

2022 年 11 月 6 日

# 雅葆轩—高品质 PCBA 制造商

## ——北交所新股申购策略报告之三十一

相关研究

### 本期投资提示：

● **基本面：PCBA 控制板专业制造商，具备高质量制造和快速交付能力。**公司成立于 2011 年，总部位于安徽芜湖，专注于电子产品研发、生产和销售，主要为客户提供专业的 PCBA 控制板电子制造服务，产品涵盖消费电子、工业控制、汽车电子三大系列多个品种，广泛应用于家电、工控显示、汽车、电子信息、安防等领域。公司深耕小批量 PCBA 制造服务领域多年，并逐步形成稳定的大批量生产能力，产品品质得到客户一致认可。**深天马为公司第一大客户，公司为其车载 TFT、车载仪表 PCBA 主要供应商。**凭借稳定优质的电子制造能力，公司与深天马合作不断扩大，19-21 年深天马始终位列第一大客户，销售占比分别为 82.53%。深天马是全球领先的中小尺寸显示面板供应商，在医疗设备显示面板、LTPS 智能机、车载 TFT、车载仪表等多个细分市场拥有较高行业话语权。**精密制造水平先进，具备一体化服务能力。**公司制程能力具备较好竞争力，可实现 $\pm 40\mu\text{m}/3\sigma$  片式电阻电容、 $\pm 30\mu\text{m}/3\sigma$  芯片、 $0.3\text{mm}\times 0.15\text{mm}$  尺寸元器件、 $0.3\text{mm}$  最小元件脚间距、 $0.4\text{mm}\times 0.2\text{mm}-56\text{mm}\times 56\text{mm}$  四方扁平封装尺寸贴片焊接精度。为及时响应客户需求，实现多产品稳定交付，公司业务模式由电子装联服务拓展至前期 BOM 优化、中期电子装联、后期检验测试及全流程技术支持，核心优势进一步强化。**产品应用领域扩展叠加生产规模效应，报告期增收更增利。**19-21 年营收 CAGR 为+67.01%；19-21 年归母净利 CAGR+113.50%。2021 年毛利率 39.28%，较 2020 年增加 3pct；净利率 24.34%，较 2020 年增加 3.31pct。22 年 Q1-Q3 营收同比+35.89%，归母净利同比+42.65%，今年一至三季度公司订单饱满，业绩端保持较快增长。

● **发行方案：**本次新股发行采用直接定价方式，战略配售及超额配售，申购日期 2022 年 11 月 08 日，申购代码“889357”。初始发行规模 1360.00 万股，占发行后公司总股本的 22.08%（超配行使前），预计募资 1.90 亿元，发行后公司总市值 8.62 亿。新股发行价格 14.00 元/股，与底价相同，发行 PE(TTM)为 14.11 倍，可比上市公司 PE (TTM) 中值为 26.55 倍。网上顶格申购需冻结资金 904.40 万元，网下战略配售顶格参与，共 6 名战投。

● **中签率测算：**从近期新股申购情况看，打新参与度仍处低位，单只冻结资金量 100-200 亿。假设本次打新参与度为 1.5%-2%，单户冻结资金规模 15 万，预计中签率区间为 1.18%-1.57%。

● **申购分析意见：**参与。公司深耕 PCBA 电子制造服务，第一大客户为深天马，背书效应突出。产品应用三大领域，消费电子短期承压，工控和汽车电子需求相对强劲。报告期内新拓展德力西电气、上海和辉光电等优质客户，为新产能消纳提供较好支撑。公司首发市盈率较可比折价明显，发行后可流通比及老股占比低，建议参与。

● **风险因素：**1) 市场竞争风险；2) 客户集中度较高的风险；3) 产品质量控制的风险 4) 技术替代的风险；5) 原材料价格波动的风险。

### 证券分析师

刘靖 A0230512070005  
liujing@swsresearch.com

王雨晴 A0230522010003  
wangyq@swsresearch.com

### 联系人

王雨晴  
(8621)23297818  
15921910289  
wangyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 目录

---

1. 深耕 PCBA 电子制造，产品覆盖三大领域..... 4
2. 发行方案：发行后可流通比例低，顶格申购门槛适中 5
3. 竞争优势：生产技术、制造质量、供应链、市场..... 6
4. 主要风险：市场竞争、客户集中、产品质量控制、技术替代、原材料价格波动等 ..... 6
5. 可比公司：体量小，业绩成长性佳 ..... 7
6. 申购分析意见：参与 ..... 7

## 图表目录

图 1: 公司 2021 年主营业务收入构成 (按产品) .....	4
图 2: 公司 2021 年主营业务收入构成 (按销售区域) .....	4
表 1: 募投 100%达产的产能及产值情况.....	5
表 2: 雅葆轩重要发行要素一览.....	5
表 3: 雅葆轩可比公司收入结构.....	7
表 4: 雅葆轩可比公司财务对比.....	7
表 5: 可比上市公司情况 .....	7

## 1. 深耕 PCBA 电子制造，产品覆盖三大领域

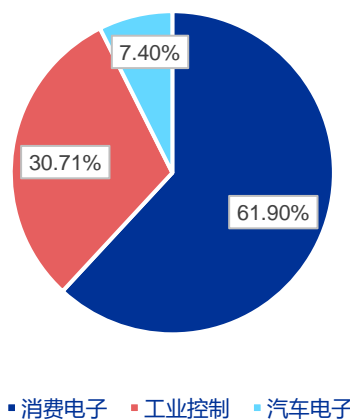
**PCBA 控制板专业制造商，具备高质量制造和快速交付能力。**公司成立于 2011 年，总部位于安徽芜湖，专注于电子产品研发、生产和销售，主要为客户提供专业的 PCBA 控制板电子制造服务，产品涵盖消费电子、工业控制、汽车电子三大系列多个品种，广泛应用于家电、工控显示、汽车、电子信息、安防等领域。公司深耕小批量 PCBA 制造服务领域多年，并逐步形成稳定的大批量生产能力，产品品质得到客户一致认可，与多家显示、电气品牌商建立了长期良好的合作关系。

**深天马为公司第一大客户，公司为其车载 TFT、车载仪表 PCBA 主要供应商。**凭借稳定优质的电子制造能力，公司与深天马合作不断扩大，19-21 年深天马始终位列第一大客户，销售占比分别为 82.53%。深天马是全球领先的中小尺寸显示面板供应商，在医疗设备显示面板、LTPS 智能机、车载 TFT、车载仪表等多个细分市场拥有较高行业话语权。

**精密制造水平先进，具备一体化服务能力。**公司制程能力在行业内具有竞争力，可实现 $\pm 40\mu\text{m}/3\sigma$  片式电阻电容、 $\pm 30\mu\text{m}/3\sigma$  芯片、 $0.3\text{mm} \times 0.15\text{mm}$  尺寸元器件、 $0.3\text{mm}$  最小元件脚间距、 $0.4\text{mm} \times 0.2\text{mm} - 56\text{mm} \times 56\text{mm}$  四方扁平封装尺寸贴片焊接精度。为及时响应客户需求，实现多产品稳定交付，公司业务模式由电子装联服务拓展至前期 BOM 优化、中期电子装联、后期检验测试及全流程技术支持，核心优势进一步强化。

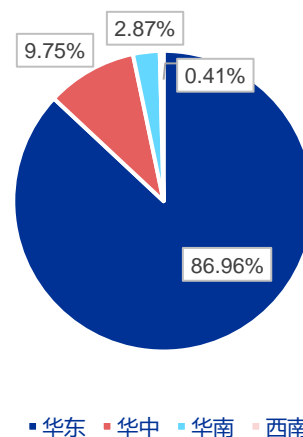
**产品应用领域扩展叠加生产规模效应，报告期增收更增利。**2021 年实现营收 1.92 亿，近 3 年 CAGR 为+67.01%；2021 年实现归母净利 0.47 亿，近 3 年 CAGR+113.50%。2021 年毛利率 39.28%，较 2020 年上升 3.00pct；净利率 24.34%，较 2020 年上升 3.31pct。

图 1：公司 2021 年主营业务收入构成（按产品）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

图 2：公司 2021 年主营业务收入构成（按销售区域）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

**募投升级产能+补充流动资金。**募集资金投向主要高端电子制造（PCBA 产品）扩产项目及补充流动资金，报告期公司新客户开发良好，与新开拓的德力西电气、上海和辉光电等优质客户合作加深，为新产能消纳提供较好支撑。

**表 1: 募投 100%达产的产能及产值情况**

项目名称	建设期	新增产能	100%达产预计产值 (万元)
高端电子制造 (PCBA 产品) 扩产项目	24 个月	消费电子 80,000.00 万点、 汽车电子 35,000.00 万点和 工业控制 10,000.00 万点	45,628

资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

## 2. 发行方案：发行后可流通比例低，顶格申购门槛适中

### 发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 14.00 元/股，与底价相同。初始发行规模 1360.00 万股，占发行后总股份的 22.08%。发行后预计可流通比例为 28.09%，老股占可流通比例为 25.32%，老股占比较低。

(2) 6 家机构投资者参与战略配售，包括 4 家投资公司，2 家私募。网上顶格申购量 64.60 万股，需冻结资金 904.40 万元，顶格门槛适中。

### 中签率测算：

从近期新股申购情况看，打新参与度仍处低位，单只冻结资金量 100-200 亿。假设本次打新参与度为 1.5%-2%，单户冻结资金规模 15 万，预计中签率区间为 1.18%-1.57%。

**表 2: 雅葆轩重要发行要素一览**

基本信息	股票代码	870357.BJ	所属申万一级行业	电子
	股票简称	雅葆轩	发行代码	889357
	定价方式	直接定价	发行价格 (元/股)	14.00
	募集金额 (万元)	19040.00	主承销商	国元证券
	初始发行股份数量 (万股)	1360.00	占发行后总股本比例	22.08%
	战略配售比例	20.00%	超额配售比例	15.00%
日期与申购	路演日	2022.11.07	申购日	2022.11.08
限制	申购款退回日	2022.11.11	网上最高申购量 (万股)	64.60
基本面信息	2021 年收入 (万元)	19220.17	2021 年净利润 (万元)	4,677.74
	2021 年综合毛利率%	39.28	2021 年加权 ROE%	51.57
	2021 年收入增长率%	120.34	2021 年归母净利润增长率%	154.97
股本信息	发行前总股本 (万股)	4800.00	发行前限售股 (万股)	4,361.87

	发行后预计可流通比例	28.09%	老股占可流通股本比例	25.32%
	发行 PE (TTM)	14.11	发行底价/PE 水平	14.00 元/14.11 倍
价格信息	发行后 2021EPS (元)	0.76	发行 PE (LYR)	18.44
	停牌前 60 天交易均价	14.64	停牌收盘价 (元)	19.00

资料来源: wind,公司公告,申万宏源研究

注: 1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他; 2.发行 PE (TTM) 按发行后股本计算, 不考虑超额配售股份数; 3.发行 PE (LYR) 按 2021 年归母净利润计算发行后每股收益, 不考虑超额配售股份数。

### 3.竞争优势：生产技术、制造质量、供应链、市场

**(1) 生产技术优势。**公司可为客户提供全流程的技术支持服务, 包括为客户提供订单与制样产品的技术支持、产品测试方案及测试治具系统开发等技术服务。公司已掌握和生产相关的“多功能 SMT 模板组装技术”、“多功能自动化元器件、PCB 供料系统”等核心技术, 可通过二维码追溯系统对产品的生产、物流、销售环节进行全流程跟踪管理, 满足客户各阶段的需求。

**(2) 制造质量优势。**公司电子产品制造服务经验超十年, 已通过 ISO9001 质量管理体系认证、IATF16949 汽车体系认证。公司实行产品质量全流程管控, 在 SMT、THT 的关键生产工艺环节使用自动化检测设备及工艺。公司各类 PCBA 电子装联过程均采用 MES 进行管理, 提升公司整体的产品质量。公司拥有较多技术水平较高的精密制造设备及多项先进的产品检测设备, 能够充分满足客户需求。

**(3) 供应链优势。**公司终端产品线丰富, 应用市场广泛, 对元器件种类的需求多且杂。公司与全球主要元器件制造商、代理商、贸易商等建立了紧密的合作关系, 在确保 IC 等主要元器件稳定供应的同时有效控制了采购成本。公司同时建立了一支涵盖 PCB、主动元器件、被动元器件等原材料的专业采购队伍, 负责原材料供应渠道的开拓、采购时多家比价、采购产品质量及服务的持续跟踪等。

**(4) 市场优势。**公司进入客户合格供应链体系后可与下游品牌商建立长期、深层次的战略合作伙伴关系, 多年来公司已拥有优质的客户资源, 如深天马、德力西电气、和辉光电等, 相较行业内新进入者, 公司凭借多年积累的优质客户资源形成了较强的市场优势。

### 4.主要风险：市场竞争、客户集中、产品质量控制、技术替代、原材料价格波动等

(1) 市场竞争风险;

- (2) 客户集中及单一客户占比较高的风险;
- (3) 产品质量控制风险;
- (4) 技术替代的风险;
- (5) 原材料供应及价格波动风险。

## 5.可比公司：体量小，业绩成长性佳

表 3：雅葆轩可比公司收入结构

代码	简称	2021 年收入结构
300735.SZ	光弘科技	消费电子:75.47%,网络通讯类:16.81%,物联网:4.53%,汽车电子类:1.61%,智能穿戴:1.48%,其他:0.35%
603380.SH	易德龙	电子元器件销售:99.98%,技术检测服务:0.02%
301041.SZ	金百泽	印制电路板:69.92%,电子制造服务:27.55%,电子设计服务:2.53%
301366.SZ	一博科技	PCBA 制造服务:79.42%,PCB 设计服务:20.58%
870357.BJ	雅葆轩	消费电子:61.9%,工业控制:30.71%,汽车电子:7.4%

资料来源：wind,申万宏源研究

表 4：雅葆轩可比公司财务对比

代码	简称	2021 收入 (百万元)	2021 归 母净利润 (百万 元)	2021 年 收入增长 率 (%)	2021 年 扣非归母 净利润增 长率 (%)	毛利率 (%)	研发支出 占比 (%)	应收账款 周转天数
300735.SZ	光弘科技	3603.62	352.54	57.68	5.18	20.54	2.79%	106.39
603380.SH	易德龙	1751.57	227.40	35.88	45.43	27.78	4.50%	70.53
301041.SZ	金百泽	699.43	51.40	20.21	-23.85	26.84	6.22%	116.99
301366.SZ	一博科技	709.48	149.16	23.70	21.34	42.29	8.18%	57.31
870357.BJ	雅葆轩	192.20	46.78	120.34	212.86	39.28	4.71%	122.72

资料来源：wind,申万宏源研究

## 6.申购分析意见：参与

公司深耕 PCBA 电子制造服务，第一大客户为深天马，背书效应突出。产品应用三大领域，消费电子短期承压，工控和汽车电子需求相对强劲。报告期内新拓展德力西电气、上海和辉光电等优质客户，为新产能消纳提供较好支撑。公司首发市盈率较可比折价明显，发行后可流通比及老股占比低。建议参与。

表 5：可比上市公司情况

代码	简称	当前总市值 (亿)	PE (TTM)
300735.SZ	光弘科技	78.62	24.01
603380.SH	易德龙	47.92	24.75
301041.SZ	金百泽	19.28	47.00
301366.SZ	一博科技	42.89	28.34
<b>中值</b>			<b>26.55</b>
<b>均值</b>			<b>31.03</b>
870357.BJ	雅葆轩	8.62	14.11

资料来源: wind, 申万宏源研究

注: 股价为 2022/11/04 收盘价格。

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法依规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。