

鹏鼎控股 (002938.SZ) 与卓越者同谋，立于全球 PCB 厂商之巅

2020 年 10 月 16 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

刘翔（分析师）

林承瑜（联系人）

liuxiang2@kysec.cn

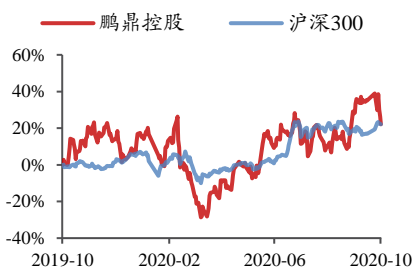
linchengyu@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

证书编号：S0790120080105

日期	2020/10/16
当前股价(元)	51.70
一年最高最低(元)	61.57/29.37
总市值(亿元)	1,195.01
流通市值(亿元)	248.25
总股本(亿股)	23.11
流通股本(亿股)	4.80
近 3 个月换手率(%)	139.5

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 与客户共同成长，立于全球 PCB 厂商营收之巅

鹏鼎控股具有富士康精益生产基因，且各个厂区与富士康形成良好的区位协同，携手服务终端客户。全球 FPC 柔性电路板 122 亿美元的订单大多来自苹果，容易哺育出收入规模庞大的供应商。公司深谙 PCB 行业发展之道，始终与优质的客户并肩作战，享受苹果在消费电子领域的发展红利，推动母公司臻鼎立于全球 PCB 行业营业收入首位。长期来看，公司注重可持续经营，从精益生产到绿色环保的经营布局展现了公司长远的发展眼光。预计公司 2020-2022 年，归母净利润分别实现 30.0/34.6/37.4 亿元，对应 EPS 为 1.30/1.50/1.62 元，当前股价对应 PE 为 39.8/34.6/31.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 享核心客户技术升级红利，产品配套提振盈利水平

公司来自核心客户的收入占比超过 60%，而核心客户产品方案升级及创新终端延伸，有望推动软板与主板的用量及价值提升，是公司成长的重要驱动力。公司研发投入及产品配套优于同行，2019 年公司研发费用占营业收入比例达到 5.1%，远高于藤仓、住友的 2.0%/1.5%，绝对金额是台郡的 4 倍，公司的产能集中于大陆地区，远高于藤仓、住友、台郡大陆的物料设备工厂所在地占比 10.4%/9.7%/35.5%，更具有经营决策效率优势。此外，公司专产专线的订单服务模式导致上下半年的产能利用率受到核心客户新品发布节奏的扰动，若核心客户新品发行节奏趋向常态化，公司有望改善折旧成本从而实现盈利水平的提升。

● 客户拓展与应用领域延伸双轮驱动，有望迈上成长新台阶

SLP 产品方案有望走向安卓系多元化阵营，我们预计 2022 年安卓系 SLP 市场将扩容至 27.4 亿美元，公司是全球为数不多的 SLP 供应商，有望分享成长。公司 HDI 产品有望伴随 Mini-LED 背光渗透导入核心客户的平板及笔记本终端，切入百亿市场。长期看，公司产业链分工延伸，借助 SLP 业务向上游延伸至 IC 载板、芯片封测领域，下游依托现有软板的 SMT 能力，进军模组业务，成长可期。

风险提示：汇率波动风险、核心客户销量不及预期、竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	25,855	26,615	28,700	31,935	34,360
YOY(%)	8.1	2.9	7.8	11.3	7.6
归母净利润(百万元)	2,771	2,925	3,006	3,458	3,742
YOY(%)	51.7	5.5	2.8	15.0	8.2
毛利率(%)	23.2	23.8	21.9	22.3	22.3
净利率(%)	10.7	11.0	10.5	10.8	10.9
ROE(%)	15.5	14.7	13.9	14.4	14.1
EPS(摊薄/元)	1.20	1.27	1.30	1.50	1.62
P/E(倍)	43.1	40.9	39.8	34.6	31.9
P/B(倍)	6.7	6.0	5.5	5.0	4.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 与客户共同成长，立于全球 PCB 厂商营收之巅.....	4
1.1、 承接富士康精益生产基因，供应体系优势显著.....	4
1.2、 绑定优质客户实现跨越式增长，成为全球 PCB 业界领导者.....	5
1.3、 从精益生产到绿色环保，树立企业长期发展价值观.....	7
2、 享核心客户技术升级红利，产品配套提振盈利水平.....	9
2.1、 核心客户产品升级，市场持续扩容.....	9
2.1.1 软板（FPC）：看单机用量提升与消费电子终端迁移.....	9
2.1.2 硬板：看 HDI 到 SLP 的产品升级带来附加值提升.....	10
2.2、 公司研发投入与产品配套优势显著，竞争对手日渐式微.....	11
2.3、 客户推新常态化，多产品线平滑产能波动率.....	13
3、 客户拓展与应用领域延伸双轮驱动，有望迈上成长新台阶.....	15
3.1、 产品方案走向多元化的客户阵营，高端制程在安卓系加速渗透.....	15
3.2、 PCB 制程加速渗透不同终端：HDI 产品应用于 Mini LED.....	17
3.3、 借力延伸产业链分工，筑造中长期规模壁垒.....	19
4、 盈利预测与投资建议.....	20
4.1、 关键假设.....	20
4.2、 投资建议.....	20
5、 风险提示.....	21
附： 财务预测摘要.....	22

图表目录

图 1： 鹏鼎控股隶属于鸿海体系.....	4
图 2： 鹏鼎控股自成立以来植根中国大陆.....	5
图 3： 2019 年 FPC 市场产值为 122 亿美元.....	6
图 4： 2019 年手机与消费电子占 PCB 应用份额最高.....	6
图 5： 自创立之初鹏鼎致力于拥抱优质客户.....	6
图 6： 2019 年鹏鼎控股第一大客户占比达到 65.8%.....	7
图 7： 2019 年鹏鼎控股营业收入 266.2 亿元.....	7
图 8： 母公司臻鼎科技位居全球营业收入第一大的 PCB 厂商.....	7
图 9： 2019 年公司归母净利润为 29.3 亿元.....	8
图 10： 2017-2019 年公司净利率逐年好转.....	8
图 11： 一线生产员工占比下降.....	8
图 12： 2016-2019 年公司人工创收与人工创利增长.....	8
图 13： 鹏鼎控股将环保理念渗透于全生产流程.....	9
图 14： 核心客户手机方案 FPC 数量提升.....	10
图 15： 核心客户不同消费电子终端 FPC 用量.....	10
图 16： iPhone 主板方案不断升级.....	11
图 17： 线宽/线距在 30/30um 以下需要采用半加成法工艺.....	11
图 18： MSAP 半加成法工艺复杂.....	11
图 19： 公司研发费用绝对金额持续上升.....	12
图 20： 鹏鼎控股研发费用率位居同行前列.....	12
图 21： 鹏鼎控股物料设备工厂所在地占比集中于大陆.....	12

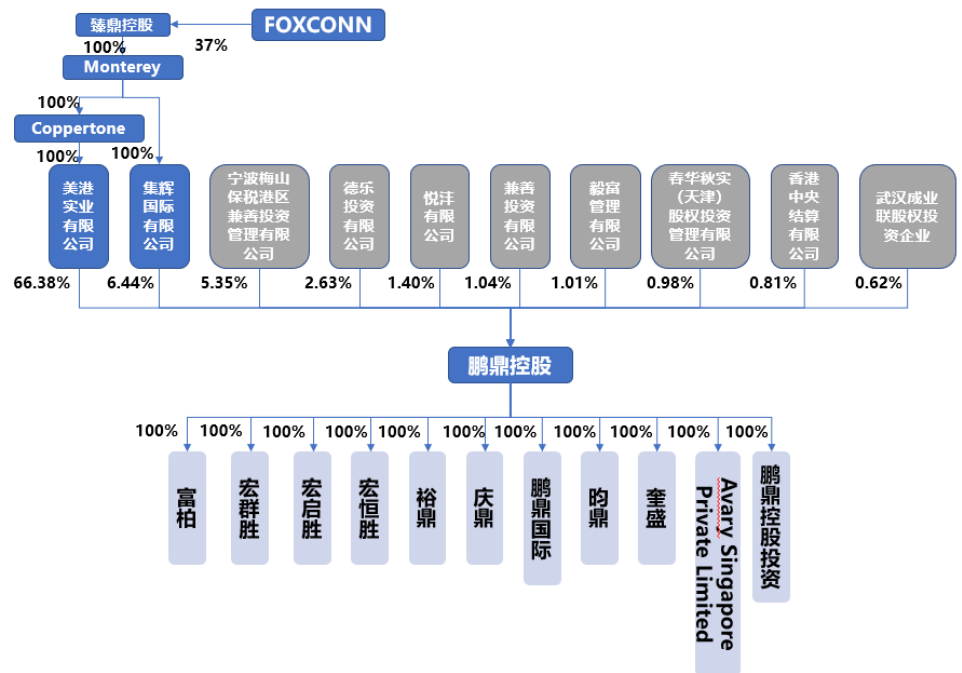
图 22: 鹏鼎控股营业收入主要来自北美的订单.....	12
图 23: 日本藤仓面临 FPC 业务收入下滑.....	13
图 24: 住友电工 FPC 所处业务板块收入下滑.....	13
图 25: 折旧成本 2018Q1 鹏鼎控股成本构成 8.0%.....	13
图 26: 2020H1 机器设备占固定资产比例为 65.2%.....	13
图 27: iPhone SE 机型提振上半年产能利用率.....	14
图 28: 单季度毛利率呈现季节性波动.....	14
图 29: 单季度净利率呈现季节性波动.....	14
图 30: 三星 S9 主板跟进 SLP 方案.....	15
图 31: 华为 P30 Pro 主板采用 SLP 方案.....	15
图 32: 2019 年 AT&S 营业收入维持在 10 亿欧元附近.....	16
图 33: 2019/2020 年 AT&S 增加 IC 载板开支.....	16
图 34: AT&S 规划未来营业收入增长主要来自 IC 载板业务.....	17
图 35: 2019 年手机占华通下游的 37% (百万台币).....	17
图 36: 2020H1 日本名幸 HDI 业务占比 40% (亿日元).....	17
图 37: LCD 采用传统 LED 灯条背光.....	18
图 38: 采用 Mini LED 背光可以实现轻薄化.....	18
图 39: PCB 厂商的产业链分工演进路线.....	19
图 40: 鹏鼎控股 PE band.....	21
图 41: 鹏鼎控股 PB band.....	21
表 1: 鹏鼎控股的厂房与富士康厂区形成区位协同.....	5
表 2: 公司引入七绿 KPI 落实环保考核.....	9
表 3: 苹果智能手机 FPC 用量是安卓系的 2 倍.....	10
表 4: 鹏鼎控股相比竞争对手更加具备本土化配套优势.....	12
表 5: 核心客户的新机集中在下半年推出.....	15
表 6: 安卓厂商 SLP 方案市场空间测算.....	16
表 7: 核心客户推广 Mini LED 应用对 HDI 需求将达到 143 亿元.....	18
表 8: 高国乾先生担任鹏鼎控股 HDI 产品事业处资深协理.....	18
表 9: 鹏鼎控股扩产规划.....	20

1、与客户共同成长，立于全球 PCB 厂商营收之巅

1.1、承接富士康精益生产基因，供应体系优势显著

鹏鼎控股由富士康间接持股，承接精益生产基因。由臻鼎（4958.TW）通过集辉国际和 Coppertone 的子公司美港实业间接持股 72.8%。鹏鼎控股由富葵精密组件（深圳）有限公司变更设立，成立于 1999 年 4 月，并于 2018 年 9 月在深圳证券交易所成立。截止至 2020 年 5 月，富士康持有臻鼎 33.9% 的股份，是臻鼎的第一大股东，但未达到控制比例。鹏鼎控股在上市前，母公司臻鼎集团完成了内部 PCB 业务的整合及 IC 载板业务的分拆，将境内外 PCB 相关资产、业务转移至鹏鼎体内，而鹏鼎控股旗下宏启胜剥离半导体芯片载板（IC 载板业务），由臻鼎旗下的基鼎科技承接。除了美港实业和集辉国际直接持有公司股权外，鹏鼎共设立八大持股平台，包括六个境内持股平台（益富投资、得邦投资、信群投资、长益投资、亨祥投资、振基投资）和两个境外持股平台（悦洋公司及德乐投资）。

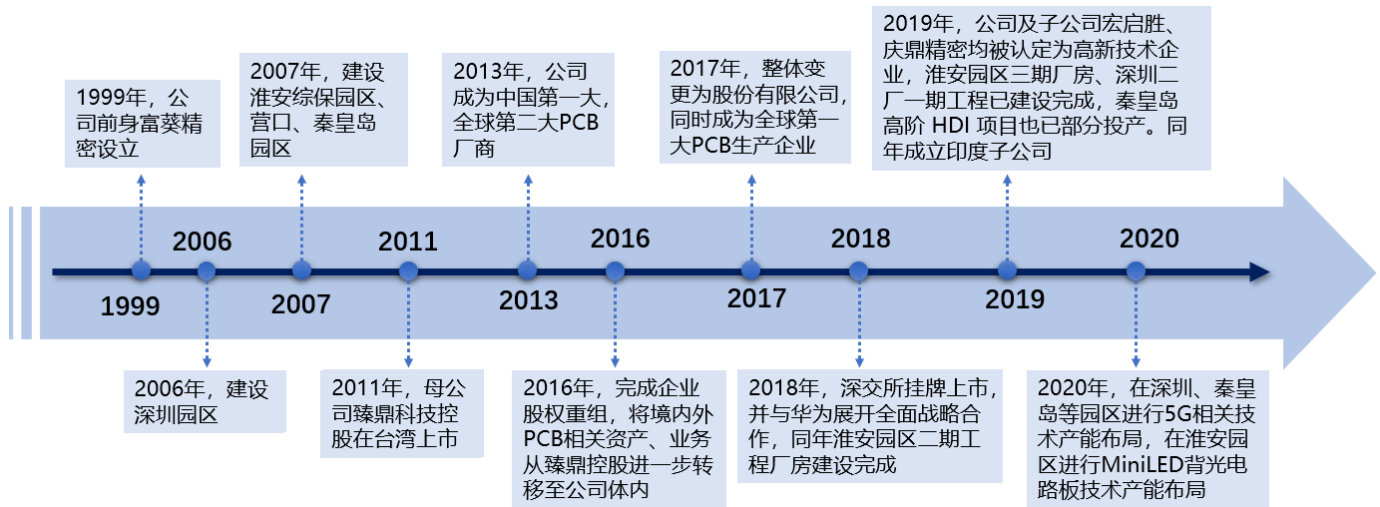
图1：鹏鼎控股隶属于鸿海体系



资料来源：公司公告、开源证券研究所

鹏鼎控股在中国大陆设厂，供应体系配套优势显著。公司于 1999 年规划在中国大陆设立专业的电路板厂，引入中国台湾最优秀的管理人员将技术及人才引进大陆，看重中国大陆的基建发展潜力及人才培育优势，公司成长与中国大陆的成长形成共振，享受基础设施建设、人才培育、产业配套多方位的红利。2007 年公司建立淮安综保园区、营口、秦皇岛园区三大主体厂房；2018 年深交所挂牌后，开始运营淮安园区二期、三期厂房，投产秦皇岛高阶 HDI 项目。硬件层面，公司的工厂享受了中国大陆发展的红利，大陆的基础建设在 2008 年后相继成熟，工厂鲜少有停电事故发生，公路、铁路等设施建设完善，产品运输渠道也更为畅通。目前来看，大陆的产业链配套完整性逐步显现，公司已有八成以上的附属设备来自国内，虽然主要的设备来自海外，但是未来国内厂商仍有配套的空间。

图2: 鹏鼎控股自成立以来植根中国大陆



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司各个厂区与全球第一大代工厂富士康形成良好的区位协同，携手服务终端客户。例如鹏鼎控股的深圳总部和工厂园区承担行政功能，并且以 FPC、HDI、模组类业务为主体，与富士康的深圳园区的科研基地、电子模块贸易业务配套；淮安综保区以硬板和高密度多层互联板为主要业务，淮安园区以 FPC 和模组类产品为主，与富士康长三角的淮安厂区衔接，面向无线通讯组件、液晶显示器等产品；秦皇岛园区以 FPC、SLP 等产品为主，可与富士康共同服务消费电子类客户。此外，公司处于整体资源配置和产业配套的考虑，由于营口厂远离电子产业集群地带，公司通过逐渐关停营口厂、提升整体的经营效益。

表1: 鹏鼎控股的厂房与富士康厂区形成区位协同

鹏鼎控股主要厂房 (对应子公司)	主要业务	富士康厂区	主要功能
深圳园区 (富柏工业、昀鼎科技、奎盛科技)	FPC/HDI/module	深圳园区(珠三角地区)	科技研发基地、电子商务、电子模块 大型贸易、新产品导入、人才培训中心、加速集团产业转型升级
淮安综保区 (宏恒胜)	RPCB/HDI	淮安(长三角地区)	精密连接器、无线通讯组件、液晶显示器、网通设备结构件、半导体设备和软件技术开发
淮安园区 (裕鼎精密、庆鼎精密、创新利)	FPC/module		
秦皇岛园区 (宏启胜)	FPC/module/SLP	秦皇岛(环渤海地区)	无线通讯、消费电子、云计算、纳米科技、计算机组件、伺服马达等

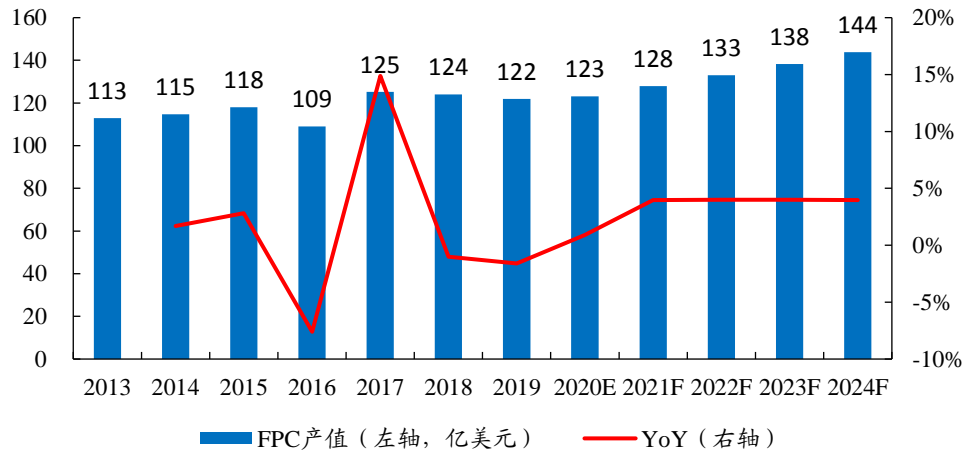
资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.2、绑定优质客户实现跨越式增长，成为全球 PCB 业界领导者

FPC 订单集中于苹果，容易哺育出收入规模庞大的供应商。柔性电路板 FPC 占 PCB 市场整体产值比例为 20.0%，苹果是最大的 FPC 采购商。根据 Prismark 统计，2019 年全球 PCB 产值为 614.0 亿美元，其中 FPC 市场产值为 122.0 亿美元，占 PCB 市场

比例为 20.0%，预计 2019-2024 年 FPC 复合增速为 3.4%。FPC 的订单主要来自北美客户苹果的 iPhone、iPad、AirPods 等系列产品，随着苹果消费电子终端产品线延伸，FPC 相较于传统硬板在电子元件连接、缩小内部空间等领域的优势逐步显现，苹果订单采购额占比达到 FPC 市场的六成以上，苹果亦是整个 PCB 行业采购额最大的客户之一，而 PCB 是以订单制为主的商业模式，苹果庞大的供应链哺育出一批优质的 FPC 龙头厂商，例如日本旗胜、韩国永丰、日本藤仓等企业。

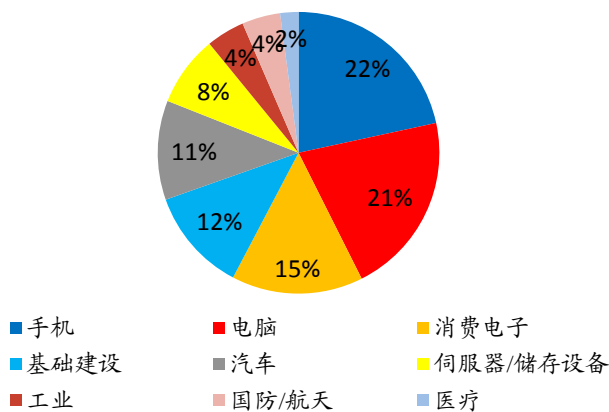
图3：2019 年 FPC 市场产值为 122 亿美元



数据来源：Prismark、开源证券研究所

公司掌握 PCB 行业的成长奥义，始终选择与优秀的公司并肩作战。鹏鼎耕耘于手机及消费电子赛道，而这两大赛道是 PCB 占比最高的两大下游市场，根据 Prismark 统计，2019 年手机及消费电子占 PCB 下游应用的比例分别为 22%/15%。公司选择拥抱细分市场中的优质的头部客户，相继与摩托罗拉、诺基亚、索尼、苹果共同开发、持续成长，技术水平紧贴消费电子时代潮流的发展。

图4：2019 年手机与消费电子占 PCB 应用份额最高



数据来源：Prismark、开源证券研究所

图5：自创立之初鹏鼎致力于拥抱优质客户

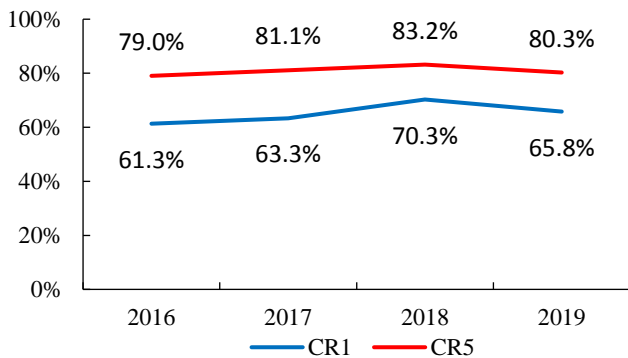


资料来源：鹏鼎控股投资者交流、开源证券研究所

FPC 的订单主要服务于头部客户，头部客户的产品方案升级也是公司最重要的成长动能之一。公司的第一大客户收入占比超过 60%，2016-2019 年，第一大客户占公司营业收入比例分别为 61.3%/63.3%/70.3%/65.8%，前五大客户占比分别为 79.0%/81.1%/83.2%/80.3%。公司的营业收入增长受到第一大客户设计方案及 FPC 软板用量的提升影响，例如客户的 iPhone X 重大更新产品，单机软板数量由 iPhone7

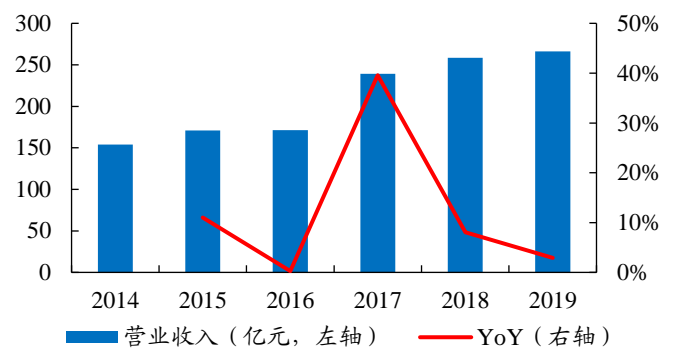
的 10 个料号增加至 iPhone X 系列的 24 个料号，公司受益于客户方案红利，营业收入由 171.4 亿元增长 40.0% 至 239.2 亿元。

图6：2019 年鹏鼎控股第一大客户占比达到 65.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

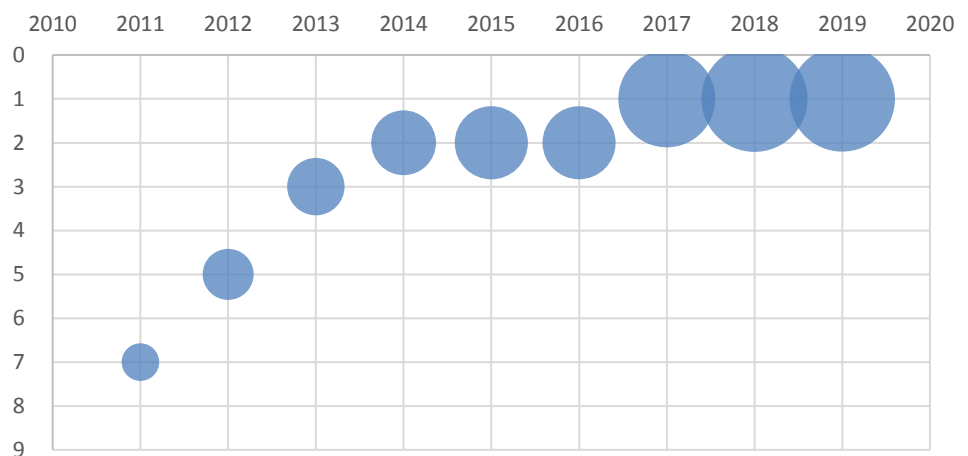
图7：2019 年鹏鼎控股营业收入 266.2 亿元



数据来源：Prismark、开源证券研究所

鹏鼎控股伴随核心客户共同成长，推动母公司臻鼎科技的营业收入稳居全球第一。2011 年臻鼎科技在台湾证券交易所挂牌，产能扩张下营业收入稳步增长，全球排名由 2011 年的第 7 名成长为 2014 年的全球第二。鹏鼎控股的母公司臻鼎科技目前体内有两大资产，其一是承接集团内部 PCB 产品的鹏鼎控股，其二是承接半导体业务的基鼎科技，2019 年臻鼎科技营业收入达到 279.5 亿元，臻鼎科技控股旗下鹏鼎控股 72.8%，而鹏鼎控股当年的营业收入为 266.2 亿元，是集团的营业收入支柱来源。根据 NTI 统计，2014-2016 年母公司臻鼎集团在全球 PCB 厂商中排名第二，而 2017 年后下游客户 FPC 方案升级，鹏鼎控股的收入高增长帮助臻鼎集团取得全球 PCB 营业收入规模第一的地位。

图8：母公司臻鼎科技位居全球营业收入第一大的 PCB 厂商



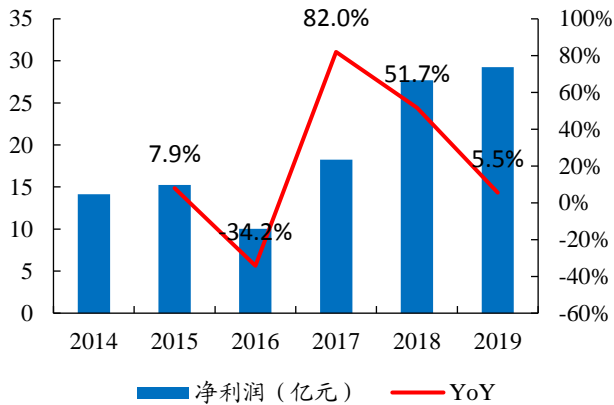
数据来源：NTI、开源证券研究所（半径表示营业收入体量，纵坐标表示排名）

1.3、从精益生产到绿色环保，树立企业长期发展价值观

公司看重可持续发展，树立“发展科技、造福人类精进环保，让地球更美好”的企业使命。中期看，公司专注先进工艺，投入自动化产线，实现效率提升与节能减废；长期看，公司关注绿色环保理念在制造、服务、运营全流程的渗透。

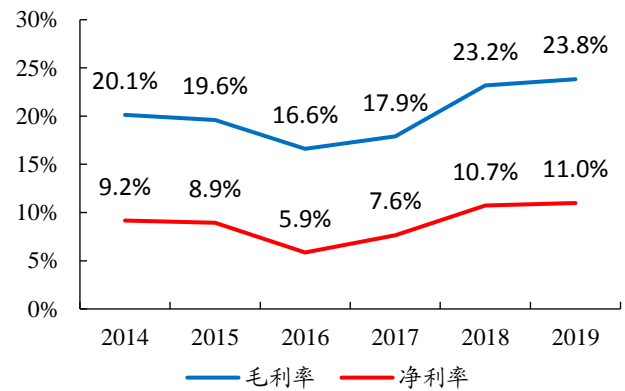
中期看，公司通过自身的自动化升级进一步强化盈利能力。2017-2019 年公司营业收入成长较为平稳，2018-2019 年营业收入同比增长仅为 8.1%/3.9%，而公司通过优化自身产能，毛利率呈现稳步成长的态势，由 2017 年的 17.9% 增长至 2019 年的 23.8%，提高 5.9 pct，净利率由 7.6% 攀升至 11.0%，提高 3.4 pct。2019 年归母净利润达到 29.3 亿元，2020 年上半年延续盈利改善的趋势，毛利率同比提振 1.0 pct、净利率同比增长 1.3 pct。

图9：2019 年公司归母净利润为 29.3 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

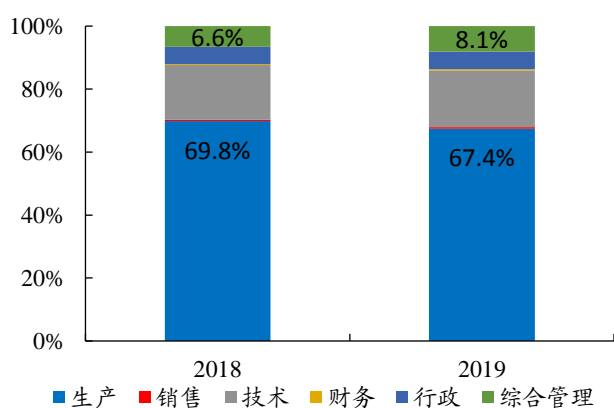
图10：2017-2019 年公司净利率逐年好转



数据来源：Wind、开源证券研究所

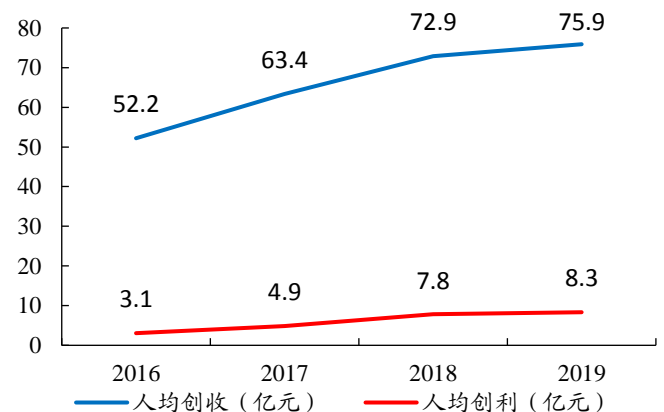
自动化升级背景下，公司人均产出效益提升。从员工人数来看，2018 年生产人员数量为 24764 人，占比 69.8%，而 2019 年公司生产人员数量占比仅为 67.4%，占比下降至 67.4%；设备管理人员占比由 2018 年的 6.6% 提升至 2019 年的 8.1%。人均创收与人均创利值增长，人均创收由 2016 年的 52.2 亿元提高至 2019 年的 75.9 亿元，高于国内同行软板厂商的 51.4 亿元；人均创利由 2016 年的 3.1 亿元提升至 2019 年的 8.3 亿元，高于国内同行软板厂商的 3.8 亿元。

图11：一线生产员工占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2016-2019 年公司人工创收与人工创利增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

自动化生产也是公司绿色生产的重要环节之一，体现公司专注可持续发展长期经营理念。2018 年因国内环保治理，PCB 小厂难以负担环保设备的投入相继搬迁、停运，鹏鼎控股高度重视内部绿色文化建设，避免未来环保限制带来的扩产制约，自动化生产制程可有效节能减废。公司在内部推动“鹏鼎七绿”理念：绿色创新、绿色采购、绿色生产、绿色运筹、绿色服务、绿色再生和绿色生活，进一步创造绿色

价值，2020H1 公司环保投入达到 1.5 亿元，引入七绿 KPI 进入环保考核。绿色经营理念受到核心客户认可，在苹果公司发布的《供应商责任 2018 年进展报告》中，公司的绿色环保措施得到肯定，并被视为是“一家环保意识和举措超群的供应商”。

图13: 鹏鼎控股将环保理念渗透于全生产流程



资料来源：公司官网

表2: 公司引入七绿 KPI 落实环保考核

项目	涉及部门	考核标准
绿色创新	工程部、研发课	覆铜板利用率、导入节能减排案例
绿色采购	品质管理部	供应商温室气体盘查、交易厂商环保证照有效期盘查、合格供应商 IPE 符合性盘查、供应商年度 SER 稽核厂家数
绿色生产	制造部、机电部、设备维护部、环保节能部	单位产品耗电量、单位产品耗水量、冰水机用电总量、空压机用电单耗、节能专案导入件数、环工纯水制取用电单耗、环工废水处理用电单耗
绿色运筹	运筹管理课	货车拼车率
绿色服务	品保处、环保节能部、人力资源部	客户稽核环境管理物质通过率、绿色成品检测合格率、主动参与政府环保节能相关推动活动次数、举办环保活动次数、客户环保稽核改善率、公司环保课程
绿色再生	环保节能部	资源回收专案导入件数
绿色生活	龙腾专案	环保相关活动举办(除环保月活动)

资料来源：公司官网、开源证券研究所

2、享核心客户技术升级红利，产品配套提振盈利水平

2.1、核心客户产品升级，市场持续扩容

2.1.1 软板 (FPC): 看单机用量提升与消费电子终端迁移

核心客户产品升级推动软板与主板的用量及价值量提升，是公司成长的重要驱动力。

苹果主要采用零部件模块化处理的方案，主板通过软板连接各个功能模块，传统的安卓机型采用主板、副板堆叠的方式，FPC 需求用量不高。传统的安卓系智能手机 FPC 用量为 10-15 条，而 iPhone 系列智能手机目前的 FPC 软板用量达到 23-25 条，是传统智能手机的 2 倍。新增功能模块对软板用量需求不断提升，带动软板市场持续扩容。新一代 iPhone 的软板用量达到 25-26 条，相较于 iPhone 4 的 10 条大幅度提升。

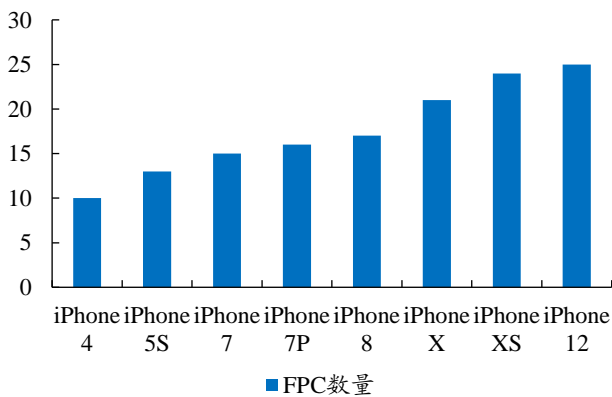
表3: 苹果智能手机 FPC 用量是安卓系的 2 倍

安卓智能手机		苹果智能手机 (以 iPhone XS/XS max 为例)
FPC 用量	10-15	23-25
FPC 料号方案	闪光灯&电源线、天线、振动器、扬声器、侧键、次摄像头、主板、主摄像头、显示模组及触控模组、Home 键、SIM 卡座、独立背光、耳机孔和麦克风	脸部识别*3、后置摄像头*2、摄影灯、音量键、无线充电、振动器、扬声器、充电&数据传输、电池、屏幕模块*2、侧键、正面摄像头、光感、听筒、边框天线*2、上天线*2、下天线、中继

资料来源：弘信电子招股书、iFixit、开源证券研究所

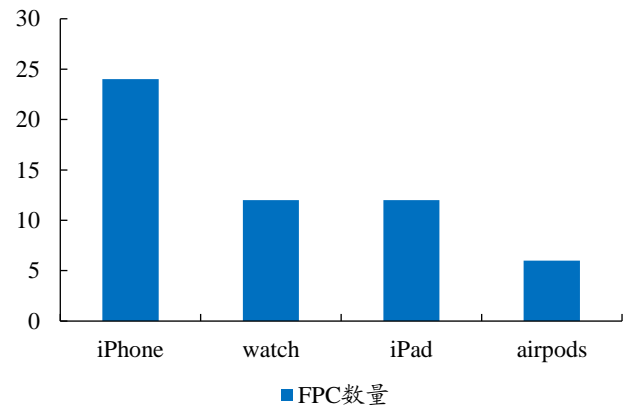
软板方案在核心客户的不同消费电子终端上持续渗透。从苹果手机端来看，FPC 数量受益于自身新品功能升级带动的提升，除了每年出货量及单机用量最高的 iPhone 之外，watch、iPad、airpods 因内部连接的需要亦采用 FPC 方案，watch、iPad、airpods 的 FPC 用量分别为 12/12/5 条，随着苹果创新终端的延伸，亦有望提升 FPC 的产品整体需求。

图14: 核心客户手机方案 FPC 数量提升



数据来源：iFixit、开源证券研究所

图15: 核心客户不同消费电子终端 FPC 用量

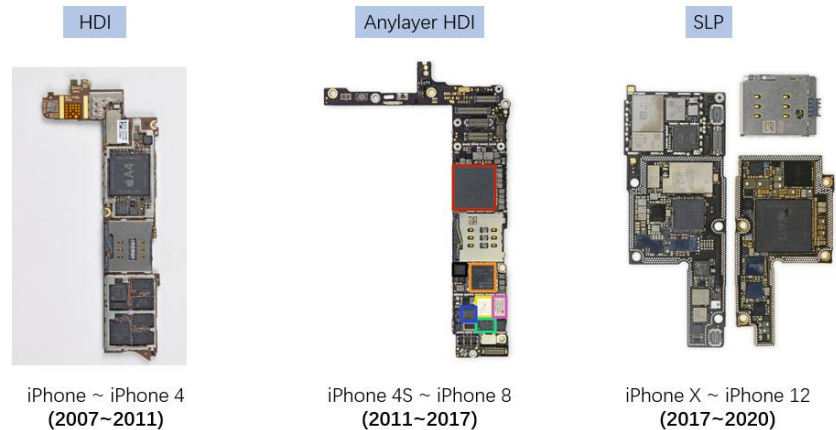


数据来源：iFixit、开源证券研究所

2.1.2 硬板：看 HDI 到 SLP 的产品升级带来附加值提升

手机主板方案向精细化、高密度发展，价值量提升。iPhone 主板有三大演进代际，从传统高密度互联板到任意层高密度互联板、到类载板：1) iPhone 至 iPhone 4 时期（2007-2011 年）：主要采用多层 HDI 方案，8-10 层方案，线宽/线距在 70 微米，铜厚在 15-30 微米；2) iPhone 4S 到 iPhone8 时期（2011-2017 年）：主要采用任意层互联的 anylayer HDI 方案，线宽线距从 60 微米缩小至 55 微米，铜厚在 20-30 微米；3) iPhone X 至今（2017-2020 年）：主要采用类载板（SLP）方案，线宽线距仅为 30 微米。

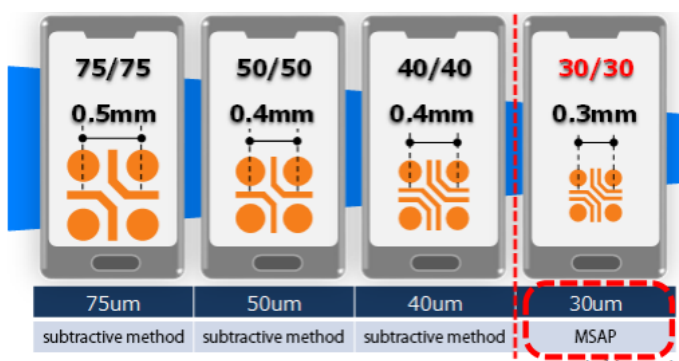
图16: iPhone 主板方案不断升级



资料来源：大米评测、iFixit、开源证券研究所

SLP 产品兼具 PCB 与 IC 载板的特性及工艺难度。产品方案从普通 HDI 到 anylayer HDI、到 SLP 的过程中，工艺难度提升、对应产品价格提升。SLP 相较于 HDI，可以将线宽/线距从 40/40 微米缩进至 30/30 微米，制程工艺接近半导体封测 IC 载板，而且 SLP 类载板更契合 SiP 封装技术的要求，能够实现整机系统的封装。SLP 的生产工艺分为减成法、全加成法（SAP）、半加成法（MSAP），线宽/线距在 30/30 微米以下必须采用半加成法工艺，半加成法是在基板上进行化学铜并形成抗蚀图形，通过电镀将基板上的图形加厚，再采用闪蚀去除多余的化学铜层，保留下来的部分形成线路。从制程工艺来看，HDI 工序数量在 130-140 道，而 SLP 的制程工艺达到 170 道以上，因而采用 MSAP 制程的 SLP 价值是高阶 Anylayer 的两倍以上。

图17: 线宽/线距在 30/30um 以下需要采用半加成法工艺



资料来源：日本名幸

图18: MSAP 半加成法工艺复杂



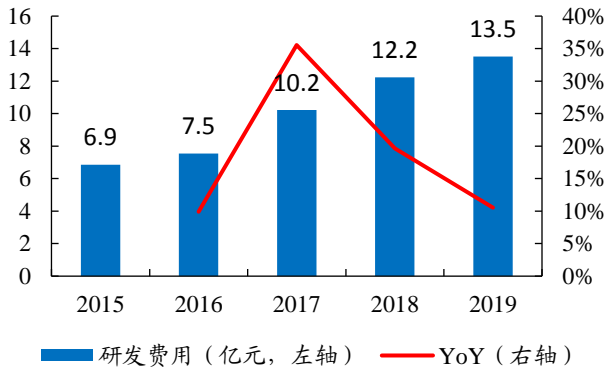
资料来源：印制电路信息、开源证券研究所

2.2、公司研发投入与产品配套优势显著，竞争对手日渐式微

FPC 产品工艺壁垒高，公司通过持续投入研发与竞争对手拉开差距。FPC 产品涉及 100 多道制程，导致良率较低、工艺壁垒高。公司配合客户积极研发新品，研发费用占营业收入比例位居同行前列。从时间维度看，公司研发费用的绝对金额已经由 2015 年的 6.9 亿元大幅增长至 2019 年的 13.5 亿元，年复合增长率 18.4%。与竞争对手相比，2019 年鹏鼎控股的研发费用占营业收入比例达到 5.1%，略低于台郡的 5.5%，

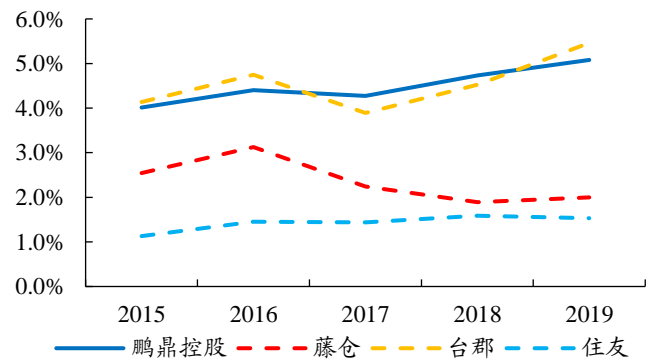
但绝对金额是台郡的4倍，而且研发费用率远高于藤仓、住友的2.0%/1.5%。

图19: 公司研发费用绝对金额持续上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 鹏鼎控股研发费用率位居同行前列



数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

鹏鼎控股相比于竞争对手更加具备产业链本土化配套优势。由于FPC订单业务主要来自苹果，而下游的组装环节大部分在大陆地区，大陆本土的工厂将更具配套优势。

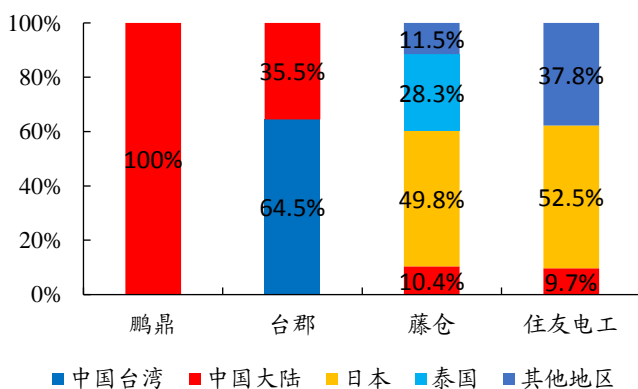
表4: 鹏鼎控股相比竞争对手更加具备本土化配套优势

主要厂商	主要生产据点
鹏鼎控股	国内（深圳、淮安、秦皇岛）
旗胜（Mektron）	中国台湾（高雄）、中国大陆（珠海、苏州）、越南、印尼、德国
藤仓（Fujikura）	日本（沼津、佐仓、铃鹿、富津/石冈）
住友电工（Sumitomo）	日本（大阪、伊丹、横滨、茨城）
台郡	中国台湾（高雄、桃园）、中国大陆（苏州）

资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

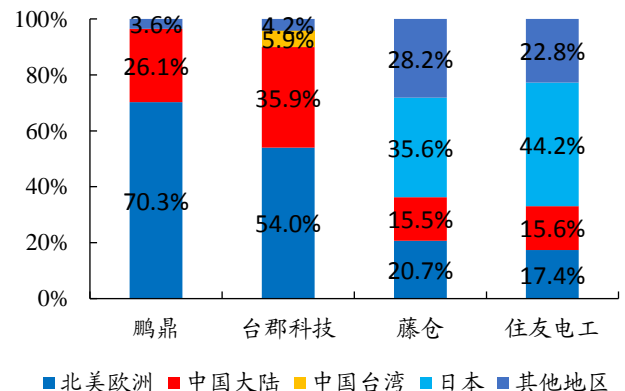
公司工厂所在地配置相对集中，为公司带来更高的决策效率。鹏鼎控股所有的物料设备工厂均设置在中国大陆地区，而台郡有64.5%设置在台湾，日系厂商产能分布更为分散，例如藤仓产能有49.8%坐落于日本，28.3%在泰国，剩余部分分布在其他地区；住友电工52.5%设置在日本本土，其余分布在其他地区。参考竞争对手，产能相对分散、分地区业务收入更为多元，而鹏鼎控股聚焦大陆地区，本土化协同效应更为强劲，收入结构上专注北美客户和中国大陆的产业配套，有利于管理层的决策。

图21: 鹏鼎控股物料设备工厂所在地占比集中于大陆



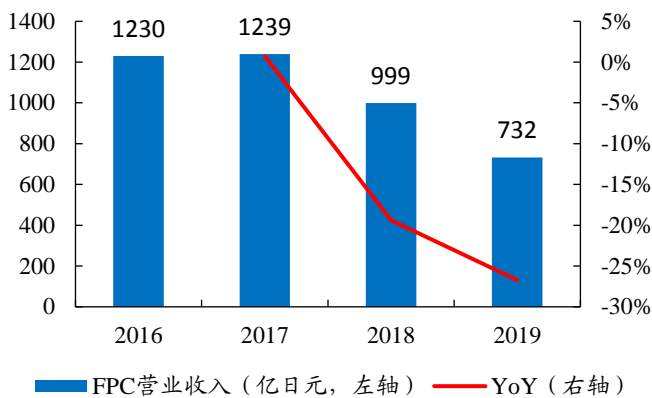
数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图22: 鹏鼎控股营业收入主要来自北美的订单

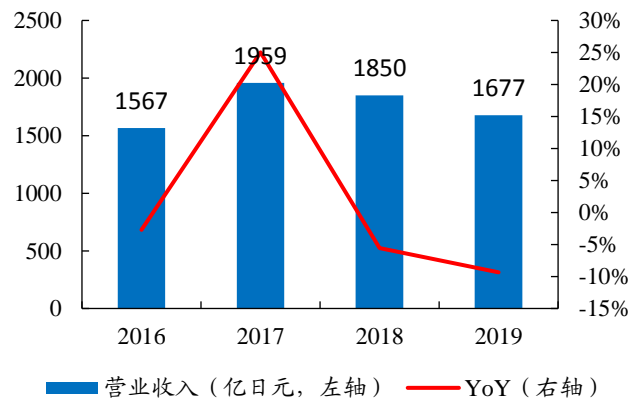


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

日系厂商在产能配套及服务响应速度相对落后的情况下，FPC 业务营业收入趋于下滑。同时，FPC 厂商看中方案设计的及时调整和响应能力等经营效率的指标，日本企业因集团多元化经营，在 FPC 业务上的扩产意愿相对较弱，难以承接新品订单，产品侧重点开始转向，例如日本旗胜致力于开拓高频 FPC 市场。在鹏鼎控股与核心客户配合新品导入、积极扩张的对比之下，日本厂商的供应链地位日渐式微，在核心客户中的订单份额逐渐丢失。2017-2019 年，日本藤仓、住友电工的 FPC 所处板块业务收入均面临大幅度的下滑，藤仓 FPC 业务营业收入由 2017 年的 1239 亿日元下滑至 2019 年的 732 亿日元，下降 40.3%，而住友电工 FPC 业务归入电子业务板块（Electronic Business）受到其他细分产品的支撑，下滑幅度相对较小，由 2017 年的 1959 亿日元下滑至 1677 亿日元，下滑 14.4%。

图23: 日本藤仓面临 FPC 业务收入下滑


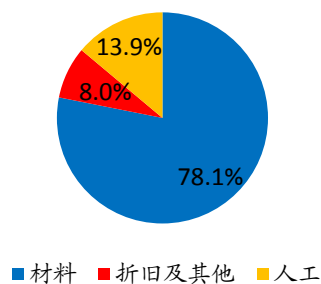
数据来源：藤仓官网、开源证券研究所

图24: 住友电工 FPC 所处业务板块收入下滑


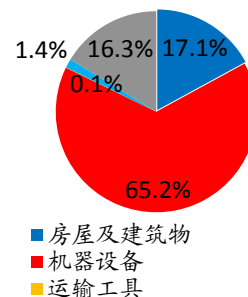
数据来源：住友电工官网、开源证券研究所

2.3、客户推新常态化，多产品线平滑产能波动率

公司产品以 SMT 贴片后出货的方式，剔除材料成本外，设备折旧影响盈利。机器设备占据公司固定资产的重要组成部分，2020H1 公司的固定资产金额为 91.6 亿元，其中机器设备占固定资产比例达到 65.2%。从公司的营业成本来看，材料占比达到 78.1%，软板订单采用 SMT 贴装零件后出货的方式，其中根据客户需求采购的电子零件占总体成本比例为 51.4%，零件成本能够向下游转移。剔除材料的价格因素后，决定公司毛利率水平的是人工成本、固定资产的折旧，由于人工成本相对稳定，固定资产的折旧波动对毛利影响更高，2020H1 固定资产折旧/毛利为 75.1%。

图25: 折旧成本 2018Q1 鹏鼎控股成本构成 8.0%


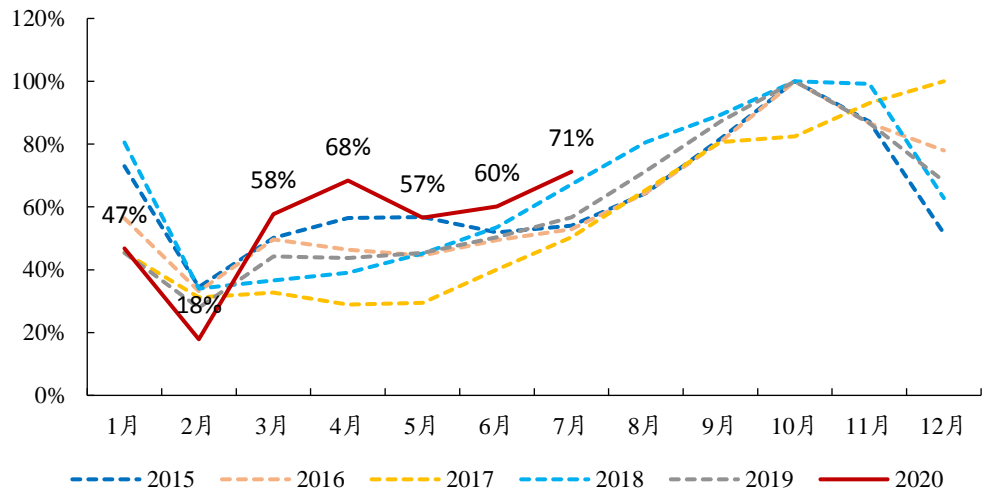
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26: 2020H1 机器设备占固定资产比例为 65.2%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

核心客户生产采用专产专线的模式，推新节奏影响产能利用率。核心客户产品于下半年推出新机，提振产能利用率。全年来看，公司的从8月开始进入备货旺季，持续至11月，（1-2月因春节假期影响，1月水平也会接近高峰）。以公司单月营收为当年最大产值测算，出货高峰节奏在核心客户秋季新品发布后的1-2个月，即10月-11月，随后产能利用率持续降低，直至次年的2月因春节因素进入淡季，3-6月产能利用率在30-50%之间。

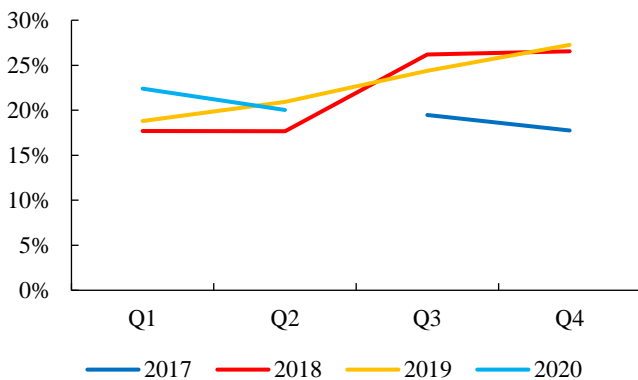
图27: iPhone SE 机型提振上半年产能利用率



数据来源：公司公告、开源证券研究所

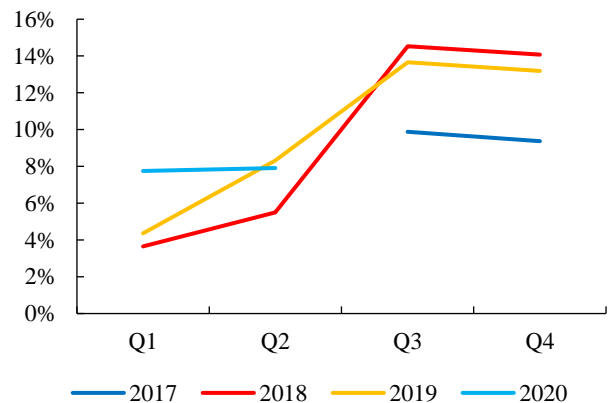
产能利用率淡旺季差异导致单季度毛利率与净利率产生明显分化。2018-2019年，公司Q1-Q2单季度毛利率在17-20%，单季度净利率在3-8%，而到备货旺季可达到25%及以上的毛利率水平，净利率可达到13-15%。

图28: 单季度毛利率呈现季节性波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29: 单季度净利率呈现季节性波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

核心客户新机发布常态化，助推公司提振盈利。过去苹果的iPhone机型主要集中在下半年发布，而且机型数量仅为2款；2017年因新机定位奢侈品路线，iPhoneX售价999美元，因定价过高导致销量受阻；2019年起苹果的产品策略发生转变，iPhone系列产品呈现多元化分布，覆盖的价格区间更为广泛，iPhone 11机型最低配下沉至699美元，有平价化趋势，而iPhone 11 pro max版本在1099美元及以上，目标客户群扩大。2020年上半年iPhone SE2推出，将iPhone价格降低至399美元，意味着未

来进入苹果核心生态的门槛进一步下降。2020H1 苹果互联网服务的营业收入占比提升至 18.7% ，未来纯手机硬件仅是苹果生态中的一环，需要以手机作为生态入口，通过互联网服务实现用户变现，而未来苹果 iPhone 新机层次也将更加丰富，2020 年下半年苹果推出四款机型，覆盖梯队更广，上半年以低价入门机为主，在历年机型上做平价化调整，而下半年是高端创新的机型，iPhone 产品的结构丰富与推新常态化趋势有利于公司平滑上下半年的产能利用率，从而实现盈利的提升。

表5: 核心客户的新机集中在下半年推出

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
上半年			iPhone SE				iPhone SE2
下半年	iPhone 6	iPhone 6s	iPhone 7	iPhone 8	iPhone XS	iPhone 11	iPhone 12 mini
	iPhone 6 Plus	iPhone 6s Plus	iPhone 7 Plus	iPhone 8 Plus	iPhone XS Max	iPhone 11 Pro	iPhone 12
				iPhone X	iPhone XR	iPhone 11 Pro Max	iPhone 12 Pro
							iPhone 12 Pro Max

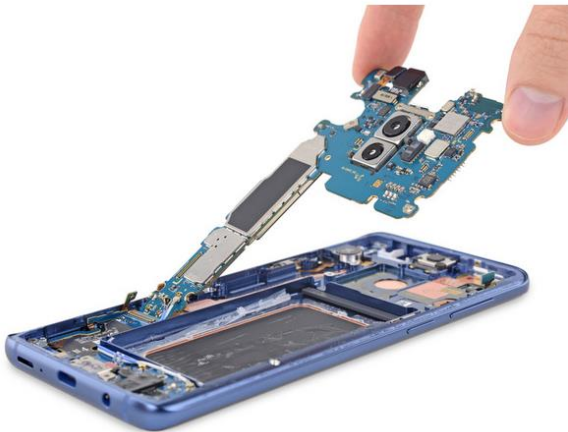
资料来源：苹果官网、开源证券研究所

3、客户拓展与应用领域延伸双轮驱动，有望迈上成长新台阶

3.1、产品方案走向多元化的客户阵营，高端制程在安卓系加速渗透

头部安卓系厂商紧跟苹果步伐，加快 SLP 类载板在手机终端中的渗透。2017 年苹果 iPhone X 在产品方案中导入 2 片 SLP 类载板+1 片连接用的 HDI，在增加 35% 主板面积的同时，缩小了手机内的占用空间。安卓系 L 型主板亦开始采纳 SLP 方案，例如 2018 年安卓系厂商三星在 S9 中首次采用类载板为主板的方案，承载处理器、NAND Flash、DRAM 等零件，实现高密度、低空间，可容纳安装更大容量的电池，S9 的售价在 6000 元左右；2019 年华为 P30 Pro 起售价为 5488 元，亦跟进采用 SLP 方案。由于 SLP 的成本是传统 anylayer-HDI 单价的 2 倍，因而目前仅高端机型采用该方案，SLP 产品的渗透路径与 anylayer-HDI 的渗透路径较为一致，即在安卓阵营中率先从定位中高端机型的品牌厂商三星、华为开始渗透，未来有望导入 OPPO、vivo 等品牌的高端机型中。

图30: 三星 S9 主板跟进 SLP 方案



资料来源：雷科技

图31: 华为 P30 Pro 主板采用 SLP 方案



资料来源：Elecfans

SLP 细分市场处于起步阶段，安卓厂商有望打开成长空间。根据第三方咨询机构 Yole

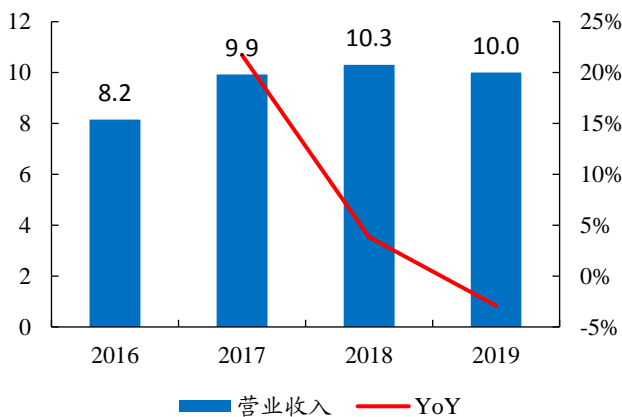
Development 的统计，2018 年全球 SLP 市场规模仅为 9.9 亿美元，其中 SLP 产值比重仅为 12%，预计 2024 年采用 SLP 手机的产值比重将达到 27%。我们分品牌测算 SLP 产品渗透率，对应 2020-2022 年安卓系厂商出货量为 0.83/1.27/1.71 亿台，SLP 伴随渗透率提升，每年单价下沉 10%，对应 2020-2022 年安卓阵营的市场空间分别为 16.7/22.8/27.4 亿美元。

表6: 安卓厂商 SLP 方案市场空间测算

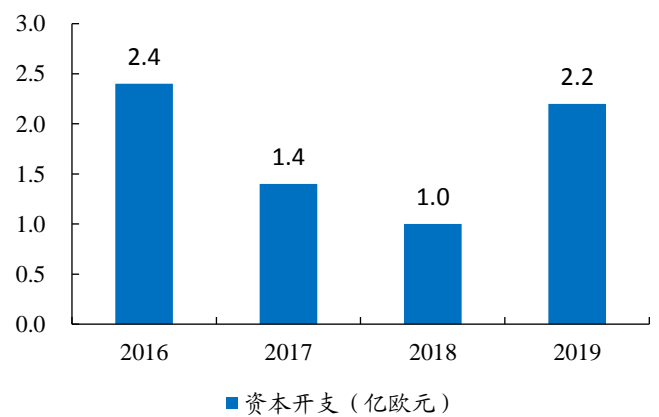
	2020E		2021E		2022E	
	出货量	渗透率	出货量	渗透率	出货量	渗透率
三星	2.97	20%	2.97	25%	2.97	30%
华为	2.39	10%	2.15	15%	1.94	20%
小米	1.25	0%	1.38	5%	1.51	10%
OPPO	1.32	0%	1.32	5%	1.32	10%
vivo	1.25	0%	1.38	5%	1.52	10%
合计						
出货量 (亿台)	0.83		1.27		1.71	
平均单价 (美元/台)	20		18		16	
市场空间 (亿美元)	16.7		22.8		27.4	

数据来源: Counterpoint、开源证券研究所

公司作为全球为数不多的 SLP 供应商，有望分享安卓系客户的成长。目前 SLP 厂商由台、韩、日厂商占据主导，例如日本名幸、韩国三星电子、中国台湾地区欣兴、华通等，此外还有美国的 TTM、奥地利的奥特斯 AT&S。此外竞争对手奥特斯(AT&S)、TTM 的投资或趋于保守或产品的战略重心在 IC 载板，在下游需求快速扩容的过程中，鹏鼎将更加具备产能优势。AT&S 进入成长的瓶颈期，2017-2019 年营业收入维持 10 亿欧元上下，在 2016-2018 年期间资本开支逐年下滑，由 2016 年的 2.4 亿欧元下降至 2018 年的 1.0 亿欧元，2019 年上调至 2.2 亿欧元，主要投向技术升级和 IC 载板。与此同时，AT&S 对未来五年进行了发展规划，随着高端 IC 载板市场扩容速度达到 11.5%，计划公司到 2025 年高端处理器模组与 IC 载板业务是公司营业收入增长的主要来源。

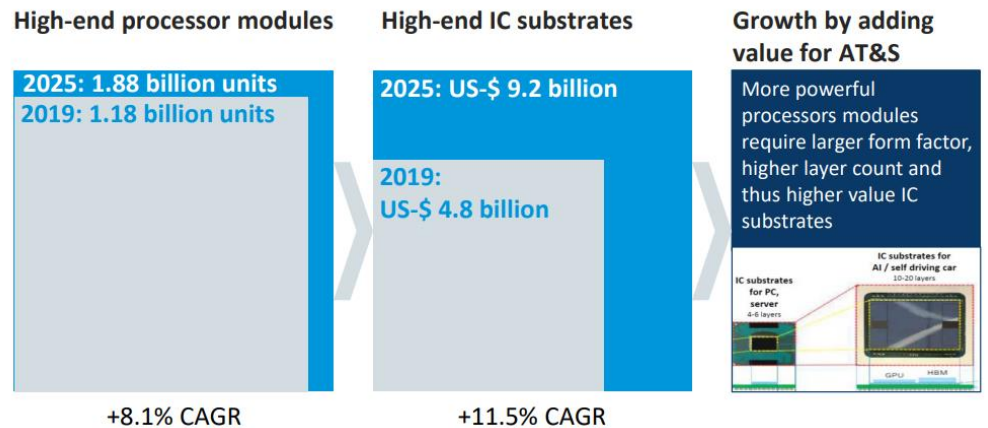
图32: 2019 年 AT&S 营业收入维持在 10 亿欧元附近


数据来源: AT&S 官网、开源证券研究所

图33: 2019/2020 年 AT&S 增加 IC 载板开支


数据来源: AT&S 官网、开源证券研究所

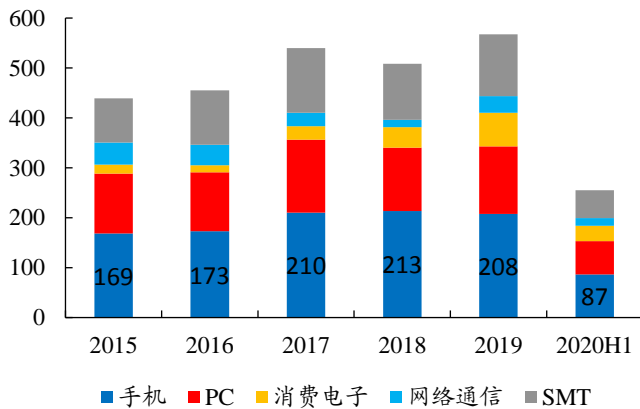
图34: AT&S 规划未来营业收入增长主要来自 IC 载板业务



资料来源: AT&S

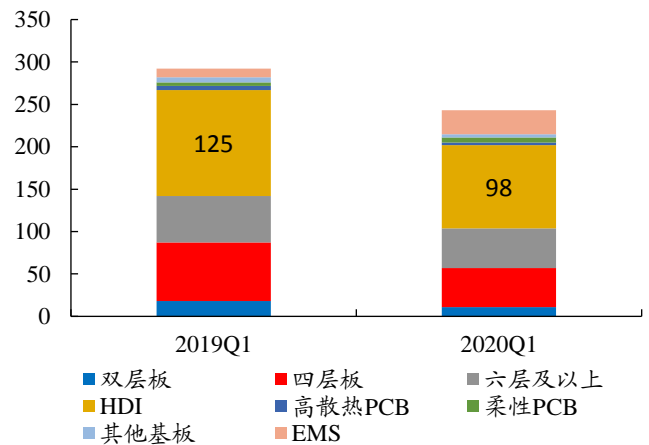
公司的工艺制程及经营状况处于业内领先水平。从工艺制程来看，鹏鼎控股与华通的工艺制程处于业内领先水平。公司的线宽/线距可细化至 15/15 微米，量产水平在 25/25 微米；华通导入领先的类载板制程，可提供 25/25 微米量产产品。从经营情况看，海外厂商在手机 SLP 领域的份额受到挑战，与此相关的业务收入有小幅下降，例如华通手机下游营业收入占比由 2018 年的 42% 下降至 2019 年的 37%，日本名幸的 HDI (SLP 计入 HDI 业务中) 营业收入占比由 2020Q1 的 43% 下降至 2019Q1 的 40%。目前核心客户供应体系中，日系厂商 SLP 的厂商占整体份额达到四成，而鹏鼎在整体供应份额中占比仅一成，未来鹏鼎有望挑战日系厂商的供应地位。

图35: 2019 年手机占华通下游的 37% (百万台币)



数据来源: 华通官网、开源证券研究所

图36: 2020H1 日本名幸 HDI 业务占比 40% (亿日元)

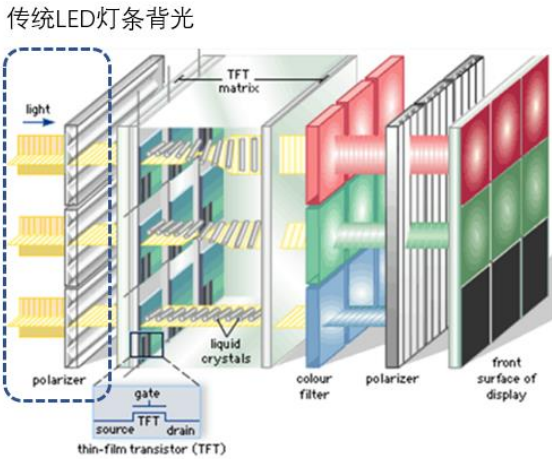


数据来源: 日本名幸官网、开源证券研究所

3.2、PCB 制程加速渗透不同终端: HDI 产品应用于 Mini LED

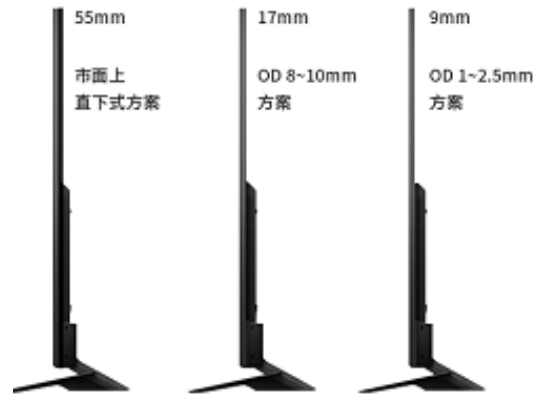
公司 HDI 产品有望伴随 Mini-LED 渗透导入核心客户的平板及笔记本终端。传统 LCD 屏幕采用 LED 灯条作为背光，北美客户有望在下一代 iPad Pro 中率先导入 Mini-LED 作为背光。Mini-LED 比传统 LED 灯条控制更加细腻，在灰阶、对比度、亮度等性能指标上，优于传统 LED 灯条背光的 LCD 屏幕，采用 Mini-LED 背光可以缩短光学混光距离 (OD)，实现产品轻薄化。

图37: LCD 采用传统 LED 灯条背光



资料来源: LED 在线、开源证券研究所

图38: 采用 Mini LED 背光可以实现轻薄化



资料来源: LED 在线、开源证券研究所

核心客户平板及笔记本产品 Mini-LED 背光以 HDI 为载板, 对应 HDI 的市场空间突破百亿元。以 HDI 为载板, 可以实现更好的散热效果、更低的功耗, 客户将率先在 iPad Pro 中应用, 随后将方案推广至笔记本电脑等产品。根据 TrendForce 统计, 我们大致估算全年 iPad Pro、iPad (不含 Pro)、Macbook 的出货量分别为 1500/3000/1500 万台, 对应 iPad Pro 的 HDI 单机价值为 250 元/200 元/300 元, 产品的市场空间分别为 38/60/45 亿元。由于 Mini-LED 对光源反射率有较高的要求, 鹏鼎的产品同时兼顾了更高的反射率和更低的终端耗能, 将是 Mini-LED HDI 的主力供应商之一。

表7: 核心客户推广 Mini LED 应用对 HDI 需求将达到 143 亿元

	iPad Pro	iPad (不含 Pro)	Macbook
出货量 (万台)	1500	3000	1500
屏幕尺寸	12.9 英寸	7.9/9.7 英寸	13.3/15.4
HDI 单价 (元/台)	250	200	300
市场空间 (亿元)	38	60	45

数据来源: TrendForce、开源证券研究所

公司引入 HDI 人才, HDI 业务线蓄势待发。公司的副总经理大多具有耀文电子、嘉联益等企业的 PCB 行业从业经验, 承担生产、业务等职能。2020 年 9 月, 公司聘任高国乾为副总经理, 高国乾先生在电路板行业已从业三十余年, 曾在 1991-2003 年期间任职台湾南亚电路板副厂长、2005-2020 年期间任职厂长职务, 而南亚电路板在 HDI 领域见长, 2017 年 HDI 业务占营业收入比重约为 34%, 高国乾先生在 HDI 工艺、生产、管理上有丰富的经验。公司引入 HDI 领域的管理层, 业务负责人就位, 无论是从产能布局亦或是经营管理角度, 公司在 HDI 领域有长远的布局。

表8: 高国乾先生担任鹏鼎控股 HDI 产品事业处资深协理

姓名	职务	任职时间	从业经历
范振坤	副总经理	2014-2017 年任职于臻鼎, 2017 年至今任职于公司	1994 年至 2001 年任职于耀文电子工业股份有限公司, 曾担任副处长; 2002 年至 2013 年任职于毅嘉电子(苏州)有限公司, 曾担任副总经理
林益弘	副总经理	2007-2017 年任职于臻鼎, 2017 年至今任职于公司	2007 年任职于裕隆汽车制造股份有限公司, 担任资深经理
萧得望	副总经理、财务总监	2017 年至今任职于公司	1999 年至 2003 年任职于耀文电子工业股份有限公司, 曾担任

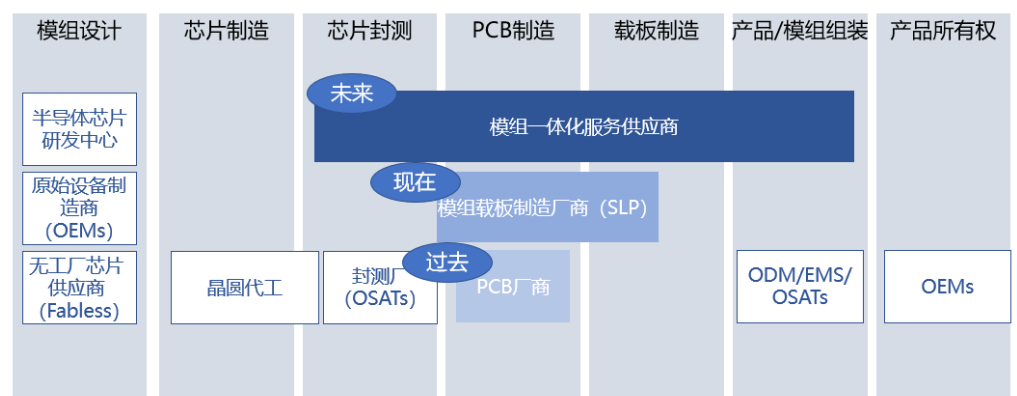
姓名	职务	任职时间	从业经历
			任经理/特助;
周红	副总经理、董事会秘书	2017年5月至今任职于公司	2005年至2016年任职于中国南玻集团股份有限公司,曾担任董事会秘书;2016年至2017年任职于深圳码联科技有限公司,曾担任首席执行官;2017年5月至今任职于公司,现任公司副总经理兼董事会秘书
李文中	副总经理	2005-2017年任职臻鼎、2017年至今任职于公司	1997年至2005年任职台湾雅新实业,曾担任生产部经理;2005年至2017年任职臻鼎控股,曾担任资深协理;2017年至今任职鹏鼎控股,现任公司副总经理
钟佳宏	副总经理	2006-2017年任职臻鼎、2017年至今任职于公司	2003年至2006年任职台湾嘉联益,任国外业务代表;2006年至2017年任职臻鼎控股,曾任业务部协理;2017年至今任职鹏鼎控股,现任公司副总经理
高国乾	副总经理	2020年1月任职于公司	1991年至2003年任职台湾南亚电路板副厂长;2003年至2004年任职台湾佳鼎科技副总经理;2005年至2020年任职台湾南亚电路板厂长;2020年1月至今任职于鹏鼎控股,任HDI产品事业处资深协理

资料来源:公司公告、开源证券研究所

3.3、借力延伸产业链分工，筑造中长期规模壁垒

公司的长期驱动力来自产业链分工的延伸,向下整合模组、向上布局高端PCB制程。我们认为鹏鼎作为全球第一大的PCB厂商如果仅局限于PCB领域,以目前接近300亿营业收入的体量,如果不进行拓展自身的产业链分工,将会在2-3年内直面成长的天花板。对标海外厂商,我们看到奥地利厂商AT&S对未来的发展路径规划有了较为清晰的描述:1)向上游:基于目前的SLP业务,由于SLP业务的工艺门槛已经接近IC载板,而IC载板用于芯片封测,由此过渡到上游;2)向下游:由于PCB板经过器件SMT贴装后可生产模组,因此PCB厂商有望向下游的模组组装等业务延伸。

图39: PCB厂商的产业链分工演进路线



资料来源: AT&S、鹏鼎控股、开源证券研究所

参考产业链分工的延伸路径,公司近期的扩产规划项目已初现端倪。我们汇总了2019年12月以来公司的产能扩张规划:PCB主业方面,在原有淮安厂区的产能基础上扩

建超薄线路板，补齐硬板业务的短板，在淮安设计投资硬板厂区；SLP 类载板业务将是公司迈向上游产业链的有力支撑，公司预计未来 8 年将在淮安厂区投资包括 SLP 类载板及 Any-layer HDI 在内的高阶产品。向下游模组领域延伸方面，公司在海外印度、中国台湾地区的高雄布局了模组化生产线，与全球化布局相呼应。公司的产业链分工拓展将夯实公司的成长基础，打开天花板。

表9：鹏鼎控股扩产规划

厂区	业务	产能规划
高雄	FPC 及模组	公司台湾高雄 FPC 项目一期投资计划为：在台湾高雄南部科学园区投资建设高端软板及模组智能制造工厂，一期项目总投资为人民币 27.39 亿元，计划生产 FPC 软板及其模组组装产品 3.7 万平方米/月。
印度	模组	为加大公司国际化布局，抢占印度市场先机，董事会同意公司进一步扩大印度模组组装生产线产能，将累计投资额度增加至人民币 4.5 亿元或等额外币（含日常营运资金）
淮安	SLP 类载板及 Any Layer 任意层 HDI 等产品	未来 8 年预计投资 50 亿元人民币，主要用于高阶 HDI（包括 SLP 类载板及 Any Layer 任意层 HDI 等产品）项目。其中一期工程(2020~2022)预计投资 6.40 亿元人民币，达产后月产能为 20 万平方米。
	FPC	为应对市场发展需求，本次董事会同意公司扩大淮安超薄线路板产能规划从 2.0 万平方米/月至 9.3 万平方米/月，相应增加项目投资额度至人民币 16.14 亿元。
淮安综保	硬板	董事会同意公司投资人民币 6.85 亿元重新改造淮安综保园区硬板厂，对其生产的硬板产品进行转型升级

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

公司以消费电子客户为主，由北美核心客户和国内客户构成，核心假设如下：

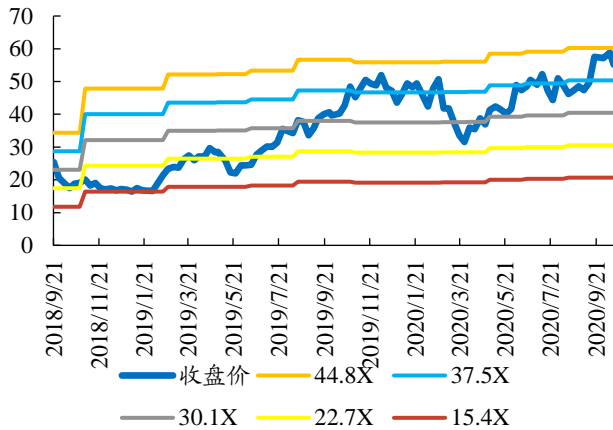
- 1) 假设 2020-2022 年核心客户上下半年次新款与最新款手机出货量加总分别为 2.0/1.8/1.8 亿台，watch 出货量为 3200/3500/3900 万台，iPad 出货量分别为 3500/3900/4200 万台；
- 2) 假设 2020-2022 年。公司在核心客户各类电子终端的供应份额维持稳定，iPhone 份额占比 20%，Watch 份额占比 25%，AirPods 份额占比 30%，iPad 供应份额 30%；
- 3) 假设 2020-2022 年公司综合毛利率为 21.9%/22.3%/22.3%；
- 4) 公司以美元结算收入，假设人民币兑美元汇率维持平稳水平；
- 5) 期间费用率方面，2020-2022 年销售费用/营业收入为 1.40%/1.40%/1.38%，管理费用/营业收入为 4.00%/3.99%/3.97%，研发费用/营业收入为 5.10%/5.00%/4.90%。

4.2、投资建议

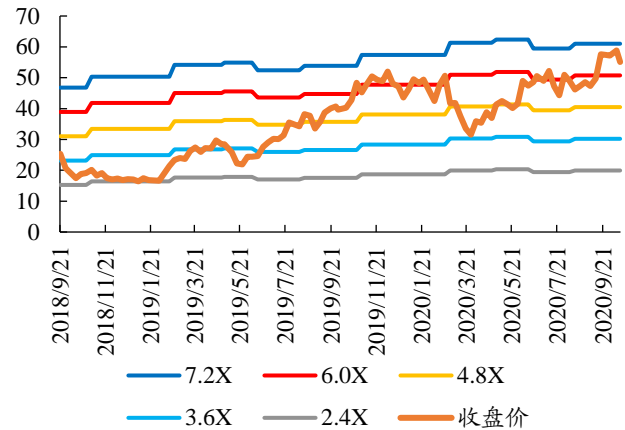
公司作为全球 PCB 龙头厂商，无论是规模体量还是技术能力在业内都是首屈一指的，在设立初期就已深谙 PCB 业务的发展之道，拥抱核心客户、与卓越者同谋，共同开发 PCB 产品的先进制程，从而立于全球 PCB 之巅。当前来看，公司的成长主要依托于核心客户的产品单机用量提升、终端扩展，伴随下游客户共同成长；中期来看，公司的产品有望实现技术升级、附加值提升，客户矩阵有望再度延伸；长期来看，

公司拥有精益生产、可持续发展的长远目光，随着电子行业分工的模糊，公司借助 SLP 业务向上游延伸至 IC 载板、芯片封测领域，下游依托现有软板的 SMT 能力，进军模组业务，成长可期。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 287.0/318.4/343.6 亿元，同比增速为 7.8%/11.3%/7.6%，归母净利润分别实现 30.0/34.6/37.4 亿元，同比增速为 2.8%/15.0%/8.2%，对应 EPS 为 1.30/1.50/1.62 元，当前股价对应 PE 为 39.8/34.6/31.9 倍，当前股价对应 PB 为 5.5/5.0/4.5 倍。

首次覆盖，给予“增持”评级。

图40：鹏鼎控股 PE band


数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：鹏鼎控股 PB band


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、风险提示

- 1) **汇率波动风险**：公司以美元结算收入，若人民币兑美元汇率波动剧烈，对公司盈利将造成扰动；
- 2) **核心客户销量不及预期**：公司的营业收入六成以上来自核心客户，消费电子受疫情影响，作为可选消费，销量或不及预期，导致公司业务受到影响；
- 3) **竞争加剧**：公司在 SLP、HDI 领域，仍处在替代海外厂商供应份额的进程中，若海外厂商加大产能投放力度以稳固自身格局，对公司长期份额提升不利。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	16446	16424	19201	18288	22842
现金	7303	6791	8885	6646	11002
应收票据及应收账款	5403	6195	6312	7605	7368
其他应收款	228	294	269	357	316
预付账款	89	198	112	233	138
存货	2230	1999	2677	2499	3070
其他流动资产	1192	948	948	948	948
非流动资产	10908	12432	14491	16033	17390
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	7830	9158	11351	12924	14313
无形资产	1756	1723	1680	1637	1593
其他非流动资产	1322	1551	1460	1472	1483
资产总计	27353	28856	33692	34320	40232
流动负债	9420	8885	11873	10194	13514
短期借款	2053	2254	2366	2485	2609
应付票据及应付账款	4876	4070	6755	4688	7907
其他流动负债	2492	2562	2752	3021	2998
非流动负债	45	142	140	145	150
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	45	142	140	145	150
负债合计	9466	9027	12013	10339	13664
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	2311	2311	2311	2311	2311
资本公积	12044	12214	12214	12214	12214
留存收益	3528	5293	7096	9171	11416
归属母公司股东权益	17888	19829	21679	23982	26568
负债和股东权益	27353	28856	33692	34320	40232

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	6210	4162	6962	2732	9820
净利润	2771	2925	3006	3458	3742
折旧摊销	1560	1720	1953	2574	3259
财务费用	80	-180	-133	-122	-117
投资损失	-101	-34	-40	-45	-50
营运资金变动	1690	-902	2192	-3123	2997
其他经营现金流	210	633	-17	-11	-11
投资活动现金流	-3234	-3085	-3957	-4055	-4549
资本支出	4038	3845	2046	1521	1335
长期投资	585	588	0	0	0
其他投资现金流	1389	1349	-1911	-2534	-3214
筹资活动现金流	1173	-1026	-910	-915	-915
短期借款	-1407	201	113	118	124
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	231	0	0	0	0
资本公积增加	3518	170	0	0	0
其他筹资现金流	-1170	-1397	-1023	-1033	-1039
现金净增加额	4247	89	2094	-2239	4356

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	25855	26615	28700	31935	34360
营业成本	19859	20272	22414	24813	26697
营业税金及附加	157	123	156	171	185
营业费用	306	377	402	447	474
管理费用	910	1068	1148	1274	1364
研发费用	1223	1352	1464	1597	1684
财务费用	80	-180	-133	-122	-117
资产减值损失	130	-313	0	0	0
其他收益	95	122	100	100	100
公允价值变动收益	-1	-1	-0	-0	-0
投资净收益	101	34	40	45	50
资产处置收益	18	-16	0	0	0
营业利润	3404	3429	3388	3899	4222
营业外收入	7	11	9	10	9
营业外支出	54	10	19	24	27
利润总额	3357	3430	3377	3885	4204
所得税	586	505	372	427	462
净利润	2771	2925	3006	3458	3742
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	2771	2925	3006	3458	3742
EBITDA	4785	5048	5195	6333	7307
EPS(元)	1.20	1.27	1.30	1.50	1.62

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	8.1	2.9	7.8	11.3	7.6
营业利润(%)	59.2	0.7	-1.2	15.1	8.3
归属于母公司净利润(%)	51.7	5.5	2.8	15.0	8.2
获利能力					
毛利率(%)	23.2	23.8	21.9	22.3	22.3
净利率(%)	10.7	11.0	10.5	10.8	10.9
ROE(%)	15.5	14.7	13.9	14.4	14.1
ROIC(%)	13.3	12.8	12.0	12.6	12.3
偿债能力					
资产负债率(%)	34.6	31.3	35.7	30.1	34.0
净负债比率(%)	-29.4	-22.7	-29.9	-17.2	-31.4
流动比率	1.7	1.8	1.6	1.8	1.7
速动比率	1.4	1.5	1.3	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	4.3	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	3.8	4.5	4.1	4.3	4.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.20	1.27	1.30	1.50	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	2.69	1.80	3.01	1.18	4.25
每股净资产(最新摊薄)	7.74	8.58	9.38	10.38	11.49
估值比率					
P/E	43.1	40.9	39.8	34.6	31.9
P/B	6.7	6.0	5.5	5.0	4.5
EV/EBITDA	23.9	22.8	21.8	18.2	15.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn