

电子行业研究

买入（维持评级）

行业点评

证券研究报告

电子组 分析师：邓小路（执业 S1130520080003） 分析师：刘妍雪（执业 S1130520090004）
 分析师：樊志远（执业 S1130518070003） dengxiaolu@gjzq.com.cn liuyanxue@gjzq.com.cn
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

服务器 PCB 维稳，看好新平台升级机会

事件简述

2022 年 11 月 10 日，全球服务器 PCB 龙头金像电（2368.TW）发布 2022 年度三季度合并财务报告，报告显示该公司 2022 年前三季度实现营业收入 243 亿新台币（同比+26%），实现营业毛利 65 亿新台币（同比+42%），实现归母净利润 36 亿新台币（同比+77%）。单季度来看，公司 2022 年第三季度单季实现营业收入 86 亿新台币（同比+22%，环比+2%），实现营业毛利 24 亿新台币（+42%，环比-5%），实现归母净利润 13 亿新台币（同比+65%，环比-5%）。

投资逻辑

服务器 PCB 龙头环比维稳，主要系行业备货节奏扰动。金像电是全球服务器 PCB 龙头厂商，根据公告，2022 年上半年该公司服务器领域营收占比达到 60%，所以其业绩情况可以反应全球服务器用 PCB 行业情况。该公司三季度的情况反映出 2022 年第三季度服务器 PCB 行业增长开始失速，根据我们产业链跟踪，失速原因主要在于上半年市场预期下半年 Intel 发布新平台芯片后出货增加，则多家海外云计算在上半年拉动新平台服务器用 PCB 的力度较大、做了一些备货准备，但在下半年上游芯片发布 delay 后云计算厂商拉货需求显著放缓，最终导致行业增速放缓。

Q4 行业再次进入备货，关键看明年新平台拉货。根据公告，金像电 10 月营收实现 29.8 亿新台币，同比增长 25.96%，环比增长 0.17%，营收环比增速放缓但仍然维持在高位，反映了行业景气度相对稳定，并且 11 月初 Intel 和 AMD 均宣布新平台芯片即将在 22Q4~23Q1 期间发布，结合产业链跟踪情况，我们观察到 Q4 海外云计算厂商再次进入新平台 PCB 备货节奏，如若明年如期进入大批量拉货节奏，则产业链相关公司将显著受益。根据 Intel 和 AMD 的产品规划，新平台 Eagle Stream/Genoa 的 PCB 层数将从 12~16 层升级到 16~20 层，覆铜板材料等级将从 Low Loss 升级为 Very Low Loss，PCB 产业链附加值将显著提升，产业链上相关公司将显著受益。

国内产业链在新平台弯道超车之势已现，板块反转值得期待。过去服务器 PCB 产业链中鲜少出现大陆厂商，但新平台因开发周期拉长（芯片推出 delay）导致上游材料认证窗口延长，给了大陆厂商充足的认证时间，最终多家大陆厂商进入主流终端客户的供应链中，因此本轮服务器新平台推出将有利于大陆厂商在高端高多层板、高速 CCL 材料的全球竞争，成长值得期待。

投资建议

PCB 板块因与宏观经济拟合度较高而短期承压，在此基础上，应当重点关注行业长期变化情况，我们认为服务器作为有确定性创新变化的细分领域，是明年值得高度关注的成长领域，根据我们的研究和跟踪，A 股中服务器类产品占比较高且有望在新平台竞争中占有一定份额的 A 股 PCB 公司包括沪电股份、生益电子、深南电路、生益科技等，这些公司均具有深厚的技术积累、较高的品牌知名度和优质的客户资源，长期成长可期，建议关注。

风险提示

新平台发布进度不及预期；需求景气度弱化超预期；原材料价格居高不下；竞争加剧导致盈利不及预期。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402