

博敏电子 (603936. SH)

汽车电子业务高成长，AMB 衬板放量在即

买入

核心观点

1H22 归母净利润同比下滑 28.4%，毛利率、净利率环比提升。公司 1H22 营收 15.34 亿元 (YoY -6.8%)，归母净利润 1.09 亿元 (YoY -28.4%)。其中 2Q22 营收 8.74 亿元 (YoY -7.7%，QoQ 32.2%)，归母净利润 0.69 亿元 (YoY -35.2%，QoQ 69.7%)。从盈利能力看，1H22 毛利率同比下降 3.8pct 至 16.75%，净利率同比下降 2.1pct 至 7.21%；其中 2Q22 毛利率 17.42% (YoY -4.7pct, QoQ +1.6pct)，净利率 7.99% (YoY -3.3pct, QoQ +1.8pct)。

上半年 PCB 业务受消电不景气影响，汽车电子占比提升。1H22 公司 PCB 业务、定制化电子器件业务营收分别同比下滑 4.04%、2.81%。主要是因为宏观环境下消费电子市场疲软对 HDI 板需求明显下降。1H22 公司汽车电子、数据通讯、智能终端、工控安防及其它业务分别占 PCB 业务的 33%、30%、23%、14%，汽车电子业务同比增长 27%，占比提升 8pcts。

安森美财报强调 SiC 市场未来可期，AMB 基板成 SiC 封装新趋势。供应全球一半以上 SiC 的 WolfSpeed 第四财季营收超预期，市场看好 SiC 市场未来空间，8 月 18 日股价上涨 29.33%。另一 SiC 龙头厂商安森美在其二季度财报中表明，公司预计其 2022 年 SiC 营收将为 2021 年的 3 倍，其中 90% 来自汽车客户，有信心在 2023 年创收超 10 亿美金。针对 SiC 基三代半导体器件高频、高温、大功率应用需求，AMB 基板铜层键合力大幅高于 DBC，热导率比 DBC 高 3 倍，是 SiC 半导体器件首选模块封装材料。

全面拥抱新能源汽车电子，AMB 陶瓷衬板放量在即。GUII 预计全球 AMB 陶瓷衬板将由 2020 年近 4 亿美元规模增长至 2026 年近 16 亿美元，CAGR 25%。公司聚焦 PCB 行业 28 年，2020 年开始围绕“PCB+”转型。公司已成为国内一线 AMB 陶瓷衬板供应商，车规级 SiC 基 IGBT AMB 陶瓷衬板客户导入领先。目前公司 SiC AMB 衬板产能 8 万张/月，预计三年内达到 20 万张/月。公司已在中车时代、振华科技、比亚迪半导体进行验证和量产，在市场高速增长的背景下，随着产能扩张，公司 AMB 将快速放量。

投资建议：看好公司产能释放下，AMB 衬板成长潜力，维持“买入”评级。我们看好公司紧抓汽车电动化、智能化的机遇，实现全面拥抱新能源的战略目标，预计公司 22-24 年归母净利润同比增长 26.48%、37.46%、36.04% 至 3.06、4.21、5.72 亿元，对应 PE 为 28.5、20.76、15.28 倍，重申“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期；客户验证不及预期；下游需求不及预期。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,786	3,521	4,377	5,491	6,727
(+/-%)	4.4%	26.4%	24.3%	25.4%	22.5%
净利润(百万元)	247	242	306	421	572
(+/-%)	22.4%	-2.0%	26.5%	37.5%	36.0%
每股收益(元)	0.48	0.47	0.60	0.63	0.86
EBIT Margin	11.3%	9.9%	9.0%	9.2%	9.8%
净资产收益率(ROE)	7.0%	6.7%	8.0%	7.5%	9.5%
市盈率(PE)	28.6	29.2	23.1	21.8	16.0
EV/EBITDA	19.4	19.2	18.2	17.3	14.2
市净率(PB)	2.01	1.95	1.84	1.64	1.53

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按年末总股本计算

公司研究 · 财报点评

电子 · 元件

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

联系人：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn

联系人：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

联系人：李梓澎
0755-81981181
lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.46 元
总市值/流通市值	7389/7389 百万元
52 周最高价/最低价	18.90/8.05 元
近 3 个月日均成交额	285.14 百万元

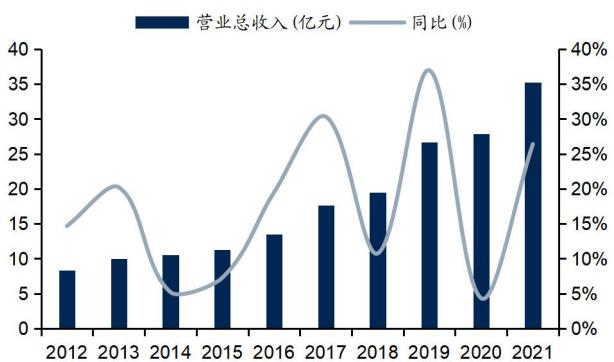
市场走势



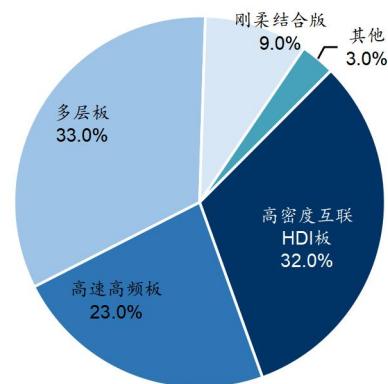
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《博敏电子 (603936. SH) -引领电车 PCB 强弱电一体化, IGBT 陶瓷衬板正扬帆》——2022-07-08
- 《博敏电子-603936-重大事件快评：深耕 PCB 行业 20 年余载，厚积薄发正当时》——2020-09-07
- 《博敏电子-603936-重大事件快评：国内 HDI 板佼佼者，盈利能力持续改善》——2020-01-06

图1：公司营业收入及增速


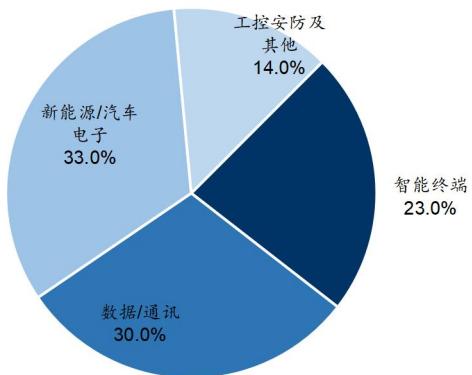
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司2022上半年收入按产品构成


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速

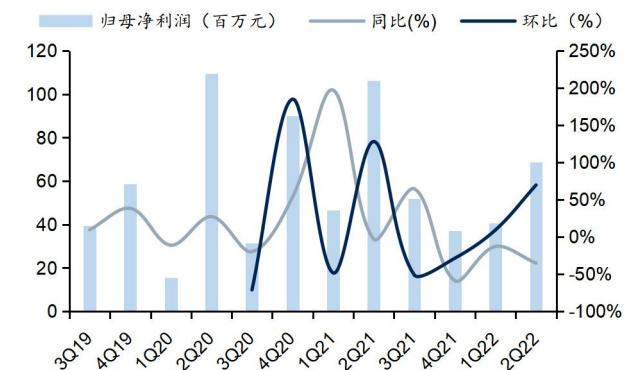

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司2022上半年收入按应用领域构成


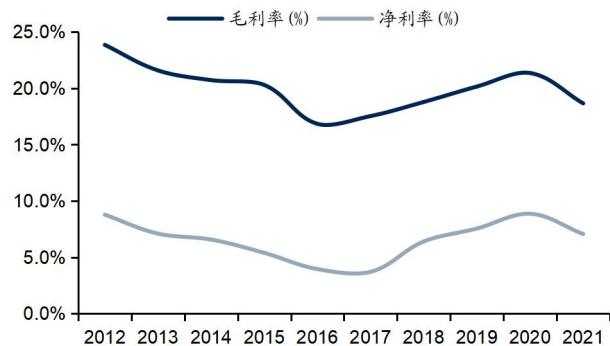
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司单季收入及增速

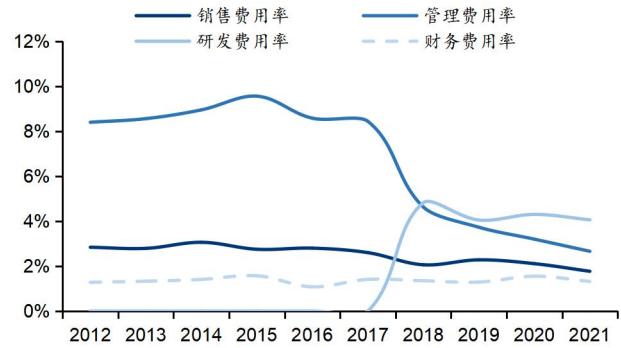

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季归母净利润及增速


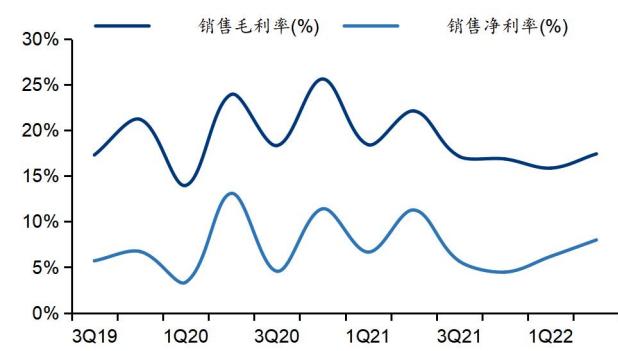
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司毛利率、净利率变化情况


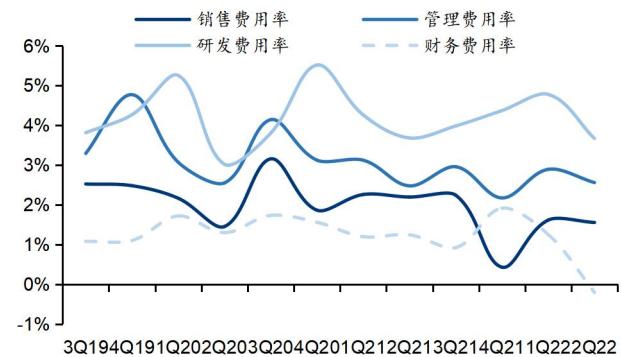
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司主要费率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度毛利率、净利率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度费率


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	503	597	665	1397	1252	营业收入	2786	3521	4377	5491	6727
应收款项	1030	1367	1578	2048	2515	营业成本	2191	2864	3556	4445	5405
存货净额	374	532	664	828	1008	营业税金及附加	11	11	18	21	25
其他流动资产	221	235	319	383	480	销售费用	59	62	90	109	130
流动资产合计	2573	2746	3242	4672	5272	管理费用	89	94	136	179	218
固定资产	1530	2023	2459	2916	3395	研发费用	120	143	185	235	287
无形资产及其他	98	95	91	87	83	财务费用	43	46	42	32	18
投资性房地产	1222	1581	1581	1581	1581	投资收益	6	15	7	9	11
长期股权投资	141	107	143	191	207	资产减值及公允价值变动	(9)	(53)	(24)	(14)	(15)
资产总计	5564	6552	7515	9446	10538	其他收入	15	6	13	11	10
短期借款及交易性金融负债	531	849	1269	995	1070	营业利润	284	270	346	477	648
应付款项	1042	1478	1777	2220	2734	营业外净收支	(1)	6	3	3	4
其他流动负债	67	129	139	171	222	利润总额	283	276	349	479	652
流动负债合计	1641	2456	3185	3387	4026	所得税费用	36	27	34	47	64
长期借款及应付债券	289	246	197	138	96	少数股东损益	0	7	8	12	16
其他长期负债	133	218	270	317	379	归属于母公司净利润	247	242	306	421	572
长期负债合计	422	464	467	455	475	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2062	2920	3652	3842	4502	净利润	247	249	314	432	588
少数股东权益	0	16	22	31	43	资产减值准备	8	31	27	13	15
股东权益	3502	3616	3841	5573	5994	折旧摊销	155	173	195	251	299
负债和股东权益总计	5564	6552	7515	9446	10538	公允价值变动损失	9	53	24	14	15
						财务费用	43	46	42	32	18
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(204)	(253)	(40)	(161)	(103)
每股收益	0.48	0.47	0.60	0.63	0.86	其它	(188)	(26)	(71)	(49)	(38)
每股红利	0.11	0.13	0.16	0.16	0.23	经营活动现金流	71	273	491	533	795
每股净资产	6.85	7.08	7.52	8.39	9.02	资本开支	(306)	(639)	(677)	(732)	(805)
ROIC	11%	11%	11%	12%	14%	其它投资现金流	(545)	373	(36)	(48)	(17)
ROE	7%	7%	8%	8%	10%	投资活动现金流	(851)	(267)	(714)	(780)	(822)
毛利率	21%	19%	19%	19%	20%	权益性融资	(22)	0	0	1419	0
EBIT Margin	11%	10%	9%	9%	10%	负债净变化	99	(43)	(49)	(59)	(41)
EBITDA Margin	17%	15%	13%	14%	14%	支付股利、利息	(59)	(66)	(80)	(108)	(151)
收入增长	4%	26%	24%	25%	23%	其它融资现金流	789	177	420	(274)	75
净利润增长率	22%	-2%	26%	37%	36%	融资活动现金流	807	67	291	979	(118)
资产负债率	37%	45%	49%	41%	43%	现金净变动	5	62	68	732	(145)
息率	0.8%	0.9%	1.1%	1.5%	2.1%	货币资金的期初余额	423	427	489	557	1289
P/E	28.6	29.2	23.1	21.8	16.0	货币资金的期末余额	427	489	557	1289	1144
P/B	2.0	2.0	1.8	1.6	1.5	企业自由现金流	0	(406)	(169)	(189)	(13)
EV/EBITDA	19.4	19.2	18.2	17.3	14.2	权益自由现金流	0	(272)	164	(551)	4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032