

业绩符合预期，封装基板业务高速增长

投资要点

- **业绩总结：**2021年，公司实现营业收入139.4亿元，同比增长20.2%；实现归母净利润14.8亿元，同比增长3.5%，业绩符合预期。
- **PCB 板块增长平稳，封装基板与电子装联业务实现高速增长。**2021：1) 从营收端来看，公司PCB板业务实现营收87.4亿元，同比增长5.1%，收入占比为62.7%；封装基板业务实现营收24.2亿元，同比增长56.4%，收入占比为17.3%，相较20年提升4pp；电子装联业务实现营收19.4亿元，同比增长67.2%，收入占比为13.9%，相较20年提升3.9pp。2) 从利润端来看，2021年公司扣非归母净利润为12.7亿元，同比下降1.7%；毛利率为13.7%，同比下降2.8pp；净利率为10.6%，同比下降1.7pp，利润短期承压。3) 从费用端来看，公司销售费用率为1.7%，同比增加0.2pp；管理费用率为3.9%，同比下降0.6pp；研发费用率为5.6%，同比上升0.1pp。
- **通信市场稳扎稳打，下游应用多点开花。**通信市场一直以来都是公司PCB及电子装联板块下游重点应用，报告期内虽然国内通信市场需求放缓，但公司仍凭借行业领先的技术实力与高效优质的服务能力，在客户端保持了稳定的份额，并赢得了客户的高度评价。此外，公司持续加大非通信领域市场的开发力度，并在数据中心、汽车电子等市场取得了较大突破。报告期内，公司PCB业务数据中心领域订单同比增长45%，汽车电子领域订单同比增长150%，已成为公司营收新的增长点。
- **封装基板业务高速增长，持续战略布局新产能。**受益于全球半导体高景气度，公司报告期内封装基板业务实现高速增长，产品结构也得到进一步优化，其中存储类基板在技术能力、客户开发及产能释放方面均取得显著突破，全年订单同比增长140%。公司持续加码封装基板产能，在广州拟投资60亿元建设封装基板工厂，主要面向FC-BGA、RF及FC-CSP等封装基板；无锡高阶倒装芯片用IC载板产品制造项目拟投资20.2亿元，预计2022Q4可连线投产。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年，公司EPS分别为3.58/4.44/5.19元，对应PE分别为26/21/18倍。考虑到公司在国内PCB板的龙头地位，并持续加码高端封装基板产能，公司竞争力有望进一步提升，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动的风险；全球新冠疫情反复带来下游需求波动。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	13942.52	16158.14	18865.32	22570.49
增长率	20.19%	15.89%	16.75%	19.64%
归属母公司净利润（百万元）	1480.64	1838.53	2276.20	2662.80
增长率	3.53%	24.17%	23.81%	16.98%
每股收益EPS（元）	3.03	3.58	4.44	5.19
净资产收益率ROE	17.38%	18.29%	19.03%	18.79%
PE	31.26	26.39	21.32	18.22
PB	5.70	4.83	4.06	3.42

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王谋
 执业证号：S1250521050001
 电话：0755-23617478
 邮箱：wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.13
流通A股(亿股)	4.86
52周内股价区间(元)	75.57-122.76
总市值(亿元)	492.42
总资产(亿元)	167.92
每股净资产(元)	17.41

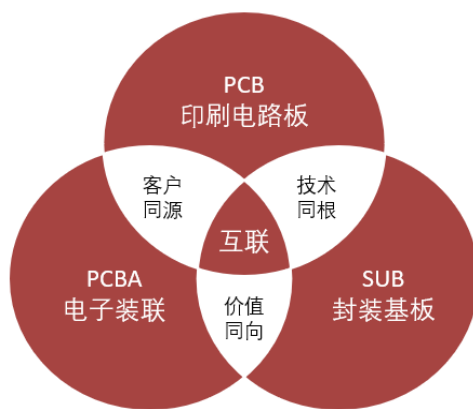
相关研究

1. 深南电路（002916）：短期业绩承压，PCB龙头积极运营反弹可期（2021-08-23）

1 印刷电路板龙头，持续深化布局“三位一体”

深南电路股份有限公司成立于 1984 年，注册资本 4.89 亿元，主要从事高中端印刷电路板的设计、研发和制造，产品应用以通信设备为核心，重点布局于数据中心（含服务器）、汽车电子等领域，并持续深耕工控、医疗等领域。公司一直致力于打造“世界级电子电路技术与解决方案的集成商”，其“3-In-One”的战略布局助力于深南电路的长期发展：即以互联为核心，在不断强化印制电路板业务领先地位的同时，大力发展与其“技术同根”的封装基板业务及“客户同源”的电子装联业务。目前，公司已与众多世界领先的通信设备制造商及医疗设备厂商保持着长期稳定的合作关系，立足于封装基板、电子装联制造等领域，成为行业的龙头企业。

图 1：公司独特的“3-In-One”商业模式



资料来源：公司公告，西南证券整理

公司三项业务聚焦核心领域，在细分领域持续突破。2021 年，全球经济逐步复苏，虽供应链上游仍存在供应短缺和涨价现象，但公司积极把握下游市场机会，加强供应链管理，实现了印制电路板和电子装联业务的稳步增长，以及封装基板业务的高速增长。

1) PCB 业务：数据中心市场持续提升，汽车电子客户导入顺利

公司印制电路板业务实现主营业务收入 87.37 亿元，同比增长 5.13%，占公司营业总收入 62.66%，毛利率为 25.28%。报告期内，国内通信市场总体需求总体放缓，在保持国内客户份额的同时，公司积极开拓海外市场，抵消了国内需求波动带来的部分影响；在数据中心和汽车电子市场的优秀表现下，公司的 PCB 业务实现了稳步增长。

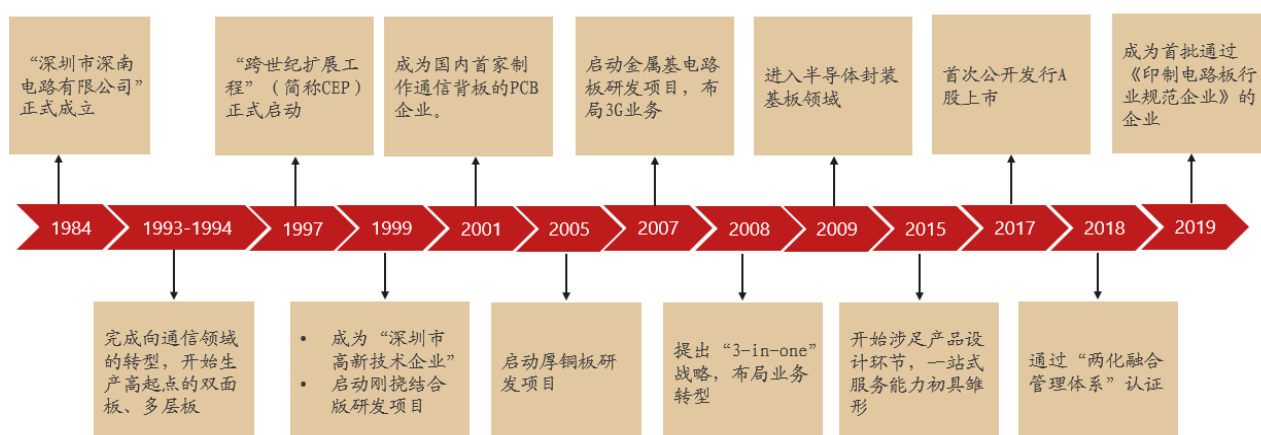
2) 封装基板业务：存储类及 FC-CSP 产品快速突破，战略布局新基地、新工厂

公司封装基板业务实现主营业务收入 24.15 亿元，同比增长 56.35%，占公司营业总收入 17.32%，毛利率为 29.09%。报告期内，全球半导体景气度持续处于高位，封装基板需求不断提升，公司模组类产品供应保持稳健，存储类产品取得显著突破，封装基板业务获得高速增长。

3) 电子装联业务：供应链管理能力进一步提升

公司电子装联业务实现营业收入 19.40 亿元，同比增长 67.22%，占公司营业总收入 13.91%，毛利率为 12.56%。尽管通信市场需求放缓，供应链生产与物流均受到抑制，公司在确保现有客户需求的同时，加大数据中心、汽车电子等领域的开发，同时不断提升供应链管理能力和业务的增长。

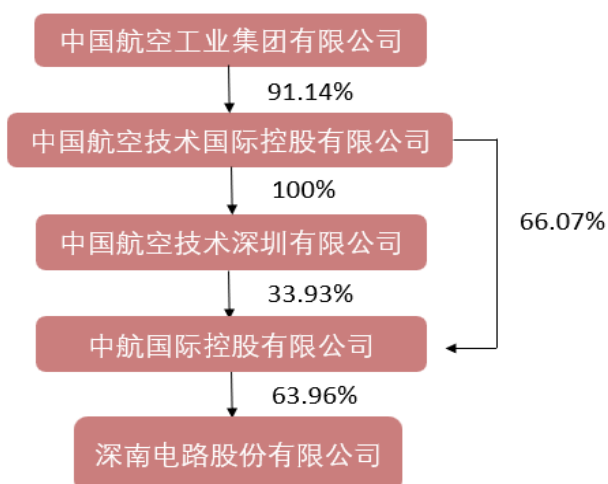
图 2：公司主要发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司股权结构较为集中，多次员工激励夯实长期发展基础。公司的实际控制人为中国航空工业集团有限公司，性质为中央国资管理机构，其直接或间接持有公司 58.29% 的股权。在前十大股东中，除了第一大股东中航国际控股有限公司持股 63.96% 和第二大股东香港中央结算有限公司(陆股通)持股 2.69% 以外，其余股东持股均在 1% 以下。公司股权较为集中，有利于公司长期稳定经营。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，西南证券整理（截至 2021 年年报）

公司的主营业务主要包括：印刷电路板，封装基板，电子装联和其他产品收入。

从营收结构来看，2021 年，公司印刷电路板产品完成收入 87.4 亿元，同比增长 5.1%，营业收入占比 64.2%，是公司营收的主要来源；封装基板实现收入 24.2 亿元，同比增长 56.4%，营业收入占比为 17.7%；电子装联完成收入 19.4 亿元，同比增长 67.2%，营业收入占比 14.2%；其他业务收入达 5.2 亿元，同比增长 42.5%，营业收入占比 3.8%。

从毛利结构来看，2021 年，公司主要业务中，印刷电路板业务毛利率为 25.3%，毛利占比为 68.8%；封装基板毛利率为 29.1%，毛利占比为 21.9%；电子装联毛利率为 7.6%，毛利占比为 12.6%。

图 4：公司 2021 年主营业务收入结构

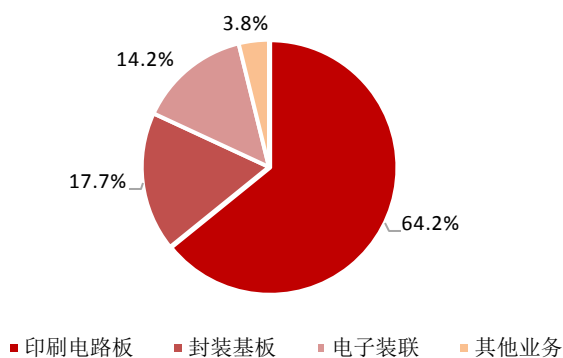
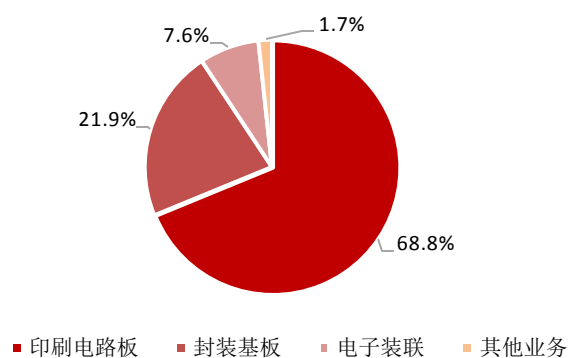


图 5：公司 2021 年主营业务毛利结构

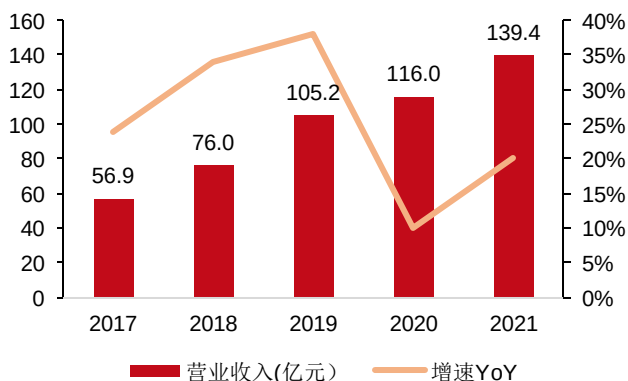


数据来源：同花顺 ifind，西南证券整理

数据来源：同花顺 ifind，西南证券整理

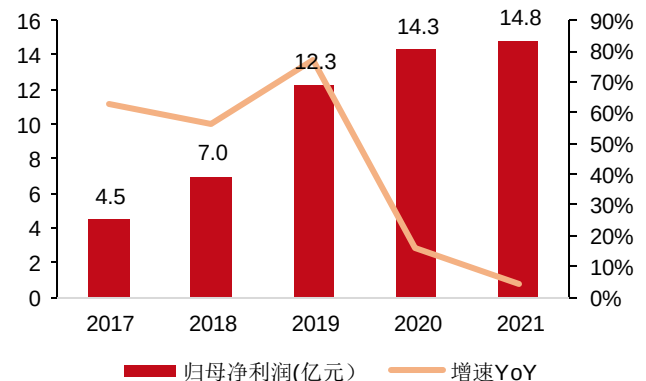
2017-2021 年，公司营业收入和净利润稳步增长。公司营业收入由 56.9 亿元增至 139.4 亿元，年复合增长率约为 19.6%，其中 2019 年的营业收入首次破百亿，同比增长 38.0%。同期期间，公司归母净利润由 4.5 亿元增至 14.8 亿元，年复合增长率为 26.9%，其中 2019 年同比增长 76.0%，5 年间增速均超过营业收入增速。**2021 年，公司营收增速稳步回升，净利润略有增加。**尽管疫情对供给侧的影响仍然存在，但公司通过把握下游市场机会、加强供应链管理、强化运营能力、提升生产经营效率积极应对外部挑战，实现营收增速 20.2%。由于原材料成本及人工成本上升、产品销售结构变化、工厂历经产能爬坡阶段等因素，公司净利润增速下滑至 3.5%。

图 6：公司营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司归母净利润及增速情况

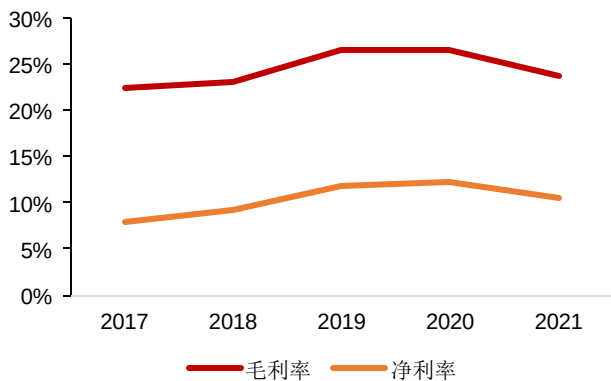


数据来源：公司公告，西南证券整理

1) 利润率方面：2021 年，公司毛利率为 23.7%，较去年同期减少 2.8pp；净利率为 10.6%，较去年同期减少 1.7pp。报告期内由于原材料成本上升、新增产能爬坡以及团队人员储备等方面的原因，公司盈利质量有小幅波动，总体较为平稳。

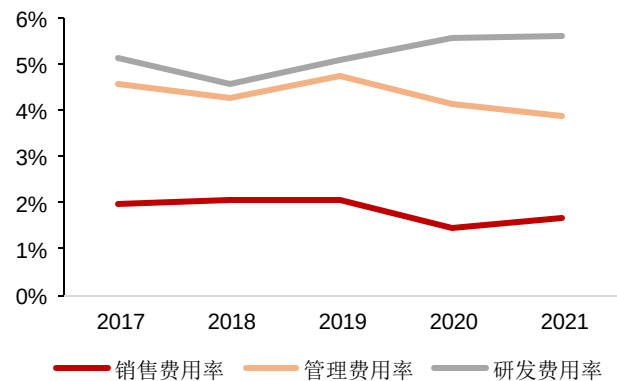
2) 费用率方面：2021 年，公司销售费用率为 1.7%，同比增加 0.2pp；管理费用率为 3.9%，同比下降 0.6pp；研发费用率为 5.6%，同比增加 0.1pp。销售费用的增加主要系佣金增长、薪酬增加及保险费增加所致。公司长期坚持技术领先战略，近年来不断加大研发投入规模，研发费用率呈不断上升趋势。

图 8：公司毛利率和净利率情况



数据来源：ifind，西南证券整理

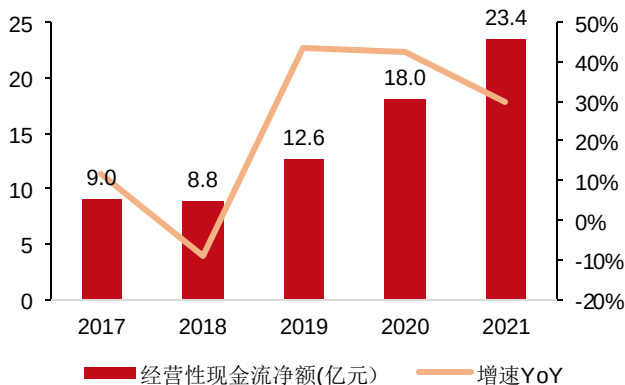
图 9：公司费用率情况



数据来源：ifind，西南证券整理

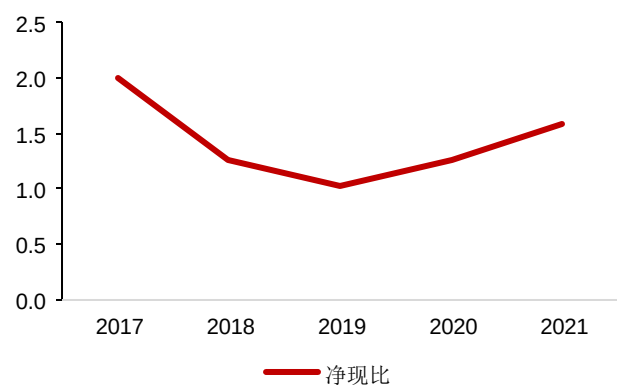
1) 经营活动现金流：2017-2020 年，公司经营活动现金流净额整体来看保持增长态势，从 2017 年的 9.0 亿元增长至 2021 年的 23.4 亿元，期间复合增长率达 21.2%。经营性现金流净额在 2018 年小幅回落后，于 2019 年重新步入快速增长通道。2021 年，公司经营活动现金流的增长主要为销售规模增长、汇款增加所致。**2) 净现比：**2017-2020 年，公司净现比整体呈先降后升状态，于 2018、2019 年下降，2019、2020 年上升。2021 年公司净现比为 1.6，同比有所增长。

图 10：公司经营活动现金流情况及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司经营活动现金流情况及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：从中长期来看，通信市场长期增长趋势不改，叠加公司在数据中心和汽车电子市场已取得重大突破，未来有望成为公司 PCB 和电子装联业务新的增长点，我们预计公司 2022-2024 年 PCB 业务销量同比增长 10%、12%、15%，对应毛利率分别为 26%、27%、28%；2022-2024 年电子装联业务销量同比增长 15%、20%、25%，对应毛利率保持在 15% 左右的水平。

假设 2：封装基板将成为未来 5 年 PCB 行业增长的主要驱动因素，公司持续加大对封装基板的研发和产能投入，客户导入进展有序推进，未来产能放量营收占比有望进一步提升，我们预计公司 2022-2024 年封装基板业务销量同比增长 40%、30%、30%，期间毛利率保持在 30%左右的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
印制电路板	收入	87.4	96.1	107.6	123.8
	增速	5.1%	10.0%	12.0%	15.0%
	毛利率	25.3%	26.0%	27.0%	28.0%
封装基板	收入	24.1	33.8	43.9	57.1
	增速	56.3%	40.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	29.1%	30.0%	30.0%	30.0%
电子装联	收入	19.4	22.3	26.8	33.5
	增速	67.2%	15.0%	20.0%	25.0%
	毛利率	12.6%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	收入	8.5	9.4	10.3	11.3
	增速	45.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	17.7%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	139.4	161.6	188.7	225.7
	增速	20.2%	15.9%	16.8%	19.6%
	毛利率	23.7%	24.7%	25.3%	25.9%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了四家主流可比公司，分别是胜宏科技、景旺电子、兴森科技和世运电路，2022 年四家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 19 倍。

我们预计 2022-2024 年，公司的 EPS 分别为 3.58 元、4.44 元、5.19 元，未来三年归母净利润的复合增长率将保持 21% 以上。考虑到公司在国内 PCB 板的龙头地位，并持续加码高端封装基板产能，公司竞争力有望进一步提升，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
300476.SZ	胜宏科技	25.28	0.67	0.97	1.37	1.72	32.32	26.13	18.47	14.72
603228.SH	景旺电子	25.90	1.08	1.18	1.52	1.84	27.94	21.47	17.08	14.04
002436.SZ	兴森科技	10.48	0.35	0.41	0.48	0.58	26.99	25.84	21.68	17.97
603920.SH	世运电路	16.29	0.74	0.46	0.86	1.31	35.27	35.54	19.00	12.42
平均值							30.63	27.24	19.06	14.79

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2022.03.16 收盘）

3 风险提示

- 1) 宏观经济波动的风险；
- 2) 全球新冠疫情反复带来下游需求波动。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13942.52	16158.14	18865.32	22570.49	净利润	1480.85	1838.79	2276.53	2663.19
营业成本	10636.99	12170.17	14084.66	16718.76	折旧与摊销	847.32	616.91	655.73	679.48
营业税金及附加	86.16	99.85	116.58	139.47	财务费用	107.19	32.03	40.85	49.38
销售费用	232.73	278.76	303.77	376.52	资产减值损失	-145.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	543.17	1615.81	1886.53	2437.61	经营营运资本变动	-612.38	724.68	-290.19	-260.10
财务费用	107.19	32.03	40.85	49.38	其他	664.36	-5.06	2.42	-0.49
资产减值损失	-145.52	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2341.81	3207.36	2685.33	3131.45
投资收益	9.97	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1092.85	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.08	0.08	0.08	0.08	其他	-1387.71	-0.10	0.12	0.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2480.55	-500.10	-499.88	-499.91
营业利润	1617.05	1961.59	2433.02	2848.83	短期借款	118.17	-350.34	0.00	0.00
其他非经营损益	-7.80	88.68	88.68	88.68	长期借款	308.22	0.00	0.00	0.00
利润总额	1609.25	2050.27	2521.70	2937.51	股权融资	15.37	23.67	0.00	0.00
所得税	128.40	211.47	245.17	274.32	支付股利	-464.85	-296.13	-367.71	-455.24
净利润	1480.85	1838.79	2276.53	2663.19	其他	283.86	-639.52	-40.85	-49.38
少数股东损益	0.21	0.27	0.33	0.39	筹资活动现金流净额	260.77	-1262.32	-408.55	-504.62
归属母公司股东净利润	1480.64	1838.53	2276.20	2662.80	现金流量净额	115.18	1444.94	1776.90	2126.92
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	619.60	2064.54	3841.44	5968.36	成长能力				
应收和预付款项	3067.12	3511.92	4119.37	4926.64	销售收入增长率	20.19%	15.89%	16.75%	19.64%
存货	2526.56	2920.73	3444.77	4077.80	营业利润增长率	-0.48%	21.31%	24.03%	17.09%
其他流动资产	1056.97	292.44	336.45	394.80	净利润增长率	3.47%	24.17%	23.81%	16.98%
长期股权投资	4.14	4.14	4.14	4.14	EBITDA 增长率	6.22%	1.52%	19.88%	14.32%
投资性房地产	5.81	5.99	5.94	5.93	获利能力				
固定资产和在建工程	8422.96	8373.58	8285.38	8173.43	毛利率	23.71%	24.68%	25.34%	25.93%
无形资产和开发支出	407.42	358.14	308.87	259.59	三费率	6.33%	11.92%	11.83%	12.69%
其他非流动资产	681.72	663.47	645.21	626.96	净利率	10.62%	11.38%	12.07%	11.80%
资产总计	16792.29	18194.93	20991.56	24437.65	ROE	17.38%	18.29%	19.03%	18.79%
短期借款	350.34	0.00	0.00	0.00	ROA	8.82%	10.11%	10.84%	10.90%
应付和预收款项	3762.24	4165.28	4836.02	5765.61	ROIC	15.44%	16.59%	20.89%	23.59%
长期借款	1367.64	1367.64	1367.64	1367.64	EBITDA/销售收入	18.44%	16.16%	16.59%	15.85%
其他负债	2792.00	2608.53	2825.60	3134.16	营运能力				
负债合计	8272.22	8141.46	9029.26	10267.41	总资产周转率	0.91	0.92	0.96	0.99
股本	489.21	512.88	512.88	512.88	固定资产周转率	1.95	2.00	2.26	2.74
资本公积	3675.01	3675.01	3675.01	3675.01	应收账款周转率	5.83	5.48	5.50	5.56
留存收益	4394.97	5937.36	7845.86	10053.42	存货周转率	4.29	4.30	4.28	4.32
归属母公司股东权益	8516.94	10050.08	11958.57	14166.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.71%	—	—	—
少数股东权益	3.13	3.40	3.73	4.11	资本结构				
股东权益合计	8520.07	10053.48	11962.30	14170.25	资产负债率	49.26%	44.75%	43.01%	42.01%
负债和股东权益合计	16792.29	18194.93	20991.56	24437.65	带息债务/总负债	20.77%	16.80%	15.15%	13.32%
					流动比率	1.22	1.51	1.75	1.93
					速动比率	0.80	1.01	1.24	1.42
					股利支付率	31.40%	16.11%	16.15%	17.10%
					每股指标				
					每股收益	3.03	3.58	4.44	5.19
					每股净资产	16.61	19.60	23.32	27.62
					每股经营现金	4.57	6.25	5.24	6.11
					每股股利	0.95	0.58	0.72	0.89
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	2571.55	2610.54	3129.60	3577.69					
PE	31.26	26.39	21.32	18.22					
PB	5.70	4.83	4.06	3.42					
PS	3.48	3.00	2.57	2.15					
EV/EBITDA	18.45	18.12	14.55	12.13					
股息率	1.00%	0.61%	0.76%	0.94%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn