

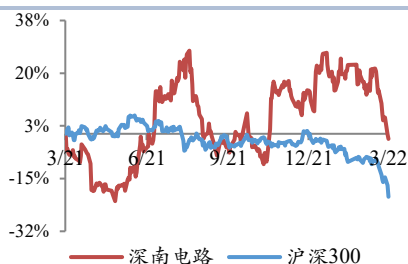
业绩符合预期，IC 载板业务布局长远

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-03-15

收盘价（元）	94.60
近 12 个月最高/最低（元）	22.76/74.74
总股本（百万股）	513
流通股本（百万股）	486
流通股比例（%）	94.72
总市值（亿元）	485
流通市值（亿元）	460

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

邮箱：huy@hazq.com

联系人：赵恒祯

执业证书号：S0010121080026

邮箱：zhaohz@hazq.com

相关报告

1. 黄金赛道维持增长，封装基板打造成长新核心 2022-02-17
2. 年报符合预期，加强汽车服务器封装基板布局 2021-03-14
3. 三季度报符合预期，下游需求放缓 2020-10-28

主要观点：

● 事件

①公司 2021 年实现收入 139.43 亿元，同比增加 20.19%；实现归母净利润 14.81 亿元，同比增加 3.53%；扣非后归母净利润为 12.72 亿元，同比减少 1.73%。②公司 2021 年 Q4 实现收入 41.87 亿元，同比增加 59.93%；实现归母净利润 4.54 亿元，同比增加 36.75%；扣非后归母净利润为 3.43 亿元，同比增加 17.87%。

● 公司业绩符合市场预期

2021 年公司整体呈现增收不增利，上半年弱、下半年强的整体特点，其主要原因为：疫情对于供给侧的影响仍然存在，产业链供应链循环不畅，大宗商品、原材料、芯片及各类电子元器件的供应短缺与涨价现象，对公司形成一定成本压力，致使全年毛利率水平同比下降 2.76pct。上半年由于 5G 基站建设进度放缓，PCB 业务出现一定下滑；下半年公司积极推进下游市场多元化成效展现，数据中心和汽车业务持续发力。此外，封装基板业务全年表现亮眼，公司将持续加码布局。Q4 单季度营收环比增长，因 PCB 等业务产品结构环比差于三季度，毛利率环比有所下降。

● 从“3-In-One”业务布局来看：

①PCB 业务：收入 87.37 亿元，同比增长 5.13%，占公司营业总收入的 62.66%，毛利率 25.82%，同比下降 3.14pcts。从下游看，通信市场需求有所调整，但数据中心、汽车电子等市场有较大突破。公司 PCB 业务数据中心领域订单同比增长 45%，新一代服务器平台的切换升级有序推进，相关产品价值量更高、需求占比稳步提升；南通二期产能爬坡顺利，为数据中心业务的后续发展提供产能空间。公司汽车电子客户开发进展显著，订单同比增长 150%；公司汽车电子专业工厂（南通三期项目）建设推进顺利，已于 2021 年 Q4 连线投产。

②IC 载板业务：收入 24.15 亿元，同比增长 56.35%，占公司营业总收入的 17.32%；毛利率 29.09%，同比上升 1.04%。报告期内，全球半导体景气度持续处于高位，公司封装基板业务获得高速增长；值得关注的是，由于载板业务原材料成本占比较小，规模效应带来的边际成本不断改善，使得公司下半年载板业务在营收环比增长 20%的基础上，毛利率水平同时提升 2.17pcts。公司存储类封装基板在技术能力、客户开发及产能释放方面均取得显著突破，存储类产品全年订单同比增长 140%，无锡基板工厂顺利爬坡，已进入稳定的大批量生产阶段。

③PCBA 业务：收入 19.40 亿元，同比增长 67.22%，占公司营业总收入的 13.91%，毛利率 12.56%，同比下降 2.05pcts。PCBA 业务在供应链中采购涉及范围较广，因芯片等电子元器件的全球供应短缺及新冠疫情下国际物流受阻，供应链在成本与交付时效方面受到一定影响，利润承压较为明显。公司将通过签订远期采购合同、加强现货采购等措施提升供应链管理能力和保障未来市场的稳定供应。

● 投资建议

我们认为，业内顶尖的技术实力是公司立身之本，强大的自我调节能力是公司近四十年持续增长的保证。公司作为同时深耕数据中心、汽车 PCB 及 IC 载板黄金赛道的 PCB 公司，其载板业务也已展现出良好的盈利能力，稀缺性明显。公司全年研发人员增长 21%，以上赛道技术领先优

势未来有望进一步扩大。我们建议投资者关注载板扩产及汽车服务器业务占比提升带来的投资机会，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 18.27、22.22、26.16 亿元，对应市盈率为 25.33、20.82、17.69 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

上游原材料价格持续走高、下游需求不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13943	15957	18784	22131
收入同比 (%)	20.2%	14.4%	17.7%	17.8%
归属母公司净利润	1481	1827	2222	2616
净利润同比 (%)	3.5%	23.4%	21.6%	17.7%
毛利率 (%)	23.7%	24.1%	24.0%	24.1%
ROE (%)	17.4%	17.7%	17.7%	17.2%
每股收益 (元)	3.02	3.73	4.54	5.35
P/E	40.34	25.33	20.82	17.69
P/B	7.00	4.47	3.68	3.05
EV/EBITDA	23.70	15.94	13.00	10.90

资料来源：Wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位：百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
流动资产	7270	9588	12194	15545					
现金	620	2257	3533	5368					
应收账款	2732	3033	3566	4225					
其他应收款	37	40	48	57					
预付账款	16	13	16	20					
存货	2527	2876	3438	4018					
其他流动资产	1340	1368	1592	1857					
非流动资产	9522	10403	11173	11745					
长期投资	4	4	4	3					
固定资产	7789	8857	9807	10555					
无形资产	407	461	520	581					
其他非流动资产	1322	1083	843	606					
资产总计	16792	19991	23367	27290					
流动负债	5948	6718	7771	9027					
短期借款	350	250	300	350					
应付账款	1881	2195	2556	3013					
其他流动负债	3717	4274	4915	5664					
非流动负债	2325	2925	3025	3075					
长期借款	1368	1968	2068	2118					
其他非流动负债	957	957	957	957					
负债合计	8272	9643	10796	12102					
少数股东权益	3	4	5	6					
股本	489	489	489	489					
资本公积	3675	3675	3675	3675					
留存收益	4353	6180	8402	11018					
归属母公司股东权	8517	10344	12566	15183					
负债和股东权益	16792	19991	23367	27290					

现金流量表					单位：百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	2342	3192	3281	3848					
净利润	1481	1827	2222	2616					
折旧摊销	863	1049	1245	1395					
财务费用	105	114	133	140					
投资损失	-10	-8	-11	-13					
营运资金变动	-275	192	-328	-310					
其他经营现金流	1933	1654	2569	2945					
投资活动现金流	-2481	-1940	-2022	-1972					
资本支出	-2653	-1949	-2033	-1986					
长期投资	-3	1	1	1					
其他投资现金流	176	8	11	13					
筹资活动现金流	261	386	17	-40					
短期借款	118	-100	50	50					
长期借款	308	600	100	50					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	15	0	0	0					
其他筹资现金流	-181	-114	-133	-140					
现金净增加额	115	1638	1275	1835					

利润表					单位：百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	13943	15957	18784	22131					
营业成本	10637	12116	14268	16796					
营业税金及附加	86	94	112	132					
销售费用	233	319	338	443					
管理费用	543	658	751	890					
财务费用	107	106	115	110					
资产减值损失	-146	2	2	2					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	10	8	11	13					
营业利润	1617	2035	2463	2893					
营业外收入	4	5	5	5					
营业外支出	11	18	17	16					
利润总额	1609	2023	2451	2882					
所得税	128	195	228	265					
净利润	1481	1828	2223	2617					
少数股东损益	0	1	1	1					
归属母公司净利润	1481	1827	2222	2616					
EBITDA	2586	2939	3517	4037					
EPS（元）	3.02	3.73	4.54	5.35					

主要财务比率					单位：百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
成长能力									
营业收入	20.2%	14.4%	17.7%	17.8%					
营业利润	-0.5%	25.9%	21.0%	17.5%					
归属于母公司净利	3.5%	23.4%	21.6%	17.7%					
获利能力									
毛利率（%）	23.7%	24.1%	24.0%	24.1%					
净利率（%）	10.6%	11.4%	11.8%	11.8%					
ROE（%）	17.4%	17.7%	17.7%	17.2%					
ROIC（%）	14.6%	13.0%	13.3%	13.1%					
偿债能力									
资产负债率（%）	49.3%	48.2%	46.2%	44.3%					
净负债比率（%）	97.1%	93.2%	85.9%	79.7%					
流动比率	1.22	1.43	1.57	1.72					
速动比率	0.79	1.00	1.12	1.27					
营运能力									
总资产周转率	0.83	0.80	0.80	0.81					
应收账款周转率	5.10	5.26	5.27	5.24					
应付账款周转率	5.66	5.52	5.58	5.57					
每股指标（元）									
每股收益	3.02	3.73	4.54	5.35					
每股经营现金流	4.79	6.52	6.71	7.86					
每股净资产	17.41	21.14	25.69	31.04					
估值比率									
P/E	40.34	25.33	20.82	17.69					
P/B	7.00	4.47	3.68	3.05					
EV/EBITDA	23.70	15.94	13.00	10.90					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。