



## 买入（首次）

所属行业：电子  
当前价格(元)：23.57

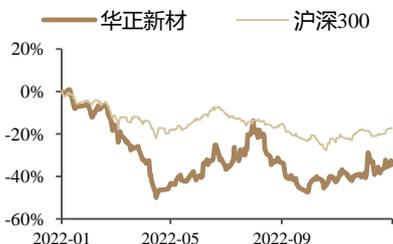
### 证券分析师

陈海进  
资格编号：S0120521120001  
邮箱：chenhj3@tebon.com.cn

### 研究助理

陈妙杨  
邮箱：chenmy@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.78	13.75	23.53
相对涨幅(%)	9.49	7.91	15.96

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 华正新材(603186.SH): 覆铜板龙头企业，铝塑膜接力成长

## 投资要点

- 公司是国内领先的覆铜板供应商，近年来实现高速增长。**华正新材成立于2003年，是我国最早从事覆铜板研发生产的企业之一。公司2017年实现沪市挂牌上市，2018年高频高速材料获得知名通信企业技术认证。近年来公司通过青山湖基地、珠海基地等产地的陆续投产，实现高速增长。2016-2021年公司营收CAGR为24%，归母净利润CAGR为23%，实现高速增长。公司目前已经形成覆铜板、复合材料（包括交通物流复合材料、功能复合材料）、能源材料三大产品体系，其中覆铜板2021年营收占比74%，是公司的主力业务。公司营收体量快速增长后规模效应明显，费用率明显下降。销售、管理、财务合计费用率从2016年的10.32%降低至2021年的6.61%，显示公司良好的费用控制能力。
- 覆铜板市场规模巨大，内资企业成长空间充足。**覆铜板是专用于PCB制造的特殊层压板，担负着PCB导电、绝缘、支撑三大功能，是制作PCB的核心材料。2026年覆铜板国内市场规模有望达到864亿，市场规模巨大。目前内资企业在传统覆铜板上技术较为成熟。但是在中高端覆铜板市场，尤其是高附加值的特殊覆铜板技术领域，依然为欧、美、日所垄断，国内企业和外资企业仍有一定差距，高等级覆铜板是我国覆铜板行业的发展方向。从全球市场看，大陆厂商仅有两家进入全球规模前十。无论从市场份额还是高端化上，华正新材覆铜板业务仍有较大增长的空间。目前公司主要产品已初步切换到高等级覆铜板，新建产能均是高等级覆铜板的扩产。
- 铝塑膜应用前景广阔，公司大力布局。**公司战略新产品铝塑膜是锂电池电芯软包封装的关键材料，主要应用于3C数码、动力、储能等领域。随着动力电池和储能电池出货量的快速增长，整体软包锂电池出货量的快速增长带动铝塑膜出货面积的迅速提升。根据EVTank，2025年全球铝塑膜出货量有望达到7.6亿平方米，2021-2025年CAGR预计高达27%。公司布局年产3600万平米铝塑膜产能，推动铝塑膜产品从原有消费电子、轻动力领域进一步覆盖动力电池领域。
- 投资建议：**公司覆铜板业务通过扩产有望进一步提升市场份额，产品高端化仍有较大空间，2023年有望重回增长轨道。铝塑膜扩产项目顺利，有望充分受益新能源动力电池出货量增长。我们预计公司2022/2023/2024年实现收入32.6/41.4/50.8亿元，实现归母净利润0.73/1.43/2.68亿元，以1月11日市值对应PE分别为46X/23X/12X。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期、原材料大幅涨价风险、扩产进度不及预期



**股票数据**

总股本(百万股):	142.03
流通 A 股(百万股):	141.71
52 周内股价区间(元):	17.95-40.36
总市值(百万元):	3,347.57
总资产(百万元):	5,298.43
每股净资产(元):	11.61

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,284	3,620	3,345	4,576	5,700
(+/-)YOY(%)	12.7%	58.5%	-7.6%	36.8%	24.6%
净利润(百万元)	125	238	71	173	307
(+/-)YOY(%)	22.6%	90.2%	-70.4%	144.9%	77.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.88	1.68	0.50	1.22	2.16
毛利率(%)	18.9%	16.5%	14.5%	16.5%	18.3%
净资产收益率(%)	8.6%	14.4%	4.3%	9.4%	14.4%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 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. 快速增长的覆铜板龙头 .....	5
1.1. 公司是覆铜板老牌企业 .....	5
1.2. 业绩实现快速增长，覆铜板为主要产品 .....	6
2. 覆铜板市场规模巨大，内资企业高端化仍在路上 .....	9
2.1. 覆铜板是制作 PCB 的核心材料 .....	9
2.2. CCL 行业规模较大，增长较为稳健 .....	9
2.3. 大陆覆铜板企业体量整体较小，规模上有较大成长空间 .....	10
3. 新产品铝塑膜前景广阔，有望成为下一增长点 .....	12
3.1. 铝塑膜是锂电池电芯封装的关键材料 .....	12
3.2. 铝塑膜市场规模快速增长，公司大力布局产能 .....	12
4. 盈利预测 .....	14
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1: 华正新材发展历程 .....	5
图 2: 公司股权结构稳定 (截至 2022 年 9 月 30 日) .....	5
图 3: 公司营业收入快速增长 (亿元) .....	6
图 5: 归母净利及增速 (亿元, %) .....	7
图 6: 毛利率及净利率 (%) .....	7
图 5: 公司分业务营收 (百万元) .....	7
图 7: 费用率整体下降 (%) .....	8
图 8: 公司研发费用稳健增长 .....	8
图 9: 覆铜板结构示意图 .....	9
图 10: 覆铜板产业链 .....	9
图 11: 高等级覆铜板根据应用场景分类 .....	9
图 12: 全球 PCB 市场规模 (亿美元) .....	10
图 13: 我国覆铜板市场规模稳定增长 (亿元) .....	10
图 14: 全球覆铜板市场竞争格局 (2020) .....	11
图 15: 铝塑膜广泛运用于动力、储能和 3C 数码领域 .....	12
图 16: 软包电池出货量快速增长 (GWh) .....	12
图 16: 铝塑膜出货量有望实现快速增长 (亿平方米) .....	13
表 1: 公司主要产品及其用途 .....	6
表 2: 主营业务拆分 (百万元, %) .....	14

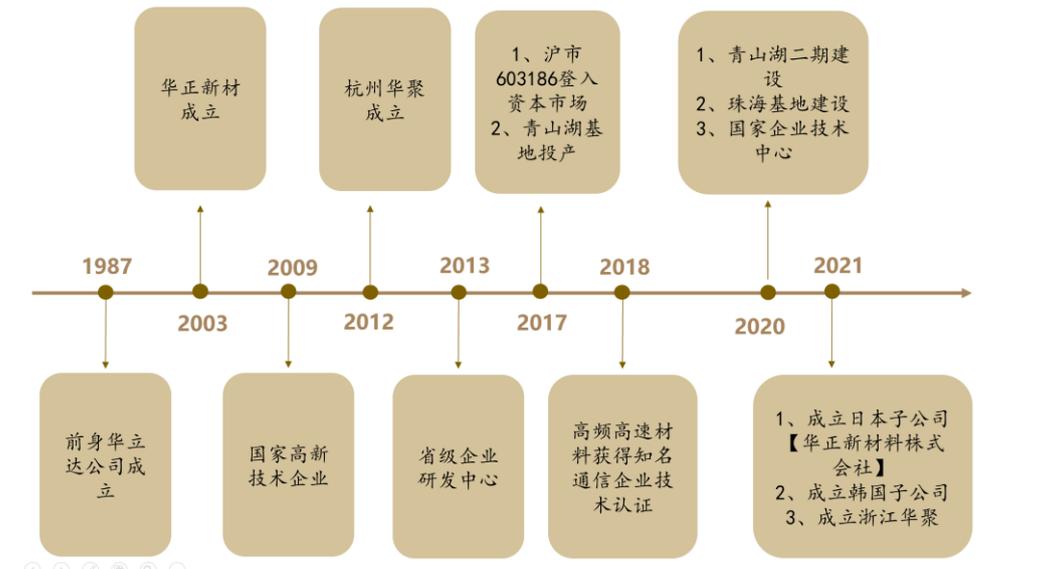
表 3: 可比公司估值分析 (采用 2022/1/6 收盘价) .....14

## 1. 快速增长的覆铜板龙头

### 1.1. 公司是覆铜板老牌企业

公司是覆铜板老牌企业。浙江华正新材料股份有限公司，成立于 2003 年，位于浙江省杭州市，是我国最早从事研发生产环氧树脂覆铜板的企业之一。2017 年公司实现沪市挂牌上市，2018 年高频高速材料获得知名通信企业技术认证。近年来公司青山湖基地、珠海基地等产地陆续投产，为公司增长提供坚实的产能基础。

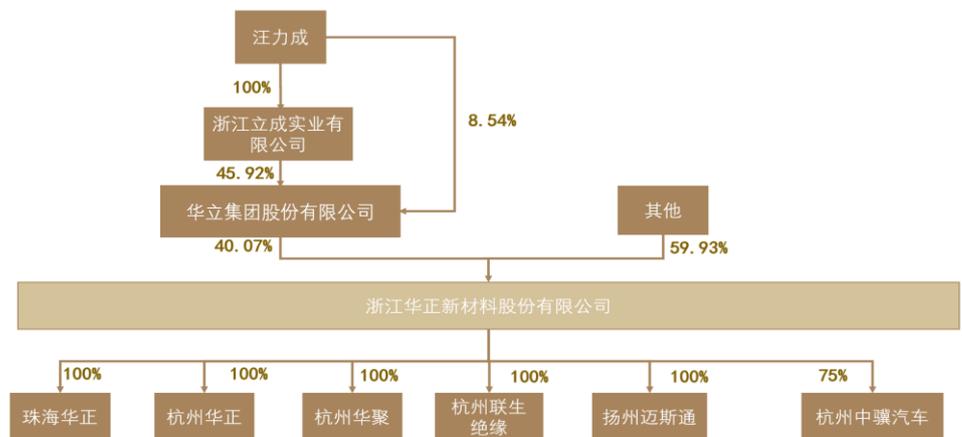
图 1：华正新材发展历程



资料来源：公司官网，德邦研究所

**股权结构相对集中。**根据 2022 年 3 季报，公司第一大股东华立集团持有公司 40.07% 的股权。公司实际控制人为汪力成先生，直接持有华立集团 8.54% 的股权，通过浙江立成实业持有华力集团 45.92% 的股权。公司股权较为集中，股权结构较为稳定。

图 2：公司股权结构稳定（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：Choice，公司公告，德邦研究所

**公司主营覆铜板、复合材料和铝塑膜等产品。**公司主营覆铜板(包括粘结片)、复合材料(包括功能性复合材料和交通物流材料)和锂电池软包用铝塑膜等产品

的设计、研发、生产及销售。公司产品广泛应用于 5G 通讯、数据交换、新能源汽车、智慧家电、医疗设备、轨道交通、绿色物流等领域。

表 1：公司主要产品及其用途

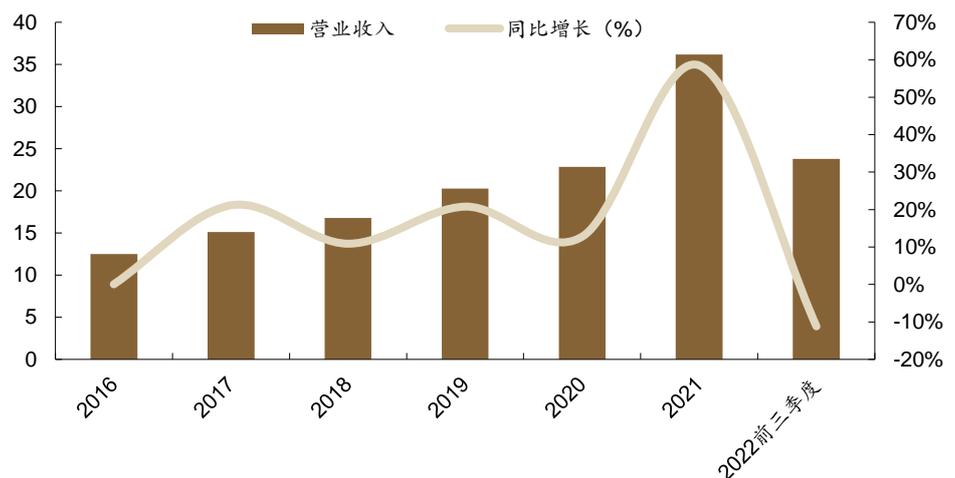
序号	主要产品类别	代表产品	用途
1	覆铜板	FR-4 覆铜板	是目前应用量最大且最广泛的覆铜板产品，广泛应用于计算机、通信、消费电子、电工电气、仪器仪表和交通等领域
2		无卤覆铜板	覆铜板中卤族元素含量极低，在生产、加工、废弃等处理时不会产生有毒有害物质，属于环保型产品
3		无铅化覆铜板	覆铜板中铅含量极低，在生产、加工、废弃等处理时不会产生有毒有害物质，属于环保型产品
4		高频覆铜板	作为基站天线、毫米波雷达基材，用于 5G 通讯、汽车自动驾驶、超高频雷达等领域
5		高速覆铜板	具备低介电损耗性能，降低信号传输过程损耗，用于超级计算机、云端服务器等设备
6	功能性复合材料	导热材料	主要指铝基覆铜板，是 LED 照明、液晶电视背光源、汽车照明等领域应用量最大的散热基板材料，并在电动汽车大功率电源转换器等领域有广泛应用
7		绝缘层压板	可加工成各种绝缘和结构零部件，广泛应用在电机、变压器、高低压电器、电工仪表和电子设备中
8		热塑性蜂窝板	是一种高科技环保型轻体材料，由两块较薄的玻纤织物增强面板，牢固地粘结在一层且较厚的蜂窝状芯材两面而制成的板材
9	交通物流用复合材料	热固性板材	采用玻璃钢覆面、夹心层的三明治结构板材，有效降低导热系数，强度高、耐腐蚀、隔热性能佳，用作干货箱体、保温型运载装备车厢板
10		锂电池软板铝塑膜	由外层尼龙层、中间铝箔层、内层热封层通过胶粘剂粘合而成，需要具备极高的阻隔性、良好的热封性能、耐电解液剂强腐蚀性、以及较强的延展性、柔韧性和机械强度，在 3C 数码、动力、储能等领域得到了广泛应用

资料来源：公司 22 年半年报，公司官网，德邦研究所

## 1.2. 业绩实现快速增长，覆铜板为主要产品

**2016-2021 年营收 CAGR 为 24%，实现高速增长。**公司 2016 年营收为 12.5 亿，2021 年实现营收 36 亿，五年 CAGR 高达 23.7%。其中 2020 年受到全球宏观经济和疫情冲击增长较低。2021 年由于主要原材料供应趋紧、价格大幅上涨，推动产业链各环节价格提升，公司充分受益实现营收大幅增长，全年实现 36 亿营收，同比大增 58%。2022 年前三季度，受到疫情反复、宏观经济波动等因素影响，汽车、消费电子、家电等主要市场的终端需求不充分，导致电子材料行业整体景气度阶段性下降，公司实现营业收入 23.8 亿元。

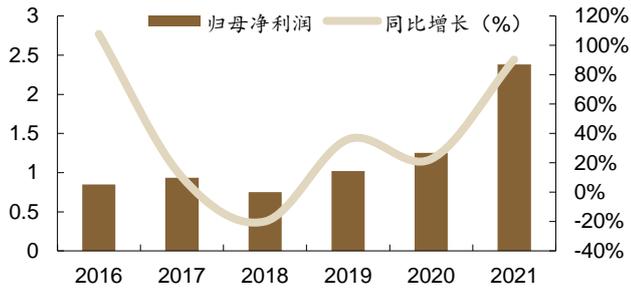
图 3：公司营业收入快速增长（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

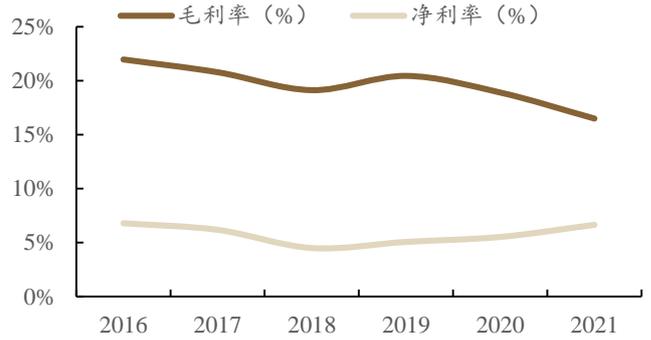
**归母净利波动上升，16-21 年 CAGR 为 23%，利润率受行业波动影响较大。**公司 2016 年归母净利润为 0.85 亿，2021 年实现归母净利润 2.38 亿，五年 CAGR 高达 23%。归母净利润受到公司营收增长和行业波动共同影响，整体处于波动上升通道。毛利率受原材料价格影响有所波动，同时公司能较为有效传导上游波动，维持较为稳定的净利率。

图 4：归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

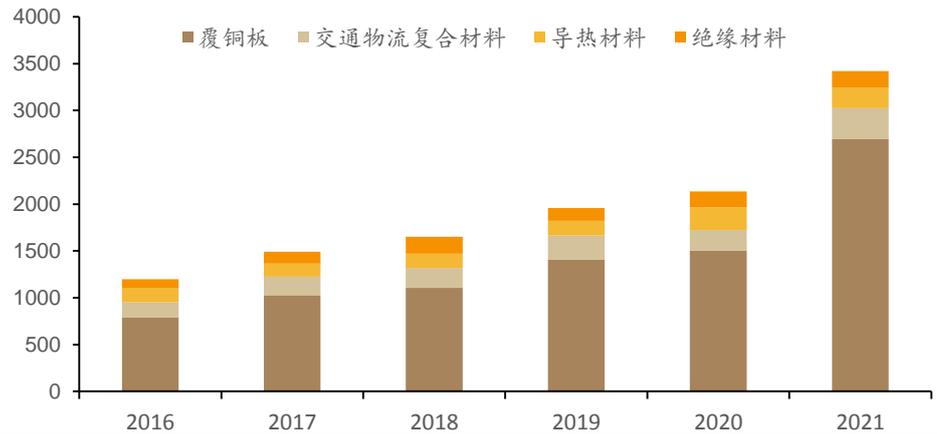
图 5：毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

**2021 年覆铜板营收占比 74%，是公司主力业务，目前已经形成三大产品体系。**2021 年，在公司现有的各业务板块中，覆铜板营收占比 74.4%，是公司的主要产品，交通物流复合材料、导热材料和绝缘材料分别占比 9.2%、6.1%、4.7%。根据公司官网，公司目前已经形成覆铜板、复合材料（包括交通物流复合材料、功能复合材料）、能源材料三大产品体系。

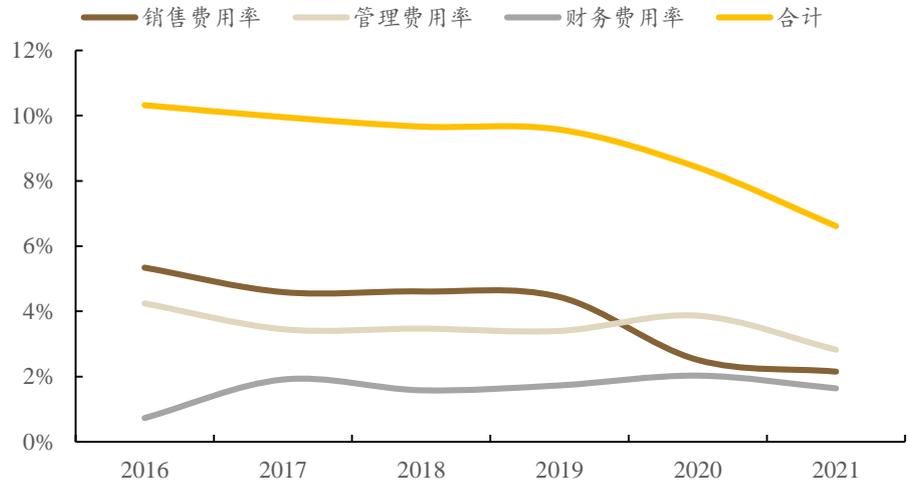
图 6：公司分业务营收（百万元）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

**规模效应明显，销售、管理、财务合计费用率下降明显。**随着公司销售规模的扩大，规模效应凸显，销售和管理费用率下降明显。2016年公司销售和管理费用率（不考虑研发支出）为5.34%和4.25%，2021年其分别为2.15%和2.82%。销售、管理、财务合计费用率下降明显，2016年为10.32%，2021年已降低至6.61%。

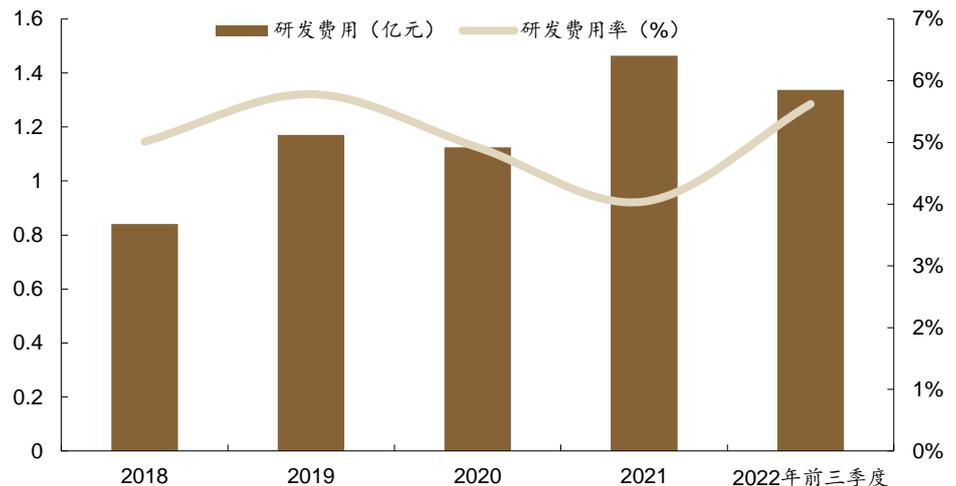
图7：费用率整体下降（%）



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所  
备注：2016、2017年管理费用率不考虑研发支出

**公司注重研发，研发费用稳定增长，技术体系完整。**公司以研发能力的打造和技术进步作为公司发展的核心推动力，依托通讯材料研究院作为服务整个公司战略落地的研发中心。公司已经建立高等级覆铜板、锂电池用铝塑膜、复合材料等产品的技术优势，为各产品线的发展打下坚实基础。从研发费用看，2018年研发费用为0.84亿，2021年研发费用为1.46亿元，三年CAGR为20.3%。公司研发费用率维持在4%以上。

图8：公司研发费用稳健增长（亿元）



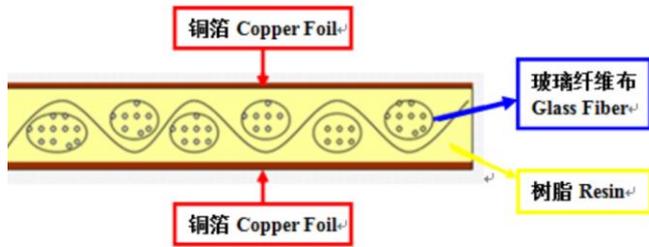
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

## 2. 覆铜板市场规模巨大，内资企业高端化仍在路上

### 2.1. 覆铜板是制作 PCB 的核心材料

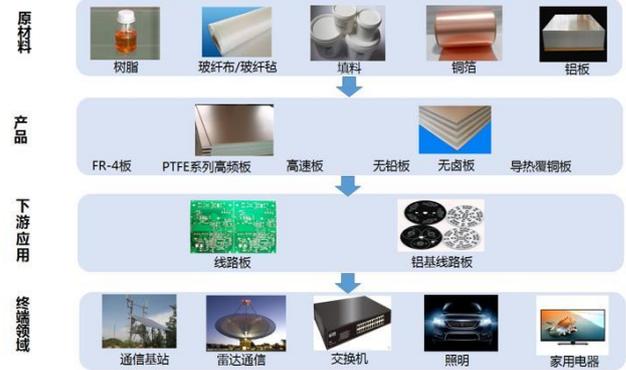
覆铜板是专用于 PCB 制造的特殊层压板。覆铜板 (Copper Clad Laminate, 简称 CCL) 全称为覆铜箔层压板, 是将增强材料浸以树脂胶液, 一面或两面覆以铜箔, 经热压而成的一种板状材料, 担负着印刷电路板 (PCB) 导电、绝缘、支撑三大功能, 是一类专用于 PCB 制造的特殊层压板。

图 9: 覆铜板结构示意图



资料来源: 公司招股书, 德邦研究所

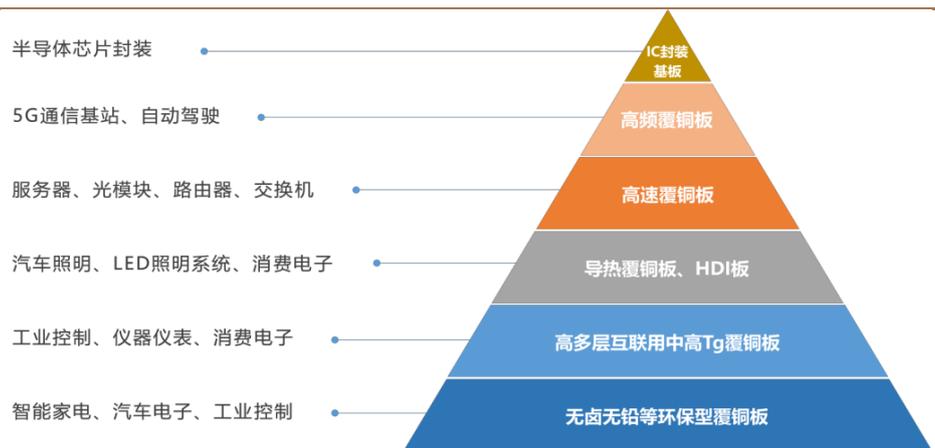
图 10: 覆铜板产业链



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

高等级覆铜板是我国覆铜板行业的发展方向, 华正新材新建产能均是高等级覆铜板。高等级覆铜板是由数值基或者特殊基材制作的覆铜箔基板, 包括环保型无卤素 CCL、环保型无铅化覆铜板、高 Tg 高耐热覆铜板、高导热散热基材、高频高速覆铜板等, 主要应用于消费电子、工业控制、汽车电子、通讯电子等领域。如高频高速覆铜板, 是在玻璃纤维布的基础上, 通过使用不同类型的树脂实现的, 其核心要求是低介电常数 (Dk) 和低介电损耗 (Df), 从而实现信号传输延迟降低, 电路系统的电能及信号损耗降低的目的。中高端覆铜板市场, 尤其是高附加值的特殊覆铜板技术领域, 依然为欧、美、日所垄断, 内资企业和外资企业仍有一定差距。华正新材主要产品已初步切换到高等级覆铜板, 新建产能均是高等级覆铜板的扩产。

图 11: 高等级覆铜板根据应用场景分类



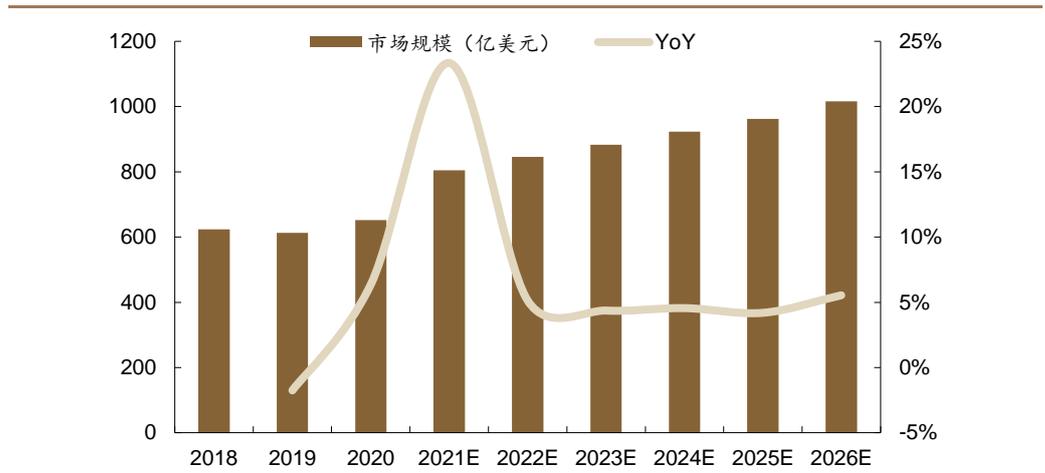
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

### 2.2. CCL 行业规模较大，增长较为稳健

新兴需求助力 PCB 行业发展, 预计 2026 年市场规模突破 1000 亿美元。PCB 作为 CCL 的下游, 其规模增长直接关系 CCL 的成长。随着汽车 PCB 受益于汽车自动化程度提升成为新蓝海、数据量增大以及平台升级带动上游服务器 PCB 发展, 5G 发展推动通讯电子、可穿戴设备、AR/VR 等新兴消费电子快速发展, PCB 行

业整体将继续稳步成长。根据 PrismaMark 数据, 2021-2026 年, 全球 PCB 行业产值将从 804 亿美元增长至 1016 亿美元, CAGR 为 4.8%。

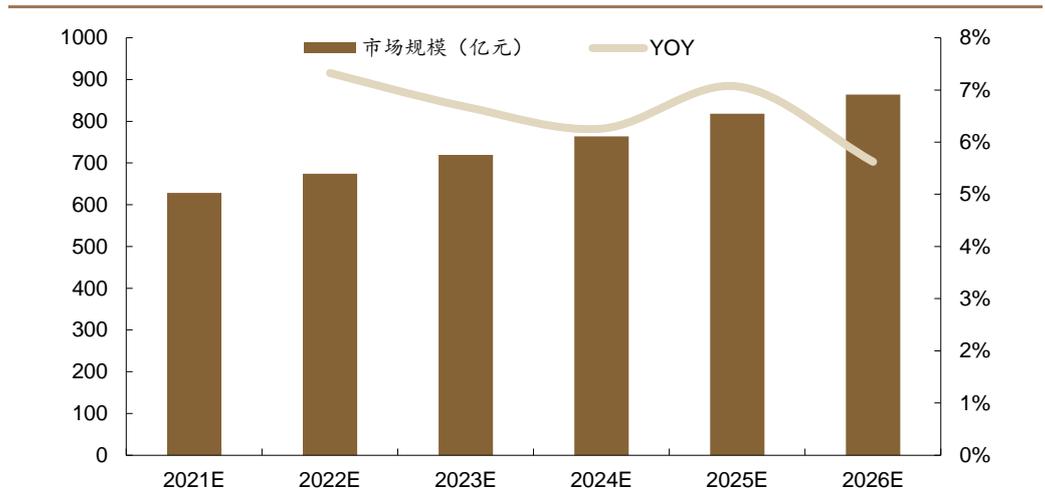
图 12: 全球 PCB 市场规模 (亿美元)



资料来源: PrismaMark, 德邦研究所

2026 年覆铜板国内市场规模有望达到 864 亿, 增长较为稳健。PCB 的增长带动核心材料覆铜板行业持续成长。根据前瞻研究院, 2021 年我国 PCB 覆铜板实现销售收入 628 亿元, 2026 年有望达到 864 亿元, 2021-2026 年 CAGR 为 6.6%。

图 13: 我国覆铜板市场规模稳定增长 (亿元)

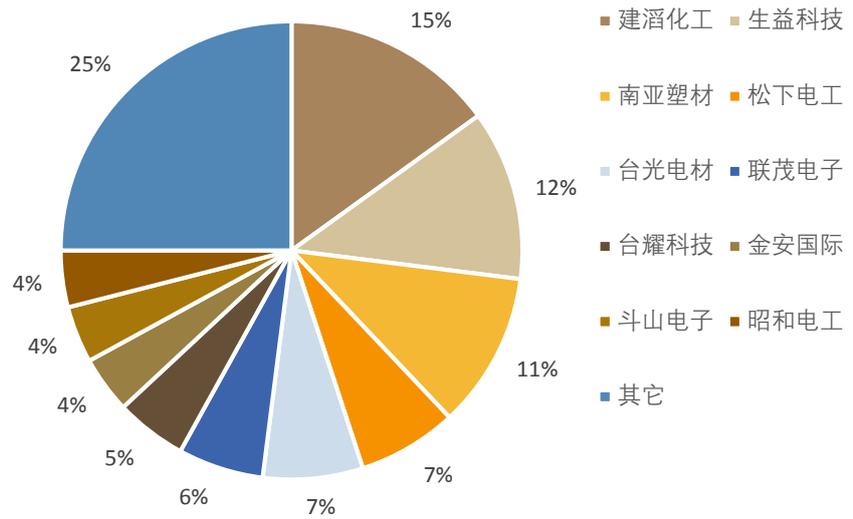


资料来源: 前瞻产业研究院, 德邦研究所

### 2.3. 大陆覆铜板企业体量整体较小, 规模上有较大成长空间

龙头覆铜板厂商以日本、中国台湾企业为主, 大陆覆铜板企业成长空间充足。全球覆铜板供应格局中, 前十厂商以日本、中国台湾企业为主, 大陆厂商仅有生益科技和金安国际进入全球前十, 相比 PCB 的大陆企业份额仍有较大的成长空间。行业 CR3 为 38%、CR10 为 75%, 整体供应格局较为集中。

图 14：全球覆铜板市场竞争格局（2020）



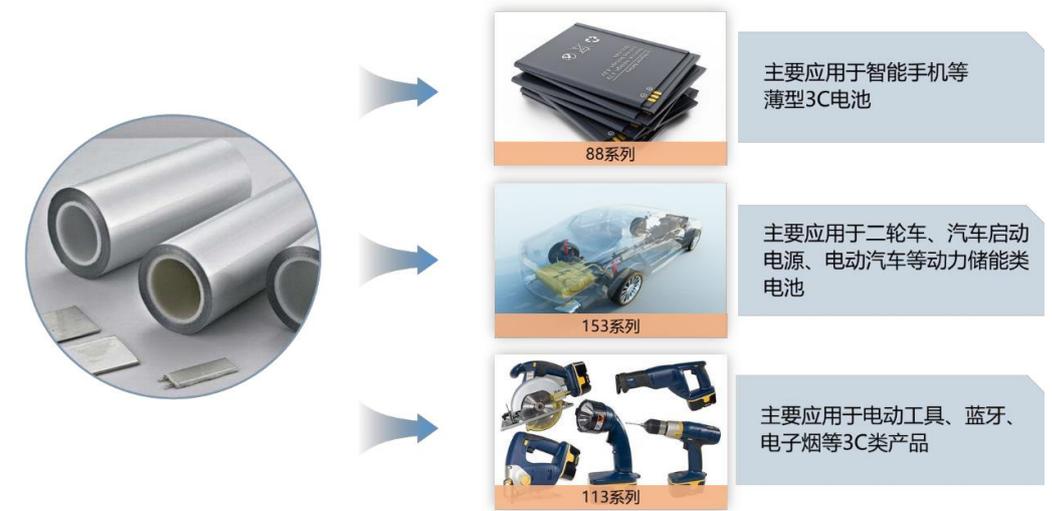
资料来源：中商情报网，德邦研究所

### 3. 新产品铝塑膜前景广阔，有望成为下一增长点

#### 3.1. 铝塑膜是锂电池电芯封装的关键材料

公司战略新产品铝塑膜主要应用于 3C 数码、动力、储能等领域。锂电池软包用铝塑膜是公司战略新产品，是锂电池电芯软包封装的关键材料。铝塑膜由外层尼龙层、中间铝箔层、内层热封层通过胶粘剂粘合而成。相较于钢壳、铝壳或塑料壳等包装材料，铝塑膜具备质量轻、厚度薄、外观设计灵活等优势，根据厚度不同分为 88 系列、113 系列、153 系列，在 3C 数码、动力、储能等领域得到了广泛应用。为保证软包锂电池的稳定运行，不产生鼓包、漏液等问题，铝塑膜需要具备极高的阻隔性、良好的热封性能、耐电解液剂强腐蚀性、以及较强的延展性、柔韧性和机械强度。

图 15：铝塑膜广泛运用于动力、储能和 3C 数码领域

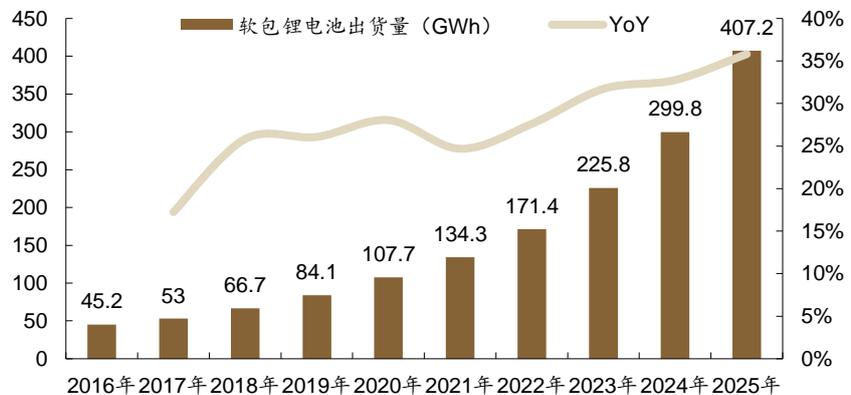


资料来源：公司公告，德邦研究所

#### 3.2. 铝塑膜市场规模快速增长，公司大力布局产能

软包锂电池出货量快速增长，21-25 年 CAGR 高达 32%。随着动力电池和储能领域电池出货量的快速增长，整体软包锂电池出货量快速增长。根据 EVTank，2025 年全球软包电池出货量有望突破 400GWh，2021-2025 年 CAGR 预计高达 32%。

图 16：软包电池出货量快速增长 (GWh)

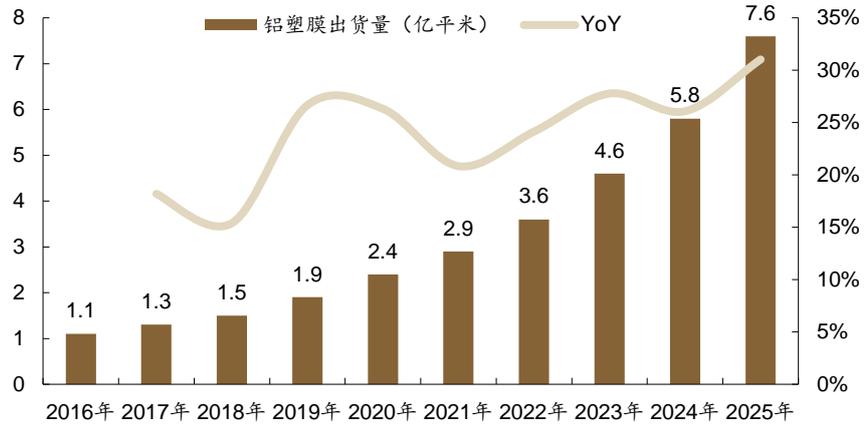


资料来源：EVTank，伊维智库，德邦研究所

铝塑膜出货量 21-25 年 CAGR 高达 27%。软包锂电池出货量快速增长拉动

铝塑膜出货量增长。根据 EVTank，2025 年全球铝塑膜出货量有望达到 7.6 亿平方米，2021-2025 年 CAGR 预计高达 27%。

图 17：铝塑膜出货量有望实现快速增长（亿平方米）



资料来源：EVTank，伊维智库，德邦研究所

公司铝塑膜从消费电子、轻动力走向更大的动力电池市场，3600 万平米扩产进行中。公司积极推进年产 3600 万平方米锂电池封装用铝塑膜项目建设，根据公司 22 年半年报该项目处于设备安装阶段，各项进度符合预期。公司利用已有的产能，积极开展市场布局。公司已经在消费电子、轻动力等领域实现规模销售，并且在部分电池厂商展开测试和产品开发合作。

## 4. 盈利预测

关键假设：

1、覆铜板：覆铜板行业稳定增长，公司在规模和产品高端化上仍然有充足的空间，2022 年受到供需冲击行业有所波动，预计 23 年有望重回增长轨道。预计公司覆铜板业务 2022/2023/2024 年将以 -10%/27%/23% 增长，实现营收 22.1/28.7/35.9 亿元，毛利率分别为 12.8%/13.0%/15.0%。

2、复合材料：公司复合材料板块下游应用广泛，包含交通物流用复合材料、导热材料和绝缘材料，预计实现较为稳定的增长。预计 2022/2023/2024 年，交通物流用复合材料实现营收 3.83/4.79/5.74 亿元、导热材料实现营收 2.48/2.97/3.42 亿元、绝缘材料实现营收 1.80/2.07/2.32 亿元

表 2：主营业务拆分（百万元，%）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>					
收入	2284.08	3619.69	3260.16	4143.18	5083.93
YoY	12.75%	58.47%	-9.93%	27.09%	22.71%
毛利率	18.92%	16.51%	15.05%	15.23%	16.95%
<b>覆铜板</b>					
营收	1503.77	2693.13	2208.37	2870.88	3588.60
YoY	6.86%	79.09%	-18%	30%	25%
毛利率	15.48%	15.60%	12.8%	13.0%	15.0%
<b>交通物流用复合材料</b>					
营收	219.14	333.1	383.07	478.83	574.60
YOY	-14.39%	52.00%	15%	25%	20%
毛利率	22.17%	15.50%	16.00%	16.3%	17.0%
<b>导热材料</b>					
营收	239.9	221.24	247.79	297.35	341.95
YoY	51.58%	-7.78%	12%	20%	15%
毛利率	20.76%	16.00%	18.0%	18.5%	20.0%
<b>绝缘材料</b>					
营收	173.6	171.44	180.01	207.01	231.86
YoY	29.03%	-1.24%	5%	15%	12%
毛利率	41.51%	25.22%	30.0%	31.0%	35.0%

资料来源：Wind，德邦研究所测算

表 3：可比公司估值分析（采用 2022/1/11 收盘价）

公司名称	收盘价(元)	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE (X)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
南亚新材	20.90	49.0631	2.18	3.53	3.40	22.56	13.90	14.43
明冠新材	52.30	105.28	2.07	5.02	7.50	50.95	20.99	14.03
生益科技	15.06	350.51	18.60	24.22	29.74	18.84	14.47	11.79
平均						30.78	16.45	13.42
华正新材	23.57	33.48	0.73	1.43	2.68	45.89	23.39	12.49

资料来源：Wind，德邦研究所

注：南亚新材、明冠新材、生益科技 2022、2023、2024 年归母净利润为 Wind 一致预期

投资建议：

公司覆铜板业务通过扩产有望进一步提升市场份额，产品高端化仍有较

大空间，2023 年有望重回增长轨道。铝塑膜扩产项目顺利，有望充分受益新能源动力电池出货量增长。我们预计公司 2022/2023/2024 年实现收入 32.6/41.4/50.8 亿元，实现归母净利润 0.73/1.43/2.68 亿元，以 1 月 11 日市值对应 PE 分别为 46X /23X /12X。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

## 5. 风险提示

下游需求不及预期、原材料大幅涨价风险、扩产进度不及预期

## 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	1.68	0.51	1.01	1.89
每股净资产	11.68	11.90	12.45	13.79
每股经营现金流	1.94	2.11	2.87	3.47
每股股利	0.50	0.30	0.45	0.55
价值评估(倍)				
P/E	24.88	45.89	23.39	12.49
P/B	3.58	1.98	1.89	1.71
P/S	0.92	1.03	0.81	0.66
EV/EBITDA	17.57	16.24	12.44	9.36
股息率%	1.2%	1.3%	1.9%	2.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.5%	15.1%	15.2%	17.0%
净利润率	6.6%	2.2%	3.5%	5.3%
净资产收益率	14.4%	4.3%	8.1%	13.7%
资产回报率	4.7%	1.3%	2.2%	3.4%
投资回报率	9.0%	3.1%	4.6%	6.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	58.5%	-9.9%	27.1%	22.7%
EBIT 增长率	78.8%	-58.6%	72.5%	68.7%
净利润增长率	90.2%	-69.4%	96.2%	87.3%
偿债能力指标				
资产负债率	67.2%	69.3%	72.9%	74.7%
流动比率	1.0	0.8	0.8	0.8
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7
现金比率	0.2	0.1	0.1	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	137.3	139.2	138.3	138.7
存货周转天数	49.2	52.1	50.6	51.4
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7
固定资产周转率	3.1	1.7	1.8	1.8

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	238	73	143	268
少数股东损益	2	0	1	2
非现金支出	58	204	241	301
非经营收益	45	63	104	127
营运资金变动	-67	-40	-81	-205
经营活动现金流	275	300	408	493
资产	-1,128	-867	-724	-871
投资	0	-3	-1	-20
其他	197	9	26	27
投资活动现金流	-931	-861	-699	-864
债权募资	671	599	511	606
股权募资	0	0	0	0
其他	-10	-146	-162	-218
融资活动现金流	661	454	349	387
现金净流量	3	-107	57	16

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 11 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,620	3,260	4,143	5,084
营业成本	3,022	2,769	3,512	4,222
毛利率%	16.5%	15.1%	15.2%	17.0%
营业税金及附加	10	14	17	19
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	78	73	95	107
营业费用率%	2.1%	2.3%	2.3%	2.1%
管理费用	102	98	124	152
管理费用率%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	146	174	169	204
研发费用率%	4.0%	5.3%	4.1%	4.0%
EBIT	316	131	226	381
财务费用	59	75	101	127
财务费用率%	1.6%	2.3%	2.4%	2.5%
资产减值损失	-2	-7	-9	-10
投资收益	6	5	5	10
营业利润	263	81	157	295
营业外收支	-1	-1	-0	-1
利润总额	261	80	157	294
EBITDA	402	319	452	664
所得税	21	6	13	24
有效所得税率%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
少数股东损益	2	0	1	2
归属母公司所有者净利润	238	73	143	268

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	448	341	398	414
应收账款及应收票据	1,388	1,247	1,587	1,949
存货	407	388	478	584
其它流动资产	472	506	579	733
流动资产合计	2,715	2,483	3,042	3,680
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,165	1,873	2,344	2,854
在建工程	722	634	621	659
无形资产	206	280	322	364
非流动资产合计	2,383	3,060	3,538	4,111
资产总计	5,098	5,543	6,580	7,791
短期借款	969	1,332	1,709	2,167
应付票据及应付账款	1,651	1,478	1,897	2,267
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	218	229	248	292
流动负债合计	2,838	3,039	3,855	4,726
长期借款	501	751	881	1,031
其它长期负债	88	52	63	60
非流动负债合计	588	802	943	1,091
负债总计	3,427	3,841	4,798	5,817
实收资本	142	142	142	142
普通股股东权益	1,659	1,690	1,769	1,959
少数股东权益	11	12	13	15
负债和所有者权益合计	5,098	5,543	6,580	7,791

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈海进，电子行业首席分析师，6年以上电子行业研究经验，曾任职于民生证券、方正证券、中欧基金等，南开大学国际经济研究所硕士。电子行业全领域覆盖。

陈妙杨，电子行业研究助理，上海财经大学金融硕士，覆盖PCB、面板、LED等领域。

## 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
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。
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。