

广东骏亚 (603386.SH) 牧泰莱协同导入高端 PCB 技术, 聚焦一站式服务

2022 年 04 月 16 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)
刘翔 (分析师)
林承瑜 (分析师)

liuxiang2@kysec.cn

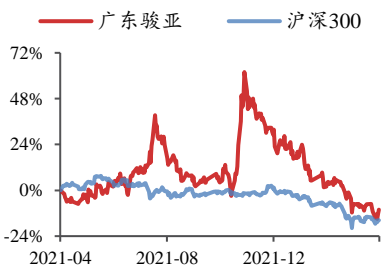
linchengyu@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790521090001

日期	2022/4/15
当前股价(元)	15.49
一年最高最低(元)	27.89/14.56
总市值(亿元)	36.30
流通市值(亿元)	36.11
总股本(亿股)	2.34
流通股本(亿股)	2.33
近 3 个月换手率(%)	60.47

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-PCB 一站式服务, 公司产品持续进阶》-2022.1.25
 《公司信息更新报告-整合效应显著, 2021Q3 环比持续增长》-2021.10.20
 《公司首次覆盖报告-牧泰莱整合初显成效, 拟收购住友 FPC 再下一城》-2021.6.15

● 经营整合成效显著, 2021 年平稳收官, 维持“买入”评级

公司发布 2021 年年报, 实现营业收入 27.3 亿元, YoY+32.0%, 归母净利润 2.1 亿元, YoY+72.74%, 扣非归母净利润为 1.8 亿元, YoY+62.3%。我们维持此前盈利预测并新增 2024 年预测, 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.0/4.0/5.5 亿元, YoY+46.5%/32.3%/36.7%, EPS 为 1.30/1.72/2.35 元, 当前股价对应 PE 为 11.9/9.0/6.6 倍。公司小批量、中批量、大批量产品形成一站式解决方案, 龙南规模化生产与牧泰莱技术卡位的协同效应显著, 维持“买入”评级。

● 2021Q4 毛利率环比 Q3 改善, 产品结构调整推动平均单价上升

公司三大业务 PCB、SMT、整机营业收入占比分别为 92.1%/2.2%/1.2%, 其中, PCB 业务销售 323.0 万平米, YoY+0.3%, 平均单价 777.4 元/平米, YoY+25.3%, 公司 PCB 产品平均单价大幅提升一方面受到原材料成本上升, 公司向下游传导成本压力, 另一方面, 公司加大光伏能源类订单、降低消费电子类的产品占比, 推动公司产品结构迈向多样化。公司样板及中小批量板稳定增长, 牧泰莱模拟合并实现营业收入 5.1 亿元, YoY+29.6%, 归母净利润 7217.6 万元, YoY+0.6%, 牧泰莱具备技术公关能力, 可为中批量订单引流并挖掘客户大批量订单。

● 拓展应用领域并着力导入新兴市场, 智能化工厂优化盈利水平

公司积极储备并导入新兴市场资源, 客户数量与应用领域扩大并提升。产品应用端, 车载领域产品进行样品认证或小批量生产, 软板保持锂电池产品细分市场优势。客户储备端, 在日本成立全资子公司拓展日本及东南亚客户, 前五大客户占比由 2020 年的 27.2% 下降至 2019 年的 21.9%。公司在江西龙南基地进行智能制造等技术改造, 通过设备升级、制程能力提升等方式提升车载 PCB 专业化服务能力。龙南骏亚有望形成“物联网+大数据”智能工厂, 进一步优化良率及盈利。

● **风险提示:** 上游原材料价格上涨导致盈利承压、牧泰莱经营整合不及预期、PCB 需求减弱。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,066	2,727	3,467	4,240	4,922
YOY(%)	40.3	32.0	27.1	22.3	16.1
归母净利润(百万元)	120	207	304	402	550
YOY(%)	246.7	72.7	46.5	32.3	36.7
毛利率(%)	22.9	22.2	23.2	23.9	25.4
净利率(%)	5.8	7.6	8.8	9.5	11.2
ROE(%)	10.7	14.2	18.2	20.1	22.2
EPS(摊薄/元)	0.51	0.89	1.30	1.72	2.35
P/E(倍)	30.2	17.5	11.9	9.0	6.6
P/B(倍)	3.2	2.5	2.2	1.8	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1262	1581	1883	2011	2589
现金	244	272	369	165	617
应收票据及应收账款	503	685	825	1022	1122
其他应收款	7	26	0	21	1
预付账款	5	13	7	14	7
存货	334	431	528	635	688
其他流动资产	169	154	154	154	154
非流动资产	1725	1809	2114	2414	2610
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1016	963	1248	1535	1725
无形资产	125	116	128	142	159
其他非流动资产	585	729	739	738	726
资产总计	2987	3389	3997	4425	5199
流动负债	1650	1676	2094	2212	2541
短期借款	526	424	424	424	424
应付票据及应付账款	873	1012	1351	1514	1745
其他流动负债	252	241	319	275	372
非流动负债	218	256	236	211	177
长期借款	142	189	167	141	108
其他非流动负债	76	67	70	70	70
负债合计	1868	1933	2330	2423	2718
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	224	234	328	328	328
资本公积	596	754	661	661	661
留存收益	322	479	656	889	1208
归属母公司股东权益	1120	1457	1667	2002	2481
负债和股东权益	2987	3389	3997	4425	5199

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	153	220	703	382	984
净利润	120	207	304	402	550
折旧摊销	132	146	126	167	206
财务费用	42	34	29	31	28
投资损失	-0	0	0	0	0
营运资金变动	-140	-176	241	-218	200
其他经营现金流	0	8	3	0	0
投资活动现金流	-199	-219	-432	-467	-402
资本支出	153	130	303	300	196
长期投资	-51	-74	0	0	0
其他投资现金流	-96	-163	-129	-167	-206
筹资活动现金流	133	-5	-174	-119	-130
短期借款	119	-102	0	0	0
长期借款	31	48	-23	-26	-33
普通股增加	-2	10	94	0	0
资本公积增加	-14	158	-94	0	0
其他筹资现金流	0	-120	-151	-94	-96
现金净增加额	85	-4	97	-204	451

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2066	2727	3467	4240	4922
营业成本	1593	2123	2661	3226	3670
营业税金及附加	10	12	17	21	25
营业费用	56	63	80	98	108
管理费用	127	146	187	229	266
研发费用	113	135	170	208	241
财务费用	42	34	29	31	28
资产减值损失	-9	-17	0	0	0
其他收益	16	31	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	-0	-0	-0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	4	0	0	0
营业利润	129	225	323	427	584
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	2	3	2	2	2
利润总额	127	222	322	426	582
所得税	7	15	18	24	33
净利润	120	207	304	402	550
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	120	207	304	402	550
EBITDA	293	398	470	615	806
EPS(元)	0.51	0.89	1.30	1.72	2.35

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	40.3	32.0	27.1	22.3	16.1
营业利润(%)	325.7	74.1	43.6	32.4	36.7
归属于母公司净利润(%)	246.7	72.7	46.5	32.3	36.7
获利能力					
毛利率(%)	22.9	22.2	23.2	23.9	25.4
净利率(%)	5.8	7.6	8.8	9.5	11.2
ROE(%)	10.7	14.2	18.2	20.1	22.2
ROIC(%)	8.0	10.7	13.8	15.8	18.2
偿债能力					
资产负债率(%)	62.5	57.0	58.3	54.8	52.3
净负债比率(%)	48.5	32.3	19.3	25.2	0.9
流动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.3	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	1.8	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.89	1.30	1.72	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.94	3.00	1.63	4.20
每股净资产(最新摊薄)	4.78	6.22	7.11	8.55	10.59
估值比率					
P/E	30.2	17.5	11.9	9.0	6.6
P/B	3.2	2.5	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	19.2	13.9	11.5	9.1	6.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn