

2022年07月13日

依顿电子 (603328.SH)

深耕汽车 PCB 市场，上半年同比大幅增长

■事件：7月12日公司发布业绩预增公告，预计2022年半年度实现归属于上市公司股东的净利润为11,600万元到13,000万元，与上年同期相比将增加4,142.90万元到5,542.90万元，同比增加55.56%到74.33%。扣除非经常性损益事项后，预计公司2022年半年度实现归属于上市公司股东的净利润为11,450万元到12,800万元，与上年同期相比将增加4,221.45万元到5,571.45万元，同比增加58.40%到77.08%。

■国资入主后公司扎实推进工作，业绩大幅增长：2021年10月16日，《关于控股股东股权转让进展的公告》披露，依顿投资拟通过协议转让的方式将其持有的上市公司293,741,816股转让给九洲集团，持股比例为29.42%，拥有表决权比例为29.42%，九洲集团将成为上市公司控股股东，绵阳市国有资产监督管理委员会将成为上市公司的实际控制人。2022年上半年，公司积极应对新冠疫情、汽车缺芯、物流不畅等的影响，进一步加强内部管理，扎实推进各项工作，努力拓展客户订单深度、调整产品结构，预计2022年半年度实现归属于上市公司股东的净利润为11,600万元到13,000万元，同比增加55.56%到74.33%。

■深耕汽车 PCB 行业，公司下游国内外知名客户众多：公司深耕 PCB 行业多年，经过多年的市场拓展和品牌经营，已成为 PCB 行业内的领先企业。公司的主营业务为高精度、高密度双层及多层印刷线路板的制造和销售，产品广泛应用于汽车电子、通讯设备、消费电子、计算机、医疗工控等下游行业产品上。2021年报披露，目前公司客户群分布广泛，优质客户众多，其中主要客户包括 Continental、均胜电子、Valeo、Jabil、Flextronics、Aptiv、华为、Lite-On、赛尔康、深科技、纬创和 Bose 等国内外知名企业，均为各自行业的领先者。

■汽车 PCB 景气度向上，公司业务直接受益：2020年我国汽车销量继续蝉联全球第一，中国汽车工业协会预测2021年我国汽车销量有望超过2600万辆，同比增长4%，其中，新能源汽车有望达到180万辆，同比增长40%。与此同时，汽车 PCB 行业景气度高涨，公司有望受益于汽车“新四化”——智能化、电动化、网联化、共享化的催动，汽车 PCB 业务将迎来更为广阔的市场空间和需求规模。公司2020年年报披露，公司报告期内研发的汽车刹车系统用线路板技术提高了汽车线路板的安全性及可靠性；公司2021年半年报披露，报告期内公司

公司快报

证券研究报告

其他元器件

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**7.82元**
 股价(2022-07-13) **6.6元**

交易数据

总市值(百万元)	6,090.50
流通市值(百万元)	6,090.50
总股本(百万股)	998.44
流通股本(百万股)	998.44
12个月价格区间	5.24/8.11元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.71	-4.68	-9.16
绝对收益	-0.81	-2.56	-16.67

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

021-35082935

相关报告

依顿电子：汽车 PCB 行业

景气度向上，绵阳国资委 2021-12-28
 成为公司实控人/马良

研发投入为 4,847.07 万元，公司报告期内新增“PTFE 和传统 FR4 基材混压汽车雷达线路板研发”、“高阶 HDI 线路板的研发”、“skip-via 深微孔线路板工艺技术研发”等多个研发项目。公司深入开展研发创新有利于进一步增强公司的核心竞争力、巩固行业内技术领先的优势。

■**投资建议：**我们预计公司 2022 年~2024 年收入分别为 34.9 亿元、43.62 亿元、54.53 亿元，归母净利润分别为 2.93 亿元、3.9 亿元、4.75 亿元，维持“买入-A”投资评级。

■**风险提示：**大客户依赖风险；产品研发不及预期风险；市场竞争加剧风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,584.0	2,908.1	3,489.7	4,362.2	5,452.7
净利润	224.5	150.6	293.2	390.2	475.2
每股收益(元)	0.22	0.15	0.29	0.39	0.48
每股净资产(元)	3.32	3.37	3.32	3.37	3.45
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	29.4	43.8	22.5	16.9	13.9
市净率(倍)	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9
净利润率	8.7%	5.2%	8.4%	8.9%	8.7%
净资产收益率	6.8%	4.5%	8.9%	11.6%	13.8%
股息收益率	3.3%	1.0%	5.3%	5.2%	6.0%
ROIC	16.0%	8.5%	14.2%	15.6%	25.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,584.0	2,908.1	3,489.7	4,362.2	5,452.7	成长性					
减:营业成本	2,069.3	2,515.2	2,896.5	3,555.2	4,444.0	营业收入增长率	-17.6%	12.5%	20.0%	25.0%	25.0%
营业税费	14.3	10.9	15.7	20.0	23.3	营业利润增长率	-56.9%	-41.3%	110.7%	33.8%	19.6%
销售费用	29.3	37.7	41.9	52.3	60.0	净利润增长率	-56.7%	-32.9%	94.7%	33.1%	21.8%
管理费用	101.6	87.1	111.7	152.7	196.3	EBITDA 增长率	-35.9%	-24.0%	34.1%	33.0%	20.5%
研发费用	98.7	95.5	122.1	152.7	190.8	EBIT 增长率	-45.7%	-36.7%	74.6%	44.2%	25.3%
财务费用	11.1	-20.3	-30.0	-20.0	1.0	NOPLAT 增长率	-46.4%	-47.4%	106.8%	40.5%	28.2%
资产减值损失	-3.8	-19.4	-2.0	-8.4	-9.9	投资资本增长率	-1.0%	24.1%	27.4%	-20.0%	28.8%
加:公允价值变动收益	-0.1	-6.9	-	-	-	净资产增长率	-6.9%	1.5%	-1.7%	1.5%	2.3%
投资和汇兑收益	0.0	-0.4	-0.4	-	-	利润率					
营业利润	266.3	156.4	329.5	440.8	527.4	毛利率	19.9%	13.5%	17.0%	18.5%	18.5%
加:营业外净收支	-6.3	6.3	7.5	7.7	7.4	营业利润率	10.3%	5.4%	9.4%	10.1%	9.7%
利润总额	260.0	162.6	337.0	448.5	534.8	净利润率	8.7%	5.2%	8.4%	8.9%	8.7%
减:所得税	35.5	12.0	43.8	58.3	59.5	EBITDA/营业收入	15.4%	10.4%	11.6%	12.4%	11.9%
净利润	224.5	150.6	293.2	390.2	475.2	EBIT/营业收入	10.6%	6.0%	8.7%	10.0%	10.1%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	145	168	163	122	91
货币资金	1,743.2	1,337.2	864.5	1,373.9	890.4	流动营业资本周转天数	60	37	55	54	52
交易性金融资产	51.0	-	-	-	-	流动资产周转天数	444	362	285	264	244
应收帐款	903.3	1,002.6	1,452.1	1,588.2	2,148.2	应收帐款周转天数	132	118	127	125	123
应收票据	44.4	63.5	34.5	106.2	71.0	存货周转天数	39	41	38	39	38
预付帐款	4.2	3.9	6.7	6.4	9.3	总资产周转天数	603	549	464	396	343
存货	291.6	371.7	368.8	570.9	590.0	投资资本周转天数	208	206	216	174	142
其他流动资产	22.3	5.6	11.1	13.0	9.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.8%	4.5%	8.9%	11.6%	13.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.3%	3.3%	6.7%	7.5%	9.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	16.0%	8.5%	14.2%	15.6%	25.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,078.1	1,629.0	1,526.3	1,423.6	1,320.9	销售费用率	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%
在建工程	71.2	6.1	6.1	6.1	6.1	管理费用率	3.9%	3.0%	3.2%	3.5%	3.6%
无形资产	7.1	6.9	6.7	6.4	6.2	研发费用率	3.8%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	42.4	190.5	101.0	112.1	133.8	财务费用率	0.4%	-0.7%	-0.9%	-0.5%	0.0%
资产总额	4,258.8	4,617.2	4,377.9	5,206.9	5,185.9	四费/营业收入	9.3%	6.9%	7.0%	7.7%	8.2%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	598.5	909.9	879.0	1,302.0	1,410.0	资产负债率	22.1%	27.0%	24.4%	35.4%	33.7%
应付票据	247.6	251.9	87.5	449.3	242.1	负债权益比	28.3%	37.1%	32.2%	54.9%	50.7%
其他流动负债	60.1	48.5	71.0	60.4	59.9	流动比率	3.38	2.30	2.64	2.02	2.17
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.05	1.99	2.28	1.70	1.83
其他非流动负债	32.9	38.0	29.1	33.3	33.5	利息保障倍数	24.71	-8.55	-10.12	-21.88	548.24
负债总额	939.1	1,248.3	1,066.6	1,845.1	1,745.4	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.22	0.07	0.35	0.34	0.40
股本	998.4	998.4	998.4	998.4	998.4	分红比率	97.8%	45.1%	118.2%	87.1%	83.5%
留存收益	2,315.6	2,366.4	2,312.9	2,363.4	2,442.0	股息收益率	3.3%	1.0%	5.3%	5.2%	6.0%
股东权益	3,319.7	3,368.9	3,311.3	3,361.9	3,440.5						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	224.5	150.6	293.2	390.2	475.2	EPS(元)	0.22	0.15	0.29	0.39	0.48
加:折旧和摊销	124.4	129.4	102.9	102.9	102.9	BVPS(元)	3.32	3.37	3.32	3.37	3.45
资产减值准备	3.8	19.4	-	-	-	PE(X)	29.4	43.8	22.5	16.9	13.9
公允价值变动损失	0.1	6.9	-	-	-	PB(X)	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9
财务费用	-15.0	-8.4	-30.0	-20.0	1.0	P/FCF	27.6	-31.8	-31.2	7.7	-101.1
投资损失	-0.0	0.4	0.4	-	-	P/S	2.6	2.3	1.9	1.5	1.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	15.3	21.3	13.8	9.4	8.5
营运资金的变动	150.6	-156.2	-518.1	356.0	-665.1	CAGR(%)	20.2%	46.7%	-17.3%	20.2%	46.7%
经营活动产生现金流量	509.9	293.0	-151.6	829.1	-85.9	PEG	1.5	0.9	-1.3	0.8	0.3
投资活动产生现金流量	203.3	-584.3	-0.4	-	-	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-540.0	-80.1	-320.7	-319.7	-397.6	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034