

沪电股份(002463.SZ)

数通PCB领域传统强者，乘AI之风实现业绩高增

推荐（首次）

股价：29.55元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.wustec.com
大股东/持股	BIGGERING (BVI) HOLDINGS CO., LTD./19.44%
实际控制人	吴礼淦家族
总股本(百万股)	1,913
流通A股(百万股)	1,911
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	565
流通A股市值(亿元)	565
每股净资产(元)	5.41
资产负债率(%)	41.4

行情走势图



证券分析师

付强 投资咨询资格编号
S1060520070001
FUQIANG021@pingan.com.cn

徐勇 投资咨询资格编号
S1060519090004
XUYONG318@pingan.com.cn

研究助理

郭冠君 一般证券从业资格编号
S1060122050053
GUOGUANJUN625@pingan.com.cn



平安观点：

- 国内领先高端 PCB 厂商，深耕数通和汽车两大领域。公司是国内高端 PCB 的领军者，相关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。通过在行业深耕三十余年，公司已经在技术、质量、成本、品牌、规模等方面形成竞争优势，居行业领先地位，并连续多年入选中国电子电路行业协会（CPCA）、行业研究机构 Prismark、N.T.Information 等行业协会及研究机构发布的 PCB 百强企业。
- 围绕 AI 深度布局，产品结构不断优化。公司作为数通 PCB 领域的领先企业，围绕 AI 领域进行深度布局，其中，公司 112Gbps 速率产品在 2023 年开始认证并实现样品交付，3 阶 HDI 的 UBB 产品也已实现量产交付，促使 AI 服务器和 HPC 相关 PCB 产品占公司企业通讯市场板收入比重从 2022 年的 8% 增长至 2023 年的 21%。考虑到公司领先的市场地位以及产品竞争力，公司 AI 相关的产品料号和客户份额有望迎来进一步提升，结合公司在高速交换机领域的领先布局，公司企业通讯板业务有望进入快速发展阶段。
- 新兴汽车板业务拓展顺利，高阶 HDI 产能持续扩充。公司依托深耕多年的底层技术积累和创新能力，和客户在新能源车三电系统、自动驾驶辅助、智能座舱以及车联网等方面深度合作，其中，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。另外，当前公司针对性地加大对沪利微电的投资以扩充汽车高阶 HDI 产能，黄石二厂也在优化制程能力的基础上，加速新产品和新客户的认证与导入，通过在高端车用 PCB 领域的前瞻性布局，公司车载业务有望持续受益于汽车电子化/智能化加速浪潮。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,336	8,938	11,885	14,849	17,354
YOY(%)	12.4	7.2	33.0	24.9	16.9
净利润(百万元)	1,362	1,513	2,366	3,152	3,801
YOY(%)	28.0	11.1	56.4	33.2	20.6
毛利率(%)	30.3	31.2	33.9	34.8	35.4
净利率(%)	16.3	16.9	19.9	21.2	21.9
ROE(%)	16.5	15.5	21.6	25.1	26.3
EPS(摊薄/元)	0.71	0.79	1.24	1.65	1.99
P/E(倍)	41.5	37.4	23.9	17.9	14.9
P/B(倍)	6.8	5.8	5.2	4.5	3.9

- **业绩弹性持续释放，盈利能力领先同业。**得益于公司高端市场的战略定位，以及产品结构的持续优化，近几年公司的利润率在同行业可比公司中处于明显领先地位，尤其是在销售净利率方面，2023年在PCB行业整体下行背景下，公司净利率依旧实现逆市提升，同比+0.33pct至17%，较同业领先幅度进一步扩大。随着公司产品结构持续优化，公司出色的获利能力得到进一步加强，24Q1公司实现归母净利润5.1亿，同比+157%，另外，公司单季度利润率创下新高，毛利率和净利率分别提升至33.86%和19.66%。
- **投资建议：**当前AI技术需求火爆，AI服务器出货呈现高增态势，叠加高速交换机渗透加速，将共同驱动高端PCB产品需求的增长，公司作为当前高端数据中心PCB的重要供应商，有望持续受益。考虑到高端产品带来的单机价值量提升，我们看好公司在高端产品占比持续提升背景下带来的业绩释放，预计公司2024-2026年EPS分别为1.24元、1.65元和1.99元，对应2024年4月23日收盘价PE分别为23.9X、17.9X和14.9X，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）行业与市场竞争风险。PCB行业供求变化受宏观经济形势的影响较大，同时PCB行业集中度较低、市场竞争较为激烈，如果公司不能有效应对日益激烈的市场竞争，将会对公司的业绩产生不利影响；（2）汇率风险。公司主营业务收入对美元兑人民币汇率相对敏感，如果汇率发生重大变化，将会直接影响公司进口原材料成本和出口产品售价，产生汇兑损益，进而影响公司净利润；（3）原材料供应紧张及价格波动风险。公司原材料成本占产品成本比重较高，若后续原材料价格出现大幅波动，且公司无法通过提高产品价格向下游客户传导，将会对公司经营成果产生不利影响；（4）产品质量控制风险。PCB如果发生质量问题，则包含所有接插在其上的元器件在内的整块集成电路板会全部报废，所以客户对PCB的产品质量要求较高，如果公司不能有效控制产品质量，相应的赔偿风险将会对公司净利润产生一定影响。

正文目录

一、国内领先高端 PCB 厂商，业绩有望迎来高速增长	6
1.1 国内领先高端 PCB 厂商，深耕数通和汽车两大领域	6
1.2 股权结构分散，子公司经营稳定	7
1.3 营收净利双增，盈利能力突出	8
二、市场空间广阔，新兴市场需求增长	10
2.1 数通：AI 高速发展带动需求快速提升	12
2.2 汽车电子：新能源车渗透加速，推动车用 PCB 需求增长	15
三、数通+汽车双轮驱动，获利能力明显优于同业	17
3.1 深耕数通和汽车电子，技术与客户资源优势明显	17
3.2 管理生产效率持续提高，获利能力处于行业领先	19
四、投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议	21
五、风险提示	21

图表目录

图表 1 沪电股份主要客户类别、最终产品以及相关 PCB 技术情况	6
图表 2 沪电股份主要产品	6
图表 3 沪电股份发展历程	7
图表 4 沪电股份股权结构（截至 2024 年 3 月底）	8
图表 5 沪电股份主要子公司 2023 年财务数据（单位：元）	8
图表 6 沪电股份营收情况	9
图表 7 沪电股份归母净利润情况	9
图表 8 沪电股份营收拆分（按业务，单位：百万元）	9
图表 9 PCB 业务营收拆分（按地区，单位：百万元）	9
图表 10 沪电股份利润率情况	10
图表 11 沪电股份毛利率情况（按业务划分）	10
图表 12 沪电股份费用率情况	10
图表 13 沪电股份研发费用情况	10
图表 14 2023-2028 年全球 PCB 产值情况	11
图表 15 2023-2028 年中国 PCB 产值情况	11
图表 16 2023-2028 年全球不同 PCB 产值 CAGR 预测	11
图表 17 2023-2028 年中国不同 PCB 产值 CAGR 预测	11
图表 18 2022-2027 年全球 PCB 产值预测（按应用领域，单位：百万美元）	12
图表 19 2022 年全球 PCB 产值情况（按地区）	12
图表 20 2022 年全球营收前十 PCB 厂商情况	12
图表 21 2020-2024 年全球服务器整机出货量同比增速	13
图表 22 2022-2026 年全球 AI 服务器出货量	13
图表 23 不同服务器平台 PCB 工艺水平	13
图表 24 2019-2023 年全球网络市场规模	14
图表 25 交换机处理能力不断提升	14
图表 26 2020-2027 年 AI 后端网络交换机结构	15
图表 27 汽车电子占整车成本比例变化情况	16
图表 28 汽车电子价值量占比（按不同类型车型）	16
图表 29 中国新能源汽车销量	16
图表 30 中国新能源汽车渗透率	16
图表 31 2022-2026 年全球车用 PCB 产值预估	17
图表 32 2023 年公司在研项目情况	18
图表 33 可比公司销售毛利率情况	19
图表 34 可比公司销售净利率情况	19
图表 35 可比公司人均创收情况（单位：万元）	19

图表 36 可比公司人均创利情况（单位：万元）	19
图表 37 公司盈利预测	20
图表 38 可比公司盈利预测与估值	21

一、国内领先高端 PCB 厂商，业绩有望迎来高速增长

1.1 国内领先高端 PCB 厂商，深耕数通和汽车两大领域

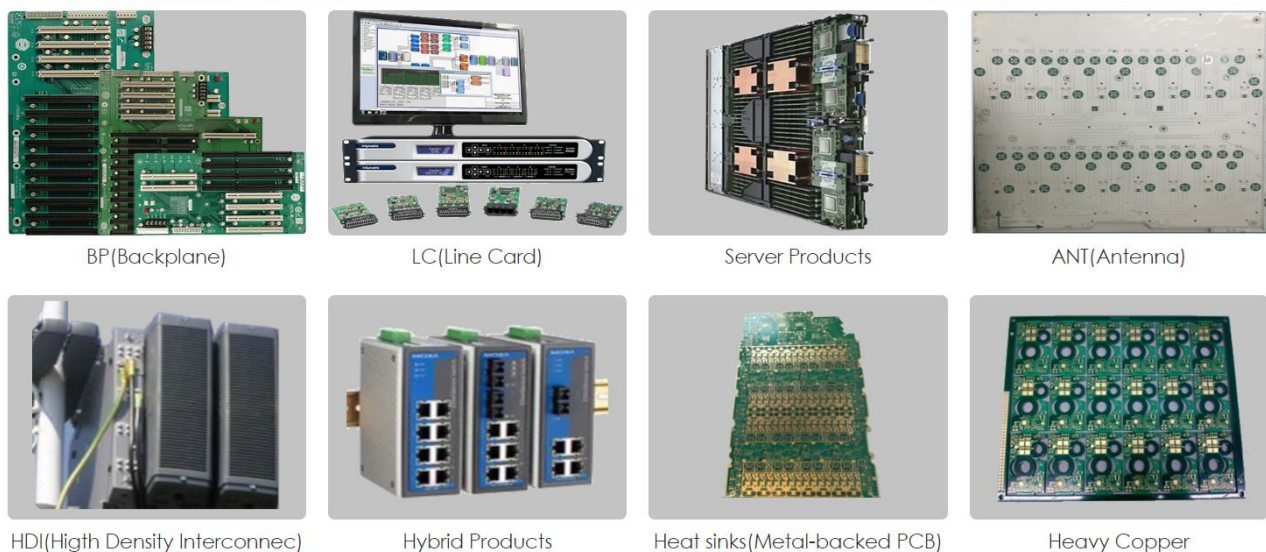
沪电股份 (002463.SZ) 成立于 1992 年，于 2010 年上市，是国内领先的高端 PCB 企业，公司 PCB 产品以通信通讯设备、数据中心基础设施、汽车电子为核心应用领域，辅以工业设备、半导体芯片测试等应用领域。通过在行业深耕三十余年，公司已经在技术、质量、成本、品牌、规模等方面形成竞争优势，居行业领先地位，并连续多年入选中国电子电路行业协会 (CPCA)、行业研究机构 Prismark、N.T.Information 等行业协会及研究机构发布的 PCB 百强企业。

图表1 沪电股份主要客户类别、最终产品以及相关 PCB 技术情况

客户类别	最终产品	公司 PCB 技术
汽车	刹车系统、转向系统、动力系统、新能源电机系统、电池管理系统、逆变器、自动驾驶辅助系统 (雷达、摄像头)、车身电子、车载娱乐设施、导航等	双面到十二层通孔板、机械盲孔、HDI、HF/RF 混压板、半折弯板、3~6oz 厚铜板、嵌陶瓷板、嵌铜块板等
电源设备	直流-直流转换器、高端设备/计算机电力供给	厚铜 (3oz~12oz)、层数最高达 20 层
计算机/电脑	高端服务器和工业用计算机	最高 40 层的通孔板、尺寸达到 24X42 英寸
电信基础设施(无线)	基站 (4G、5G、WiMax、LTE)、天线、滤波器和功率放大器	层数 2~64 层、盲埋孔、HDI、背板、线卡/子卡、背钻、散热器 (铜块粘接、埋/嵌铜块、Pre-Bonding 铜块、Post-Bonding 铜块)、铁弗龙 (聚四氟乙烯材质)、陶瓷填充材质、凹槽/阶梯槽、多材质整面混压/局部混压、埋容工艺
核心网络(有线)	高端路由器、交换机和存储 (云计算)	最高 64 层的背板、HDI、最高 64 层的高技术通孔板、背钻
半导体	专为芯片设计定制产品、仿真器、ATE 测试相关的产品、老化测试相关产品、晶圆测试承载板和探针卡载板	多次压合、HDI、POFV (VIPPO)、背钻、14 层及以上的通孔板卡
工业	动力控制、温湿度控制、工厂自动化、建筑机械、办公设备	双面到十六层通孔板、机械盲孔、HDI、半折弯板、3~6oz 厚铜板等

资料来源：沪电股份官网，平安证券研究所

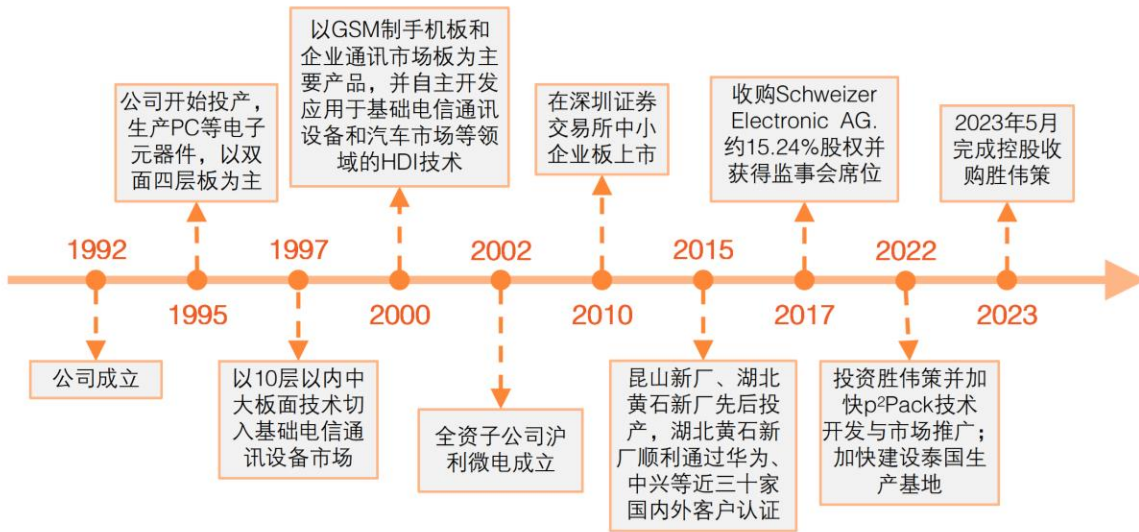
图表2 沪电股份主要产品



资料来源：沪电股份官网，平安证券研究所

行业深耕三十年，业务布局持续完善。公司成立于 1992 年，发展早期主要生产应用于消费电子领域的双面四层板，1997 年公司通过 10 层以内中大板面技术切入基础电信通讯设备市场，并于 2000 年开始自主研发应用于基础电信通讯设备和汽车市场等领域的 HDI 技术，后续公司于 2010 年在深交所上市，2015 年公司昆山新厂、湖北黄石新厂先后投产，2022 年投资胜伟策并加快 p²Pack 技术开发与市场推广，后于 2023 年 5 月完成控股收购胜伟策。

图表3 沪电股份发展历程



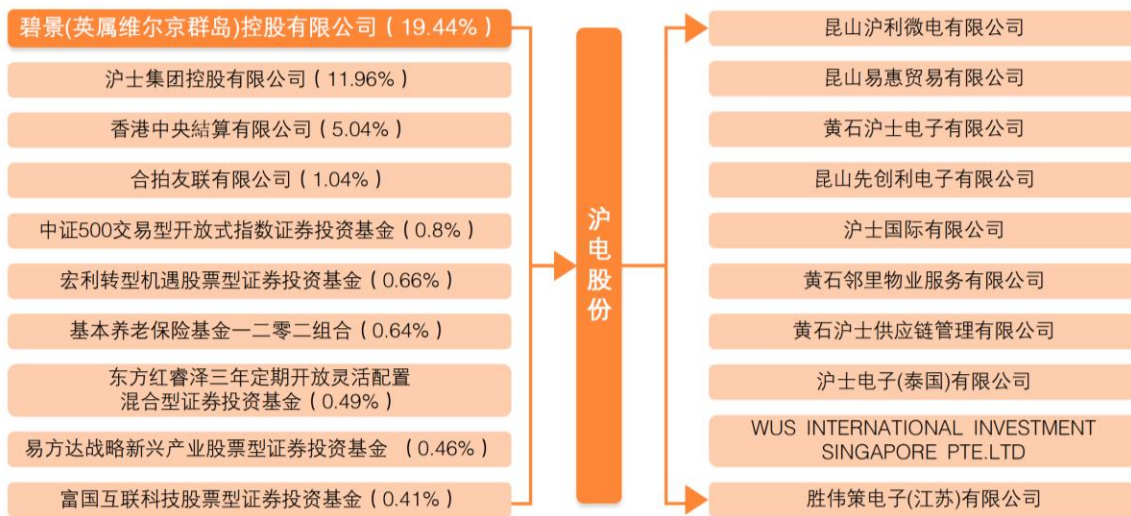
资料来源：沪电股份招股说明书，沪电股份年报，平安证券研究所

公司产能不断提升，海外基地加速建设。当前公司主要的生产基地包括沪利微电、青淞厂、黄石沪士（包括黄石一厂和黄石二厂）和胜伟策，其中，沪利微电汽车板产能不断提升，而黄石一厂主要以企业通讯市场板为主，黄石二厂则专注于汽车板的生产。海外产能方面，考虑到多区域分散风险运营能力或将逐步成为行业未来成长的关键，公司正加速泰国生产基地（沪士泰国）的建设，预计将在 2024 年第四季度实现量产。另外，当前公司深度整合昆山和黄石生产基地的生产和管理资源，对关键制程进行技术升级和产能扩充，同时加大对沪利微电的投资以扩充汽车高阶 HDI 产能，并在黄石二厂加速新产品和新客户的认证与导入。此外，公司策略性地将青淞厂的中低阶产品转移至黄石沪士，以优化资源配置和提升生产效率。

1.2 股权结构分散，子公司经营稳定

股权结构分散，吴礼淦家族为实控人。截至 2024 年 3 月底，公司前十大股东持股合计达 40.94%，其中，碧景（英属维尔京群岛）控股有限公司为公司第一大股东，持股比例达 19.44%。另外，吴礼淦家族成员通过持股碧景（英属维尔京群岛）控股有限公司以及合拍友联有限公司，为公司的实际控制人。

图表4 沪电股份股权结构（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：沪电股份季报，平安证券研究所

公司核心子公司包括沪利微电、黄石沪士、沪士国际、黄石供应链、沪士泰国和胜伟策。其中，沪利微电、黄石沪士、沪士泰国和胜伟策主要业务为 PCB 生产制造销售，沪士国际目前主要是为方便公司在中国内地以外获取订单以及销售所设，而黄石供应链则主要以供应链管理、房地产开发及相关配套服务为主。经营业绩方面，沪利微电、黄石沪士和沪士国际均已实现盈利。

图表5 沪电股份主要子公司 2023 年财务数据（单位：元）

公司名称	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
沪利微电	PCB 生产制造销售	1,500,000,000	2,384,130,670	1,132,427,372	1,972,537,431	190,217,118	181,143,054
黄石沪士		1,300,000,000	2,689,712,748	2,023,357,686	1,987,966,173	405,467,011	338,599,014
沪士国际	商业贸易	美元 102,776	2,077,924,717	163,634,076	4,954,887,347	49,765,491	45,012,749
黄石供应链	供应链管理、房地产开发及相关配套服务等	50,000,000	227,957,034	10,140,039	9,312,599	-28,301,817	-28,301,817
沪士泰国	PCB 生产制造销售	泰铢 6,380,000,000	654,742,982	583,567,780	-	-11,390,285	-11,390,285
胜伟策	PCB 生产制造销售	欧元 87,716,023	962,976,904	-56,018,645	122,262,076	-159,365,490	-191,462,516

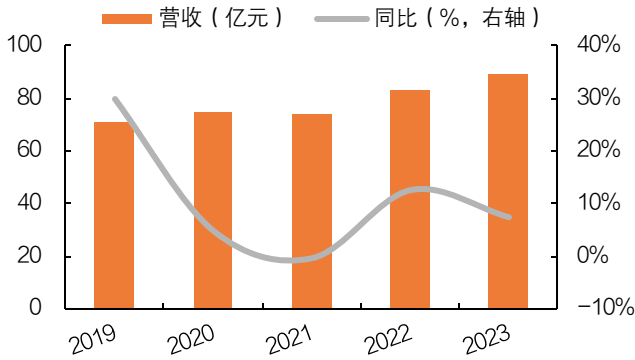
资料来源：沪电股份年报，平安证券研究所（注：沪利微电和黄石沪士 2023 年度财务数据已经审计，其余子公司 2023 年度财务数据未经审计。其中胜伟策的财务数据为 2023 年全年，但不包含购买日可辨认净资产公允价值为基础的相关调整。）

1.3 营收净利双增，盈利能力突出

受益高端 PCB 需求增长，公司营收净利双增。通过紧抓 AI、高速网络和智能汽车系统对高端 HDI、高速高层 PCB 的结构性需求，公司在 2023 年 PCB 行业发展整体承压的背景下，依旧实现了营收和净利润双增，2023 年公司实现营收 89.4 亿元，

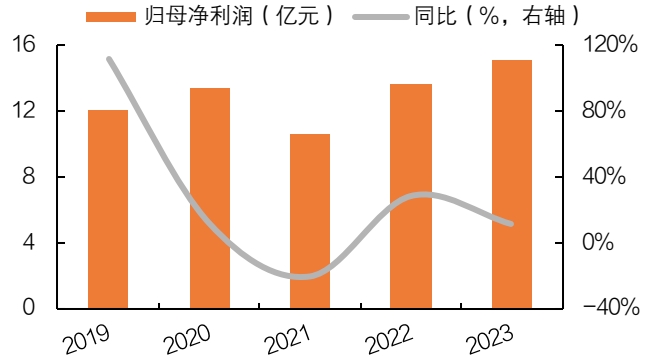
同比+7%，其中PCB业务实现收入85.7亿元，同比+8%。净利润方面，2023年公司实现归母净利润15.1亿元，同比+11%，从24Q1来看，由于高速运算服务器、AI等新兴计算场景对高多层PCB的结构性需求，公司盈利能力得到进一步提升，24Q1公司实现收入25.8亿元，同比+38.34%，实现归母净利润5.1亿元，同比+157%，另外，公司单季度利润率创下新高，毛利率和净利率分别提升至33.86%和19.66%。

图表6 沪电股份营收情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

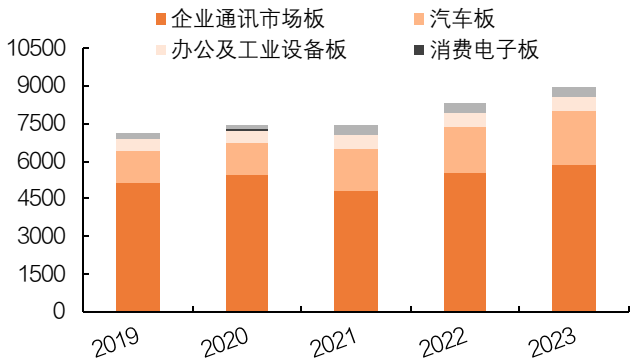
图表7 沪电股份归母净利润情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

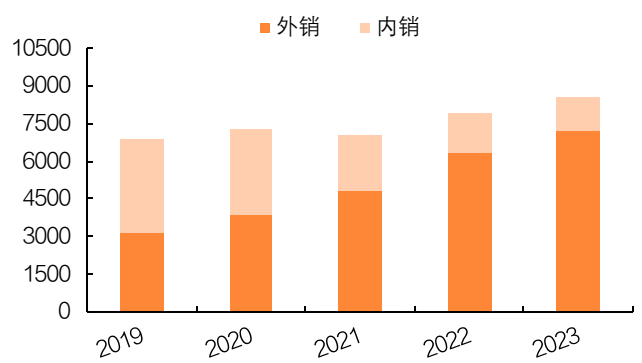
通讯、汽车为公司核心业务领域，PCB业务以外销为主。营收结构方面，近几年企业通讯市场板一直是公司的核心业务，在AI服务器和高速网络系统结构性需求带动下，该业务2023年实现收入58.7亿元，同比+6.8%，占总营收66%，其次为汽车板业务，2023年实现收入21.6亿元，同比+14%，占总营收24%。按地区划分的话，公司PCB业务营收外销占比逐年提升，2019年公司PCB业务外销占比为46%，随着公司持续加大海外客户开拓，2023年外销占比提升至84%。

图表8 沪电股份营收拆分 (按业务, 单位: 百万元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

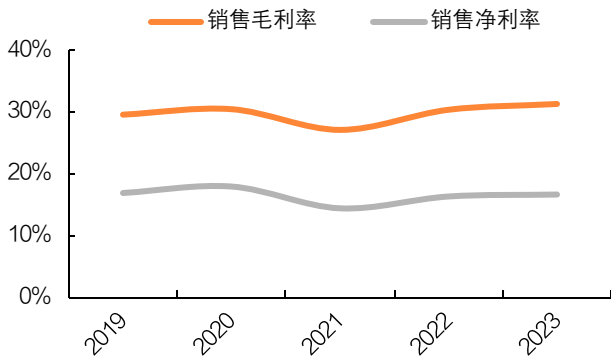
图表9 PCB业务营收拆分 (按地区, 单位: 百万元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

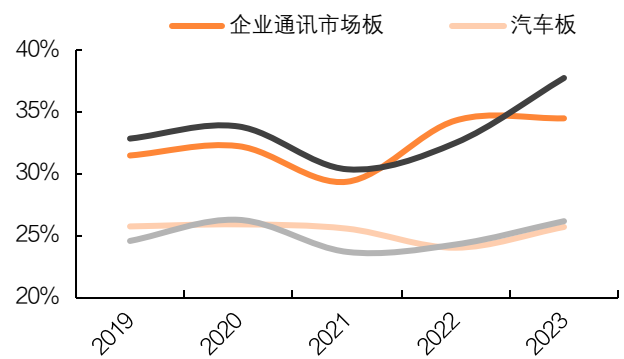
产品结构优化带动毛利率提升，净利率处于行业领先水平。随着公司产品结构进一步优化，2023年公司毛利率达31%，同比+0.89pct。其中，公司PCB业务毛利率为32.5%，同比+0.74pct，分业务来看，2023年公司办公及工业设备板业务毛利率提升明显，由2022年的32.6%增长至2023年的37.8%，2023年企业通讯市场板业务毛利率则增长至34.5%，汽车板和消费电子板则基本稳定在25%上下，2023年对应毛利率分别为25.7%和26.1%。净利率方面，2023年公司销售净利率为16.7%，同比+0.33pct，在同业中处于领先水平。

图表10 沪电股份利润率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

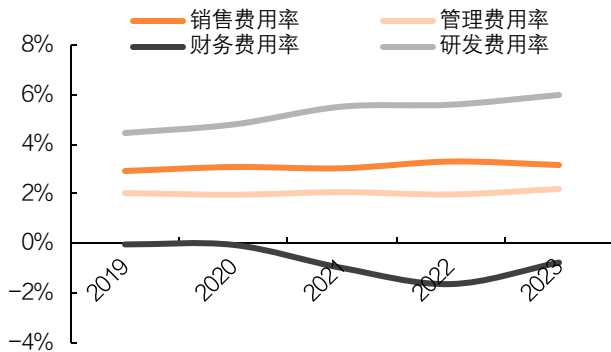
图表11 沪电股份毛利率情况 (按业务划分)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

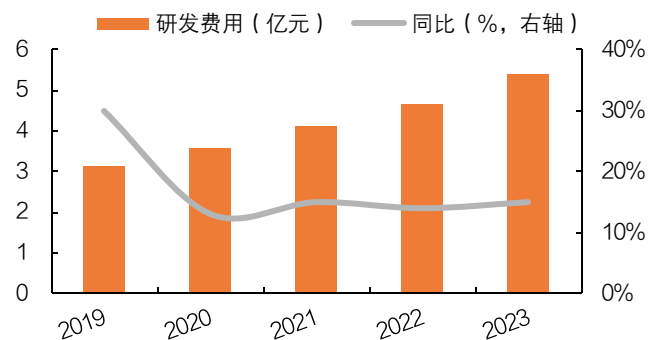
财务费用受汇率影响增长, 研发费用呈现逐年提升态势。费用方面, 除了财务费用由于汇率等原因在 2023 年出现同比大幅提升之外, 其余费用与公司发展经营情况基本匹配, 其中, 公司研发费用呈现逐年增长态势, 2023 年公司研发费用达 5.4 亿元, 同比+15%。

图表12 沪电股份费用率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 沪电股份研发费用情况

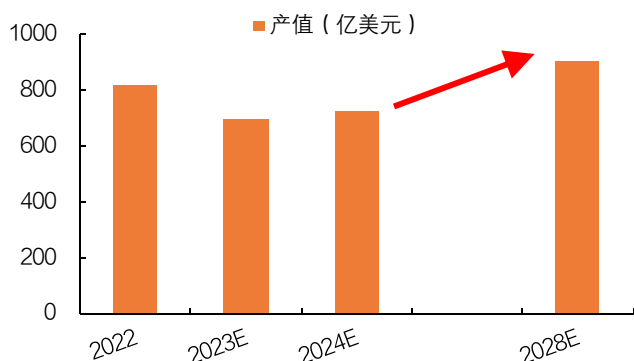


资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、市场空间广阔, 新兴市场需求增长

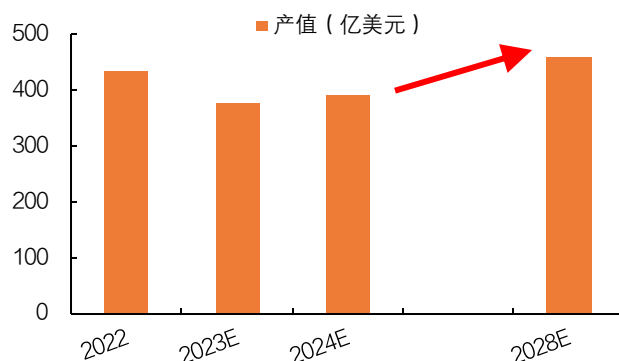
印制电路板 (PCB) 是承载电子元器件并连接电路的桥梁, 被称为“电子产品之母”, 下游广泛应用于通讯电子、消费电子、计算机、汽车电子、工业控制、医疗器械、国防及航空航天等领域, 在终端电子产品中具有不可替代性。PCB 不仅是现代信息技术的基础性产业, 同时也是全球电子元件细分产业中产值占比最大的行业, 根据 Prismark 数据, 2024 年全球 PCB 产值有望同比+5%至 729.7 亿美元, 2028 年有望增长至 904.1 亿美元。国内市场方面, 2024 年中国 PCB 产值有望同比+4%至 393.4 亿美元, 2028 年有望增长至 461.8 亿美元。

图表14 2022-2028 年全球 PCB 产值情况



资料来源: Prisma, 平安证券研究所

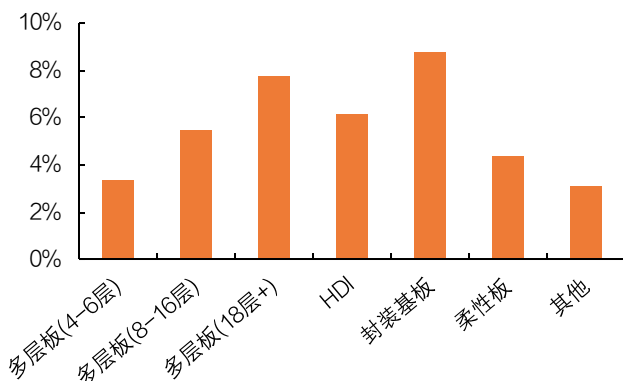
图表15 2022-2028 年中国 PCB 产值情况



资料来源: Prisma, 平安证券研究所

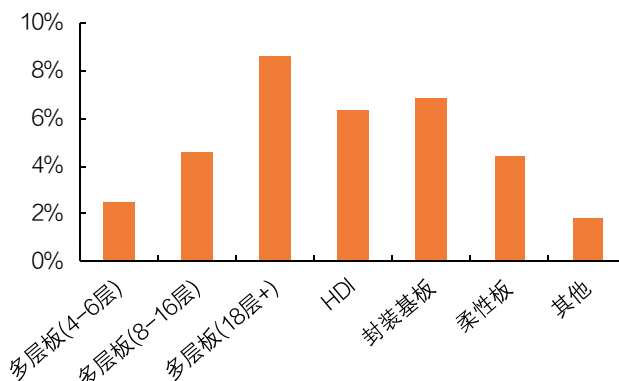
从产品结构上看,全球 PCB 产业均在向高精度、高密度和高可靠性方向靠拢,根据 Prisma 数据,全球封装基板 2023-2028 年 CAGR 达 8.8%,为增速最快的细分 PCB 品类,而国内市场方面,增速最快的为 18 层以上多层板,2023-2028 年 CAGR 达 8.6%。

图表16 2023-2028 年全球不同 PCB 产值 CAGR 预测



资料来源: Prisma, 平安证券研究所

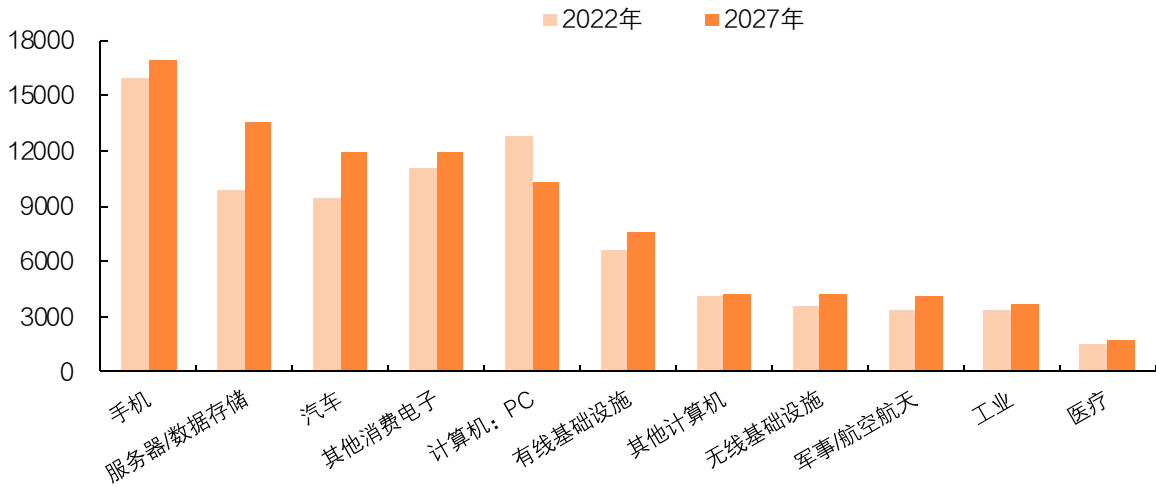
图表17 2023-2028 年中国不同 PCB 产值 CAGR 预测



资料来源: Prisma, 平安证券研究所

手机为 PCB 最大应用下游,服务器 PCB 产值受益 AI 增长迅速。根据 Prisma 数据,2022 年手机为 PCB 最大的应用下游,全球产值达 160 亿美元,其次为 PC,全球产值达 127 亿美元,Prisma 预计到 2027 年,除了计算机(PC)之外,其余 PCB 主要应用下游产值均出现不同程度的增长,手机依旧是最核心的应用下游,2027 年产值达 170 亿美元,而服务器领域得益于 AI 的推动,相关 PCB 产值增速最为明显,2022-2027 年 CAGR 达 6.5%,另外,在汽车电子化、智能化加速背景下,车用 PCB 产值预计将从 2022 年的 95 亿美元增长至 2027 年的 120 亿美元,2022-2027 年 CAGR 达 4.8%。

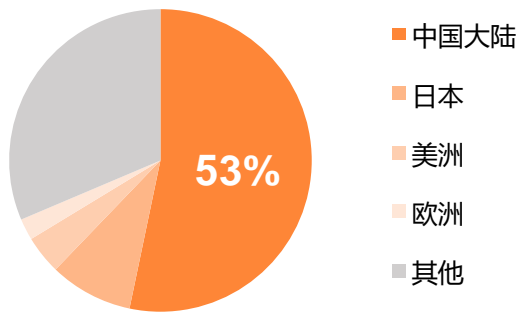
图表18 2022-2027 年全球 PCB 产值预测 (按应用领域, 单位: 百万美元)



资料来源: Prisma, 平安证券研究所

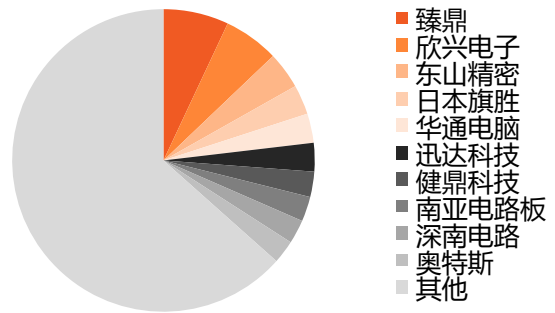
全球 PCB 厂商众多, 行业集中度较为分散。竞争格局方面, 当前全球 PCB 厂商众多, 行业集中度整体较为分散, 根据 Prisma 数据, 2022 年全球前十 PCB 厂商营收合计达 299 亿美元, 占全球市场比例达 37%, 其中, 臻鼎以 7% 的市占率位列全球首位, 其次为欣兴电子和东山精密, 市占率分别为 6% 和 4%。

图表19 2022 年全球 PCB 产值情况 (按地区)



资料来源: Prisma, 平安证券研究所

图表20 2022 年全球营收前十 PCB 厂商情况



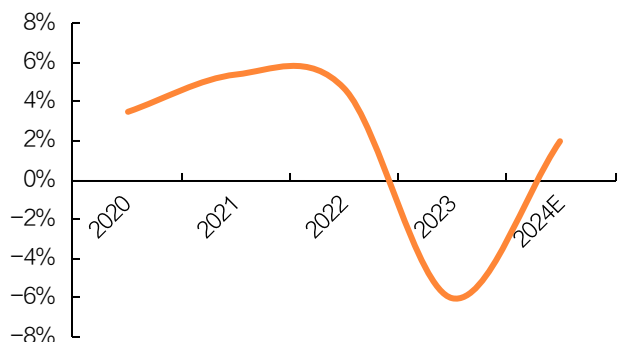
资料来源: Prisma, PCBWorld, 平安证券研究所

2.1 数通: AI 高速发展带动需求快速提升

(1) 服务器: AI 服务器加速出货, 带动 PCB 量价齐升

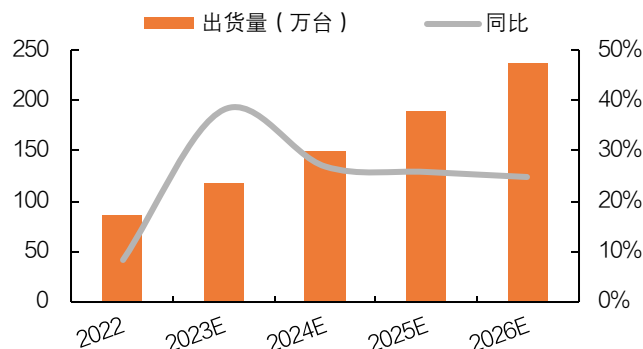
根据 IDC 数据, 2022 年全球人工智能 IT 总投资规模达 1325 亿美元, 2027 年有望增加至 5124 亿美元, 22-27 年 CAGR 达 31%。其中, 预计 2027 年全球约 45% 企业将通过生成式 AI 来开发产品和服务, 将相应带动全球生成式 AI 市场规模增长至 1500 亿美元。在此背景下, AI 服务器作为主要硬件基础设施, 全球出货量有望保持高增态势, 根据 TrendForce 数据, 预计 2023 年全球 AI 服务器出货量将同比+38.4%至 118 万台, 2026 年有望增长至 237 万台, 2023-2026 年 CAGR 达 26%。

图表21 2020-2024年全球服务器整机出货量同比增速



资料来源: TrendForce, 平安证券研究所

图表22 2022-2026年全球AI服务器出货量



资料来源: TrendForce, 平安证券研究所

服务器平台更新迭代, 单机 PCB 层数和用料迎来升级。当前 PCB 在服务器领域的应用主要覆盖于 CPU、主板、电源背板、硬盘背板、网卡以及 Riser 卡等多个关键部件, 随着服务器平台技术的不断进步和迭代, 对 PCB 的层数和材料质量的要求也在不断提高。其中, PCB 所需层数不仅从 Purley 平台的 10-12 层提升至 Eagle Stream 的 14-20 层, 而且用料方面也对 CCL 损耗等级有着更高的要求, 相应带来单机 PCB 价值量的提升。

图表23 不同服务器平台 PCB 工艺水平

指令集架构	Intel X86 架构					AMD X86 架构			华为 ARM 架构	
	服务器芯片平台	Purley	Whitley	Eagle stream	Birch Stream	Rome	Milan	Genoa	Turin	鲲鹏系列
芯片架构	Skylake	Ice lake	Sapphire Rapids	Granite Rapids	Zen2	Zen3	Zen4	Zen5	920	
芯片工艺	14nm	10nm	7nm	7nm	7nm	7nm	5nm	4/3nm	7nm	
信号需求传输速率	DDR	DDR3	DDR4	DDR5	DDR5	DDR4	DDR4	DDR5	DDR5	DDR4
	PCIe	PCIe3.0	PCIe4.0	PCIe5.0	PCIe5.0	PCIe4.0	PCIe4.0	PCIe5.0	PCIe5.0	PCIe4.0
服务器 PCB 工艺	层数	10-12L	12-18L	14-20L	14-20L	12-14L	14-16L	14-18L	14-18L	12-18L
	BGA Pitch	1-1.2mm	1mm	0.94mm	0.94mm	1mm	1mm	0.94mm	0.94mm	0.9mm
	板厚	1.6-2mm	2-2.5mm	2.5-3.5mm	2.5-3.5mm	2-2.5mm	2-2.5mm	2-2.5mm	2-2.5mm	1.6-2.5mm
	厚径比	9:1	10:1	14:1	14:1	10:1	10:1	14:1	14:1	10:1

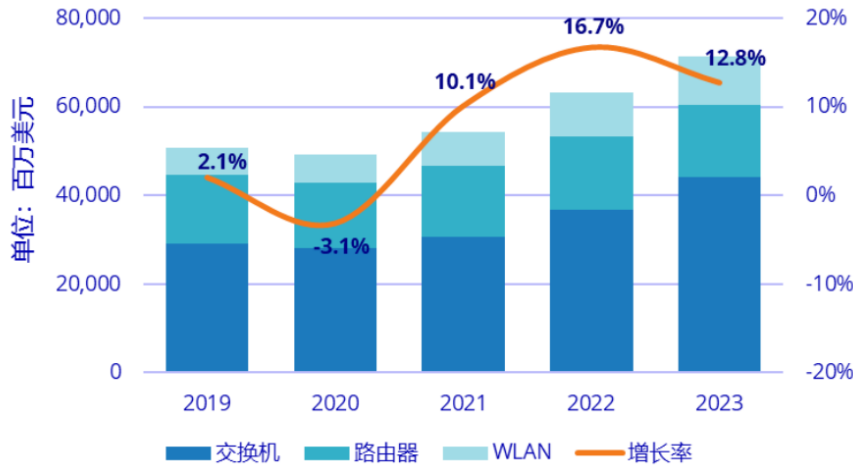
资料来源: 广合科技招股书, 平安证券研究所

AI 服务器快速发展带动 PCB 量价齐升。随着 ChatGPT 引爆 AI 时代后, AI 算力需求呈现井喷态势, 作为底层支撑的硬件基础设施如 AI 服务器需求也进入快速增长阶段。相较于传统服务器, AI 服务器的 PCB 价值增量主要集中于 GPU 模组, 以英伟达 DGX A100 服务器为例, 其搭载了 8 颗 A100 GPU 算力卡, 其 GPU 模组板又可拆解为 GPU 载板、OAM、UBB、NVSwitch 四个部分, 单机 PCB 数量和面积相较传统服务器有着明显提升。另外, 考虑到高性能运算对于传输速率以及综合性能的要求, 因此 GPU 模组主要采用包括高层数多层板、高阶 HDI 等高端 PCB 产品, 相应推动了单机 PCB 价值量提升。

(2) 交换机：AI 发展如火如荼，800G 升级替代加速

2023 年全球交换机市场规模同比增速达 20%。近几年全球网络市场规模整体呈现稳定增长态势，根据 IDC 数据，2023 年全球网络市场规模达 714.2 亿美元，同比+12.8%，其中，交换机作为占比最大的细分市场，在数字化转型以及 AI 共同带动下，市场规模增速明显超过其他细分领域，2023 年同比增速达 20.1%。

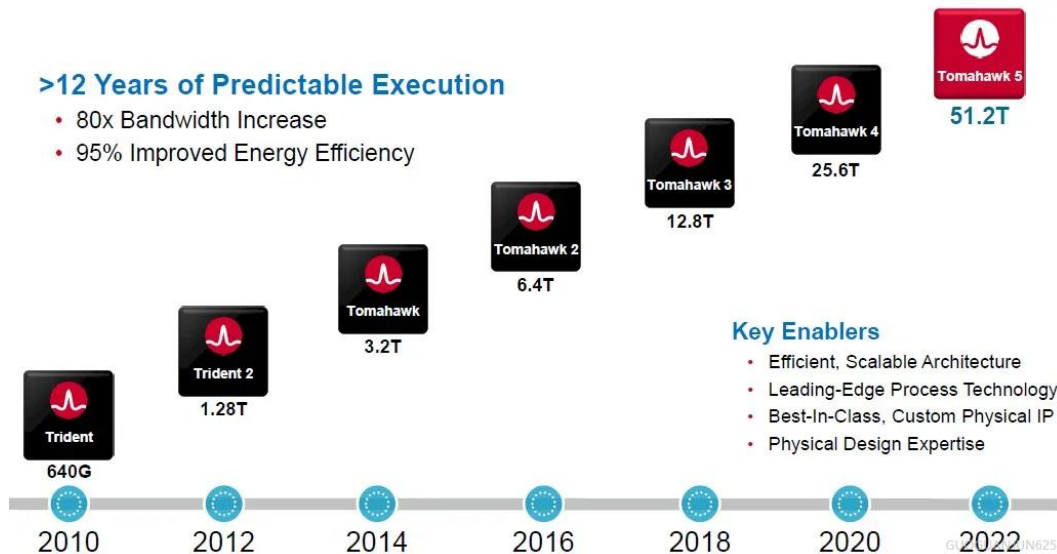
图表 24 2019-2023 年全球网络市场规模



资料来源：IDC，平安证券研究所

随着数据中心处理的应用变得越来越复杂，对网络传输速度的要求也在持续上升，这促使数据中心网络的更新换代步伐加快。在过去十几年间，交换机的处理能力得到了显著提升，其中，2022 年博通公司推出的 Tomahawk 5 产品成为了 800G 以太网技术发展的重要里程碑，交换机芯片处理能力也从 2010 年的 640G 发展到 2022 年的 51.2T，带宽的增长幅度高达 80 倍。针对日益增长的 AI 工作负载，数据中心网络正逐步迈向更高效的传输技术，400G/800G 交换机迎来渗透加速。

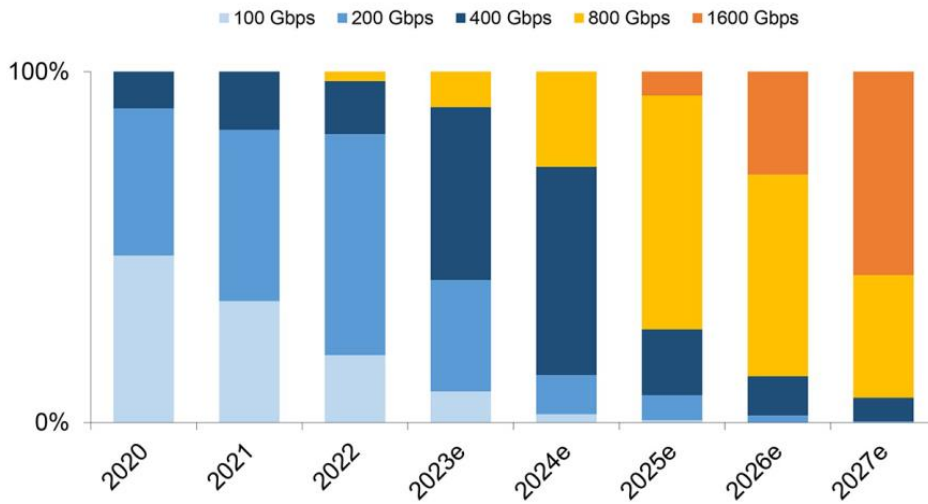
图表 25 交换机处理能力不断提升



资料来源：博通官网，平安证券研究所

2025年800G交换机将超过400G交换机成为AI后端网络市场的核心产品。当前数据中心交换机市场的投资主要集中在连接通用服务器的前端网络，然而随着 ChatGPT 等大型 AI 应用对高速网络的需求日益增长，AI 后端网络将加快向高速迁移，以支持复杂的人工智能计算任务。根据 Dell'Oro 预测，预计部署在 AI 后端网络中的交换机支出将使数据中心交换机市场扩大 50%，同时，预计 2025 年 AI 后端网络大多数交换机端口将达到 800Gbps，到 2027 年 1600Gbps 将升级为主流。

图表 26 2020-2027 年 AI 后端网络交换机结构



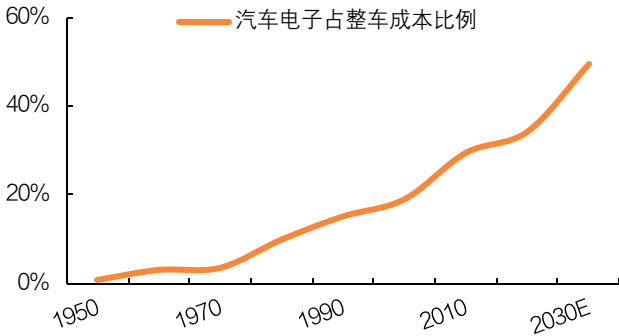
资料来源: Dell'Oro, 平安证券研究所

AI 带动高端交换机渗透加速，PCB 用料和规格配套升级带动价值量提升。当前人工智能算法的训练和推断过程对数据集的需求量巨大，为了高效处理大量数据的传输，将进一步加速 800G 等高速网络技术的渗透，而 PCB 作为承载数据传输的基础硬件载体，随着交换机带宽的持续增加，对 PCB 性能和可靠性要求也越来越高，意味着交换机 PCB 在原材料以及层数规格等方面需要迎来全面升级，对应单机价值量也有望得到明显提升，在全球交换机市场规模保持增长背景下，长期来看，交换机 PCB 具备广阔的市场空间。

2.2 汽车电子：新能源车渗透加速，推动车用 PCB 需求增长

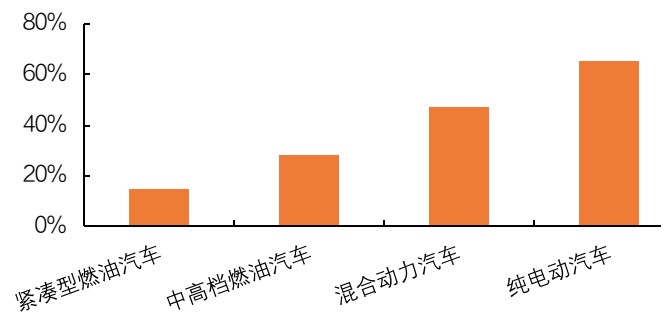
在汽车电子化、智能化趋势加速下，加上消费者对于汽车功能性和安全性要求逐步提高，汽车电子占整车成本的比例不断提升，根据中国产业信息网，预计 2030 年该比例将提升至 50%。另外，新能源汽车电子成本占整车成本比例远超过于传统燃油汽车，根据中国产业发展研究网，在各类型汽车中，纯电动汽车电子成本占比最高，达到 65%，混合动力轿车及中高档轿车占比分别为 47%和 28%。

图表27 汽车电子占整车成本比例变化情况



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

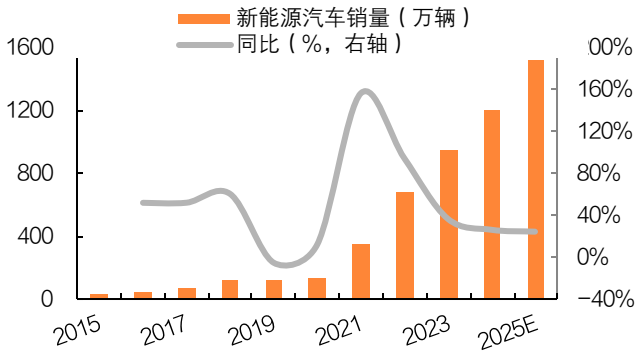
图表28 汽车电子价值量占比（按不同类型车型）



资料来源：中国产业发展研究网，平安证券研究所

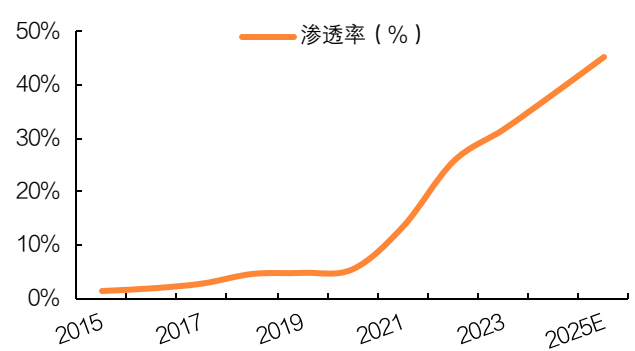
国内新能源汽车销量持续增长，渗透率不断提升。在国家政策扶持以及新能源汽车续航和性能提升背景下，近几年国内新能源汽车销量呈现稳步提升态势，根据 SPIR 数据，2023 年国内新能源汽车销量达 950 万辆，同比+38%，预计 2025 年将增加至 1520 万辆，对应渗透率达 45.2%。

图表29 中国新能源汽车销量



资料来源：SPIR，平安证券研究所

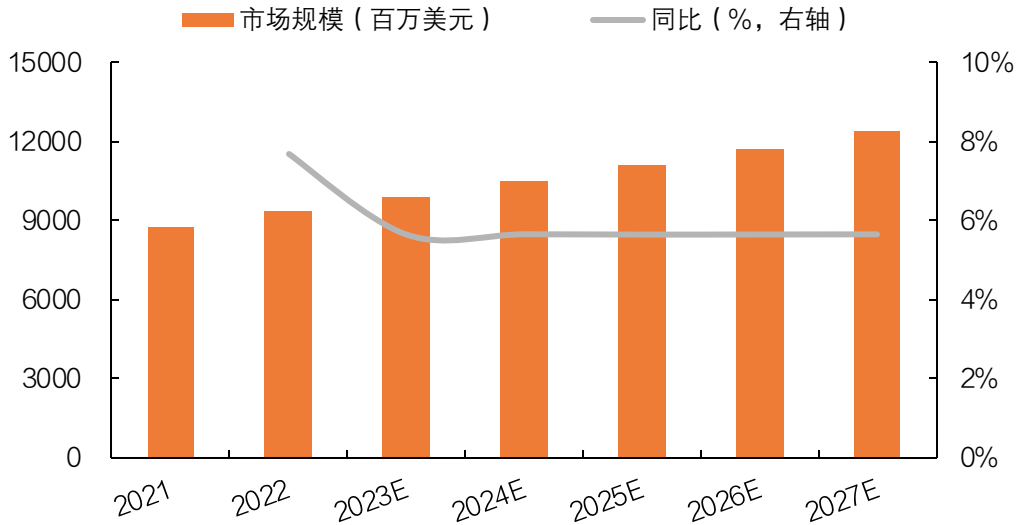
图表30 中国新能源汽车渗透率



资料来源：SPIR，平安证券研究所

新能源汽车渗透率的提升将进一步带动车用 PCB 需求增长。传统汽车目前电子化程度不高，对 PCB 需求量较小，PCB 价值量也相对较低，相较传统燃油汽车，新能源汽车新增了电驱动系统，所带来的汽车 PCB 价值增量主要来源于 VCU（整车控制器）、MCU（电机控制器）、BMS（电池管理系统）三大动力控制系统，尤其是 BMS，作为电池单元中的核心组件，由于架构复杂需要用到大量 PCB，将带来大量 PCB 新增用量需求。根据 TrendForce 预测数据，2022 年全球车用 PCB 产值达 94 亿美元，同比+8%，预计 2027 年有望增加至 124 亿美元，2022-2027 年 CAGR 达 5.66%。

图31 2021-2027 年全球车用 PCB 产值预估



资料来源：TrendForce，平安证券研究所

ADAS 渗透率快速提升，成为车用 PCB 新增长点。随着自动驾驶技术日益成熟，当前搭载 ADAS 功能的车型开始规模放量，根据佐思汽车研究数据，2023 年国内配备 L2 级及以上自动驾驶功能的乘用车新车装配量达 995.3 万辆，同比+43.6%。另外，汽车自动驾驶级别越高，意味着单车搭载的镜头及雷达等电子产品数量也越多，传感器性能和规格也需相应提升，根据 TrendForce 数据，目前车用 PCB 主要以 4-8 层多层板为主，而自动驾驶系统多数采用 HDI 板，其价格约为 4-8 层多层板的 3 倍，ADAS 渗透提升将成为车用 PCB 产值增量的重要驱动力之一。

三、数通+汽车双轮驱动，获利能力明显优于同业

3.1 深耕数通和汽车电子，技术与客户资源优势明显

数通+汽车业务齐头并进，持续夯实公司市场地位。2023 年公司依托长期累积的产品平衡布局以及深耕多年的中高阶产品与量产技术，紧抓人工智能、高速网络和智能汽车系统等对高端 HDI、高速高层 PCB 的结构需求，多项业务和产品均实现了有效突破，其中：

➤ **企业通讯板业务：**通用服务器方面，当前公司 BHS 平台产品已落地开始产品化，下一代 OKS 平台产品已开始预研；在加速计算产品领域，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 PFGA、GPU、XPU 等芯片架构的新平台正在规划布局中，AI 服务器和 HPC 相关 PCB 产品占公司企业通讯市场板收入比重从 2022 年的 8% 增长至 2023 年的 21%。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。另外，2024 年初公司计划投资 5.1 亿元用于面向算力网络的高密高速互连 PCB 生产线技改项目，将进一步提高公司算力网络相关产品的 HDI 阶数和层数。

➤ **汽车板业务：**公司依托深耕多年的底层技术积累和创新能力，和客户在新能源车三电系统、自动驾驶辅助、智能座舱以及车联网等方面深度合作，其中，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 22% 增长至 2023 年的 26%；此外，出于对混动、纯电汽车驱动系统等方面 PCB 技术面临的问题和发展趋势的综合判断，公司于 2023 年 5 月完成控股收购胜伟策，23Q4

胜伟策应用于 48V 轻混系统的 p²Pack 产品实现量产，后续公司将继续借助在汽车应用领域的原有技术优势持续优化市场布局，并大力开拓 p²Pack 技术在纯电动汽车驱动系统等方面的商业化应用。

持续加大研发投入，不断巩固技术领先优势。近些年公司持续加码在工艺改进和技术创新方面的投入，2023 年，公司研发费用达 5.4 亿元，同比+15%，并先后取得 4 项发明专利和 21 项实用新型专利。在数通领域，公司研发项目主要涉及 Class 8 及以上材料的运用及开发、No Etch 氧化技术和背钻 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。针对汽车电子领域，公司投入大量的资源进行材料研究以及信号完整性测试与分析，并通过与国外知名汽车零部件供应商以及国内新能源汽车制造商的深度合作，共同进行技术研发以及汽车电子产品开发。

图表 32 2023 年公司在研项目情况

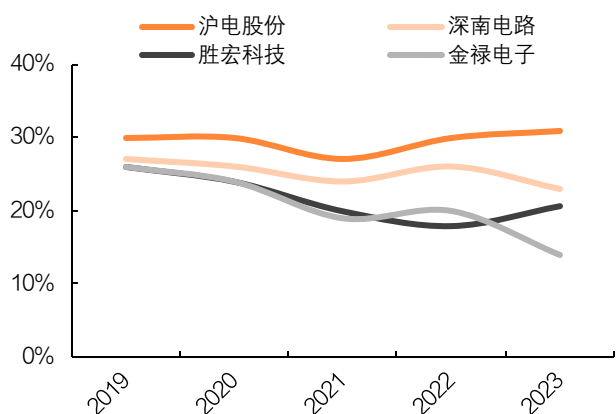
主要研发项目名称	项目目的	拟达到的目标
高速 Low loss 国产替代材料开发	材料自主可控，提升市场竞争力	对应不同等级材料均有国产替代材料
0.35mm 以上 Pitch 半导体芯片测试印制电路板研发	提升技术能力	关键技术节点能力突破
高速 HDI 长期可靠性研究	重算力加速模块及 102.4T Switch/Router 产品可靠性技术预研	深度参与行业客户对产品技术的预研，储备关键核心技术
No Etch 氧化技术能力开发	提升高速产品市场竞争力	现有能力提升 3-5%的性能，满足下一代产品测试需求
高速信号大小孔工艺技术能力开发		匹配高速连接技术要求，满足长可靠性需求实现批量产品化
Backdrill Stub 7milmax 及 Stub 残留检测技术能力开发		满足高速 PCB Stub 要求及检测需求，实现批量产品化
N+M 不对称结构 PCB 技术能力开发		优化产品结构，提升技术加工能力
高速埋容材料 PCB 技术能力开发		多结构多类型材料实现批量产品化
Class8 等级材料混压技术开发		混压技术方案标准化，产品批量化
背钻 Stub 6mil max 的研究开发		提高背钻 Stub 的精度，提升产品信号完整性
基于 224Gbps 高速材料的研发	评估基于 224Gbps 速率下的材料信号完整性、可靠性及加工性	实现 1-2 种材料可用 224Gbps 速率的产品加工
印制电路板通流供电技术的开发	提供基于芯片供电所需的 PCB 技术与工艺，为新供电技术作准备	满足供电技术方案需求，实现技术产品化
国产 Class8 等级材料开发	国产替代技术方案，提升高速产品市场竞争力	实现 1-2 种可替代材料，满足 112Gbps 速率的产品加工需求
≥6 阶 NPO/CPO 产品可靠性研究	NPO/CPO 架构产品可靠性技术预研	满足新架构可靠性要求，实现产品化加工技术方案
0.35mm Pitch 半导体芯片测试 PCB 研发	产品技术能力提升，完成产品认证	关键技术节点能力突破,实现产品化
≥5 阶芯片系统级测试线路板研发	提升 SLT 产品技术能力，满足产品技术需求	实现高阶 HDI SLT 产品的批量产品化
车载 4D 毫米波雷达天线技术的研发	提升已有技术和产品能力；导入新技术和产品类型	提升公司产品附加价值，提升相关领域技术优势
PCB 通孔脉冲填充技术的研发		
电动汽车电机驱动电路板功率半导体技术的研发		
埋嵌高压芯片线路板替代材料的研发	完成国内材料认证	确保国内具备替代材料
5 阶 HDI SIP 产品信赖性能力的研发	完成 SIP 产品的技术认证	实现 SIP 产品技术突破
70um 镭射孔信赖性能力的研发	完成 70um 镭射孔技术认证	实现 70um laser 孔的量产能力
车载域控制器 0.35mm pitch BGA 能力的研发	完成 0.35mm pitch BGA 技术认证	实现 0.35mm pitch BGA 的量产能力
埋嵌陶瓷和 HDI 技术结合的激光雷达线路板的研发	完成激光雷达产品的技术认证	实现多技术融合在激光雷达产品的突破
双脊波导腔体结合二阶 HDI 技术雷达线路板的研发	完成二阶 HDI 技术雷达线路板技术认证	实现多技术融合在毫米波雷达产品的突破
双芯片级联多材料混压高对精度之 4D 雷达线路板研发	完成高对精度之 4D 雷达线路板技术认证	实现混压高对精度之 4D 雷达线路板导入
高阶 HDI 镭射孔环 ≤2mil 对精度能力的研发	提升 2mil 以下孔环对精度能力	突破 2mil 孔环能力的限制
HDC 高密度埋嵌线路技术的研发	完成 HDC 技术认证	实现埋嵌线路技术的导入

资料来源：沪电股份年报，平安证券研究所

3.2 管理生产效率持续提高，获利能力处于行业领先

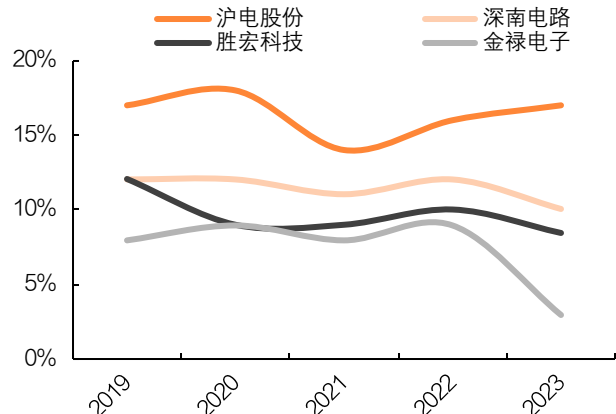
与同业相比，公司利润率处于明显领先地位。从利润率方面看，得益于公司高端市场的战略定位，以及产品结构的持续优化，近几年公司在同业可比公司中处于明显领先地位，尤其是在销售净利率方面，领先幅度更为明显。其中，2023年在PCB行业整体下行背景下，不论是毛利率或净利率，公司依旧实现了同比增长，分别增长至31.17%和16.66%，进一步彰显公司出色的获利能力。

图表33 可比公司销售毛利率情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

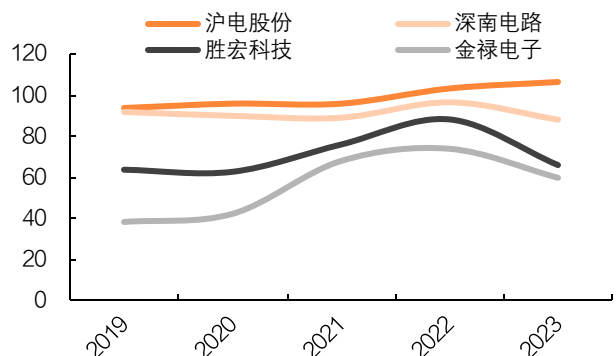
图表34 可比公司销售净利率情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

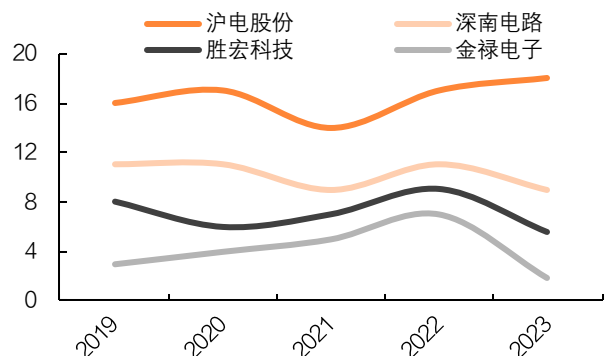
管理生产效率持续提高，人均创收、创利能力出众。在管理体系上，公司持续推进改革，加强创新与突破，通过自动化和智能化生产提升效率，并通过信息化手段实现成本控制和流程优化，确保了生产、采购及销售流程的最佳化管理，从而在成本控制和市场竞争中保持优势。得益于此，不论是人均创收亦或是人均创利，沪电股份在可比公司当中都处于明显领先地位，尤其是在人均创利方面，2023年公司人均创利高达18万元。

图表35 可比公司人均创收情况（单位：万元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表36 可比公司人均创利情况（单位：万元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

自动化、智能化水平持续提升，整体产品良率保持较高水平。公司不断加大在自动化和智能化管理领域的投资和研发力度，并对关键的生产流程进行技术更新和升级。通过智能化的数据分析能力持续推动制程良性循环改善，有效降低了产品质量异常的发生，在公司高端产品和新兴应用领域的产品在营收占比不断提升背景下，公司整体良品率依旧保持在较高的水平，从2022年的92.74%提升到2023年的92.88%。

四、投资建议

4.1 盈利预测

盈利预测方面，核心假设如下：

1) **企业通讯市场板业务**：当前AI算力需求火爆，AI服务器出货呈现高增态势，公司紧抓AI快速发展机遇进行深度布局，公司AI相关产品料号以及出货规模有望在24年迎来进一步提升。另外，随着高速交换机渗透率的持续提升，公司数通领域长期积累的综合优势将助力相关业务实现快速发展，预计公司企业通讯市场板业务24-26年营收增速分别为45%/30%/20%，对应毛利率分别为38%/38%/39%。

2) **汽车板业务**：在当前汽车电子化/智能化加速背景下，公司与客户在新能源车三电系统、自动驾驶辅助、智能座舱等方面保持深度合作，相关PCB产品实现批量出货，随着公司汽车HDI产能持续提升，预计公司汽车板业务24-26年营收增速分别为12%/15%/10%，对应毛利率分别为26%/27%/27%。

3) **办公及工业设备板业务**：办公及工业设备板以及半导体芯片测试板占公司整体营收比例较小，假设相关业务保持平稳发展，预计公司办公及工业设备板业务24-26年营收增速分别为5%/5%/3%，对应毛利率分别为36%/35%/34%。

4) **消费电子板业务**：当前消费电子下游需求整体呈现弱复苏态势，公司相关业务有望随着下游周期变化呈现稳定发展态势，预计公司消费电子板业务24-26年营收增速分别为8%/5%/0%，对应毛利率分别为28%/27%/26%。

综上，我们预计2024-2026年公司营业收入分别为118.9/148.5/173.5亿元，对应同比增速为33%/25%/17%，毛利率分别为33.9%/34.8%/35.4%，归母净利润分别为23.7/31.5/38亿元，24-26年同比增速分别为56%/33%/21%。

图表37 公司盈利预测

业务	项目	2023A	2024E	2025E	2026E
企业通讯市场板	收入(百万元)	5870	8512	11065	13278
	增速	7%	45%	30%	20%
	毛利率	35%	38%	38%	39%
汽车板	收入(百万元)	2158	2417	2780	3057
	增速	14%	12%	15%	10%
	毛利率	26%	26%	27%	27%
办公及工业设备板	收入(百万元)	523	549	577	591
	增速	3%	5%	5%	3%
	毛利率	38%	36%	35%	34%
消费电子板	收入(百万元)	20	22	23	23
	增速	-28%	8%	5%	0%

	毛利率	26%	28%	27%	26%
	收入(百万元)	366	385	404	404
其他	增速	-10%	5%	5%	0%
	毛利率	1%	1%	1%	1%
	收入(百万元)	8938	11885	14849	17354
合计	增速	7.2%	33.0%	24.9%	16.9%
	毛利率	31.2%	33.9%	34.8%	35.4%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.2 投资建议

投资建议方面, 公司作为国内高端 PCB 的领军者, 凭借在研发技术和客户开拓等方面的多重优势, 逐步发展成为高端数据中心 PCB 的核心供应商, 在 AI 服务器需求高速增长以及高速交换机渗透率持续提升背景下, 公司通过在数通 PCB 领域的综合优势持续扩大市场份额, 考虑到高端产品带来的单机价值量提升, 我们看好公司在高端产品占比持续提升背景下带来的业绩释放, 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.24 元、1.65 元和 1.99 元, 对应 2024 年 4 月 23 日收盘价 PE 分别为 23.9X、17.9X 和 14.9X, 首次覆盖给予“推荐”评级。

图表38 可比公司盈利预测与估值

股票名称	股价(元)		EPS(元)				PE(倍)			
	2024/4/23	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
深南电路	83.01	2.73	3.33	4.03	4.81	30.5	24.9	20.6	17.2	
胜宏科技	25.41	0.78	1.29	1.66	1.93	32.6	19.7	15.3	13.2	
平均值	-	-	-	-	-	31.5	22.3	17.9	15.2	
沪电股份	29.55	0.79	1.24	1.65	1.99	37.4	23.9	17.9	14.9	

资料来源: Wind, 平安证券研究所(注: 深南电路公司盈利预测为 Wind 一致预期)

五、风险提示

(1) **行业与市场竞争风险。** PCB 行业供求变化受宏观经济形势的影响较大, 同时 PCB 行业集中度较低、市场竞争较为激烈, 如果公司不能有效应对日益激烈的市场竞争, 将会对公司的业绩产生不利影响。

(2) **汇率风险。** 公司主营业务收入对美元兑人民币汇率相对敏感, 如果汇率发生重大变化, 将会直接影响公司进口原材料成本和出口产品售价, 产生汇兑损益, 进而影响公司净利润。

(3) **原材料供应紧张及价格波动风险。** 公司原材料成本占产品成本比重较高, 若后续原材料价格出现大幅波动, 且公司无法通过提高产品价格向下游客户传导, 将会对公司经营成果产生不利影响。

(4) **产品质量控制风险。** PCB 如果发生质量问题, 则包含所有接插在其上的元器件在内的整块集成电路板会全部报废, 所以客户对 PCB 的产品质量要求较高, 如果公司不能有效控制产品质量, 相应的赔偿风险将会对公司净利润产生一定影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,841	10,660	13,264	15,747
现金	2,098	3,090	3,861	4,800
应收票据及应收账款	2,694	3,583	4,476	5,232
其他应收款	23	63	79	92
预付账款	16	19	24	28
存货	1,749	2,442	3,009	3,482
其他流动资产	1,260	1,463	1,815	2,113
非流动资产	8,195	7,554	6,904	6,242
长期投资	49	69	91	114
固定资产	3,690	3,192	2,679	2,151
无形资产	375	312	250	188
其他非流动资产	4,081	3,981	3,884	3,789
资产总计	16,035	18,214	20,168	21,990
流动负债	5,023	6,215	6,788	6,904
短期借款	1,434	2,049	1,659	969
应付票据及应付账款	2,624	2,934	3,615	4,184
其他流动负债	965	1,232	1,514	1,751
非流动负债	1,175	979	783	586
长期借款	846	650	454	257
其他非流动负债	329	329	329	329
负债合计	6,198	7,194	7,571	7,490
少数股东权益	53	53	53	53
股本	1,909	1,913	1,913	1,913
资本公积	557	553	554	556
留存收益	7,319	8,502	10,078	11,979
归属母公司股东权益	9,785	10,968	12,545	14,447
负债和股东权益	16,035	18,214	20,168	21,990

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,239	1,676	2,874	3,677
净利润	1,490	2,366	3,152	3,801
折旧摊销	414	660	676	690
财务费用	-68	-94	-73	-66
投资损失	-19	-28	-31	-31
营运资金变动	178	-1,250	-871	-738
其他经营现金流	244	21	20	20
投资活动现金流	-1,870	-13	-14	-15
资本支出	808	0	3	6
长期投资	-95	0	0	0
其他投资现金流	-2,584	-13	-17	-21
筹资活动现金流	428	-671	-2,089	-2,722
短期借款	29	614	-390	-690
长期借款	768	-196	-197	-197
其他筹资现金流	-369	-1,089	-1,503	-1,835
现金净增加额	811	992	771	939

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,938	11,885	14,849	17,354
营业成本	6,152	7,857	9,681	11,206
税金及附加	66	88	110	128
营业费用	280	357	438	503
管理费用	196	232	282	330
研发费用	539	689	742	833
财务费用	-68	-94	-73	-66
资产减值损失	-163	-172	-193	-208
信用减值损失	12	16	19	23
其他收益	75	82	82	82
公允价值变动收益	1	0	1	2
投资净收益	19	28	31	31
资产处置收益	-12	-8	-8	-8
营业利润	1,706	2,702	3,599	4,341
营业外收入	6	5	5	5
营业外支出	7	3	3	3
利润总额	1,705	2,704	3,601	4,343
所得税	216	337	449	542
净利润	1,490	2,366	3,152	3,801
少数股东损益	-23	0	0	0
归属母公司净利润	1,513	2,366	3,152	3,801
EBITDA	2,052	3,270	4,204	4,967
EPS (元)	0.79	1.24	1.65	1.99

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	7.2	33.0	24.9	16.9
营业利润(%)	8.5	58.4	33.2	20.6
归属于母公司净利润(%)	11.1	56.4	33.2	20.6
获利能力				
毛利率(%)	31.2	33.9	34.8	35.4
净利率(%)	16.9	19.9	21.2	21.9
ROE(%)	15.5	21.6	25.1	26.3
ROIC(%)	15.1	19.4	23.1	26.1
偿债能力				
资产负债率(%)	38.7	39.5	37.5	34.1
净负债比率(%)	1.9	-3.5	-13.9	-24.6
流动比率	1.6	1.7	2.0	2.3
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	2.7	3.2	3.2	3.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.24	1.65	1.99
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	0.88	1.50	1.92
每股净资产(最新摊薄)	5.12	5.73	6.56	7.55
估值比率				
P/E	37.4	23.9	17.9	14.9
P/B	5.8	5.2	4.5	3.9
EV/EBITDA	21.6	18.0	13.9	11.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层