 5 位分别为生益科技（10.75 亿元）、景旺电子（6.6 亿元）、依顿电子（5.53 亿元）、金安国纪（5.37 亿元）、东山精密（5.26 亿元）。2018H1 生益科技（5.33 亿元）、景旺电子（3.9 亿元）分列前两位，崇达技术（2.8 亿元）和深南电路（2.8 亿元）归母净利润基本相同，位居第三位。

2018H1 中京电子（628%，增速较高，未在图中显示）、东山精密（118%）、沪电股份（91%）归母净利润增速分列前 3 位。（中京电子、方正科技增长率波动幅度大，故不在图中显示）



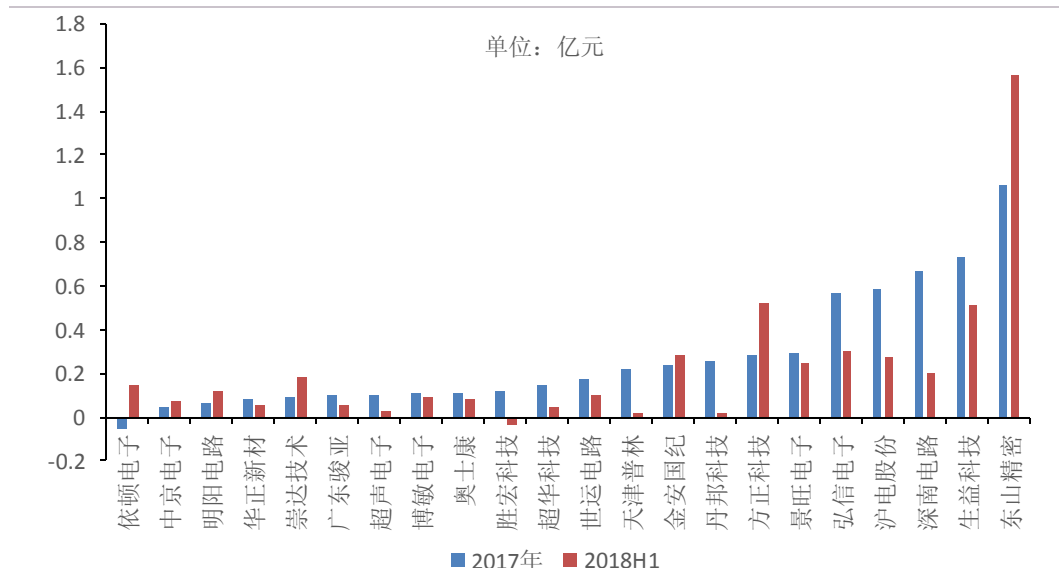
图表6： 2017、2018H1 各公司归母净利润及增长率



资料来源：Wind、联讯证券

2017 年非经常性损益前 5 位分别为东山精密（1.06 亿元）、生益科技（0.73 亿元）、深南电路（0.67 亿元）、沪电股份（0.59 亿元）、弘信电子（0.57 亿元）。2018H1 前 5 位分别为东山精密（1.56 亿元）、方正科技（0.52 亿元）、生益科技（0.51 亿元）、弘信电子（0.31 亿元）、沪电股份（0.28 亿元）。除个别企业，PCB 行业非经常性损益整体较低。

图表7： 2017、2018H1 各公司非经常性损益

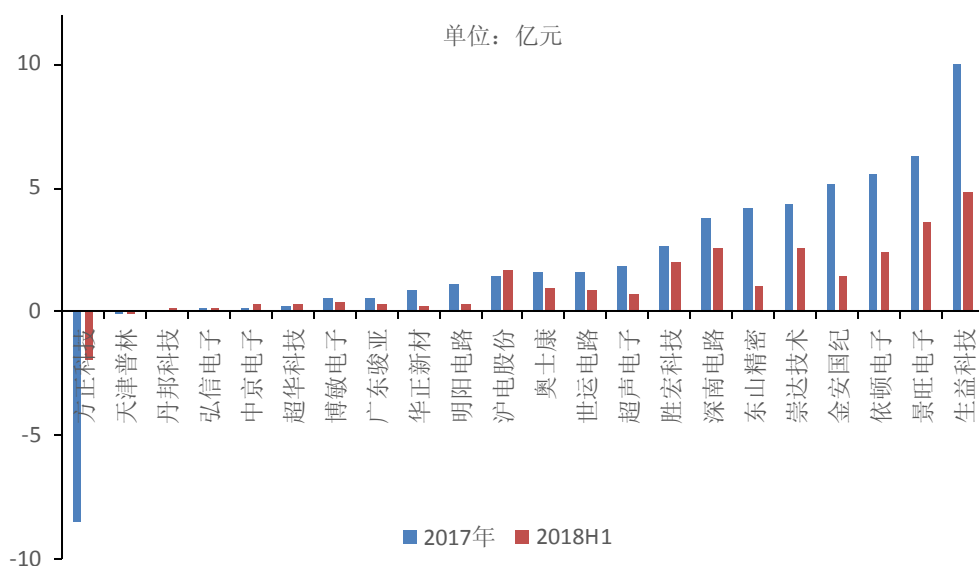


资料来源：Wind、联讯证券

2017 年扣非归母净利润前 5 位分别为生益科技（10.02 亿元）、景旺电子（6.3 亿元）、依顿电子（5.58 亿元）、金安国纪（5.14 亿元）、崇达技术（4.35 亿元）。



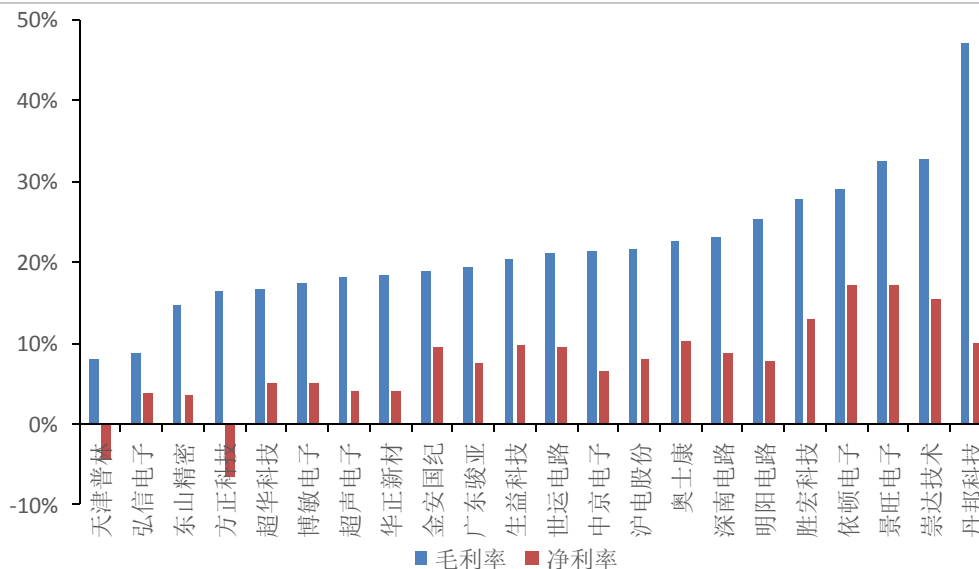
图表8： 2017、2018H1 各公司扣非归母净利润



资料来源：Wind、联讯证券

大部分 PCB 企业毛利率在 15%~30%之间。丹邦科技毛利率（47.09%）最高，随后是崇达技术（32.68%）、景旺电子（32.63%）、依顿电子（29.03%）、胜宏科技（27.83%）。大部分 PCB 企业净利率在 10%以内。高于 10%的企业依次是景旺电子（17.19%）、依顿电子（17.16%）、崇达技术（15.46%）、胜宏科技（13.04%）、奥士康（10.16%）、丹邦科技（10.05%）。

图表9： 2017、2018H1 各公司毛利率、净利率

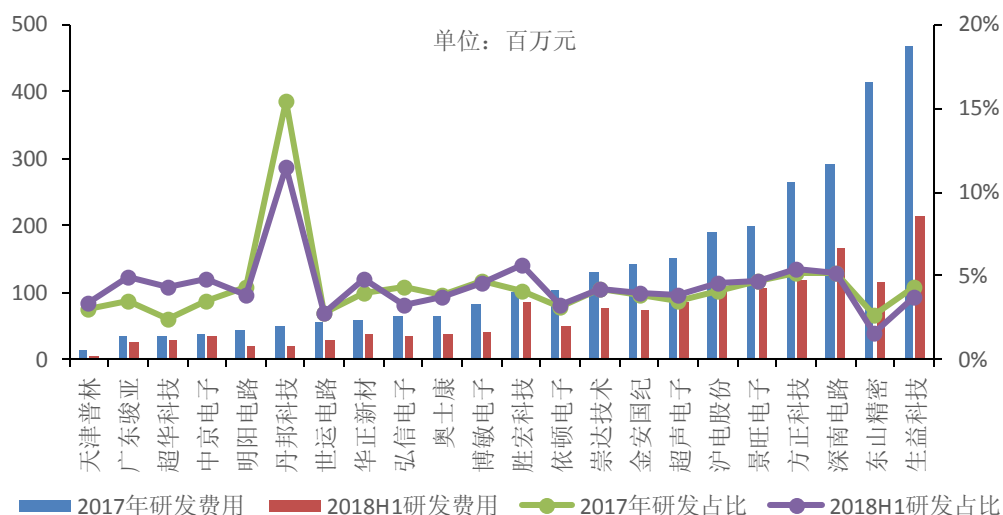


资料来源：Wind、联讯证券

2017 年研发费用前 5 位依次是生益科技（4.69 亿元）、东山精密（4.15 亿元）、深南电路（2.93 亿元）、方正科技（2.64 亿元）、景旺电子（1.99 亿元）。研发费用占比大多在 3%~5%之间。



图表10: 2017、2018H1 各公司研发费用及占比



资料来源: Wind、联讯证券

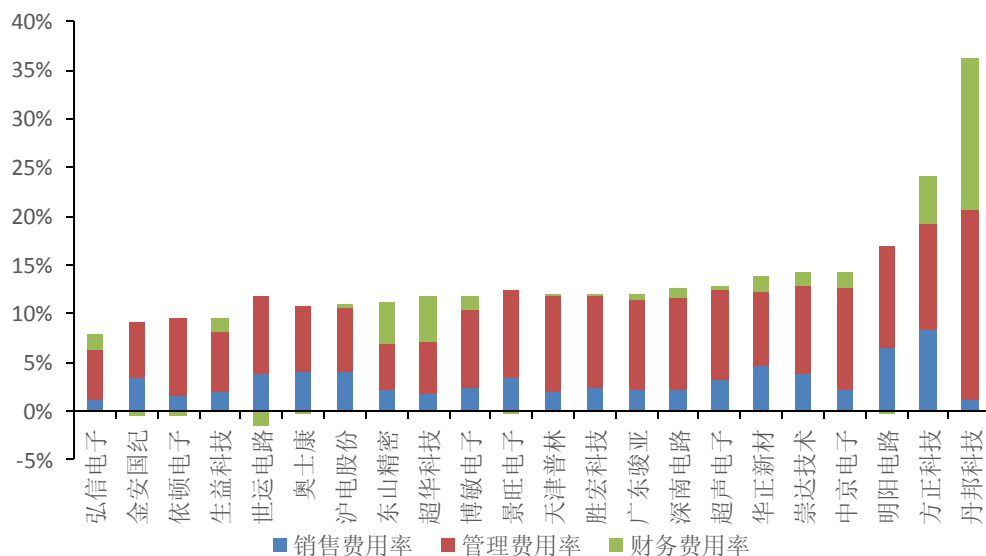
2017 年大部分公司期间费用率在 10%~13%之间。从高到底前 5 位分别是丹邦科技、方正科技、明阳电路、中京电子、崇达技术。

管理费用率在 5%~10%之间。丹邦科技、方正科技、阳明电路、中京电子高于 10%。东山精密 (4.72%) 最低, 这可能与业务有关。

销售费用率大多在 2%~4%之间, 弘信电子 (1.11%) 最低, 随后是丹邦科技 (1.17%)、依顿电子 (1.56%)。方正科技、明阳电路、华正新材、奥士康高于 4%。

财务费用率大多在 2%以内, 明阳电路、奥士康、世运电路、依顿电子、金安国纪、景旺电子财务费用率为负值。

图表11: 2018H1 各公司各项费用率



资料来源: Wind、联讯证券



（二）行业整体各指标良好，毛利率处于高水平

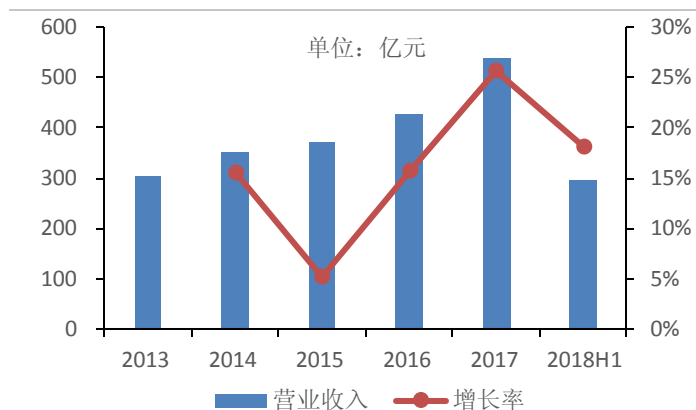
为更好的对 PCB 板块整体经营情况进行分析，选取 18 家更具代表性的企业。在上述 22 家公司的基础上再剔除东山精密（通过收购获得 FPC 业务）、方正科技（中报不公布分产品营收）、华正新材（中报不公布分产品营收）、丹邦科技。

2013~2018H1 期间各公司营业收入整体保持增长，2017 年整体营收达到 540 亿元，同比增长 26%，增速达到近年来的高点。2018H1 整体营收 295 亿元，同比增长 18%，增速为近年来第二高。2014、2016、2018H1 增速在 15% 左右，2015 年增速 5%，为近年来的低点。

2013~2018H1 期间各公司归母净利润整体保持增长，2017 年整体归母净利润 51.4 亿元，同比增长 25%，为近年第二高增速。2016 年是近年来归母净利润增速的高点，同比增长 51%。2014、2018H1 增速相当，2015 年增速最低。

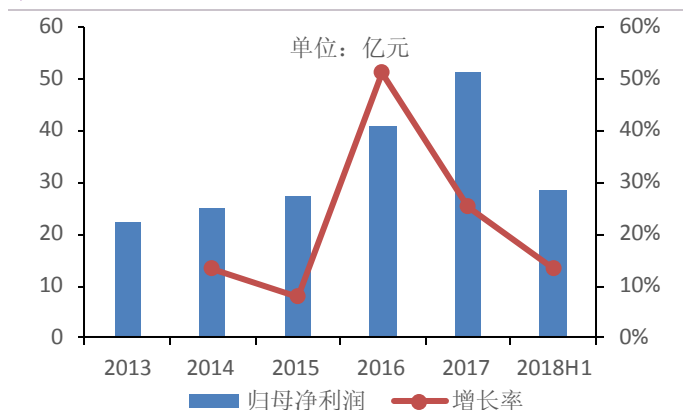
2016、2017 年各公司整体营业收入、归母净利润相对增速较快，2018H1 则略有下滑。

图表12： 2013~2018H1 各公司合计营业收入及增长率



资料来源：Wind、联讯证券

图表13： 2013~2018H1 各公司合计归母净利润及增长率



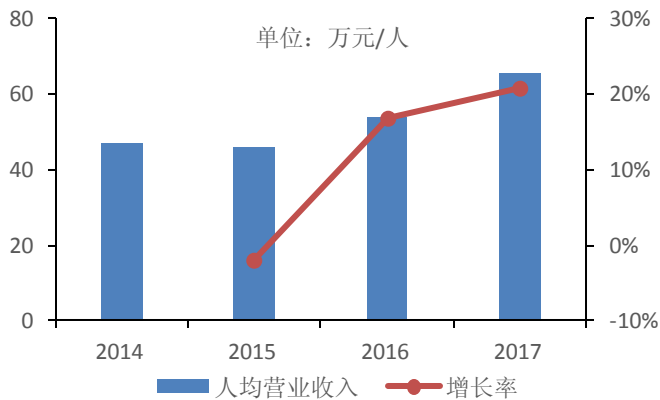
资料来源：Wind、联讯证券

2014、2015 年各公司整体人均营业收入基本持平，2016、2017 年均保持增长，增速分别为 17%、21%，2017 年人均营业收入达到 65.5 万元。

2014、2015 年各公司整体人均归母净利润基本持平，2016、2017 年均保持较快增长，增速分别为 52%、21%，2017 年人均归母净利润达到 6.24 万元。

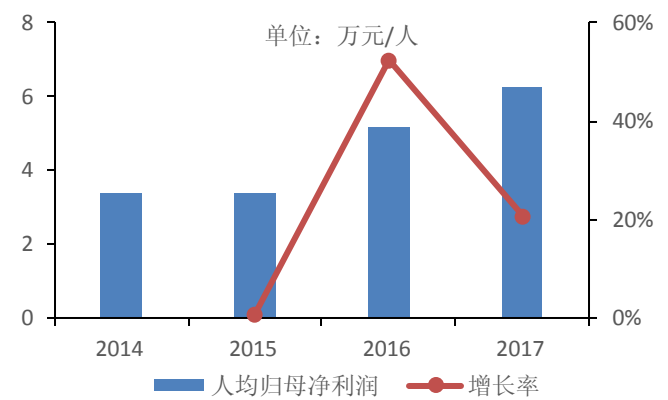


图表14: 2014~2017 年人均营业收入和增长率



资料来源: Wind、联讯证券

图表15: 2014~2017 年人均归母净利润和增长率



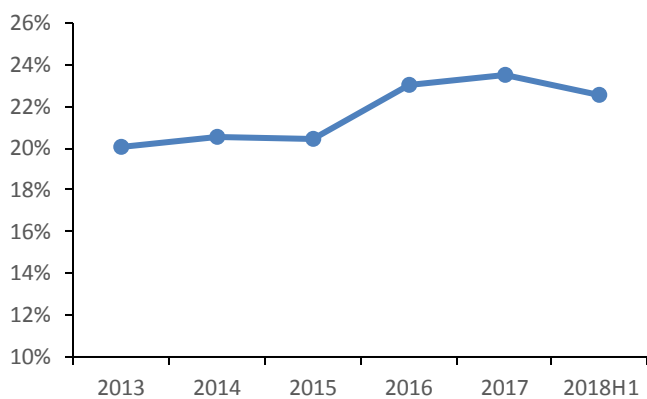
资料来源: Wind、联讯证券

各公司整体毛利率呈上升趋势。2016 年毛利率 23.01%，相比前一年提升 2.54 个百分点，毛利率显著提升。2017 年毛利率达到 23.52%，达到近年最高点。2018H1 毛利率 22.56%，同比略有下滑，但依旧处于较高水平。

2016 年整体归母净利润快速增长与毛利率提升有关。胜宏科技、金安国纪、生益科技、世运电路、沪电股份、超声电子、依顿电子等企业毛利率均有不同程度的改善。

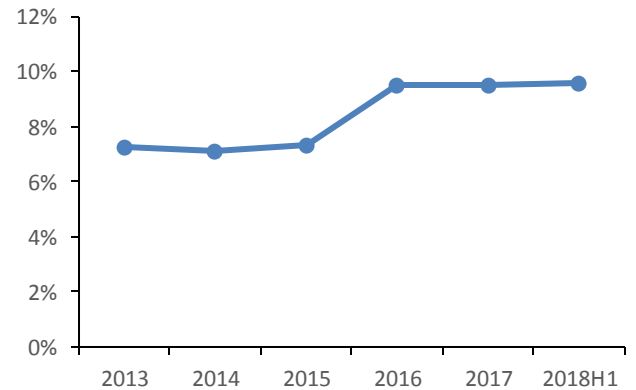
各公司整体毛利率呈台阶上升趋势。2013~2015 年净利润基本维持略高于 7%。2016 年综合净利率达到 9.55%，相比前一年提升 2.22 个百分点，提升幅度较大。2017、2018H1 均维持在高点。2018H1 净利率达到 9.6%，为近年最高点。

图表16: 2013~2018H1 各公司整体毛利率



资料来源: Wind、联讯证券

图表17: 2013~2018H1 各公司整体净利率



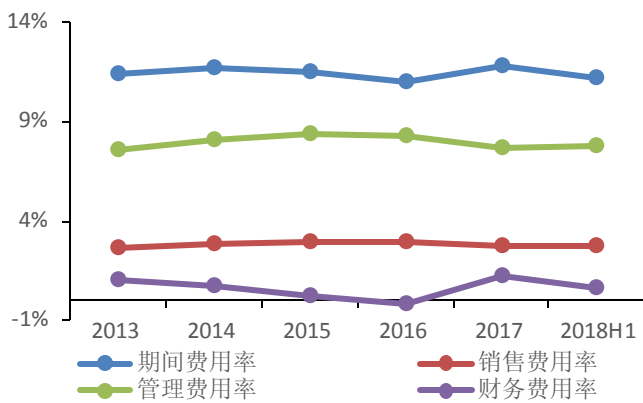
资料来源: Wind、联讯证券

各公司整体费用率大致保持稳定，整体期间费用率维持在 11%~12%之间，2016 年期间费用率最小，达到 11.04%。管理费用率基本维持在 7.5%左右。销售费用率基本维持在 2.8%左右。2013~2016 年财务费用率逐渐下降，2017 年提升较多，2018H1 又有所下降。财务费用率走势与期间费用率相似。

2014~2017 年各公司整体研发支出呈现上升趋势，2017 年达到 22.1 亿元。研发支出占营业收入的比例持续提升，2017 年达到 4.1%，说明 PCB 企业越发重视研发。

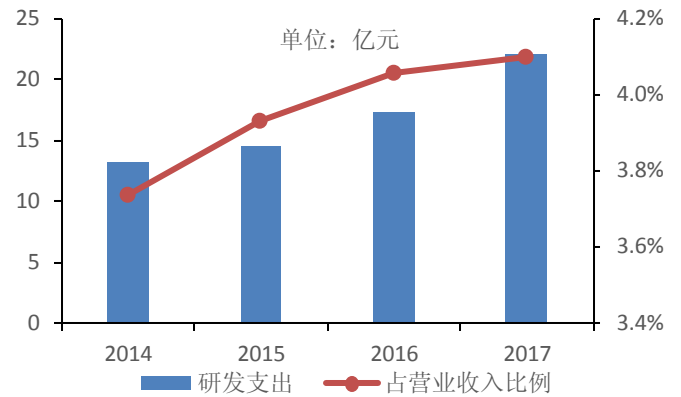


图表18: 2013~2018H1 各公司整体费用率



资料来源: Wind、联讯证券

图表19: 2014~2017 年各公司整体研发支出及占比

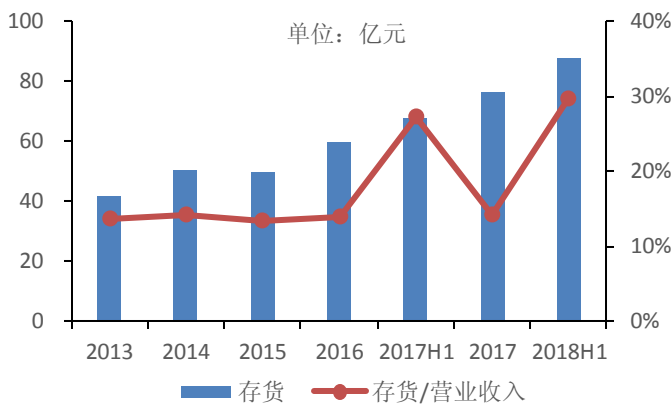


资料来源: Wind、联讯证券

2013~2017 年存货整体呈现上升趋势,但是存货/营业收入基本维持在 14%左右。半年报(2017H1、2018H1)显示的存货/营业收入占比会大幅提升,达到 28%左右,这可能是季节性因素所致。

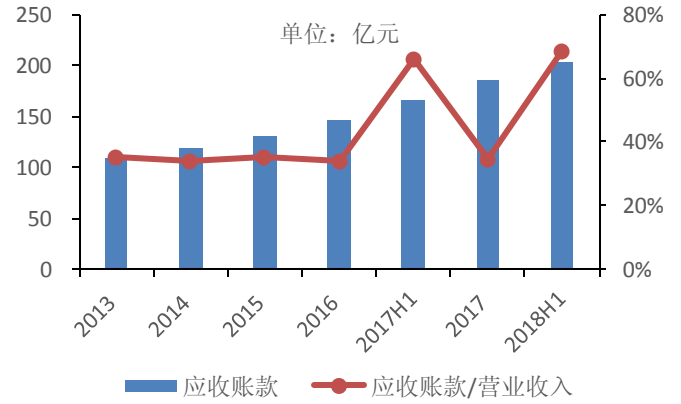
2013~2017 年应收账款(包括应收账款、应收票据、其他应收款)整体呈现上升趋势,但是应收账款/营业收入基本维持在 34%左右。半年报(2017H1、2018H1)显示的应收账款/营业收入占比会大幅提升,达到 67%左右,这可能是季节性因素所致。

图表20: 2013~2018H1 各公司整体存货及占营业收入比例



资料来源: Wind、联讯证券

图表21: 2013~2018H1 各公司整体应收账款及占营业收入比例



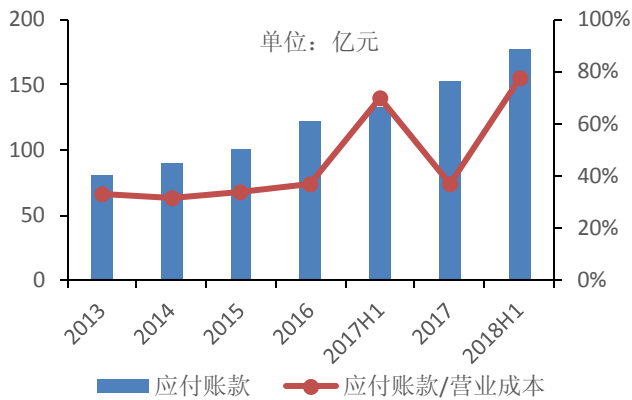
资料来源: Wind、联讯证券

2013~2017 年应付账款(包括应付账款和应付票据)整体呈现上升趋势,但是应付账款/营业成本维持在 35%左右。半年报(2017H1、2018H1)显示的应付账款/营业成本占比大幅提升,可能是季节性因素所致。

各公司整体资产负债率稍有下降。2013~2015 年资产负债率约 43%,2016 年下降至 41%,随后略有上升,2018H1 达到 42.13%。

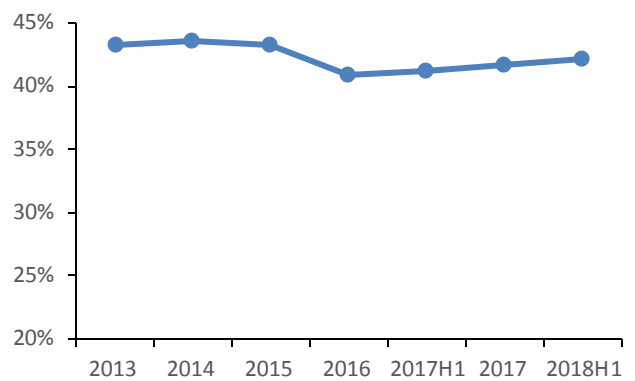


图22: 2013~2018H1 各公司整体应付账款及占营业成本比例



资料来源: Wind、联讯证券

图23: 2013~2018H1 各公司整体资产负债率

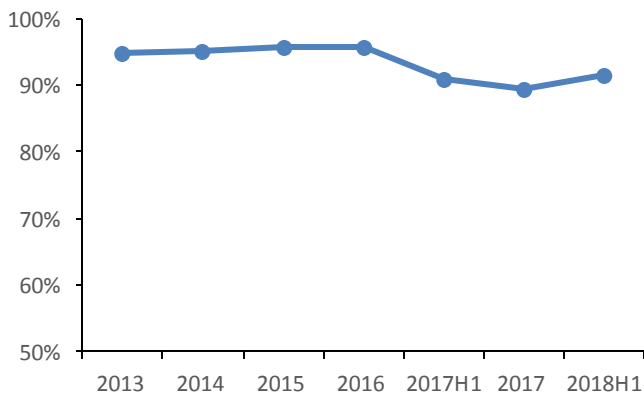


资料来源: Wind、联讯证券

2013~2016 年各公司整体销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入在 95%左右, 2017 年 89.46%, 略有下降, 但依旧维持在高水平。行业整体大部分营业收入可以转化为收到的经营现金流。

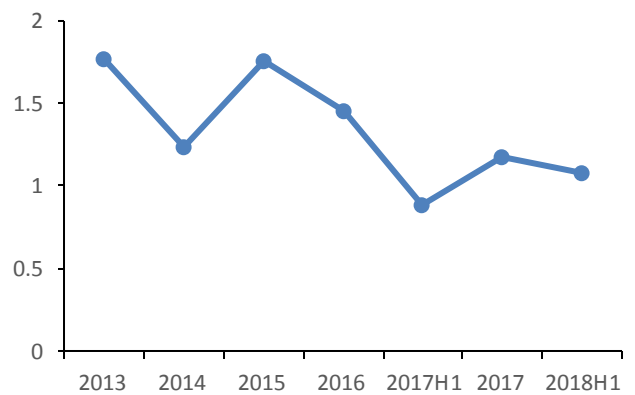
2013~2016 年各公司整体经营活动现金净流量/归母净利润相对较高, 2017 年则有所下滑。整体依旧保持较好水平。

图24: 2013~2018H1 各公司整体销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源: Wind、联讯证券

图25: 2013~2018H1 各公司整体经营活动现金净流量/归母净利润



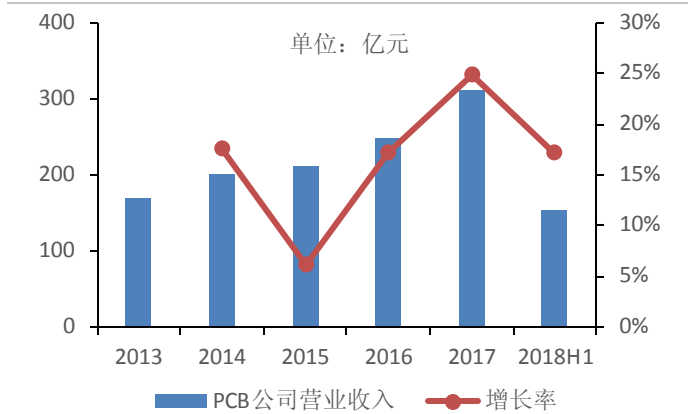
资料来源: Wind、联讯证券

(三) PCB 制造、覆铜板维持较高毛利率, FPC 营收快速增长

PCB 制造板块营收持续增长, 2017 年营收和增速均达到近年高点, 2018H1 有所下滑。毛利率从 2016 年开始维持在较高水平。(PCB 制造板块选取深南电路、沪电股份、超声电子、景旺电子、崇达技术、胜宏科技、依顿电子、奥士康、世运电路、博敏电子、阳明电路、广东骏亚、天津普林进行分析。深南电路 PCB 和封装基板业务, 超声电子 PCB 业务、景旺电子刚性板和金属板业务。2018H1 营业收入不包括景旺电子)

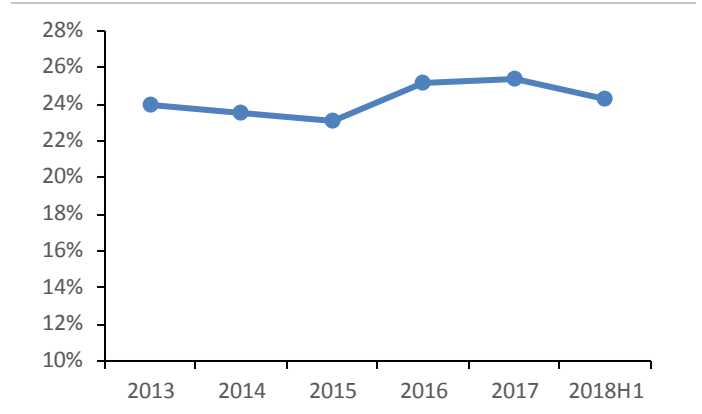


图26: 2013~2018H1 PCB 制造公司营业收入和增长率



资料来源: Wind、联讯证券

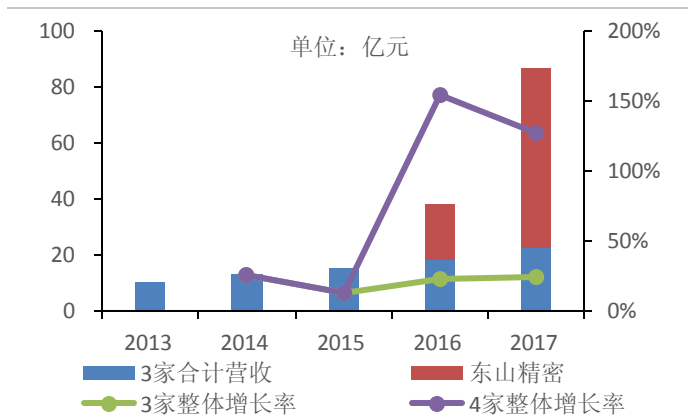
图27: 2014~2018H1 PCB 制造公司毛利率



资料来源: Wind、联讯证券

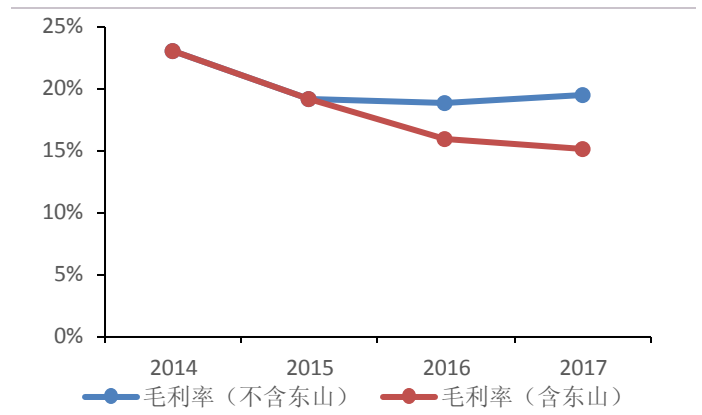
在不考虑东山精密 FPC 业务的情况下，FPC 制造板块营业收入保持 20%左右的稳定增速，但整体营收规模较小，2017 年为 22.8 亿元。毛利率也维持较稳定的状态。东山精密通过外延收购的方式带动 FPC 制造板块营收快速增长，但是整体毛利率有所下滑。（FPC 制造板块选取东山精密、景旺电子、弘信电子、丹邦科技进行分析）

图28: 2013~2017 年 FPC 制造公司营业收入和增长率



资料来源: Wind、联讯证券

图29: 2014~2017 年 FPC 制造公司毛利率

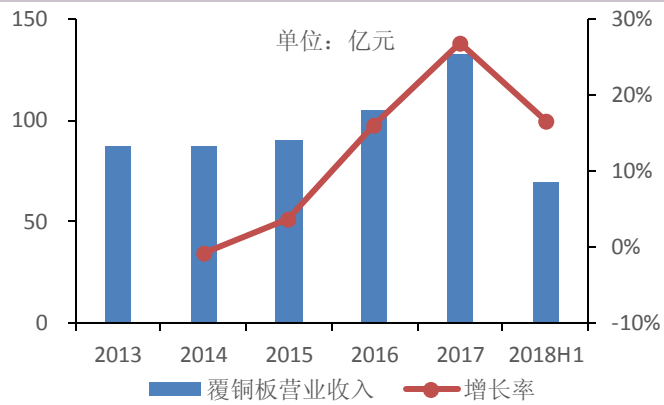


资料来源: Wind、联讯证券

覆铜板板块营业收入从 2015 年开始加速增长，2017 年达到近年来的高点，2018H1 有所下滑。毛利率也持续改善，2018H1 有所下滑，但依旧处于高水平。三大板块中 PCB 制造毛利率最高，覆铜板次之，FPC 制造最低，这可能与 FPC 制造通常包含 SMT 业务有关。（覆铜板板块选取生益科技、超声电子、金安国纪进行分析）

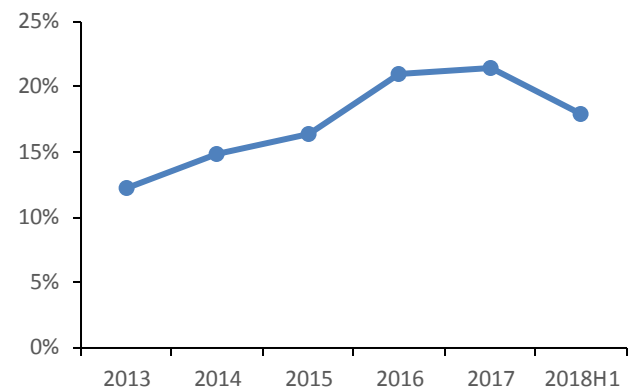


图表30: 2013~2018H1 覆铜板公司营业收入和增长率



资料来源: Wind、联讯证券

图表31: 2013~2018H1 覆铜板公司毛利率



资料来源: Wind、联讯证券



三、2013~2018H1 各公司财务数据比较与分析

22 家公司 2013~2017 年年复合增长为正，占比 96%，1 家公司年复合增长率为负。2018H1 21 家公司营收保持增长。景旺电子、崇达技术、深南电路、胜宏科技、兴森科技、生益科技在营收规模较大的情况下保持了较快的增速。奥士康、中京电子、明阳电路、弘信电子、广东骏亚也保持较快增速，但是营收规模相对较小。东山精密通过外延扩张实现快速增长。

图表32： 2013~2018H1 各公司营业收入及增长率

企业名称	2013 年 营业收入 (亿元)	2014 年 营业收入 (亿元)	2015 年 营业收入 (亿元)	2016 年 营业收入 (亿元)	2017 年 营业收入 (亿元)	2018H1 营业收入 (亿元)	2018H1 营业收入 增长率	2015~2017 年 营业收入 复合增长率	2013~2017 年 营业收入 复合增长率
深南电路	26.3	36.4	35.2	46.0	56.9	32.4	19%	27%	21%
方正科技	52.3	68.6	65.2	66.1	51.0	21.9	-4%	-12%	-1%
沪电股份	30.2	32.9	33.8	37.9	46.3	24.6	15%	17%	11%
超声电子	35.4	39.8	36.4	35.3	43.3	22.8	14%	9%	5%
景旺电子	17.6	22.4	26.8	32.8	41.9	22.7	15%	25%	24%
依顿电子	25.9	26.3	29.3	29.3	32.9	15.1	-4%	6%	6%
兴森科技	13.0	16.7	21.2	29.4	32.8	16.9	2%	24%	26%
崇达技术	12.5	15.9	17.6	22.5	31.0	18.1	23%	33%	26%
胜宏科技	9.8	10.9	12.8	18.2	24.4	15.3	49%	38%	26%
世运电路	11.7	12.4	14.0	16.3	19.6	10.1	11%	18%	14%
博敏电子	10.0	10.5	11.3	13.5	17.6	9.1	18%	25%	15%
奥士康	6.1	9.0	10.6	13.1	17.4	10.2	33%	28%	30%
中京电子	4.5	4.8	5.8	7.9	10.8	7.2	41%	36%	25%
明阳电路	-	5.6	6.3	8.2	10.5	5.5	10%	29%	23%**
广东骏亚	5.0	4.4	5.8	8.0	9.9	5.4	22%	30%	19%
天津普林	5.2	5.2	3.8	3.7	4.3	2.0	-1%	6%	-4%
生益科技	65.7	74.2	76.1	85.4	107.5	58.1	20%	19%	13%
金安国纪	23.7	22.6	25.5	30.5	36.8	18.9	13%	20%	12%
华正新材	9.2	9.2	8.9	12.5	15.1	7.7	4%	30%	13%
东山精密	26.4	35.2	39.9	84.0	153.9	72.1	18%	96%	55%
弘信电子	6.7	7.4	9.4	10.5	14.8	10.6	28%	26%	22%
丹邦科技	2.9	5.0	4.2	2.7	3.2	1.7	12%	-13%	3%
超华科技	9.3	12.0	10.5	10.4	14.4	7.1	14%	17%	12%

资料来源：Wind、联讯证券

*加粗为每年均有增长且增速较快，**明阳电路为2014~2017年增速



2018H1 16 家公司归母净利润保持增长, 占比 70%。深南电路、景旺电子、崇达技术、胜宏科技归母净利润保持了较好的增速。2013~2017 年景旺电子、崇达技术、胜宏科技归母净利润持续增长。沪电股份受 2012~2015 年昆山本部搬迁影响, 利润下滑, 2016 年搬迁工作全面完成, 黄石厂于 2018Q2 正式扭亏, 公司整体盈利能力正在逐步得到恢复。东山精密通过外延并购快速增长。亏损的企业有方正科技、天津普林。

图表33: 2013~2018H1 各公司归母净利润及增长率

企业名称	2013 年 归母 净利润 (百万元)	2014 年 归母 净利润 (百万元)	2015 年 归母 净利润 (百万元)	2016 年 归母 净利润 (百万元)	2017 年 归母 净利润 (百万元)	2018H1 归母 净利润 (百万元)	2018H1 归母 净利润 增长率	2015~2017 年 归母 净利润 复合增长率	2013~2017 年 归母 净利润 复合增长率
深南电路	168	191	162	274	448	280	11%	66%	28%
方正科技	70	262	110	66	-822	-145	0%	-	-
沪电股份	180	-12	6	131	204	197	91%	506%	3%
超声电子	133	160	91	187	192	77	-20%	45%	10%
景旺电子	264	326	422	537	660	391	24%	25%	26%
依顿电子	322	361	467	588	553	259	3%	9%	15%
兴森科技	114	126	140	193	165	96	-9%	8%	10%
崇达技术	120	274	301	376	444	280	38%	21%	39%
胜宏科技	89	103	127	232	282	200	74%	49%	34%
世运电路	127	144	157	265	181	97	-2%	7%	9%
博敏电子	71	69	61	53	65	46	28%	3%	-2%
奥士康	66	132	162	190	173	103	39%	3%	27%
中京电子	12	19	29	111	24	41	628%	-10%	19%
明阳电路	-	45	60	123	117	43	-28%	40%	37%**
广东骏亚	23	43	62	60	66	40	45%	3%	29%
天津普林	-48	10	-48	-99	14	-9	-8%	-	-
生益科技	558	515	544	748	1075	533	-1%	41%	18%
金安国纪	30	43	54	341	537	175	-33%	215%	106%
华正新材	35	23	41	85	94	31	-40%	51%	28%
东山精密	27	44	32	144	526	260	118%	307%	111%
弘信电子	70	88	35	45	72	44	12%	44%	1%
丹邦科技	52	91	67	25	25	17	45%	-38%	-17%
超华科技	37	5	26	-61	37	36	15%	18%	0%

资料来源: Wind、联讯证券

*加粗为每年均有增长且增速较快, **明阳电路为 2014~2017 年增速



PCB 制造企业员工人数大多在数千人级别。2017 年景旺电子、生益科技、方正科技员工人数均超过 8000 人。2014~2017 年景旺电子、胜宏科技、博敏电子、奥士康员工人数持续增长。景旺电子、胜宏科技员工人数增长较快。沪电股份、依顿电子、天津普林、生益科技员工人数有所下降。

2017 年各公司人均薪酬大部分在 7~12 万元。兴森科技人均薪酬最高，达到 15.2 万元。深南电路、方正科技、沪电股份、超声电子、崇达技术、生益科技、华正新材、东山精密在 10 万元以上。规模较大的公司人均薪酬相对较高。2014~2017 年各公司人均薪酬基本呈现上升趋势。

图表34： 2014~2017 年各公司员工人数和人均薪酬

企业名称	2014 年 员工人数	2015 年 员工人数	2016 年 员工人数	2017 年 员工人数	2014 年 人均薪酬 (万元)	2015 年 人均薪酬 (万元)	2016 年 人均薪酬 (万元)	2017 年 人均薪酬 (万元)
深南电路	7852	9358	9178	9494	8.5	8.2	9.5	11.3
方正科技	7253	7291	7456	8009	10.4	11.0	10.8	12.4
沪电股份	9026	7719	7099	7580	6.1	8.2	9.4	11.5
超声电子	6394	6332	6296	6594	8.5	9.3	9.5	10.2
景旺电子	6110	6942	7431	8165	6.4	6.9	7.8	8.5
依顿电子	8482	8827	7852	6558	6.0	6.9	6.9	7.4
兴森科技	4341	4419	4556	4920	8.8	10.7	15.5	15.2
崇达技术	3518	3491	3790	4017	9.0	10.8	11.8	12.1
胜宏科技	2715	3018	3789	4626	6.3	7.5	7.5	7.7
世运电路	3296	3708	3263	3838	6.1	6.5	8.2	8.2
博敏电子	3343	3584	3586	3662	5.7	6.3	7.0	7.7
奥士康	2471	2599	2672	3320	5.4	6.7	7.8	7.6
中京电子	1818	1968	2206	2162	5.4	6.3	7.0	8.1
明阳电路	1541	1817	1940	2189	8.3	7.9	8.4	9.0
广东骏亚	822	2735	2553	2508	8.7	4.3	7.1	8.5
天津普林	1696	1293	1249	1042	7.6	8.7	8.2	9.4
生益科技	9018	8629	8415	8781	9.1	10.1	11.4	12.8
金安国纪	2156	2297	2273	2255	6.2	7.0	8.7	8.5
华正新材	1021	954	1117	1346	7.5	9.7	11.0	11.4
东山精密	7163	10088	10852	11907	7.9	7.9	10.6	15.0
弘信电子	1785	3089	3096	3276	8.3	5.2	6.1	8.4
丹邦科技	1682	1100	1034	1193	5.3	6.7	5.8	5.6
超华科技	2702	2674	2619	2402	5.7	5.8	5.3	6.1

资料来源：Wind、联讯证券

*加粗为每年均有增长



2017 年 PCB 制造企业人均营收普遍在 40~70 万元/人，深南电路、沪电股份、超声电子、景旺电子、崇达技术、胜宏科技等规模较大的企业人均营收相对更高，可能存在规模效应和生产自动化程度的因素。2017 年人均营收最高的 PCB 制造企业是崇达技术，达到 77.2 万元/人。上游覆铜板企业的人均营收普遍高于 PCB 制造企业，2017 年生益科技和金安国纪人均营收分别为 122 和 163 万元/人。2014~2017 年沪电股份、景旺电子、依顿电子、兴森科技、崇达技术、胜宏科技、世运电路、博敏电子、奥士康、中京电子、生益科技、金安国纪、华正新材人均营收持续增长。

2017 年各 PCB 制造企业人均归母净利润在 1~11 万元/人，波动范围较大。景旺电子 (8.1)、依顿电子 (8.4)、崇达技术 (11.1)、胜宏科技 (6.1) 相对较高。其中崇达技术 11.05 万元/人为 PCB 制造企业中最高。上游覆铜板企业的人均归母净利润普遍高于 PCB 制造企业，2017 年生益科技和金安国纪分别为 12.2 和 23.8 万元/人。2014~2017 年景旺电子、依顿电子、崇达技术、胜宏科技、生益科技、金安国纪人均归母净利润持续增长。

图表35： 2014~2017 年各公司人均营业收入和人均归母净利润

企业名称	2014 年 人均营收 (万元)	2015 年 人均营收 (万元)	2016 年 人均营收 (万元)	2017 年 人均营收 (万元)	2014 年 人均归母 净利润 (万元)	2015 年 人均归母 净利润 (万元)	2016 年 人均归母 净利润 (万元)	2017 年 人均归母 净利润 (万元)
深南电路	46.3	37.6	50.1	59.9	2.4	1.7	3.0	4.7
方正科技	94.6	89.4	88.7	63.7	3.6	1.5	0.9	-10.3
沪电股份	36.5	43.8	53.4	61.0	-0.1	0.1	1.8	2.7
超声电子	62.3	57.5	56.1	65.7	2.5	1.4	3.0	2.9
景旺电子	36.6	38.6	44.2	51.3	5.3	6.1	7.2	8.1
依顿电子	31.0	33.2	37.4	50.1	4.3	5.3	7.5	8.4
兴森科技	38.6	48.0	64.5	66.7	2.9	3.2	4.2	3.3
崇达技术	45.2	50.3	59.3	77.2	7.8	8.6	9.9	11.1
胜宏科技	40.0	42.6	48.0	52.8	3.8	4.2	6.1	6.1
世运电路	37.7	37.8	50.1	51.0	4.4	4.2	8.1	4.7
博敏电子	31.5	31.5	37.7	48.1	2.1	1.7	1.5	1.8
奥士康	36.3	40.6	49.1	52.3	5.3	6.2	7.1	5.2
中京电子	26.6	29.4	36.0	49.8	1.1	1.5	5.0	1.1
明阳电路	36.5	34.8	42.1	48.1	2.9	3.3	6.3	5.3
广东骏亚	53.0	21.4	31.3	39.4	5.3	2.3	2.4	2.6
天津普林	30.7	29.7	29.5	41.4	0.6	-3.7	-7.9	1.4
生益科技	82.3	88.2	101.5	122.4	5.7	6.3	8.9	12.2
金安国纪	104.9	110.8	134.3	163.0	2.0	2.4	15.0	23.8
华正新材	90.2	93.2	111.9	112.4	2.3	4.3	7.6	7.0
东山精密	49.2	39.6	77.4	129.2	0.6	0.3	1.3	4.4
弘信电子	41.7	30.3	33.9	45.1	4.9	1.1	1.5	2.2
丹邦科技	29.9	38.1	26.2	26.6	5.4	6.1	2.4	2.1
超华科技	44.4	39.2	39.5	59.9	0.2	1.0	-2.3	1.5

资料来源：Wind、联讯证券

*加粗为每年均有增长



PCB 企业毛利率大多低于 30%。2018H1 丹邦科技(47.09%)、崇达技术(32.68%)、景旺电子(32.63%)、兴森科技(30.2%)毛利率位居前四位，依顿电子(29.03%)、胜宏科技(27.83%)、明阳电路(25.24%)相对较高。沪电股份近年毛利率持续提升。景旺电子、崇达技术、兴森科技毛利率长期保持高水平。覆铜板企业毛利率近年来持续改善。胜宏科技、依顿电子、中京电子毛利率大致保持向上趋势。

PCB 企业净利率大多低于 10%。2018H1 景旺电子(17.19%)、依顿电子(17.16%)、崇达技术(15.46%)、胜宏科技(13.04%)、奥士康(10.16%)、丹邦科技(10.05%)净利率位居前六位。景旺电子、依顿电子、崇达技术、长期保持较高净利率。深南电路、沪电股份、胜宏科技净利率持续提升。覆铜板企业生益科技(9.71%)、金安国纪(9.47%)净利率也相对较高，2016 年开始净利率明显改善。

图表36： 2013~2018H1 各公司毛利率和净利率

企业名称	2013 年 毛利率	2014 年 毛利率	2015 年 毛利率	2016 年 毛利率	2017 年 毛利率	2018H1 毛利率	2013 年 净利率	2014 年 净利率	2015 年 净利率	2016 年 净利率	2017 年 净利率	2018H1 净利率
深南电路	25.0%	21.7%	20.6%	20.5%	22.4%	23.2%	6.3%	5.1%	4.5%	6.0%	7.9%	8.7%
方正科技	7.4%	14.9%	14.7%	16.4%	17.1%	16.4%	1.3%	4.6%	1.7%	1.0%	-16.1%	-6.6%
沪电股份	18.0%	12.2%	11.7%	15.7%	17.9%	21.5%	6.0%	-0.4%	0.2%	3.4%	4.4%	8.0%
超声电子	20.3%	19.6%	17.8%	20.4%	20.7%	18.1%	4.8%	4.9%	3.4%	6.6%	5.6%	4.1%
景旺电子	30.8%	31.5%	31.1%	32.3%	32.5%	32.6%	15.2%	14.7%	15.8%	16.4%	15.7%	17.2%
依顿电子	26.6%	26.0%	24.3%	28.6%	33.4%	29.0%	12.4%	13.7%	16.0%	20.1%	16.8%	17.2%
兴森科技	32.8%	31.8%	30.9%	30.7%	29.3%	30.2%	8.8%	7.5%	7.3%	7.6%	5.8%	6.6%
崇达技术	32.2%	37.9%	36.6%	36.8%	32.6%	32.7%	9.6%	17.2%	17.1%	16.7%	14.3%	15.5%
胜宏科技	23.9%	23.6%	24.4%	27.3%	26.0%	27.8%	9.0%	9.5%	9.9%	12.8%	11.5%	13.0%
世运电路	26.5%	27.0%	25.7%	29.5%	22.1%	21.1%	10.9%	11.6%	11.2%	16.2%	9.2%	9.6%
博敏电子	21.6%	20.7%	20.3%	16.8%	17.5%	17.3%	7.1%	6.6%	5.4%	4.0%	3.7%	5.1%
奥士康	24.9%	27.7%	30.3%	29.6%	24.0%	22.6%	10.9%	14.7%	15.3%	14.5%	10.0%	10.2%
中京电子	14.7%	16.7%	16.3%	17.3%	17.0%	21.4%	2.6%	4.0%	5.0%	14.0%	2.2%	6.5%
明阳电路	-	29.6%	28.5%	34.6%	31.3%	25.2%	-	8.0%	9.4%	15.1%	11.1%	7.7%
广东骏亚	16.3%	25.8%	23.2%	19.9%	17.6%	19.5%	4.7%	9.9%	10.6%	7.6%	6.6%	7.5%
天津普林	-0.01%	5.0%	-2.0%	-0.5%	11.9%	7.9%	-9.4%	1.9%	-12.6%	-26.8%	3.3%	-4.3%
生益科技	15.0%	17.4%	18.8%	20.5%	21.5%	20.4%	8.5%	7.0%	7.3%	8.9%	10.4%	9.7%
金安国纪	9.5%	11.0%	11.9%	23.6%	26.8%	18.8%	1.6%	1.8%	2.1%	11.2%	14.6%	9.5%
华正新材	18.1%	15.6%	18.1%	22.0%	20.8%	18.3%	3.8%	2.5%	4.6%	6.8%	6.2%	4.1%
东山精密	14.4%	15.8%	14.9%	12.1%	14.3%	14.8%	0.9%	1.3%	1.0%	1.8%	3.4%	3.6%
弘信电子	21.9%	17.6%	13.5%	14.0%	12.6%	8.8%	10.4%	11.9%	3.5%	3.9%	5.5%	3.7%
丹邦科技	51.2%	40.6%	37.3%	37.0%	36.4%	47.1%	18.3%	18.1%	16.0%	9.1%	8.0%	10.0%
超华科技	17.2%	14.4%	14.0%	10.3%	15.3%	16.6%	4.9%	0.8%	2.7%	-5.9%	2.6%	5.1%

资料来源：Wind、联讯证券

*加粗为数值较高或者持续改善



2017 年 ROE（加权）在 15% 以上的企业 9 家，占比 39%。金安国纪（27.2%）、深南电路（25.6%）、明阳电路（24.2%）、景旺电子（21.5%）、崇达技术（20.3%）、生益科技（20.1%）、奥士康（18.5%）、广东骏亚（17.7%）、华正新材（16.2%）。此外 ROE（加权）在 10%~15% 之间的有 4 家。深南电路、沪电股份、生益科技、金安国纪、华正新材大体呈现上升趋势。深南电路、景旺电子、崇达技术、胜宏科技、奥士康、明阳电路、广东骏亚长期保持相对较高的水平。

2017 年 ROA（总资产报酬率）相对较高（>10%）的企业有景旺电子、依顿电子、崇达技术、胜宏科技、明阳电路、生益科技、金安国纪。生益科技、金安国纪近期持续改善。

图表37： 2013~2018H1 各公司 ROE（加权）和 ROA

企业名称	2013 年 ROE (加权)	2014 年 ROE (加权)	2015 年 ROE (加权)	2016 年 ROE (加权)	2017 年 ROE (加权)	2018H1 ROE (加权)	2013 年 ROA	2014 年 ROA	2015 年 ROA	2016 年 ROA	2017 年 ROA	2018H1 ROA
深南电路	12.1%	15.7%	12.2%	18.5%	25.6%	8.5%	8.3%	7.6%	5.9%	8.3%	9.3%	4.6%
方正科技	1.6%	6.8%	3.1%	1.8%	-24.1%	-4.9%	1.9%	5.5%	3.1%	2.2%	-5.7%	-0.3%
沪电股份	5.3%	-0.4%	0.2%	4.0%	6.0%	5.5%	4.3%	-0.04%	0.5%	3.7%	5.3%	3.8%
超声电子	6.9%	6.2%	3.2%	6.4%	6.3%	2.4%	6.4%	6.3%	3.7%	5.8%	6.0%	2.4%
景旺电子	44.8%	36.8%	36.5%	34.4%	21.5%	11.5%	21.5%	20.7%	21.4%	19.2%	17.4%	9.3%
依顿电子	14.9%	11.4%	11.3%	13.0%	11.7%	5.4%	13.8%	11.0%	9.9%	11.6%	10.6%	4.9%
兴森科技	7.0%	7.6%	6.9%	8.5%	6.9%	3.9%	6.6%	6.7%	5.3%	6.7%	5.7%	3.4%
崇达技术	20.9%	37.5%	32.1%	27.5%	20.3%	10.8%	12.7%	23.6%	20.5%	16.5%	12.9%	7.2%
胜宏科技	18.2%	18.5%	13.8%	17.4%	14.7%	7.3%	10.3%	10.4%	9.0%	12.5%	10.1%	5.2%
世运电路	22.4%	21.4%	21.8%	32.6%	9.8%	4.1%	15.5%	15.7%	15.6%	23.8%	9.7%	3.6%
博敏电子	16.8%	14.0%	10.9%	5.9%	6.8%	4.6%	8.4%	7.1%	5.8%	3.8%	4.3%	2.4%
奥士康	23.0%	32.2%	30.7%	27.4%	18.5%	5.2%	14.0%	19.2%	17.7%	16.5%	9.4%	4.1%
中京电子	2.0%	3.2%	4.6%	15.0%	2.4%	4.1%	0.8%	2.0%	3.8%	11.1%	2.2%	2.8%
明阳电路	-	20.0%	20.8%	33.1%	24.2%	4.0%	-	11.0%	12.6%	20.5%	15.1%	3.6%
广东骏亚	27.0%	28.9%	35.8%	25.5%	17.7%	6.4%	8.9%	13.8%	13.0%	9.7%	8.0%	3.8%
天津普林	-8.3%	1.7%	-8.8%	-20.9%	3.3%	-2.0%	-5.5%	1.5%	-6.3%	-14.9%	2.5%	-1.3%
生益科技	13.2%	12.1%	12.3%	15.7%	20.1%	8.8%	9.3%	8.0%	8.2%	10.5%	12.5%	5.8%
金安国纪	2.3%	3.2%	4.0%	21.9%	27.2%	7.6%	1.3%	1.9%	2.4%	13.5%	17.3%	5.1%
华正新材	11.6%	7.3%	12.3%	22.7%	16.2%	5.0%	5.9%	4.1%	6.3%	9.5%	7.9%	2.6%
东山精密	2.0%	3.2%	1.4%	5.3%	9.4%	3.3%	2.0%	3.1%	2.0%	3.0%	4.8%	2.2%
弘信电子	25.8%	23.3%	8.3%	10.0%	12.9%	8.1%	16.5%	13.3%	4.5%	4.4%	7.3%	3.1%
丹邦科技	5.0%	5.9%	4.1%	1.5%	1.5%	1.0%	5.0%	5.9%	4.3%	2.0%	2.7%	1.5%
超华科技	3.2%	0.4%	1.7%	-3.6%	2.2%	2.1%	3.5%	2.0%	2.4%	-2.1%	2.9%	2.3%

资料来源：Wind、联讯证券

* 加粗为相对较高或持续改善



2017 年大部分企业期间费用率控制在 15%以内。PCB 制造企业中广东骏亚 (10.35%)、弘信电子 (10.52%)、沪电股份 (10.96%)、世运电路 (11.78%)、奥士康 (12.05%)、胜宏科技 (12.19%)、博敏电子 (12.44%)、景旺电子 (12.71%) 期间费用控制较好。胜宏科技、景旺电子、沪电股份、博敏电子、奥士康期间费用率相对稳定。崇达技术期间费用率呈下降趋势。覆铜板企业生益科技 (9.31%)、金安国纪 (9.79%) 期间费用率相对 PCB 制造企业更低。

沪电股份、景旺电子、依顿电子、胜宏科技、世运电路、奥士康、明阳电路、广东骏亚、天津普林、生益科技、金安国纪财务费用率相对较低。

图表38: 2013~2018H1 各公司期间费用率和财务费用率

企业名称	2013 年 期间 费用率	2014 年 期间 费用率	2015 年 期间 费用率	2016 年 期间 费用率	2017 年 期间 费用率	2018H1 期间 费用率	2013 年 财务 费用率	2014 年 财务 费用率	2015 年 财务 费用率	2016 年 财务 费用率	2017 年 财务 费用率	2018H1 财务 费用率
深南电路	17.7%	16.1%	16.9%	13.4%	13.6%	12.7%	2.3%	2.2%	2.5%	2.1%	1.9%	1.0%
方正科技	5.0%	9.8%	12.7%	14.0%	21.6%	24.1%	0.5%	1.0%	1.8%	1.8%	3.9%	4.8%
沪电股份	10.0%	11.9%	11.7%	10.4%	11.0%	10.9%	-0.2%	0.1%	0.9%	0.0%	0.6%	0.3%
超声电子	14.0%	12.8%	12.6%	12.7%	13.6%	12.8%	1.6%	0.9%	-0.8%	-1.2%	1.8%	0.3%
景旺电子	12.5%	13.9%	11.6%	11.5%	12.7%	12.0%	1.5%	1.8%	0.4%	0.0%	0.4%	-0.4%
依顿电子	9.8%	7.5%	4.8%	4.2%	12.4%	8.9%	1.0%	-1.9%	-5.0%	-6.8%	3.0%	-0.6%
兴森科技	23.4%	23.9%	25.5%	23.1%	22.4%	21.4%	1.1%	1.7%	1.3%	1.6%	1.7%	1.2%
崇达技术	20.3%	17.0%	16.2%	16.7%	15.2%	14.3%	2.4%	1.0%	-0.3%	0.1%	1.6%	1.4%
胜宏科技	12.5%	11.9%	12.3%	11.5%	12.2%	12.1%	1.7%	0.1%	-1.5%	-2.2%	1.4%	0.3%
世运电路	12.6%	12.1%	10.2%	9.4%	11.8%	10.2%	1.3%	0.7%	-0.9%	-1.1%	1.5%	-1.6%
博敏电子	12.7%	13.4%	13.9%	12.5%	12.4%	11.9%	1.3%	1.4%	1.6%	1.1%	1.4%	1.4%
奥士康	11.0%	10.1%	11.8%	11.1%	12.0%	10.3%	0.3%	-0.1%	-1.2%	-0.8%	1.2%	-0.4%
中京电子	11.1%	12.8%	15.3%	12.9%	13.3%	14.3%	-0.9%	-0.3%	1.8%	0.9%	0.7%	1.7%
明阳电路	-	19.2%	16.6%	15.5%	17.3%	16.6%	-	0.9%	-1.1%	-1.1%	1.1%	-0.3%
广东骏亚	9.7%	12.9%	10.6%	11.0%	10.3%	12.1%	0.7%	0.7%	-0.4%	0.2%	0.7%	0.8%
天津普林	10.4%	8.2%	9.4%	14.8%	12.1%	12.0%	1.2%	0.8%	-0.8%	-1.0%	0.5%	0.3%
生益科技	7.8%	9.1%	10.2%	9.7%	9.3%	9.6%	0.7%	0.9%	1.5%	1.0%	0.8%	1.4%
金安国纪	7.4%	9.0%	9.3%	9.9%	9.8%	8.8%	-0.4%	0.0%	-0.1%	-0.3%	0.3%	-0.4%
华正新材	14.1%	14.0%	13.1%	14.0%	13.9%	13.9%	1.8%	1.2%	0.7%	0.7%	1.9%	1.7%
东山精密	13.2%	13.9%	14.9%	10.5%	10.0%	11.3%	1.6%	2.5%	2.2%	2.4%	2.3%	4.4%
弘信电子	9.4%	10.7%	10.1%	9.9%	10.5%	8.0%	1.8%	2.6%	2.2%	2.1%	2.4%	1.6%
丹邦科技	32.6%	19.7%	19.1%	24.2%	36.1%	36.3%	8.9%	3.4%	0.7%	0.3%	16.1%	15.6%
超华科技	12.5%	11.2%	11.1%	11.5%	9.2%	11.7%	3.5%	3.3%	2.2%	2.5%	2.7%	4.6%

资料来源: Wind、联讯证券

*加粗为费用率相对较低



2013~2018H1 深南电路、依顿电子、胜宏科技、博敏电子、中京电子、广东骏亚、天津普林、生益科技、弘信电子、丹邦科技销售费用率整体维持在相对较低的水平。

沪电股份、景旺电子、依顿电子、胜宏科技、博敏电子、奥士康、广东骏亚、生益科技、金安国纪、华正新材、东山精密、弘信电子、丹邦科技管理费用率长期维持在 10% 以下，处于相对较低的水平。覆铜板企业（生益科技、金安国纪）相对 PCB 制造企业整体更低。

图39： 2013~2018H1 各公司销售费用率和管理费用率

企业名称	2013 年 销售 费用率	2014 年 销售 费用率	2015 年 销售 费用率	2016 年 销售 费用率	2017 年 销售 费用率	2018H1 销售 费用率	2013 年 管理 费用率	2014 年 管理 费用率	2015 年 管理 费用率	2016 年 管理 费用率	2017 年 管理 费用率	2018H1 管理 费用率
深南电路	2.1%	2.1%	2.8%	1.9%	2.0%	2.2%	13.3%	11.9%	11.6%	9.4%	9.7%	9.4%
方正科技	1.6%	4.6%	4.9%	5.6%	7.6%	8.4%	2.9%	4.2%	6.0%	6.6%	10.1%	10.9%
沪电股份	4.8%	4.9%	4.5%	4.1%	4.1%	3.9%	5.4%	6.9%	6.3%	6.3%	6.3%	6.6%
超声电子	2.8%	2.7%	3.0%	3.2%	3.1%	3.2%	9.5%	9.2%	10.5%	10.7%	8.7%	9.2%
景旺电子	3.2%	3.4%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%	7.8%	8.7%	7.9%	8.1%	8.9%	8.9%
依顿电子	1.0%	0.9%	1.3%	1.7%	1.3%	1.6%	7.8%	8.5%	8.5%	9.3%	8.2%	7.9%
兴森科技	7.1%	6.6%	7.0%	6.2%	6.2%	6.1%	15.2%	15.5%	17.2%	15.3%	14.5%	14.2%
崇达技术	4.1%	4.0%	4.2%	4.5%	4.0%	3.8%	13.8%	12.1%	12.4%	12.1%	9.6%	9.1%
胜宏科技	2.1%	2.4%	2.7%	3.0%	2.4%	2.4%	8.7%	9.4%	11.2%	10.7%	8.4%	9.5%
世运电路	3.9%	4.2%	3.9%	3.9%	4.2%	3.8%	7.4%	7.1%	7.2%	6.6%	6.1%	8.0%
博敏电子	2.8%	3.1%	2.8%	2.8%	2.6%	2.3%	8.6%	9.0%	9.6%	8.6%	8.4%	8.2%
奥士康	2.9%	3.3%	5.4%	4.7%	4.3%	4.0%	7.8%	6.9%	7.7%	7.2%	6.5%	6.7%
中京电子	1.8%	2.1%	2.5%	2.2%	1.8%	2.2%	10.2%	11.0%	11.0%	9.9%	10.8%	10.4%
明阳电路	-	4.5%	5.0%	5.7%	6.3%	6.6%	-	13.8%	12.7%	10.8%	9.9%	10.3%
广东骏亚	1.3%	2.7%	2.4%	2.3%	2.0%	2.1%	7.7%	9.4%	8.5%	8.4%	7.7%	9.2%
天津普林	1.7%	1.6%	1.8%	2.6%	2.1%	2.0%	7.5%	5.8%	8.4%	13.2%	9.6%	9.7%
生益科技	2.4%	2.3%	2.3%	2.4%	2.1%	2.0%	4.6%	5.9%	6.4%	6.4%	6.4%	6.1%
金安国纪	2.4%	3.0%	3.1%	3.3%	3.0%	3.4%	5.4%	6.0%	6.3%	6.9%	6.4%	5.8%
华正新材	4.3%	4.6%	5.2%	5.3%	4.6%	4.5%	8.0%	8.2%	7.2%	7.9%	7.4%	7.7%
东山精密	3.5%	3.4%	3.8%	2.3%	2.1%	2.2%	8.1%	8.0%	8.9%	5.7%	5.6%	4.7%
弘信电子	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.1%	6.4%	6.6%	6.5%	6.3%	6.8%	5.2%
丹邦科技	2.2%	1.7%	2.4%	2.2%	1.8%	1.2%	21.6%	14.6%	16.0%	21.7%	18.2%	19.5%
超华科技	3.6%	3.3%	3.3%	2.8%	1.5%	1.7%	5.4%	4.5%	5.6%	6.2%	4.9%	5.4%

资料来源：Wind、联讯证券

*加粗为费用率相对较低



就研发费用的绝对金额而言，2017 年生益科技达到 4.69 亿元，位居第一位，东山精密超过 4 亿元。深南电路、方正科技超过 2 亿元。沪电股份、超声电子、景旺电子、依顿电子、兴森科技、崇达技术、金安国纪超过 1 亿元。胜宏科技接近 1 亿元。

大部分企业研发费用/营业收入的比例在 3%~5%之间。2017 年丹邦科技研发费用占比最高，达到 15.4%。兴森科技（5.6%）、深南电路（5.2%）、方正科技（5.2%）在 5% 以上。2013~2017 年深南电路、兴森科技、丹邦科技研发费用占比长期相对较高。方正科技、沪电股份、景旺电子研发费用占比大致呈现上升趋势。兴森科技、崇达技术则略有下滑。

图表40： 2013~2018H1 各公司研发费用及占比

企业名称	2013 年 研发 费用	2014 年 研发 费用	2015 年 研发 费用	2016 年 研发 费用	2017 年 研发 费用	2018H1 研发 费用	2013 年 研发 占比	2014 年 研发 占比	2015 年 研发 占比	2016 年 研发 占比	2017 年 研发 占比	2018H1 研发 占比
深南电路	212.3	214.8	198.6	230.6	293.0	166.1	8.1%	5.9%	5.6%	5.0%	5.2%	5.1%
方正科技	96.5	178.3	184.6	232.0	264.5	118.4	1.8%	2.6%	2.8%	3.5%	5.2%	5.4%
沪电股份	93.4	95.3	113.3	148.1	189.5	111.4	3.1%	2.9%	3.4%	3.9%	4.1%	4.5%
超声电子	129.0	129.1	115.4	119.1	152.7	87.3	3.6%	3.2%	3.2%	3.4%	3.5%	3.8%
景旺电子	63.7	82.6	92.1	127.9	198.8	108.1	3.6%	3.7%	3.4%	3.9%	4.7%	4.8%
依顿电子	86.5	84.2	93.3	96.8	103.2	49.2	3.3%	3.2%	3.2%	3.3%	3.1%	3.3%
兴森科技	79.7	99.9	139.5	187.8	184.2	81.4	6.1%	6.0%	6.6%	6.4%	5.6%	4.8%
崇达技术	68.9	79.7	93.3	120.5	131.5	77.5	5.5%	5.0%	5.3%	5.4%	4.2%	4.3%
胜宏科技	42.6	52.5	73.5	99.0	99.7	87.3	4.4%	4.8%	5.7%	5.4%	4.1%	5.7%
世运电路	32.9	34.8	38.4	44.1	54.8	28.3	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%
博敏电子	43.8	47.0	54.0	64.0	82.0	41.4	4.4%	4.5%	4.8%	4.7%	4.7%	4.6%
奥士康	24.5	31.9	40.0	50.9	66.3	38.4	4.0%	3.6%	3.8%	3.9%	3.8%	3.8%
中京电子	16.0	16.8	18.2	26.0	37.7	35.2	3.6%	3.5%	3.2%	3.3%	3.5%	4.9%
明阳电路	-	29.7	38.6	42.3	45.1	21.7	-	5.3%	6.1%	5.2%	4.3%	3.9%
广东骏亚	17.5	17.3	17.5	27.1	34.1	26.8	3.5%	4.0%	3.0%	3.4%	3.5%	5.0%
天津普林	22.1	19.0	14.2	13.8	13.2	6.9	4.3%	3.6%	3.7%	3.7%	3.1%	3.4%
生益科技	264.6	311.4	324.0	363.0	469.2	215.5	4.0%	4.2%	4.3%	4.3%	4.4%	3.7%
金安国纪	67.0	67.2	76.0	101.2	144.0	74.8	2.8%	3.0%	3.0%	3.3%	3.9%	4.0%
华正新材	37.9	40.4	32.9	45.8	59.9	37.4	4.1%	4.4%	3.7%	3.7%	4.0%	4.9%
东山精密	77.4	100.9	130.1	170.7	415.3	115.6	2.9%	2.9%	3.3%	2.0%	2.7%	1.6%
弘信电子	20.9	27.7	35.4	39.7	63.8	35.0	3.1%	3.7%	3.8%	3.8%	4.3%	3.3%
丹邦科技	15.6	33.0	41.7	44.6	48.9	19.2	5.4%	6.6%	10.0%	16.5%	15.4%	11.5%
超华科技	19.2	23.4	22.8	27.9	35.0	30.8	2.1%	2.0%	2.2%	2.7%	2.4%	4.3%

资料来源：Wind、联讯证券

研发费用单位：百万元

*加粗为数值较高或持续提升



2017 年大部分公司存货/营业收入比例大多在 10%~20%之间。2018H1 相比去年翻倍增长，观察 2017H1 数据也有此现象，可能是季节性原因所致。景旺电子、依顿电子、兴森科技、崇达技术、世运电路、金安国纪、弘信电子占比较低，大部分年份在 10%以下。2013~2017 年大部分公司占比略有增长。

2017 年大部分公司应收账款（包括应收账款、应收票据、其他应收款）/营业收入的比例大多在 30%~45%之间。覆铜板企业该比例略高。2018H1 相比去年翻倍增长，观察 2017H1 数据也有此现象，可能是季节性原因所致。2013~2017 年大部分公司该占比相对稳定。深南电路、崇达技术、世运电路、明阳电路占比相对较低。

图表41: 2013~2018H1 各公司存货/营业收入和应收账款/营业收入

企业名称	2013 年 存货 占比	2014 年 存货 占比	2015 年 存货 占比	2016 年 存货 占比	2017 年 存货 占比	2018H1 存货 占比	2013 年 应收账款 占比	2014 年 应收账款 占比	2015 年 应收账款 占比	2016 年 应收账款 占比	2017 年 应收账款 占比	2018H1 应收账款 占比
深南电路	20.5%	17.6%	16.9%	17.2%	18.4%	40.4%	27.9%	20.5%	19.6%	16.3%	19.7%	37.8%
方正科技	7.1%	15.4%	12.8%	15.5%	32.4%	83.5%	20.7%	25.3%	31.1%	37.3%	41.8%	92.3%
沪电股份	12.3%	13.8%	16.1%	18.2%	16.0%	35.1%	34.4%	35.8%	31.0%	24.5%	30.7%	61.2%
超声电子	14.5%	13.6%	14.6%	16.3%	15.5%	31.0%	34.5%	34.8%	33.6%	34.2%	33.9%	64.2%
景旺电子	8.1%	8.7%	8.7%	10.4%	10.9%	26.6%	34.5%	35.8%	38.1%	39.1%	39.6%	82.6%
依顿电子	7.9%	10.1%	7.6%	8.6%	8.2%	17.5%	33.8%	37.7%	33.8%	37.2%	33.3%	72.2%
兴森科技	8.4%	9.0%	9.4%	9.6%	9.2%	23.4%	34.0%	31.5%	33.3%	33.4%	36.0%	75.5%
崇达技术	8.2%	6.8%	7.5%	10.8%	10.4%	17.0%	20.2%	20.6%	21.5%	23.7%	21.8%	46.5%
胜宏科技	10.5%	11.2%	10.6%	11.1%	14.0%	22.8%	40.2%	39.3%	43.0%	43.4%	44.6%	76.7%
世运电路	7.9%	7.2%	6.9%	8.5%	10.3%	20.9%	22.2%	18.7%	21.6%	24.8%	25.7%	52.3%
博敏电子	14.6%	14.4%	14.7%	18.5%	18.2%	34.1%	30.7%	23.1%	34.2%	30.5%	36.2%	73.7%
奥士康	11.5%	11.2%	10.3%	14.7%	11.8%	23.5%	22.5%	33.2%	36.7%	39.4%	40.3%	75.2%
中京电子	16.6%	14.2%	19.8%	22.1%	19.3%	52.0%	27.1%	36.2%	35.3%	34.3%	30.1%	82.7%
明阳电路	-	9.3%	10.1%	9.9%	12.1%	23.4%	-	19.7%	21.9%	23.7%	20.9%	47.2%
广东骏亚	9.6%	13.2%	17.3%	16.5%	19.1%	37.2%	25.2%	28.7%	36.4%	26.4%	29.8%	57.5%
天津普林	23.6%	24.1%	32.1%	23.6%	19.8%	37.1%	31.1%	32.3%	30.2%	28.7%	29.1%	63.5%
生益科技	15.2%	18.4%	14.4%	13.3%	14.9%	32.4%	42.9%	39.6%	41.3%	40.2%	41.2%	79.0%
金安国纪	6.0%	8.2%	6.8%	5.8%	5.3%	9.8%	40.1%	38.8%	48.2%	41.9%	44.7%	86.2%
华正新材	9.8%	12.2%	11.0%	11.9%	13.6%	25.7%	34.4%	32.7%	41.3%	43.4%	40.2%	89.6%
东山精密	20.1%	24.5%	30.8%	29.2%	21.9%	51.4%	32.7%	39.8%	46.9%	42.0%	41.4%	89.4%
弘信电子	8.1%	8.3%	10.1%	11.9%	9.7%	20.7%	43.7%	39.1%	46.2%	56.9%	38.5%	97.8%
丹邦科技	6.2%	5.6%	5.9%	11.8%	17.2%	51.6%	34.0%	47.9%	68.1%	100.6%	60.7%	102.4%
超华科技	48.0%	38.1%	41.6%	37.3%	34.4%	73.7%	54.5%	49.1%	61.5%	54.3%	44.3%	85.1%

资料来源: Wind、联讯证券

*加粗为占比相对较低



2017 年大部分公司应付账款（包括应付账款、应付票据）/营业成本在 20%~50% 之间。2013~2017 年该占比大多相对稳定。2018H1 相比去年翻倍增长，观察 2017H1 数据也有此现象，可能是季节性原因所致。方正科技、胜宏科技、博敏电子、广东骏亚、金安国纪、奥士康、中京电子占比相对较高。

2018H1 资产负债率在 50% 以下的企业 15 家，占比 65%。弘信电子（78%）资产负债率最高，依顿电子（15%）最低。2013~2017 年景旺电子、胜宏科技、超声电子、世运电路资产负债率呈下降趋势。

图表42： 2013~2018H1 各公司应付账款/营业成本和资产负债率

企业名称	2013 年 应付 占比	2014 年 应付 占比	2015 年 应付 占比	2016 年 应付 占比	2017 年 应付 占比	2018H1 应付 占比	2013 年 资产 负债率	2014 年 资产 负债率	2015 年 资产 负债率	2016 年 资产 负债率	2017 年 资产 负债率	2018H1 资产 负债率
深南电路	32.0%	24.2%	24.5%	28.2%	35.7%	75.7%	63%	61%	72%	69%	57%	57%
方正科技	21.8%	33.9%	35.1%	41.8%	56.4%	100.1%	32%	61%	61%	65%	72%	74%
沪电股份	31.6%	27.2%	29.4%	28.6%	27.7%	57.1%	30%	41%	41%	37%	42%	42%
超声电子	27.0%	24.3%	22.0%	27.1%	27.7%	47.4%	43%	34%	31%	29%	31%	31%
景旺电子	31.6%	40.0%	39.1%	40.0%	42.4%	96.0%	58%	58%	49%	34%	31%	34%
依顿电子	31.2%	33.6%	29.0%	35.1%	31.2%	60.3%	25%	17%	16%	18%	17%	15%
兴森科技	31.8%	24.4%	21.3%	26.4%	30.1%	66.5%	29%	34%	40%	42%	44%	45%
崇达技术	38.1%	34.1%	40.3%	53.2%	42.9%	73.2%	54%	45%	48%	38%	49%	47%
胜宏科技	51.9%	65.8%	59.1%	54.0%	69.1%	143.9%	51%	54%	37%	39%	34%	39%
世运电路	30.1%	24.8%	24.5%	27.7%	26.2%	79.9%	44%	37%	36%	36%	18%	24%
博敏电子	58.2%	59.6%	56.4%	54.8%	61.7%	123.2%	62%	61%	50%	51%	58%	58%
奥士康	40.1%	41.8%	58.4%	61.8%	53.5%	96.8%	45%	60%	48%	50%	33%	32%
中京电子	36.7%	54.4%	73.6%	62.3%	46.6%	132.0%	24%	40%	48%	38%	41%	57%
明阳电路	-	43.0%	43.5%	43.2%	41.1%	85.4%	0%	50%	53%	45%	47%	28%
广东骏亚	31.6%	55.6%	76.9%	56.4%	55.4%	110.2%	62%	60%	71%	67%	49%	51%
天津普林	26.4%	33.3%	31.6%	39.6%	36.4%	74.9%	30%	30%	27%	32%	31%	31%
生益科技	26.4%	22.8%	23.1%	25.7%	23.4%	46.1%	43%	46%	46%	44%	50%	49%
金安国纪	40.8%	41.8%	52.9%	52.5%	59.6%	107.7%	40%	42%	48%	46%	46%	44%
华正新材	29.8%	40.1%	36.9%	44.9%	40.7%	94.1%	60%	62%	61%	61%	65%	69%
东山精密	42.3%	58.2%	61.8%	51.0%	43.6%	107.7%	59%	70%	61%	82%	65%	68%
弘信电子	40.6%	38.9%	49.3%	57.8%	36.4%	102.9%	53%	55%	63%	68%	69%	78%
丹邦科技	11.1%	14.8%	14.7%	17.7%	8.3%	26.8%	26%	29%	31%	30%	35%	31%
超华科技	50.5%	35.8%	30.1%	26.8%	27.2%	72.8%	48%	49%	33%	32%	41%	41%

资料来源：Wind、联讯证券

*加粗为相对较低或持续下降



大部分企业存货周转天数处于上升趋势。生益科技、金安国纪存货周转天数近期有所下降。

大部分企业应收账款周转天数比较稳定。深南电路、广东骏亚、天津普林、金安国纪近期处于下降趋势。

图表43: 2014~2018H1 各公司存货周转天数和应收账款周转天数

企业名称	2014 年 存货 周转天数	2015 年 存货 周转天数	2016 年 存货 周转天数	2017 年 存货 周转天数	2018H1 存货 周转天数	2014 年 应收账款 周转天数	2015 年 应收账款 周转天数	2016 年 应收账款 周转天数	2017 年 应收账款 周转天数	2018H1 应收账款 周转天数
深南电路	75	80	68	75	85	67	69	55	50	53
方正科技	44	61	60	114	171	56	79	93	121	128
沪电股份	52	60	70	68	75	76	81	78	80	94
超声电子	59	65	71	65	66	83	98	108	100	106
景旺电子	40	42	47	51	62	98	103	106	102	112
依顿电子	44	40	41	43	45	115	111	119	112	123
兴森科技	41	43	43	45	53	97	96	94	101	107
崇达技术	38	39	47	49	46	63	70	70	68	71
胜宏科技	49	48	46	54	56	121	122	118	119	112
世运电路	36	32	37	40	47	71	69	78	82	88
博敏电子	64	63	67	71	76	78	90	85	72	76
奥士康	47	51	59	54	51	74	100	107	105	106
中京电子	64	68	80	77	93	90	100	98	90	98
明阳电路	47	46	49	52	56	65	67	66	61	69
广东骏亚	59	64	65	71	81	91	91	83	75	77
天津普林	90	114	102	82	77	104	120	100	89	102
生益科技	69	72	59	58	68	118	121	118	113	118
金安国纪	29	29	27	25	22	93	83	76	74	78
华正新材	47	52	46	53	58	112	124	114	119	133
东山精密	85	111	90	80	104	96	130	108	110	150
弘信电子	34	35	44	37	34	115	113	141	104	111
丹邦科技	28	36	60	77	143	110	207	356	242	163
超华科技	158	178	159	130	155	153	194	184	129	138

资料来源: Wind、联讯证券

*加粗为呈下降趋势



大部分公司应付账款周转天数保持相对稳定。

大部分企业营业周期保持稳定或略有上升。崇达技术、世运电路、明阳电路、金安国纪相对较短。深南电路、金安国纪则有下降的趋势。

图表44: 2014~2018H1 各公司应付账款周转天数和营业周期

企业名称	2014 年 应付账款 周转天数	2015 年 应付账款 周转天数	2016 年 应付账款 周转天数	2017 年 应付账款 周转天数	2018H1 应付账款 周转天数	2014 年 营业周期	2015 年 营业周期	2016 年 营业周期	2017 年 营业周期	2018H1 营业周期
深南电路	60	60	54	61	74	141	149	123	125	138
方正科技	79	109	117	164	166	100	140	153	235	300
沪电股份	95	98	98	90	98	127	142	147	148	168
超声电子	67	70	75	75	76	142	163	179	165	172
景旺电子	103	111	107	101	113	137	145	152	153	174
依顿电子	115	105	118	117	112	159	150	160	155	168
兴森科技	86	73	66	75	82	138	139	136	146	160
崇达技术	106	103	127	122	113	102	109	118	116	117
胜宏科技	118	129	116	130	147	170	170	164	173	168
世运电路	96	83	90	83	115	107	101	115	122	135
博敏电子	160	153	136	132	135	142	153	151	142	151
奥士康	124	141	148	137	133	121	151	166	159	157
中京电子	95	132	130	111	114	154	168	177	167	191
明阳电路	135	126	126	110	114	113	113	115	113	125
广东骏亚	141	164	145	118	127	150	154	149	145	157
天津普林	90	90	89	96	93	194	234	202	171	179
生益科技	84	82	84	79	80	187	193	177	172	186
金安国纪	86	87	91	85	77	122	111	103	99	101
华正新材	86	95	79	77	76	159	176	159	172	191
东山精密	122	139	104	99	131	181	241	198	190	254
弘信电子	98	109	128	94	94	149	148	185	141	145
丹邦科技	36	57	73	42	41	138	243	416	319	306
超华科技	101	98	90	84	86	312	373	344	260	293

资料来源: Wind、联讯证券



大部分企业固定资产周转率保持稳定或略有下降。景旺电子、依顿电子、生益科技、金安国纪相对较高。东山精密、景旺电子、依顿电子、世运电路、明阳电路整体呈上升趋势。

大部分公司总资产周转率保持相对稳定或者略有下降。沪电股份、兴森科技、明阳电路大致呈上升趋势。景旺电子、世运电路、明阳电路、广东骏亚、金安国纪、华正新材保持相对较高水平。

图表45： 2013~2017 年各公司固定资产周转率和营业周期

企业名称	2013 年 固定资产 周转率	2014 年 固定资产 周转率	2015 年 固定资产 周转率	2016 年 固定资产 周转率	2017 年 固定资产 周转率	2013 年 总资产 周转率	2014 年 总资产 周转率	2015 年 总资产 周转率	2016 年 总资产 周转率	2017 年 总资产 周转率
深南电路	2.07	2.37	1.55	1.66	2.02	0.88	0.99	0.80	0.93	0.90
方正科技	2.53	2.69	2.12	2.04	1.48	0.81	0.88	0.70	0.66	0.47
沪电股份	2.51	1.69	1.28	1.43	1.80	0.64	0.64	0.62	0.70	0.82
超声电子	2.70	2.73	2.19	2.17	2.71	0.94	0.91	0.78	0.76	0.88
景旺电子	3.45	2.85	2.66	3.08	3.71	1.15	1.11	1.08	0.94	0.92
依顿电子	2.87	2.96	3.36	3.41	3.82	0.88	0.67	0.59	0.53	0.58
兴森科技	1.31	1.23	1.42	1.76	2.06	0.62	0.68	0.66	0.73	0.76
崇达技术	2.31	2.18	2.26	2.00	1.93	1.00	1.10	1.00	0.83	0.74
胜宏科技	2.65	2.67	2.44	2.69	2.33	0.91	0.92	0.79	0.84	0.76
世运电路	2.11	2.19	2.65	3.41	4.13	1.08	1.10	1.18	1.23	0.91
博敏电子	2.28	1.82	1.56	1.73	1.96	0.92	0.82	0.72	0.73	0.82
奥士康	2.38	3.07	2.65	2.40	2.38	1.04	1.20	1.00	0.97	0.78
中京电子	2.86	1.27	0.93	1.22	1.63	0.57	0.52	0.50	0.56	0.67
明阳电路	-	2.66	2.66	2.87	3.09	-	1.12	1.10	1.12	1.17
广东骏亚	3.42	3.08	2.71	2.57	2.89	1.47	1.13	1.03	1.05	0.98
天津普林	1.39	1.64	1.43	1.63	1.98	0.64	0.64	0.50	0.55	0.69
生益科技	3.32	3.11	2.63	2.53	3.00	0.90	0.91	0.89	0.93	0.96
金安国纪	5.40	4.54	4.01	3.92	4.63	1.02	0.96	1.02	1.04	1.01
华正新材	5.44	4.85	4.62	6.07	5.81	1.12	1.11	1.02	1.10	0.96
东山精密	2.54	2.82	2.57	3.72	4.49	0.88	0.84	0.66	0.76	0.83
弘信电子	3.45	2.12	1.82	1.93	2.47	1.10	0.89	0.86	0.76	0.92
丹邦科技	0.51	0.64	0.48	0.28	0.27	0.17	0.23	0.18	0.11	0.13
超华科技	1.76	2.02	1.77	1.73	2.15	0.45	0.51	0.42	0.41	0.53

资料来源：Wind、联讯证券

*加粗为呈上升趋势



①为销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入，②为经营活动现金流量净额/归母净利润。2017年销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入>90%的企业12家，占比52%。大于100%的企业有方正科技（123%）、金安国纪（117%）、丹邦科技（113%）、依顿电子（102%）、兴森科技（102%）、世运电路（102%）、天津普林（102%）、景旺电子（101%）、沪电股份（100%）。2013~2018H1大部分公司该指标相对稳定。景旺电子、兴森科技略有上升趋势。

2017年经营活动现金流量净额/归母净利润>1的有14家，占比61%。2013~2018H1深南电路、超声电子、景旺电子、依顿电子、兴森科技、崇达技术、明阳电路相对稳定并保持较好水平。

图表46： 2013~2018H1 各公司销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入和经营活动现金流量净额/归母净利润

企业名称	2013年 ①	2014年 ①	2015年 ①	2016年 ①	2017年 ①	2018H1 ①	2013年 ②	2014年 ②	2015年 ②	2016年 ②	2017年 ②	2018H1 ②
深南电路	80%	84%	92%	98%	95%	97%	3.3	2.5	3.5	2.9	2.0	1.3
方正科技	111%	100%	106%	99%	111%	123%	10.4	3.2	5.6	7.9	0.1	0.8
沪电股份	109%	104%	104%	108%	97%	100%	1.9	-4.8	23.9	2.4	0.8	1.1
超声电子	76%	78%	84%	83%	77%	80%	2.8	1.2	3.8	2.7	1.6	2.2
景旺电子	89%	86%	91%	92%	100%	101%	0.9	1.1	1.3	1.0	1.1	0.8
依顿电子	99%	98%	101%	98%	99%	102%	1.7	0.8	1.2	1.0	1.2	1.1
兴森科技	79%	79%	89%	85%	100%	102%	1.2	1.3	1.3	1.2	2.4	1.3
崇达技术	98%	97%	100%	91%	95%	92%	2.2	1.5	1.5	1.2	1.6	1.2
胜宏科技	87%	88%	81%	73%	75%	87%	2.0	2.0	0.1	0.9	1.3	1.6
世运电路	98%	103%	98%	97%	96%	102%	1.6	1.9	1.4	1.0	0.8	0.9
博敏电子	88%	93%	83%	94%	77%	83%	1.4	2.4	0.3	0.9	2.4	1.1
奥士康	82%	76%	84%	91%	82%	84%	1.5	0.6	1.5	0.8	1.4	1.2
中京电子	113%	91%	100%	82%	83%	78%	3.8	0.6	2.9	0.0	1.7	0.8
明阳电路	-	101%	100%	99%	98%	94%	-	1.7	1.4	1.1	1.4	1.4
广东骏亚	43%	70%	62%	72%	64%	70%	-0.03	2.0	0.7	1.2	0.1	0.7
天津普林	91%	94%	112%	108%	97%	102%	-1.3	0.2	-1.0	0.1	1.7	-1.5
生益科技	108%	107%	107%	101%	88%	88%	1.3	0.4	2.1	1.6	0.6	0.8
金安国纪	113%	121%	102%	112%	88%	117%	5.8	2.3	3.2	1.6	1.2	1.4
华正新材	56%	56%	53%	52%	53%	68%	0.9	4.7	0.8	0.1	0.8	0.4
东山精密	78%	78%	82%	91%	88%	86%	5.1	-3.2	-4.5	0.5	0.3	2.9
弘信电子	87%	103%	81%	90%	99%	60%	0.9	1.4	0.6	1.3	2.0	-0.8
丹邦科技	98%	76%	83%	104%	136%	113%	2.2	0.4	0.6	5.7	8.4	7.2
超华科技	67%	61%	75%	83%	77%	68%	-0.7	1.0	0.8	-2.1	0.9	1.0

资料来源：Wind、联讯证券

PCB产业已进入成熟期，传统应用市场已经饱和。PCB产品向高精度、高密度和高可靠性方向发展。PCB企业为了与下游各电子设备的发展匹配，需要不断提高产品性能、提升生产率，同时向专业化、规模化和绿色生产方向升级。随着5G来临和汽车电子化程度的提升，汽车和通讯设备有望成为未来5年行业增长的新引擎。企业在技术研发上的投入也将进一步增加，多层板的高速、高频率和高热应用将继续扩大。

中国PCB行业进入整合期。PCB产品具有定制化的特点，行业集中度较低、市场参与者众多。随着我国环保政策日趋严格，众多小企业环保投入不足，难以达到排放标



准，面临关停、被收购的局面。规模以上企业迎来了产业整合的机会，纷纷通过扩产、收购、产品升级等方式发展壮大。下游应用对产品性能、技术、质量等方面提出了更高的要求，领先 PCB 企业在技术储备、生产设备、信息化管理、供应链统筹管理等方面的优势使其能提供更优质、更稳定的服务，市场份额将向领先企业集中。掌握先进工艺技术、优势客户资源等核心竞争力的企业将获得新的增长空间。

综合考虑经营规模、盈利能力、成长能力、资产结构、运营能力等指标，结合产能扩张、业务方向、研发能力、技术水平等因素，推荐重点关注：景旺电子、崇达技术、东山精密、生益科技、沪电股份、胜宏科技、深南电路。

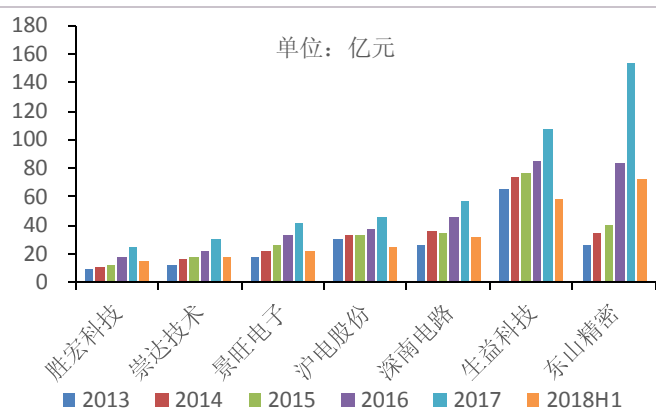
四、领先企业各有特点和优势

（一）重点关注公司财务数据比较与分析

2017 年东山精密营收最高（154 亿元），但是东山精密除了 FPC 还有其他业务。如果只看 PCB 相关业务，生益科技营收最高。随后是深南电路、沪电股份、景旺电子。

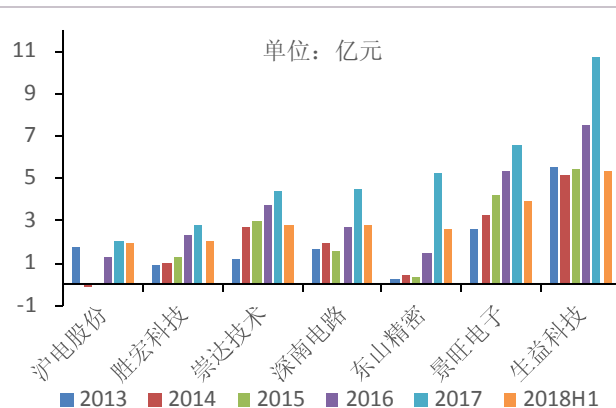
2017 年生益科技归母净利润最高。随后是景旺电子、东山精密、深南电路、崇达技术。

图表47： 2013~2018H1 重点公司营业收入对比



资料来源：Wind、联讯证券

图表48： 2013~2108H1 重点公司归母净利润



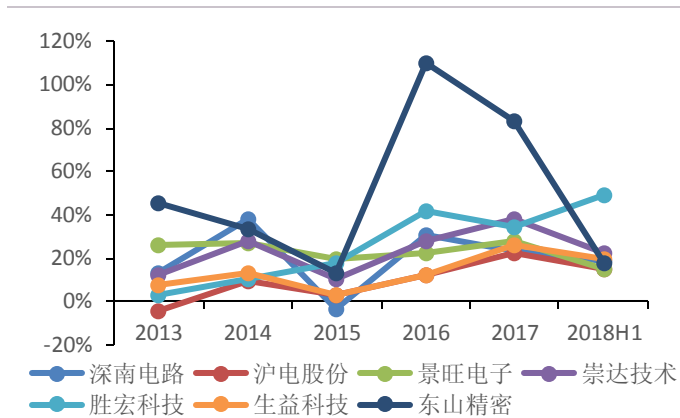
资料来源：Wind、联讯证券

就营收增速而言，近两年东山精密增速最快，主要与其外延并购有关。不考虑东山精密的情况下胜宏科技增速最高，且呈上升趋势。景旺电子增速最为稳定。沪电股份和生益科技相对较低。沪电股份可能与其搬迁厂址等有关，但增速有所提升。生益科技增速也有所提升。深南电路有所波动。

就归母净利润增速而言，胜宏科技、景旺电子增速较快，近五年均未有负增长。景旺电子增速相对更为稳定。此处未显示东山精密（并购）和沪电股份（搬迁原因导致利润下降）增速。崇达技术整体有所提升。深南电路和生益科技有所波动。

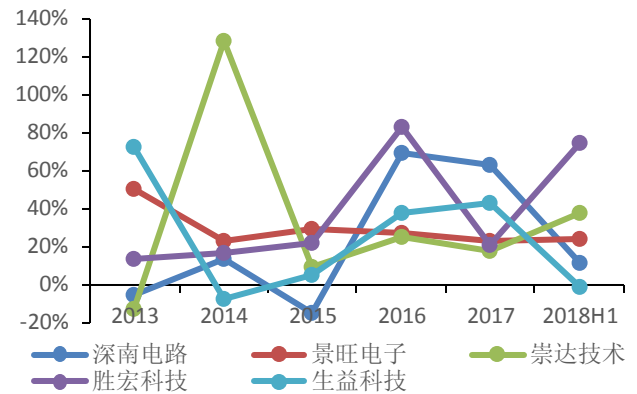


图49: 2013~2018H1 重点公司营业收入增长率



资料来源: Wind、联讯证券

图50: 2013~2108H1 部分重点公司归母净利润增长率

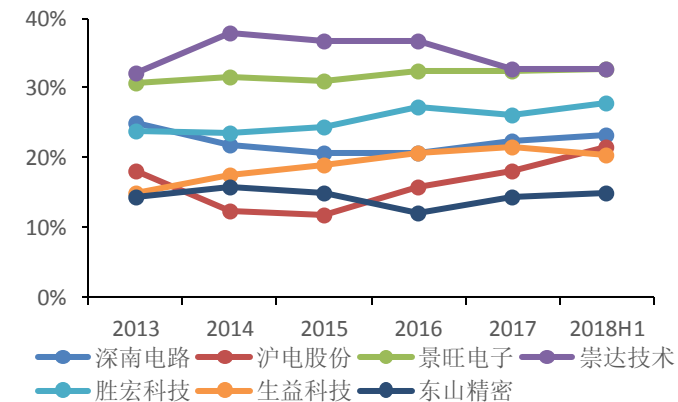


资料来源: Wind、联讯证券

就毛利率而言, 各公司均较为稳定。崇达技术、景旺电子毛利率相对较高。景旺电子最为稳定并有所改善。沪电股份和东山精密相对较低。胜宏科技、生益科技毛利率呈上升趋势。沪电股份盈利情况逐渐改善, 毛利率从 2016 年开始回升。深南电路较稳定。

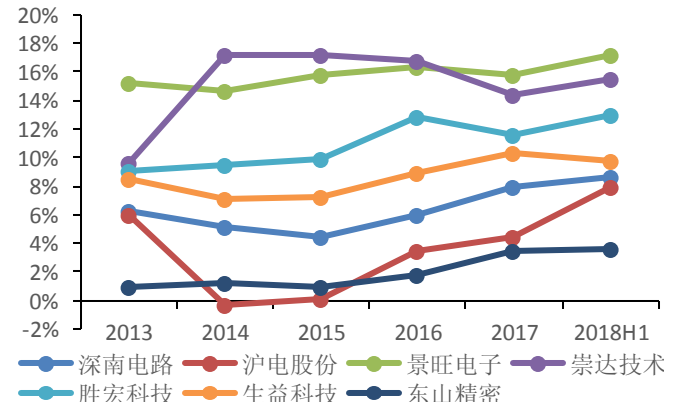
就净利率而言, 崇达技术 2014 年提升至近年高点之后有所下滑, 其余厂商整体保持上升趋势。景旺电子净利率最高, 随后是崇达技术、胜宏科技。基本上毛利率较高的企业净利率也较高。

图51: 2013~2018H1 重点公司毛利率



资料来源: Wind、联讯证券

图52: 2013~2108H1 重点公司净利率



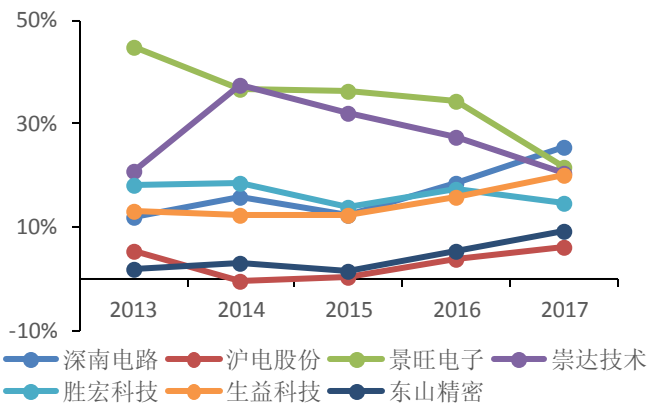
资料来源: Wind、联讯证券

就 ROE (加权) 而言, 2017 年深南电路最高。景旺电子、崇达技术近年来有所下滑, 但 2017 年依旧分别处于第二、三位。胜宏科技则有所下滑。其余厂商相对稳定或略有上升。2017 年深南电路、景旺电子、崇达技术、生益科技 ROE (加权) 均高于 20%。

就 ROA 而言, 景旺电子最高, 其次是崇达技术, 近年来均有所下滑。沪电股份和东山精密相对较低, 但均呈改善之势。生益科技有所提升。胜宏科技、深南电路相对稳定。

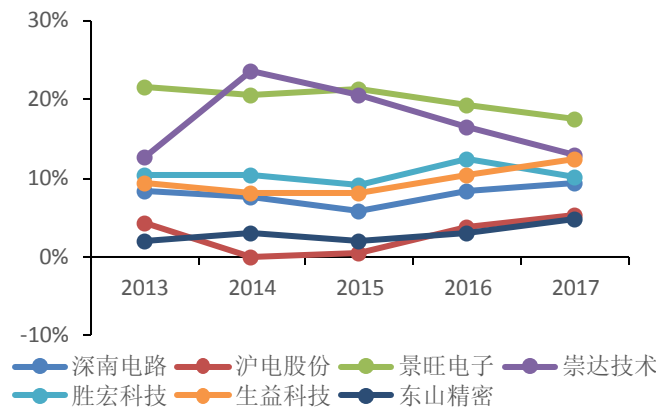


图表53: 2013~2017 年重点公司 ROE (加权)



资料来源: Wind、联讯证券

图表54: 2013~2017 年重点公司 ROA

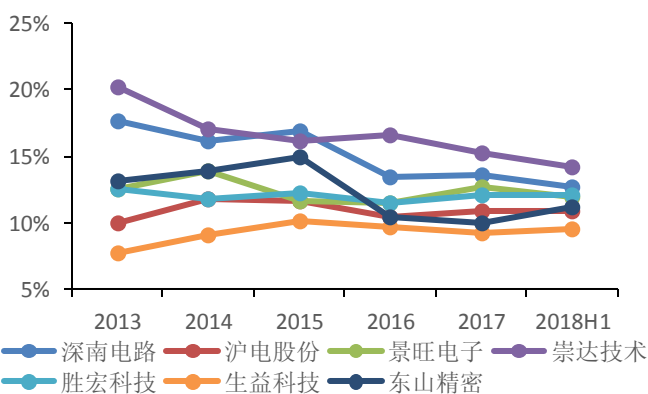


资料来源: Wind、联讯证券

就期间费用率而言, 生益科技长期保持较低水平。PCB 制造企业中沪电股份最低。崇达技术、深南电路期间费用率相对较高, 但呈下降趋势。东山精密收购之后明显下降并保持稳定。其余厂商均相对稳定。

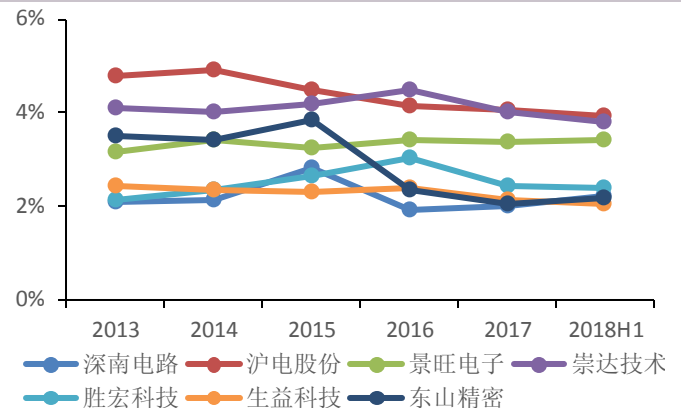
就销售费用率而言, 深南电路、生益科技相对较低。沪电股份、崇达技术相对较高。均呈下降趋势。胜宏科技有所上升。东山精密收购之后明显下降。生益科技有所下降。景旺电子相对稳定。

图表55: 2013~2018H1 重点公司期间费用率



资料来源: Wind、联讯证券

图表56: 2013~2018H1 重点公司销售费用率



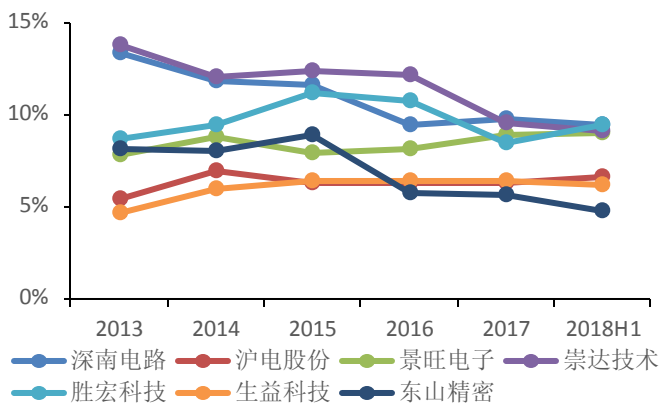
资料来源: Wind、联讯证券

就管理费用率而言, 崇达技术和深南电路相对较高, 但均呈下降趋势。东山精密收购之后下降明显。生益科技、沪电股份长期维持相对较低水平, 但稍有提升。崇达技术、胜宏科技有所波动并略有上升。景旺电子则较为稳定。

就财务费用率而言, 东山精密相对较高。深南电路、景旺电子呈下降趋势, 景旺电子下降更快。崇达技术、胜宏科技波动较大。生益科技、沪电股份均比较稳定。

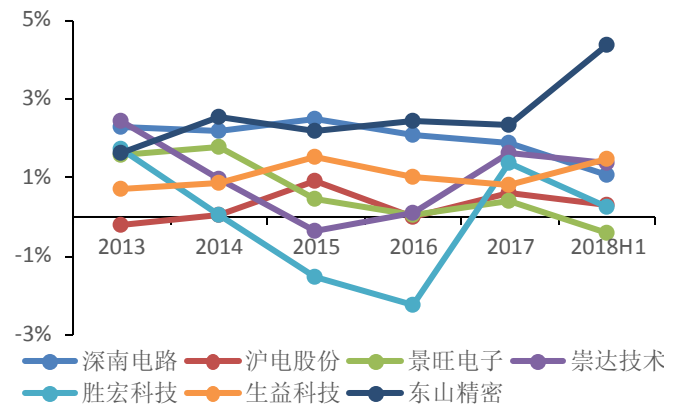


图表57: 2013~2018H1 重点公司管理费用率



资料来源: Wind、联讯证券

图表58: 2013~2018H1 重点公司财务费用率



资料来源: Wind、联讯证券

景旺电子营收和归母净利润增速、毛利率和净利率均在相对较高水平并相对更加稳定。各项费用率相对较低，并且相对更稳定。公司经营非常稳健。

崇达技术营收和归母净利润增速、毛利率和净利率均在相对较高水平，但是各项费用率相对较高。

胜宏科技营收和归母净利润增速呈现上升趋势，毛利率、净利率相对较高并呈现上升趋势，期间费用率处于各厂商中间水平。

生益科技营收和归母净利润增速、毛利率和净利率呈现上升趋势，各项费用率大多处于各厂商最低水平。

沪电股份经营逐渐恢复，营收增速、毛利率和净利率呈现上升趋势。公司能较好的控制各项费用率，期间费用率、管理费用率为 PCB 制造企业最低，销售费用率相对最高，但呈现下降趋势。

东山精密通过外延收购实现营收和净利润的快速增长，财务费用率上升明显，但期间、管理、销售费用率均明显改善，毛利率维持稳定，净利率呈现上升趋势。

深南电路多项指标处于中间水平。销售费用率为 PCB 制造企业最低，期间、管理、财务费用率相对较高，但均呈现下降趋势。毛利率相对稳定，净利率呈上升趋势。

对各公司主要财务指标进行简单的比较，景旺电子、生益科技总体指标水平相对较高。(综合考虑长期情况，在营收、利润、增速、毛/净利率、ROE、ROA 中选出 2 个最高为☆☆☆，2 个最低为☆，其余为☆☆。费用率则反之)。

图表59: 2013~2018H1 重点关注公司财务指标水平与趋势

		沪电股份	景旺电子	崇达技术	胜宏科技	生益科技	东山精密	深南电路
营收规模	水平	☆☆	☆☆	☆	☆	☆☆☆	☆☆☆	☆☆
归母净利润规模	水平	☆	☆☆☆	☆☆	☆	☆☆☆	☆☆	☆☆
营收增速	水平	☆	☆☆	☆☆	☆☆☆	☆	☆☆☆	☆☆
	趋势	↑	→	↑	↑	↑	↑	↑
归母净利润增速	水平	波动大	☆☆	☆☆	☆☆☆	☆☆	☆☆☆	☆
	趋势	↑	→	↑	↑	↓	↑	↑
毛利率	水平	☆	☆☆☆	☆☆☆	☆☆	☆☆	☆	☆☆
	趋势	↑	→	→	↑	↑	→	→



		沪电股份	景旺电子	崇达技术	胜宏科技	生益科技	东山精密	深南电路
净利率	水平	☆	☆☆☆	☆☆☆	☆☆	☆☆	☆	☆☆
	趋势	↑	↑	→	↑	↑	↑	↑
ROE（加权）	水平	☆	☆☆☆	☆☆☆	☆☆	☆☆	☆	☆☆
	趋势	→	↓	↓	↓	↑	↑	↑
ROA	水平	☆	☆☆☆	☆☆☆	☆☆	☆☆	☆	☆☆
	趋势	↑	↓	↓	→	↑	↑	→
期间费用率	水平	☆☆☆	☆☆	☆	☆☆	☆☆☆	☆☆	☆
	趋势	↑	→	↓	→	↑	↓	↓
销售费用率	水平	☆	☆☆	☆	☆☆	☆☆☆	☆☆	☆☆☆
	趋势	↓	→	→	↑	↓	↓	→
管理费用率	水平	☆☆☆	☆☆	☆	☆☆	☆☆☆	☆☆	☆
	趋势	↑	→	↓	→	↑	↓	↓
财务费用率	水平	☆☆☆	☆☆	☆☆	☆☆☆	☆☆	☆	☆
	趋势	↑	↓	↓	↓	↑	↑	↓

资料来源：Wind、联讯证券

（二）景旺电子：软硬结合双轮驱动，多项经营指标保持领先

景旺电子主要产品为 RPCB、FPC（含 SMT）和 MPCB，是国内少数集三种印制电路板生产与研发能力于一身的 PCB 制造企业。公司积极布局 HDI 技术，同时向产业链下游延伸至 FPC SMT 业务，满足客户“一站式”采购需求。公司产品广泛应用于计算机及网络设备、通信设备及终端、工业控制及医疗、消费电子、汽车电子等领域。公司客户包括海拉、天马、华为、维沃、深超、西门子、纬创、捷普、信利、霍尼韦尔、欧司朗等国内外知名企业。2017 年公司在 CPCA 百强 PCB 企业中名列第 10 位，2017 年内资 PCB 企业营收规模第 2 位。在 2015~2017 年 N.T.Information 全球百强 PCB 制造商排行中，公司分别位列第 34、32、31 名。

公司采用边建设边投产的方式推进江西二期项目的建设。目前有两条智能化生产线投产，形成 10 万 m²/月的产能，第三条线预计 Q3 投产。积极推进珠海景旺生产基地的建设筹备工作，获得环保部门对年产 HDI 300 万 m²、FPC 200 万 m² 项目的批复。公司近期收购立讯精密旗下 FPC 企业珠海双赢 51% 的股份，进一步增强公司实力。

公司持续开发完善信息化系统，在新工厂引进 MES 制造执行系统、EAP 设备自动化系统，形成较为完整的信息化和工业化一体的管理体系，实现资源优化配置，降低生产及管理成本，实现效益最大化。

2017 年公司实现营业收入、归母净利润分别为 41.9、6.6 亿元，同比增长 28%、23%，2018H1 实现营业收入、归母净利润分别为 22.7、3.9 亿元，同比增长 23%、24%。公司营收和利润均持续增长。

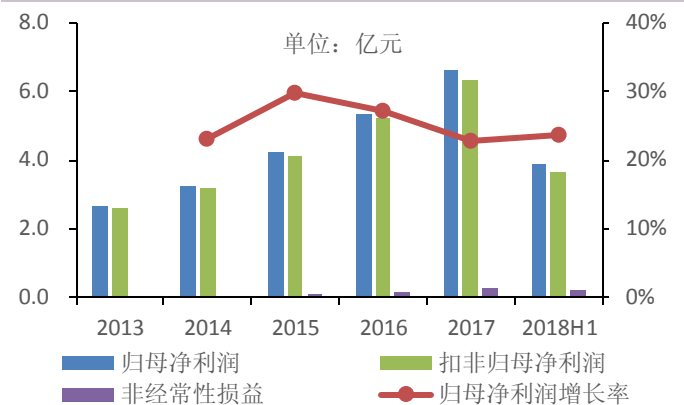


图表60: 2013~2018H1 景旺电子营业收入和增长率



资料来源: Wind、联讯证券

图表61: 2013~2018H1 景旺电子归母净利润和增长率

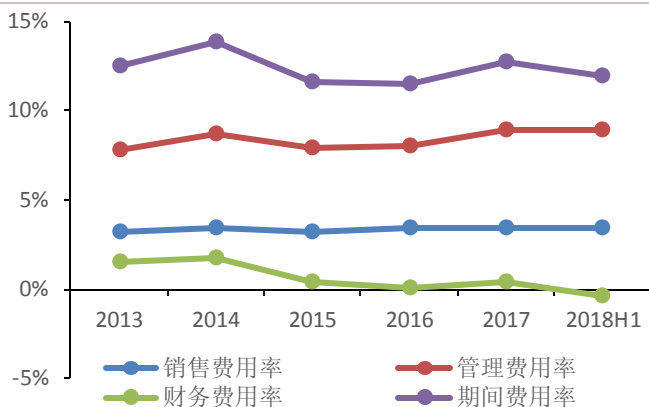


资料来源: Wind、联讯证券

公司期间费用率长期在 12%左右,管理费用率维持在 8%左右,销售费用率在 3.4%左右,财务费用率近年来呈现下降趋势 2018H1 财务费用率下降到-0.39%。公司能够较好的控制各项费用。

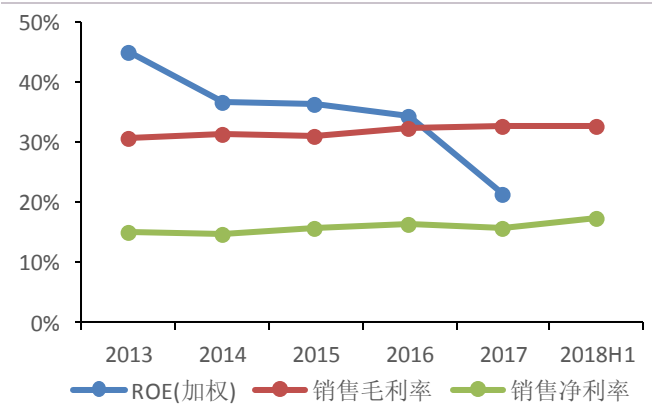
公司毛利率和净利率均稳中有升,2018H1 毛利率、净利率分别达到 32.6%、17.2%。ROE (加权) 有所下滑, 2017 年达到 21.5%, 仍然在较高水平。

图表62: 2013~2018H1 景旺电子各项费用率



资料来源: Wind、联讯证券

图表63: 2013~2018H1 景旺电子 ROE (加权)、毛利率、净利率



资料来源: Wind、联讯证券

(三) 深南电路: 内资 PCB 制造龙头, 重点开发通信类产品

深南电路是中国印制电路板龙头企业, 专注于电子互联领域, 致力于“打造世界级电子电路技术与解决方案的集成商”, 拥有印制电路板、封装基板及电子装联三项业务, 形成了业界独特的“3-In-One”业务布局。公司聚焦高中端制造, 生产的背板、高速多层板、多功能金属基板、厚铜板、高频微波板、刚挠结合板、封装基板等产品技术含量高, 具有较强的竞争力。公司 PCB 产品应用以通信设备为核心, 重点布局航空航天和工控医疗等领域, 并逐步加大对 5G、新能源汽车、物联网等相关产品技术的研发与投入。公司生产的封装基板分为存储芯片封装基板、微机电系统封装基板、射频模块封装基板、处理器芯片封装基板和高速通信封装基板, 主要应用于移动智能终端、服务/存储等。公司产品在部分细分市场上拥有领先的竞争优势。公司客户有华为、中兴、诺基亚, 霍尼

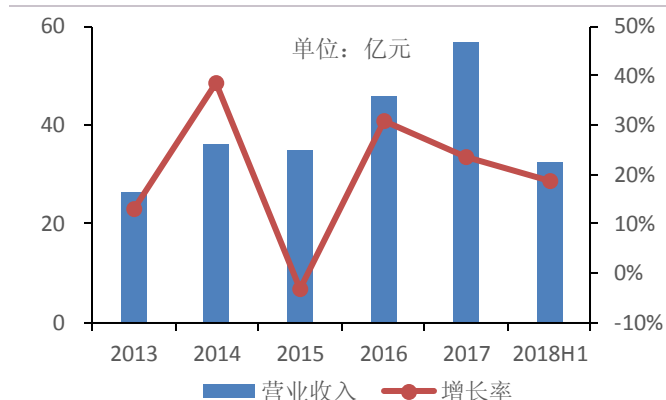


韦尔、通用电气、GE 医疗、博世、比亚迪、联想、日月光等。Prismark 2018Q1 报告显示公司位列全球 PCB 企业第 21 名。2017 年内资 PCB 企业营收规模第 1 位。

公司积极配合客户开发下一代 5G 无线通信基站用 PCB 产品，为下一代通信网络及设备提供高速、大容量的解决方案，研发费用主要投向该领域。另外，南通工厂已完成第三方体系认证，并已启动客户认证，预计年末可逐步释放产能。公司在 MEMS-MIC 产品上技术和产量继续保持领先优势。无锡工厂建设按计划有序推进。同时公司也在不断加强专业化、自动化工厂的建设。

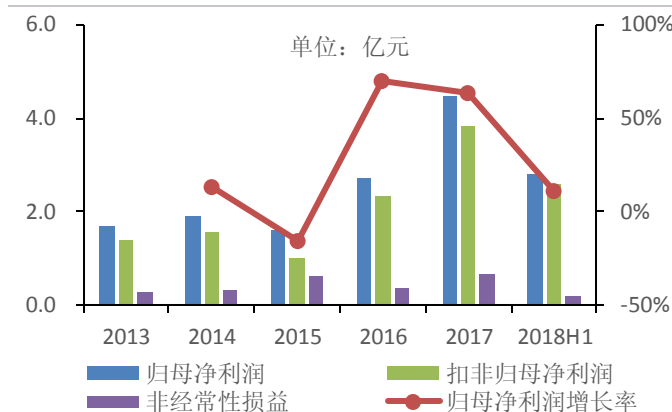
2017 年公司实现营业收入、归母净利润分别为 56.9、4.5 亿元，同比增长 24%、63%，2018H1 实现营业收入、归母净利润分别为 32.4、2.8 亿元，同比增长 19%、11%。公司营收和利润均持续增长。

图表64： 2013~2018H1 深南电路营业收入和增长率



资料来源：Wind、联讯证券

图表65： 2013~2018H1 深南电路归母净利润和增长率

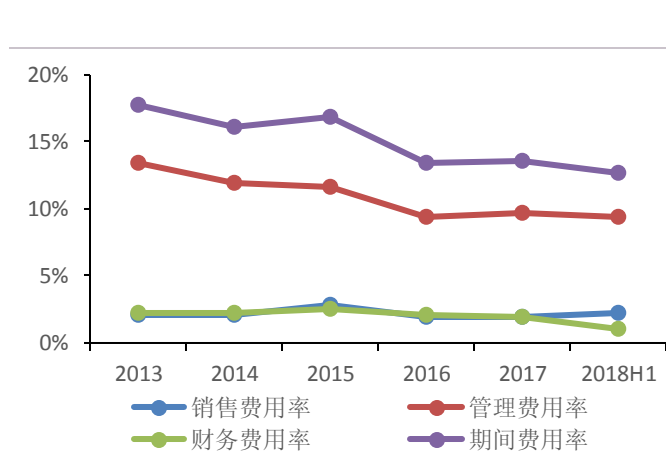


资料来源：Wind、联讯证券

公司期间费用率和管理费用率呈现下降趋势，2018H1 期间费用率、管理费用率分别为 12.7%、9.44%。销售费用率和财务费用率基本稳定，2018H1 分别为 2.22%、1.05%。公司能够较好的控制各项费用。

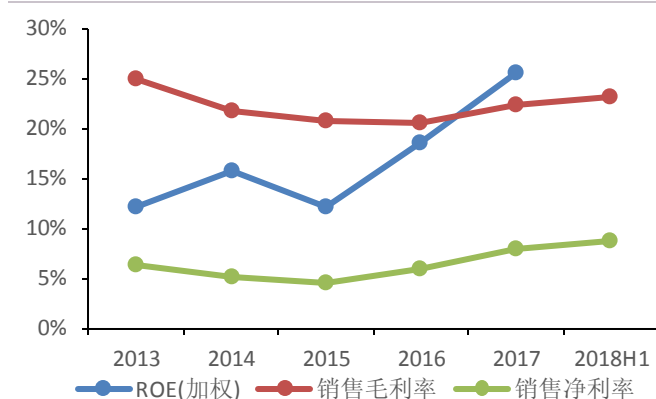
公司毛利率和净利率均稳中有升，2018H1 毛利率、净利率分别达到 23.2%、8.7%。ROE（加权）保持上升趋势，2017 年达到 25.6%。

图表66： 2013~2018H1 深南电路各项费用率



资料来源：Wind、联讯证券

图表67： 2013~2018H1 深南电路 ROE（加权）、毛利率、净利率



资料来源：Wind、联讯证券



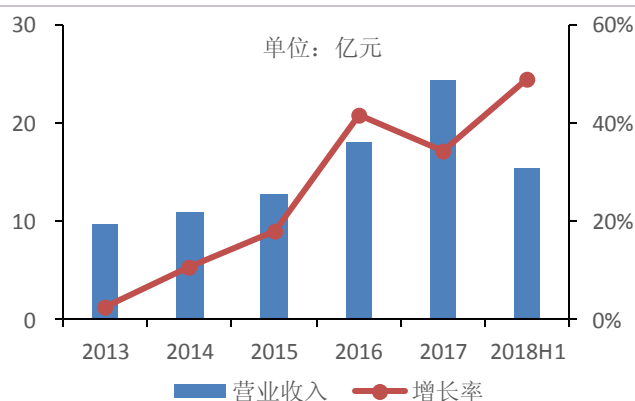
（四）胜宏科技：业绩增长明显，产能扩充迅速

胜宏科技主要产品为双面板和多层板，主要用于计算机、通信、消费电子、汽车电子、工业控制、医疗仪器、国防军工、航空航天等领域。公司高密度多层 VGA（显卡）PCB 市场份额全球第一。在公司是全球印制电路板制造百强企业，CPCA 副理事长单位，连续多年入围中国印制电路行业百强排行榜。2017 年内资 PCB 企业营收规模第 6 位。

在内资 PCB 企业中，公司扩产速度相对更快。2018H1 公司再融资扩产项目已释放部分产能，预计年底实现全面达产。公司以工业 4.0 为核心思想，将项目建设成为集自动化、信息化、数字化为一体的智慧绿色生态工厂。公司 2018 年产能目标为 400 万平方米，销售额目标为 40 亿元人民币，产品报废率低于 5%。公司计划 2022 年前实现 100 亿产值。

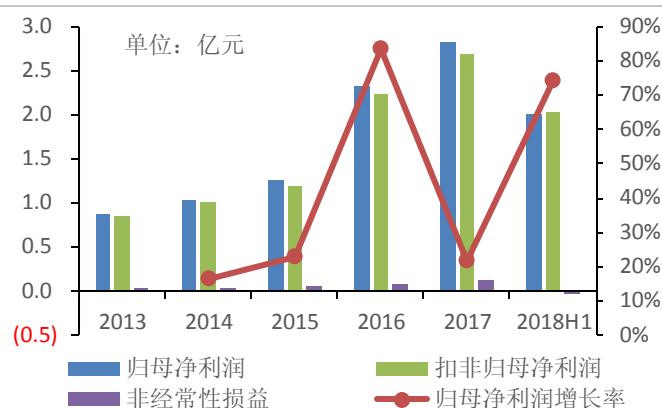
2017 年公司实现营业收入、归母净利润分别为 24.4、2.8 亿元，同比增长 34%、21%，2018H1 实现营业收入、归母净利润分别为 15.3、2.0 亿元，同比增长 49%、74%。公司营收和利润均持续增长。

图表68： 2013~2018H1 胜宏科技营业收入和增长率



资料来源：Wind、联讯证券

图表69： 2013~2018H1 胜宏科技归母净利润和增长率



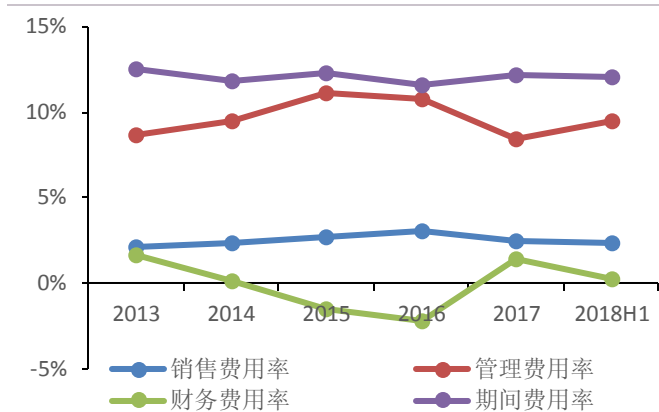
资料来源：Wind、联讯证券

公司期间费用率、销售费用率基本稳定，2018H1 期间费用率、销售费用率分别为 12.1%、2.4%。管理费用率稍有波动，但是也相对稳定，2018H1 为 9.5%。财务费用率维持在低水平，2018H1 为 0.26%。公司能较好的控制各项费用。

公司毛利率和净利率均保持上升趋势，2018H1 毛利率、净利率分别达到 27.8%、13.0%。ROE（加权）略有下降，2017 年达到 14.7%。

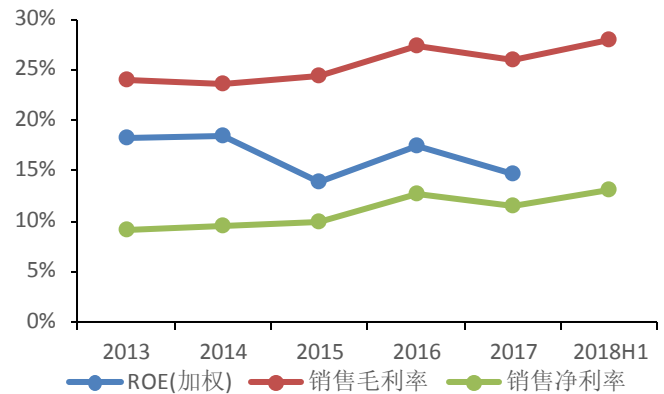


图表70: 2013~2018H1 胜宏科技各项费用率



资料来源: Wind、联讯证券

图表71: 2013~2018H1 胜宏科技 ROE(加权)、毛利率、净利率



资料来源: Wind、联讯证券

(五) 沪电股份: 盈利能力逐渐恢复, 通讯板维持优势地位

沪电股份产品主要为单、双面及多层电路板、HDI、电路板组装产品等, 主导产品为 14~38 层企业通讯市场板、中高阶汽车板, 并以工业设备板等为有力补充, 可广泛应用于通讯设备、汽车、工业设备、微波射频等多个领域。主要客户有华为、思科、诺基亚、爱立信、大陆、博世等。公司连续多年入选 N.T.Information 世界 PCB 制造企业百强以及 CPCA 中国 PCB 百强企业。公司前期业绩受到昆山厂搬迁和黄石新厂亏损影响出现下滑。2018Q2 黄石厂首度实现单季扭亏为盈。公司产品良率持续提升, 盈利能力逐渐恢复。

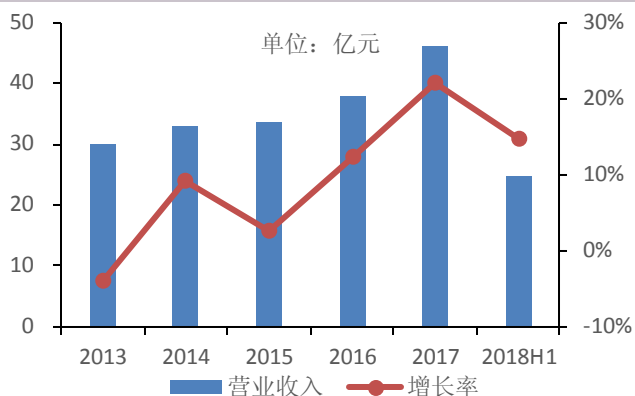
企业通讯市场板是公司优势产品。2018H1 公司企业通讯市场板整体盈利能力逐步恢复, 毛利率大幅提升。受益于高速通讯和计算在虚拟数字货币、云端计算和人工智能等领域发展以及高层、高速 PCB 方面的产能整合, 公司在高速通讯和计算领域的市场份额和营业额持续增长。预计 2018H2 公司在该领域市场份额仍将持续增长。此外预计 5G 通信 2018 年底至 2019 年开始建网, 将为公司发展注入新的动力。

公司汽车板业务保持良好的增长态势, 客户及产品结构持续优化, 生产效率和品质不断改善。公司进入某美系新能源汽车客户供应商体系, 并已稳定供货。同时公司积极开拓国内汽车电子客户, 部分已实现稳定供货公司聚焦中高端、安全性汽车板领域, 保持并扩大竞争优势, 逐步达到全球汽车板市场前 5 名的中长期战略目标。

2017 年公司实现营业收入、归母净利润分别为 46.3、2.0 亿元, 同比增长 22%、56%, 2018H1 实现营业收入、归母净利润分别为 24.6、1.97 亿元, 同比增长 15%、91%。公司营收持续增长, 归母利润从 2016 年开始大幅增长。

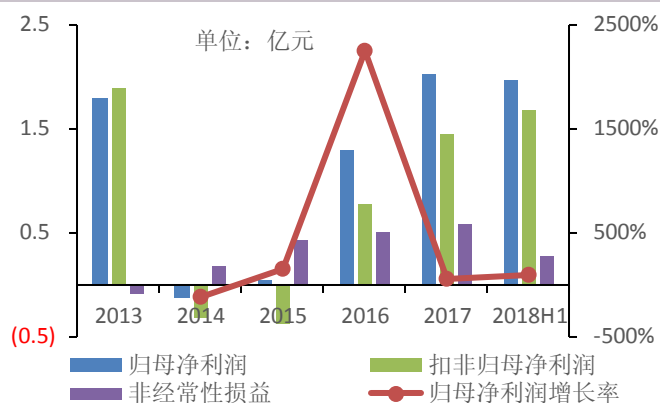


图表72: 2013~2018H1 沪电股份营业收入和增长率



资料来源: Wind、联讯证券

图表73: 2013~2018H1 沪电股份归母净利润和增长率

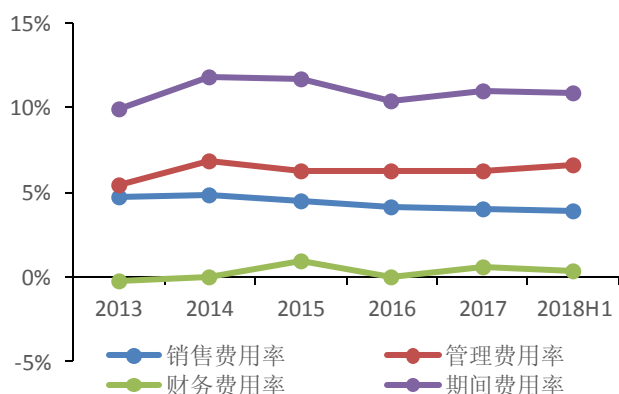


资料来源: Wind、联讯证券

公司期间费用率和管理费用率基本稳定, 2018H1 期间费用率、管理费用率分别为 10.9%、6.65%。销售费用率呈现下降趋势, 2018H1 达到 3.93%。财务费用率一直维持在低水平, 2018H1 为 0.32%。公司能够较好的控制各项费用。

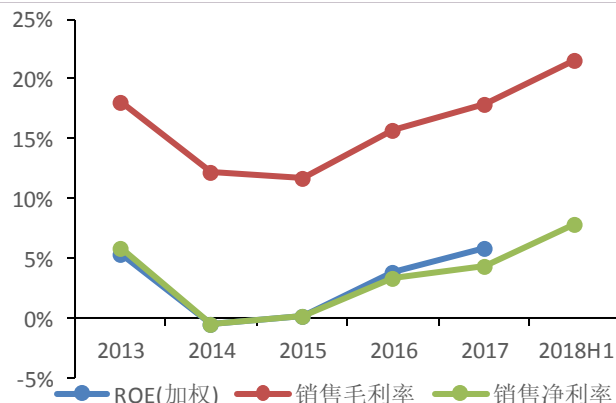
近年公司毛利率和净利率先下滑后上升, 2018H1 毛利率、净利率分别达到 21.5%、8.0%。ROE (加权) 呈现同样趋势, 2017 年达到 6.0%。

图表74: 2013~2018H1 沪电股份技术各项费用率



资料来源: Wind、联讯证券

图表75: 2013~2018H1 沪电股份 ROE (加权)、毛利率、净利率



资料来源: Wind、联讯证券

(六) 崇达技术: 人均指标持续领先, 开拓大批量市场

崇达技术产品主要有双面板、高多层板、HDI 板、厚铜板、背板、软硬结合板、埋容板、立体板、铝基板、高频板等, 广泛应用于通信设备、工业控制、医疗仪器、安防电子和航空航天等高科技领域, 70%以上的产品销往国外。公司推动行业大客户销售策略, 与艾默生、博世、施耐德、霍尼韦尔、3M、飞利浦、中国中车、东芝、松下、伟创力、康普、海康威视、大华科技、富士通、麦格纳、谷歌、村田等都稳定合作, 与华为、三星等达成了合作意向。在新兴行业客户开发方面, 公司与新松机器人、臻迪机器人、零度智控、Leap Motion、乐相科技、华智融、Gertec 等进入稳定合作阶段。CITIF、CPCA 数据显示 2017 年公司营收规模位列中国 PCB 企业第 17 位, 内资 PCB 企业第 4 位。



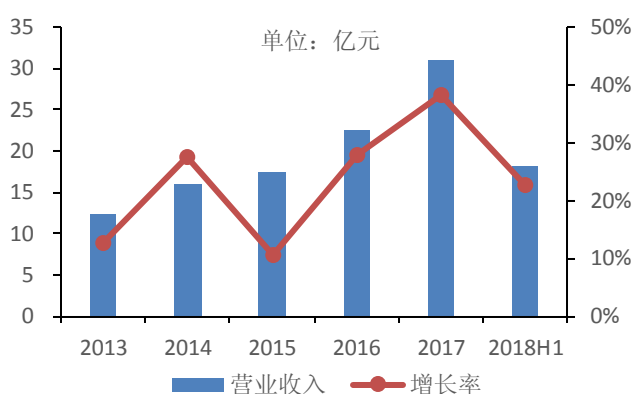
公司建立了行业领先的 ERP 系统和智能的柔性生产线，加上智能设备的更新换代、机器换人的技术改造、生产流程的优化与自动化，逐渐成功转型智能制造，人均营收、人均净利润、人均薪酬均处于国内行业前列。内销收入增长强劲，外销占比逐年下降。2018H1 公司产能利用率接近 90%，产销率 98%以上。

在市场转型方面，公司继续在中消费电子领域、在原有客户的基础上，积极开拓中大批量市场，2018H1 中大批量订单（20 平米以上）的销售面积占比达 69.38%，新增订单 70%来自中大批量订单。

江门崇达二期（二厂）目前处于产能提升阶段，预计 12 月达产。公司投资设立全资子公司珠海崇达，目前已获得工业建设用地。珠海崇达计划分三期建设，预计总投资额约 25 亿元，产能 640 万平方米/年。一期计划投资 10 亿元，2018 年 3 月取得环评批复，2018Q3 开工建设，建设期约为两年。2018 年 1 月公司发行 8 亿元可转债用于总部运营及研发中心、江门崇达高多层线路板技术改造项目、大连崇达超大规模印制线路板技术改造项目以及补充流动资金。

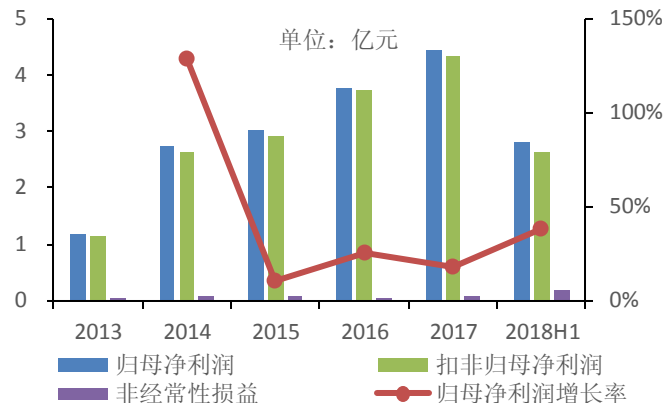
2017 年公司实现营业收入、归母净利润分别为 31.0、4.4 亿元，同比增长 38%、18%，2018H1 实现营业收入、归母净利润分别为 18.1、2.8 亿元，同比增长 23%、38%。公司营收和利润均持续增长。

图表 76： 2013~2018H1 崇达技术营业收入和增长率



资料来源：Wind、联讯证券

图表 77： 2013~2108H1 崇达技术归母净利润和增长率



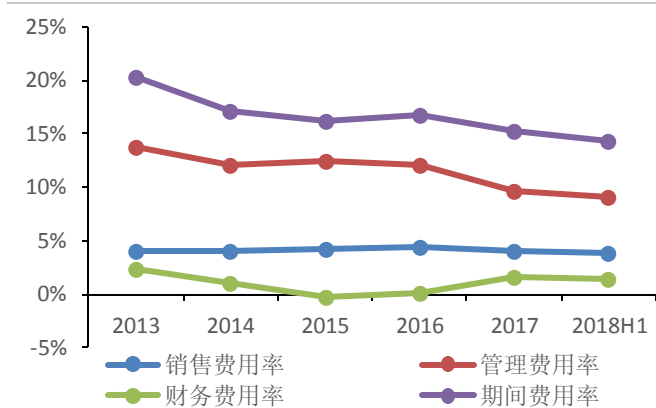
资料来源：Wind、联讯证券

公司期间费用率和管理费用率呈现下降趋势，2018H1 期间费用率、管理费用率分别为 14.3%、9.1%。销售费用率和财务费用率基本稳定，2018H1 分别为 3.8%、1.4%。公司能够较好的控制各项费用。

公司毛利率和净利率近两年稍有下滑，但基本保持稳定，2018H1 毛利率、净利率分别达到 32.7%、15.5%。ROE(加权)有所下滑，但仍在较高水平，2017 年达到 20.3%。

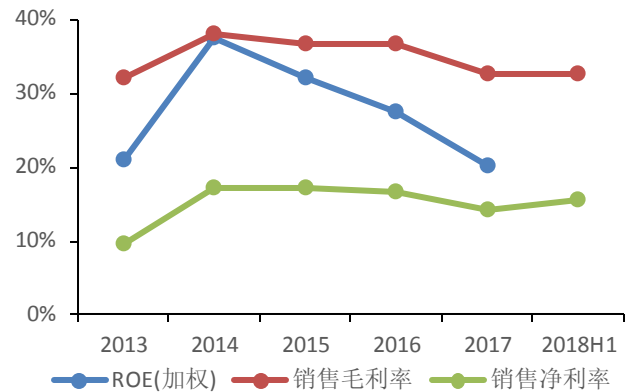


图表78： 2013~2018H1 崇达技术各项费用率



资料来源：Wind、联讯证券

图表79： 2013~2108H1 崇达技术 ROE（加权）、毛利率、净利率



资料来源：Wind、联讯证券

（七）东山精密：外延收购快速成长，多产品协同完善布局

东山精密业务涵盖印刷电路板、电子器件和通信设备等领域，产品广泛应用于消费电子、电信、工业、汽车等行业。公司为全球前五名的柔性线路板的制造商，行业知名的基站天线通讯设备部件供应商之一，LED 在部分小间距细分领域市场份额领先。公司客户包括 A 公司、谷歌、微软、小米、OPPO、爱立信、特斯拉、IBM、飞利浦等国际知名企业。

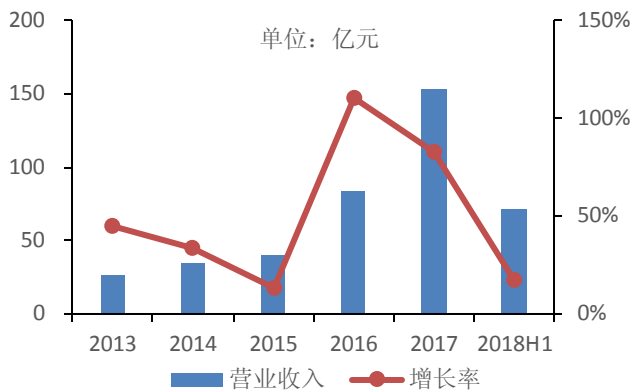
2016 年公司通过收购 MFLX 进入 FPC 领域。MFLX 是全球前 5 的 FPC 厂商。消费电子和汽车电子是 FPC 市场增长的重要推动力。A 公司是东山精密重要客户。2018 年公司收购 Multek。Multek 是 FLEX 旗下 PCB 制造业务主体，此次收购将进一步完善公司的印刷电路板产品线。5G 的到来有望带动 PCB 需求增长 2~3 倍。Multek 通信领域客户有诺基亚、爱立信、思科等。预计 2017 年 Multek 电信及基础设施应用占比超过 40%，其中 8~16 层的多层板占比接近 50%，18 层以上通信板占比约 10%。公司已为四大国际顶级通讯设备供应商提供滤波器产品。2017 年公司进一步布局 5G 领域，收购艾福电子 70% 的股权，增加陶瓷介质新材料业务。结合公司天线业务，形成“PCB+天线+滤波器”一站式供应能力。

2017 年公司在江苏盐城投资 30 亿元新增 FPC、LED 封装、盖板玻璃产能，部分产线已经投产。未来全部投产之后，年销售额有望超过 200 亿元。

2017 年公司实现营业收入、归母净利润分别为 153.9、5.3 亿元，同比增长 83%、265%，2018H1 实现营业收入、归母净利润分别为 72.1、2.6 亿元，同比增长 18%、118%。通过收购实现营收和净利润快速增长。2018H1 公司业绩驱动主要为随着客户需求加大以及新产能的逐步释放，FPC 等产品的收入和利润贡献占比快速提升。

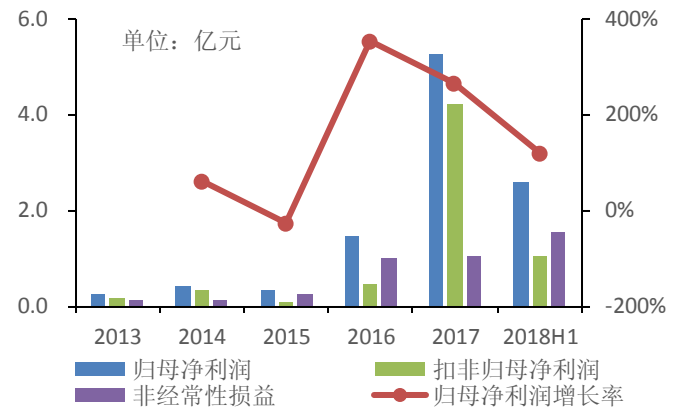


图表80: 2013~2018H1 东山精密营业收入和增长率



资料来源: Wind、联讯证券

图表81: 2013~2018H1 东山精密归母净利润和增长率

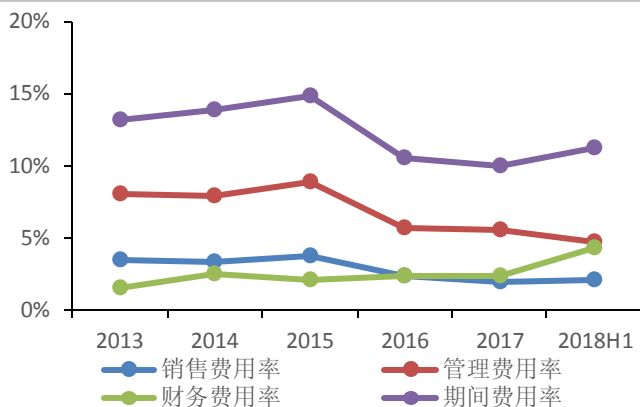


资料来源: Wind、联讯证券

公司期间费用率、管理费用率、财务费用率呈现下降趋势, 2018H1 三项费用率分别为 11.3%、4.7%、2.2%。财务费用率有所上升, 2018H1 为 4.4%。

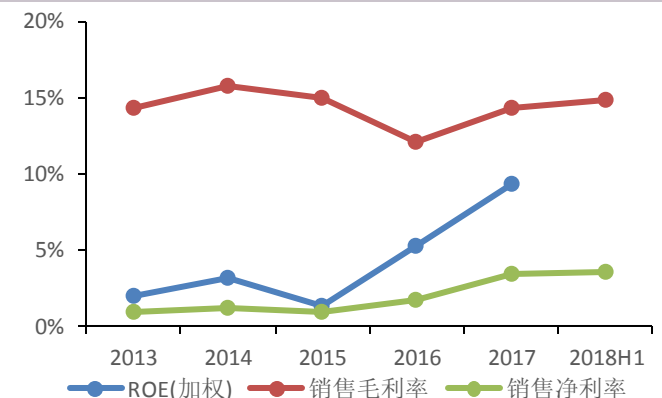
公司毛利率 2017 年上升, 净利率则持续改善, 2018H1 毛利率、净利率分别达到 14.8%、3.6%。2016 年 ROE (加权) 改善明显, 2017 年达到 9.4%。

图表82: 2013~2018H1 东山精密各项费用率



资料来源: Wind、联讯证券

图表83: 2013~2018H1 东山精密 ROE (加权)、毛利率、净利率



资料来源: Wind、联讯证券

(八) 生益科技: 内资覆铜板龙头, 5G 带来新机遇

生益科技主要业务为设计、生产和销售覆铜板和粘结片、印制线路板。产品主要供制作单、双面及多层线路板, 广泛应用于广泛地应用于汽车电子、通讯设备、大型计算机、服务器、智能家居、安防、工控、医疗设备等电子产品, 客户包括博世、大陆、华为、中兴、诺基亚、浪潮、格力等。公司是国内第一、全球第二的印制电路板用覆铜板和粘结片生产商。

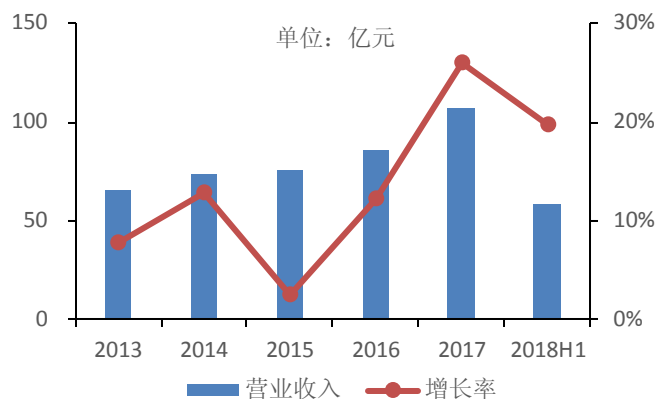
5G 时代高频高速覆铜板将在基站/天线、汽车毫米波雷达、军工/航天、医疗等领域应用广泛, 未来数年该细分市场望快速增长。高频高速覆铜板较高的行业壁垒有望使得该业务盈利能力有望大幅超过普通覆铜板。公司高速高频板南通基地将于 2018H2 投产, 设计产能 150 万平方米/年, 一期产能 100 万平方米/年。BT 树脂板是 IC 载板的主要材



料，公司已经可以实现产品量产，有望打破日本厂商的垄断地位。陕西二期高导热和高密度 CCL 项目预计 2019 年 3 月份投产。FCCL 项目预计 2018 年 10 月投产。九江项目也在推进之中。

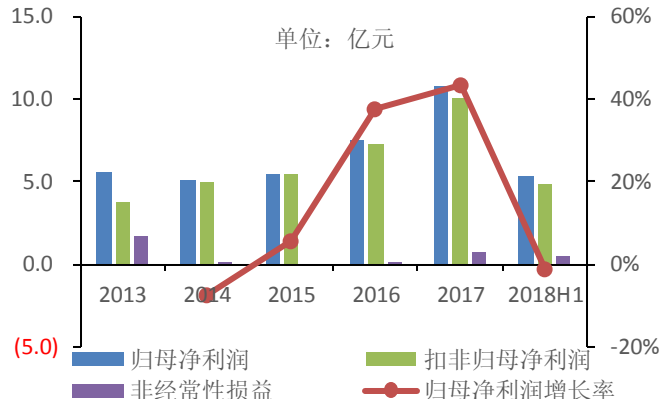
2017 年公司实现营业收入、归母净利润分别为 107.5、10.7 亿元，同比增长 26%、44%，2018H1 实现营业收入、归母净利润分别为 58.1、5.3 亿元，同比增长 20%、-1%。

图表84： 2013~2018H1 生益科技营业收入和增长率



资料来源：Wind、联讯证券

图表85： 2013~2018H1 生益科技归母净利润和增长率

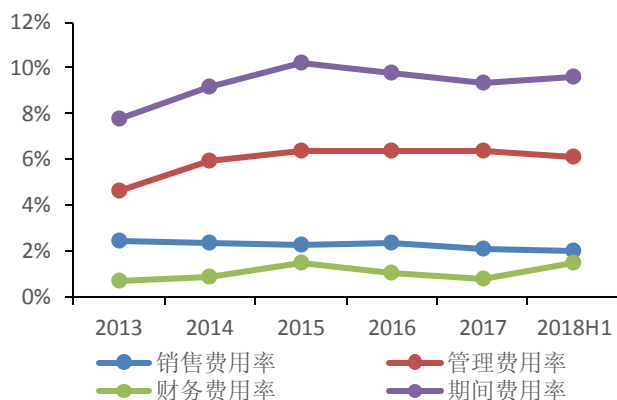


资料来源：Wind、联讯证券

公司期间费用率和管理费用率略有增长，但近两年基本稳定，2018H1 期间费用率、管理费用率分别为 9.6%、6.1%。销售费用率略有下降，2018H1 为 2.03%，财务费用率维持低水平，2018H1 为 1.45%。公司能够较好的控制各项费用。

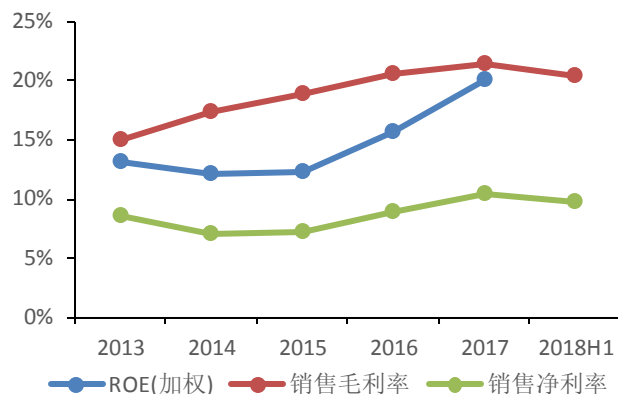
公司毛利率和净利率呈现上升趋势，2018H1 毛利率、净利率分别达到 20.4%、9.7%。ROE（加权）从 2016 年开始上升，2017 年达到 20.1%。

图表86： 2013~2018H1 生益科技各项费用率



资料来源：Wind、联讯证券

图表87： 2013~2018H1 生益科技 ROE（加权）、毛利率、净利率



资料来源：Wind、联讯证券

五、投资建议

5G、消费电子、汽车电子、工业 4.0 等领域需求持续增长，HDI 和柔性线路板技术应用加深，产品技术附加值提高带动价格上涨，未来 PCB 市场将保持稳健增长。大陆企业利用完整的供应链、先进的生产设备和管理等方面的优势，使得产业不断向国内转移。



大陆相关企业市场份额和地位不断提升。

中国 PCB 行业进入整合期。随着我国环保政策日趋严格,众多小企业环保投入不足,难以达到排放标准,面临关停、被收购的局面。规模以上企业迎来了产业整合的机会,纷纷通过扩产、收购、产品升级等方式发展壮大。下游应用对产品性能、技术、质量等方面提出了更高的要求,领先 PCB 企业在技术储备、生产设备、信息化管理、供应链统筹管理等方面的优势使其能提供更优质、更稳定的服务,市场份额将向领先企业集中。掌握先进工艺技术、优势客户资源等核心竞争力的企业将获得新的成长空间。

综合考虑经营规模、盈利能力、成长能力、资产结构、运营能力等指标,结合产能扩张、业务方向、研发能力、技术水平等因素,推荐重点关注:景旺电子、崇达技术、东山精密、生益科技、沪电股份、胜宏科技、深南电路。

六、风险提示

1、5G、汽车电子等应用不及预期的风险;2、宏观经济波动的风险;3、环保政策变化的风险;4、成本上涨的风险。



分析师简介

王风华, 中国人民大学硕士研究生, 现任联讯证券研究院执行院长。2016 年加入联讯证券, 证书编号: S0300516060001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于 10%;

增持: 相对大盘涨幅在 5%~10%之间;

持有: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间;

减持: 相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

增持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报高于基准指数 5%以上;

中性: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com