

沪电股份 (002463.SZ) 盈利能力维持高位, 待核心网络设备 PCB 发力

2021年03月31日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

刘翔 (分析师)

林承瑜 (联系人)

liuxiang2@kysec.cn

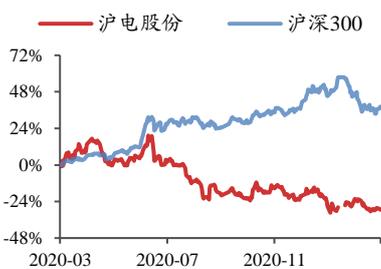
linchengyu@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790120080105

日期	2021/3/30
当前股价(元)	16.60
一年最高最低(元)	28.88/15.88
总市值(亿元)	286.25
流通市值(亿元)	283.15
总股本(亿股)	17.24
流通股本(亿股)	17.06
近3个月换手率(%)	75.08

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● **凭借技术领先优势, 卡位数通与汽车 PCB 市场, 首次覆盖给予“买入”评级**
公司坚守差异化竞争的战略, 锁定数通及汽车领域的中高端产品, 目前公司主导产品为 14-38 层企业通讯市场板、中高端汽车板, 毛利率丰厚。公司作为台资背景的家庭控股企业, 在细分高端市场凭借技术领先优势赚取稳健的利润, 在厂区扩建、资本开支投入等方面亦相对谨慎, 主要通过技改设备的瓶颈环节、调整产品结构实现生产效率最大化, 从而提升产值及盈利能力。我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 83.2/92.5/98.2 亿元, 归母净利润分别为 15.0/17.9/19.8 亿元, YoY+11.3%/19.5%/11.0%, EPS 为 0.87/1.04/1.15 元, 当前股价对应 2021-2023 年公司 PE 为 19.1/16.0/14.4 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● **2020 年营业收入增速放缓, 盈利能力维持高位**

公司 2020 年营业收入实现 74.6 亿元, YoY+4.7%, 归母净利润为 13.4 亿元, YoY+11.4%。其中 2020Q4 营业收入实现 19.0 亿元, YoY-10.2%, 归母净利润 3.9 亿元, YoY+9.4%。2020 年下游通信建设需求面临明显的波动, 主设备商产品降低层级的情况下, 行业面临激烈的价格竞争, 公司深耕以核心网为主的企业通讯市场板进一步改善盈利, 毛利率由 30.4% 攀升至 31.2%。依靠产品升级提振盈利, 公司人均创收达 96.0 万元/人、人均创利能力达到 17.3 万元/人, 再创历史新高。

● **2021H2 核心网络建设迎来拐点, 公司产品结构有望再优化**

英特尔与 AMD 将陆续推出新一代服务器 CPU 支持 PCIe 5.0 标准, 相应的服务器 PCB 层数层级有望升级; 数据中心交换矩阵速度迁移至 400Gbps, 推动 400G 交换机加快换代。我们预计 2021H2 以服务器、交换机为代表的核心网络 PCB 产品步入新一轮更迭期。公司在企业级通信 PCB 领域技术前瞻, 已经具备 800G 交换机产品样品加工能力; 海外客户积淀深厚, 有望受益核心网络建设周期。

● **风险提示:** 公司技改能力不及预期、上游原材料覆铜板涨价侵蚀成本、服务器 PCB 需求不及预期、400G 交换机迭代不及预期、汽车 PCB 市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,129	7,460	8,315	9,251	9,823
YOY(%)	29.7	4.7	11.5	11.3	6.2
归母净利润(百万元)	1,206	1,343	1,495	1,786	1,983
YOY(%)	111.4	11.3	11.3	19.5	11.0
毛利率(%)	29.5	30.4	31.0	32.3	32.6
净利率(%)	16.9	18.0	18.0	19.3	20.2
ROE(%)	23.5	21.4	20.1	19.9	18.6
EPS(摊薄/元)	0.70	0.78	0.87	1.04	1.15
P/E(倍)	23.7	21.3	19.1	16.0	14.4
P/B(倍)	5.6	4.6	3.9	3.2	2.7

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 营收增速放缓，盈利能力维持高位	3
2、 差异化竞争策略，形成数通及汽车市场高端卡位优势	4
2.1、 公司风格：定位细分市场，扩张谨慎	4
2.2、 成长动能：技术领先优势，通过产品结构调整改善盈利能力	7
3、 核心网络建设迎来拐点，公司产品结构有望再优化	8
3.1、 展望 2021H2：PCIe 5.0 标准服务器与 400G 交换机迭代，PCB 配套再升级	8
3.2、 公司进入海外龙头供应体系，充分受益行业升级机遇	10
4、 盈利预测与投资建议	11
4.1、 核心假设	11
4.2、 盈利预测与估值	12
5、 风险提示	12
附：财务预测摘要	14

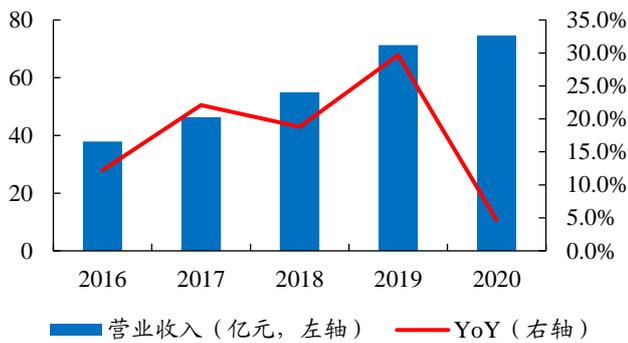
图表目录

图 1： 2020 年公司营业收入同比增长 4.7%	3
图 2： 2020 年公司归母净利润录得正增长	3
图 3： 公司毛利率与净利率维持高位	3
图 4： 公司 ROE 水平同比下降	3
图 5： 2020 年企业通讯市场板占 PCB 业务收入 74.9%	4
图 6： 公司企业通讯设备板毛利率持续攀升	4
图 7： 公司专注数通及汽车领域	4
图 8： 吴礼淦家族通过碧景及沪士控股实际控制沪电股份	5
图 9： 2019 年公司固定资产规模排名第 4（单位：亿元）	7
图 10： 2014-2019 年公司累计资本开支位居行业第 5（单位：亿元）	7
图 11： 2020 年公司人均创收能力超越同行（单位：万元/人）	8
图 12： 2020 年公司人均创利能力超越同行（单位：万元/人）	8
图 13： 云计算厂商资本开支增速回到高位（单位：百万美元）	8
图 14： 2020Q3 全球服务器出货量 YoY+0%	8
图 15： 服务器出货量滞后于云计算厂商资本开支 1 个季度	9
图 16： 2020Q4 思科占全球交换机市场份额 38.7%	10
图 17： 思科推出 400G 数据中心交换机解决方案	10
图 18： 2020 年公司前五大客户占比 62.5%	11
图 19： 2019-2020 年公司外销比例提升	11
表 1： 公司股票期权激励计划对业绩增速的考核较为保守	5
表 2： 2010-2020 年公司在建工程侧重设备改良	5
表 3： 公司分工厂盈利持续改善	7
表 4： 预计 2021-2022 年英特尔与 AMD 将推出新服务器平台架构	9
表 5： 公司领先技术开发新一代高速通信及服务器、交换机产品	10
表 6： 公司分厂业务收入及毛利率	11
表 7： PCB 行业上市公司估值情况：公司 PE 估值低于可比公司平均	12

1、营收增速放缓，盈利能力维持高位

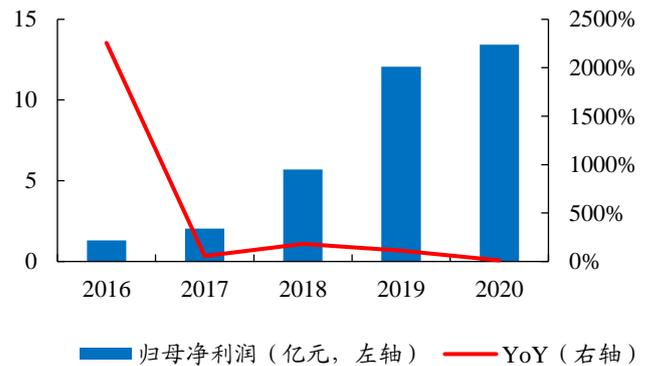
公司营业收入增速放缓，净利润录得正增长。公司 2020 年营业收入实现 74.6 亿元，YoY+4.7%，归母净利润为 13.4 亿元，YoY+11.4%。其中 2020Q4 营业收入实现 19.0 亿元，YoY-10.2%，归母净利润 3.9 亿元，YoY+9.4%，由于无线侧建设因核心客户的打新、备货节奏放缓，导致营业收入环比下滑，费用率下降带动净利率提升。

图1：2020 年公司营业收入同比增长 4.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

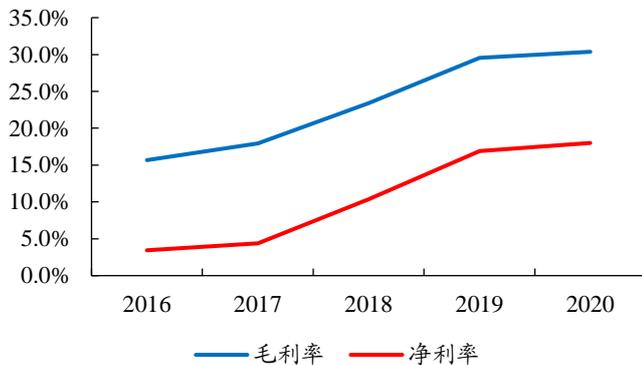
图2：2020 年公司归母净利润录得正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

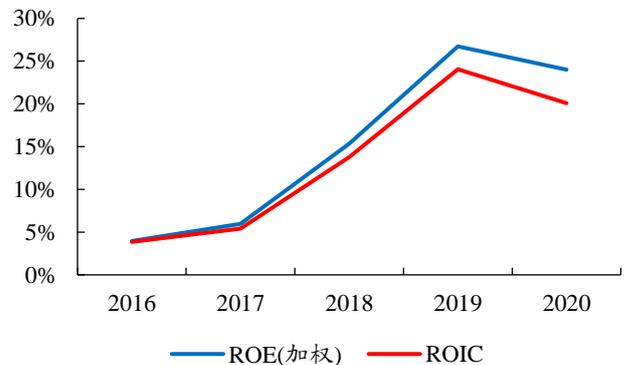
公司产品结构持续优化，盈利呈现高位改善的态势。2020 年下游通信建设需求面临明显的波动，主设备商产品降低层级的情况下，行业面临激烈的价格竞争，公司通过改善以核心网为主的企业通讯市场板进一步改善盈利，毛利率由 30.4% 攀升至 31.2%。加权平均净资产收益率由 2019 年的 26.7% 下降至 24.0%。

图3：公司毛利率与净利率维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

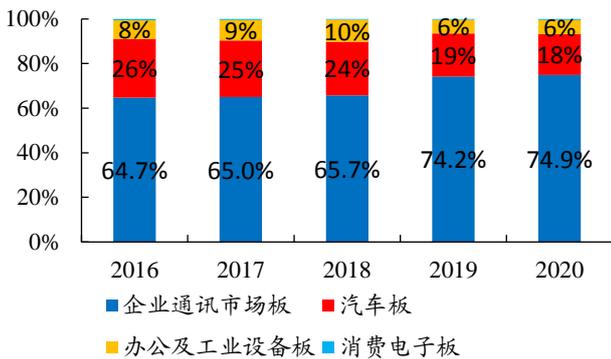
图4：公司 ROE 水平同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

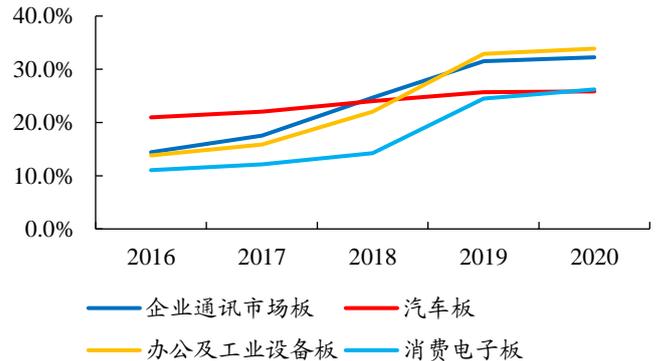
公司紧抓互联网设备及云端设备等基础设施产品领域机遇，企业级通信业务持续向好。企业级通信业务是公司 PCB 产品第一大应用，2020 年公司企业通讯板占 PCB 业务收入 74.9%。分业务毛利率来看，公司企业通讯市场板 2020 年毛利率达到 32.3%，略低于办公及工业设备板的 33.9%，同比 2019 年提升 0.76 pct 至 32.3%。

图5: 2020年企业通讯市场板占PCB业务收入74.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 公司企业通讯设备板毛利率持续攀升



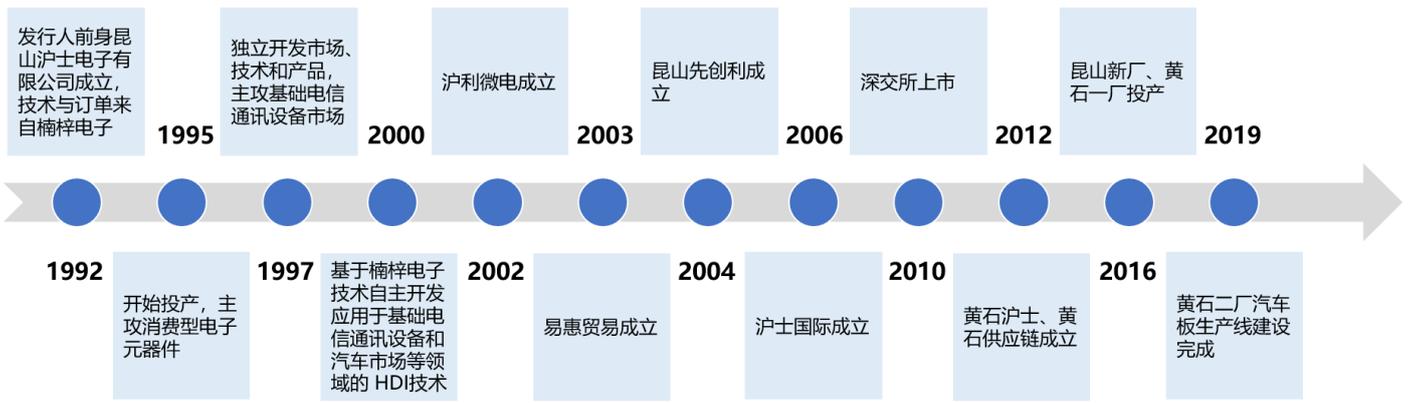
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、差异化竞争策略，形成数通及汽车市场高端卡位优势

2.1、公司风格：定位细分市场，扩张谨慎

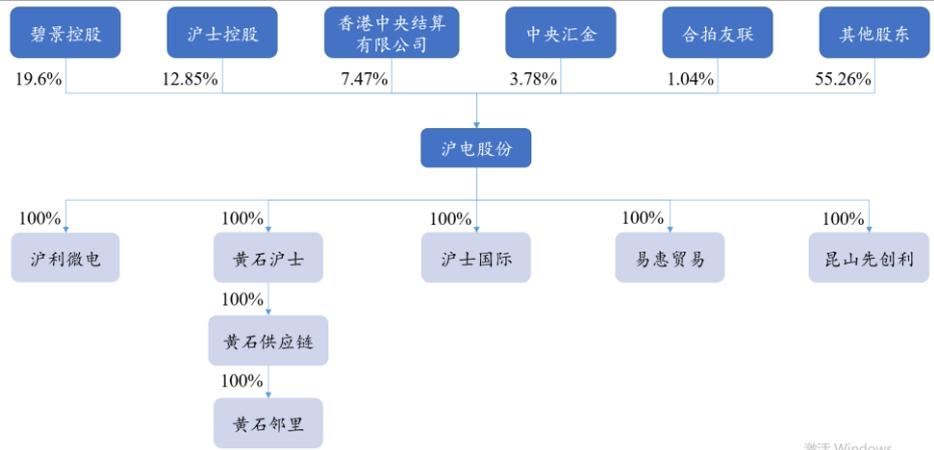
公司坚守差异化竞争的战略，定位数通及汽车领域的中高端 PCB 产品。公司自 1992 年成立以来，主供通讯设备及汽车板生产，目前公司主导产品为 14-38 层企业通讯市场板、中高端汽车板。以办公及工业设备板、半导体芯片测试板作为技术补充。公司分厂区应用定位清晰，形成青淞、沪利微电、黄石工厂三大厂区，其中青淞厂与黄石工厂一期定位数通产品，沪利微电与黄石工厂二期主攻汽车市场。

图7: 公司专注数通及汽车领域



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司是家族控股企业，在细分高端市场赚取稳健的利润是长期经营目标。中国台湾地区的吴礼淦家族通过碧景控股及沪士控股控制沪电股份 32.5% 的股份。一方面中国台湾地区见证了上一轮 PCB 产业从日本转移趋势下的成长路径，公司实际控制人在 PCB 领域有深刻的见地，选择汽车、通信两类有认证门槛及技术壁垒的细分下游作为公司的主要发展方向，能够摆脱竞争对手在中低端 PCB 领域因新建产能带来后发优势的成本竞争；另一方面，公司作为家族企业，更加侧重盈利能力的提升，而非一味地扩张规模，因而在新建厂区及资本开支的投入上亦相对谨慎。

图8: 吴礼淦家族通过碧景及沪士控股实际控制沪电股份


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

从股权激励来看, 公司的盈利增长目标相对保守。三个行权期内, 公司层面业绩考核目标要求以 2019 年公司实现的净利润为基准, 2020-2021 年平均净利润增长不低于 10%、2022-2023 年的净利润增长不低于 12%/15%。

表1: 公司股票期权激励计划对业绩增速的考核较为保守

计划公告日	有效期(年)	授予日	授予人数(人)	激励方式	授予数量(万份)	占总股本比例	行权价格(元/股)
2020/9/1	5	2020/10/16	627	股票期权	2999.2	1.74%	16.85
行权安排							
行权期	行权期间		行权比例	公司层面业绩考核目标			
第一个行权期	自首次授权日起 24 个月后的首个交易日起至首次授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止		40%	以 2019 年度公司实现的净利润为基准, 2020 年度和 2021 年度的平均净利润增长不低于 10%			
第二个行权期	自首次授权日起 36 个月后的首个交易日起至首次授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止		30%	以 2019 年度公司实现的净利润为基准, 2022 年度净利润增长不低于 12%			
第三个行权期	自首次授权日起 48 个月后的首个交易日起至首次授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止		30%	以 2019 年度公司实现的净利润为基准, 2023 年度净利润增长不低于 15%			

公司层面实际行权比例: ①考核年度公司层面业绩考核目标达到或超过 100%, 则当期待行权部分的实际行权比例为 100%; ②考核年度公司层面业绩考核目标实现 85% (含 85%) -100% (不含 100%), 则当期待行权部分的实际行权比例为 80%; ③其余情形下, 当期的股票期权均不可行权。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

从在建工程及资本开支看, 公司以产线技改的方式代替产能扩张。汇总统计 2010-2020 年公司募集资金使用情况及在建工程项目, 累计开支预算数为 85.6 亿元, 其中包括昆山老厂搬迁项目使用动迁及自有资金 12.3 亿元, 设立黄石沪士年产 300 万平方米印刷电路板项目 26.9 亿元, 其余项目均为在现有厂房的基础上进行设备改良。

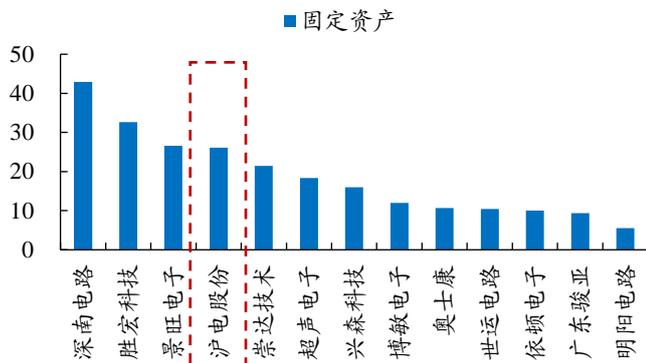
表2: 2010-2020 年公司在建工程侧重设备改良

项目名称	资金来源	预算数/万元	开工时间	完工时间
年产高密度互连积层板 (HDI) 线路板 75 万平方米扩建项目	募集资金及其孳息、自有资金	80,925	2010 年	2017 年

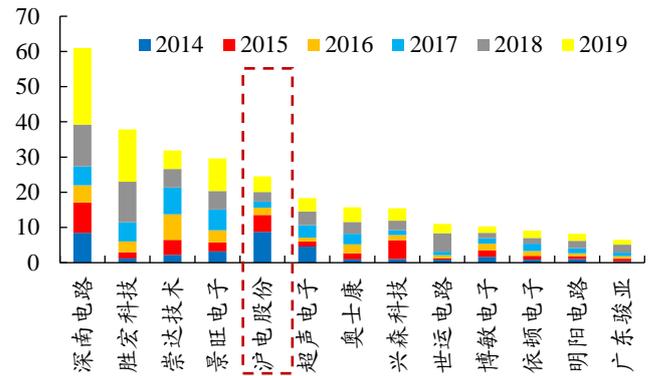
项目名称	资金来源	预算数/万元	开工时间	完工时间
3G 通讯高端系统板(HDI)生产线技改项目	募集资金	20,307	2010 年	2014 年
研发中心升级改造项	募集资金	4,254	2010 年	2013 年
一车间三期设备改良工程第二阶段	自有资金	7,227	-	2016 年
三车间一期设备改良工程	自有资金	82,910	-	2010 年
三车间二期设备改良工程	自有资金	30,336	-	2010 年
三车间三期设备改良工程	自有资金	6,000	2010 年	2012 年
新厂建设工程(昆山老厂搬迁)	动迁及自有资金	122,866	2010 年	2020 年
沪利微电辅房设备改良工程第二阶段	自有资金	2,800	-	2010 年
沪利微电一号厂房设备改良工程第三阶段	自有资金	3,000	-	2010 年
沪利微电一号厂房设备改良工程第四阶段	自有资金	4,100	2010 年	2011 年
沪利微电一号厂房设备改良工程第五阶段	自有资金	12,000	2011 年	2016 年
沪利微电一号厂房设备改良工程第六阶段	自有资金	18,000	2016 年	2019 年
沪利微电一号厂房第七阶段	自有资金	18,000	2019 年	未完
沪利微电二号厂房第一阶段	自有资金	19,034	2015 年	2020 年
沪利微电公共设施建设第一阶段	自有资金	8,185	-	2010 年
沪利微电公共设施建设第二阶段	自有资金	8,900	2010 年	2012 年
收购先创利电子	超募资金	4,180	2011 年	2011 年
增资先创利电子	超募资金	3,034	2011 年	2011 年
设立黄石沪士子公司	自有及超募资金	30,000	2012 年	2012 年
黄石沪士电子有限公司年产 300 万平方米印刷 电路板和相关生产废料资源回收、加工及生产 配套项目	自有资金	268,700	2012 年	未完
黄石供应链配套项目	自有资金	10,000	2012 年	2017 年
沪士电子生产线改良工程	自有资金	-	2016 年	-
黄石沪士二期汽车板项目	自有资金	61,300	2018 年	未完
其他零星工程	自有资金	不适用	-	2018 年
印刷电路板生产线技改项目	自有资金	30,100	2020 年	未完

资料来源：公司公告、开源证券研究所

横向对比而言，公司资本开支亦相对保守。公司固定资产规模位居行业第四，达到 26.1 亿元，落后于深南电路、胜宏科技、景旺电子的 42.9/32.7/26.6 亿元；资本开支方面，2014-2019 年公司累计资本开支达到 24.5 亿元，落后于深南电路、胜宏科技、崇达技术、景旺电子的 61.0/37.8/31.9/29.6 亿元。2020 年公司资本开支依然维持保守的策略，购建固定无形长期资产支付的现金为 3.8 亿元。

图9：2019年公司固定资产规模排名第4（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2014-2019年公司累计资本开支位居行业第5（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、成长动能：技术领先优势，通过产品结构调整改善盈利能力

公司通过技改核心环节、调整产品结构实现生产效率最大化，从而提升产值。PCB 产能计算利用木桶原理，决定 PCB 外层产能的是瓶颈环节。PCB 产品产能受到订单结构影响，公司以企业通讯市场板为主要应用下游的 PCB 产品呈现高频高速、高多层、大尺寸的特点，该领域的高端订单结构对内层图形制作、钻孔、板面电镀的产能占用比例大：（1）平均层数越高，内层图形制作产能一定的情况下，压合后外层产能降低；

（2）高频高速板材及大尺寸 PCB 产品增加，将导致钻孔环节的效率下降；（3）订单结构导致板面电镀比例增加，形成产能瓶颈。公司利用 PCB 的生产原理，有针对性的调整产品层次及生产分工，实现盈利优化。青淞工厂专注高端数通领域，16 层以上产品占比超过一半，前期无线侧产品因基站侧需求减弱、行业竞争加剧，将其转向黄石工厂一期，从而推动青淞厂产能向高溢价的新品倾斜；沪利微电针对汽车领域应用，以汽车安全领域、ADAS 产品为主，将传统汽车的订单转向黄石工厂二期，优化现有的制程设备，从而实现产值提升，黄石工厂二期汽车专线提产及认证加快，2020Q4 实现单月盈利。2020 年公司在新增产能有限的情况下，沪利微电、黄石沪士子公司的净利率由 2019 年的 14.1%/12.1%提高至 2020 年的 14.2%/13.3%。

表3：公司分工厂盈利持续改善

分工厂	指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
沪利微电	营业收入(百万元)	914.8	1079.6	1165.9	1375.5	1642.2	1610.2	1664.0
	净利润(百万元)	51.6	118.9	166.1	174.9	213.5	227.2	236.0
	净利率(%)	5.6	11.0	14.2	12.7	13.0	14.1	14.2
黄石沪士 (黄石一厂+ 二厂)	营业收入(百万元)	0.1	157.6	271.6	447.7	646.8	841.5	1115.0
	净利润(百万元)	-39.8	-80.8	-108.8	-141.0	1.7	101.8	148.2
	净利率(%)	-73151.5	-51.3	-40.1	-31.5	0.3	12.1	13.3

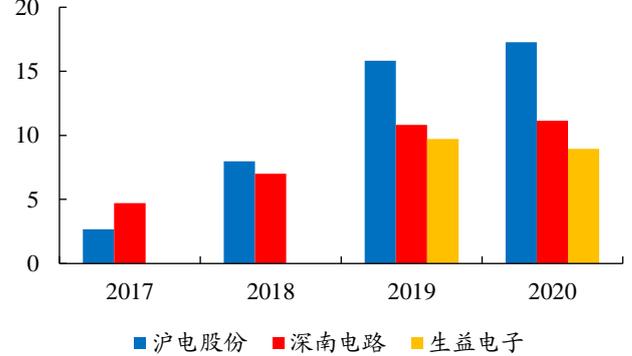
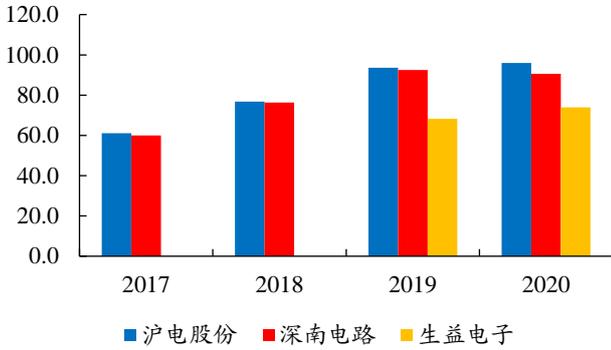
数据来源：公司年报、开源证券研究所

依靠产品升级提振盈利，公司人均创收与创利能力再创历史新高。选取技术能力同属于第一梯队的深南电路、生益电子进行对比，公司 2020 年人均营业收入达到 96.0 万元，高于深南电路、生益电子的 90.5/74.0 万元/人；人均创利达到 17.3 万元，高于深南电路、生益电子的 11.2/8.9 万元/人。同比 2019 年，公司 2020 年人均创利能力

提升 9.2%，高于深南电路人均创利提升幅度 3%。

图11: 2020 年公司人均创收能力超越同行 (单位: 万元/人)

图12: 2020 年公司人均创利能力超越同行 (单位: 万元/人)



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

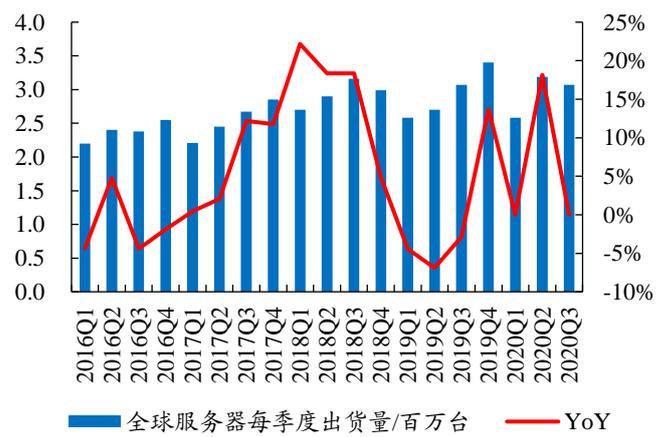
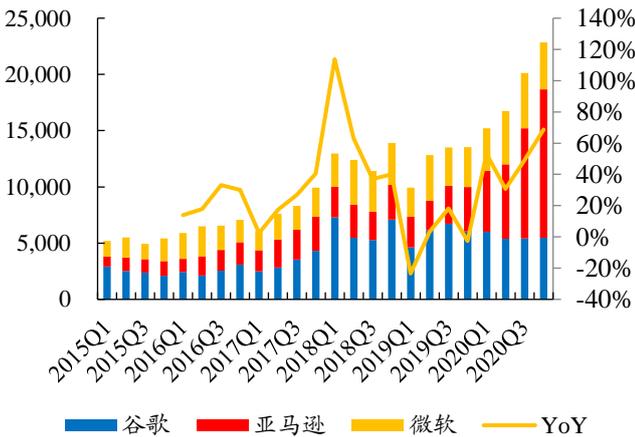
3、核心网络建设迎来拐点，公司产品结构有望再优化

3.1、展望 2021H2: PCIe 5.0 标准服务器与 400G 交换机迭代，PCB 配套再升级

海外龙头云计算厂商资本开支回归至高位。2020Q4 海外云计算龙头厂商谷歌、亚马逊、微软合计单季度资本开支达到 228.5 亿美元，同比增长 68.8%，环比增长 13.6%，根据 IDC 统计，2020Q3 全球服务器出货量 307 万台，YoY+0%。

图13: 云计算厂商资本开支增速回到高位 (单位: 百万美元)

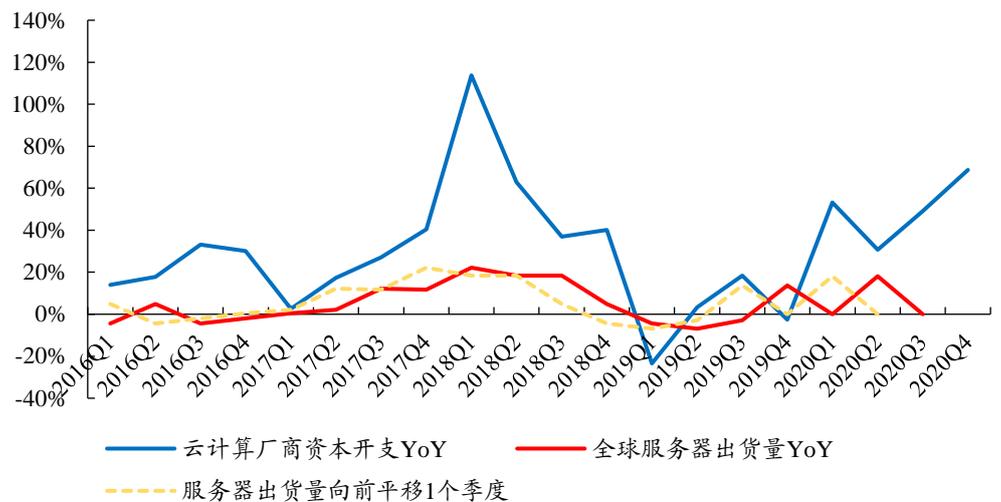
图14: 2020Q3 全球服务器出货量 YoY+0%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: IDC、开源证券研究所

云计算龙头厂商资本开支力度加大预示着云基建投资步伐加快，服务器设备采购量有望上行进而拉动服务器 PCB 出货。从历史云计算厂商资本开支增速及全球服务器出货量节奏看，全球服务器出货量增速变化滞后于厂商资本开支 1 个季度，2020Q4 云计算厂商资本开支恢复正增长，有望带动全球服务器出货量重回正增长。根据 Digitimes Research，2021 年全球服务器出货量有望实现 6% 的年增长率。

图15: 服务器出货量滞后于云计算厂商资本开支1个季度


数据来源: 公司公告、IDC、开源证券研究所

英特尔与 AMD 将陆续推出新一代服务器 CPU 支持 PCIe 5.0 标准, 相应的服务器 PCB 层数及覆铜板材料层级有望升级。预计 2021 年上半年英特尔将推出新一代服务器 CPU 芯片 Sapphire Rapids, 支持 Eagle 系列平台, 2022 年 AMD 将推出采用 Zen 4 架构的霄龙“热那亚”(Genoa)对应 PCIe 5.0 总线标准, 信号速率达到 32Gbps, PCB 产品层级将达到 18 层以上。此外, 由于高速传输过程中要保证信号损失限制在一定的范围内, 覆铜板层级采用 Ultra-low loss, 进一步提升了 PCB 产品的附加值。展望未来, 云计算等应用带来的数据流量增长是长期趋势, 倒逼服务器单通道传输速率增加, PCB 产品层数增加是长期趋势。

表4: 预计 2021-2022 年英特尔与 AMD 将推出新服务器平台架构

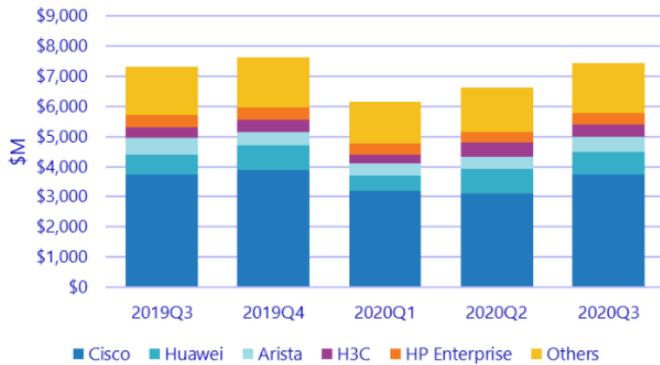
时间	2017-2018	2019-2020	2021-2022E
总线标准	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0
信号速率	8 Gbps	16 Gbps	32 Gbps
PCB 层数	12 层	14-16 层	18 层+
覆铜板层级	Mid-loss	Low-loss	Ultra-low loss
英特尔平台	Purley	Whitley	Eagle
服务器 CPU	Sky Lake	Cooper Lake	Sapphire Rapids
	Cascade Lake	Ice Lake	Granite Rapids
AMD 架构	Zen	Zen2;Zen3	Zen4
服务器 CPU 型号	Naples	Rome;Milan	Genoa

资料来源: 覆铜板资讯、Intel 官网、AMD 官网、开源证券研究所

数据中心交换矩阵速度迁移至 400Gbps, 推动 400G 交换机加快换代。根据第三方咨询机构 IDC 统计 2020 年全年交换机市场收入为 278 亿美元, YoY-3.5%, 其中思科在 25GbE/50GbE/100GbE 细分市场中份额达到 38.7%, 占据领先地位。数据中心 100G 端口已无法满足客户需求, 以骨干网络中的路由器与交换机等设备为例, 现阶段的主流规格单一接口 (Port) 所能支持的速度为 100Gbps, 由于 5G 所带动的数据量将倍数成长, 进而将推进其向 400Gbps 普及的速度。前期由于 400G 方案成本过高, 导致方案无法普及, 而思科、新华三陆续推出 400G 数据中心交换机方案将推动部署成本下降。新华三集团总经理预计 2021 年将会看到国内大部分的互联网公司逐步将数

据中心的集群引入以 100G 接入、400G 上行的状态，推动 400G 交换机普及。

图16: 2020Q4 思科占全球交换机市场份额 38.7%



资料来源: IDC

图17: 思科推出 400G 数据中心交换机解决方案

Cisco Nexus 9332D-GX2B

- 1 RU switch
- 12.8 Tbps of bandwidth
- Ideal for 400G leaf or spine



Cisco Nexus 9500 X9716-GX

- 16-port 400G line card for Nexus 9500 Series Switches
- 12.8 Tbps of bandwidth
- MACsec/CloudSec at 400G speeds



资料来源: 思科

3.2、公司进入海外龙头供应体系，充分受益行业升级机遇

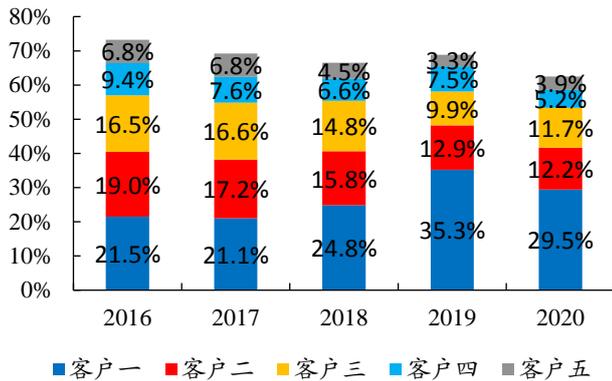
公司在通信市场及数据中心领域积累深厚，坚持技术领先战略。2020 年年报中，公司披露在通信低损耗线路板(112Gbps)关键技术上开发信号完整性的性能提升研究、高密集集成技术与开发，批量加工高速材料的能力已达到 M8 等级(前期基站的高层次产品批量采用 M6 等级材料)。800G 交换机产品已经具备样品加工能力，而同行竞争对手仍在 400G 交换机产品的开发过程中。

表5: 公司领先技术开发新一代高速通信及服务器、交换机产品

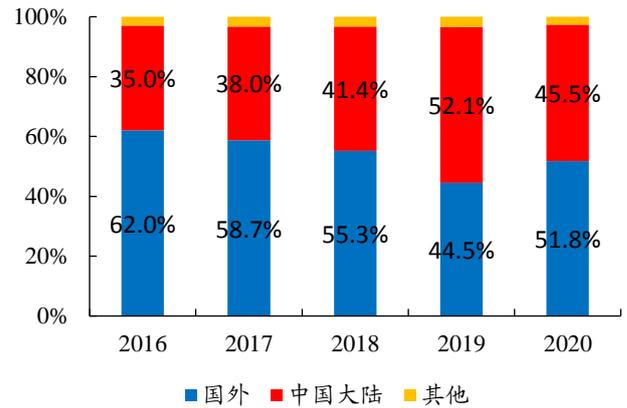
应用领域	开发项目
高速通信低损耗线路板(112Gbps)关键技术	下一代高速材料的测试评估及开发
	信号完整性的性能提升研究(高精度阻抗工艺、低粗糙度高速氧化工艺、高精度背钻、高精度层间对准度等工艺)
	高密集集成技术的研究及开发(高纵横比通孔加工工艺、高纵横比 Skip Via 加工工艺、N+N&N+M+N 结构等)
	M8 材料、低粗糙度高速氧化工艺、N+N 高密集集成技术公司已具备批量加工能力
服务器产品	新一代服务器平台、PCIe5.0 等产品工艺
交换机产品	800G 交换机产品已具备样品加工技术能力

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

海外头部客户收入稳固，外销比例上升。2020 年公司前五大客户占比由 2019 年的 68.8%下降至 2020 年的 62.5%，除第一大客户因自身方案及贸易摩擦影响，导致采购额下降。分地区而言，由于外销客户对互联网设备、云端设备和人工智能设备的产品需求强劲，带动公司 PCB 业务外销比例由 2019 年的 44.5%提升至 2020 年的 51.8%。

图18: 2020年公司前五大客户占比62.5%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图19: 2019-2020年公司外销比例提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

公司以数通类、汽车类 PCB 业务为主, 设立青淞厂、黄石厂、沪利微电三大厂区, 其中青淞厂与黄石一厂针对数通类产品。青淞厂以 16 层以上为主, 毛利率水平高, 黄石一厂以 16 层以下的数通类 PCB 为主, 毛利率相对较低, 但后续随着青淞厂的转单效应增强, 毛利率仍有提升空间。沪利微电以中高端汽车板、ADAS 产品为主, 随着下游汽车需求回暖, 产能稼动率提升; 黄石二厂针对传统汽车板, 单月产值仍有提升空间。核心假设如下:

- (1) 假设 2021-2023 年青淞厂营业收入增速分别为 5.0%/5.0%/5.0%, 毛利率为 34.0%/36.0%/36.0%;
- (2) 假设 2021-2023 年黄石厂营业收入增速分别为 43.5%/37.5%/10.0%, 毛利率为 27.0%/28.0%/29.0%;
- (3) 假设 2021-2023 年沪利微电营业收入增速分别为 8.2%/5.0%/5.0%, 毛利率为 26.5%/27.0%/27.5%。

表6: 公司分厂业务收入及毛利率

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	55.0	71.3	74.6	83.2	92.5	98.2
YoY	18.8%	29.7%	4.6%	11.5%	11.3%	6.2%
青淞厂:						
收入	32.1	46.8	46.8	49.2	51.6	54.2
YoY	14.4%	45.8%	0.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	23.2%	30.8%	32.5%	34.0%	36.0%	36.0%
黄石(一厂+二厂):						
收入	6.5	8.4	11.2	16.0	22.0	24.2
YoY	44.4%	30.1%	32.4%	43.5%	37.5%	10.0%

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	11.7%	24.1%	25.3%	27.0%	28.0%	29.0%
沪利微电:						
收入	16.4	16.1	16.6	18.0	18.9	19.8
YoY	19.3%	-1.9%	3.4%	8.2%	5.0%	5.0%
毛利率	25.0%	26.1%	26.2%	26.5%	27.0%	27.5%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

公司是国内技术领先的 PCB 厂商, 专注数通及汽车细分赛道, 核心竞争力技术能力带来的新品卡位优势, 在资本开支较为保守的情况下, 通过工厂核心环节的技改实现瓶颈环节的产能提升, 从而带动高难度工艺、高附加值 PCB 产品收入占比提升。公司的成长动力来自现有工厂的产出效率及盈利能力的改善。展望 2021H2, 核心网服务器向 PCIe5.0 标准升级、交换机面临 400G 迭代, 公司在细分市场中把握核心客户的头部订单, 有望受益。

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 83.2/92.5/98.2 亿元, YoY+11.5%/11.3%/6.2%, 归母净利润分别为 15.0/17.9/19.8 亿元, YoY+11.3%/19.5%/11.0%, EPS 为 0.87/1.04/1.15 元, 当前股价对应 2021-2023 年公司 PE 为 19.1/16.0/14.4 倍, PB 为 3.9/3.2/2.7 倍。选取 PCB 和覆铜板产业链相关公司深南电路 (002916.SZ)、胜宏科技 (300476.SZ)、生益科技 (600183.SH) 作为可比公司, 公司估值低于 A 股可比公司 2021-2023 年平均 PE 32.4/22.8/18.7 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表7: PCB 行业上市公司估值情况: 公司 PE 估值低于可比公司平均

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002916.SZ	深南电路	88.82	88.82	16.0%	21.6%	19.6%	30.4	25.0	20.9	17.6	17.6	2.92	3.55	4.25
300476.SZ	胜宏科技	23.68	23.68	12.1%	60.4%	39.7%	35.3	22.1	15.8	N/A	N/A	0.67	1.07	1.5
600183.SH	生益科技	23.00	23.00	14.8%	50.8%	8.3%	31.5	21.1	19.3	17.3	17.3	0.73	1.09	1.19
	A 股平均			14.3%	44.3%	22.5%	32.4	22.8	18.7	17.5				
002463.SZ	沪电股份	16.60	16.60	11.3%	11.3%	19.5%	21.3	19.1	16.0	14.4	17.3	0.78	0.87	1.04

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/3/30, 胜宏科技未更新 2023 年盈利预测)

5、风险提示

公司技改能力不及预期, 原有产品竞争加剧;

上游原材料覆铜板涨价侵蚀成本;

服务器受到芯片出货影响, 导致服务器 PCB 出货不及预期;

400G 交换机迭代推迟, 导致产品结构调整不及预期;

汽车 PCB 市场竞争加剧，导致公司盈利受损。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4752	4997	7686	7737	10035
现金	694	934	2016	2831	3832
应收票据及应收账款	1919	1743	2338	2203	2620
其他应收款	697	32	780	123	836
预付账款	10	13	13	16	15
存货	1394	1425	1688	1714	1882
其他流动资产	38	850	850	850	850
非流动资产	3484	4559	4640	4689	4512
长期投资	123	87	42	-6	-57
固定资产	2610	2628	2783	2894	2794
无形资产	109	105	80	68	54
其他非流动资产	642	1739	1735	1732	1721
资产总计	8236	9556	12325	12426	14546
流动负债	2663	2869	4487	3061	3504
短期借款	517	857	2146	920	940
应付票据及应付账款	1508	1359	1806	1653	2004
其他流动负债	637	653	535	489	559
非流动负债	440	404	405	406	404
长期借款	0	0	1	2	0
其他非流动负债	440	404	404	404	404
负债合计	3102	3273	4892	3468	3908
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1725	1724	1897	1897	1897
资本公积	331	405	232	232	232
留存收益	3171	4169	5195	6464	7878
归属母公司股东权益	5134	6283	7433	8958	10639
负债和股东权益	8236	9556	12325	12426	14546

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1064	1565	751	2696	1430
净利润	1206	1343	1495	1786	1983
折旧摊销	319	332	298	339	375
财务费用	-1	-3	37	9	-58
投资损失	-6	30	4	6	11
营运资金变动	-550	-166	-1076	563	-874
其他经营现金流	96	29	-7	-7	-7
投资活动现金流	-802	-1442	-376	-388	-202
资本支出	440	375	126	96	-125
长期投资	0	-120	45	53	52
其他投资现金流	-363	-1187	-205	-238	-276
筹资活动现金流	168	118	-537	-248	-226
短期借款	351	340	43	20	20
长期借款	-99	0	1	1	-2
普通股增加	6	-0	172	0	0
资本公积增加	71	74	-172	0	0
其他筹资现金流	-160	-296	-581	-269	-244
现金净增加额	433	231	-163	2060	1001

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7129	7460	8315	9251	9823
营业成本	5024	5195	5735	6267	6625
营业税金及附加	61	57	65	78	79
营业费用	206	228	249	278	295
管理费用	143	144	162	180	192
研发费用	316	357	399	444	472
财务费用	-1	-3	37	9	-58
资产减值损失	-87	-89	0	0	0
其他收益	66	87	0	0	0
公允价值变动收益	-1	8	7	7	7
投资净收益	6	-30	-4	-6	-11
资产处置收益	-1	-6	0	0	0
营业利润	1353	1457	1671	1996	2215
营业外收入	1	3	1	2	2
营业外支出	1	3	2	2	2
利润总额	1353	1457	1670	1996	2215
所得税	147	115	175	210	233
净利润	1206	1343	1495	1786	1983
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1206	1343	1495	1786	1983
EBITDA	1683	1814	2015	2355	2547
EPS(元)	0.70	0.78	0.87	1.04	1.15

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	29.7	4.7	11.5	11.3	6.2
营业利润(%)	101.8	7.7	14.7	19.5	11.0
归属于母公司净利润(%)	111.4	11.3	11.3	19.5	11.0
获利能力					
毛利率(%)	29.5	30.4	31.0	32.3	32.6
净利率(%)	16.9	18.0	18.0	19.3	20.2
ROE(%)	23.5	21.4	20.1	19.9	18.6
ROIC(%)	19.6	17.6	15.4	17.6	16.2
偿债能力					
资产负债率(%)	37.7	34.3	39.7	27.9	26.9
净负债比率(%)	7.0	8.3	7.1	-16.9	-23.5
流动比率	1.8	1.7	1.7	2.5	2.9
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.9	2.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.78	0.87	1.04	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.91	0.44	1.56	0.83
每股净资产(最新摊薄)	2.98	3.64	4.31	5.20	6.17
估值比率					
P/E	23.7	21.3	19.1	16.0	14.4
P/B	5.6	4.6	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	18.9	17.2	15.5	12.4	11.1

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的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	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	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