

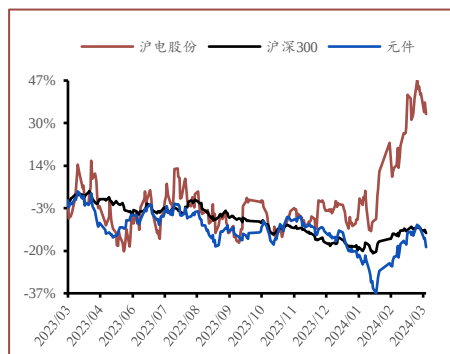
业绩符合预期，算力需求支持高端 PCB 增长

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)
基本数据
2024-03-27

收盘价(元)	30.08
流通股本(亿股)	19.11
每股净资产(元)	5.13
总股本(亿股)	19.12

最近 12 月市场表现


分析师 张益敏

 SAC 证书编号: S0160522070002
 zhangym02@ctsec.com

分析师 吴姣晨

 SAC 证书编号: S0160522090001
 wujc01@ctsec.com

相关报告

- 《保持强劲成长势头，高壁垒塑造优秀盈利能力》 2024-02-02
- 《净利润创历史新高，数通拉货展现成长动能》 2023-10-26
- 《业绩环比提升明显，AI 相关产品贡献强劲动能》 2023-08-26

核心观点

- ❖ **【事件】:** 公司发布 2023 年报和 2024Q1 业绩预告, 预计 2024Q1 实现归母净利润 4.60-5.20 亿元, 同比增长 129.66%-159.62%; 扣非后净利润 4.44-5.04 亿元, 同比增长 143.31%-176.18%。
- ❖ **AI 相关带动高端 PCB 占比快速提升:** 2023 年, AI 服务器和高速网络系统对大尺寸、高速高多层 PCB 的需求, 结构性抵消了传统数据中心领域支出增速下滑、以及客户去库存等影响。公司企业通讯市场板 2023 年实现营收 58.70 亿元, 同比+6.82%, 毛利率为 34.51%, 同比增加 0.18 个百分点。其中, AI 服务器和 HPC 相关 PCB 产品占公司企业通讯市场板营业收入的比重从 2022 年的约 7.89% (4.34 亿) 增长至约 21.13% (12.40 亿)。
- ❖ **及时把握汽车高端产品需求:** 2023 年, 随着零部件生产供应的逐渐正常化, 全球汽车行业迎来快速回暖。公司汽车板 2023 年整体实现营收 21.58 亿元, 同比+13.74%, 毛利率约为 25.65%, 同比增加约 1.6 个百分点。公司毫米波雷达、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、p2Pack 等新兴汽车板产品市场持续成长, 占公司汽车板营业收入的比重从 2022 年的约 21.45% (4.07 亿元) 增长至约 25.96% (5.60 亿元)。其中, 公司完成控股收购的胜伟策 5 月至 12 月期间营收为 8716 万元, 累计亏损约 1.05 亿元, 同比减亏幅度约 16.17%, 其亏损影响公司 2023 年汽车板毛利率约 2.21 个百分点。
- ❖ **保持自身研发水平的领先性和研究方向的前瞻性:** 在数据通讯、高速网络设备、数据中心等领域, 公司研发项目主要涉及 Class 8 及以上材料的运用及开发、NoEtch 氧化技术&背钻 Stub 6/7mil max 的高速信号完整性技术研发、PCB 供电技术方案研发等。在产品开发部分, 通用服务器 BHS 平台产品已落地开始产品化, 同时开始预研下一代 OKS 平台产品; 加速计算产品部分, 112Gbps 速率的产品已开始进行产品认证及样品交付, 3 阶 HDI 的 UBB 产品已开始量产交付, 基于 PFGE、GPU、XPU 等芯片架构的新平台部分目前在规划布局中; 网络交换部分, 基于 112Gbps 速率 51.2T 的盒式 800G 交换机已批量交付, 224Gbps 速率的产品(102.4T 交换容量 1.6T 交换机)开始进行预研, NPO/CPO 架构的交换/路由目前正配合客户在研发中; 半导体芯片测试用产品中的高复杂 PCB 已批量交付并同步规划多阶 HDI 产品。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 115.43/145.02/179.23 亿元, 归母净利润 20.36/25.67/31.18 亿元。对应 PE 分别为 29.21/23.17/19.07 倍, 维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 下游需求转弱; 新品研发不及预期; 地缘政治风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8336	8938	11543	14502	17923
收入增长率(%)	12.36	7.23	29.14	25.63	23.58
归母净利润(百万元)	1362	1513	2036	2567	3118
净利润增长率(%)	28.03	11.09	34.58	26.09	21.49
EPS(元/股)	0.72	0.79	1.06	1.34	1.63
PE	16.58	27.84	29.21	23.17	19.07
ROE(%)	16.47	15.46	18.71	20.55	21.28
PB	2.73	4.31	5.46	4.76	4.06

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8336.03	8938.31	11543.31	14502.27	17922.52	成长性					
减:营业成本	5811.61	6152.20	7892.74	9807.32	12026.34	营业收入增长率	12.4%	7.2%	29.1%	25.6%	23.6%
营业税费	64.43	66.07	85.42	108.77	136.21	营业利润增长率	31.8%	8.5%	35.5%	26.5%	22.1%
销售费用	272.74	279.62	357.84	459.25	591.44	净利润增长率	28.0%	11.1%	34.6%	26.1%	21.5%
管理费用	162.58	195.79	236.64	304.55	385.33	EBITDA 增长率	23.1%	14.1%	30.2%	24.7%	20.5%
研发费用	468.49	538.94	646.43	826.63	1057.43	EBIT 增长率	31.7%	11.1%	37.3%	27.0%	22.0%
财务费用	-136.32	-68.11	-6.31	4.02	1.58	NOPLAT 增长率	28.5%	12.2%	37.5%	26.4%	21.1%
资产减值损失	-152.04	-162.81	-130.10	-190.68	-259.74	投资资本增长率	10.7%	27.5%	7.1%	10.5%	13.1%
加:公允价值变动收益	35.39	0.69	5.00	6.00	2.00	净资产增长率	14.3%	19.0%	11.0%	14.6%	17.0%
投资和汇兑收益	-57.01	19.26	23.09	14.50	17.92	利润率					
营业利润	1572.62	1705.96	2311.93	2924.67	3570.89	毛利率	30.3%	31.2%	31.6%	32.4%	32.9%
加:营业外净收支	0.68	-0.62	2.00	1.00	1.50	营业利润率	18.9%	19.1%	20.0%	20.2%	19.9%
利润总额	1573.30	1705.34	2313.93	2925.67	3572.39	净利率	16.3%	16.7%	17.5%	17.6%	17.2%
减:所得税	211.72	215.82	288.72	376.34	482.27	EBITDA/营业收入	22.1%	23.5%	23.7%	23.5%	22.9%
净利润	1361.57	1512.54	2035.65	2566.84	3118.42	EBIT/营业收入	18.1%	18.8%	20.0%	20.2%	19.9%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	1292.45	2097.89	1475.53	1705.11	2869.52	固定资产周转天数	114	129	130	126	118
交易性金融资产	0.00	50.23	75.23	101.23	123.23	流动营业资本周转天数	111	104	78	75	64
应收账款	2243.72	2687.13	3210.66	4088.07	5121.69	流动资产周转天数	270	293	252	225	221
应收票据	10.64	6.25	8.12	11.28	13.03	应收帐款周转天数	91	99	92	91	92
预付帐款	10.21	16.37	18.26	22.00	28.93	存货周转天数	112	103	93	92	82
存货	1785.92	1749.22	2342.93	2675.08	2835.65	总资产周转天数	521	575	520	459	427
其他流动资产	1311.26	1209.42	1149.42	1137.82	1126.22	投资资本周转天数	401	447	402	348	315
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	16.5%	15.5%	18.7%	20.5%	21.3%
长期股权投资	43.42	48.93	36.36	31.69	27.78	ROA	10.9%	9.4%	11.7%	13.1%	13.7%
投资性房地产	24.31	22.94	29.16	36.48	40.54	ROIC	13.4%	11.8%	15.2%	17.3%	18.6%
固定资产	2719.06	3689.50	4643.34	5495.21	6289.65	费用率					
在建工程	710.97	569.96	426.38	377.72	378.41	销售费用率	3.3%	3.1%	3.1%	3.2%	3.3%
无形资产	102.16	374.93	371.00	366.01	359.87	管理费用率	2.0%	2.2%	2.1%	2.1%	2.2%
其他非流动资产	1867.12	3115.95	3115.95	3115.95	3115.95	财务费用率	-1.6%	-0.8%	-0.1%	0.0%	0.0%
资产总额	12501.32	16035.48	17340.38	19634.09	22834.85	三费/营业收入	3.6%	4.6%	5.1%	5.3%	5.5%
短期债务	1405.89	1434.49	1234.49	1034.49	834.49	偿债能力					
应付帐款	1568.84	2249.63	2500.43	3113.54	4008.52	资产负债率	33.9%	38.7%	37.0%	36.2%	35.8%
应付票据	356.74	374.07	446.47	544.85	668.13	负债权益比	51.2%	63.0%	58.7%	56.9%	55.9%
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.76	1.56	1.59	1.65	1.74
长期借款	77.97	846.49	846.49	846.49	846.49	速动比率	0.94	0.97	0.92	1.00	1.17
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	41.29	19.15	65.64	94.04	131.61
负债总额	4234.42	6198.26	6416.64	7117.01	8183.66	分红指标					
少数股东权益	0.00	52.52	42.08	24.57	-3.73	DPS(元)	0.15	0.50	0.50	0.50	0.50
股本	1896.66	1908.58	1912.00	1912.00	1912.00	分红比率					
留存收益	5988.74	7218.87	8312.40	9923.24	12085.66	股息收益率	1.3%	2.3%	1.6%	1.6%	1.6%
股东权益	8266.90	9837.22	10923.75	12517.08	14651.19	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.72	0.79	1.06	1.34	1.63
净利润	1361.57	1512.54	2035.65	2566.84	3118.42	BVPS(元)	4.36	5.13	5.69	6.53	7.66
加:折旧和摊销	328.28	418.88	427.63	480.10	535.56	PE(X)	16.6	27.8	29.2	23.2	19.1
资产减值准备	162.94	151.14	135.10	198.68	274.74	PB(X)	2.7	4.3	5.5	4.8	4.1
公允价值变动损失	-35.39	-0.69	-5.00	-6.00	-2.00	P/FCF					
财务费用	39.67	3.29	35.15	31.15	27.15	P/S	2.7	4.7	5.2	4.1	3.3
投资收益	52.54	-22.18	-23.09	-14.50	-17.92	EV/EBITDA	12.4	20.3	22.1	17.6	14.3
少数股东损益	0.00	-23.02	-10.43	-17.51	-28.30	CAGR(%)					
营运资金的变动	-350.49	166.68	-772.87	-486.65	-177.55	PEG	0.6	2.5	0.8	0.9	0.9
经营活动产生现金流量	1565.77	2243.31	1824.09	2756.01	3734.61	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-802.34	-1869.98	-1272.60	-1339.27	-1387.06	REP					
融资活动产生现金流量	-515.39	428.35	-1187.73	-1187.15	-1183.15						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露**● 分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。