

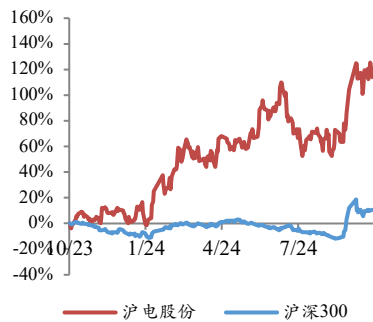
沪电股份：Q3 营收稳健增长，扩产体现 AI 未来需求信心

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-28

收盘价（元）	41.99
近 12 个月最高/最低（元）	46.86/19.14
总股本（百万股）	1915.16
流通股本（百万股）	1912.88
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	804.3
流通市值（亿元）	803.8

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：李元晨

执业证书号：S0010524070001

邮箱：liyc@hazq.com

主要观点：

● 事件：公司发布三季报

公司 2024 年第三季度实现营业收入 35.87 亿元，同比增长 54.67%；前三季度实现营业收入 90.11 亿元，同比增长 48.15%。利润方面，公司 2024 年第三季度实现扣非归母净利润 6.95 亿元，同比增长 60.28%；前三季度实现扣非归母净利润 18.06 亿元，同比增长 105.8%。公司营业收入的提升主要系前三季度订单良好，销售同比增加。公司的核心产品印制电路板的主要终端应用为企业通讯市场和汽车应用市场。2024 年 H1 分别占比营业收入的 73.81% 和 22.09%。

● 公司新建人工智能芯片配套 PCB 扩产，彰显公司对未来 AI 行业信心

公司根据 PCB 市场发展趋势，积极拥抱 AI 发展浪潮，决定扩产高层高密度互连积层板，以满足高速运算服务器、人工智能等新兴计算场景对高端印制电路板的中长期需求。本项目分两阶段实施，投资总和预计 43 亿元人民币。

- 1) 第一阶段投资总额约 26.8 亿元人民币；年产约 18 万平方米高层高密度互连积层板；第一阶段实施完成后，预估新增年营业收入约为 30 亿元人民币，净利润约为 4.7 亿元人民币。
- 2) 第二阶段投资总额约 16.2 亿元人民币；年产约 11 万平方米高层高密度互连积层板；第二阶段实施完成后，预估新增年营业收入约为 18 亿元人民币，净利润约为 2.85 亿元人民币。

● AI 芯片需求强劲，芯片持续迭代带动 PCB 领域需求

根据 Omdia 的数据显示，目前用于云计算和数据中心人工智能的 GPU 和其他加速芯片的高速增长最终会放缓，但在改变整个行业之前不会放缓。市场规模已从 2022 年的不到 100 亿美元增长到 2024 年的 780 亿美元，Omdia 预计到 2029 年，市场规模将最终达到 1510 亿美元。服务器 PCB 产品需要与服务器芯片保持同步代际更迭，产品生命周期一般在 3-5 年，成熟期一般在 2-3 年。随各世代芯片平台在信号传输速率、数据传输损耗、布线密度等方面要求提升，服务器 PCB 产品也需要相应升级。根据广合科技的招股书显示，不同的服务器芯片，不同的产品架构，对应的 PCB 的层数不同，对应的板厚和厚径比均随着芯片的不同和迭代有相应的变化。

● 汽车电动化和智能化不断促进 PCB 行业需求

车用 PCB 产值成长主力来自电动车渗透率提升，纯电动车（BEV）每车平均 PCB 价值约为传统燃油车的 5~6 倍，其中车内 PCB 价值含量最高者为电控系统，约占整车 PCB 价值的一半，而电控系统中的 BMS（Battery Management System，电池管理系统）目前主要采用线束连接。在电动车轻量化趋势下，未来将逐步采用 FPC（Flexible Printed Circuit，软性印刷电路板），将进一步增加电控系统的 PCB 价值含量。

随自动驾驶等级和渗透率持续提升，平均每车配备镜头及雷达等电子产品数量也将不断增加，目前车用 PCB 以 4~8 层板为主，而自驾系统多采单价较高的 HDI 板 (High Density Interconnect)，其价格约为 4~8 层板的 3 倍，L3 以上自驾系统配备的 LIDAR (Light Detection and Ranging, 光达) 所采用的 HDI 价格可达数十美元，亦为未来车用 PCB 产值增量的主要来源。

● **投资建议**

公司的核心产品印制电路板的主要终端应用为企业通讯市场和汽车应用市场。2024 年 H1 分别占比营业收入的 73.81% 和 22.09%。

我们预计企业通讯市场公司印制电路板的营业收入 2024E-2026E 年分别为 86.28 亿元，112.91 亿元，132.47 亿元，分别同比增长 47%，31% 和 17%。

汽车应用市场印制电路板的营业收入 2024E-2026E 分别为 24 亿元，25.2 亿元，30 亿元，分别同比增长 11%，5% 和 19%。

我们预计公司 PCB 市场收入总体 2024E-2026E 分别为 115 亿元，144 亿元和 168 亿元。总体公司营收 2024E-2026E 分别为 118 亿元，147 亿元和 171 亿元。

从公司目前毛利率看，企业通讯市场用印制电路板毛利率持续提升从 2015 年的 10.10%，提升至 2024 年上半年的 41.59%，主要系核心 AI 客户保持较高的行业景气度和增速。我们认为沪电股份是 AI 算力时代，服务器中 PCB 重要供应商，考虑公司产品盈利能力较强，且营收持续稳健增长，同时公司持续扩大服务器应用产能。维持买入评级。

● **风险提示**

AI 需求不及预期，公司研发不及预期，PCB 行业竞争激烈，PCB 核心上游材料成本高企。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8938	11828	14711	17147
收入同比 (%)	7.2%	32.3%	24.4%	16.6%
归属母公司净利润	1513	2479	3311	3944
净利润同比 (%)	11.1%	63.9%	33.6%	19.1%
毛利率 (%)	31.2%	36.1%	37.3%	37.5%
ROE (%)	15.5%	21.6%	22.4%	21.0%
每股收益 (元)	0.79	1.29	1.73	2.06
P/E	27.84	32.44	24.28	20.39
P/B	4.31	7.00	5.43	4.29
EV/EBITDA	20.35	25.13	18.70	15.36

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7841	10545	14773	19608	营业收入	8938	11828	14711	17147
现金	2098	2267	4860	8330	营业成本	6152	7563	9219	10717
应收账款	2687	3296	4106	4793	营业税金及附加	66	89	118	137
其他应收款	23	33	41	48	销售费用	280	355	456	532
预付账款	16	15	18	21	管理费用	196	237	309	360
存货	1749	2001	2361	2677	财务费用	-68	-34	-37	-88
其他流动资产	1267	2934	3387	3739	资产减值损失	-163	-140	-135	-130
非流动资产	8195	9213	9454	9629	公允价值变动收益	1	-30	45	50
长期投资	49	64	79	94	投资净收益	19	30	44	51
固定资产	3689	3743	3776	3790	营业利润	1706	2862	3823	4554
无形资产	375	465	505	545	营业外收入	6	7	7	7
其他非流动资产	4081	4942	5094	5201	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	16035	19758	24227	29237	利润总额	1705	2862	3823	4553
流动负债	5023	6987	8120	9157	所得税	216	358	478	569
短期借款	1434	1584	1734	1884	净利润	1490	2504	3345	3984
应付账款	2250	3151	3841	4465	少数股东损益	-23	25	33	40
其他流动负债	1339	2251	2544	2807	归属母公司净利润	1513	2479	3311	3944
非流动负债	1175	1204	1194	1184	EBITDA	2100	3244	4227	4932
长期借款	846	836	826	816	EPS (元)	0.79	1.29	1.73	2.06
其他非流动负债	329	368	368	368					
负债合计	6198	8191	9314	10341					
少数股东权益	53	78	111	151					
股本	1909	1914	1914	1914					
资本公积	557	660	660	660					
留存收益	7319	8916	12227	16171					
归属母公司股东权益	9785	11490	14801	18746					
负债和股东权益	16035	19758	24227	29237					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	2243	2742	3162	3987	成长能力				
净利润	1490	2504	3345	3984	营业收入	7.2%	32.3%	24.4%	16.6%
折旧摊销	419	417	442	467	营业利润	8.5%	67.8%	33.6%	19.1%
财务费用	3	8	8	9	归属于母公司净利润	11.1%	63.9%	33.6%	19.1%
投资损失	-22	-30	-44	-51	获利能力				
营运资金变动	167	-260	-692	-518	毛利率 (%)	31.2%	36.1%	37.3%	37.5%
其他经营现金流	1510	2868	4139	4598	净利率 (%)	16.9%	21.0%	22.5%	23.0%
投资活动现金流	-1870	-2559	-700	-647	ROE (%)	15.5%	21.6%	22.4%	21.0%
资本支出	-798	-762	-673	-626	ROIC (%)	11.8%	16.6%	18.0%	17.3%
长期投资	-95	-65	-65	-65	偿债能力				
其他投资现金流	-977	-1731	37	44	资产负债率 (%)	38.7%	41.5%	38.4%	35.4%
筹资活动现金流	428	-69	132	131	净负债比率 (%)	63.0%	70.8%	62.5%	54.7%
短期借款	29	150	150	150	流动比率	1.56	1.51	1.82	2.14
长期借款	769	-10	-10	-10	速动比率	0.97	0.82	1.13	1.46
普通股增加	12	5	0	0	营运能力				
资本公积增加	201	103	0	0	总资产周转率	0.63	0.66	0.67	0.64
其他筹资现金流	-581	-317	-8	-9	应收账款周转率	3.63	3.95	3.97	3.85
现金净增加额	816	169	2593	3471	应付账款周转率	3.22	2.80	2.64	2.58

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 陈耀波, 华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士, 有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管, 博时基金投资部等, 具有 8 年买方投研经验。

李元晨(执业证书号: S0010524070001): 墨尔本大学会计和金融学本科, 悉尼大学数据分析和金融学硕士。2022 年加入华安证券研究所, 目前重点覆盖 MEMS 和传感器、AI 芯片、代工及封装测试等板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。