

下游需求旺盛，管理效能释放



核心观点

- **一季度营收高增长**：公司 2020 年取得营收 280.9 亿元，同比增长 19%；实现归母净利润 15.3 亿元，同比增长 118%，其中 20 Q4 单季归母净利润为 5.7 亿元，同比增长 415%。21Q1 取得营收 75.1 亿元，同比增长 46%，单季营收同比增速创 2019 年下半年以来新高；21Q1 归母净利润 2.5 亿元，同比增长 18%。21 Q1 毛利率同比下降 1.24pct 至 14.37%，环比下降 0.1pct。21 Q1 研发费用 2.30 亿，同比增长 91%，公司在新能源、下一代显示技术和新兴消费电子产品等领域加大研发投入，进一步提升产品竞争力。
- **“软板+硬板”驱动成长**：电子电路业务是公司第一大业务，2020 年收入增长 28%，占比达 67%，其中软板业务更是公司主要的业务支柱。据 Prismark 2021 年报告统计公司是全球前三的 FPC 生产企业、全球前四的 PCB 生产企业。作为内资供货 A 客户的软板企业，公司相比日韩供应商更具成本等优势，份额有望继续提升。此外公司软板产品已覆盖可穿戴、车载等新兴应用领域，进一步打开增量空间。在硬板业务方面，PCB 板在 5G 通信建设周期需求旺盛，叠加 5G 时代消费电子轻薄化的趋势将会驱动高端 HDI 主板需求量增长，有望带动业绩及盈利能力的改善。
- **管理效能或释放**：公司强化职业化管理，明确了三大业务板块（电子电路、光电显示、精密制造）和五大事业部（MFLEX+MULTTEK、LED 显示器件+触控面板及液晶显示模组、精密制造）的发展方向，业务脉络逐渐清晰，并对各事业部充分放权。后续随着管理层改革的持续推进，公司有望持续提升内部管理效率以及外部响应能力。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.11/1.42/1.71 元，根据可比公司 21 年 23 倍 PE 估值，对应目标价为 25.61 元，维持买入评级。

风险提示

- 疫情影响，需求不及预期；PCB 板毛利率波动。

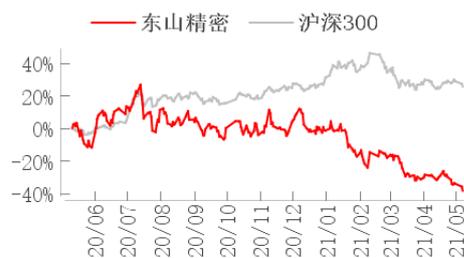
公司主要财务信息	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,553	28,093	32,414	35,337	38,494
同比增长(%)	19%	19%	15%	9%	9%
营业利润(百万元)	764	1,798	2,208	2,815	3,384
同比增长(%)	-14%	136%	23%	28%	20%
归属母公司净利润(百万元)	703	1,530	1,904	2,427	2,916
同比增长(%)	-13%	118%	24%	27%	20%
每股收益(元)	0.41	0.89	1.11	1.42	1.71
毛利率(%)	16.3%	16.3%	16.8%	17.5%	18.2%
净利率(%)	3.0%	5.4%	5.9%	6.9%	7.6%
净资产收益率(%)	8.2%	14.1%	13.4%	14.7%	15.3%
市盈率	40	18	15	11	10
市净率	3.2	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年05月07日)	16.29元
目标价格	25.61元
52周最高价/最低价	33.41/16.27元
总股本/流通A股(万股)	170,987/139,028
A股市值(百万元)	27,854
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年05月09日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.6	-13.49	-18.71	-38.03
相对表现	-6.2	-12.12	-16.29	-56.11
沪深300	-0.4	-1.37	-2.42	18.08



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 副剑
021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005
香港证监会牌照：BPT856

证券分析师 马天翼
021-63325888*6115
matianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518090001

联系人 唐权喜
021-63325888*6086
tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人 李庭旭
litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

备货旺季到来，Q4 业绩增长可期 2020-10-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

我们预测公司 21-23 年归每股收益分别为 1.11/1.42/1.71 元，根据可比公司 21 年 23 倍 PE 估值，对应目标价为 25.61 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/5/7	每股收益(元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
景旺电子	603228	26.42	1.08	1.39	1.67	1.92	24.48	18.95	15.79	13.75
深南电路	002916	77.88	2.92	3.43	4.14	4.88	26.65	22.67	18.79	15.97
沪电股份	002463	14.28	0.78	0.88	1.05	1.20	18.34	16.29	13.56	11.91
立讯精密	002475	34.70	1.03	1.32	1.76	2.28	33.79	26.24	19.75	15.20
歌尔股份	002241	34.35	0.83	1.21	1.62	2.09	41.21	28.38	21.19	16.42
鸿远电子	603267	113.28	2.10	3.44	4.80	6.59	53.95	32.96	23.62	17.20
鹏鼎控股	002938	29.45	1.23	1.61	1.87	2.05	23.96	18.31	15.79	14.39
	最大值						53.95	32.96	23.62	17.20
	最小值						18.34	16.29	13.56	11.91
	平均数						31.77	23.40	18.36	14.98
	调整后平均						30.02	22.91	18.26	15.14

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

疫情影响，需求不及预期；PCB 板毛利率波动

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,078	5,154	6,495	7,724	10,537	营业收入	23,553	28,093	32,414	35,337	38,494
应收票据及应收账款	6,104	7,912	9,135	9,432	11,694	营业成本	19,708	23,525	26,960	29,136	31,501
预付账款	158	195	225	246	268	营业税金及附加	81	87	101	110	120
存货	4,556	5,977	6,850	7,403	8,004	营业费用	433	485	559	601	654
其他	1,600	2,619	2,271	2,432	459	管理费用及研发费用	1,490	1,597	1,815	1,944	2,079
流动资产合计	16,496	21,858	24,976	27,238	30,962	财务费用	695	630	731	730	710
长期股权投资	86	101	101	101	101	资产减值损失	642	227	140	100	140
固定资产	10,330	11,225	11,531	12,136	12,518	公允价值变动收益	(3)	13	0	0	0
在建工程	1,142	562	1,481	2,047	1,825	投资净收益	12	19	0	0	0
无形资产	378	355	323	291	259	其他	251	224	100	98	94
其他	3,238	3,402	3,159	3,093	3,134	营业利润	764	1,798	2,208	2,815	3,384
非流动资产合计	15,175	15,645	16,594	17,669	17,837	营业外收入	3	13	9	9	9
资产总计	31,670	37,503	41,570	44,907	48,799	营业外支出	5	25	4	4	4
短期借款	8,831	8,579	8,949	8,949	8,949	利润总额	762	1,786	2,213	2,820	3,389
应付票据及应付账款	7,970	9,211	10,556	11,408	12,334	所得税	56	249	309	393	473
其他	1,579	1,589	1,573	1,625	1,686	净利润	706	1,537	1,904	2,427	2,916
流动负债合计	18,380	19,379	21,078	21,982	22,969	少数股东损益	3	7	0	0	0
长期借款	2,772	2,765	2,765	2,765	2,765	归属于母公司净利润	703	1,530	1,904	2,427	2,916
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.41	0.89	1.11	1.42	1.71
其他	1,821	2,184	2,282	2,390	2,509						
非流动负债合计	4,593	4,949	5,047	5,155	5,274	主要财务比率					
负债合计	22,973	24,328	26,125	27,137	28,243		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	51	106	106	106	106	成长能力					
股本	1,607	1,710	1,710	1,710	1,710	营业收入	19%	19%	15%	9%	9%
资本公积	5,357	8,137	8,137	8,137	8,137	营业利润	-14%	136%	23%	28%	20%
留存收益	2,224	3,674	5,492	7,817	10,603	归属于母公司净利润	-13%	118%	24%	27%	20%
其他	(541)	(452)	0	(0)	0	获利能力					
股东权益合计	8,697	13,175	15,445	17,770	20,556	毛利率	16.3%	16.3%	16.8%	17.5%	18.2%
负债和股东权益总计	31,670	37,503	41,570	44,907	48,799	净利率	3.0%	5.4%	5.9%	6.9%	7.6%
						ROE	8.2%	14.1%	13.4%	14.7%	15.3%
						ROIC	6.3%	8.9%	9.4%	10.4%	11.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	73%	65%	63%	60%	58%
净利润	706	1,537	1,904	2,427	2,916	净负债率	99%	54%	40%	30%	15%
折旧摊销	1,172	1,390	863	932	910	流动比率	0.90	1.13	1.18	1.24	1.35
财务费用	695	630	731	732	716	速动比率	0.64	0.81	0.85	0.89	0.99
投资损失	(12)	(19)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	728	(1,616)	(441)	(507)	(539)	应收账款周转率	4.0	4.5	4.2	4.1	4.1
其它	(637)	1,010	667	47	52	存货周转率	4.5	4.3	4.1	4.0	4.0
经营活动现金流	2,651	2,932	3,725	3,631	4,055	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
资本支出	(1,359)	(1,502)	(1,906)	(1,931)	(995)	每股指标(元)					
长期投资	437	23	0	0	0	每股收益	0.41	0.89	1.11	1.42	1.71
其他	717	(1,618)	0	0	0	每股经营现金流	1.65	1.71	2.18	2.12	2.37
投资活动现金流	(206)	(3,098)	(1,906)	(1,931)	(995)	每股净资产	5.06	7.64	8.97	10.33	11.96
债权融资	577	(276)	0	0	0	估值比率					
股权融资	25	2,883	0	0	0	市盈率	40	18	15	11	10
其他	(2,304)	(1,503)	(447)	(834)	(847)	市净率	3.2	2.1	1.8	1.6	1.4
筹资活动现金流	(1,702)	1,104	(447)	(834)	(847)	EV/EBITDA	13	9	9	8	7
汇率变动影响	(43)	(12)	-0	-0	-0	EV/EBIT	24	14	12	10	8
现金净增加额	701	926	1,371	866	2,214						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn