

明阳电路（300739）2022年中报点评

产能释放提升业绩，全球布局锁定优势

2022年09月05日

【投资要点】

- ◆ **客户拓展叠加产能释放拉升业绩水平。**公司发布半年报，2022年H1公司实现营业收入10.55亿元，同比增长37.50%，主要得益于公司新客户拓展带来的订单增加以及九江募投项目产能的释放；公司实现归母净利润0.91亿元，同比增长122.85%，公司通过持续的成本费用控制以及高效管理，使业绩克服疫情反复、国际紧张局势等不利因素影响，实现逆势高增。
- ◆ **汇兑收益降低期间费用率，研发投入持续加大。**2022年H1公司毛利率为23.04%，同比下滑1.05pct，在上半行情势不稳定的局势下，公司毛利率较平稳。从费用端来看，2022年H1公司期间费用率为12.14%，同比下降6.99pct，其中财务费用为-0.03亿元，同比减少0.17亿元，公司外销占比超过90%，汇率波动对费用率的影响较大；研发费用达到0.44亿元，同比增长32.73%，公司持续加大在高多层PCB板、HDI板、刚挠结合板、挠性线路板、金属基板、厚铜板、Mini Led PCB、半导体引线框架及载板等产品领域的研发投入。
- ◆ **全球化布局强化竞争优势。**公司先后在深圳、九江、德国、珠海等地建立生产制造基地，并在美国和德国建立销售平台，销售区域涵盖欧洲、美洲及东南亚的多个国家及地区，经过市场开拓，公司目前已与Flextronics（伟创力）、Jabil（捷普）、ENICS（艾尼克斯）、Plexus（贝莱胜）、ICAPE（艾佳普）、Würth（伍尔特）、Prodrive、Extron、Lam Research（拉姆研究）、Arris、安捷伦、高通、Darktronics（达科）、BMK、JCI（江森自控）等全球知名企业建立良好的合作关系。在生产基地和销售平台布局的基础上，公司也通过投资方式进行新兴领域战略优化，2022年3月，公司与华登国际以及其他欧洲产业投资人共同投资SAX-Power GmbH，布局新能源及储能等领域；2022年6月，公司通过全资子公司香港明阳投资法国知名PCB贸易商Icape Holding，目前该司已于泛欧证券交易所上市；2022年下半年，公司将持续关注储能、半导体、新一代信息技术、新材料、智能制造等新兴产业领域，强化产业协同优势。
- ◆ **募投项目进展顺利，带来增量空间。**九江明阳年产36万平方米高频高速印制电路板项目预计于2023年6月20日达到预定可使用状态，本项目产能的释放将优化公司高端产品结构，提升公司高端市场竞争力。今年8月，公司决定向珠海明阳增资1.2亿元，本次增资也是公司经营决策上的布局，将在一定程度上提升公司的业务实力。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

联系人：夏嘉鑫

电话：021-23586316

联系人：刘琦

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	4316.87
流通市值（百万元）	4245.72
52周最高/最低（元）	23.70/12.02
52周最高/最低（PE）	62.76/26.45
52周最高/最低（PB）	4.59/2.17
52周涨幅（%）	-9.79
52周换手率（%）	438.25

相关研究

【投资建议】

- ◆ 得益于公司新客户拓展带来的订单增加以及九江募投项目产能的释放，上半年公司业绩实现逆势高增，营收同比增长 37.50%，归母净利润同比增长 122.85%；公司注重全球化布局以及新兴领域的拓展，与华登国际以及其他欧洲产业投资人共同投资 SAX-Power GmbH，布局新能源及储能等领域；就扩产情况，九江明阳年产 36 万平方米高频高速印制电路板项目预计于 2023 年 6 月 20 日达到预定可使用状态，将为公司发展注入长期增长活力，我们预计公司 2022/2023/2024 年营业收入分别为 26.47/37.40/52.45 亿元，预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 2.19/3.25/4.28 亿元，EPS 分别为 0.74/1.10/1.45 元，对应 PE 分别为 21/14/11 倍，给予“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1854.09	2647.27	3739.53	5244.69
增长率(%)	43.60%	42.78%	41.26%	40.25%
EBITDA（百万元）	220.89	350.76	462.32	559.22
归属母公司净利润（百万元）	109.64	218.78	324.54	428.18
增长率(%)	-17.56%	99.53%	48.34%	31.93%
EPS(元/股)	0.38	0.74	1.10	1.45
市盈率 (P/E)	50.82	20.67	13.94	10.56
市净率 (P/B)	3.27	2.36	1.99	1.65
EV/EBITDA	27.09	13.58	9.53	7.58

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 疫情反复的影响；
- ◆ 下游需求不及预期；
- ◆ 客户拓展不及预期；
- ◆ 原材料价格上涨风险。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1826.78	1965.58	3012.24	3705.17
货币资金	266.35	366.01	773.47	992.80
应收及预付	424.40	571.26	835.87	1137.64
存货	347.53	360.51	638.77	756.76
其他流动资产	788.51	667.80	764.14	817.97
非流动资产	1416.28	1512.74	1600.21	1678.67
长期股权投资	0.46	0.46	0.46	0.46
固定资产	1039.10	1087.56	1127.02	1157.49
在建工程	146.42	176.42	206.42	236.42
无形资产	82.54	100.54	118.54	136.54
其他长期资产	147.78	147.78	147.78	147.78
资产总计	3243.06	3478.33	4612.45	5383.84
流动负债	1031.30	1092.59	1867.49	2176.13
短期借款	158.99	208.99	258.99	308.99
应付及预收	767.10	717.50	1377.76	1548.34
其他流动负债	105.21	166.10	230.75	318.80
非流动负债	471.06	471.06	471.06	471.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	372.79	372.79	372.79	372.79
其他非流动负债	98.27	98.27	98.27	98.27
负债合计	1502.35	1563.64	2338.55	2647.19
实收资本	294.76	294.76	294.76	294.76
资本公积	987.39	987.39	987.39	987.39
留存收益	425.92	600.12	959.66	1422.84
归属母公司股东权益	1742.34	1916.54	2276.08	2739.26
少数股东权益	-1.63	-1.85	-2.18	-2.60
负债和股东权益	3243.06	3478.33	4612.45	5383.84

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1854.09	2647.27	3739.53	5244.69
营业成本	1454.81	2055.60	2901.13	4051.53
税金及附加	8.58	13.24	18.70	31.47
销售费用	51.34	79.42	112.19	209.79
管理费用	120.93	172.07	243.07	340.91
研发费用	71.99	105.89	149.58	209.79
财务费用	31.87	2.03	2.04	-4.11
资产减值损失	-30.86	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动收益	2.66	0.00	0.00	0.00
投资净收益	28.31	39.71	56.09	78.67
资产处置收益	-0.41	-0.53	-0.75	-1.05
其他收益	12.56	21.18	29.92	31.47
营业利润	117.10	244.37	363.09	479.42
营业外收入	1.46	1.50	1.50	1.50
营业外支出	0.24	0.30	0.30	0.30
利润总额	118.33	245.57	364.29	480.62
所得税	11.09	27.01	40.07	52.87
净利润	107.24	218.56	324.22	427.75
少数股东损益	-2.41	-0.22	-0.32	-0.43
归属母公司净利润	109.64	218.78	324.54	428.18
EBITDA	220.89	350.76	462.32	559.22

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	87.39	196.23	560.27	351.87
净利润	107.24	218.56	324.22	427.75
折旧摊销	101.96	103.54	112.54	121.54
营运资金变动	-153.87	-127.85	135.70	-164.95
其它	32.06	1.98	-12.19	-32.46
投资活动现金流	-758.76	-59.62	-193.45	-171.18
资本支出	-434.47	-199.33	-199.55	-199.85
投资变动	-351.37	100.00	-50.00	-50.00
其他	27.08	39.71	56.09	78.67
筹资活动现金流	-90.76	-36.94	40.64	38.64
银行借款	236.65	50.00	50.00	50.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-327.41	-86.94	-9.36	-11.36
现金净增加额	-768.45	99.66	407.45	219.34
期初现金余额	1021.63	253.18	352.84	760.30
期末现金余额	253.18	352.84	760.30	979.63

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	43.60%	42.78%	41.26%	40.25%
营业利润增长	-21.42%	108.68%	48.58%	32.04%
归属母公司净利润增长	-17.56%	99.53%	48.34%	31.93%
获利能力 (%)				
毛利率	21.54%	22.35%	22.42%	22.75%
净利率	5.78%	8.26%	8.67%	8.16%
ROE	6.29%	11.42%	14.26%	15.63%
ROIC	4.69%	8.72%	10.62%	11.31%
偿债能力				
资产负债率 (%)	46.33%	44.95%	50.70%	49.17%
净负债比率	16.75%	12.64%	-	-
流动比率	1.77	1.80	1.61	1.70
速动比率	1.41	1.45	1.26	1.34
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.76	0.81	0.97
应收账款周转率	4.47	4.76	4.59	4.73
存货周转率	5.34	7.34	5.85	6.93
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.74	1.10	1.45
每股经营现金流	0.30	0.67	1.90	1.19
每股净资产	5.91	6.50	7.72	9.30
估值比率				
P/E	50.82	20.67	13.94	10.56
P/B	3.27	2.36	1.99	1.65
EV/EBITDA	27.09	13.58	9.53	7.58

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。