

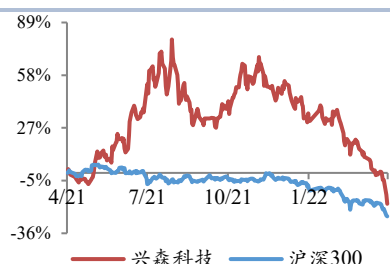
业绩符合预期，IC 封装基板盈利弹性逐步兑现

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-27

收盘价（元） 7.48
近 12 个月最高/最低（元） 16.36/7.48
总股本（百万股） 1,488
流通股本（百万股） 1,299
流通股比例（%） 87.28
总市值（亿元） 111
流通市值（亿元） 97

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. 样板、小批量 PCB 龙头，IC 载板业务厚积薄发 2022-04-22

主要观点：

● 事件

公司 2021 年实现营业收入 50.40 亿元，同比增加 24.92%；实现归母净利润 6.21 亿元，同比增加 19.16%；扣非后归母净利润为 5.91 亿元，同比增加 102.46%；毛利率 32.17%，同比+1.24pcts。

● 新建产能逐步释放，各业务板块均呈现良好的发展态势

公司业绩符合预期，全年销售收入平稳增长，在原材料涨价的背景下，毛利率水平持续提升，具体来看：

①公司 PCB 业务保持平稳增长，实现收入 37.94 亿元（营收占比 75%），同比增长 22.95%，毛利率 33.13%，同比+0.56pcts。公司持续推动产品升级和战略大客户突破，实现交付、良率、经营效率的提升，同时由于样板、小批量板材受原材料价格影响较小，在原材料涨价的大背景下，公司 21 年实现行业罕见的毛利率水平提升。从子公司来看：宜兴硅谷在保持稳定运营的基础之上，全年实现收入 6.74 亿元，同比增长 66.39%，净利润 6,322.45 万元，同比增长 79.68%；欧洲市场表现良好，Fineline 把握住欧洲经济复苏的契机，实现收入 12.89 亿元，同比增长 28.83%，净利润 1.14 亿元，同比增长 51.61%。

②公司半导体业务实现收入 10.83 亿元（营收占比 18%），同比增长 29.19%，毛利率 24.04%，同比+2.84pcts。其中，IC 封装基板业务呈现产销两旺的格局，实现收入 6.67 亿元，同比增长 98.28%，毛利率 26.35%，同比+13.35pcts。广州基地 2 万平米/月的产能实现满产满销，整体良率保持在 96%左右。在客户拓展方面，以存储芯片为主力方向，与国内外主流客户均建立起合作关系。在产能扩张方面，珠海兴科处于厂房装修和产线安装调试阶段，预计 2022 年二季度投产。半导体测试板业务因广州基地新产能于年中投产而贡献有限，未能实现营收增长，全年实现营收 4.17 亿元，同比下滑 17.03%，毛利率 20.34%，同比-6.35pcts。其中，Harbor 受美国本土疫情影响实现营收 3.60 亿元，同比下滑 7.33%，净利润 3,826.62 万元、同比增长 29.79%。随着广州基地的产能逐步释放，交期和良率指标的改善，2022 年公司半导体测试板业务有望重回增长轨道。

③除整体毛利率+1.24pcts 外，期间费用率亦-1.87pcts，致公司净利润大幅增长。其中：销售费用率-0.41pcts，管理费用率-0.33pcts，研发费用率 0.18 个百分点，财务费用率下降 0.95 个百分点，公司经营效率进一步提升。

● 身处 IC 载板黄金赛道，未来增长可期

展望 2022 年，公司 IC 载板业务有望再续 21 年辉煌。根据 Prismark 预测，目前内资 IC 载板市占率仅 5%，2020-2026 年全球 IC 载板产值复合增速为 13%。由于 IC 载板在技术、资金、客户等多方面存极强的壁垒，入局难度较大，因此长期以来，行业被国际大厂把控。目前全球前三大供应商欣兴电子、Ibiden 和三星机电市占率合计约 36%，而内资 IC 载板产业起步较晚，而如今需求高涨、供应紧缺正为其提供了一个良好的崛起机遇。由于 ABF 载板领域存在极高的壁垒，除公司之外，国内仅深南电路、珠海越亚在展开布局。随着 PC、服务器、5G 基站对高算力

IC 需求的增长，ABF 载板的持续供不应求。欣兴电子曾表示，ABF 载板缺货情况或至 2025 年才能得到缓解。我们长期看好 IC 载板存在国产替代+全球供应长期吃紧双逻辑下，公司载板业务的高速增长。

● 投资建议

建议投资者关注 IC 载板盈利兑现带来的投资机会。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 7.21、8.92、11.21 亿元，对应市盈率为 15、12、10 倍。

● 风险提示

PCB 下游需求不及预期，新建 FCBGA 封装基板业务员工、场地建设等支出拖累盈利水平。

● 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	5040	6277	7578	8936
收入同比 (%)	24.9%	24.5%	20.7%	17.9%
归属母公司净利润	621	721	892	1121
净利润同比 (%)	19.2%	16.0%	23.7%	25.6%
毛利率 (%)	32.2%	31.3%	31.6%	32.1%
ROE (%)	16.5%	16.1%	16.6%	17.3%
每股收益 (元)	0.42	0.48	0.60	0.75
P/E	33.33	15.44	12.48	9.93
P/B	5.54	2.48	2.07	1.71
EV/EBITDA	22.68	11.66	9.76	7.87

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	4018	3849	4745	5894	
现金	1131	465	670	1115	
应收账款	1567	1873	2280	2696	
其他应收款	17	26	29	34	
预付账款	12	20	22	26	
存货	671	733	904	1072	
其他流动资产	621	732	840	951	
非流动资产	4284	4611	4959	5302	
长期投资	285	328	368	393	
固定资产	1982	2113	2242	2361	
无形资产	147	160	175	192	
其他非流动资产	1870	2011	2175	2357	
资产总计	8302	8460	9704	11196	
流动负债	2959	2379	2717	3073	
短期借款	1342	500	500	500	
应付账款	745	898	1077	1273	
其他流动负债	871	980	1140	1300	
非流动负债	1057	1057	1057	1057	
长期借款	752	752	752	752	
其他非流动负债	306	306	306	306	
负债合计	4016	3436	3774	4130	
少数股东权益	523	541	554	569	
股本	1488	1488	1488	1488	
资本公积	63	63	63	63	
留存收益	2212	2933	3825	4945	
归属母公司股东权	3762	4483	5375	6496	
负债和股东权益	8302	8460	9704	11196	

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	580	812	862	1097
净利润	621	721	892	1121
折旧摊销	248	250	266	281
财务费用	92	101	82	82
投资损失	-9	-31	-38	-45
营运资金变动	-392	-235	-353	-348
其他经营现金流	1032	962	1256	1474
投资活动现金流	-1232	-534	-575	-570
资本支出	-1069	-499	-544	-558
长期投资	-183	-67	-69	-57
其他投资现金流	20	31	38	45
筹资活动现金流	800	-943	-82	-82
短期借款	527	-842	0	0
长期借款	387	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	55	0	0	0
其他筹资现金流	-169	-101	-82	-82
现金净增加额	129	-666	205	445

利润表	单位：百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5040	6277	7578	8936
营业成本	3419	4311	5184	6072
营业税金及附加	22	25	45	45
销售费用	172	257	311	366
管理费用	400	517	621	730
财务费用	79	92	75	73
资产减值损失	-15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	31	38	45
营业利润	668	808	1004	1257
营业外收入	20	8	5	8
营业外支出	18	3	3	4
利润总额	669	813	1006	1262
所得税	57	74	101	126
净利润	613	739	906	1135
少数股东损益	-9	18	13	15
归属母公司净利润	621	721	892	1121
EBITDA	983	1064	1251	1495
EPS（元）	0.42	0.48	0.60	0.75

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	24.9%	24.5%	20.7%	17.9%
营业利润	9.2%	21.0%	24.4%	25.2%
归属于母公司净利	19.2%	16.0%	23.7%	25.6%
获利能力				
毛利率（%）	32.2%	31.3%	31.6%	32.1%
净利率（%）	12.3%	11.5%	11.8%	12.5%
ROE（%）	16.5%	16.1%	16.6%	17.3%
ROIC（%）	9.8%	10.9%	11.5%	12.4%
偿债能力				
资产负债率（%）	48.4%	40.6%	38.9%	36.9%
净负债比率（%）	93.7%	68.4%	63.6%	58.5%
流动比率	1.36	1.62	1.75	1.92
速动比率	1.13	1.30	1.41	1.56
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.74	0.78	0.80
应收账款周转率	3.22	3.35	3.32	3.31
应付账款周转率	4.59	4.80	4.81	4.77
每股指标（元）				
每股收益	0.42	0.48	0.60	0.75
每股经营现金流	0.39	0.55	0.58	0.74
每股净资产	2.53	3.01	3.61	4.37
估值比率				
P/E	33.33	15.44	12.48	9.93
P/B	5.54	2.48	2.07	1.71
EV/EBITDA	22.68	11.66	9.76	7.87

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 15%；
- 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。