

消费电子逆势增长，扩充高阶硬板产能

核心观点

- **盈利能力提升，归母净利润大幅增长。**2022年，公司实现营业收入362亿元，同比增长9%；实现归母净利润50亿元，同比增长51%。盈利水平方面，全年毛利率为24.0%，同比增加3.6pct，净利率为13.8%，同比增加3.9pct。主要由于产能利用率进一步提升、新产品良率提高，同时通过成本管控、制程改善、不断强化自动化生产等持续降低生产成本。
- **消费电子业务逆势增长。**2022年，消费电子及计算机用板业务实现营业收入132亿元，同比增长19%，营收占比提升3.3pct至36%，毛利率为27.5%，同比增加3.6pct。据Prismark估算，2022年消费电子相关PCB产值达114亿美元，较2021年衰退4%，2022至2027年复合成长率3%，2027年相关PCB产值将达133亿美元，公司已稳居行业龙头地位。同时公司加快布局AR/VR领域，通过与全球领先的厂商合作，已成为该领域的重要供货商。公司通讯用板业务实现营业收入227亿元，同比增长3%，毛利率为22.0%，同比增加3.3pct。
- **扩充汽车、服务器等高阶硬板产能。**2022年，汽车、服务器用板业务实现营业收入3亿元，同比增长44%。在服务器领域，公司在淮安第一园区建设服务器专用生产线，因应服务器市场不断扩大的需求；在汽车领域，公司应用于电池模块的FPC类产品已经供货，同时公司积极布局ADAS以及车用影像感测产品等市场，目前已有包括自驾域控制器、雷达模组、摄像模组等在内的多款车载产品批量供货。其中，L2等级ADAS域控制器产品已于2022年实现量产，并持续推进与知名Tier 1汽车模组厂L3等级相关产品的技术验证工作。2022年，公司董事会及股东会审议通过了《2022年度向特定对象发行股票的预案》，本次向特定对象发行股票募集资金将部分投入年产338万平方英尺汽车板及服务器板项目，项目实施后，新增汽车HDI板年产能138万平方英尺，新增服务器板年产能200万平方英尺，将提升公司在汽车及服务器领域的竞争力。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2023-2025年每股收益分别为2.26、2.61、2.87元（原23-24年预测分别为2.26、2.50元，主要根据市场和产能释放情况调整了收入），根据可比公司23年20倍PE估值水平，对应目标价为45.20元，维持买入评级。

风险提示

- 下游需求不及预期；大客户占比较高风险；原材料价格上涨风险；研发或产能投放不及预期；汇率变动风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,315	36,211	41,941	48,202	52,510
同比增长(%)	11.6%	8.7%	15.8%	14.9%	8.9%
营业利润(百万元)	3,812	5,620	6,041	6,974	7,667
同比增长(%)	15.9%	47.4%	7.5%	15.4%	9.9%
归属母公司净利润(百万元)	3,317	5,012	5,256	6,067	6,670
同比增长(%)	16.7%	51.1%	4.9%	15.4%	10.0%
每股收益(元)	1.43	2.16	2.26	2.61	2.87
毛利率(%)	20.4%	24.0%	23.6%	23.6%	23.6%
净利率(%)	10.0%	13.8%	12.5%	12.6%	12.7%
净资产收益率(%)	14.6%	19.4%	17.2%	16.7%	15.6%
市盈率	21.7	14.4	13.7	11.9	10.8
市净率	3.0	2.6	2.2	1.8	1.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年03月31日）	31.02元
目标价格	45.2元
52周最高价/最低价	35.05/25.02元
总股本/流通A股（万股）	232,116/227,635
A股市值（百万元）	72,002
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023年03月31日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-7.01	9.08	13.07	9.44
相对表现	-7.6	9.54	8.44	13.51
沪深300	0.59	-0.46	4.63	-4.07



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

联系人

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn

相关报告

PCB 行业多年龙头，布局新领域积蓄成长 2023-02-01
动能

盈利预测与投资建议

我们预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 2.26、2.61、2.87 元（原 23-24 年预测分别为 2.26、2.50 元，主要根据市场和产能释放情况调整了收入），根据可比公司 23 年 20 倍 PE 估值水平，对应目标价为 45.20 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
			2023/3/31	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
东山精密	002384	30.25	1.09	1.40	1.77	2.17	27.77	21.57	17.13	13.91
深南电路	002916	92.32	2.89	3.20	3.74	4.55	31.98	28.88	24.66	20.30
沪电股份	002463	21.49	0.56	0.72	0.89	1.13	38.34	29.95	24.13	18.98
奥士康	002913	35.00	1.52	1.74	2.22	2.80	22.99	20.13	15.76	12.49
博敏电子	603936	14.57	0.47	0.40	0.80	1.16	30.78	36.55	18.25	12.57
金禄电子	301282	31.45	0.66	0.93	1.54	2.19	47.40	33.72	20.42	14.36
生益科技	600183	18.46	1.22	0.66	0.89	1.13	15.18	28.07	20.75	16.36
	最大值						47.40	36.55	24.66	20.30
	最小值						15.18	20.13	15.76	12.49
	平均数						30.63	28.41	20.16	15.57
	调整后平均						30.37	28.44	20.14	15.24

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

下游需求不及预期；大客户占比较高风险；原材料价格上涨风险；研发或产能投放不及预期；汇率变动风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,171	8,207	10,787	14,594	19,594	营业收入	33,315	36,211	41,941	48,202	52,510
应收票据、账款及款项融资	7,970	6,274	7,267	8,352	9,099	营业成本	26,523	27,521	32,040	36,849	40,112
预付账款	531	296	343	394	430	营业税金及附加	143	171	198	227	248
存货	3,695	3,440	4,005	4,606	5,014	销售费用	181	198	238	281	306
其他	569	275	278	280	282	管理费用及研发费用	2,760	2,959	3,474	4,001	4,354
流动资产合计	15,937	18,493	22,680	28,227	34,418	财务费用	58	(357)	(42)	(66)	(103)
长期股权投资	6	8	8	8	8	资产、信用减值损失	69	218	50	44	34
固定资产	14,984	15,385	16,773	18,221	19,591	公允价值变动收益	56	11	10	10	10
在建工程	1,621	1,837	3,092	3,540	3,808	投资净收益	(1)	2	(2)	(2)	(2)
无形资产	1,721	1,279	1,215	1,151	1,087	其他	178	106	50	100	100
其他	1,272	1,801	1,656	1,655	1,653	营业利润	3,812	5,620	6,041	6,974	7,667
非流动资产合计	19,605	20,310	22,744	24,575	26,149	营业外收入	8	7	7	7	7
资产总计	35,541	38,803	45,424	52,801	60,567	营业外支出	4	8	8	8	8
短期借款	3,490	2,964	3,500	4,000	4,500	利润总额	3,817	5,620	6,041	6,973	7,667
应付票据及应付账款	4,686	3,984	4,638	5,334	5,806	所得税	501	608	785	907	997
其他	2,767	3,053	3,157	3,271	3,394	净利润	3,316	5,012	5,256	6,067	6,670
流动负债合计	10,943	10,001	11,295	12,605	13,700	少数股东损益	(1)	0	0	0	0
长期借款	159	176	176	176	176	归属于母公司净利润	3,317	5,012	5,256	6,067	6,670
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.43	2.16	2.26	2.61	2.87
其他	626	689	689	689	689						
非流动负债合计	785	865	865	865	865	主要财务比率					
负债合计	11,728	10,866	12,160	13,470	14,565		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	2,321	2,321	2,321	2,321	2,321	营业收入	11.6%	8.7%	15.8%	14.9%	8.9%
资本公积	12,454	12,569	12,697	12,697	12,697	营业利润	15.9%	47.4%	7.5%	15.4%	9.9%
留存收益	9,140	12,991	18,246	24,313	30,984	归属于母公司净利润	16.7%	51.1%	4.9%	15.4%	10.0%
其他	(102)	56	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	23,813	27,937	33,264	39,331	46,001	毛利率	20.4%	24.0%	23.6%	23.6%	23.6%
负债和股东权益总计	35,541	38,803	45,424	52,801	60,567	净利率	10.0%	13.8%	12.5%	12.6%	12.7%
						ROE	14.6%	19.4%	17.2%	16.7%	15.6%
						ROIC	13.1%	16.0%	15.3%	14.9%	14.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	33.0%	28.0%	26.8%	25.5%	24.0%
净利润	3,316	5,012	5,256	6,067	6,670	净负债率	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,786	2,518	2,571	3,177	3,875	流动比率	1.46	1.85	2.01	2.24	2.51
财务费用	58	(357)	(42)	(66)	(103)	速动比率	1.10	1.50	1.64	1.86	2.14
投资损失	1	(2)	2	2	2	营运能力					
营运资金变动	(3,010)	2,136	(868)	(950)	(610)	应收账款周转率	4.4	5.1	6.2	6.2	6.0
其它	2,144	1,650	127	34	24	存货周转率	7.9	7.4	8.4	8.3	8.1
经营活动现金流	4,296	10,957	7,045	8,263	9,859	总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
资本支出	(5,202)	(2,748)	(5,179)	(5,031)	(5,470)	每股指标(元)					
长期投资	(6)	(722)	0	0	0	每股收益	1.43	2.16	2.26	2.61	2.87
其他	(1,744)	(1,015)	8	8	8	每股经营现金流	1.85	4.72	3.04	3.56	4.25
投资活动现金流	(6,952)	(4,484)	(5,171)	(5,023)	(5,462)	每股净资产	10.26	12.04	14.33	16.94	19.82
债权融资	192	7	0	0	0	估值比率					
股权融资	119	115	128	0	0	市盈率	21.7	14.4	13.7	11.9	10.8
其他	(89)	(1,936)	578	566	603	市净率	3.0	2.6	2.2	1.8	1.6
筹资活动现金流	221	(1,814)	706	566	603	EV/EBITDA	11.7	8.5	7.7	6.5	5.8
汇率变动影响	(64)	358	-0	-0	-0	EV/EBIT	17.0	12.5	11.0	9.5	8.7
现金净增加额	(2,500)	5,017	2,580	3,807	5,000						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。