

2024年12月30日

# 依顿电子 (603328.SH)

## 公司快报

电子 | PCBIII

投资评级

**买入(首次)**

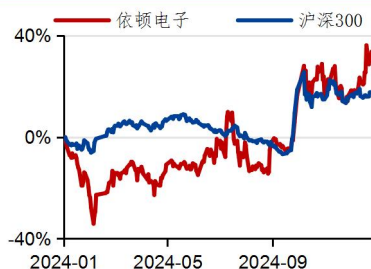
股价(2024-12-30)

10.33 元

### 交易数据

总市值(百万元)	10,313.91
流通市值(百万元)	10,313.91
总股本(百万股)	998.44
流通股本(百万股)	998.44
12个月价格区间	10.28/5.73

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.05	15.29	13.44
绝对收益	12.16	23.27	29.99

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001  
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

分析师

王臣复

 SAC 执业证书编号: S0910523020006  
 wangchenfu@huajinsec.cn

### 相关报告

## 持续推动技术升级, 加大全球市场开拓

◆ **聚焦汽车电子和新能源两大核心主业, 2023 年内资百强 PCB 企业排名 13:** 公司成立于 2000 年 3 月, 是一家专注于从事高精度、高密度双层及多层印制线路板的研究、开发、制造、销售于一体的高新技术企业。2021 年 9 月 8 日, 公司原控股股东依顿投资与九洲集团签署了《股份转让协议》, 2021 年 11 月 23 日, 该股权转让事宜完成了股份转让过户登记, 公司的控股股东变更为九洲集团, 实际控制人变更为绵阳市国资委。公司通过对下游各行业的产品特点及市场走势进行市场调研、详细分析, 结合公司的技术能力、设备配置、客户资源等因素, 优化公司的产品结构, 确定汽车电子、新能源及电源、计算机与通讯、工控医疗、多媒体与显示等五大行业战略方向产品。公司凭借在汽车 PCB 业务上良好的品牌影响和过硬的品质保障, 已与德国大陆汽车 (Continental)、法雷奥 (Valeo)、均胜电子 (Preh)、博世 (Bosch) 等国内外头部汽车零部件企业形成了稳定、友好的合作关系; 其中, 在新能源汽车领域, 凭借着先发优势和良好的口碑, 已与安波福 (Aptiv)、李尔公司 (Lear)、小鹏汽车、宏景智驾等国内外知名企业建立了友好合作关系, 实现稳定供货。公司在 PrismaMark2023 年全球 TOP100PCB 制造商榜单排名第 46 名、在中国电子电路行业 2023 年主要企业营收榜单综合 PCB 排名第 27 名, 上述排名相较于 2022 年的排名略有上升, 进一步凸显了公司市场地位的提升; 公司在中国电子电路行业 2023 年中国内资 PCB 百强企业排名第 13 名。同时, 公司是 2023 年广东省 500 强企业。

◆ **推动技术升级, 加大全球市场开拓:** 公司紧盯行业及前沿技术的发展趋势, 密切关注市场需求, 积极开展关键技术攻关及新产品的开发; 2024 年上半年, 公司 6OZ 厚铜技术能力、HDI 工艺 X 型孔和深微孔技术能力、散热技术中埋入式金属基工艺能力等技术得到进一步的突破; 公司 77G 毫米波雷达产品、激光雷达半绕产品、Miniled 直显产品等重点产品能力得到持续提升; 同时, 公司积极推进产品线改革, 按行业设置产品线, 进行产品的全生命周期管理, 将技术人员转变为技术商人, 大大激发了研发活力。公司始终秉承“以客户为中心”的营销理念, 坚定实施大客户战略, 深度挖掘客户需求, 致力于为客户提供更优质的产品与服务, 进一步增强了客户粘性。2024 年上半年, 公司在强化与老客户的深度合作外, 积极开拓国内外优质客户群, 其中欧美系、日系知名客户以及国内行业头部客户开发成果显著, 保证了业绩的持续增长。为更好地满足客户需求、优化公司业务布局, 公司决定在泰国设立生产基地, 以快速响应客户对公司服务全球化、供应区域多元化的需求。产能方面, 公司募投项目“年产 70 万平方米多层印刷电路板项目”已按计划结项, 目前产能基本满产; 除现有老工厂及新工厂一期项目产能外, 公司新工厂二期项目及泰国子公司生产基地建设工作一切有序进行中, 未来产能将得到逐步释放; 同时, 公司将视市场需求及订单情况适时利用中山厂区现有空地以增加新产能。2024 年上半年公司实现营业收入 175,352.80 万元, 同比增长 9.54%; 实现归属上市公司股东的净利润 26,028.12 万元, 同比增长 41.05%。

◆ **投资建议:** 我们预计公司 2024 年-2026 年营收分别为 36.42 亿元、42.30 亿元、



50.35 亿元，同比增速分别为 14.6%、16.1%、19.0%，归母净利润分别为 5.17 亿元、6.46 亿元、8.02 亿元，同比增速分别为 45.6%、25.1%、24.1%，2024 年-2026 年对应的 PE 分别为 20.0 倍、16.0 倍、12.9 倍，考虑到公司业务聚焦、客户资源优秀、技术持续投入升级、产能也将逐步释放，首次覆盖，给予买入评级。

◆ **风险提示：**研发未达预期的风险；核心技术人才流失风险；主要供应商集中风险；境外经营的风险；存货跌价风险；行业竞争加剧带来毛利率下降的风险；宏观环境风险

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,058	3,177	3,642	4,230	5,035
YoY(%)	5.2	3.9	14.6	16.1	19.0
归母净利润(百万元)	269	355	517	646	802
YoY(%)	78.3	32.2	45.6	25.1	24.1
毛利率(%)	16.8	21.7	24.1	24.5	24.9
EPS(摊薄/元)	0.27	0.36	0.52	0.65	0.80
ROE(%)	7.5	9.4	12.6	14.0	15.1
P/E(倍)	38.4	29.1	20.0	16.0	12.9
P/B(倍)	2.9	2.7	2.5	2.2	1.9
净利率(%)	8.8	11.2	14.2	15.3	15.9

数据来源：聚源、华金证券研究所

1、考虑到公司一方面在释放产能、技术持续升级、客户资源不断开拓，预计 2024 年-2026 年公司 PCB 业务营收同比增速分别为 15.00%、17.00%、20.00%，毛利率分别为 19.00%、20.00%、21.00%；

2、公司其他业务营收占比较低，预计 2024 年-2026 年公司其他业务营收同比增速分别为 10.00%、5.00%、5.00%，毛利率分别为 90.00%、90.00%、90.00%。

表 1：依顿电子业务收入预测（百万元，%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PCB	2,701.76	2,824.87	2,941.29	3,382.48	3,957.51	4,749.01
同比 (%)		4.56%	4.12%	15.00%	17.00%	20.00%
毛利率 (%)	6.95%	10.44%	16.02%	19.00%	20.00%	21.00%
其他业务	206.36	233.28	236.04	259.64	272.63	286.26
同比 (%)		13.05%	1.18%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	99.40%	94.21%	92.88%	90.00%	90.00%	90.00%
营收合计	2,908.12	3,058.15	3,177.33	3,642.13	4,230.13	5,035.26
同比 (%)		5.16%	3.90%	14.63%	16.14%	19.03%
毛利率 (%)	13.51%	16.83%	21.73%	24.06%	24.51%	24.92%

资料来源：聚源，华金证券研究所

我们选取深南电路、沪电股份、景旺电子、世运电路作为可比公司，其中：深南电路专注于电子互联领域，坚持客户导向、技术驱动，致力于“打造世界级电子电路技术与解决方案的集成商”，拥有印制电路板、封装基板、电子装联三项业务，是中国电子电路行业的领先企业；沪电股份涉足 PCB 行业多年，经过多年的市场拓展和品牌经营，已成为 PCB 行业内的重要品牌之一，在行业内享有盛誉；景旺电子产品覆盖多层板、类载板、厚铜板、高频高速板、金属基电路板、双面/多层柔性电路板、高密度柔性电路板、HDI 板、刚挠结合板、特种材料 PCB 等，是国内少数产品类型覆盖刚性电路板、柔性线路板和金属基电路板的厂商；世运电路是一家集研发、生产和销售为一体，专业生产双面板、多高层板、HDI、软板、软硬结合板、金属基板等线路板，产品广泛应用到不同的领域。我们预计依顿电子 2024 年-2026 年实现归母净利润分别为 5.2 亿元、6.5 亿元、8.0 亿元，对应 PE 分别为 20.0 倍、16.0 倍、12.9 倍，估值低于可比公司均值，考虑到公司业务聚焦、客户资源优秀、技术持续投入升级、产能也将逐步释放，首次覆盖，给予买入评级。

表 2：可比公司估值

公司	市值 (亿)	归母净利润 (亿)			PE (倍)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
深南电路	666	20.78	25.35	30.38	32.1	26.3	21.9
沪电股份	782	25.45	33.58	40.46	30.7	23.3	19.3
景旺电子	276	12.97	15.50	18.28	21.3	17.8	15.1
世运电路	224	6.62	8.39	10.12	33.8	26.7	22.1
均值					29.5	23.5	19.6
依顿电子	103	5.2	6.5	8.0	20.0	16.0	12.9

资料来源：Wind 一致预期，依顿电子盈利预测来自华金证券研究所，注：股价为 2024 年 12 月 30 日收盘价

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2489	2243	2815	3259	4173	<b>营业收入</b>	3058	3177	3642	4230	5035
现金	803	357	555	876	1231	营业成本	2543	2487	2766	3193	3780
应收票据及应收账款	1031	1060	1337	1447	1866	营业税金及附加	16	23	20	23	29
预付账款	4	4	5	6	7	营业费用	65	85	73	76	81
存货	312	279	378	381	518	管理费用	105	116	102	110	121
其他流动资产	340	542	541	549	551	研发费用	113	126	135	150	166
<b>非流动资产</b>	2438	2777	2844	2964	3169	财务费用	-83	-21	-32	-43	-57
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-26	-26	-25	-34	-40
固定资产	1628	1549	1613	1728	1930	公允价值变动收益	0	5	5	5	-5
无形资产	7	13	14	14	16	投资净收益	20	42	15	19	24
其他非流动资产	803	1215	1218	1221	1223	<b>营业利润</b>	306	401	579	715	894
<b>资产总计</b>	4926	5019	5659	6222	7341	营业外收入	2	0	4	5	3
<b>流动负债</b>	1291	1142	1459	1503	1954	营业外支出	14	2	8	8	8
短期借款	104	1	1	1	1	<b>利润总额</b>	294	399	575	712	888
应付票据及应付账款	1019	935	1238	1271	1700	所得税	25	44	58	66	87
其他流动负债	168	207	220	231	254	<b>税后利润</b>	269	355	517	646	802
<b>非流动负债</b>	60	92	92	92	92	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	269	355	517	646	802
其他非流动负债	60	92	92	92	92	EBITDA	457	578	715	868	1066
<b>负债合计</b>	1351	1234	1551	1595	2046	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	998	998	998	998	998	<b>成长能力</b>					
资本公积	1019	1019	1019	1019	1019	营业收入(%)	5.2	3.9	14.6	16.1	19.0
留存收益	1548	1756	2016	2333	2714	营业利润(%)	95.7	30.9	44.4	23.6	24.9
归属母公司股东权益	3576	3785	4108	4628	5296	归属于母公司净利润(%)	78.3	32.2	45.6	25.1	24.1
<b>负债和股东权益</b>	4926	5019	5659	6222	7341	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	16.8	21.7	24.1	24.5	24.9
						净利率(%)	8.8	11.2	14.2	15.3	15.9
						ROE(%)	7.5	9.4	12.6	14.0	15.1
						ROIC(%)	6.8	9.0	12.1	13.4	14.5
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	27.4	24.6	27.4	25.6	27.9
						流动比率	1.9	2.0	1.9	2.2	2.1
						速动比率	1.6	1.6	1.5	1.8	1.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
						应付账款周转率	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
						<b>估值比率</b>					
						P/E	38.4	29.1	20.0	16.0	12.9
						P/B	2.9	2.7	2.5	2.2	1.9
						EV/EBITDA	20.6	16.7	13.3	10.6	8.3

现金流量表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	567	721	560	678	827
净利润	269	355	517	646	802
折旧摊销	181	190	154	177	209
财务费用	-83	-21	-32	-43	-57
投资损失	-20	-42	-15	-19	-24
营运资金变动	86	179	-58	-78	-108
其他经营现金流	134	60	-5	-5	5
<b>投资活动现金流</b>	-1115	-940	-200	-272	-395
<b>筹资活动现金流</b>	38	-231	-162	-84	-77
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.36	0.52	0.65	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.72	0.56	0.68	0.83
每股净资产(最新摊薄)	3.58	3.79	4.11	4.63	5.30

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

孙远峰、王臣复声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)