



买入（首次）

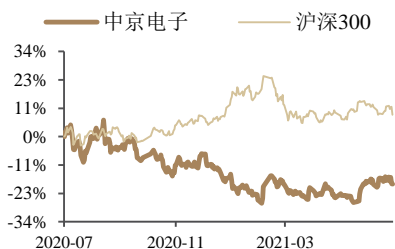
所属行业：电子/元件
当前价格(元)：10.21

证券分析师

张世杰
资格编号：S0120521020002
邮箱：zhangsj3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.35	7.36	1.76
相对涨幅(%)	1.96	8.19	3.32

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

中京电子（002579.SZ）：新产能扩充软硬多点布局，老牌 PCB 厂商驶入成长快车道

投资要点

● **老牌厂商 PCB 全品类布局，产能扩充助力公司进入发展新阶段。**公司是目前少数兼具刚、柔印制电路板批量生产与较强研发能力的 PCB 制造商。产品结构以 MLB(含 HLC)、HDI、FPC、R-F 为主。自收购元盛电子以来，软板占比逐年提升，2020 年硬板业务占比 68%，软板业务占比 30%，且业务正逐渐拓展至封装基板、新能源车用 FPC 等领域。公司 HDI、FPC 等产品持续维持较高景气度，产品订单饱满，2020 全年实现营收 23.40 亿元，同比增速 11%，主要系产能瓶颈拖累，未来随珠海富山基地相继释放，公司成长将进入快车道。

● **HDI 供不应求预计将会持续，新产能开出后成长空间较大。**公司 HDI 占硬板收入比重逐年提升，HDI 产品占营收比例居行业前列。并且公司布局 HDI 时间较早，已经完成了多项技术的研发。公司在采购链中排名较高，位于行业第一梯队。早期公司 HDI 产品主要面向 ODM 代工厂，目前随公司技术水平的不断提高，正逐渐向 HOV 品牌高端手机发力，未来份额提升或主要来自于对原有台系日系厂商的替代。同时，由于 HDI 高端板对于设备投资金额要求较高，公司已完成募投项目融资，目前已完成珠海富山新工厂的厂房建设及设备 安装并即将进行量产。受 5G 带动，5G 方案向中低端手机的渗透以及其他电子领域对 HDI 需求的增加，我们预计 HDI 将持续处于供不应求的局面，随公司未来 1-2 年产能集中释放，业务增量将较为可观。

● **公司 FPC 业务来自于 2018 年收购的元盛电子班底，资产质量优秀，帮助公司切入了毛利较高的软板业务。**主要客户包括京东方、深天马、华星光电以及任天堂等。产品主要应用于液晶显示模组领域，该业务占软板整体营收近 50%。公司 FPC 推出更优技术方案切入 H 客户旗舰机型，替代原韩系公司方案；2020 年进入 BYD 电池控制保护板（BMS），开启新的成长空间。公司应用于汽车电子领域的 FPC 及 FPCA 业务 2020 年营收较 2019 年实现较大幅度增长，并且 2021 年现阶段仍处于放量阶段；公司 2020 年在成都建设生产基地，配合大客户开发 OLED 高端 FPC 产品。从时间与空间上来看，公司业务布局均紧随大客户步伐，区位优势与先发优势明显。整体来看，公司软板业务订单饱满，也处于扩产阶段，预计 2021-2022 年将是公司产能释放的关键年份，帮助公司迎来新一轮的扩张。

投资建议

公司产品结构不断优化，看好公司经营能力改善带来的毛利率提升；未来随着珠海富山项目的逐步落地，公司产能将大幅增长，公司未来的高速增长性较为看好。我们预计公司 2021/2022/2023 年收入为 32.7/49.6/63.4 亿元，净利润预计达到 2.19/3.94/5.24 亿元，以目前市值对应 PE 分别为 28.54x/15.85x/11.90x，对比可比公司目前的估值水平，公司估值水平处于合理范围。由于公司目前竞争格局较好，客户供应稳定，市场空间能见度较高，同时公司高端产品加速布局，因此我们首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● **风险提示：**行业扩产导致订单下降风险、扩产进度不及预期风险、PCB 行业竞争加剧导致订单不及预期风险



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	610.00		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	566.26	营业收入(百万元)	2,099	2,340	3,270	4,961	6,341
52 周内股价区间(元):	9.23-13.46	(+/-)YOY(%)	19.2%	11.5%	39.7%	51.7%	27.8%
总市值(百万元):	6,228.08	净利润(百万元)	149	162	219	394	524
总资产(百万元):	5,249.93	(+/-)YOY(%)	82.3%	9.2%	34.6%	80.0%	33.2%
每股净资产(元):	5.32	全面摊薄 EPS(元)	0.24	0.27	0.36	0.64	0.86
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	23.2%	23.2%	22.2%	22.8%	23.6%
		净资产收益率(%)	11.1%	6.1%	7.2%	11.4%	13.1%
		资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

内容目录

1. 硬板软板两手抓，多点布局铸就公司行业地位.....	5
1.1. PCB 全品类布局，运营能力持续优化.....	5
1.2. 公司股权结构较为集中.....	6
1.3. 不断扩张新品类，宽产线布局奠定公司长期增长基础.....	7
1.4. 公司经营结构持续优化，产能掣肘问题短期内可以解决.....	8
1.5. 期间费用控制得当，为业绩保驾护航.....	10
2. HDI 先发优势明显，新产能开辟更大成长空间.....	11
2.1. 5G 时代拓宽下游更广泛应用，PCB 行业规模持续稳步提升.....	11
2.2. HDI 高密度特性天然适配智能手机，5G 时代来临打开新市场空间.....	12
2.3. 人机交互诉求增加，高清显示拓宽 HDI 应用边界.....	13
2.4. 公司 HDI 业务历史较长，业务比重逐年上升.....	14
2.5. 发力高端机型，把握国产替代潮流.....	15
3. 元盛电子资产优质，积极扩产 FPC 业务帮助公司进入发展快车道.....	17
3.1. 元盛电子资产优质，帮助公司切入高毛利较软板业务.....	17
3.2. 进军汽车业务，汽车业务有望打开 FPC 成长新空间.....	18
3.3. 加码软板产能，积极响应下游面板客户需求.....	19
4. 投资建议.....	19
公司成长逻辑梳理：.....	19
估值合理性分析：.....	20
投资建议.....	21
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司部分主要下游客户	6
图 3: 公司前五大客户销售额占比	6
图 4: 公司股权穿透图 (2021Q1)	7
图 5: 2020 年公司各主营业务营收占比	7
图 6: 公司近年来营业收入始终保持较为稳健增长 (亿元)	9
图 7: 公司毛利率与净利率	9
图 8: 公司与可比公司研发费率比较	10
图 9: 公司期间费率	10
图 10: 全球 PCB 产业产值 (亿美元) 及增长率	11
图 11: 通信电子为 PCB 下游最主要应用领域 (2019 年)	12
图 12: HDI 积层分类	12
图 13: 中国 MiniLED 市场规模 (亿元) 高速增长	13
图 14: 公司刚性板 (含 HDI) 营收 (亿元) 逐年上升	14
图 15: 全球 PCB 行业产值重心逐渐向大陆地区转移	15
图 16: 元盛电子部分重要客户	17
图 17: 公司收购元盛电子后 FPC 及 FPCA 营收增长迅速 (亿元)	17
图 18: FPC 板下游应用领域	18
图 19: FPC 板在汽车电子中的应用	18
图 20: 公司近 3 年 PE 平均水平	20
表 1: 公司主要产品	8
表 2: 各国产主流品牌 5G 手机已向下渗透至低端机型	13
表 3: 公司部分领域 5G 项目进展情况	16
表 4: 公司新扩 5G 产品产能精准卡位国内市场	16
表 5: 可比公司估值分析 (2021/07/02)	20

1. 硬板软板两手抓，多点布局铸就公司行业地位

1.1. PCB 全品类布局，运营能力持续优化

中京电子成立于 2000 年，并于 2011 年上市，公司不断积极扩张，优化生产布局，目前已形成产品类型包括刚性电路板 (RPCB)、高密度互联板 (HDI)、柔性电路板 (FPC)、刚柔结合板 (R-F) 和柔性电路板组件 (FPCA)。公司产品结构类型丰富，应用领域广泛，是目前国内少数兼具刚柔印制电路板批量生产与较强研发能力的 PCB 制造商，能够满足客户不同产品组合需求、快速响应客户新产品开发，为客户提供产品与技术的一体化解决方案。是国家级火炬计划重点高新技术企业，是中国电子电路行业协会 (CPCA) 副理事长单位，CPCA 行业标准制定单位之一。

图 1：公司发展历程



资料来源：德邦研究所，公司公告

公司生产经营采取“以销定产”模式。即依据客户订单情况安排生产，按不同产品特性定制生产工艺，为客户提供个性化综合解决方案，保证了对市场变化以及客户需求的快速响应能力。在巩固、深化与现有客户合作的基础上，积极储备与导入相关新兴市场客户资源，细分市场龙头客户储备数量快速增加，产品应用领域不断扩大，并已形成网络通信、移动终端、新型高清显示、汽车电子、安防工控等多元化产品应用领域。

在网络通信领域，5G 光模块、高端交换机、小基站天线等领域已从样品认证逐步转小批量生产，品牌客户认证、导入有序推进；在移动终端领域，公司在深化与 ODM 厂商、模组厂商的友好合作基础上，积极导入终端品牌手机客户；在新型高清显示领域，公司在小间距 LED、Mini LED、OLED 等领域持续发力，扩大了客户群体和订单规模，并向 COB 产品及周边应用拓展，其中 5G+4K 和 5G+8K 高清的 COB 封装的 Mini LED 产品已实现量产；在汽车电子以及安防工控等领域，多家客户导入顺利进行，订单量逐步扩大。

公司客户主要为下游电子信息产业终端应用领域核心品牌企业，包括 Wistron、BOE、BYD、LG、SONY、TCL、TP-LINK、DELL、Honeywell、LiteOn、龙旗电子、光祥科技、深天马、欧菲光、小米科技、大疆创新等大批知名客户，并先后荣获 Honeywell、LG、纬创资通、艾比森、洲明科技等多家知名客户优秀供应商奖，和华为二级供应商资格。

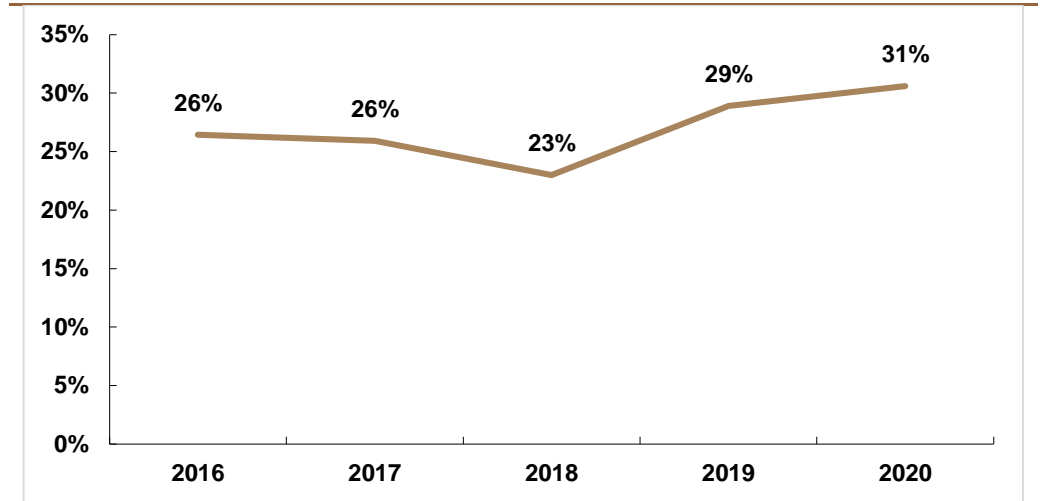
图 2: 公司部分主要下游客户



资料来源: 德邦研究所, 各公司官网

公司产品下游应用广泛, 因此不存在单一客户占比过高问题。从公司年报数据来看, 前五大客户销售额占比近年来虽有提升, 但仍处于合理区间。上升主要由于公司与下游部分大客户逐步形成战略合作关系, 客户粘性增强, 使得公司前五大客户销售占比略有提升。

图 3: 公司前五大客户销售额占比



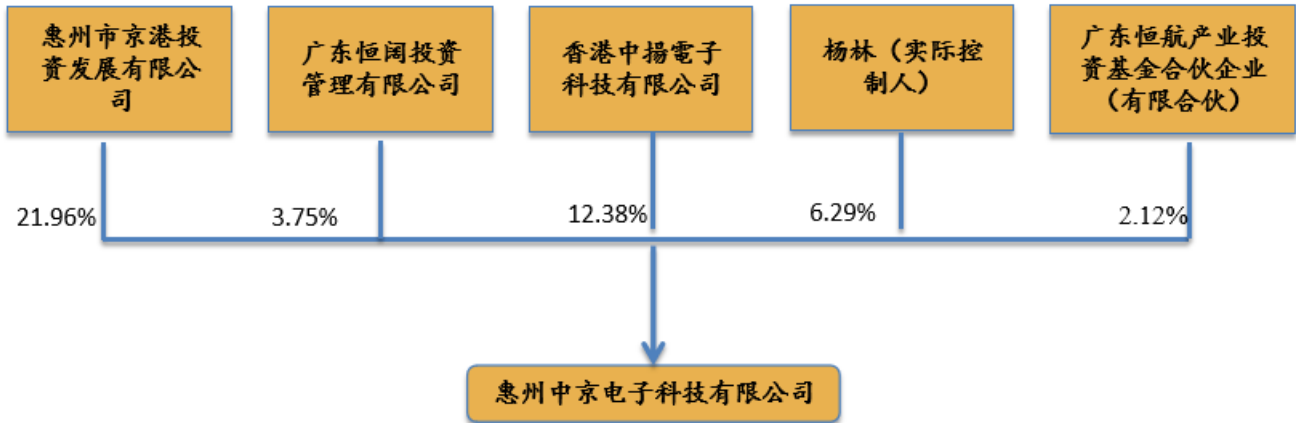
资料来源: 德邦研究所, 公司年报

公司现有的客户结构相对分散, 可以保障公司的抗风险能力与议价能力, 而公司与下游客户逐步形成的战略合作关系也可以保持公司销售渠道的稳定, 有利于改善公司的管理效率, 以及营收的稳定性, 同时还可以帮助公司增强与现有客户的联系, 具有先发优势。

1.2. 公司股权结构较为集中

公司实控人为杨林先生，具备经济师职称，曾在广东省惠州市财校和深圳市直属机关工作。历任广东天元电子科技有限公司总经理，深圳市京港投资发展有限公司总经理，2000年加入中京电子，历任惠州中京电子科技股份有限公司董事长等职务，现任公司董事长。截止 2021Q1，杨林先生直接持股比例为 6.29%，通过京港投资间接持股 21.96%。

图 4：公司股权穿透图（2021Q1）



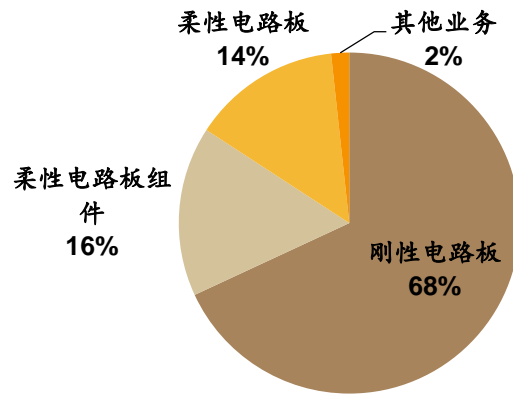
资料来源：德邦研究所，Wind

1.3. 不断扩张新品类，宽产线布局奠定公司长期增长基础

公司在生产经营中紧跟下游行业需求，始终坚持以市场为导向，重点发展技术含量高、经济附加值高的新兴应用领域内的产品。2017 年公司营收首次突破 10 亿元，并于同年与珠海富山工业园管委会签订投资协议建设“5G 通信电子电路项目”，开启了产能扩张的进程。2018-2019 年公司逐渐实现了对国内 FPC 行业的龙头企业之一的元盛电子的收购，完成软板产品布局。形成了“硬板为主，软板为辅”的业务格局，实现了营收跨越式增长。同时，在成都设立成都中京元盛显示技术有限公司以加强 FPC 生产的后道工序 SMT 贴片能力，进一步强化了 FPC 的完整产线布局。

目前公司已具备提供完整的 PCB 产品全结构全系列的量产及研发能力。2020 年公司刚性电路板、柔性电路板、柔性电路板组件及其他业务营收占比分别为 68%、14%、16%、2%。


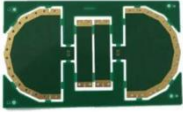

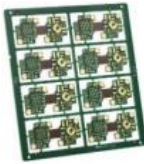
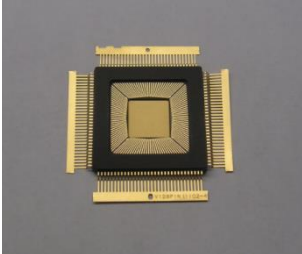
图 5：2020 年公司各主营业务营收占比



资料来源：德邦研究所，公司年报

从公司近年来扩产规划可以看出，公司以 **MLB/HLC、HDI、FPC** 为核心业务板块的布局思路越来越清晰。我们预计未来几年将会是公司产能集中释放的关键年份，2021 年及以后公司预计将会逐步完成三大业务的扩产与技术研发任务，有望提升公司在国内 PCB 领域的综合竞争力。同时，与以 IC 引线框架为主业的天水华洋签订增资协议，IC 引线框架的客户主要为日月光、长电、华天等封测厂，有助于与公司拟进一步在珠海高栏港经济技术开发区筹备投资的高端封装基板产品形成良好的客户协同。根据中国电子电路协会（CPCA）发布的 PCB 行业年度排名，公司排名由 2017 年的第 45 名提升至 2019 年的第 33 名，近两年行业影响力及市占率均得到快速提升，未来增长潜力较为可观。

表 1：公司主要产品

产品种类	HDI	MLB/HLC	FPC	R-F	封装基板
					
产品特点	盲埋孔工艺 高密度互联	由多层较薄的单面或双面印制电路叠合压制，利于整机小型化	柔性 轻薄 可弯曲	既提供刚性板的支撑又能弯曲，可满足三维组装需求	承载 IC，为芯片提供电连接、保护、支撑、散热、组装等功效
产品应用	应用于高端通信设备、汽车电子、智能移动终端、新型高清显示、安防设备等	应用于通信设备、工业控制及医疗设备、消费电子和汽车电子等领域	应用于智能手机和平板电脑等智能终端的新型显示屏、生物识别、摄像头模组等	应用于移动终端摄像头模组、笔记本电脑、磁盘驱动器等	应用于存储器、传感器、射频、CPU 等半导体器件封装等

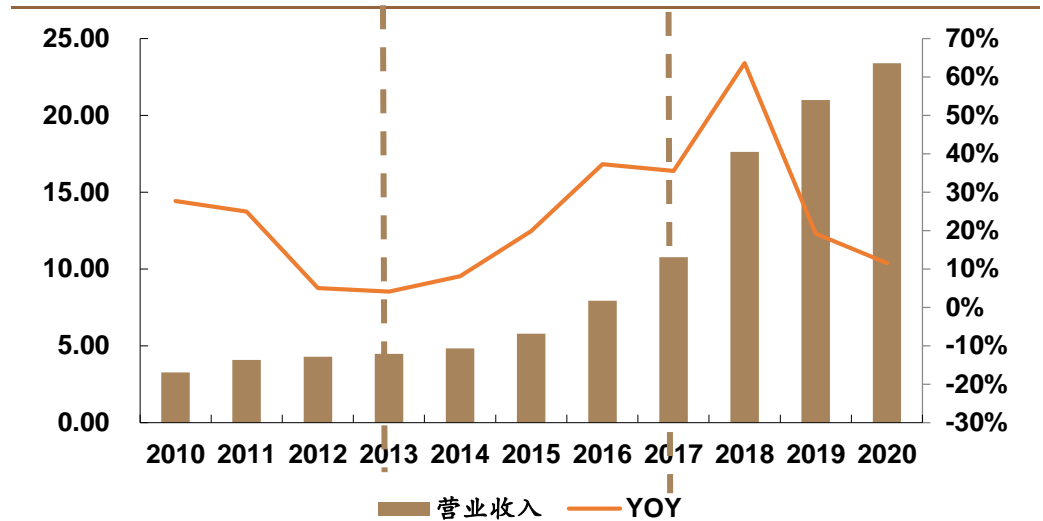
资料来源：德邦研究所，公司官网

1.4. 公司经营结构持续优化，产能掣肘问题短期内可以解决

宽产线布局思路清晰，产品结构优化护航企业盈利能力。复盘公司近年营收情况可以看出，公司近年来营收持续稳健增长，营收增速位于 PCB 行业前列。2014 年公司在国内较早的实现了技术水平较高的 HDI 产品的量产，并于 2015 年多层板业务实现了较大的订单突破，自此营收进入了一轮快速增长阶段；2018 年开始，

公司通过并购元盛电子，进军的软板业务，2018 年营收同比实现增长 63.61%。2015 年公司营收 5.79 亿元增长至 2020 年 23.40 亿元，CAGR 高达 32.24%。2020 年虽受中美贸易摩擦以及疫情等因素的影响，行业整体下行压力较大，但公司 2020 全年仍实现营收 23.4 亿元，同比增长 11.5%，也体现了公司较强的韧性。公司 2019 年及 2020 年营收增速略有收窄，主要系公司尚未开出新产能，导致接单受到限制所致。我们预计未来随 5G 时代拓宽应用下游更广泛的应用空间，供不应求的情况将会持续，随着公司新扩产能逐渐开出，限制公司增长的瓶颈即将消除，增长有望进入快车道。

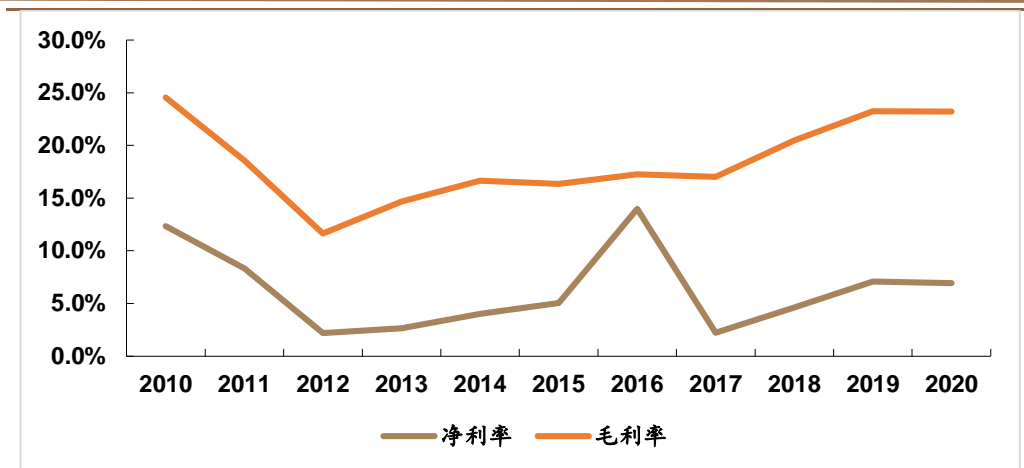
图 6：公司近年来营业收入始终保持较为稳健增长（亿元）



资料来源：德邦研究所，公司年报

公司盈利能力也随产品结构的优化而提升。复盘公司盈利水平的成长轨迹可以明显的看出，公司净利与毛利率也随着公司产品结构的变化而出现阶段性上升。公司 2014 年 HDI 产品实现大批量出货，公司净利率出现明显提升；2018 年切入毛利较高的 FPC 板，HDI 板的三阶及 Any-layer 已经具备批量出货能力后，净利率及毛利率再次实现双双上升。2020 年毛利率和净利率分别为 23.2% 和 6.9%，分别同比 -0.03 pct 和 -0.84pct，短期内略有承压，主要是因为 2020 年疫情导致开工时间不足以及扩产尚未产生规模效益，预计在未来 1-2 年内公司新产能陆续达产之后盈利能力将有很大改善空间。

图 7：公司毛利率与净利率

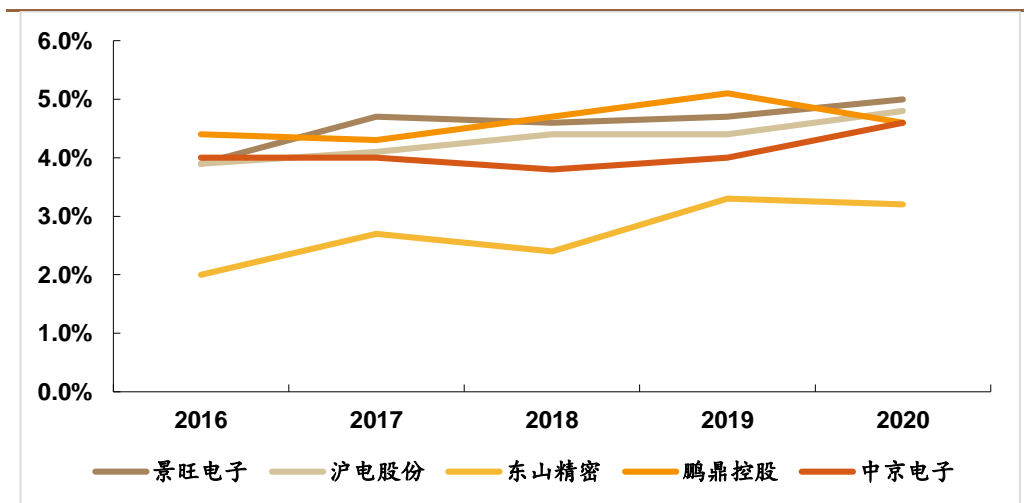


资料来源：德邦研究所，公司年报

1.5. 期间费用控制得当，为业绩保驾护航

公司重视研发，紧跟下游企业需求进行量身定制 PCB 产品，2016-2020 年研发费率分别达 3.3%、3.5%、3.8%、4.0%、4.6%，为近年来新高，体现出注重研发的加码迹象，处于行业适中水平。

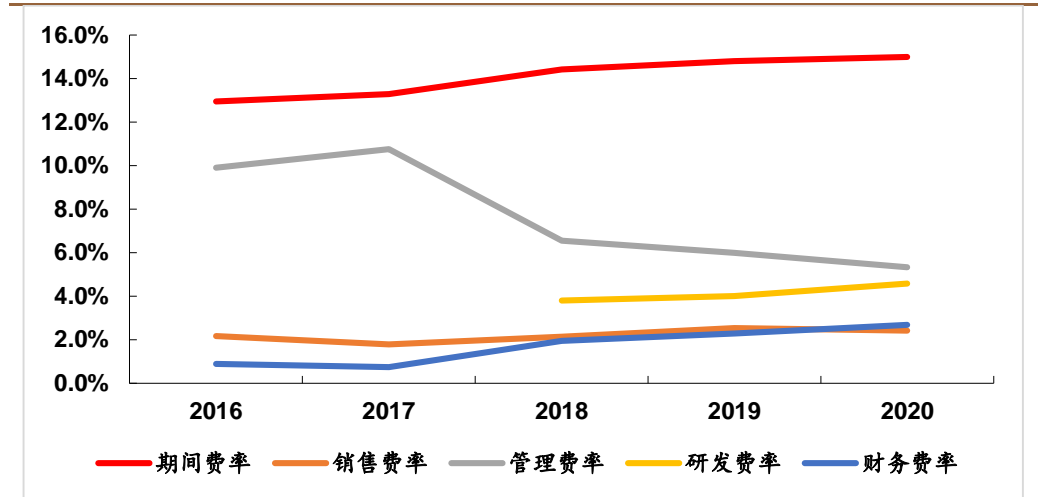
图 8：公司与可比公司研发费率比较



资料来源：德邦研究所，各公司公告

去除研发费用后，近年来公司三费费率略有上升但基本维持稳定，主要系财务费率及销售费率略有上升。公司所处 PCB 行业属于客户定制化行业，因此销售费用与公司业绩增长正相关，公司销售费率由 2016 年的 2.2% 上升至 2020 年的 2.4%，主要系公司销售佣金、运输费增加及员工薪酬增加所致；公司财务费率由 2016 年的 0.9% 增长至 2020 年的 2.7%，主要系利息支出增加较多所致，随着公司 2020 年定增资金到位后公司负债率下滑，未来有望进一步改善。整体来看，公司期间费用均维持在较低范围，成本控制较为得当。

图 9：公司期间费率



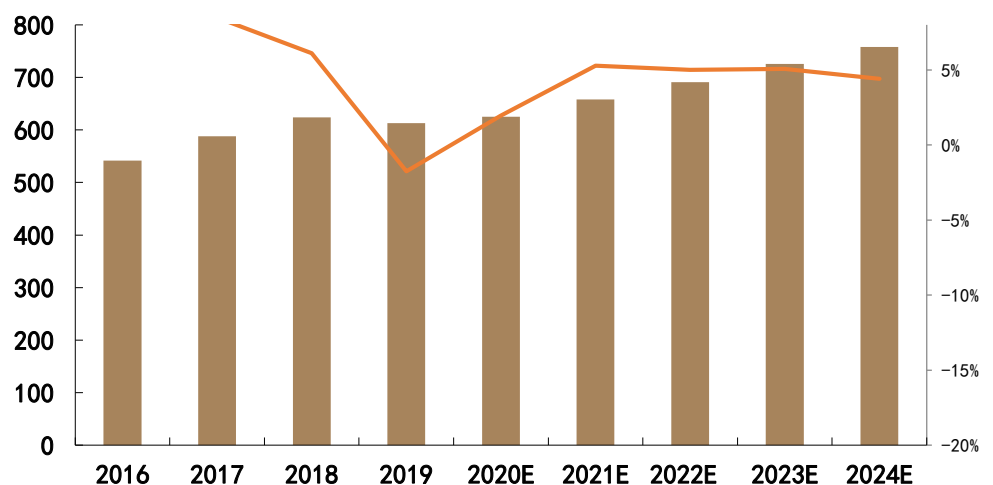
资料来源：德邦研究所，公司年报

2. HDI 先发优势明显，新产能开辟更大成长空间

2.1. 5G 时代拓宽下游更广泛应用，PCB 行业规模持续稳步提升

公司所深耕的 PCB 产业是全球电子元件细分产业中产值占比最大的产业。其作为电子信息产业的核心基础组件，被誉为“电子工业之母”。是现代电子信息产品中不可缺少的电子元器件，被广泛运用于通讯设备、消费电子、汽车电子、计算机和网络设备、工业控制及医疗等行业。预计未来随着 5G 渗透率的进一步提升，以及智能设备应用场景进一步拓展所带来的电子元件需求旺盛，PCB 行业预计将持续景气。

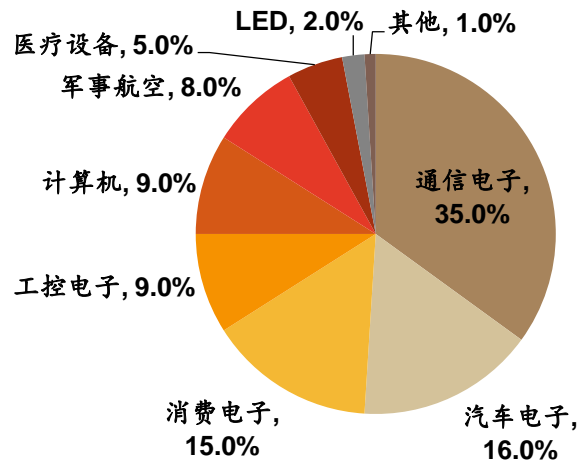
图 10：全球 PCB 产业产值（亿美元）及增长率



资料来源：德邦研究所，Prismark

从 PCB 产业下游情况来看，目前通信电子为最主要应用领域，未来在 5G 渗透率提升带动下 PCB 行业有望进一步实现量价齐升。根据 Prismark 数据显示，2019 年全球通信电子领域 PCB 产值约占全球 PCB 产业总产值的 35%，较 2017 年占比 30%有明显提升。

图 11：通信电子为 PCB 下游最主要应用领域（2019 年）



资料来源：德邦研究所，Prismark

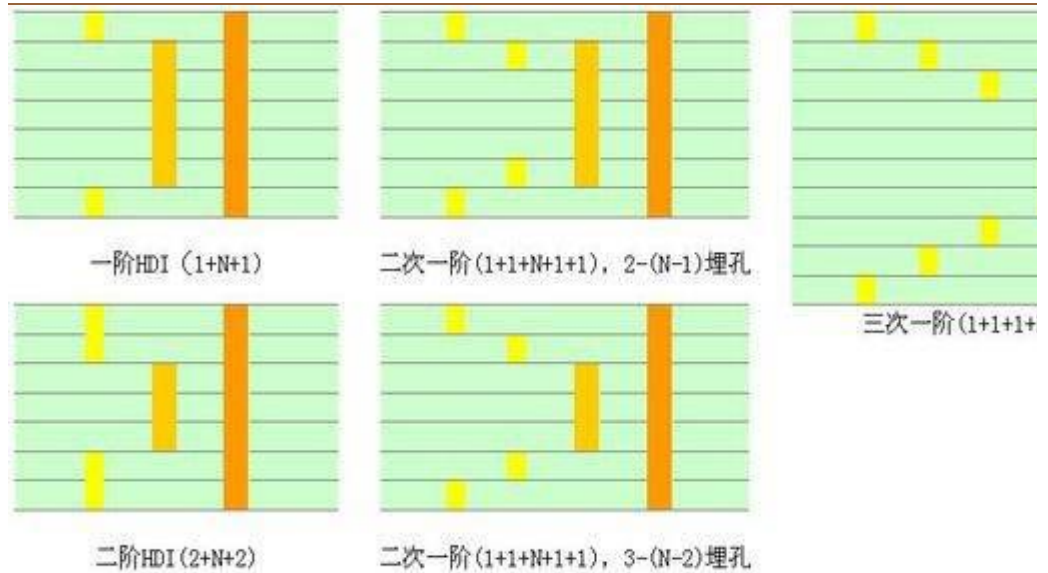
5G 时代来临，对 HDI 及 HLC 的需求逐年增加。电子设备出现了向电子元器件增多，高频高速通信需求增加，同时又兼有小型化、轻薄化方向发展的趋势，这也使得作为元器件基础构架的 PCB 板自然而然的向小孔径、高密度、大容量、轻薄化的方向发展。

目前 5G 基站结构由 4G 的 BBU+RRU 升级至 DU+CU+AAU。为满足基站更高的数据处理能力要求，BBU 拆分为 DU+CU，面积有较大的提升；AAU 中 Massive MIMO 技术的发展使得天线用量大幅增加；通信设备的 PCB 需求主要以高多层板（HLC）为主（8-16 层板占比约为 35%、18 层以上板占比约 10%）；其他消费电子类产品包括 PC、智能手表、智能耳机等产品也在更多地导入 HDI，市场未来预计将长期处于需求旺盛的状态。

2.2. HDI 高密度特性天然适配智能手机，5G 时代来临打开新市场空间

HDI 的主要特征在于高密度性，天然适配于越来越注重轻薄化的手机及智能可穿戴市场。HDI 板即高密度互连板（High Density Interconnector），是使用微盲埋孔技术的一种线路分布密度与层级较高的电路板。HDI 板一般采用积层法制造，积层的次数越多，板件的技术水平和产品等级越高。根据积层的多少可以将 HDI 划分为一阶 HDI、二阶 HDI、三阶 HDI、任意层 HDI（Anylayer）。

图 12：HDI 积层分类



资料来源：德邦研究所，《PCB 设计与制造》

5G 芯片的快速普及为手机厂商使用单价更高的 HDI 板提供了驱动力。在 5G 手机中，受通信频段增加的影响，手机内射频前端芯片数量也相应增加，因此 5G 手机的芯片数量将增加。同时，由于手机功能更加复杂、响应速度要求越来越快，也导致芯片尺寸越来越大。这些变化都进一步压缩着手机内部的可用空间，作为承载芯片的手机主板的线宽线距、孔径大小等也必须相应缩小。

5G 手机的向下渗透也为 HDI 市场空间的打开提供了动力。以往安卓手机厂商仅在旗舰机型搭载高阶 HDI 板，目前安卓手机中华为和三星的旗舰机选用 Anylayer HDI。而随着各大手机品牌厂商抢占 5G 市场，5G 芯片逐渐向中低端机型下沉，主板升级已势在必行，华为和三星的旗舰机有望导入 SLP，且 Anylayer HDI 的阶数持续升级，OPPO、VIVO、小米目前采用的的二阶 HDI 板也有望升级至 Anylayer HDI。国内手机品牌厂商现阶段基本均有推出售价低于 3000 元的 5G 机型，由此可见高端 HDI 应用市场空间有望进一步打开。

表 2：各国产主流品牌 5G 手机已向下渗透至低端机型

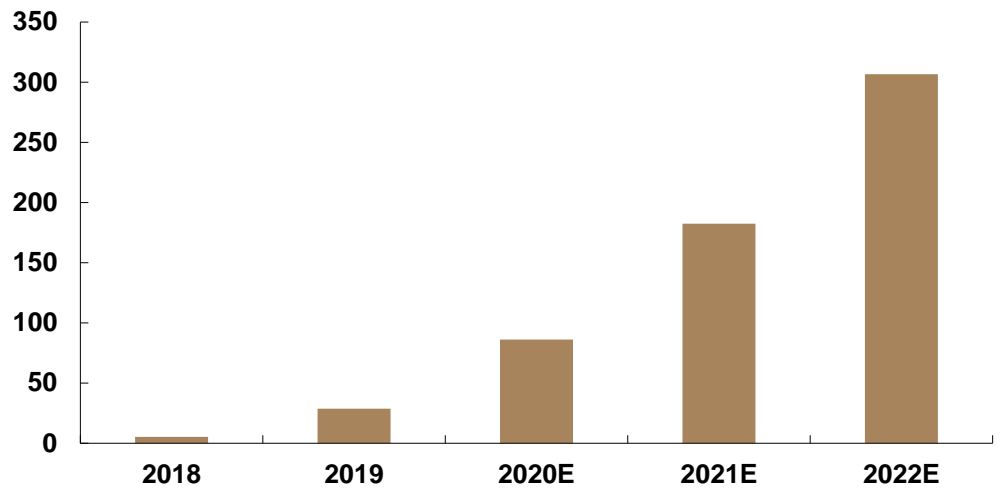
	Realme	华为	小米	VIVO
机型	Realme Q2	畅享 20	RedmiNote9	iQOO U3
发售日期	2020-10-19	2020-09-30	2020-11-26	2020-12-15
售价 (元)	1399	1899	1299	1498

资料来源：德邦研究所，公开资料整理

2.3. 人机交互诉求增加，高清显示拓宽 HDI 应用边界

不仅手机领域，HDI 板也在更多地向其他消费电子产品包括移动平板设备、电视、PC、智能手表等产品渗透。随着电子产品轻薄化趋势日趋明显，高清显示硬件需求逐渐扩展，HDI 的应用边界也在逐渐打开，未来 HDI 板市场空间也将有望进一步扩大。

图 13：中国 MiniLED 市场规模 (亿元) 高速增长



资料来源：德邦研究所，高工产研 LED 研究所

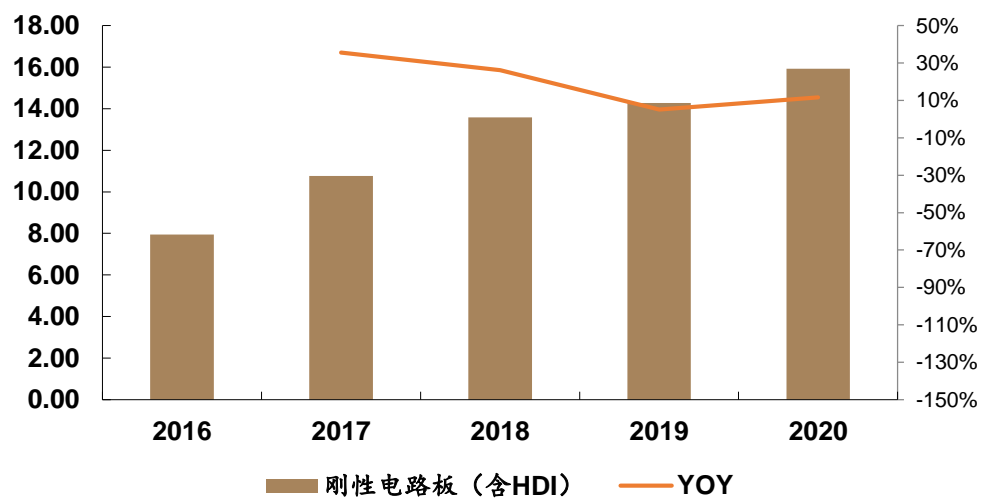
中京电子长期深耕于 HDI 应用显示领域，目前已经完成了“Mini LED 显示封装基板关键技术研发”，并且已经应用于 LED 显示封装领域，实现了 Mini LED 用电路板批量供货，有望持续受益于 Mini LED 升级带来的显示用 HDI 机会。

2.4. 公司 HDI 业务历史较长，业务比重逐年上升

公司是国内较早投产 HDI 板的 PCB 厂商之一，2011 年开始将 HDI 列为公司核心发展业务，2012 年开始投建 HDI，2014 年公司募投产能为 36 万平方米/年的 HDI，并于 2017 年下半年达产。公司 HDI 产品在国内客户中享有较高知名度，目前中京电子在手机和平板类市场均位于行业第一梯队。

公司 HDI 板占刚性电路板业务比重逐年上升，截止 2019 年已上升至硬板业务的近 1/3。

图 14：公司刚性板（含 HDI）营收（亿元）逐年上升



资料来源：德邦研究所，公司年报

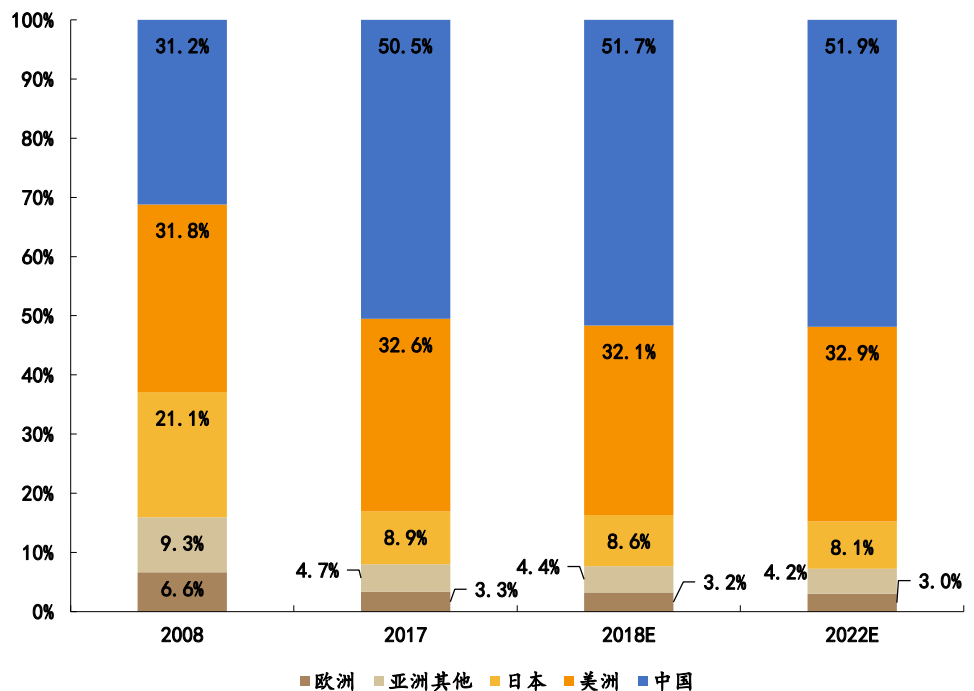
公司技术水平较高，已完成多项关键技术的研发，技术优势进一步增强。公司在内资厂商中较早 HDI 产品布局，经验丰富。目前二阶、三阶已开始实现大批量生产，Anylayer HDI 已经具备小批量生产能力。特别是在控深盲孔、非平面台阶型特殊 HDI 产品技术领域，已经处于行业先进水平。整体来看，公司 HDI 产品在新型高清显示、网络通信、安防工控等领域具有领先优势，位于行业第一梯队。

2.5. 发力高端机型，把握国产替代潮流

公司正逐渐向 HOV 品牌高端手机发力，未来份额提升将主要来自于对原有台系等外资厂商的替代。早期公司 HDI 板产品主要面向较低端的荣耀系列手机以及 ODM 厂商。随着更高端 HDI 板逐渐向下渗透，行业供需关系发生改变，5G 换机潮叠加智能穿戴产品渗透率的提升都驱动了 HDI 产品需求的增长。公司凭借着自身技术水平及行业知名度，正逐渐向 HOV 品牌高端手机发力，同时日系、台系厂商的逐渐退出也为大陆系厂商提供了机会。

在价格上，Anylayer HDI 单机价格远高于传统的一阶、二阶 HDI 单机价格，价值量有较大幅度的提升。并且在公司高端 HDI 产品的客户拓展方面，目前 OV 客户进展较快，正在切入 H 客户高端机型，有望逐步取代原先奥特斯、华通等等一些外资厂商的市场份额，公司有望充分享受产业需求上升叠加 HDI 产品结构优化带来的量价齐增的红利。

图 15: 全球 PCB 行业产值重心逐渐向大陆地区转移



资料来源：德邦研究所，Prismark

我们预计 HDI 将持续处于供不应求的局面，随公司未来 1-2 年产能集中释放，增量将较为可观。

从需求端来看，受益于 5G 浪潮的带动，手机的元器件的个数大幅增长，带动 HDI 的用量提升，此外受益于 5G，其他部分电子领域也将采用 HDI。从供给

端来看, 由于 HDI 投产对资金量和环保、水排放量都有严格的要求, 且部分中国台湾厂商将部分产能重心转到 Anylayer 产品线上。由此可见, HDI 的需求将持续扩大, 同时由于产能扩张受限, HDI 的供需格局将较为紧张, 我们认为在未来一段时期内 HDI 供不应求的状态仍将持续。

表 3: 公司部分领域 5G 项目进展情况

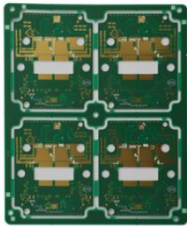

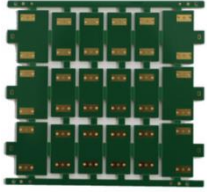

产品领域	项目进展
5G 光模块、服务器、基站用 LCP 高频传输线	已完成样品生产, 正在进行材料可制造性、可靠性、电阻性能等方面测试, 即将进入小批量生产阶段
交换机、WIFI、路由器、5G wifi 等网络通讯设备	已实现小批量供货
新型高清显示	在小点间距 LED 应用等细分领域具有较强的竞争优势和客户认可度, 在 Mini LED 应用领域也已实现批量供货
智能终端	与闻泰、龙旗、华勤等国内主要知名 ODM 厂商保持长期稳定合作关系, 可快速实现产品导入; 在智能手机天线、新型显示、摄像头模组等领域, 公司积极深化与相关细分市场龙头客户合作, 快速响应客户需求

资料来源: 德邦研究所, 公司 2020 年中报

把握机遇, 布局未来, 珠海数字化新工厂建设进程顺利, 积极储备 5G 产品技术及客户资源。公司目前产能主要来自于 2014 年竣工项目, 后期采用利润滚动投入, 产能实际增长有限。随着公司业务体量的增长, 产能瓶颈问题逐渐成为公司营收增长的掣肘。

HDI 高端板对于设备投资金额要求较高, 2020 年公司拟募集 12 亿元建设珠海富山高密度印制电路板建设项目, 该扩产项目主要生产高多层板、高密度互联板 (HDI) 产品、刚柔结合板 (R-F)、类载板 (SLP) 等产品。定位于**高端 PCB 市场, 精准卡位国内 5G 等应用领域的需求, 能够更好地承接台系等非大陆厂商退出后留下的市场空缺。**生产线采用高精密度生产设备、智能化系统, 能够满足 5G 通信、新型高清显示、汽车电子、人工智能、物联网以及大数据、云计算等新兴应用领域对 PCB 产品的高层阶和高工艺标准。目前珠海富山高密度印制电路板 (PCB) 建设项目 (1-A 期) 已完成主体厂房封顶, 各项建设工作进展顺利, 设备正在有序逐步到位, **预计 2021 年将开始放量, 缓解目前的产能瓶颈, 未来有望成为业绩增长点。**

表 4: 公司新扩 5G 产品产能精准卡位国内市场

品名	5G 用天线板	5G 升降频控制器板	5G 高速连接器	5G 通讯
产品示意图				
工艺特点	树脂塞孔、插头镀金	激光盲孔树脂塞孔 板边包铜	假 4 层	LCP 材质、插损 -2dB/100mm, @10GHz

资料来源: 德邦研究所, 公司官网

3. 元盛电子资产优质，积极扩产 FPC 业务帮助公司进入发展快车道

3.1. 元盛电子资产优质，帮助公司切入高毛利较软板业务

公司 FPC 业务主要来自于 2018 年外延并购的元盛电子班底，资产质量较为优质。公司于 2018-2019 年期间收购元盛电子，成功切入 FPC 领域。从元盛电子自身资质来看，其是国内最早从事 FPC 开发的企业之一，在行业内拥有良好的口碑，其通过国内大型面板厂商供应国内知名手机品牌厂商的高端旗舰机所需 FPC，在内资 FPC 厂商中产品定位较高端，是 OLED 及系液晶显示模组、触摸屏、生物识别行业龙头企业京东方、欧菲光、伯恩、深天马等消费电子制造商的主要供应商。

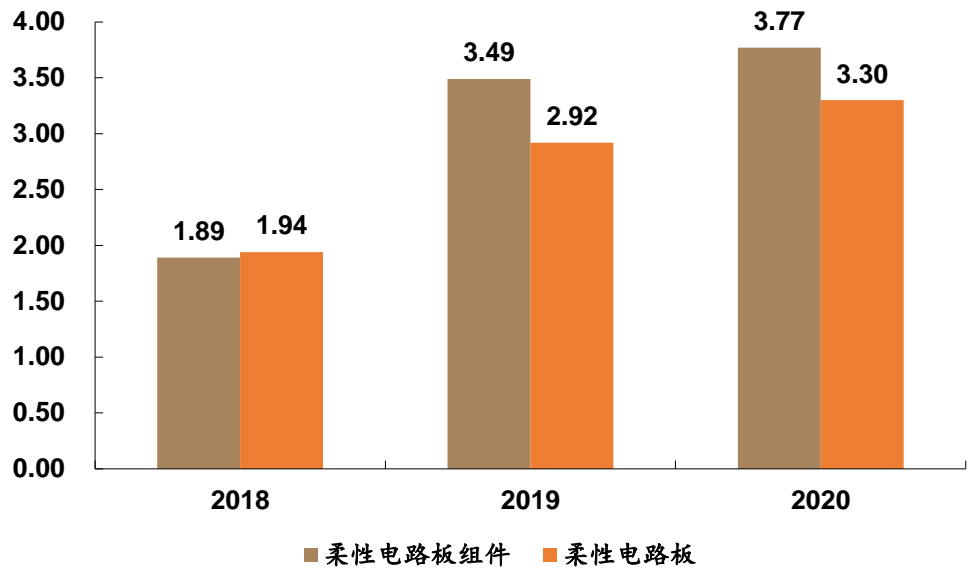
图 16：元盛电子部分重要客户



资料来源：德邦研究所，公司官网

公司在收购元盛电子之后，加大对 FPC 产品的投入，扩充产能，积极响应下游面板客户需求。目前，元盛电子已实现配套京东方用于华为 P 系列、Mate 系列的 OLED 屏幕用 FPC、配套天马微电子用于传音手机的 OLED 屏幕用 FPC、配套香港下田用于任天堂 Switch 的智能终端用 FPC、配套香港精电用于路虎/宝马电路系统的汽车电子用 FPC、配套新加坡元盛用于美敦力/豪洛捷的医疗设备用 FPC。

图 17：公司收购元盛电子后 FPC 及 FPCA 营收增长迅速（亿元）

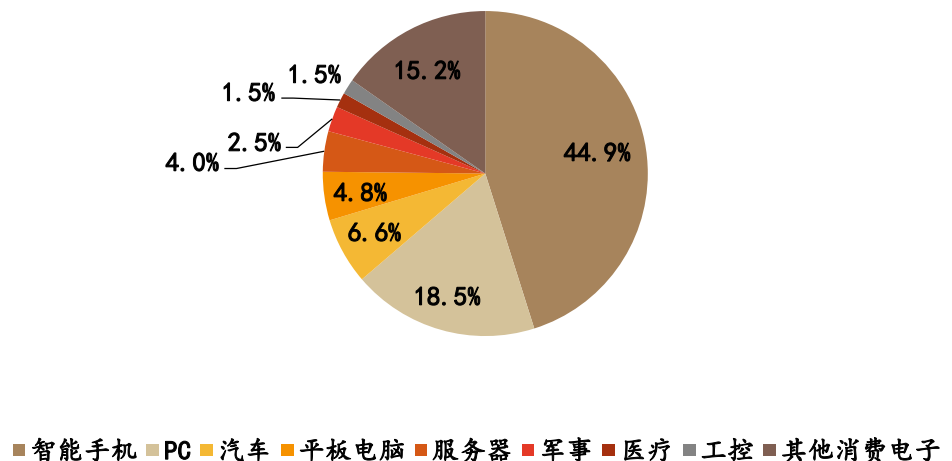


资料来源：德邦研究所，公司年报

3.2. 进军汽车业务，汽车业务有望打开 FPC 成长新空间

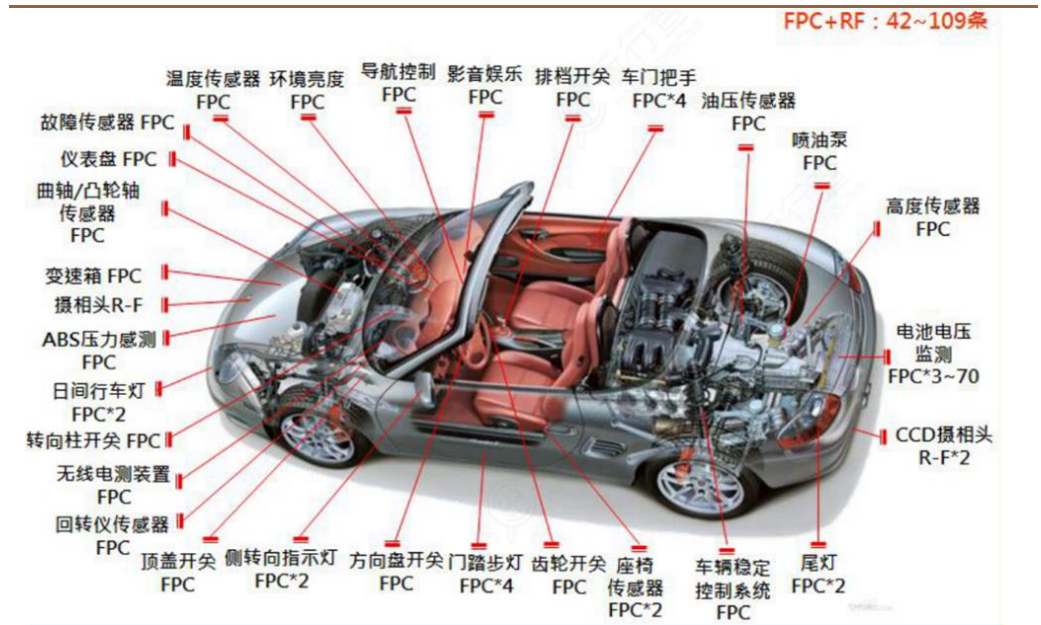
FPC 是一种利用挠性基材制成的具有图形的电路板，由于体积小、重量轻、耐弯折等特点，适用于线路复杂、信号处理要求高和有特殊电学或力学性能要求的产品应用。FPC 板的下游主要应用领域仍集中在手机领域，但近年来随着汽车电子愈发精密化，FPC 板在汽车电子中开始逐渐普及。

图 18: FPC 板下游应用领域



资料来源：德邦研究所，Prismark

图 19: FPC 板在汽车电子中的应用



资料来源：德邦研究所，iFixit

公司目前与比亚迪合作项目主要应用于电池控制保护板（FPC 及 FPCA）领域，同时公司也在积极拓展下游车用软板客户群。预计公司应用于汽车电子领域软板业务 2021 年营收将较 2019 年实现较大增长，且现阶段仍将处于大幅放量阶段。

3.3. 加码软板产能，积极响应下游面板客户需求

从时间与空间上来看，公司新产能布局均紧随下游大客户步伐，区位优势与先发优势明显。为了加快对下游客户新增批量订单需求的响应速度，进一步巩固现有产品市场份额，公司积极进行 FPC 产能扩充。根据公司公告，公司通过珠海元盛已在成都高新区设立子公司运营新型显示用柔性印制电路板组件（FPCA）项目，计划投资总额达 2 亿元人民币，项目涉及研发、生产与销售柔性印制电路组件（FPCA）；新型显示用（OLED/ AMOLED/MiniLED 等）电子组件（FPCA）；各类电子模组，并已于 2021 年 1 月开始试产；同时，珠海富山 FPC 扩产项目（第一期）也预计将于 2021 年中试产。公司新增的 FPC 产能有望大幅改善公司供货能力，及时响应客户需求，从而强化公司的客户粘性，提升在客户中的份额。公司在 FPC 领域产品定位高端、产品产能布局完善，未来随市场需求的提升，公司有望实现快速成长。

整体来看，公司软板业务现阶段也处于供不应求的状态，同时新增产能处于扩产阶段。我们预计未来 2021-2022 年将会是公司产能释放的关键年份，帮助公司迎来新一轮的上升。

4. 投资建议

公司成长逻辑梳理：

- 1) 刚性电路板（含 HDI）：

公司刚性电路板业务在 2020 年上半年受到疫情影响，实现 6.47 亿元收入，同增仅 1%。但公司刚性电路板业务最终在 2020 年整体实现营收 15.93 亿元，同比增长 12%，由此可以推断下半年公司硬板业务已经有所复苏，预计未来公司刚性电路板将进一步实现增长；并且公司珠海富山工厂的 HDI 和高多层 PCB 产能即将于 2021 年年中投产，考虑到 2021 年投产初期产能爬坡、产品结构调整需要一定时间，因此我们预计公司在 2021~2022 年产能将逐渐释放。同时，公司珠海富山新产能主要生产高多层板、高端 HDI 板以及高频高速特殊基材类 PCB 板，此类产品相对于公司目前主要前的产品更加高端，利润率也更好，因此我们假设公司刚性电路板毛利率也将逐年提升。预计 2021/2022/2023 年分别实现营收 23.24/32.77/38.98 亿元。

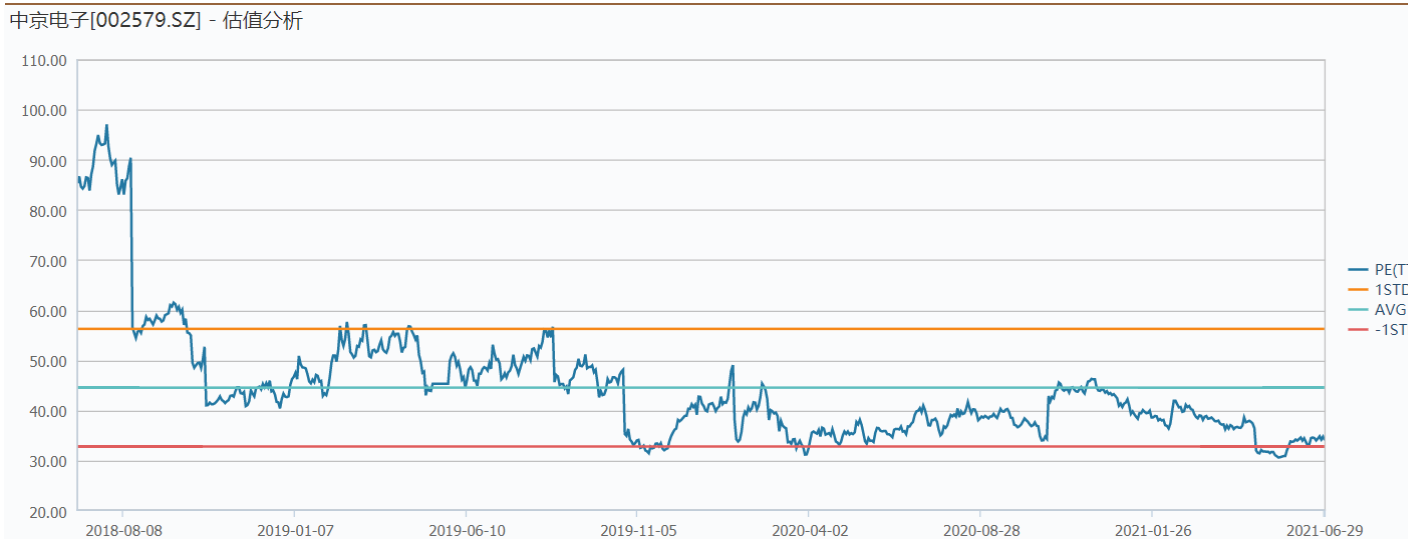
2) 柔性电路板 (FPC) 及柔性电路板组件 (FPCA):

柔性电路板本身较为高端，单价及毛利率均高于刚性电路板。公司柔性电路板及柔性电路板组件业务 2020 年分别实现营收 3.30 亿元、3.77 亿元，同比增长 13%、8%。公司珠海富山工厂 FPC 及组件产能即将在 2021 年年中投产，目前正处于产能爬坡期。我们预计在新产能完成良率爬坡后，可显著改善公司现有产品结构，进一步提升公司营收及盈利水平。预计 2021/2022/2023 年分别实现营收 9.46/16.84/24.43 亿元。

估值合理性分析:

截止 2021 年 6 月 28 日收盘，公司总市值 64.48 亿元，对应 PE(TTM) 34.78 倍。从公司近 3 年平均 PE 44.67 倍来看处于较低水平，公司当前具有较高的安全边际。

图 20: 公司近 3 年 PE 平均水平



资料来源: 德邦研究所, Wind

表 5: 可比公司估值分析 (2021/07/02)

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE (X)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
鹏鼎控股	36.80	850.61	28.41	38.88	45.40	48.05	29.94	21.88	18.74	17.70

生益科技	22.24	512.07	16.81	22.65	26.82	31.10	30.46	22.61	19.10	16.47
深南电路	106.35	520.39	14.30	16.60	20.20	24.04	36.39	31.35	25.76	21.65
			平均				32.26	25.28	21.20	18.61
中京电子	10.21	62.40	1.62	2.19	3.94	5.24	47.49	28.54	15.85	11.90

资料来源：德邦研究所，Wind

投资建议

我们预计公司 2021/2022/2023 年收入为 32.7/49.6/63.4 亿元，净利润预计达到 2.19/3.94/5.24 亿元，以目前市值对应 PE 分别为 28.54x/15.85x/11.90x，对比可比公司目前的估值水平，公司估值水平处于合理范围。由于公司目前竞争格局较好，客户供应稳定，市场空间能见度较高，同时公司高端产品加速布局，因此我们首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5. 风险提示

行业扩产导致订单下降风险、扩产进度不及预期风险、PCB 行业竞争加剧导致订单不及预期风险

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.27	0.36	0.64	0.86
每股净资产	4.38	4.95	5.63	6.53
每股经营现金流	0.45	0.49	0.64	0.87
每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	47.49	28.54	15.85	11.90
P/B	2.88	2.06	1.81	1.56
P/S	2.17	1.91	1.26	0.98
EV/EBITDA	17.14	15.31	10.18	7.38
股息率%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	23.2%	22.2%	22.8%	23.6%
净利润率	6.9%	6.7%	7.9%	8.3%
净资产收益率	6.1%	7.2%	11.4%	13.1%
资产回报率	3.2%	3.7%	5.5%	6.3%
投资回报率	5.5%	6.3%	9.4%	11.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.5%	39.7%	51.7%	27.8%
EBIT 增长率	13.7%	26.4%	61.9%	37.3%
净利润增长率	9.2%	34.6%	80.0%	33.2%
偿债能力指标				
资产负债率	47.6%	48.4%	51.1%	51.3%
流动比率	1.6	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.3	1.3	1.2	1.2
现金比率	0.6	0.6	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	131.0	131.0	131.0	131.0
存货周转天数	91.6	89.4	89.8	90.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
固定资产周转率	2.1	2.8	4.2	5.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	162	219	394	524
少数股东损益	0	12	17	20
非现金支出	152	102	106	112
非经营收益	54	35	26	19
营运资金变动	-96	-70	-155	-147
经营活动现金流	273	298	388	529
资产	-894	-203	-219	-220
投资	-271	-5	-5	-5
其他	-479	5	13	19
投资活动现金流	-1,644	-203	-211	-206
债权募资	872	-50	-30	0
股权募资	1,201	114	0	0
其他	-488	-44	-43	-43
融资活动现金流	1,585	19	-73	-43
现金净流量	206	114	104	280

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 02 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,340	3,270	4,961	6,341
营业成本	1,797	2,543	3,830	4,842
毛利率%	23.2%	22.2%	22.8%	23.6%
营业税金及附加	15	21	32	41
营业税金率%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	56	78	119	149
营业费用率%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用	125	163	243	304
管理费用率%	5.3%	5.0%	4.9%	4.8%
研发费用	107	160	246	330
研发费用率%	4.6%	4.9%	5.0%	5.2%
EBIT	240	303	491	674
财务费用	63	76	84	133
财务费用率%	2.7%	2.3%	1.7%	2.1%
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	11	15	23	29
营业利润	187	266	466	617
营业外收支	-6	-6	-6	-6
利润总额	181	260	460	611
EBITDA	374	406	597	786
所得税	19	29	49	66
有效所得税率%	10.2%	11.3%	10.7%	10.8%
少数股东损益	0	12	17	20
归属母公司所有者净利润	162	219	394	524

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,114	1,228	1,332	1,612
应收账款及应收票据	842	1,176	1,785	2,281
存货	451	623	943	1,194
其它流动资产	304	329	360	388
流动资产合计	2,711	3,356	4,420	5,475
长期股权投资	108	113	118	123
固定资产	1,133	1,160	1,185	1,207
在建工程	563	613	693	773
无形资产	187	224	247	271
非流动资产合计	2,402	2,530	2,673	2,814
资产总计	5,113	5,887	7,093	8,288
短期借款	511	511	511	511
应付票据及应付账款	1,069	1,487	2,253	2,848
预收账款	0	2	3	3
其它流动负债	134	175	213	245
流动负债合计	1,714	2,175	2,980	3,608
长期借款	422	372	342	342
其它长期负债	300	300	300	300
非流动负债合计	721	671	641	641
负债总计	2,436	2,847	3,622	4,249
实收资本	497	611	611	611
普通股股东权益	2,678	3,028	3,443	3,990
少数股东权益	0	12	28	49
负债和所有者权益合计	5,113	5,887	7,093	8,288

信息披露

分析师与研究助理简介

张世杰，德邦证券电子行业首席分析师，北京大学光学博士，曾任职于东北证券及中国科学院物理研究所。具备多年光学及光电方向前沿科学研究经验，在国际知名刊物发表多篇文章；具备多个科技行业二级研究经历，2016、2017 年水晶球团队成员，2018 年每市 TMT 行业券商收益第 1。

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，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。

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 股市场以上证综指或深证成指为基准；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
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 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
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 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。