

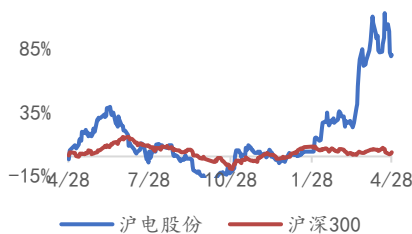
短期利润承压，长期看好 AI 服务器 PCB 弹性释放

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-28

收盘价（元）	21.93
近 12 个月最高/最低（元）	26.07/9.55
总股本（百万股）	1,905
流通股本（百万股）	1,904
流通股比例（%）	99.95
总市值（亿元）	418
流通市值（亿元）	418

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. 沪电股份 (002463.SZ)：年报符合预期，汽车通讯业务回暖
2021-04-01

主要观点：

● 事件

4月25日盘后，公司发布2023年第一季度报告。23Q1实现营业收入18.68亿元，同比减少2.57%；实现归母净利润2.00亿元，同比减少19.74%；实现扣非后归母净利润1.83亿元，同比减少22.38%。Q1毛利率为25.73%，环比22Q4下降5.37pcts。

● 业绩点评

公司Q1营收符合预期，归母净利润略低于预期，我们认为主要原因系：

①数通方面：由于去年Q1整体基数较高，今年一季度存在一定压力。AI服务器等相关产品渗透率较低，在低基数高增长的早期对整体业绩贡献较小。

汽车方面：汽车降价压力传导至上游供应链，部分零部件出现降价压力，或导致公司汽车PCB毛利率水平下降。

②Q1营收同比仅下滑2.57%，与此同时归母净利润下滑19.74%。考虑到23Q1由于汇率波动致汇兑损失增加约3619万元，交易性金融资产处置收益同比减少及对联营公司投资损失同比增加4719万元，剔除两者影响后归母净利润同比略有增长。

● AIGC 引爆算力需求，公司为 PCB 公司核心受益标的

随着 ChatGPT、GPT4.0 等相继发布，AI 相关训练及访问数据爆炸式增长，相关 PCB 等硬件设备需求量逐渐增加。根据我们的测算，公司 22 年营收中，服务器占比 14%，交换机占比 43%，合计 57% 的营收占比使得公司成为 A 股数通服务器 PCB 占比最高的公司，与此同时公司股东结构较其他内资公司在争取海外算力大客户时更具竞争优势。

①服务器方面：TrendForce 预测 23 年 AI 服务器出货量增速为 15.4%，23~27 年复合增速为 12.2%。PCB 作为 AI 服务器的重要元件之一，层数从 Whitley 平台的 12 层左右增长至 AI 训练阶段服务器的 20 层以上；CCL 类型从 M4 提升至 M7；ASP 增长为普通服务器的三倍，达 10000 元以上，提升显著。公司深耕服务器板多年，产品遍布 AI 服务器 UBB GPU 模组板、OAM 加速卡板等核心产品。

②交换机方面：思科 23Q2 财报业绩表现强劲，并提高了全年预期，全球市场景气度较为乐观。受益于 EGS 平台及 AI 服务器需求量上升，400G/800G 等高速率交换机渗透率将持续提升，交换机升级致 PCB 板 ASP 几近翻倍增长。根据我们的测算，目前全球 400G 交换机渗透率不足 50%，800G 几乎为 0 仍处于高速增长期。

● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 16.04、18.07、20.43 亿元，对应市盈率为 29、26、23 倍。

● 风险提示

服务器需求不及预期、行业竞争加剧等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8336	8919	10012	11748
收入同比 (%)	12.4%	7.0%	12.2%	17.3%
归属母公司净利润	1362	1604	1807	2043
净利润同比 (%)	28.0%	17.8%	12.6%	13.1%
毛利率 (%)	30.3%	32.0%	32.1%	31.2%
ROE (%)	16.5%	16.3%	15.5%	14.9%
每股收益 (元)	0.72	0.85	0.95	1.08
P/E	16.58	28.79	25.56	22.61
P/B	2.73	4.68	3.95	3.37
EV/EBITDA	12.37	21.63	18.91	16.40

资料来源: Wind, 华安证券研究所

正文目录

1 聚焦 PCB 主业，营业收入持续增加	5
2 高端通信板、汽车板双轮驱动.....	6
3 加速海外生产基地建设，提升海外市场竞争力.....	7
风险提示:	7
财务报表与盈利预测	8

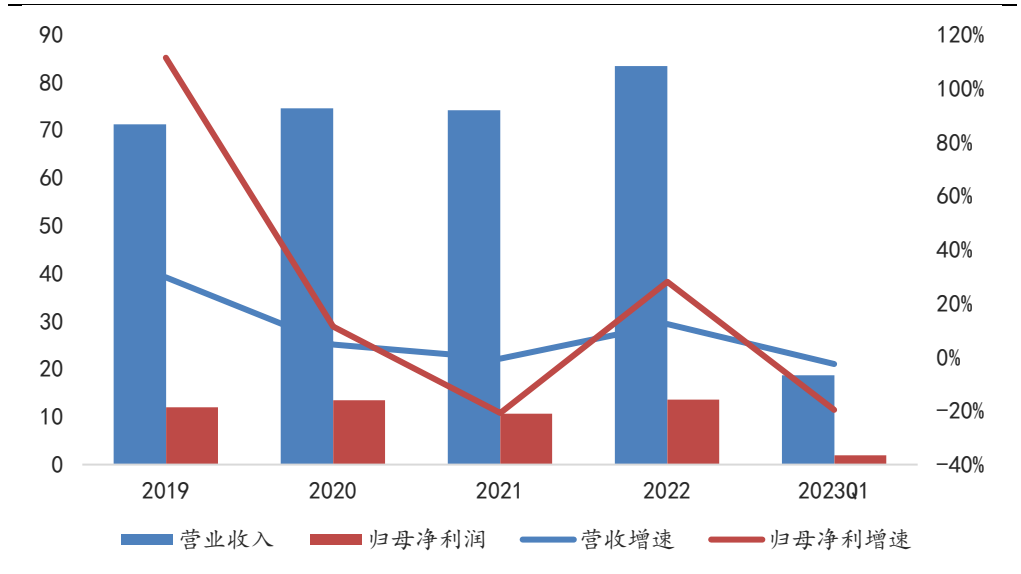
图表目录

图表 1 2019-2023Q1 营收、归母净利润(亿)及增速	5
图表 2 2019-2023Q1 毛利率(%)	5
图表 3 2019-2023Q1 净利润(亿)及增速	5
图表 4 PCB 应用领域营收占比	6
图表 5 PCB 应用领域毛利占比	6
图表 6 通讯板营收(亿)及增速	7
图表 7 汽车板营收(亿)及增速	7

1 聚焦 PCB 主业，营业收入持续增加

公司是全球领先的印制电路板公司，经过多年的发展和长期积累，已经在技术、质量、成本、品牌、规模等方面形成相对竞争优势，居行业领先地位。2019-2022，沪电营业收入持续增长，2019年营收71.29亿元，2022年营收增长到83.36亿元，同比2021年增长12.37%。归母净利润2022年增长到13.62亿元，同比增加28.03%。

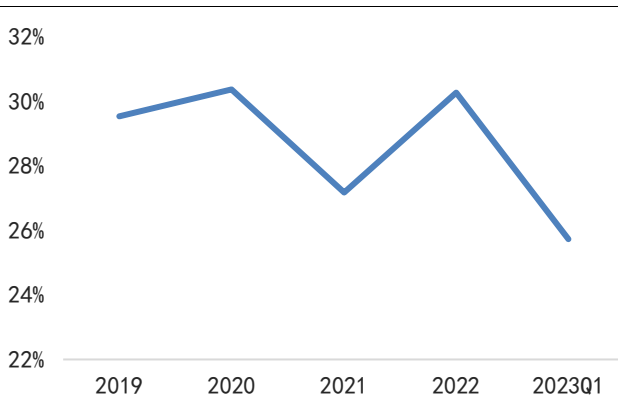
图表 1 2019-2023Q1 营收、归母净利润(亿)及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

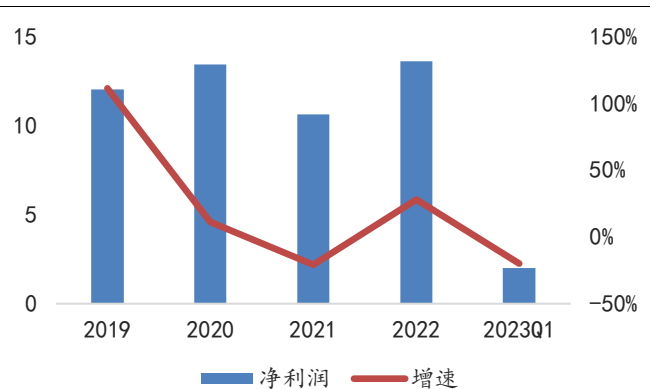
公司始终专注执行既定的“聚焦 PCB 主业、精益求精”的运营战略，已成为 PCB 行业内的重要品牌之一。2022 年营收 83.36 亿元，PCB 业务实现营业收入约 79.31 亿元，同比增长约 12.36%。随着 PCB 业务产品结构的进一步优化，2022 年毛利率提升至约 30.28%，同比增加约 3.1 个百分点。同时，2022 年公司净利润达到 13.62 亿元，同比增加 28.03%。

图表 2 2019-2023Q1 毛利率(%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 2019-2023Q1 净利润(亿)及增速

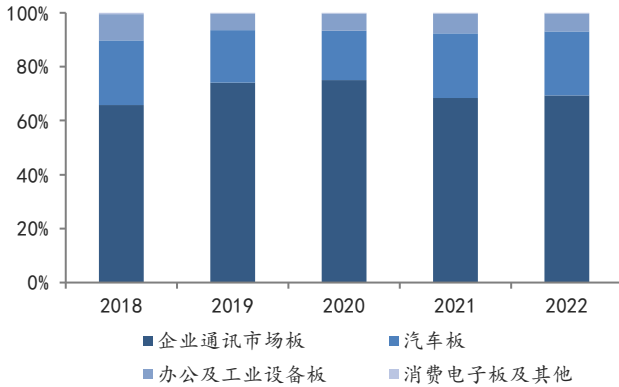


资料来源: wind, 华安证券研究所

2 高端通信板、汽车板双轮驱动

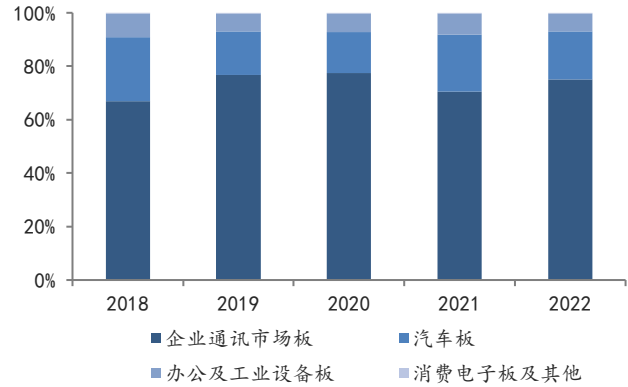
公司 PCB 产品以通信通讯设备、数据中心基础设施、汽车电子为核心应用领域，辅以工业设备、半导体芯片测试等应用领域。

图表 4 PCB 应用领域营收占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 PCB 应用领域毛利占比



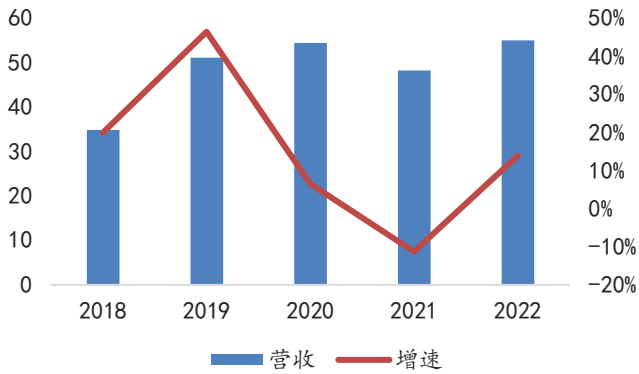
资料来源: wind, 华安证券研究所

OpenAI 的 ChatGPT 的显著成功似乎为商业人工智能应用发展开启了新时代的大门, AI 或将在未来 5 至 10 年内成为电子行业的主要驱动力, 未来随着 AI 的应用场景逐渐落地, 图像、语音、机器视觉和游戏等领域的数据将呈现爆发式增长, 相关研究信息显示到 2025 年全球数据创建量预计将增长到 180ZB 以上, 随着数据创建量的强劲增长, 数据存储容量的安装基数预计也将同步增加。

2022 年数据中心类型基础设施设备应用领域整体需求稳健, 高速网络设备、数据存储、高性能计算机、高速运算服务器、人工智能(AI)等新兴市场领域的结构性需求, 弥补了 5G 基站相关 PCB 产品需求不振以及日趋激烈的价格竞争的不利影响。随着国内相关防控措施逐步调整放开以及全球芯片、特定组件供应短缺等制约因素的逐步缓解和恢复, 终端需求积压的订单得以陆续执行, 公司产品库存也陆续得到消化。2022 年公司企业通讯市场板业务实现营业收入约 54.95 亿元, 同比增长约 13.95%; 公司企业通讯市场板毛利 2022 年达到 18.86 亿元, 占 PCB 应用的 75%; 毛利率率约为 34.33%, 同比增加约 4.97 个百分点。

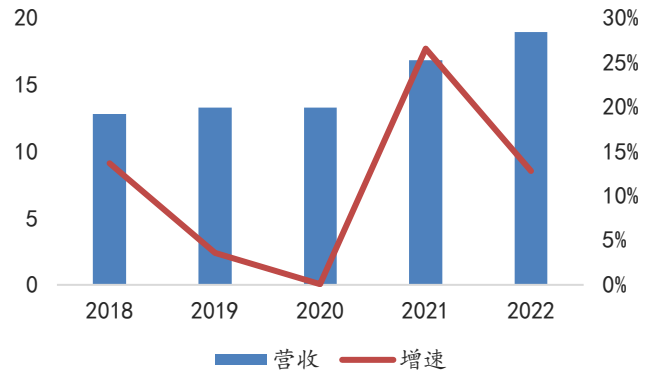
尽管全球汽车市场受到了持续的供应链约束和消费需求减弱等不利因素影响, 尽管新能源车市场销量屡创新高, 全球主要汽车市场整体销量均出现同比下滑。我国汽车产业供应链也受到严重冲击, 公司汽车业务仍实现高速增长。2022 年上半年, 公司汽车板业务受原材料价格高位运行等因素影响, 生产经营承压, 营业收入同比下滑约 0.76%; 毛利率同比减少约 2.33 个百分点。2022 年下半年, 随着受影响的供应链恢复以及后续市场需求的好转, 黄石二厂汽车板专线的新增产能全面释放, 沪利微电在持续调整优化产品和产能结构的基础上, 其毫米波雷达、采用 HDI 的自动驾驶辅助以及智能座舱域控制器、埋陶瓷、厚铜等新兴产品市场迅速成长, 2022 年下半年公司汽车板业务迅速恢复成长, 营业收入环比增长约 12.61%, 同比增长约 28.39%, 盈利能力也相应得到恢复和改善。2022 年全年, 公司汽车板业务实现营业收入约 18.97 亿元, 同比增长约 12.80%; 汽车板毛利率率约为 24.05%, 同比减少约 1.47 个百分点。

图表 6 通讯板营收 (亿) 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 汽车板营收 (亿) 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 加速海外生产基地建设, 提升海外市场竞争力

沪士泰国和沪士新加坡分别在 2022 年 10 月和 11 月成立。因业务发展和增加海外生产基地布局的需要, 决议在泰国投资新建生产基地, 投资金额约 2.8 亿美元。沪士泰国目前处于建设期。公司将加速泰国生产基地的建设, 力争将其实现规模量产的规划, 从 2025 年上半年提前到 2024 年第四季度。

公司全资子公司沪士国际以其自有资金在新加坡设立全资子公司, 注册资本 100 万美元。设立沪士新加坡是出于公司拓展业务和投资的需要, 以更好地满足客户需求, 更好地服务于客户。截至 22 年报, 沪士新加坡目前尚未正式开展业务。

风险提示

服务器需求不及预期、行业竞争加剧等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6726	7650	9674	12053	营业收入	8336	8919	10012	11748
现金	1292	1970	3421	4937	营业成本	5812	6069	6801	8078
应收账款	2244	2327	2648	3102	营业税金及附加	64	69	77	90
其他应收款	25	50	56	61	销售费用	273	280	317	373
预付账款	10	13	14	17	管理费用	163	177	198	232
存货	1786	1899	2147	2532	财务费用	-136	44	29	21
其他流动资产	1368	1390	1388	1405	资产减值损失	-152	-7	-8	-9
非流动资产	5775	6014	6290	6569	公允价值变动收益	35	0	0	0
长期投资	43	22	3	-15	投资净收益	-57	-41	-49	-60
固定资产	2719	2735	2755	2773	营业利润	1573	1835	2076	2346
无形资产	102	100	98	97	营业外收入	1	3	3	3
其他非流动资产	2911	3157	3435	3714	营业外支出	0	19	19	19
资产总计	12501	13665	15965	18622	利润总额	1573	1819	2060	2330
流动负债	3829	2789	3182	3746	所得税	212	215	253	287
短期借款	1406	250	300	350	净利润	1362	1604	1807	2043
应付账款	1569	1701	1922	2260	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	855	837	960	1137	归属母公司净利润	1362	1604	1807	2043
非流动负债	405	1005	1105	1155	EBITDA	1841	2087	2319	2587
长期借款	78	678	778	828	EPS (元)	0.72	0.85	0.95	1.08
其他非流动负债	327	327	327	327					
负债合计	4234	3794	4287	4901					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	1897	1897	1897	1897					
资本公积	356	356	356	356					
留存收益	6014	7618	9425	11468					
归属母公司股东权	8267	9871	11678	13721					
负债和股东权益	12501	13665	15965	18622					

现金流量表				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1566	1852	1967	2113
净利润	1362	1604	1807	2043
折旧摊销	328	249	253	262
财务费用	40	60	56	63
投资损失	53	41	49	60
营运资金变动	-350	-132	-230	-348
其他经营现金流	1846	1765	2069	2425
投资活动现金流	-802	-558	-610	-634
资本支出	-865	-529	-569	-581
长期投资	-75	12	8	6
其他投资现金流	138	-41	-49	-60
筹资活动现金流	-515	-616	94	37
短期借款	-171	-1156	50	50
长期借款	78	600	100	50
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	56	0	0	0
其他筹资现金流	-479	-60	-56	-63
现金净增加额	278	678	1451	1516

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	12.4%	7.0%	12.2%	17.3%
营业利润	31.8%	16.7%	13.1%	13.0%
归属于母公司净利	28.0%	17.8%	12.6%	13.1%
获利能力				
毛利率 (%)	30.3%	32.0%	32.1%	31.2%
净利率 (%)	16.3%	18.0%	18.0%	17.4%
ROE (%)	16.5%	16.3%	15.5%	14.9%
ROIC (%)	13.4%	15.0%	14.2%	13.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	33.9%	27.8%	26.9%	26.3%
净负债比率 (%)	51.2%	38.4%	36.7%	35.7%
流动比率	1.76	2.74	3.04	3.22
速动比率	1.29	2.06	2.36	2.54
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.65	0.63	0.63
应收账款周转率	3.72	3.83	3.78	3.79
应付账款周转率	3.70	3.57	3.54	3.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.72	0.85	0.95	1.08
每股经营现金流	0.83	0.98	1.04	1.11
每股净资产	4.36	5.20	6.16	7.23
估值比率				
P/E	16.58	25.93	23.02	20.36
P/B	2.73	4.21	3.56	3.03
EV/EBITDA	12.37	19.43	16.93	14.63

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。