

投资评级 优于大市 维持

股票数据

11 月 08 日收盘价(元)	14.15
52 周股价波动(元)	12.44-32.88
总股本/流通 A 股(百万股)	864/856
总市值/流通市值(百万元)	12221/12117

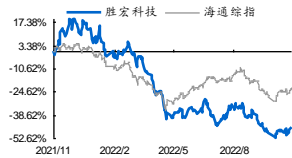
相关研究

《22H1 业绩稳健增长,产品结构升级+优质客户聚焦成效显著》2022.09.07

《汽车电子大客户导入初见成效,高端产品产能持续释放》2022.05.08

《21Q3 营收、利润高成长,定增方案落地》2021.10.27

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.2	-15.3	-20.1
相对涨幅(%)	8.0	-8.4	-10.9

资料来源:海通证券研究所

分析师:郑宏达

Tel:(021)23219392

Email:zhd10834@htsec.com

证书:S0850516050002

分析师:李轩

Tel:(021)23154652

Email:lx12671@htsec.com

证书:S0850519070001

联系人:文灿

Tel:(021)23154401

Email:wc13799@htsec.com

## Q3 业绩承压, 高端产品+优质客户布局驱动长期成长

### 投资要点:

- **事件。**公司发布 2022 年三季报, 22 年前三季度公司实现营收 59.66 亿元(同比+10.78%)、归母净利润 6.40 亿元(同比+2.82%)、归母扣非净利润 6.14 亿元(同比+6.31%), Q3 单季实现营收 19.73 亿元(同比-1.47%, 环比+0.37%)、归母净利润 1.86 亿元(同比-19.56%, 环比-26.39%)、归母扣非净利润 1.76 亿元(同比-23.49%, 环比-27.93%)。
- **或受稼动率影响 Q3 毛利率下滑, 静待消费电子需求拐点。**毛利率的下滑是公司 Q3 净利润同比下滑的主要原因, 22Q3 公司毛利率达 14.86%, 同比-7.48pcts, 我们认为公司毛利率下滑主要与终端消费电子需求疲软导致稼动率下滑相关。
- **汇兑收益增厚公司利润。**22Q3 公司财务费用为-0.62 亿元, 财务费用率为-3.13%, 同比-4.09pcts, 我们认为财务费用率的下滑主要受益于汇兑收益。
- **高端产品、优质客户布局深化。**公司积极拓展新能源汽车、高端服务器、基站通讯、元宇宙类、新能源产品, 提升高端产品在公司的份额及市场占有率; 海内外优质客户收入贡献持续提升, 其中在汽车电子领域, 公司配合国际知名新能源汽车客户布局自动驾驶领域, 导入车载 HDI 类核心产品。
- **股权激励及员工持股计划彰显信心。**公司公告 2022 年限制性股票激励计划草案及 2022 年员工持股计划。限制性股票激励计划方面, 公司拟向 830 名公司董事、高管、中层管理人员、核心技术(业务)骨干授予 2558.85 万股, 约占公司股本总额的 2.96%, 授予价格为 11.95 元/股, 业绩考核的条件为以 2021 年为基数, 基准增长率为 22-24 年营收或净利润复合增速为 20%, 目标增长率为 22-24 年营收或净利润复合增速为 30%; 员工持股计划面向公司及下属子公司核心骨干员工, 第一期、第二期员工持股计划参与对象分别不超过 29 人、843 人, 若按照 7 月 29 日收盘价计算, 通过本计划持有股票分别不超过公司股本总额比例的 0.99%、0.37%。
- **盈利预测。**我们认为公司长期成长将持续受益于公司在 HDI、高端多层板、IC 载板高端产品领域的产能扩张及释放, 及优质客户的布局深化, 叠加终端车载、服务器等领域高景气度带动的行业需求。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别 81.75/98.10/117.72 亿元, 2022-2024 年归母净利润分别为 8.63/10.29/13.48 亿元, 对应 EPS 分别为 1.00/1.19/1.56 元/每股, 考虑到可比公司估值水平, 采用 PE 估值法, 给予 23 年 PE 估值区间 14-17x, 对应合理价值区间 16.66-20.23 元, 维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**产能投放不及预期的风险, 消费电子需求复苏不及预期的风险。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5600	7432	8175	9810	11772
(+/-)YoY(%)	44.1%	32.7%	10.0%	20.0%	20.0%
净利润(百万元)	519	670	863	1029	1348
(+/-)YoY(%)	12.1%	29.2%	28.8%	19.2%	31.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.60	0.78	1.00	1.19	1.56
毛利率(%)	23.7%	20.4%	18.0%	20.0%	22.0%
净资产收益率(%)	13.9%	10.7%	12.1%	12.6%	14.2%

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 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002938.SZ	鹏鼎控股	1.43	2.02	2.25	21.73	15.38	13.78
002916.SZ	深南电路	2.89	3.44	4.23	27.02	22.67	18.42
002463.SZ	沪电股份	0.56	0.67	0.88	22.92	19.24	14.59
	均值				23.83	19.10	15.60
300476.SZ	胜宏科技	0.78	1.00	1.19	18.47	14.35	12.03

注：收盘价为 2022 年 11 月 7 日价格，可比公司数据为 wind 一致预期，胜宏科技 2022、2023 年数据为海通证券预测值；  
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	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>7432</b>	<b>8175</b>	<b>9810</b>	<b>11772</b>
每股收益	0.78	1.00	1.19	1.56	营业成本	5918	6704	7848	9182
每股净资产	7.26	8.26	9.45	11.01	毛利率%	20.4%	18.0%	20.0%	22.0%
每股经营现金流	0.92	1.99	1.64	2.18	营业税金及附加	28	31	37	45
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	121	172	196	235
P/E	18.23	14.16	11.88	9.07	营业费用率%	1.6%	2.1%	2.0%	2.0%
P/B	1.95	1.71	1.50	1.29	管理费用	227	252	324	337
P/S	1.64	1.49	1.25	1.04	管理费用率%	3.0%	3.1%	3.3%	2.9%
EV/EBITDA	21.69	10.33	8.23	5.72	EBIT	845	804	1026	1518
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	120	-145	-105	37
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.6%	-1.8%	-1.1%	0.3%
毛利率	20.4%	18.0%	20.0%	22.0%	资产减值损失	-24	0	0	0
净利润率	9.0%	10.6%	10.5%	11.4%	投资收益	34	30	0	0
净资产收益率	10.7%	12.1%	12.6%	14.2%	<b>营业利润</b>	<b>739</b>	<b>954</b>	<b>1132</b>	<b>1483</b>
资产回报率	5.0%	6.2%	6.6%	7.8%	营业外收支	-2	-5	-1	-1
投资回报率	8.8%	8.2%	9.6%	13.3%	<b>利润总额</b>	<b>737</b>	<b>949</b>	<b>1131</b>	<b>1482</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1293	1303	1582	2138
营业收入增长率	32.7%	10.0%	20.0%	20.0%	所得税	67	86	102	134
EBIT 增长率	16.1%	-4.9%	27.7%	48.0%	有效所得税率%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润增长率	29.2%	28.8%	19.2%	31.0%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>670</b>	<b>863</b>	<b>1029</b>	<b>1348</b>
资产负债率	53.4%	49.0%	47.9%	45.3%					
流动比率	0.95	1.02	1.10	1.21	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	0.70	0.80	0.84	0.93	货币资金	579	500	750	891
现金比率	0.09	0.08	0.11	0.12	应收账款及应收票据	3162	3484	4085	4902
<b>经营效率指标</b>					存货	1515	1286	1720	2013
应收账款周转天数	135.74	133.00	133.00	133.00	其它流动资产	647	835	854	877
存货周转天数	93.43	70.00	80.00	80.00	流动资产合计	5903	6105	7409	8683
总资产周转率	0.55	0.58	0.63	0.68	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.26	1.32	1.49	1.69	固定资产	5900	6215	6565	6953
					在建工程	223	178	142	114
					无形资产	170	206	251	307
					非流动资产合计	7558	7892	8263	8693
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>13461</b>	<b>13997</b>	<b>15673</b>	<b>17376</b>
净利润	670	863	1029	1348	短期借款	1295	631	549	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	4248	4702	5504	6440
非现金支出	500	419	556	620	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	42	55	58	41	其它流动负债	656	634	660	729
营运资金变动	-420	381	-226	-128	流动负债合计	6199	5967	6714	7170
<b>经营活动现金流</b>	<b>793</b>	<b>1719</b>	<b>1417</b>	<b>1881</b>	长期借款	909	819	719	619
资产	-1524	-808	-916	-1037	其它长期负债	84	78	78	78
投资	0	-169	0	0	非流动负债合计	993	897	797	697
其他	-1187	16	-13	-13	<b>负债总计</b>	<b>7192</b>	<b>6864</b>	<b>7510</b>	<b>7866</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2710</b>	<b>-961</b>	<b>-929</b>	<b>-1050</b>	实收资本	864	864	864	864
债权募资	295	-760	-181	-649	归属于母公司所有者权益	6270	7133	8162	9510
股权募资	1988	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-262	-77	-57	-40	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>13461</b>	<b>13997</b>	<b>15673</b>	<b>17376</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>2021</b>	<b>-837</b>	<b>-239</b>	<b>-689</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>99</b>	<b>-79</b>	<b>250</b>	<b>141</b>					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 08 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  
李轩 电子行业

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,易华录,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,浪潮国际,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,晶赛科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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;	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。