



## 专注柔性电子领域，技术驱动受益下游增长

### ——则成电子首次覆盖报告

2024年08月16日

- 公司业务结构：**则成电子成立于2003年，是一家主要从事基于柔性应用的定制化智能电子模组及印制电路板的设计、研发、生产和销售的高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业。公司主要产品包括汽车EPS转向器模组、汽车后置摄像头模组、医疗用打孔装置部件、医疗智能血糖测试模组、心电监护模组、医疗血氧浓度测试模组、指纹识别模组、通讯模组。
- 财务分析：**2024年上半年公司实现营收利润双增长。2024年上半年，公司实现营业收入16,730.84万元，同比增长19.83%，实现归母净利润1,027.53万元，同比增长17.80%；毛利率为28.73%，净利率为6.14%，主要系下游电子消费复苏较为明显，叠加公司一系列新产品渐次批量投产所致。公司2024年上半年研发费用为1,157.70万元，研发费用率为6.92%，公司及子公司共计新增授权专利8项，其中发明专利授权5项，实用新型专利授权3项。
- 行业及公司项目分析：**模组是电子设备的功能载体，集成了感知、计算、通信、交互与控制等多种功能。印制电路板是模组的主要组成部分，是电子元器件的载体。模组行业位于电子信息制造业产业链的中游，在产业链中发挥着承上启下的重要作用。印制电路板主要起到连接和信号传输的作用，作为电子零件装载的基板和关键互联件，素有“电子产品之母”之称。从产品类型上来看，日本、韩国和中国台湾是目前全球高端PCB产品的主要生产地，中国大陆的PCB生产工艺水平与日韩、欧美等国家或地区存在一定差距，产品类型以单层板、双层板 and 多层板为主。公司近年来积极投入产品研发，新建工厂具有HDI RF和类载板量产能力，与国内先进企业的技术差距不断缩小，主要产品包括消费电子类、医疗电子类、汽车电子类、生物识别类模组和印制电路板。
- 投资建议：**我们预计公司2024-2026年营业收入分别为3.69/4.48/5.47亿元，同比分别增长20.71%/21.41%/22.10%。归母净利润分别为0.32/0.39/0.48亿元，同比分别增长20.50%/22.75%/22.17%，对应市盈率分别为87/71/58倍。我们认为，公司长期专注于定制化智能电子模组及印制电路板的设计、研发、生产和销售，能满足下游产品快速的技术迭代需求，未来公司有望通过新客户以及新项目的导入实现业绩持续增长。我们首次给予“推荐”的投资评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；新产品开发进度不及预期的风险。

#### 则成电子 (837821.BJ)

**推荐** 首次评级

#### 分析师

范想想

☎: 010-8092-7663

✉: fanxiangxiang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130518090002

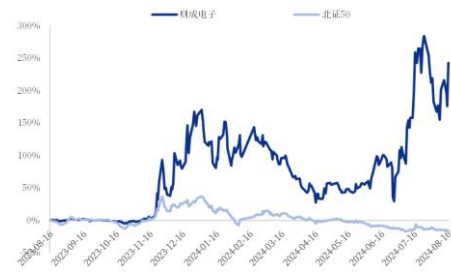
#### 市场数据

2024-08-16

股票代码	837821.BJ
A股收盘价(元)	28.18
上证指数	2,879.43
总股本(万股)	9,882.99
实际流通A股(万股)	5,087.79
流通A股市值(亿元)	14.34

#### 相对北证50表现图

2024-08-16



资料来源: 中国银河证券研究院

#### 相关研究

- 【银河北交所】2024年展望: 政策助力北交所加快发展, 市场有望震荡向上
- 【银河北交所】2024 中期策略\_新质生产力赋能北证, 关注央企投资价值

## 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	306	369	448	547
收入增长率%	-6.93	20.71	21.41	22.10
归母净利润(百万元)	27	32	39	48
利润增速%	-5.35	20.50	22.75	22.17
毛利率%	27.50	27.37	27.46	27.61
摊薄 EPS(元)	0.27	0.32	0.40	0.49
PE	104.92	87.07	70.93	58.06
PB	5.51	5.17	4.82	4.45
PS	6.51	7.55	6.22	5.09

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 目录

### Catalog

一、 公司业务结构 .....	4
二、 公司财务分析 .....	5
三、 公司项目及行业分析 .....	7
四、 盈利预测和投资评级 .....	9
五、 风险提示 .....	11

## 一、公司业务结构

则成电子成立于 2003 年，是一家主要从事基于柔性应用的定制化智能电子模组及印制电路板的设计、研发、生产和销售的高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业。公司董事长薛兴韩先生是公司控股股东、实际控制人，截至 2024 年二季度薛兴韩直接持有公司 40.4474% 股份，通过深圳市海汇聚成投资管理企业（有限合伙）及深圳市惟实聚成投资合伙企业（有限合伙）间接持股 3.0466%，合计持有公司股权 43.4940%

公司主要产品包括汽车 EPS 转向器模组、汽车后置摄像头模组、医疗用打孔装置部件、医疗智能血糖测试模组、心电监护模组、医疗血氧浓度测试模组、指纹识别模组、通讯模组。公司总部深圳则成地处深圳经济特区，同时在珠海、惠州分别设立全资子公司广东则成、惠州则成布局生产基地。全资子公司广东则成地处珠海市富山工业园，以柔性线路板、软硬结合板以及类载板等印制线路板产品为主营业务。通过运用新技术、新工艺、新设备实现印制电路板产品的工艺升级，广东则成不仅可以批量生产 FPC(柔性线路板)，包括单层板、双层板及多层板，同时具备批量生产 HDI(高密度互联线路板)、RF(软硬结合板)及 SLP(类载板)的能力。全资子公司惠州则成地处惠州仲恺高新区，在建成后主要从事 EMS 业务，将成为汽车电子、医疗电子、消费电子及通信类智能模组模块的高端制造中心。

公司获得 ISO13485:2016 质量体系认证、ISO9001:2015 国际质量体系认证、IATF16949:2016 质量体系认证、ISO14001:2015 国际环境管理体系认证、SA8000:2014 社会责任管理体系认证、ISO45001:2018 职业健康安全管理体系认证、ISO27001:2022 信息安全管理体系认证、两化融合管理体系评定证书(GB/T23001-2017)、ISO14064-1:2018 温室气体核查声明证书、美国 UL 以及苹果 MFi 认证和 IPC 标准。公司产品已被应用于美敦力(Medtronic)、马西莫(Masimo)、罗氏(Roche)、博士(Bose)、戴尔(Dell)、瑞马克(Rimac)、耐世特(Nexteer)、富士通(Fujitsu)、百通(Belden)、雅培(Abbott)等全球知名企业。

图1：公司部分产品展示



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

从 2024 年上半年公司主营业务构成看，模组仍然是公司的主要营收来源。2023 年公司前五大供应商的采购占比为 51.00%，2024 年上半年公司前五大客户的销售占比为 90.66%。公司对外采购的原材料主要包括三类：第一类为电子元器件，主要为电气元件、器件、部件；第二类为结构件，主要为机械结构零件、印刷件、包装件等；第三类为化学品辅料和一般生产用辅料。公司主要采用直销模式，产品大部分出口至美国、欧洲等海外市场。公司境外销售采用 Buy-and-Sell 的业务模式。Buy-and-Sell 是指客户向原材料供应商购买原材料或自己生产原材料后，将原材料转卖给公司，公司自行购买其他原材料和辅料并组织生产加工，最终将产成品交付给客户的模式。公司与主要客

户已经建立了长期稳定的合作关系，并进入了美敦力（Medtronic）、柯惠医疗（Covidien）、马西莫（Masimo）、耐世特（Nexteer）、麦格纳（Magna）、富士通（Fujitsu）、百通（Belden）、博士（Bose）、戴尔（Dell）、富士胶片（Fujifilm）等众多世界知名品牌企业的供应链体系。

表1: 公司主营业务构成 (万元)

	2024H1	2023A	2022A	2021A
模组	11,894.76	23,617.46	25,565.30	26,307.00
--消费电子	6,903.76	14,754.89	15,044.21	12,160.06
--食品医疗类	3,730.16	6,646.72	7,352.48	10,662.70
--生物识别类	613.02	990.65	1,704.60	1,713.62
--交通工具	453.07	786.43	1,089.48	1,158.82
--其他	194.76	449.78	374.52	611.81
印制电路板	4,836.08	6,941.91	7,252.50	6,891.45
其他业务收入	--	11.01	28.92	--
合计	16,730.84	30,570.37	32,846.72	33,198.45

资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

表2: 公司主要供应商与客户情况

	2024H1		2023A		2022A		
	公司名称	占采购/销售总额比	公司名称	占采购/销售总额比	公司名称	占采购/销售总额比	
供应商	1	-	Flexible Circuit Technologies Inc	30.68%	供应商 1	42.29%	
	2	-	NEXT Biometrics AS	5.62%	供应商 2	7.39%	
	3	-	松杨电子材料(昆山)有限公司	5.40%	供应商 3	6.55%	
	4	-	厦门市铂联科技股份有限公司	4.81%	供应商 4	4.25%	
	5	-	广东施德瑞医疗科技有限公司	4.49%	供应商 5	3.50%	
		合计	-	合计	51.00%	合计	63.98%
客户	1	FLEXIBLE CIRCUIT TECHNOLOGIES INC	73.99%	Flexible Circuit Technologies Inc	78.94%	客户 1	76.71%
	2	AZOTEQ (PTY) LTD	7.75%	Azoteq (PTY) Ltd	7.35%	客户 2	7.22%
	3	NEXT BIOMETRICS AS UNIVERSITETSGATA	3.67%	Next Biometrics AS	3.24%	客户 3	5.19%
	4	Janus International Group,LLC	3.36%	深圳市冠旭电子股份有限公司	1.54%	客户 4	2.58%
	5	深圳纽迪瑞科技开发有限公司	1.89%	深圳市腾鑫精密电子芯材科技有限公司	0.84%	客户 5	2.27%
		合计	90.66%	合计	91.91%	合计	93.97%

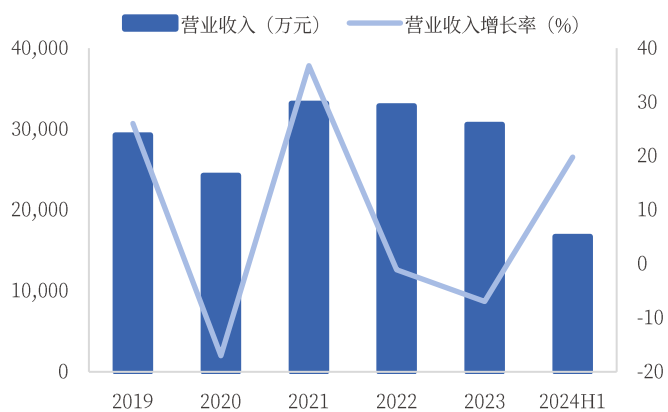
资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

## 二、公司财务分析

2024年上半年公司实现营收利润双增长。2024年上半年,公司实现营业收入16,730.84万元,同比增长19.83%,实现归母净利润1,027.53万元,同比增长17.80%,实现扣非净利润789.32万元,同比增长48.87%,主要系下游电子消费复苏较为明显,叠加公司一系列新产品渐次批量投产所

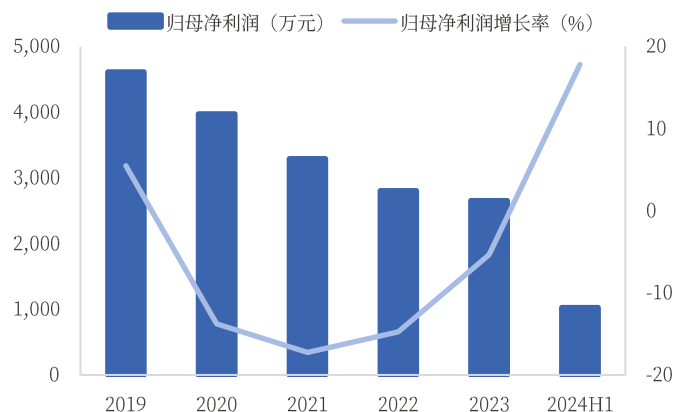
致。未来公司一方面将在医疗领域继续深耕，并在消费电子领域通过实施大客户策略实现传统业务线稳健增长；另一方面将坚持走定制化、高附加值的差异化路线拓展汽车电子等新的下游应用领域。

图2：公司收入规模及增速变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

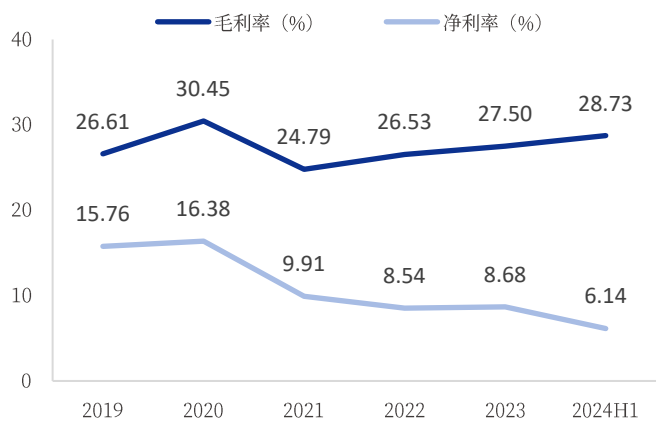
图3：公司归母净利润及增速变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

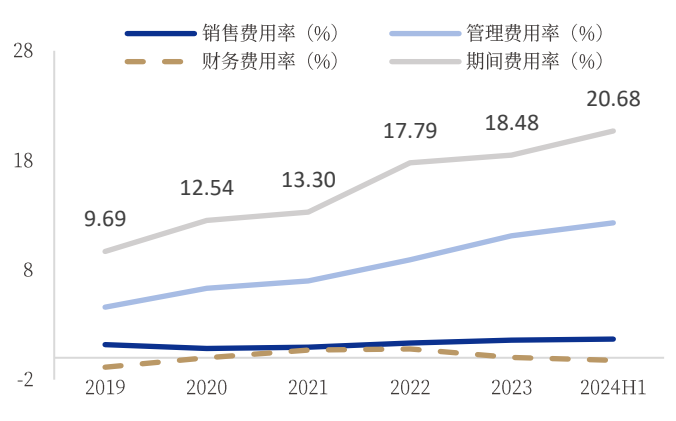
毛利率近三年持续提升、期间费用率有所上升。2024年上半年，公司毛利率为28.73%，净利率为6.14%。公司近三年来毛利率持续提升，主要系公司始终坚持高度定制化、小批量、高附加值产品的客户开拓和客户定位策略。2024年上半年，公司期间费用率为20.68%，近年来公司期间费用率有所上升。

图4：公司销售毛利率及净利率变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

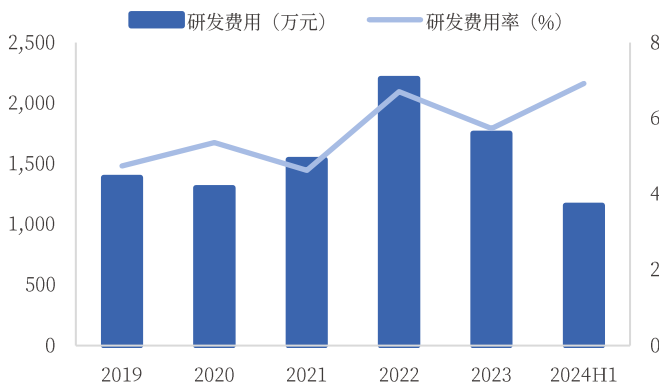
图5：公司各项费用率变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

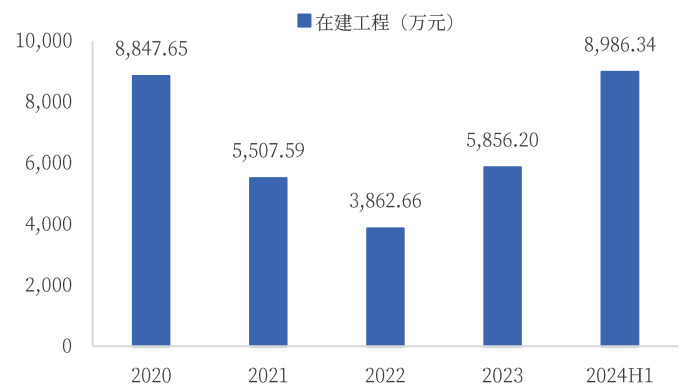
研发费用率创新高，募投项目稳步推进。公司2024年上半年研发费用为1,157.70万元，研发费用率为6.92%。2024年上半年公司及子公司共计新增授权专利8项，其中发明专利授权5项，实用新型专利授权3项。公司深耕线路板和智能模组模块相关技术研发方向，产品研发取得阶段性成果。深圳则成在声学电子类、汽车电子类和医疗电子类产品方面积累一定开发经验；广东则成使用自研Fine Pitch Subtractive 细间距减除法（“FIPIS技术”），应用于高精密线路板生产，目前已具备线宽/线距为15μm/15μm的样品制造能力。同时展开用于高精密线路板制造的RCC（树脂涂布铜皮）材料的研究、以及TWS耳机的HDI任意阶互联线路板产品研究等项目。截至2024年二季度，公司在建工程金额为8,986.34万元。公司募投项目智能化模组生产基地的1号厂房部分产线已投入使用，2号厂房已于2024年1月18日封顶，募投项目建设稳步推进。

图6：公司研发费用及研发费用率情况



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

图7：公司在建工程情况



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

### 三、公司项目及行业分析

#### 1. 模组行业概述

模组是现代电子产品的核心部件之一，由电子元器件、印制电路板等部件组成，可以嵌入到智能手机、平板电脑等各行各业的电子设备中。模组是电子设备的功能载体，集成了感知、计算、通信、交互与控制等多种功能。印制电路板是模组的主要组成部分，是电子元器件的载体。

模组行业位于电子信息制造业产业链的中游，在产业链中发挥着承上启下的重要作用，是电子信息制造业的重要组成部分。产业链上游是从事电子元器件生产的企业，如芯片、PCB等；产业链下游是汽车电子、医疗电子、指纹识别、通讯和消费电子等应用领域。

近年来，随着终端电子产品向轻薄化、便携化、智能化的方向发展，作为终端电子产品的核心部件之一的模组的产品特征也随之发生了变化。一方面，终端电子产品的智能化需求导致电子元器件的集成度不断提升，使得终端电子产品可以实现丰富的功能；另一方面，印制电路板作为模组的主要组成部分，受到终端电子产品需求变化的影响，呈现出轻薄化的发展趋势。

#### 2. PCB行业概述

印制电路板（PCB）为电子产品组装零件用的基板，是在通用基材上按预定设计形成点间链接的印制板。PCB作为电子零件装载的基板和关键互联件，主要起到连接和信号传输的作用，素有“电子产品之母”之称。国家相关产业政策的逐步推出，为国内印制电路板行业朝向高端化发展提供了良好的政策环境，在产业政策大力扶持下，PCB行业未来增长可期。

本世纪初至今，智能手机和笔记本电脑的普及、通信技术的不断升级，为PCB行业带来新增量。相比传统的刚性印制电路板（PCB），FPC更能迎合下游电子产品智能化、便携化、轻薄化的发展趋势。此外，随着AI人工智能技术的发展和高频高速算力的加持，人工智能产业正在全球掀起巨大的变革热潮，高频高速运算的要求带动一批存储、传输、智能终端等产业高速崛起，成为驱动PCB需求增长的新动力。从行业周期来看，印制电路板行业的下游应用领域较为广泛，尤其随着近年来下游行业更趋于多元化，印制电路板在总体上受单一细分领域影响较小，行业周期性主要体现为宏观经济的波动以及电子信息产业的整体发展状况而变化。

从产品类型上来看，日本、韩国和中国台湾是目前全球高端PCB产品的主要生产地，产品以高集成度、高性能的HDI、SLP、IC载板（封装基板）为主；美国和欧洲以高端多层板为主；中国大陆的PCB生产工艺水平与日韩、欧美等国家或地区存在一定差距，产品类型以单层板、双层板和多层板为主。从下游应用领域来看，中国大陆、中国台湾、日本和韩国等亚太国家或地区企业生产的印制电路板以智能手机、平板电脑、可穿戴设备等消费电子类产品为主；美国、欧洲企业生产的印

制电路板下游应用领域以汽车电子、工业控制、医疗器械等产品为主。

随着全球 PCB 产业逐步向中国转移，中国的印制电路板产值已位居全球第一，大部分世界知名 PCB 企业已在中国投资设厂，由此形成了国内本土企业与跨国 PCB 企业互相竞争、共同发展的格局。目前，中国大陆的 PCB 产业正处在向高端产品制造升级的过程中，伴随着我国 PCB 企业生产规模的不断提升，以及技术水平、工艺水平的逐步提高，目前部分国内本土企业已具备了批量生产 HDI、SLP 及高端多层板的能力。则成电子具有单面、双面、8 层及以下的柔性印制电路板、14 层及以下软硬结合板、镂空板、厚铜板等产品，近年来积极投入产品研发，新建工厂具有 HDI RF 和类载板量产能力，与国内先进企业的技术差距不断缩小，且具有产品应用范围广、与稳定的战略性客户协同发展的优势，产品发展速度较快。

### 3. 公司主要产品基本情况

消费电子类主要产品包括 VR 模组、触控模组、耳机智能触控模块、耳机数字降噪麦克风模组、通讯模组 AX 系列、通讯模组 PX 系列、卫星通讯充电模组和工业打印机打印头控制模组。其中 VR 模组为声光采集器，用于 Polartrak 三维立体空间声光电组合定位技术设备，融合超声波、激光和无线电，实现头、手双 6DOF 交互定位；触控模组是一种触摸控制模组，采用电容式触控技术，具有 XY 坐标，手势识别和按动/按钮检测功能，提供标准模块和定制化设计两种方式，用于键盘，游戏机，耳机等触控系统；耳机智能触控模块作为耳机零部件，用于多级降噪耳机，通过内置讯号麦克风侦测环境中中低频段噪音，将噪声讯号通过转换传送至主控电路，通过实时运算及叠加相应互补相位及正幅声音信号，并且通过针对不同场合的降噪需求，可以设定不定档次的降噪等级，达到主动降噪效果；耳机数字降噪麦克风模组作为耳机零部件，用于多级降噪耳机，通过内置讯号麦克风侦测环境中中低频段噪音，将噪声讯号通过转换传送至主控电路，通过实时运算及叠加相应互补相位及正幅声音信号，并且通过针对不同场合的降噪需求，可以设定不定档次的降噪等级，达到主动降噪效果；通讯模组 AX 系列是 10G 以太网络通讯双向连接器，内部采用 FPC 柔性线路，具有小型化，坚固耐用等特点；通讯模组 PX 系列是 10G 以太网络通讯单向连接器，内部采用 FPC 柔性线路，具有小型化，安装便捷，坚固耐用等特点；卫星通讯充电模组通过产品连接器接口链接到卫星电话实现产品充电，采用人体工程学设计，紧凑的轮廓和优良的机械强度，流线型，便于携带，应用于军事、采矿、海事等特殊领域；工业打印机打印头控制模组通过差分方式转译并口信号，再用高速差分接收器，接收处理控制模组信号，转译给打印头打印模块。

医疗电子类主要产品包括眼部治疗模组、牙套承压检测模组、手术刀加热模组、医疗智能血糖测试模组、肺活量检测模组和静脉滴注监控仪。其中眼部治疗模组作为眼部治疗和护理产品，通过医用级硅胶粘剂将产品和皮肤接触，由线缆连接控制器提供电源，加热电阻对眼睑进行加热治疗（~43°C），并由控制端实时监测，反馈和控制加热温度；牙套承压检测模组用于运动牙套中，可以实时监测脑震荡的损伤，以防止用户错过最佳治疗时期。牙套内置的传感器可以检测撞击方向、力度以及撞击部位等数据，监测到的受伤数据误差率在 5% 之内；手术刀加热模组采用轻薄型 FPC 发热丝设计，将手术刀（包括刀头和刀柄）放置于 FPC 发热模组的加热和恒温环境中，通过模组上的热敏电阻实时探测和反馈环境温度给终端控制系统执行实时调控，并通过模组上的实时状态指示 LED，将手术刀温度状态展示给手术医师，使手术刀的温度与人体温度保持高度一致；医疗智能血糖测试模组作为医疗智能血糖测试模组，采用电极型测试原理，将载有血液的测试值，插入该测试模组内，通过电极解析，将血糖信息转化为数字信息，转送到安装有血糖解析 APP 的智能手机，通过手机 APP 分析并展示检测出的血糖值给用户；肺活量检测模组是为了呼吸系统疾病比如哮喘、COPD、囊性纤维化患者设计的，可以同步传送最大肺活量和用力呼气容积测试，通过蓝牙和手机或者电脑无线连接，直接将测得的肺活量数据显示给患者或者内科医生；静脉滴注监控仪作为一款小型化的静脉滴注监控仪器，与监控终端结合使用，使用可见光和近红外光来测量静脉注射部位附近组织的光学特性变化，通过专有的信号处理算法可连续测量，并同时考虑患者的运动。

汽车电子类主要产品包括汽车 EPS 转向器模组、汽车内室照明模组和汽车后置摄像头模组。其



中汽车 EPS 转向器模组可以采集驾驶员施加在转向盘上的力矩大小、方向和转向角度的信号，经处理后输入给 ECU，该信号是 EPS 的主要控制信号之一，其准确性和可靠性直接影响 EPS 的助力输出特性；汽车内室照明模组采用轻薄型 FPC 工艺设计，搭载 LED 节能光源，具有低功耗、低发热、小型及易控制等特点，主要应用于室内灯、车内阅读灯、后席阅读灯、门灯、踏步灯、行李厢灯和货箱灯、氛围灯（汽车气氛灯）、化妆镜照明灯等场景。汽车后置摄像头模组通过该模组将摄像头获取的影像信号转码为数字信号，再通过数据传输线缆将数字信号传输到屏幕端解码器，将电子后置摄像头获取的影像清晰地显示在屏幕上，以方便用户观察摄像头视觉范围内的环境，主要应用于汽车倒车系统。

生物识别类主要产品包括生物指纹识别及感应模组、生物指纹识别器和指纹识别模组。生物指纹识别及感应模组采用大面积全柔性指纹芯片组和配套的数据捕获 ASIC 芯片，能捕获丰富的细节模板，降低生物识别错误率，可以承受动态和扭转弯曲；生物指纹识别器采用大面积玻璃指纹芯片组和配套的数据捕获 ASIC 芯片，能捕获丰富的细节模板，降低生物识别错误率；指纹识别模组包括一个微处理器，用于控制指纹传感器扫描，执行图像处理，特征提取以及与 SecureElement 主机的通信。采用通用的标准化模块设计，USB 和 SPI 两种可选接口模式，旨在提高产品安装兼容性，常用于门禁系统、考勤系统，安防系统等电脑加密系统领域。

印制电路板主要产品包括单面挠性板、双面挠性板、多层挠性板、镂空挠性板和刚挠结合板。其中单面挠性板以聚酰亚胺或聚酯材料作为介质层，导线分布在一面上的挠性印制电路板；双面挠性板以聚酰亚胺为材料作为介质双面各有一层蚀刻制成的导电图形的挠性印制电路板，具备双面都可以布线焊接，金属化孔将绝缘材料两面的图形连接起来形成导电通路，以满足挠曲性的设计和使用功能；多层挠性板将 3 层或更多层的单面或双面柔性电路层压在一起，通过钻孔、电镀形成金属化孔，在不同层间形成导电通路，这样不需采用复杂的焊接工艺，多层电路在更高可靠性，更好的热传导性和更方便的装配性能方面具有巨大的功能差异，具备单层挠性板的优势，通过迭层使单位面积上能够负载的高精度和稳定性数量倍增；镂空挠性板是根据客户所需把单层铜做成两面均可以实现接触或焊接作用。镂空板主要优势是高性价比及较好焊接效果；刚挠结合板是软板和硬板相结合，将挠性内层与刚性内层通过粘结层进行结合而形成的电路板，刚挠结合板改变了传统的平面式的设计概念，扩大到立体的 3 维空间概念，给产品组装带来巨大方便的同时具有可弯曲、可折叠的特点。刚挠结合板可以用于制作定制电路，实现空间利用率最大化。

## 四、盈利预测和投资评级

我们主要依据则成电子的主营业务构成将公司业务拆分为模组、印刷电路板、其他业务收入 3 个部分进行盈利测算。

(1) 模组：预计模组业务未来仍将是公司的主要营收来源之一，通过新客户以及新项目的导入公司的模组业务有望实现持续增长。我们预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 2.86/3.44/4.17 亿元。

(2) 印刷电路板：公司过去三年一直围绕着 NBCF 的 RCC 类材料以及 FIPIS 技术（细间距减法）进行研发投入和技术攻关，未来公司的印刷电路板业务有望受益于光模块等下游需求的提升。我们预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 0.82/1.03/1.29 亿元。

(3) 其他业务收入：占比较小，预计 2024-2026 年营业收入分别为 0.01/0.01/0.02 亿元。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3.69/4.48/5.47 亿元，同比分别增长 20.71%/21.41%/22.10%。归母净利润分别为 0.32/0.39/0.48 亿元，同比分别增长 20.50%/22.75%/22.17%，对应市盈率分别为 87/71/58 倍。我们认为，公司长期专注于定制化智能电子模组及印制电路板的设计、研发、生产和销售，能满足下游产品快速的技术迭代需求，未来公司有望通过新客户以及新项目的导入实现业绩持续增长。我们首次给予“推荐”的投资评级。

表3: 分业务预测 (百万元)

产品名称	项目	2023	2024E	2025E	2026E
模组	营业收入	236.17	285.86	344.13	416.52
	YOY	-7.62%	21.04%	20.39%	21.04%
印刷电路板	营业收入	69.42	82.24	103.11	128.94
	YOY	-4.28%	18.47%	25.38%	25.05%
其他业务	营业收入	--	0.90	0.76	1.54
	YOY	--	--	-15.99%	102.63%
营业收入合计		306	369	448	547
YOY		-6.93%	20.71%	21.41%	22.10%
归母净利润合计		27	32	39	48
YOY		-5.35%	20.50%	22.75%	22.17%
EPS (元)		0.27	0.32	0.40	0.49
PE (倍)		104.92	87.07	70.93	58.06

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

## 五、风险提示

---

下游需求不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；新产品开发进度不及预期的风险。

## 图表目录

图 1: 公司部分产品展示.....	4
图 2: 公司收入规模及增速变化 .....	6
图 3: 公司归母净利润及增速变化 .....	6
图 4: 公司销售毛利率及净利率变化 .....	6
图 5: 公司各项费用率变化 .....	6
图 6: 公司研发费用及研发费用率情况 .....	7
图 7: 公司在建工程情况.....	7
表 1: 公司主营业务构成 (万元) .....	5
表 2: 公司主要供应商与客户情况 .....	5
表 3: 分业务预测 (百万元) .....	10

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	331.45	349.16	398.46	469.01
现金	90.84	93.02	111.87	143.26
应收账款	51.24	62.25	75.89	92.88
其它应收款	1.89	3.75	4.55	5.56
预付账款	0.67	0.81	0.98	1.20
存货	75.02	97.55	118.30	144.14
其他	111.79	91.79	86.87	81.97
非流动资产	399.49	447.73	483.09	514.25
长期投资	20.89	22.07	23.36	24.33
固定资产	271.56	324.03	367.21	403.05
无形资产	27.45	26.24	25.02	23.81
其他	79.60	75.39	67.49	63.06
资产总计	730.94	796.89	881.55	983.26
流动负债	168.83	201.51	246.91	300.65
短期借款	0.00	10.00	20.00	30.00
应付账款	125.23	144.45	173.37	209.04
其他	43.61	47.06	53.54	61.61
非流动负债	56.80	56.48	56.48	56.48
长期借款	53.92	53.92	53.92	53.92
其他	2.88	2.56	2.56	2.56
负债合计	225.63	257.99	303.38	51.36
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	505.31	538.90	578.16	626.13
负债和股东权益	730.94	796.89	881.55	983.26

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	58.36	65.75	75.97	89.51
净利润	26.55	31.99	39.26	47.97
折旧摊销	23.03	30.89	33.89	39.65
财务费用	2.25	1.82	2.22	2.62
投资损失	-3.36	-3.59	-4.35	-5.32
营运资金变动	10.91	7.76	5.35	4.99
其它	-1.02	-3.11	-0.40	-0.40
投资活动现金流	-61.10	-72.87	-64.89	-65.51
资本支出	-64.63	-71.31	-67.96	-69.85
长期投资	0.00	-1.19	-1.29	-0.97
其他	3.53	-0.38	4.35	5.32
筹资活动现金流	-51.08	7.70	7.78	7.38
短期借款	-22.00	10.00	10.00	10.00
长期借款	-15.32	0.00	0.00	0.00
其他	-13.77	-2.30	-2.22	-2.62
现金净增加额	-52.61	2.18	18.85	31.39

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	305.70	369.00	448.00	547.00
营业成本	221.65	268.00	325.00	396.00
营业税金及附加	1.94	2.34	2.85	3.48
营业费用	4.92	5.94	7.21	9.57
管理费用	33.96	39.85	47.94	58.53
财务费用	0.11	0.45	0.82	0.94
资产减值损失	-5.06	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.27	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.36	3.59	4.35	5.32
营业利润	29.60	34.91	42.85	52.35
营业外收入	0.98	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	28.97	34.91	42.85	52.35
所得税	2.43	2.92	3.59	4.39
净利润	26.55	31.99	39.26	47.97
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	26.55	31.99	39.26	47.97
EBITDA	49.05	66.25	77.57	92.95
EPS(元)	0.27	0.32	0.40	0.49

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	-6.93%	20.71%	21.41%	22.10%
营业利润增速	7.11%	17.94%	22.75%	22.17%
归属母公司净利润增	-5.35%	20.50%	22.75%	22.17%
毛利率	27.50%	27.37%	27.46%	27.61%
净利率	8.68%	8.67%	8.76%	8.77%
ROE	5.25%	5.94%	6.79%	7.66%
ROIC	4.14%	5.23%	5.98%	6.72%
资产负债率	30.87%	32.37%	34.41%	36.32%
净负债比率	-3.88%	-2.23%	-3.61%	-6.75%
流动比率	1.96	1.73	1.61	1.56
速动比率	1.45	1.29	1.19	1.14
总资产周转率	0.41	0.48	0.53	0.59
应收账款周转率	5.47	6.50	6.49	6.48
应付账款周转率	1.65	1.99	2.05	2.07
每股收益	0.27	0.32	0.40	0.49
每股经营现金	0.59	0.67	0.77	0.91
每股净资产	5.11	5.45	5.85	6.34
P/E	104.92	87.07	70.93	58.06
P/B	5.51	5.17	4.82	4.45
EV/EBITDA	30.51	41.85	35.64	29.51
P/S	6.51	7.55	6.22	5.09

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

范想想 北交所分析师。日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第14届机器人大赛团体第一名，FPM学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn