

沪电股份(002463)

报告日期: 2023年03月26日

## 服务器产业升级核心受益

### —— GPT 算力产业链 · 沪电股份点评报告

#### 投资要点

- ❑ **服务器核心供应商, 受益于 AI 算力需求驱动+电车智能化趋势发展, 带动产品价值量及经营结构持续上行, 复合成长性有望超预期。**
- ❑ **沪电股份: 坚持以技术创新和产品升级驱动成长**  
 2022年, 实现营业收入 83.36 亿元, 同比增长 12.37%; 实现归母净利润约 13.62 亿元, 同比增长 28.03%。其中, PCB 业务营收为 79.31 亿元, 同比增长 12.36%, 毛利率为 31.72%, 同比增加 3.22pct。公司深化整合昆山和黄石生产基地资源, 对瓶颈及关键制程升级和针对性产能扩充, 积极应对市场变化。同时, 完善产业布局, 强化风险应对能力, 加速泰国生产基地建设, 力争 24Q4 实现量产。
- ❑ **企业通讯市场板: 前瞻布局储备过硬, 静等 AI 风来花开**  
 2022年, 企业通讯市场板营收为 54.95 亿, 同比增加 13.95%; 占比 65.92%, 同比增加 0.91pct; 毛利率 34.33%, 同比增加 4.97pct。主要受益于国内疫情管控放开及原材料供应短缺等缓解, 终端需求订单陆续执行库存消化; 交换机、路由器、数据存储、高速运算服务器、人工智能等新兴计算场景对高多层 PCB 的结构性需求增加。近期由 ChatGPT 引爆的 AI 热潮, 将推动数据中心朝更高速数据传输标准发展, 加速 400Gbps 和更高速度的交换机采用及服务器更新换代, 相关路由器、数据存储、AI 加速计算服务器也有望高速增长, 进一步催生对大尺寸、高层数、高阶 HDI 以及高频高速 PCB 产品的强劲需求。**1) 在服务器领域**, 公司应用于 EGS 级服务器领域产品已实现规模化量产;**2) 在 HPC 领域**, 布局通用计算, 应用于 AI 加速、Graphics 的产品, 应用于 GPU、OAM、FPGA 等加速模块类的产品以及应用于 UBB、BaseBoard 的产品已批量出货, 目前正在预研应用于 UBB2.0、OAM2.0 的产品;**3) 在高阶数据中心交换机领域**, 应用于 Pre800G(基于 56Gbps 速率, 25.6T 芯片)的产品已批量生产, 应用于 800G(基于 112Gbps 速率, 51.2T 芯片)的产品已实现小批量交付; 基于数据中心加速模块的多阶 HDI Interposer 产品, 已实现 4 阶 HDI 的产品化, 目前在预研 6 阶 HDI 产品, 同时基于交换、路由的 NPO/CPO 架构的 Interposer 产品也同步开始预研; 在半导体芯片测试线路板部分重点开发 0.35mm 以上 Pitch 的高阶产品。公司作为交换机、服务器用板核心供应商, 在本轮 AI 产业变革趋势中有望率先受益。
- ❑ **汽车板: 紧跟时代趋势, 构建中长期稳健成长根基**  
 2022年, 汽车板业务营收为 18.97 亿, 同比增加 12.80%; 占比 22.76%, 同比增加 0.09pct; 毛利率 24.05%, 同比下降 1.47pct。22H1 受原材料价格高位运行、需求减弱等影响生产经营承压; 22H2 收入增长及盈利能力有所恢复, 主要受益于需求好转、黄石二厂新增产能全面释放、及沪利微电产品和产能结构持续优化, 其毫米波雷达, 采用 HDI 的自动驾驶辅助及智能座舱域控制器、埋陶瓷、厚铜等新兴产品市场迅速成长。2023 年初, 公司向沪利微电增资 7.76 亿元, 有针对性地加速扩充汽车高阶 HDI 产能。同时将与 Schweizer 共同努力, 加快 p2Pack 技术开发与市场推广, 尽快完成胜伟策应用于 48V 轻混系统的样品测试与客户认证, 争取 23Q4 实现量产。公司投入大量资源用于高阶、高速 HDI 及耐高压高可靠 PCB 产品的开发, 并与客户合作开发智能汽车中央控制器、SIP 类载板、1200V 高压等前沿应用 PCB 产品。2022年, 已实现 800V 高压 PCB 产品量产。
- ❑ **盈利预测及估值**  
 预计公司 2023-2025 年营收为 100.7/121.7/147.1 亿元, YOY 为 20.8%/20.9%/20.9%; 归母净利润为 17.3/21.0/26.7 亿元, YOY 为 26.7%/21.4%/27.5%, 对应 EPS 为 0.9/1.1/1.4 元, PE 为 23.7/19.6/15.3 倍。受益于服务器产业升级及电车智能化渗透, 公司有望成长超预期, 维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示**  
 原材料价格及汇率波动、贸易争端、下游需求恢复不及预期等风险。

#### 投资评级: 买入(维持)

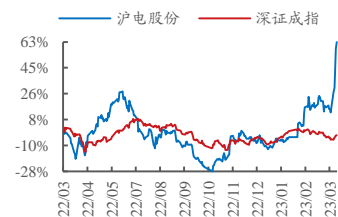
分析师: 蒋高振  
 执业证书号: S1230520050002  
 jianggaozhen@stocke.com.cn

研究助理: 褚旭  
 chuxu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 21.60
总市值(百万元)	40,967.83
总股本(百万股)	1,896.66

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《沪电股份: 电车智能+IDC 升级驱动高端 PCB 新成长》  
 2022.05.12

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8336.03	10071.96	12173.44	14714.37
(+/-) (%)	12.36%	20.82%	20.86%	20.87%
归母净利润	1361.57	1725.55	2095.22	2670.58
(+/-) (%)	-20.80%	26.73%	21.42%	27.46%
每股收益(元)	0.72	0.91	1.10	1.41
P/E	30.09	23.74	19.55	15.34

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6726	8955	11374	14226
现金	1292	3156	4348	6047
交易性金融资产	0	297	154	150
应收账款	2254	2635	3293	3903
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	10	16	18	21
存货	1786	2140	2665	3109
其他	1383	710	896	996
<b>非流动资产</b>	5775	5218	5652	6102
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	43	60	51	52
固定资产	2719	2788	2875	2997
无形资产	102	95	89	82
在建工程	711	843	948	1033
其他	2200	1432	1688	1938
<b>资产总计</b>	12501	14173	17025	20329
<b>流动负债</b>	3829	3726	4493	5136
短期借款	1406	905	1052	1159
应付款项	1926	2217	2823	3289
预收账款	0	0	0	0
其他	498	605	618	687
<b>非流动负债</b>	405	454	445	435
长期借款	78	78	78	78
其他	327	376	367	357
<b>负债合计</b>	4234	4180	4938	5570
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	8267	9992	12088	14758
<b>负债和股东权益</b>	12501	14173	17025	20329

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1566	3008	1318	1987
净利润	1362	1726	2095	2671
折旧摊销	328	184	200	218
财务费用	(136)	(8)	(39)	(55)
投资损失	57	33	34	41
营运资金变动	(1125)	709	(171)	(243)
其它	1081	365	(801)	(645)
<b>投资活动现金流</b>	(802)	(713)	(269)	(459)
资本支出	(492)	(379)	(385)	(419)
长期投资	(10)	(4)	6	(3)
其他	(300)	(330)	110	(38)
<b>筹资活动现金流</b>	(515)	(432)	143	170
短期借款	(171)	(501)	148	107
长期借款	78	0	0	0
其他	(423)	69	(4)	63
<b>现金净增加额</b>	248	1864	1192	1698

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8336	10072	12173	14714
营业成本	5812	6962	8367	9995
营业税金及附加	64	77	94	113
营业费用	273	353	426	471
管理费用	163	252	304	338
研发费用	468	604	730	809
财务费用	(136)	(8)	(39)	(55)
资产减值损失	163	(34)	(8)	76
公允价值变动损益	35	15	17	23
投资净收益	(57)	(33)	(34)	(41)
其他经营收益	65	65	65	65
<b>营业利润</b>	1573	1913	2348	3013
营业外收支	1	2	3	2
<b>利润总额</b>	1573	1915	2351	3015
所得税	212	190	256	344
<b>净利润</b>	1362	1726	2095	2671
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1362	1726	2095	2671
EBITDA	1956	2129	2548	3215
EPS (最新摊薄)	0.72	0.91	1.10	1.41

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	12.36%	20.82%	20.86%	20.87%
营业利润	-18.07%	21.65%	22.73%	28.32%
归属母公司净利润	-20.80%	26.73%	21.42%	27.46%
<b>获利能力</b>				
毛利率	30.28%	30.88%	31.27%	32.08%
净利率	16.33%	17.13%	17.21%	18.15%
ROE	17.57%	18.90%	18.98%	19.90%
ROIC	14.45%	15.86%	15.80%	16.56%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.87%	29.50%	29.00%	27.40%
净负债比率	35.23%	25.17%	23.42%	22.83%
流动比率	1.76	2.40	2.53	2.77
速动比率	1.29	1.83	1.94	2.16
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.76	0.78	0.79
应收账款周转率	3.95	4.20	4.23	4.17
应付账款周转率	3.55	3.99	3.87	3.86
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.72	0.91	1.10	1.41
每股经营现金	0.83	1.59	0.69	1.05
每股净资产	4.36	5.27	6.37	7.78
<b>估值比率</b>				
P/E	30.09	23.74	19.55	15.34
P/B	4.96	4.10	3.39	2.78
EV/EBITDA	11.64	18.12	14.76	11.21

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>