



2020-04-09

公司点评报告

买入/维持

光韵达 (300227)

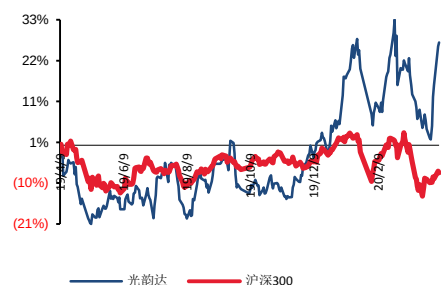
目标价: 24.3

昨收盘: 16.34

信息技术 技术硬件与设备

## 业绩符合预期，三主线发力共推成长

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 250/156     |
| 总市值/流通(百万元)   | 4,085/2,545 |
| 12 个月最高/最低(元) | 17.10/10.23 |

### 相关研究报告:

光韵达 (300227) 《5G 推升 HDI 钻孔格局进化, 智造&航空奠定高弹性基石》--2020/03/05

光韵达 (300227) 《5G 催生 HDI 规格升级, 激光智造龙头迎发展良机》--2020/01/12

### 证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

### 证券分析师助理: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

**事件:** 公司发布 2019 年年报, 2019 年度实现营业收入 7.90 亿元, 同比增长 36.20%, 归母净利润 0.72 亿元, 同比增长 5.65%, 扣非归母净利润 0.61 亿元, 同比增长 14.87%。公司拟每 10 股派发现金红利 0.25 元 (含税), 每 10 股转增 8 股。

**内生外延齐发力, 2019 年成长目标顺利完成。**公司当前的主营业务可以归为三类: 激光应用服务、智能装备及航空航天, 报告期内, 三项业务的收入贡献依次为 55.76%、33.51% 和 8.46%。公司 2019 年营业收入大幅增长的主要因素包括内生长以及外延拓展: 内生方面, 公司通过技术升级、产品线扩增以及内部管理加强等多维度的提升, 实现了激光应用服务以及智能装备业务收入 13.37% 和 44.22% 的同比增长; 外延方面, 2019 年完成收购的成都通宇并表期内 (4-12 月) 完成营业收入 6686.32 万元。

**激光钻孔业务模式改善, 5G 换机潮中扩增产能奠定成长基础。**5G 智能手机 HDI 主板的集成度、孔密度、孔径尺寸和线宽线距的要求将大幅提升, 激光钻孔产能的需求增量将大量浮现, 公司通过改变募集资金用途积极扩增 HDI 激光钻孔产能是需求旺盛的最佳写照, 亦将成为公司未来两年业绩成长重要的推动力。与过往相比, 公司激光钻孔业务最核心的变化是业务模式的改善: 2020 年年初, 公司先后与东山精密、苏州悦虎等多家国内 HDI 厂商签订加工合作协议, 寻求双方业务往来模式从过去补充式产能外包往共同协作的方式转变, 5G 时代, HDI 厂商将面临产线制程难度和投资规模的迅速拔高, 出于学习曲线和布局成本优化的考量, 在产能扩增阶段寻求激光钻孔服务供应商的战略协作有望成为重要的行业趋势, 光韵达与东山精密的此次协作若如期取得积极成效, 将形成良好的示范效应, 有助于新合作模式在其他客户中的推进, 而这将成为光韵达充分享受行业规格和需求提升红利的重要依托。

**第一年业绩承诺顺利完成, 3D 打印和军工渠道完美嫁接是通宇继续成长的重要保障。**2019 年全年, 成都通宇实现营业收入 7493.68 万元, 净利润 3188.50 万元, 超额完成第一期承诺业绩。成都通宇与成飞具备多年的合作经历, 已融入成飞集团的供应链之中, 具备装备承制单位资格, 而光韵达通过在民用 3D 领域多年的探索, 已具备较强的技术

实力，双方联手，是技术和渠道的完满嫁接，有助于通宇顺利完成业绩对赌，成为上市公司全新的业绩成长推动力。

**智能装备顺利拓宽下游领域，优质客户群是公司继续成长的基础。**近几年，公司的下游应用领域已从传统的消费电子产品（智能手机、可穿戴智能设备等）拓展至汽车电子、显示面板和新能源等，新导入的细分下游中业已实现对京东方、宁德时代等头部企业的供货，这符合公司智能装备业务绑定强发展行业优质头部客户的发展思路，未来几年在 5G 大周期的推动下，在当下投入的新领域新客户设备订单能见度明确的保障下，公司将继续保持强劲增长。

**盈利预测和投资评级：维持买入评级。**公司是国内激光智能制造服务与解决方案的核心供应商，HDI 激光钻孔方面，业务模式的改善和产能的扩增有助于公司充分享受行业成长红利，进而实现可观的业绩增量贡献，同时，以金东唐为实施主体的智能装备业务和以成都通宇为核心的航空航天零部件业务未来的成长所带来的复数加成，奠定了光韵达接下来业绩成长的高度弹性：预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.62 亿、2.26 亿和 2.99 亿元，当前股价对应 PE 25.22、18.09 和 13.65 倍，维持公司买入评级。

**风险提示：**（1）PCB 激光钻孔无人工厂项目建设进度不及预期；（2）5G 终端出货不及预期导致 HDI 激光钻孔需求增长不及预期；（3）成都通宇业绩成长低于预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

|           | 2019A | 2020E  | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 790   | 1054   | 1461  | 2016  |
| (+/-%)    | 36.21 | 33.42  | 38.61 | 37.99 |
| 净利润(百万元)  | 72    | 162    | 226   | 299   |
| (+/-%)    | 21.80 | 100.50 | 39.10 | 32.00 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.29  | 0.65   | 0.90  | 1.20  |
| 市盈率(PE)   | 56.67 | 25.22  | 18.09 | 13.65 |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) |       |       |       |       |       | 利润表(百万)       |       |       |        |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |               | 2018A | 2019A | 2020E  | 2021E | 2022E |
| 货币资金      | 84    | 148   | 90    | 83    | 81    | 营业收入          | 580   | 790   | 1,054  | 1,461 | 2,016 |
| 应收和预付款项   | 250   | 386   | 433   | 702   | 864   | 营业成本          | 335   | 468   | 601    | 826   | 1,138 |
| 存货        | 83    | 157   | 213   | 280   | 399   | 营业税金及附加       | 7     | 7     | 11     | 18    | 23    |
| 其他流动资产    | 4     | 61    | 38    | 39    | 40    | 销售费用          | 64    | 76    | 101    | 141   | 203   |
| 流动资产合计    | 421   | 752   | 774   | 1,104 | 1,385 | 管理费用          | 62    | 68    | 162    | 226   | 309   |
| 长期股权投资    | 11    | 2     | 2     | 2     | 2     | 财务费用          | 11    | 18    | 1      | (4)   | 2     |
| 投资性房地产    | 0     | 37    | 37    | 88    | 138   | 资产减值损失        | 2     | (4)   | 4      | 4     | 4     |
| 固定资产      | 412   | 522   | 554   | 546   | 539   | 投资收益          | 2     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 在建工程      | 55    | 39    | 57    | 62    | 65    | 公允价值变动        | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 无形资产      | 183   | 338   | 338   | 338   | 338   | 营业利润          | 78    | 89    | 190    | 268   | 354   |
| 长期待摊费用    | 23    | 35    | 17    | 0     | 0     | 其他非经营损益       | (2)   | (0)   | 5      | 4     | 5     |
| 其他非流动资产   | 49    | 28    | 42    | 43    | 46    | 利润总额          | 76    | 89    | 195    | 272   | 359   |
| 资产总计      | 1,154 | 1,752 | 1,821 | 2,183 | 2,512 | 所得税           | 8     | 6     | 29     | 41    | 54    |
| 短期借款      | 212   | 131   | 110   | 122   | 98    | 净利润           | 68    | 83    | 166    | 231   | 305   |
| 应付和预收款项   | 128   | 261   | 167   | 268   | 315   | 少数股东损益        | (0)   | 11    | 4      | 5     | 6     |
| 长期借款      | 0     | 153   | 153   | 153   | 153   | 归母股东净利润       | 68    | 72    | 162    | 226   | 299   |
| 其他负债      | 44    | 71    | 88    | 106   | 108   |               |       |       |        |       |       |
| 负债合计      | 384   | 616   | 519   | 650   | 674   |               |       |       |        |       |       |
| 股本        | 222   | 250   | 250   | 250   | 250   | 预测指标          |       |       |        |       |       |
| 资本公积      | 272   | 505   | 505   | 505   | 505   |               | 2018A | 2019A | 2020E  | 2021E | 2022E |
| 留存收益      | 269   | 333   | 495   | 721   | 1,020 | 毛利率           | 42.3% | 40.7% | 43.0%  | 43.5% | 43.6% |
| 归母公司股东权益  | 764   | 1,089 | 1,251 | 1,477 | 1,776 | 销售净利率         | 11.7% | 10.5% | 15.8%  | 15.8% | 15.1% |
| 少数股东权益    | 7     | 48    | 52    | 57    | 62    | 销售收入增长率       | 13.0% | 36.2% | 33.3%  | 38.7% | 38.0% |
| 股东权益合计    | 770   | 1,136 | 1,302 | 1,533 | 1,838 | EBIT 增长率      | 17.1% | 21.2% | 96.3%  | 37.0% | 30.5% |
| 负债和股东权益   | 1,154 | 1,752 | 1,821 | 2,183 | 2,512 | 净利润增长率        | 15.9% | 21.8% | 100.5% | 39.1% | 32.0% |
|           |       |       |       |       |       | ROE           | 0.09  | 0.07  | 0.13   | 0.15  | 0.17  |
|           |       |       |       |       |       | ROA           | 0.08  | 0.06  | 0.11   | 0.13  | 0.15  |
|           |       |       |       |       |       | ROIC          | 0.10  | 0.11  | 0.14   | 0.16  | 0.18  |
|           |       |       |       |       |       | EPS (X)       | 0.27  | 0.29  | 0.65   | 0.90  | 1.20  |
|           |       |       |       |       |       | PE (X)        | 59.87 | 56.67 | 25.22  | 18.09 | 13.65 |
|           |       |       |       |       |       | PB (X)        | 5.35  | 3.75  | 3.27   | 2.77  | 2.30  |
|           |       |       |       |       |       | PS (X)        | 7.04  | 5.17  | 3.88   | 2.80  | 2.03  |
|           |       |       |       |       |       | EV/EBITDA (X) | 23.61 | 22.86 | 18.72  | 13.85 | 11.11 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                   |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 华北销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com    |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com   |
| 华北销售    | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com      |
| 华北销售    | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@tpyzq.com      |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售    | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com  |
| 华东销售    | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com      |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com       |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com    |
| 华南销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhafll@tpyzq.com     |
| 华南销售    | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com    |
| 华南销售    | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com    |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。