陶瓷衬板+IC 载板扩产推进，产品结构优化再下一城

投资评级 优于大市 维持

股票数据

01 月 11 日收盘价	13.79
52 周股价波动（元）	8.05-18.90
总股本/流通 A 股（百万股）	511/511
总市值/流通市值（百万元）	7047/7047

相关研究

《上半年业绩承压，AMB 陶瓷衬板放量可期》2022.08.28

《PCB+解决方案双轮驱动，功率器件 AMB 陶瓷衬板放量在即》2022.08.11

市场表现

沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-4.4	11.2	22.9
相对涨幅（%）	-4.7	5.4	15.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:郑宏达
Tel:(021)23219392
Email:zhd10834@haitong.com
证书:S0850516050002
联系人:文灿
Tel:(021)23154401
Email:wc13799@haitong.com

投资要点:

- **事件。**1 月 4 日，公司公告与合肥经开区管委会签署战略合作协议，拟于经开区投资 50 亿元建设博敏陶瓷衬板及 IC 封装基板产业基地项目，其中陶瓷衬板、IC 封装基板分别投资 20 亿元、30 亿元，主要面向 IGBT 陶瓷衬板、存储器芯片、微机电芯片、高速通信市场及 Mini LED 领域的封装基板产品。公司将在合肥经开区成立项目公司，由合肥经开区管委会协助获取政策支持，协调政府投资平台参与公司定增等。

- **AMB 陶瓷衬板受益 SiC 渗透率提升，产能扩充助力成长。**SiC 器件市场受益新能源车渗透率提升、800V 高压平台推出，有望实现高速增长。根据公司 22 年半年报援引 Yole 预测，全球 SiC 功率器件市场规模将由 2021 年的 10.9 亿美元增长至 2027 年的 62.97 亿美元，CAGR 为 34%。AMB 陶瓷衬板优先采用氮化硅陶瓷基片作为基板，为 SiC 功率器件模块封装首选材料，并在高导热性、高可靠性、高功率等要求的轨道交通、工业级、车规级 IGBT 模块中逐步替代 DBC 陶瓷衬板。公司现有 AMB 陶瓷衬板 8 万张/月产能，预计 23 年底达到 20 万张/月，合肥项目计划 23 年 3 月开工、24Q2 竣工投产，达产预计实现 30 万张/月陶瓷衬板，将进一步扩充公司陶瓷衬板产能，更好地配套合肥及华东地区的新能源汽车、光伏、储能产业链、助力 SiC 器件的渗透和普及。

- **加码 IC 载板，优化 PCB 产品结构。**公司江苏二期工厂 1w 平米/月 IC 载板试产线于 8 月份投产，已量产摄像组等模组类载板，并配合康佳芯云等客户小批量生产 EMMC、DRAM 等存储类产品，SD/microSD 等产品送样认证。合肥 IC 载板项目预计 24 年元月开工建设、25 年 12 月竣工投产，预计可实现年销售额 25 亿元，合肥项目将配合当地存储厂商等终端客户产品技术路线，进入中高端 FCCSP、FC-BGA 等产品领域。我们认为，封装载板为 PCB 行业增长最快的细分子行业且具备高技术壁垒，通过布局 IC 载板，公司有望实现 PCB 产品高端化升级。

- **传统 PCB 业务有望复苏。**22 年公司 PCB 业务受消费电子需求疲软影响，产能稼动率较低，22Q4 以来公司消费类订单已逐步回暖，叠加公司主动调整产能至新基建、服务器，PCB 业务有望修复。

- **盈利预测。**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 30.74 亿元/46.53 亿元/61.67 亿元，2022-2024 年归母净利润分别为 1.90/4.01/6.54 亿元，对应 EPS 分别为 0.37/0.78/1.28 元/每股，考虑到可比公司估值水平及公司 AMB 衬板的成长性，给予 23 年 PE 估值区间 20-25x，对应合理价值区间 15.60-19.50 元，维持“优于大市”评级。

- **风险提示。**产能扩张不及预期的风险：下游需求波动的风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2786	3521	3074	4653	6167
(+/-)YoY(%)	4.4%	26.4%	-12.7%	51.4%	32.5%
净利润（百万元）	247	242	190	401	654
(+/-)YoY(%)	22.4%	-2.0%	-21.5%	111.2%	63.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.48	0.47	0.37	0.78	1.28
毛利率(%)	20.8%	18.7%	16.6%	19.5%	22.1%
净资产收益率(%)	7.0%	6.7%	5.0%	9.5%	13.5%

资料来源：公司年报（2020-2021），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司营业收入预测（亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	35.21	30.74	46.53	61.67
YOY	*26.38%*	*-12.70%*	*51.38%*	*32.54%*
毛利率	*18.66%*	*16.62%*	*19.53%*	*22.14%*
PCB	24.23	21.43	32.28	39.22
YOY	*20.25%*	*-11.56%*	*50.63%*	*21.50%*
占比	*68.82%*	*69.72%*	*69.37%*	*63.59%*
毛利率	*14.11%*	*12.28%*	*14.56%*	*16.07%*
定制化电子器件解决方案	9.72	8.26	13.20	21.34
YOY	*41.48%*	*-15.00%*	*59.82%*	*61.59%*
占比	*27.61%*	*26.88%*	*28.38%*	*34.60%*
毛利率	*23.22%*	*21.00%*	*27.61%*	*30.73%*
其他	1.26	1.05	1.05	1.12
YOY	*50.00%*	*-16.93%*	*0.21%*	*6.64%*
占比	*3.58%*	*3.41%*	*2.25%*	*1.81%*
毛利率	*70.98%*	*71.00%*	*71.00%*	*71.00%*

资料来源：公司 2021 年报，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	EPS（元/每股）			PE（倍）		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
603920.SH	世运电路	0.39	0.76	1.14	38.00	19.73	13.12
002436.SZ	兴森科技	0.37	0.38	0.49	28.19	27.11	21.28
002463.SZ	沪电股份	0.56	0.67	0.88	22.06	18.50	14.02
002916.SZ	深南电路	2.89	3.39	4.14	25.54	21.78	17.82
均值					28.45	21.78	16.56
603936.SH	博敏电子	0.47	0.37	0.78	29.13	37.12	17.58

注：收盘价为 2023 年 1 月 11 日价格，可比公司 EPS、PE 为 wind 一致预期，博敏电子 2022、2023 年 EPS、PE 为海通证券预测值
资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标（元）				
每股收益	0.47	0.37	0.78	1.28
每股净资产	7.08	7.45	8.23	9.51
每股经营现金流	0.53	0.75	1.01	1.41
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	29.13	37.12	17.58	10.77
P/B	1.95	1.85	1.68	1.45
P/S	2.00	2.29	1.51	1.14
EV/EBITDA	17.51	17.89	12.28	8.68
股息率%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	18.7%	16.6%	19.5%	22.1%
净利润率	6.9%	6.2%	8.6%	10.6%
净资产收益率	6.7%	5.0%	9.5%	13.5%
资产回报率	3.7%	2.7%	4.8%	6.8%
投资回报率	6.3%	3.6%	7.3%	10.1%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	26.4%	-12.7%	51.4%	32.5%
EBIT 增长率	2.7%	-31.1%	124.0%	57.6%
净利润增长率	-2.0%	-21.5%	111.2%	63.2%
偿债能力指标				
资产负债率	44.6%	46.2%	49.0%	49.2%
流动比率	1.12	0.93	0.92	0.98
速动比率	0.89	0.74	0.70	0.74
现金比率	0.24	0.20	0.09	0.05
经营效率指标				
应收账款周转天数	120.53	110.00	110.00	110.00
存货周转天数	67.78	70.00	65.00	65.00
总资产周转率	0.54	0.43	0.56	0.64
固定资产周转率	2.32	1.71	2.18	2.44

利润表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**3521**	**3074**	**4653**	**6167**
营业成本	2864	2563	3744	4802
毛利率%	18.7%	16.6%	19.5%	22.1%
营业税金及附加	11	12	19	25
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	62	54	81	111
营业费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	94	88	133	197
管理费用率%	2.7%	2.9%	2.9%	3.2%
EBIT	332	229	512	807
财务费用	46	17	66	79
财务费用率%	1.3%	0.6%	1.4%	1.3%
资产减值损失	-53	-15	-5	-5
投资收益	15	4	6	7
营业利润	**270**	**218**	**457**	**746**
营业外收支	6	-1	0	0
利润总额	**276**	**216**	**457**	**746**
EBITDA	533	472	722	1054
所得税	27	21	45	73
有效所得税率%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
少数股东损益	7	5	11	18
归属母公司所有者净利润	**242**	**190**	**401**	**654**

现金流量表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	242	190	401	654
少数股东损益	7	5	11	18
非现金支出	271	258	215	252
非经营收益	28	81	95	104
营运资金变动	-274	-150	-208	-311
经营活动现金流	**273**	**385**	**514**	**718**
资产	-630	-1159	-841	-889
投资	-48	6	0	0
其他	411	-16	2	1
投资活动现金流	**-267**	**-1169**	**-839**	**-889**
债权募资	263	761	225	182
股权募资	0	0	0	0
其他	-196	-73	-101	-112
融资活动现金流	**67**	**687**	**124**	**70**
现金净流量	**62**	**-97**	**-200**	**-100**

资产负债表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	597	500	300	200
应收账款及应收票据	1262	1095	1530	2028
存货	532	477	662	850
其它流动资产	355	313	450	581
流动资产合计	2746	2384	2941	3658
长期股权投资	107	111	111	111
固定资产	1520	1802	2136	2531
在建工程	503	1203	1503	1753
无形资产	95	92	89	85
非流动资产合计	3806	4734	5368	6017
资产总计	**6552**	**7118**	**8310**	**9675**
短期借款	660	1152	1227	1259
应付票据及应付账款	1478	1123	1641	2105
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	318	283	320	367
流动负债合计	2456	2559	3189	3732
长期借款	246	521	671	821
其它长期负债	218	211	211	211
非流动负债合计	464	732	882	1032
负债总计	**2920**	**3291**	**4071**	**4764**
实收资本	511	511	511	511
归属于母公司所有者权益	3616	3805	4206	4861
少数股东权益	16	21	32	51
负债和所有者权益合计	**6552**	**7118**	**8310**	**9675**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 11 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2021），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达　　电子行业、计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　利亚德,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,四维图新,木林森,佳都科技,闻泰科技,创业慧康,视源股份,芯海科技,航天宏图,立昂微,敏芯股份,传音控股,骏成科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,思维列控,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U,拉卡拉,三利谱

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。