

沪电股份 (002463.SZ) 昆山限电影响毛利率，等待原材料成本改善

2021年10月28日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

刘翔 (分析师)

林承瑜 (分析师)

liuxiang2@kysec.cn

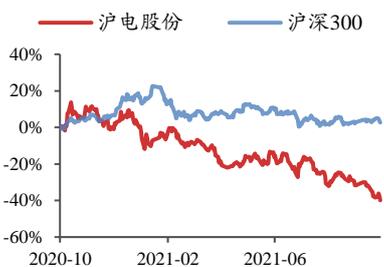
linchengyu@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790521090001

日期	2021/10/28
当前股价(元)	9.86
一年最高最低(元)	21.06/9.86
总市值(亿元)	187.01
流通市值(亿元)	186.91
总股本(亿股)	18.97
流通股本(亿股)	18.96
近3个月换手率(%)	73.99

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-破晓时分: 核心网络设备与汽车 PCB 正在起量》
-2021.8.27

《公司信息更新报告-一季度产品结构调整, 看好核心网络设备迭代红利》
-2021.4.26

《公司首次覆盖报告-盈利能力维持高位, 待核心网络设备 PCB 发力》
-2021.3.31

● 2021Q3 限电因素拖累利润下滑, 营收相对稳健, 维持“买入”评级

公司公告 2021 年三季报, 实现营业收入为 54.1 亿元, YoY-2.6%, 归母净利润 7.9 亿元, YoY-17.7%, 2021Q3 单季度营业收入 18.7 亿元, QoQ+3.9%/YoY-7.6%, 归母净利润 3.1 亿元, QoQ+17.3%/YoY-17.7%。由于全年公司盈利受到原材料及限电影响的扰动, 我们下调此前盈利预测, 预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 75.4/80.6/92.1 (原值 83.2/92.5/98.2) 亿元, 归母净利润分别为 11.2/14.3/17.8 (原值 15.0/17.9/19.8) 亿元, YoY-16.3%/27.4%/24.2%, EPS 为 0.59/0.75/0.94 元, 当前股价对应 2021-2023 年公司 PE 为 19.2/15.1/12.1 倍, 考虑到核心网络进入迭代期, 汽车板需求旺盛, 公司有望迎来拐点, 维持“买入”评级。

● 2021Q2 营业收入体现韧性, 盈利受到原材料上涨及限电因素影响

收入端, 2021Q2 通信基站订单减弱, 而核心网络类的产品逐步迭代, 营收同比近乎持平, 体现产品结构组合带来的韧性。盈利端, 公司 2021Q3 单季度扣非净利润为 2.6 亿元, YoY-26.7%, 毛利率实现 26.6%, YoY-3.1pct/QoQ-5.6pct, 毛利率环比下降主要由原材料及限电因素导致, 覆铜板于 2021Q2 大幅上涨, 影响公司成本, 随着向下游客户传导成本压力, 有望实现改善; 同时公司于 9 月底受到江苏省限电影响, 与 2021Q4 作业时间进行临时调整, 现已基本恢复正常。

● 通信类应用需求回暖, 布局高端产品获取中长期技术溢价

公司逐步摆脱 5G 基站订单的波动, 转向数据中心类型基础设施设备应用领域, 同时我们已从下游服务器厂商招标采购中验证 PCIe 4.0 平台迭代逻辑, 新产品层数相较于 PCIe 3.0 增加, 且采用的高速材料产品升级, 带动产品定价中枢上移; 交换机将从现有的 100G 更换至 400G, 我们预计服务器、交换机等产品将在需求的强劲推动下放量。PCB 产品伴随电子需求升级而走向高端化, 公司在高多层 PCB 拥有技术优势, 有望通过竞争领先的战略实现中长期产品溢价。

● **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	7,535	8,062	9,205
YOY(%)	29.7	4.7	1.0	7.0	14.2
归母净利润(百万元)	1,206	1,343	1,123	1,431	1,778
YOY(%)	111.4	11.3	-16.3	27.4	24.2
毛利率(%)	29.5	30.4	27.4	30.3	31.7
净利率(%)	16.9	18.0	14.9	17.8	19.3
ROE(%)	23.5	21.4	15.9	17.4	18.3
EPS(摊薄/元)	0.64	0.71	0.59	0.75	0.94
P/E(倍)	17.9	16.1	19.2	15.1	12.1
P/B(倍)	4.2	3.4	3.1	2.6	2.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

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	6890	7296	9361
现金	694	934	1827	2841	3255
应收票据及应收账款	1919	1743	1956	2002	2517
其他应收款	697	32	704	83	815
预付账款	10	13	11	15	14
存货	1394	1425	1543	1505	1910
其他流动资产	38	850	850	850	850
非流动资产	3484	4559	4255	4158	4283
长期投资	123	87	42	-6	-57
固定资产	2610	2628	2423	2395	2574
无形资产	109	105	80	68	54
其他非流动资产	642	1739	1710	1702	1711
资产总计	8236	9556	11145	11454	13644
流动负债	2663	2869	3683	2823	3535
短期借款	517	857	1507	920	940
应付票据及应付账款	1508	1359	1659	1440	2032
其他流动负债	637	653	517	462	563
非流动负债	440	404	400	399	401
长期借款	0	0	-4	-4	-3
其他非流动负债	440	404	404	404	404
负债合计	3102	3273	4083	3222	3936
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	4940	5957	7225
归属母公司股东权益	5134	6283	7061	8232	9708
负债和股东权益	8236	9556	11145	11454	13644

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1064	1565	785	2050	1104
净利润	1206	1343	1123	1431	1778
折旧摊销	319	332	279	291	330
财务费用	-1	-3	21	-7	-49
投资损失	-6	30	4	6	11
营运资金变动	-550	-166	-635	334	-959
其他经营现金流	96	29	-7	-7	-7
投资活动现金流	-802	-1442	28	-195	-458
资本支出	440	375	-259	-49	176
长期投资	0	-120	45	53	52
其他投资现金流	-363	-1187	-186	-190	-230
筹资活动现金流	168	118	-527	-235	-231
短期借款	351	340	43	20	20
长期借款	-99	0	-4	-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	-566	-254	-253
现金净增加额	433	231	286	1621	415

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7129	7460	7535	8062	9205
营业成本	5024	5195	5468	5615	6291
营业税金及附加	61	57	59	68	74
营业费用	206	228	226	242	276
管理费用	143	144	147	157	179
研发费用	316	357	362	387	442
财务费用	-1	-3	21	-7	-49
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	1255	1600	1987
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	1255	1599	1987
所得税	147	115	132	168	209
净利润	1206	1343	1123	1431	1778
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1206	1343	1123	1431	1778
EBITDA	1683	1814	1564	1894	2281
EPS(元)	0.64	0.71	0.59	0.75	0.94

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	29.7	4.7	1.0	7.0	14.2
营业利润(%)	101.8	7.7	-13.8	27.4	24.2
归属于母公司净利润(%)	111.4	11.3	-16.3	27.4	24.2
获利能力					
毛利率(%)	29.5	30.4	27.4	30.3	31.7
净利率(%)	16.9	18.0	14.9	17.8	19.3
ROE(%)	23.5	21.4	15.9	17.4	18.3
ROIC(%)	19.6	17.6	12.8	15.0	15.8
偿债能力					
资产负债率(%)	37.7	34.3	36.6	28.1	28.8
净负债比率(%)	7.0	8.3	1.0	-18.6	-19.8
流动比率	1.8	1.7	1.9	2.6	2.6
速动比率	1.2	1.2	1.4	2.0	2.1
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.8	0.7	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)	0.64	0.71	0.59	0.75	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.83	0.41	1.08	0.58
每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.31	3.72	4.34	5.12
估值比率					
P/E	17.9	16.1	19.2	15.1	12.1
P/B	4.2	3.4	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	13.0	11.8	13.4	10.2	8.3

数据来源：聚源、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