

## 周期触底, 看好 AIGC 带动业绩成长

### 投资要点

- 业绩总结:** 2023年一季度, 公司实现收入 18.7 亿元, 同比下降 2.6%, 实现归母净利润 2.0 亿元, 同比下降 19.7%。
- 业绩小幅调整, 费用端表现稳定。** 2023 年一季度: 1) 营收端, 公司实现收入 18.7 亿元, 同比下降 2.6%。2) 利润端, 公司实现归母净利润 2.0 亿元, 同比下降 19.7%。公司 2023 年一季度毛利率为 25.7%, 同比下降 0.2pp; 净利率为 10.7%, 同比下降 2.3pp。3) 费用端上, 公司销售费用率为 3.1%, 同比上升 0.2PP; 管理费用率为 2.0%, 同比下降 0.1PP; 研发费用率为 6.0%, 同比上升 0.3PP。
- 高多层核心玩家, 未来受益于 AI 服务器、交换机升级。** 公司深耕高多层 PCB 板领域, 工艺环节具有深厚经验积累, 工艺技术全球处于领先地位, 并且公司是海外 Nvidia AI 加速卡核心 PCB 供应商, 客户资源上深度绑定中国台湾主要服务器白牌 ODM 厂。此外受 AI 需求带动, 数据量提升将带动交换机向 800G 换代, 对应 PCB 产品将迎来量价增长。我们认为未来全球 AIGC 产业发展将是公司业绩增长核心动能。
- 汽车板前瞻布局, 未来受益于汽车电子行业增长。** 随传统燃油汽车向电动化、智能化转型, 汽车 PCB 对高温、高压、高密度等要求快速释放, 汽车 PCB 迎量价齐升。公司汽车领域布局 p2pack 等技术, 并且积极通过沪利微电增资扩充产能, 未来将充分受益于汽车电动化、智能化释放的需求增量。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.92 元、1.07 元、1.35 元, 对应动态 PE 分别为 25 倍、21 倍、17 倍, 未来三年归母净利润复合增速有望达 23.5%。我们给予公司 2023 年 30 倍 PE, 对应目标价 27.60 元, 首次覆盖予以“买入”评级。
- 风险提示:** 下游客户流失、需求复苏不及预期等风险。

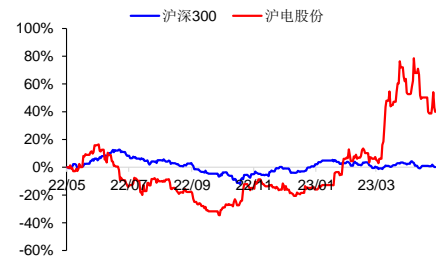
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8336.03	10077.93	12011.67	13994.40
增长率	12.36%	20.90%	19.19%	16.51%
归属母公司净利润(百万元)	1361.57	1746.79	2044.33	2567.26
增长率	28.03%	28.29%	17.03%	25.58%
每股收益 EPS(元)	0.72	0.92	1.07	1.35
净资产收益率 ROE	16.47%	17.93%	18.06%	19.25%
PE	31.34	24.54	20.97	16.70
PB	5.19	4.40	3.79	3.21

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王谋  
执业证号: S1250521050001  
电话: 0755-23617478  
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	19.05
流通 A 股(亿股)	19.04
52 周内股价区间(元)	9.55-26.07
总市值(亿元)	380.25
总资产(亿元)	120.69
每股净资产(元)	3.93

### 相关研究

## 1 公司概况：PCB 行业核心玩家，下游领域应用广泛

沪士电子股份有限公司于 1992 年在江苏省昆山市设立，自成立以来一直立足于印制电路板的研发设计和生产制造，秉持“成长、长青、共利”的经营理念，专注执行既定的“聚焦 PCB 主业、精益求精”的稳定成长战略，在全体员工的努力下，经过多年的市场拓展和品牌经营，现已发展成为印制电路板行业内的重要品牌之一，在行业内享有盛誉。公司主导产品广泛应用于通讯设备、汽车、工业设备、数据中心、网通、微波射频、半导体芯片测试等多个领域。

股权结构较为集中，实际控制人为吴礼淦家族。公司第一大股东为 BIGGERING，持有公司 19.52% 的股份，是注册于英属维尔京群岛的投资公司；公司第二大股东为 WUS GROUP，持有公司 12.80% 的股份，Happy Union 为第三大股东。整体上看公司股权结构较为稳定，背后吴礼淦家族为公司实控人。

图 1：公司股权结构

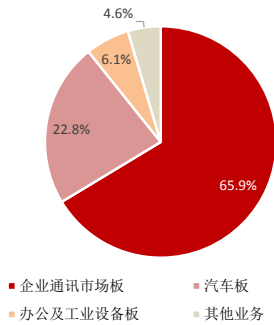


数据来源：公司公告，西南证券整理，截至 2023/03/31

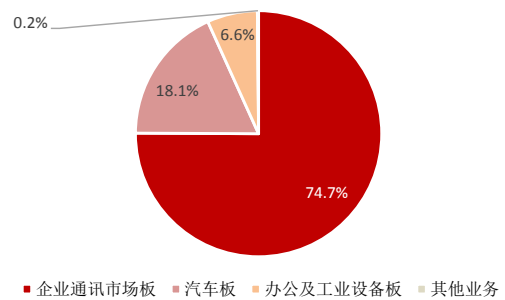
**公司业务包括：**企业通讯市场板、汽车板、办公及工业设备板、其他业务、消费电子板、房屋销售收入等

**从营收结构来看，**2022 年公司营业总收入为 83.4 亿元，同比增长 12.4%；具体来看，企业通讯市场板达 55.0 亿元，同比增长 14.0%，占公司营业收入比重为 65.9%，贡献公司主要营收；汽车板实现营业收入 19.0 亿元，同比增长 13.0%，占公司营业收入比重为 22.8%；办公及工业设备板达 5.1 亿元，占公司营业收入 6.1%，同比增长-2.2%；其他业务达 3.8 亿元，占公司营业收入 4.6%，同比增长 5.5%。

**从毛利结构来看，**2022 年公司毛利率为 30.3%，实现毛利 25.2 亿元，同比增长 25.2%。主要业务中，企业通讯市场板毛利率为 34.3%，同比提升 5PP，实现毛利 18.9 亿元，同比增长 33.2%，毛利占比为 74.7%；汽车板毛利率为 24.1%，同比下降 1.5PP，实现毛利 4.6 亿元，同比增长 6.3%，毛利占比为 18.1%；办公及工业设备板毛利率为 32.6%，同比提升 2.1PP，实现毛利 1.7 亿元，同比增长 4.6%，毛利占比为 6.6%；其他业务毛利率为 1.0%，同比下降 0.2PP，实现毛利 0.0 亿元，同比下降 13.8%，毛利占比为 0.2%。

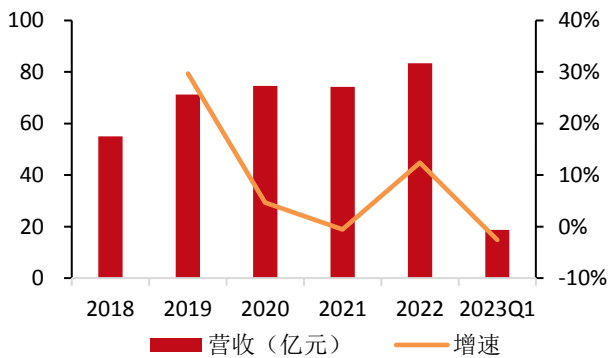
**图 2：公司 2022 年营业收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

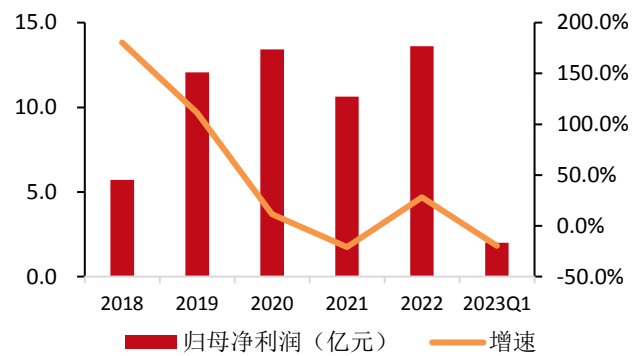
**图 3：公司 2022 年业务毛利占比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**需求周期性衰退，业绩短期下滑。**2018-2022 年，公司营业收入由 55.0 亿元增至 83.4 亿元，期间四年复合增速达 11.0%。其中 2022 年公司营业收入达 83.4 亿元，同比增长 12.4%。从利润端来看，2022 年公司归母净利润为 13.6 亿元，同比增长 28.0%。2023 年一季度，公司营收达 18.7 亿元，同比下降 2.6%，归母净利润为 2.0 亿元，同比下降 19.7%。

**图 4：公司 2018-2023Q1 年营业收入**


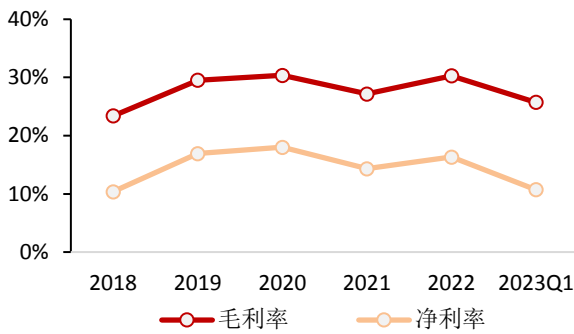
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：公司 2018-2023Q1 年归母净利润**


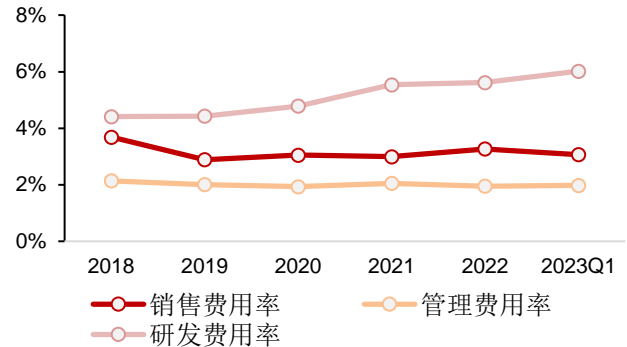
数据来源：公司公告，西南证券整理

**费用端保持平稳，稼动率下行导致利润侧承压。**1) 利润率方面：2018-2022 年公司毛利率在 23.4%至 30.4%间波动，2022 年公司毛利率为 30.3%，较去年同期提升 3.1pp；同期间，公司 2022 年净利率为 16.3%，同比提升 2.0pp。2023 年一季度，公司毛利率为 25.7%，较去年同期下降 0.2pp；净利率为 10.7%，较去年同期下降 2.3pp。

2) 费用率方面：2022 年公司销售费用率为 3.7%，较上年上升 0.3PP；同期间，公司管理费用率为 2.0%，同比下降 0.1PP；2022 年研发费用率为 5.6%，较去年同期上升 0.1PP。2023 年一季度，公司销售费用率为 3.1%，较上年同期上升 0.2PP；管理费用率为 2.0%，同比下降 0.1PP；研发费用率为 6.0%，同比上升 0.3PP。

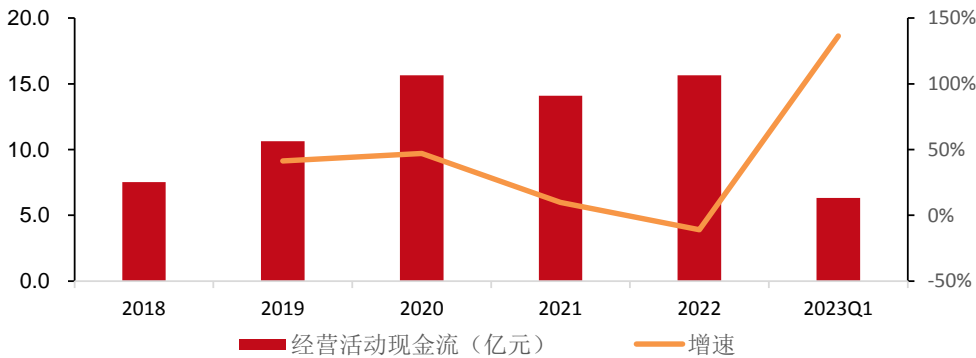
**图 6：公司 2018-2023Q1 年毛利率和净利率**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 7：公司 2018-2023Q1 年费用率**


数据来源：Wind，西南证券整理

外部景气度低迷，现金流承压。2018-2022 年，公司经营活动现金流净额在 6.3 亿元至 15.7 亿元间波动，2022 年公司经营活动现金流净额为 15.7 亿元，同比下降 11.0%，主要因为下游需求不景气；2023 年一季度公司经营活动现金流为 6.3 亿元，同比上升 136.3%。

**图 8：公司 2018-2023Q1 年经营活动现金流情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设：

**假设 1：**我们假设公司企业通讯市场板未来三年量分别增长 20.3%、17.0%、16.0%，单价提升 2.7%、3.9%、1.9%。

**假设 2：**我们假设公司汽车板未来三年量分别增长 17.0%、16.0%、15.0%，单价提升 1.6%、0.8%、0.2%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 2：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
企业通讯市场板	收入	5495.3	6792.2	8259.3	9762.5
	增速	13.9%	23.6%	21.6%	18.2%
	毛利率	34.3%	33.0%	33.0%	34.5%
汽车板	收入	1897.3	2255.9	2637.1	3038.0
	增速	12.8%	18.9%	16.9%	15.2%
	毛利率	24.1%	24.0%	25.0%	26.0%
办公及工业设备板	收入	509.7	574.4	637.0	691.8
	增速	-2.2%	12.7%	10.9%	8.6%
	毛利率	32.6%	32.0%	33.0%	33.0%
其他业务	收入	433.7	455.4	478.2	502.1
	增速	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%
合计	收入	8336.0	10077.9	12011.7	13994.4
	增速	12.4%	20.9%	19.2%	16.5%
	毛利率	30.3%	29.5%	30.0%	31.4%

数据来源：Wind, 西南证券

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 100.8 亿元、120.1 亿元和 139.9 亿元，归母净利润分别为 17.5 亿元、20.4 亿元、25.7 亿元，EPS 分别为 0.92 元、1.07 元、1.35 元，对应动态 PE 分别为 25 倍、21 倍、17 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了 PCB 领域三家相近的公司作为估值参考，分别是深南电路、兴森科技、生益电子。

**表 3：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (亿元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002436.SZ	兴森科技	13.64	0.31	0.37	0.48	0.59	31.11	37.37	28.46	23.27
688183.SH	生益电子	10.65	0.38	0.44	0.60	0.77	24.75	24.21	17.83	13.89
002916.SZ	深南电路	74.77	3.20	3.65	4.41	5.16	22.57	20.49	16.96	14.49
平均值							26.14	27.36	21.08	17.22

数据来源：Wind, 西南证券整理, 截至 2023/05/11

从 PE 角度看，2023 年行业平均估值为 27 倍 PE。公司切入为 Nidia AI 加速卡核心 PCB 供应厂商，未来将受益于 AI 服务器放量带动业绩增长。我们认为公司应享有一定估值溢价，给予公司 2023 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 27.60 元，首次覆盖予以“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8336.03	10077.93	12011.67	13994.40	净利润	1361.57	1746.79	2044.33	2567.26
营业成本	5811.61	7102.17	8407.03	9598.12	折旧与摊销	327.61	296.87	296.87	296.87
营业税金及附加	64.43	77.90	92.84	108.17	财务费用	-136.32	-8.80	-14.35	-21.99
销售费用	272.74	367.17	505.88	540.96	资产减值损失	-152.04	-122.47	-133.79	-136.10
管理费用	631.07	799.73	931.63	1089.45	经营营运资本变动	-1031.43	-254.34	-845.89	-713.06
财务费用	-136.32	-8.80	-14.35	-21.99	其他	1196.38	109.78	130.19	126.55
资产减值损失	-152.04	-122.47	-133.79	-136.10	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1565.77</b>	<b>1767.83</b>	<b>1477.37</b>	<b>2119.53</b>
投资收益	-57.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-494.68	-528.00	-601.00	-557.00
公允价值变动损益	35.39	18.33	15.04	18.33	其他	-307.65	27.38	13.38	17.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-802.34</b>	<b>-500.62</b>	<b>-587.62</b>	<b>-539.34</b>
<b>营业利润</b>	<b>1572.62</b>	<b>1880.56</b>	<b>2237.47</b>	<b>2834.12</b>	短期借款	-170.84	-1241.39	-164.50	0.00
其他非经营损益	0.68	79.51	82.64	85.71	长期借款	77.97	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1573.30</b>	<b>1960.07</b>	<b>2320.10</b>	<b>2919.83</b>	股权融资	56.02	124.96	0.00	0.00
所得税	211.72	213.28	275.77	352.57	支付股利	-284.50	-369.66	-469.57	-548.21
净利润	1361.57	1746.79	2044.33	2567.26	其他	-194.04	-65.77	-27.02	-31.60
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-515.39</b>	<b>-1551.86</b>	<b>-661.10</b>	<b>-579.82</b>
归属母公司股东净利润	1361.57	1746.79	2044.33	2567.26	<b>现金流量净额</b>	<b>278.19</b>	<b>-284.66</b>	<b>228.64</b>	<b>1000.37</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1292.45	1007.79	1236.43	2236.80	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2264.57	2751.97	3271.87	3812.96	销售收入增长率	12.36%	20.90%	19.19%	16.51%
存货	1785.92	2251.64	2707.03	3082.26	营业利润增长率	31.77%	19.58%	18.98%	26.67%
其他流动资产	1383.08	1012.85	1361.52	1628.84	净利润增长率	28.03%	28.29%	17.03%	25.58%
长期股权投资	43.42	43.42	43.42	43.42	EBITDA 增长率				
投资性房地产	24.31	15.27	16.93	17.61	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3430.03	3677.25	3997.46	4273.68	毛利率	30.28%	29.53%	30.01%	31.41%
无形资产和开发支出	102.16	86.20	70.24	54.27	三费率	9.21%	11.49%	11.85%	11.49%
其他非流动资产	2175.36	2175.24	2175.12	2175.00	净利率	16.33%	17.33%	17.02%	18.34%
<b>资产总计</b>	<b>12501.32</b>	<b>13021.63</b>	<b>14880.02</b>	<b>17324.84</b>	ROE	16.47%	17.93%	18.06%	19.25%
短期借款	1405.89	164.50	0.00	0.00	ROA	10.89%	13.41%	13.74%	14.82%
应付和预收款项	2223.41	2749.81	3239.33	3718.69	ROIC	20.00%	22.52%	23.21%	25.40%
长期借款	77.97	77.97	77.97	77.97	EBITDA/销售收入	21.16%	21.52%	20.98%	22.22%
其他负债	527.15	285.74	244.36	190.77	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4234.42</b>	<b>3278.03</b>	<b>3561.66</b>	<b>3987.43</b>	总资产周转率	0.69	0.79	0.86	0.87
股本	1896.66	1905.07	1905.07	1905.07	固定资产周转率	3.15	3.91	5.23	6.94
资本公积	356.11	472.66	472.66	472.66	应收账款周转率	3.89	3.99	3.97	3.92
留存收益	5988.74	7365.87	8940.64	10959.68	存货周转率	3.02	3.35	3.25	3.20
归属母公司股东权益	8266.90	9743.60	11318.36	13337.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.19%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8266.90</b>	<b>9743.60</b>	<b>11318.36</b>	<b>13337.41</b>	资产负债率	33.87%	25.17%	23.94%	23.02%
负债和股东权益合计	12501.32	13021.63	14880.02	17324.84	带息债务/总负债	35.04%	7.40%	2.19%	1.96%
					流动比率	1.76	2.41	2.65	2.89
					速动比率	1.29	1.64	1.81	2.06
					股利支付率	20.89%	21.16%	22.97%	21.35%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.72	0.92	1.07	1.35
					每股净资产	4.34	5.11	5.94	7.00
					每股经营现金	0.82	0.93	0.78	1.11
					每股股利	0.15	0.19	0.25	0.29
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1763.91	2168.63	2519.98	3109.00					
PE	31.34	24.54	20.97	16.70					
PB	5.19	4.40	3.79	3.21					
PS	5.14	4.25	3.57	3.06					
EV/EBITDA	23.03	18.39	15.67	12.38					
股息率	0.67%	0.86%	1.10%	1.28%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn