

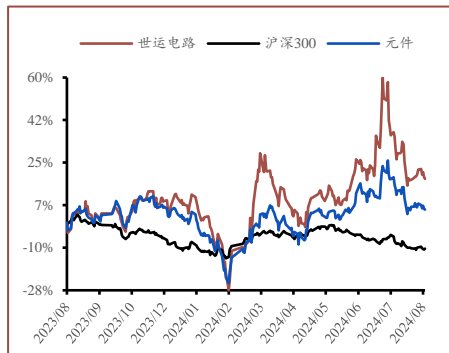
业绩高增，通过主业优势地位向新业务延伸

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-08-23
收盘价(元)	18.87
流通股本(亿股)	5.41
每股净资产(元)	7.52
总股本(亿股)	6.59

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

- 《预告业绩亮眼，地方国资入主赋能 PCB 业务》 2024-07-10
- 《近四十年沉淀，造就 PCB 业务璀璨前景》 2024-03-10
- 《去伪存真》 2021-01-09

核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布公告, 2024H1 实现营收 23.96 亿元, 同比+11.38%, 实现归母净利润 3.03 亿元, 同比+54.49%。
- ❖ **产品结构优化+稼动率提升带动业绩高增:** 行业整体回暖订单充足, 加上产能释放带动业绩成长。公司 2024Q2 实现营收 13.02 亿元, 环比+19.09%, 同比+14.65%。叠加产品结构优化、稼动率提升, 2024Q2 单季度毛利率 24.67%, 环比改善 4.19 个百分点, 同比改善 8.33 个百分点。2024Q2 实现归母净利润 1.94 亿元, 环比+78.78%, 同比+60.54%实现快速增长。
- ❖ **继续推进扩产, 满足客户需求:** 为进一步满足客户需求, 公司于 2020 年筹划了年产 300 万平方米线路板新建项目。项目分三期开发, 其中项目一期对应产能为 100 万平方米, 产能稳步爬坡, 后续公司将做好项目的运营及成本管控等工作, 加快产能的释放; 项目二期对应产能为 150 万平方米, 通过向特定对象发行股票的方式募集资金建设, 资金已于 2024 年 3 月到位, 预计 2024 年内开始投产; 项目三期对应产能为 50 万平方米, 将按照客户订单需求推进。在项目整体达产后, 公司鹤山本部的产能将提升至 700 万平方米。
- ❖ **布局汽车领域, 占据优势地位, 促进业务延伸。** 汽车应用的 PCB 料号较多, 涉及工艺包括高频、高压、高散热等, 从而引导 PCB 供应商工艺发展多元化, 有利于向人工智能/低空飞行/低轨通讯/人形机器人等新兴领域发展。公司凭借在汽车 PCB 领域多年的生产和技术积累, 已经实现了 28 层 AI 服务器用线路板/5 阶 HDI (包括任意层互连)/6oz 厚铜多层板/多层软板/多层 HDI 软硬结合板的批量生产能力, 已基本覆盖主流 AI 服务器所需 PCB 的工艺要求。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 54.34/62.74/72.00 亿元, 归母净利润 6.96/8.12/9.40 亿元。对应 PE 分别为 17.84/15.31/13.23 倍, 维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 下游需求不及预期风险、汇率风险、行业竞争加剧等风险。

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4432	4519	5434	6274	7200
收入增长率(%)	17.90	1.96	20.25	15.46	14.75
归母净利润(百万元)	434	496	696	812	940
净利润增长率(%)	107.01	14.17	40.54	16.54	15.76
EPS(元/股)	0.82	0.93	1.06	1.23	1.43
PE	17.54	19.66	17.84	15.31	13.23
ROE(%)	14.51	15.13	12.94	14.12	15.11
PB	2.56	3.00	2.31	2.16	2.00

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 23 日收盘价计算)

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	4432.01	4519.08	5434.15	6274.21	7199.75	成长性					
减:营业成本	3597.40	3555.40	4196.06	4840.42	5546.51	营业收入增长率	17.9%	2.0%	20.2%	15.5%	14.8%
营业税费	12.90	24.50	27.71	30.74	33.84	营业利润增长率	83.7%	24.5%	37.5%	18.0%	16.4%
销售费用	60.83	59.39	70.64	78.43	86.40	净利润增长率	107.0%	14.2%	40.5%	16.5%	15.8%
管理费用	156.04	148.46	168.46	194.50	223.19	EBITDA 增长率	63.8%	18.8%	27.4%	16.4%	15.2%
研发费用	160.16	161.89	190.20	213.32	244.79	EBIT 增长率	76.2%	22.6%	33.8%	18.5%	16.7%
财务费用	-32.42	-22.71	-20.58	-21.29	-22.87	NOPLAT 增长率	86.4%	14.8%	36.6%	18.1%	17.1%
资产减值损失	-36.41	-51.82	-63.00	-66.00	-72.00	投资资本增长率	2.0%	5.7%	44.4%	4.8%	6.1%
加:公允价值变动收益	-1.45	1.00	-0.40	-0.20	-0.20	净资产增长率	6.2%	7.8%	58.7%	5.8%	7.4%
投资和汇兑收益	-12.23	1.77	1.09	1.25	1.44	利润率					
营业利润	442.13	550.51	757.19	893.59	1040.45	毛利率	18.8%	21.3%	22.8%	22.9%	23.0%
加:营业外净收支	-1.27	-2.96	-2.00	-2.00	-2.00	营业利润率	10.0%	12.2%	13.9%	14.2%	14.5%
利润总额	440.86	547.55	755.19	891.59	1038.45	净利率	9.1%	10.3%	12.1%	12.3%	12.5%
减:所得税	39.45	80.73	98.17	118.58	135.00	EBITDA/营业收入	16.7%	19.4%	20.6%	20.7%	20.8%
净利润	434.04	495.52	696.43	811.66	939.59	EBIT/营业收入	10.1%	12.1%	13.5%	13.9%	14.1%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	1237.34	1949.88	3671.21	3450.38	3656.85	固定资产周转天数	179	198	161	146	135
交易性金融资产	0.00	64.32	63.92	63.72	63.52	流动营业资本周转天数	46	38	29	42	46
应收账款	1183.40	1268.85	1435.01	1570.55	1702.94	流动资产周转天数	275	274	316	328	294
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	95	98	90	86	82
预付账款	9.22	8.61	10.07	11.62	13.31	存货周转天数	51	45	39	37	34
存货	461.42	421.88	476.16	505.94	541.54	总资产周转天数	481	485	489	490	446
其他流动资产	34.82	13.58	13.58	13.58	13.58	投资资本周转天数	358	365	381	399	367
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	14.5%	15.1%	12.9%	14.1%	15.1%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.4%	7.9%	8.2%	9.4%	10.2%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	9.2%	9.9%	9.4%	10.6%	11.7%
固定资产	2595.09	2387.14	2470.87	2619.45	2785.34	费用率					
在建工程	29.43	9.53	125.72	195.43	237.26	销售费用率	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%
无形资产	58.22	56.70	53.70	52.70	51.70	管理费用率	3.5%	3.3%	3.1%	3.1%	3.1%
其他非流动资产	0.85	0.00	15.77	15.77	15.77	财务费用率	-0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
资产总额	5863.08	6310.27	8451.99	8617.31	9202.31	三费/营业收入	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
短期债务	149.69	0.00	207.00	207.00	207.00	偿债能力					
应付账款	963.44	847.72	955.77	1089.09	1232.56	资产负债率	44.3%	44.2%	33.8%	31.3%	31.0%
应付票据	41.05	438.11	396.29	94.12	92.44	负债权益比	79.4%	79.1%	51.1%	45.6%	44.8%
其他流动负债	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.32	2.45	3.37	3.68	3.58
长期借款	58.50	71.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.94	2.16	3.08	3.34	3.25
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	8.50	10.52	27.23	28.81	33.62
负债总额	2595.15	2786.00	2859.83	2699.98	2849.12	分红指标					
少数股东权益	277.61	248.90	209.48	170.83	134.70	DPS(元)	0.60	0.50	0.65	0.68	0.71
股本	532.18	537.59	658.59	658.59	658.59	分红比率	0.74	0.66	0.61	0.55	0.50
留存收益	993.74	1169.96	1455.57	1819.39	2291.37	股息收益率	4.2%	2.7%	3.4%	3.6%	3.8%
股东权益	3267.93	3524.27	5592.16	5917.33	6353.18	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)	0.82	0.93	1.06	1.23	1.43
净利润	434.04	495.52	696.43	811.66	939.59	BVPS(元)	5.62	6.09	8.17	8.73	9.44
加:折旧和摊销	291.17	328.56	383.08	430.21	482.29	PE(X)	17.5	19.7	17.8	15.3	13.2
资产减值准备	34.87	60.64	62.00	65.00	71.00	PB(X)	2.6	3.0	2.3	2.2	2.0
公允价值变动损失	1.45	-1.00	0.40	0.20	0.20	P/FCF					
财务费用	49.94	46.79	26.98	30.20	30.20	P/S	1.7	2.2	2.3	2.0	1.7
投资收益	12.23	-1.77	-1.09	-1.25	-1.44	EV/EBITDA	10.3	10.3	8.9	7.8	6.7
少数股东损益	-32.63	-28.71	-39.42	-38.65	-36.14	CAGR(%)					
营运资金的变动	175.15	508.65	-219.18	-390.41	-94.87	PEG	0.2	1.4	0.4	0.9	0.8
经营活动产生现金流量	987.72	1438.02	909.41	908.33	1392.11	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1022.61	-294.00	-597.14	-651.12	-687.84	REP					
融资活动产生现金流量	-513.40	-427.06	1391.81	-478.04	-497.80						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 23 日收盘价计算)

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。