

雅葆轩 (870357)

PCB 优质制造商砥砺前行

买入 (首次)

2024 年 08 月 06 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	236.77	353.68	400.07	477.45	545.52
同比	23.19	49.38	13.12	19.34	14.26
归母净利润 (百万元)	58.48	43.06	53.40	67.31	82.87
同比	25.01	(26.37)	24.01	26.07	23.10
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.73	0.54	0.67	0.84	1.03
P/E (现价&最新摊薄)	18.46	25.07	20.22	16.04	13.03

投资要点

■ **砥砺前行 PCB 优质制造商:** 芜湖雅葆轩电子科技有限公司一家专注于印刷电路板 (PCB) 生产及组装的企业, 具备高质量制造和快速交付能力, 制造流程包含 BOM 优化、全流程技术支持、电子装联和检验测试等, 完整的业务链条和一体化的服务能力, 可为客户提供优质的灵活多样的电子制造服务。公司的产品涵盖消费电子、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。

■ 电子制造赛道广阔:

1) **EMS 服务体量大、范围广:** EMS 模式是全球电子制造行业中的主流业务模式, 兼具劳动密集型和资本密集型特点。得益于服务模式的多元化和对下游应用领域的广泛渗透, 全球 EMS 市场规模稳步增长, 服务范围和业务总量持续上升。未来, 在下游终端应用领域的强劲需求以及全球范围内专业化分工的进一步深化的双重驱动下, 预计全球 EMS 行业将维持持续发展的态势。

2) **PCB 产业链供需两旺:** PCB 是电子元器件的支撑体, 也是电子元器件电气相互连接的载体。受益于全球 PCB 产能向大陆地区转移以及下游蓬勃发展的电子终端产品制造影响, 中国大陆地区 PCB 市场整体呈现较快的发展趋势。下游市场需求的增强为 PCB 行业的发展路径和盈利潜力提供了积极的前景。

■ **消费电子为基石, 汽车电子促成长:** 公司专注于电子制造服务, 凭借技术创新和优质服务, 在消费电子和汽车电子领域建立了强大的市场竞争力。与深天马、德力西等知名品牌建立了长期合作关系, 通过持续研发投入, 公司不断增强技术实力, 提升产品质量, 满足高端市场需求。在消费电子领域, 公司通过与深天马的紧密合作, 成功供应高阶笔记本电脑和平板电脑的控制板, 实现业务增长。此外, 公司通过德力西电气的供应商认证, 目标成为施耐德一级供应商, 以获取更高的利润空间。同时, 公司积极拓展汽车电子市场, 通过深天马汽车电子量产审核, 参与车载显示业务布局, 与海立新能源合作, 预计随着新能源汽车市场的发展, 公司将迎来业务的翻倍增长。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计雅葆轩 2024-2026 年营业收入达到 4.00/4.77/5.46 亿元, 同比增速分别为 13.12%/19.34%/14.26%; 预计归母净利润分别为 0.53/0.67/0.83 亿元, EPS 分别为 0.67/0.84/1.03 元。按 2024 年 8 月 6 日收盘价, 对应 2024-2026 年 PE 分别为 20.21/16.04/13.03 倍。公司 PE 较行业平均明显较低。随着公司汽车电子业务持续猛增, 新增的大客户订单稳步释放, 估值有望抬升, 基于此, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 原材料供应及价格波动风险、技术替代的风险、客户集中风险、应收账款余额较大的风险、毛利率下降的风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.48
一年最低/最高价	6.72/30.45
市净率(倍)	2.94
流通 A 股市值(百万元)	457.83
总市值(百万元)	1,079.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.58
资产负债率(% ,LF)	24.03
总股本(百万股)	80.08
流通 A 股(百万股)	33.96

相关研究

内容目录

1. 砥砺前行 PCB 优质制造商	4
1.1. 电子控制板应用场景快速拓展	4
1.2. 营收稳健增长	6
2. 电子制造赛道广阔	9
2.1. EMS 服务体量大、范围广	9
2.2. PCB 产业链供需两旺	10
3. 消费电子为基石，汽车电子促成长	12
4. 盈利预测与评级	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 估值与评级	14
5. 风险提示	16

图表目录

图 1:	公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)	5
图 2:	公司 2020-2023 营收及同比增速	6
图 3:	公司 2020-2023 归母净利润及同比增速	6
图 4:	公司 2023 年各业务营收占比	6
图 5:	公司 2023 年各业务毛利占比	6
图 6:	公司 2020-2024 Q1 销售毛利率及净利率	7
图 7:	雅葆轩及可比公司 2021-2024Q1 毛利率	7
图 8:	雅葆轩及可比公司 2021-2024Q1 净利率	7
图 9:	公司 2020-2024Q1 期间费用率及构成	8
图 10:	EMS 行业增长率 (右轴) 及市场规模预测 (单位: %, 万亿元)	9
图 11:	PCB 产业链全景	10
图 12:	中国 PCB 产值规模 (亿美元)	11
图 13:	全球 PCB 产值规模及预测 (亿美元)	11
图 14:	雅葆轩主要客户一览	12
图 15:	消费电子领域 PCB 应用示意图	13
图 16:	汽车电子领域 PCB 应用示意图	13
表 1:	公司产品一览	4
表 2:	公司未来盈利预测拆分	14
表 3:	可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 6 日)	15

1. 砥砺前行 PCB 优质制造商

1.1. 电子控制板应用场景快速拓展

芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司一家专注于印刷电路板（PCB）生产及组装的企业，具备高质量制造和快速交付能力，制造流程包含 BOM 优化、全流程技术支持、电子装联和检验测试等，完整的业务链条和一体化的服务能力，可为客户提供优质的灵活多样的电子制造服务。公司的产品涵盖消费电子、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。

表1: 公司产品一览

应用场景	产品	图示	产品介绍
消费电子	笔记本电脑屏幕显示控制板		应用于笔记本电脑屏幕，可驱动电脑屏幕显示视窗、应用程序和软件。
	平板电脑屏幕显示控制板		应用于平板电脑屏幕，可驱动平板电脑屏幕显示视窗、应用程序和软件。
	电力保护装置控制板		应用于电力保护装置，当发生漏电、过载、短路时，驱动装置断开电路，保护电力安全。
	电力切换装置控制板		应用于供电系统，将负载电路从一个电源自动换接至另一个(备用)电源，以确保负荷连续、可靠运行。
汽车电子	车载仪表盘屏幕显示驱动		应用于汽车仪表盘，可驱动仪表盘显示车辆的各种信息，协助驾驶人员掌握车辆状态，提高驾驶人员的舒适性和安全。
	车载中控屏幕显示驱动		应用于汽车中控显示屏幕，可驱动中控屏幕显示车辆的导航、娱乐等信息，增加驾乘人员的乘坐体验。
工业控制	工业液晶屏幕显示控制板		应用于工业生产中的设备屏幕，可驱动屏幕显示生产产品相关信息，协助工业企业高质量、高效率的生产。
	医疗器材屏幕显示控制板		应用于医疗器械屏幕显示，可根据需求显示相关医疗信息。
	银行 ATM 屏幕显示控制板		应用于银行 ATM 机，驱动 ATM 机显示银行相关业务界面。
	航海导航仪显示控制板		应用于航海导航仪，驱动导航仪显示导航信息。

接触器控制板		应用于控制工厂设备、电热器、工作母机和各种电力机组等电力负载以及自动控制系统，控制电力负载，保护用电安全。
框架控制器核心控制板		应用于电力保护装置，配电并保护线路及电源设备免受过载、欠电压、短路和接地等故障的危害，为用电提供智能保护功能。

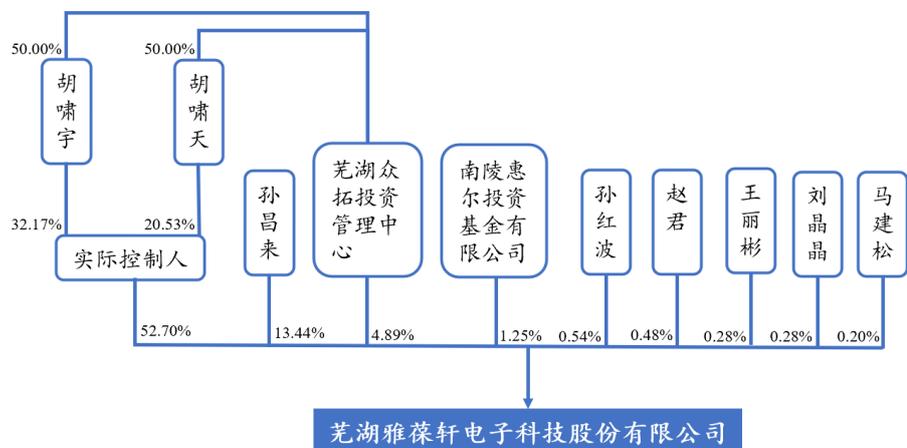
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司近年荣获“芜湖市人民政府质量奖银奖”，是安徽省专精特新冠军企业、“科技小巨人企业”、“皖美品牌示范企业”，国家级专精特新“小巨人”企业等荣誉和奖项。公司与南京航空航天大学达成全方位科研合作关系，成立“南航-雅葆轩电子设计技术联合研究中心”，着力于“显示与控制电路板设计与工程化技术研究”。公司在各类印制电路板电子制造产品的工艺技术和生产制造等方面积累了丰富的经验，通过持续的研发投入和技术积累，围绕印制电路板电子制造服务，获得了一系列拥有自主知识产权的核心技术专利。目前公司现拥有各类专利 34 项，其中发明专利 6 项、实用新型专利 28 项。

公司始终坚持高质量发展战略，自成立以来陆续通过 ISO 9001 质量管理体系、ISO 14001 环境管理体系、ISO 45001 职业健康安全管理体系和 IATF 16949 汽车质量管理体系认证，并获得两化融合管理体系评定证书、标准化良好行为企业证书。通过质量管理体系构建和全流程生产管控，持续提升产品服务质量，为客户提供优质的电子制造服务。凭借优秀的产品质量和稳定的供应能力，公司产品得到了客户的一致认可，并与多家显示、电气品牌商建立了长期良好的合作关系。合作客户有：天马微、德力西电气、和辉光电、龙腾光电、华星光电等。

公司股权结构集中且稳定。公司控股股东、实际控制人为胡啸宇和胡啸天，截至 2024 年 3 月 31 日，实控人通过直接、间接合计持有公司 57.59% 股权。

图1：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）

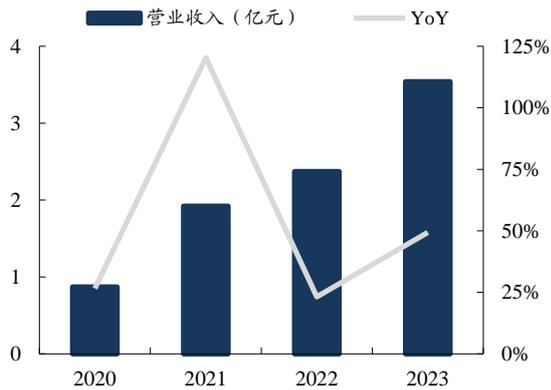


数据来源：iFind，东吴证券研究所

1.2. 营收稳健增长

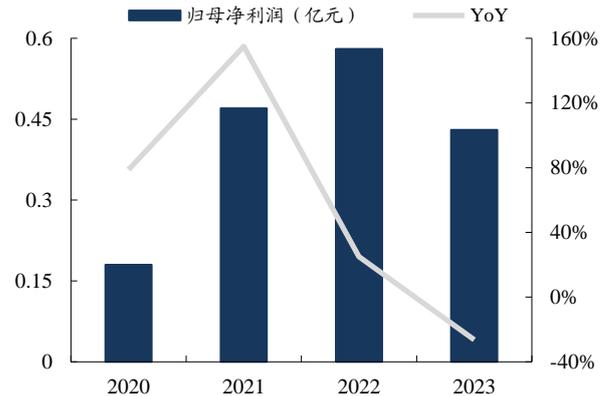
2020年至2023年期间，公司营收和净利润逐年快速增长，营收CAGR为59.6%，净利润CAGR为33.7%。2023年，公司营收为3.54亿元，同比+49.4%，归母净利润为0.4亿元，同比-26.4%。2024年前三季度公司实现营业收入0.86亿元，同比+16.3%；归母净利润为0.06亿元，同比-67.18%。

图2: 公司 2020-2023 营收及同比增速



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

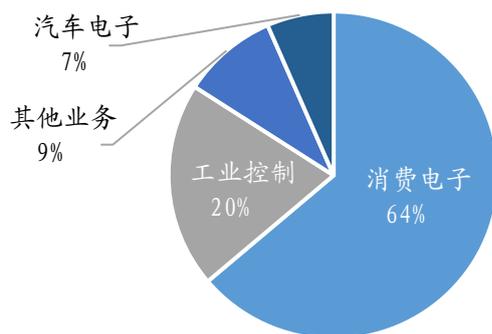
图3: 公司 2020-2023 归母净利润及同比增速



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

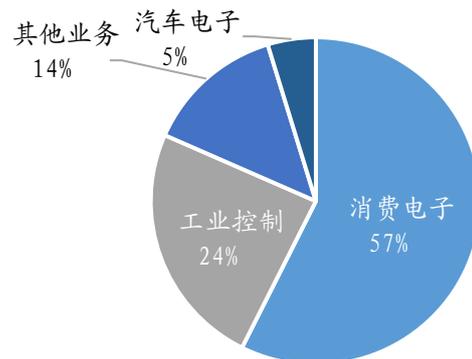
分板块来看，2023年，公司营收主要来自消费电子，营收达2.26亿，同比增长接近120%，占比64%；工业控制板块收入为0.73亿，占营收总额约20%；而其他业务与汽车电子分别占比9%和7%。毛利上各板块占比与营收类似，由高到低分别为消费电子、工业控制、其他业务和汽车电子，占比分别为57%、24%、14%和5%。

图4: 公司 2023 年各业务营收占比



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图5: 公司 2023 年各业务毛利占比

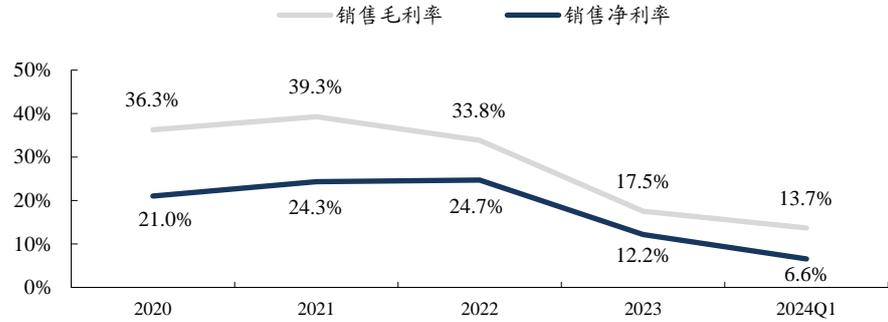


数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

盈利能力方面，受消费电子市场需求持续低迷致使下游客户将销售价格的持续下降向上游传递，以及成本和费用增加等因素共同影响，公司2021年至2024年Q1期间毛利率和净利率均有所下降。毛利率从接近40%水平降低至13%左右，而净利率从20%以上降低至10%以下的低位。2024年一季度公司盈利仍然承压，销售毛利率、净利率创新

低，然而从 2024 年 7 月 11 日发布的半年度业绩预告来看，公司 2024 年上半年扣非净利润约为 2,002~2,222 万元，同比增长 50.39~66.92%。据此我们判断，公司有望于今年走出行业低谷，在销售价格回暖、生产效率提升等因素下迎来销售毛利率和净利率的反转。

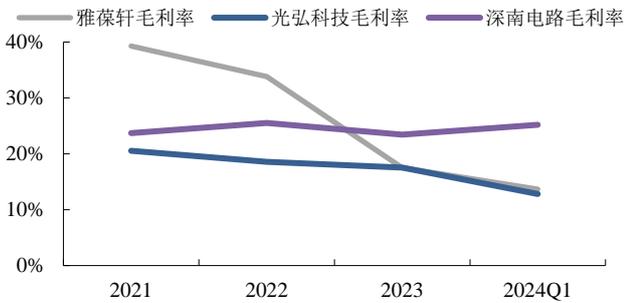
图6: 公司 2020-2024 Q1 销售毛利率及净利率



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

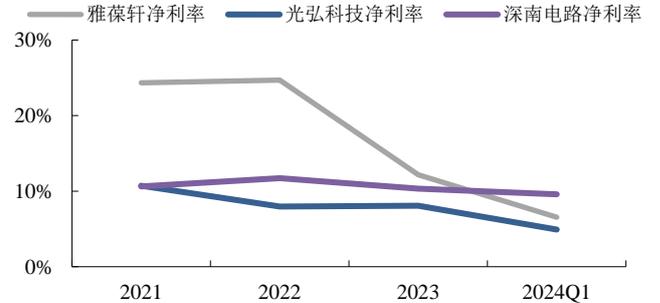
与相似业务的两家上市公司进行利润率的对比，公司盈利能力表现尚佳。如图 7、图 8 可以看出，虽然公司毛利率、净利率受行业影响有所下滑，但在 2021 年-2022 年期间毛利率和净利率均优于体量更大的公司。2023 年受行业竞争压力和客户结构影响，公司毛利率开始大幅下降，低于业内龙头深南电路，但净利率仍有所保障。

图7: 雅葆轩及可比公司 2021-2024Q1 毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

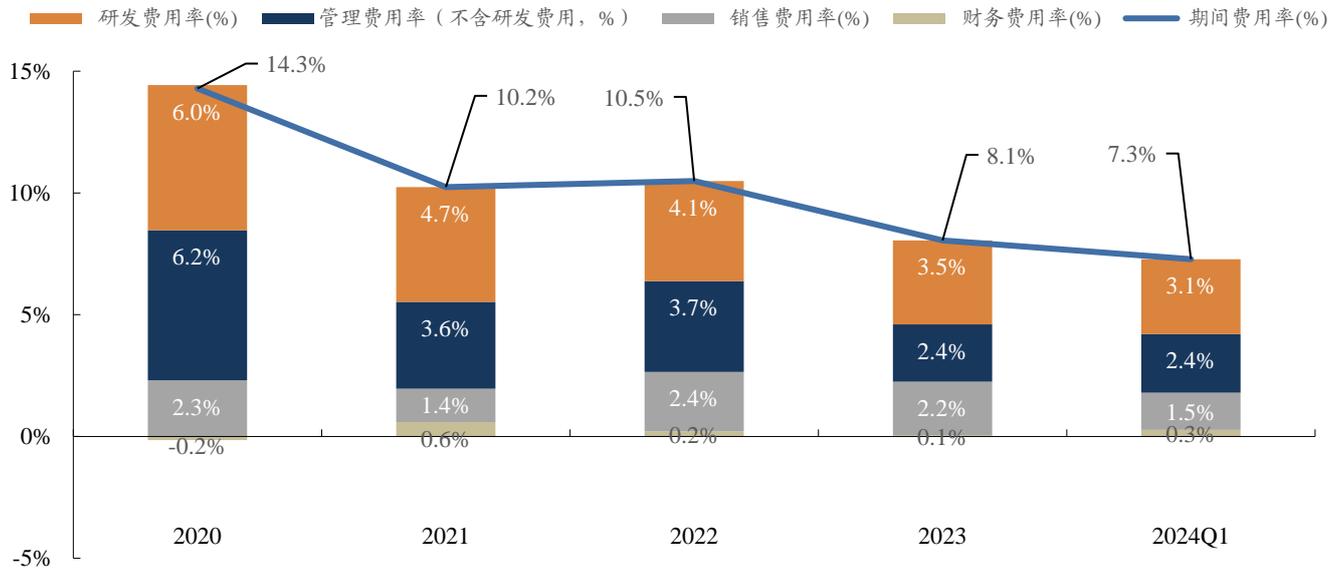
图8: 雅葆轩及可比公司 2021-2024Q1 净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2020 年-2023 年，公司期间费用率逐年下降，2023 年起已稳定在 10% 以下。追溯公司费用率历史我们发现，从 2021 年起，公司财务费用率、销售费用率、管理费用率和研发费用率长期处于较低水平，波动幅度小。在近年来行业景气度有所下降，公司盈利能力下滑的大背景下，公司管理层对期间费用率的管控能力可圈可点。

图9：公司 2020-2024Q1 期间费用率及构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 电子制造赛道广阔

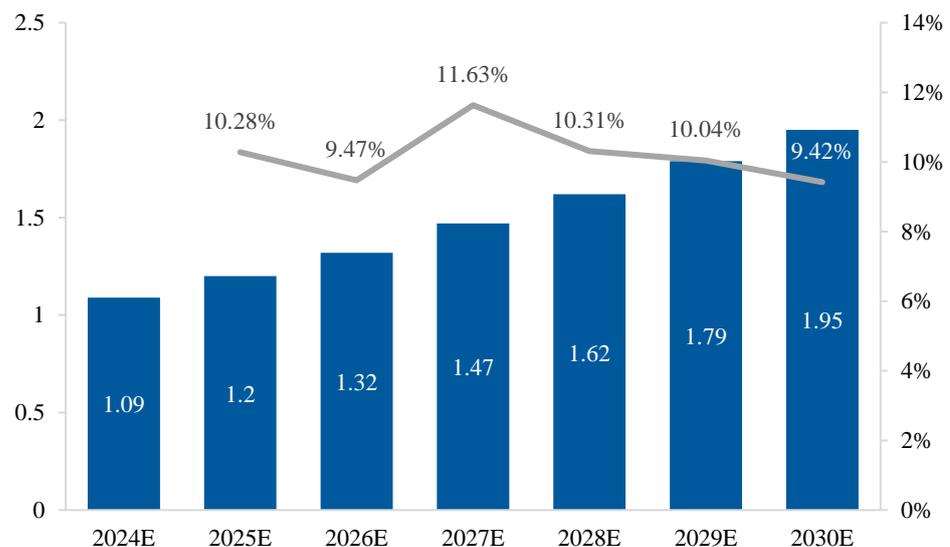
2.1. EMS 服务体量大、范围广

EMS，全称为 Electronics Manufacturing Service，即电子制造服务，是一项为电子产品品牌所有者提供的综合性服务。这些服务涵盖了从制造、采购、部分设计到物流等多个环节，主要包含以下五个关键工艺流程：原材料采购、NPI(New Product Introduction)、PCBA (Printed Circuit Board Assembly)、成品组装和仓储物流。

EMS 模式是全球电子制造行业中的主流业务模式，兼具劳动密集型和资本密集型特点，其产生和发展得益于全球专业化分工的趋势以及电子产品制造外包业务的推动。电子制造服务企业主要负责电子产品价值链中的生产制造环节。EMS 企业主要负责电子产品的生产环节，通过先进的生产技术和成本管理，帮助品牌商迅速开发高质量、具有竞争力的产品，满足市场需求。品牌商与 EMS 厂商深度合作，实现了资源优化，专注于研发、品牌和市场拓展，而将设计、采购、生产等外包给专业厂商。这种模式提升了品牌商的竞争力，促进了产业链的精细化和高效化。EMS 厂商凭借经验和制造能力，为品牌商提供服务，降低成本、提高产能、缩短上市时间，成为连接品牌商与终端市场的关键桥梁，在电子产业链中发挥重要作用。

得益于服务模式的多元化和对下游应用领域的广泛渗透，全球 EMS 市场规模稳步增长，服务范围和业务总量持续上升。未来，在下游终端应用领域的强劲需求以及全球范围内专业化分工的进一步深化的双重驱动下，预计全球 EMS 行业将维持持续发展的态势。根据 New Venture Research 数据，2020 年全球 EMS 行业市场规模为 5,541 亿美元，预计 2024 年全球 EMS 行业市场规模将达到 7,242 亿美元。中国 2024 年至 2030 年期间 EMS 行业市场规模预计平稳上升，2030 年 EMS 行业市场规模预测达 1.95 万亿元。

图10: EMS 行业增长率（右轴）及市场规模预测（单位：%，万亿元）



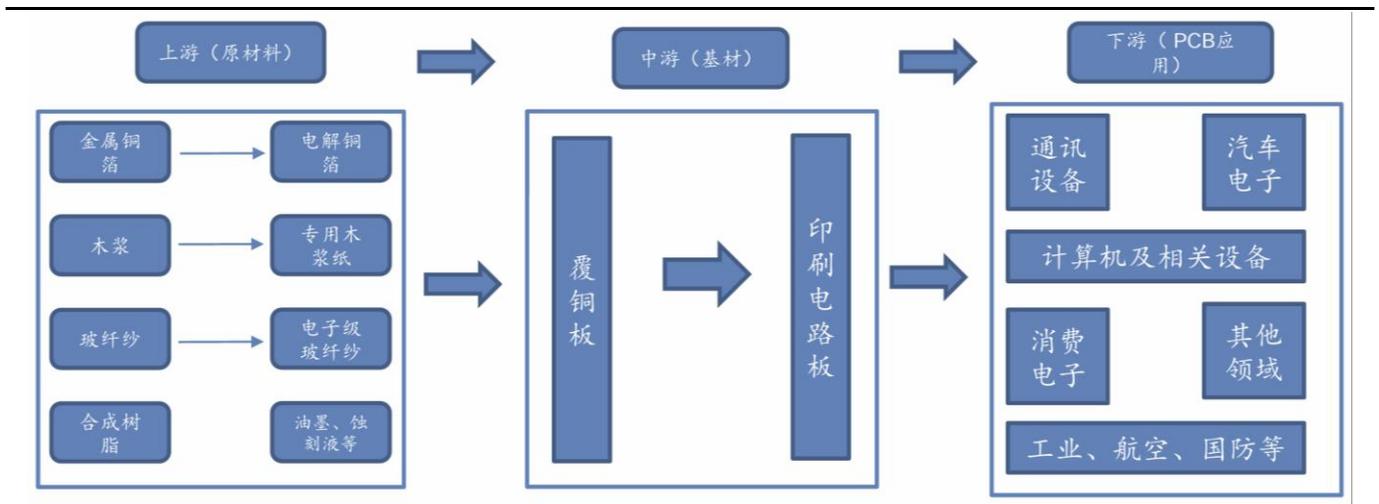
数据来源：智研瞻，东吴证券研究所

2.2. PCB 产业链供需两旺

在 EMS 的整个流程中，PCBA（印刷电路板组装）是电子产品制造的核心环节，其中主要包括 PCB（印刷电路板）。PCB(Printed Circuit Board)，是电子元器件的支撑体，也是电子元器件电气相互连接的载体。由于 PCB 是采用电子印刷术制作的，故被称为“印刷”电路板。该产品的主要功能是使各种电子零组件形成预定电路的连接，起中继传输作用。印制电路板是组装电子零件用的关键互连件，不仅为电子元器件提供电气连接，也承载着电子设备数字及模拟信号传输、电源供给和射频微波信号发射与接收等业务功能，绝大多数电子设备及产品均需配备，因而被称为“电子产品之母”。PCB 的制造品质不仅直接影响电子产品的可靠性，而且影响芯片与芯片之间信号传输的完整性。

印制电路板作为电子产品的关键电子互联件，连接众多上下游行业。印制电路板制造行业的上游主要为铜箔、铜箔基板、玻纤布、树脂等原材料行业；下游主要为电子消费性产品、汽车、通信、航空航天等行业。印制电路板制造行业的产业链较长，专用木浆纸、电子级玻璃纤维布、电解铜箔、CCL(覆铜板)和 PCB(印制电路板)为一条产业链上紧密相连、唇齿相依的上下游产品。在下游中，印制电路板被广泛用于通信、光电、消费电子、汽车、航空航天、军用、工业精密仪表等众多领域，是现代电子信息产品中不可缺少的电子元器件，印制电路板产业的发展水平可在一定程度上反映一个国家或地区电子产业的发展速度与技术水准。

图 11: PCB 产业链全景



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

受益于全球 PCB 产能向大陆地区转移以及下游蓬勃发展的电子终端产品制造影响，中国大陆地区 PCB 市场整体呈现较快的发展趋势。2014 年-2019 年，中国大陆地区 PCB 产值规模总体呈稳步向上趋势，2019 年以来中美经贸摩擦加剧，经济不确定性增加，PCB 产业短期内存在波动，但中长期增长趋势仍较确定。据 Prismark 预计到 2025 年，中国 PCB 产业市场整体规模将增长至 420 亿美元。从全球来看，受贸易摩擦、终端需求下降等影响，2019 年全球 PCB 产值为 613 亿美元，较 2018 年（PCB 产值 624 亿美元）下降 1.7%。2020 年受疫情影响 5G 进程放缓，但 5G 仍是带动产业经济成长的关键

动能。据 PrismaMark 数据计算,2019 年-2025 年全球 PCB 市场规模复合增长率将达到 4.2%,中国 PCB 市场规模 CAGR 将达到 5.39%,国内 PCB 产业增速将快于全球产业增速。前瞻产业研究院预计到 2026 年,全球 PCB 产业市场整体规模将达 780 亿美元。

图12: 中国 PCB 产值规模 (亿美元)



数据来源: PrismaMark, 东吴证券研究所

图13: 全球 PCB 产值规模及预测 (亿美元)



数据来源: PrismaMark, 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

聚焦下游产业,在汽车电子领域,随着消费者对汽车安全性、舒适性和娱乐性需求的不断增加、汽车电子化水平的稳步提高以及新能源汽车产销两旺的影响,汽车电子市场潜力逐渐释放,汽车电子将迎来长景气周期。研究型数据统计公司 Statista 数据显示,2021 年全球汽车电子市场规模为 2351 亿美元,预计到 2028 年有望达到 4003 亿美元,年复合增长率约 8%;根据中商产业研究院数据,中国汽车电子市场规模 2024 年将进一步增长至 11585 亿元。在工业控制领域,随着我国工业经济结构调整与产业升级的持续推进,庞大的制造业市场将为国内工业自动化行业提供良好的发展机遇。人口老龄化现象加剧和劳动人口短缺促使机器替代人工成为长期趋势,进一步推动了对工业自动化装备的需求。传统制造业的升级需求和新兴产业的蓬勃发展也拉动了我国工业自动化市场规模的不断增长,从 2019 年的 1887 亿元上升至 2023 年的 3115 亿元,预计 2024 年将会达到 3531 亿元,保持稳定增长趋势。

3. 消费电子为基石，汽车电子促成长

公司深耕 PCBA 电子制造服务领域，始终坚持围绕客户需求，为客户创造价值，在与产业链伙伴的合作中积累了优质的客户合作基础，与深天马、德力西等行业内知名的大型消费电子、汽车电子、工业控制领域品牌商建立了良好的长期合作关系，业务规模不断扩大，在 PCBA 电子制造服务领域的市场核心竞争力不断提高。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，为现有业务的持续发展和继续开拓奠定了坚实的技术基础。

图14：雅葆轩主要客户一览



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

消费电子方面，自成立初期，公司制定了业务发展的整体战略规划，通过持续的技术创新投入、提升 PCBA 控制板制程能力，不断开发产品应用领域，扩大整体业务规模。公司经营策略、管理能力、技术水平、质量品质等在与下游客户的合作中逐步提升，并得到客户的认可，于 2019 年 10 月、2020 年 4 月和 2022 年 6 月分别通过了深天马、德力西与和辉光电消费电子领域的量产审核。为保证高质量的产品和稳定的供应能力，深天马、德力西等主要客户供应链体系通常会设定较高的准入门槛，对供应商技术能力、产品质量控制、持续稳定供应等方面均提出较高的要求，新进入者通常需要经过多年严格的审核认证后才能进入其合格供应商体系，其合格供应商的替换成本相对较高，相互之间的黏性较强。

公司是深天马的长期合作供应商，自 2007 年起至今一直保持着稳定的合作关系，合作广度和深度不断提升，从最初的工业控制业务拓展至消费电子和汽车电子业务等多个领域。经过长期合作，深天马对公司高度认可，2020 年公司获得深天马“专项贡献奖”。深天马通过创新驱动实现质量制胜，积极推动供应商加强研发投入，这也促使公司不断加大研发投入，实现上下游创新联动，共同完成价值实现。公司自 2021 年起向深天马

供应高阶笔记本电脑和平板电脑的PCBA控制板，以配合其中高端产品策略。2021年，深天马高阶笔记本电脑和平板电脑销售收入大幅增长。可见，公司长期与下游高质量客户稳定合作，伴随其共同成长，体现了公司稳定的服务质量，契合高质量客户中高端产品开发的发展战略亦体现了公司的核心竞争力。

公司正在积极增强获客能力，降低第一大客户占比。2021年，公司通过了德力西电气有限公司的供应商认证，此后在合作的过程中营收呈增长态势，2023年对德力西的销售金额达到6500万。德力西电气有限公司是一家中法合资企业，由世界500强施耐德电气与德力西集团合资经营，通过与德力西合作，公司在2023年成功通过施耐德二级供应商审核，2024年的目标是通过施耐德一级供应商审核。作为一家法资和专注高端市场的企业，施耐德可为供应商提供更高且更有保障的利润空间，预计通过后销售额将达到亿元规模。

汽车电子方面，2014年6月，公司开拓了汽车电子测试治具应用领域。2019年7月，公司通过了深天马汽车电子的量产审核，进一步得到客户认可。随着应用领域的不断突破，公司营业收入从2014年的1204万元增长到2023年的35368万元，产品结构从单一的工业控制领域拓展至汽车电子领域。公司正在积极参与深天马车载显示业务布局，提升汽车电子PCBA规模化电子制造服务能力，以契合其汽车显示产品的发展战略。深天马也在加大对车载显示市场的开发投入，2022年初在安徽芜湖投资成立车载显示研发中心，并计划继续投资80亿元新建新型显示模组项目。此外，去年三季度起，公司开始为海立新能源批量供货。海立新能源针对新能源汽车推出了行业领先的一体式涡旋压缩机，是国内新能源汽车厂家的主要配套供应商，需求量较大，预计将为公司汽车电子板块带来翻倍增长。随着新能源汽车的市场需求不断提升，对公司存在积极的影响。

图15: 消费电子领域PCB应用示意图



数据来源: 广合科技招股书, 东吴证券研究所

图16: 汽车电子领域PCB应用示意图



数据来源: 广合科技招股书, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

我们预计，公司的消费电子业务在 2024 年-2026 年期间稳步增长，年增长率处于 10%至 20%之间，营收分别达到 2.48 亿、2.85 亿和 3.43 亿元，毛利率稳定在 20%左右；工业控制业务预计在 2024 年至 2026 年期间维持 2023 年的营收水平，毛利率提升至 25%；汽车电子业务预计在 2024 年与 2025 年分别取得 160%和 65%的高年增长率，毛利率提高至 19%，并在 2026 年营收突破 1 亿，成为公司第二大核心业务。综上，我们整理公司未来盈利预测拆分如下表所示。

表2: 公司未来盈利预测拆分

收入(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
消费电子	225.66	248.23	285.46	342.56
增速	119.65%	10.00%	15.00%	20.00%
毛利率	15.76%	20.00%	20.00%	20.00%
工业控制	71.73	71.73	71.73	71.73
增速	-15.54%	0%	0%	0%
毛利率	20.91%	25.00%	25.00%	25.00%
汽车电子	23.17	60.24	99.39	109.33
增速	-46.75%	160.00%	65.00%	10.00%
毛利率	12.61%	19.00%	19.00%	19.00%
其他业务	33.12	19.87	20.86	21.91
增速	492.39%	-40.00%	5.00%	5.00%
毛利率	25.60%	25.00%	25.00%	25.00%
总计	353.68	400.07	477.45	545.52
总增速	49.38%	13.12%	19.34%	14.26%
整体毛利率	17.52%	20.99%	21.96%	23.17%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

基于以上假设，我们预计雅葆轩 2024-2026 年营业收入达到 4.00/4.77/5.46 亿元，同比增速分别为 13.12%/19.34%/14.26%；预计归母净利润分别为 0.53/0.67/0.83 亿元，EPS 分别为 0.67/0.84/1.03 元。

4.2. 估值与评级

按 2024 年 8 月 6 日收盘价，雅葆轩对应 2024-2026 年 PE 分别为 20.21/16.04/13.03 倍。同类公司中，光弘科技主营业务为消费电子类、网络通讯类、汽车电子类等电子产品的 PCBA 和成品组装；深南电路主要从事印制电路板、封装基板及电子装联产品的研发、生产及销售，因此我们选取这两家上市公司作为同业可比公司。横向比较我们发现，

公司 2024-2026 年 PE 较可比公司均值的 28.34/23.16/18.89 倍相比明显较低。随着公司汽车电子业务持续猛增，新增的大客户订单稳步释放，公司估值有望进一步抬升，基于此，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

表3: 可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 6 日)

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300735.SZ	光弘科技	139.37	396.74	517.5	650	825	35.13	26.93	21.44	16.89
002916.SZ	深南电路	537.39	1,398.11	1,806.57	2,160.87	2,571.88	38.44	29.75	24.87	20.89
可比公司均值:		338.38					36.78	28.34	23.16	18.89
870357.BJ	雅葆轩	10.79	43.06	53.4	67.31	82.87	25.07	20.21	16.04	13.03

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 光弘科技、深南电路盈利预测来自 Wind 一致预期, 雅葆轩盈利预测来自东吴证券

5. 风险提示

原材料供应及价格波动风险

公司生产经营所需的原材料主要包括 IC、PCB、电阻电容、连接器及其他辅材等。如未来主要原材料价格大幅上涨或原材料短缺，而公司不能及时地将原材料价格上涨传导至下游或有效降低生产成本，公司的相关业务及经营业绩可能会受到不利影响。

技术替代的风险

随着下游终端应用领域产品不断的更新换代，行业整体研发设计能力和生产技术水平也在持续发展。拥有较强研发能力并对生产制造工艺进行持续的研发创新是公司长期发展的基础和重要保障。若公司的技术研发成果不能紧跟行业技术发展趋势，或在技术更新、新工艺研发过程中出现研究方向偏差、无法逾越的技术问题、产业化转化不力等情况，将对公司的经营业绩带来不利影响。

客户集中风险

2023 年内公司客户集中度较高。若未来下游行业发生不利变化、主要客户自身经营状况发生不利变化或公司未能继续保持竞争优势（如公司产品质量下降、服务响应速度下降等），导致主要客户对公司产品的需求减少或与公司的合作关系发生不利变化，而公司又未能及时拓展其他客户，将会对公司的经营业绩产生不利影响。

应收账款余额较大的风险

2023 年底，公司应收账款期末余额为 13,979.18 万元，尽管公司主要客户信誉状况良好、资金实力较强，但较大的应收账款余额占用较多的营运资金。若未来业务规模快速扩大，公司营运资金的压力将相应加大；此外，如果公司大额应收账款无法及时回收或发生坏账，将会对公司的财务状况和经营业绩产生不利影响。

毛利率下降的风险

2023 年，公司综合毛利率为 17.52%，较同期下降 16.31 个百分点，随着技术的进步和市场竞争的加剧，公司必须根据市场需求不断进行技术的迭代升级和创新，若未来公司技术实力停滞不前，将导致公司毛利率出现下降的风险；同时，由于下游电子产品上市后随着时间的推移会面临降价压力，下游客户通常会综合自身降本压力等因素，将电子产品的降价压力向上游供应商传递，从而导致毛利率出现下降的风险。

雅葆轩三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	408	464	550	649	营业总收入	354	400	477	546
货币资金及交易性金融资产	194	213	254	314	营业成本(含金融类)	292	316	373	419
经营性应收款项	132	151	180	206	税金及附加	2	2	2	3
存货	75	92	109	122	销售费用	8	9	11	12
合同资产	0	0	0	0	管理费用	8	10	11	13
其他流动资产	7	7	7	7	研发费用	12	14	17	19
非流动资产	56	60	64	66	财务费用	0	(3)	(3)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	4	5	6
固定资产及使用权资产	44	48	51	53	投资净收益	2	0	0	0
在建工程	3	3	3	3	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	2	2	2	2	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	36	57	72	90
其他非流动资产	7	7	7	7	营业外净收支	13	4	4	4
资产总计	465	524	613	715	利润总额	49	61	76	94
流动负债	98	104	126	146	减:所得税	6	7	9	11
短期借款及一年内到期的非流动负债	20	10	15	20	净利润	43	53	67	83
经营性应付款项	66	79	93	105	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	0	0	0	归属母公司净利润	43	53	67	83
其他流动负债	12	16	18	21	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.54	0.67	0.84	1.03
非流动负债	5	5	5	5	EBIT	33	58	73	89
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	38	64	80	97
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.52	20.99	21.96	23.17
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	12.17	13.35	14.10	15.19
其他非流动负债	5	5	5	5	收入增长率(%)	49.38	13.12	19.34	14.26
负债合计	103	109	131	150	归母净利润增长率(%)	(26.37)	24.01	26.07	23.10
归属母公司股东权益	361	415	482	565					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	361	415	482	565					
负债和股东权益	465	524	613	715					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	25	36	42	62	每股净资产(元)	4.51	5.18	6.02	7.05
投资活动现金流	(12)	(6)	(6)	(6)	最新发行在外股份(百万股)	80	80	80	80
筹资活动现金流	(38)	(11)	5	4	ROIC(%)	7.84	12.67	13.96	14.57
现金净增加额	(25)	19	41	60	ROE-摊薄(%)	11.92	12.88	13.96	14.67
折旧和摊销	4	6	7	8	资产负债率(%)	22.23	20.86	21.42	21.03
资本开支	(14)	(6)	(6)	(6)	P/E (现价&最新股本摊薄)	25.07	20.22	16.04	13.03
营运资本变动	(22)	(20)	(29)	(25)	P/B (现价)	2.99	2.60	2.24	1.91

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>