

样板小批量板领军企业，募投项目打破产能瓶颈

——强达电路（301628.SZ）首次覆盖报告

报告要点：

● **深耕行业多年，国内 PCB 行业领军企业。**强达电路深耕 PCB 行业二十年，专注于中高端样板和小批量的 PCB 企业，产品主要包括高多层板、HDI 板、厚铜板等特殊工艺或特殊材料的中高端 PCB 产品，广泛应用于工业控制、通信设备、汽车电子和消费电子等领域

● **下游应用多点开花，新兴领域驱动行业成长。**1) 2023 年，全球 PCB 产值下滑约 15%，经过几个季度的去库存，逐步进入稳健复苏阶段，叠加 AI PC、AI 服务器、AI phone 等新兴应用的崛起，PCB 行业逐步进入复苏阶段。2) 2023 年中国样板和小批量板占中国全部内资 PCB 总产值的比重提升 1.02 pct，根据全球样板和小批量 15%-20% 的比重，未来随着电子产品向多样化和高端化，叠加中高端 PCB 产能向中国转移，我们预计中国样板和小批量板的比重将逐步向全球水平靠拢。3) 工业控制为公司产品主要的应用领域，2023 年营收贡献比重达到 63.46%。我们认为工业行业已经处于去库存尾声，预计 24H2 将有望进入回暖阶段，带动相关 PCB 用量需求。4) 通信行业和消费电子为公司另外的重要应用领域，2023 年占公司营收比重为 15%和 10%。到 2025 年中国仍需建设 26.3 万座 5G 基站，及 AI 带动的手机和 PC 的换机潮，将持续带动相关 PCB 的需求。

● **技术优势切入众多优质客户，扩产优化产品结构。**公司 PCB 主要制程达到行业主流水平，产品最高可达 50 层，处于行业头部水平。公司覆盖华兴源创、大富科技、Fineline、ICAPE、Wurth 等优质客户。此外，公司通过 IPO 募集资金 5.31 亿元，用于建设南通工厂，预计总产能约 96 万平方米，其中多层板 72 万平方米、HDI 板 24 万平方米。同时，2022 年启动的江西工厂二期项目预计在 2024 年投产，预计产能约 29 万平方米。南通工厂和江西二期全部达产后，公司总产能可达到约 175 万平方米。

● 投资建议与盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 7.85/8.79/10.09 亿元，归母净利润为 1.02/1.14/1.29 亿元，对应 EPS 为 1.36/1.52/1.71 元/股，考虑到公司为国内样板和小批量板的领军企业，公司样板产品制程达到极限指标，凭借技术优势切入众多优质客户产业链，叠加募投项目和江西工厂二期产能释放，将打破产能瓶颈。首次覆盖，给予“持有”评级。

● 风险提示

上行风险：公司产能加速爬坡，原材料价格下滑，下游需求加速回暖

下行风险：募投项目进度不及预期，原材料价格上涨，下游需求波动

附表：盈利预测

财务数据和估值	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	713.21	784.79	878.97	1008.70
收入同比 (%)	-2.44%	10.04	12.00	14.76
归母净利润(百万元)	91.06	102.16	114.41	129.00
归母净利润同比(%)	0.18	12.19	11.99	12.75
ROE (%)	17.84	9.57	9.68	9.84
每股收益 (元)	1.61	1.36	1.52	1.71
市盈率(P/E)	61.61	73.19	65.35	57.96

资料来源：Wind，国元证券研究所 注：股价为 2024 年 11 月 19 日收盘价

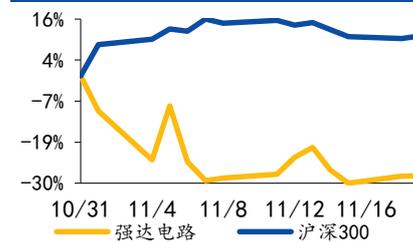
持有|首次评级

当前价：99.20 元

基本数据

发行价 (元):	28.18
A 股流通股 (百万股):	18.84
A 股总股本 (百万股):	75.38
流通市值 (百万元):	1869.32
总市值 (百万元):	7477.28

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师	彭琦
执业证书编号	S0020523120001
电话	021-51097188
邮箱	pengqi@gyzq.com.cn

目 录

1.国内 PCB 样板、小批量板领军企业，产品结构优化盈利能力提升	4
1.1 深耕行业多年，产品种类齐全.....	4
1.2 需求回暖业绩修复，产品结构优化提高盈利能力	6
2.下游应用多点开花，新兴领域驱动成长	7
2.1 PCB 行业稳中向好，样板、小批量板占比持续提升.....	7
2.1 下游应用多点开花，PCB 行业进入稳定增长期.....	9
3.技术优势覆盖众多优质客户，扩产优化产品结构.....	11
3.1 公司产品达到行业主流水平，客户资源丰富.....	11
3.2 募投项目打破产能瓶颈，扩产优化产品结构.....	12
4.盈利预测、估值与投资评级.....	13
4.1 盈利预测假设与业务拆分	13
4.2 估值分析与投资建议	14
5.风险提示.....	15

图表目录

图 1：公司产品应用领域.....	5
图 2：公司发展历程.....	5
图 3：公司营收及增速（百万元）	6
图 4：公司归母净利及增速（百万元）	6
图 5：公司毛利率和净利率	6
图 6：公司分产品毛利率.....	6
图 7：公司 PCB 业务营收结构	7
图 8：公司期间费用率	7
图 9：全球 PCB 产值（亿美元）	7
图 10：中国 PCB 产值（亿美元）	7
图 11：2022 和 2023 年 PCB 下游应用占比.....	8
图 12：2022-2027 年及 2023-2028 年 PCB 各领域 CAGR.....	8
图 13：样板、小批量板和大批量板下游客户终端需求特点.....	8
图 14：中国机床工具行业产值（亿元）	9
图 15：全球工业 PCB 产值（百万美元）	9
图 16：中国 5G 基站累计建设数量（万座）	10
图 17：全球有线和无线基础设施 PCB 产值（百万美元）	10
图 18：全球智能手机销量（百万部）	10
图 19：全球智能手机 PCB 产值（百万美元）	10
图 20：全球 PC 销量（百万台）	11
图 21：全球 PC PCB 产值（百万美元）	11
图 22：中国新能源汽车销量及渗透率（万辆）	11
图 23：全球汽车 PCB 产值（百万美元）	11

图 24: 公司主要客户	12
表 1: 公司主要产品	4
表 2: PCB 样板、小批量板和大批量板对比	8
表 3: 全球样板和小批量板及大批量板产值 (亿元)	9
表 4: 公司与同行业可比公司主要制程能力指标对比	12
表 5: 募集资金总额及运用计划 (百万元)	13
表 6: 公司未来产能 (万平方米)	13
表 7: 公司产品营收结构及毛利率预测 (百万元)	14
表 8: 可比公司 PE 数据对比	14

1.国内 PCB 样板、小批量板领军企业，产品结构优化盈利能力提升

1.1 深耕行业多年，产品种类齐全

公司深耕 PCB 行业二十年，是一家专注于中高端样板和小批量板的 PCB 企业。公司覆盖的客户和行业分布广泛，在众多 PCB 专业客户的合作过程中，形成了大量涵盖特殊工艺或特殊材料的中高端 PCB 工艺制成能力，主要包括高多层板、HDI 板、厚铜板、刚挠结合板、高频板、高速板、金属基板等。

表 1：公司主要产品

产品名称	图例	描述
高多层板		高多层板在 8 层及 8 层以上，产品密度高、体积小，应用于数据容量高、多功能的电子产 品，公司高多层板可达 50 层
HDI 板		采用微盲埋孔技术，高密度、精细导线和微小孔径等特点，公司 HDI 板可分为 1-3 阶互 连，最高可实现 6 阶任意互连
厚铜板		铜厚在 3 盎司以上，可承载大电流和高电压，具备良好的散热性能。公司具备最高可生产 铜厚 30 盎司的超厚铜板工艺能力
刚挠结合板		同时具备刚性板的支撑特性和挠性板的弯曲特性，公司具备生产多品种和复杂结构的多层 刚挠结合板工艺能力
半导体测试板		用于 LED 显示和集成电路等半导体测试的重要治具，公司半导体测试板主要用于半导体 测试设备中的耗材产品
高频板		电磁频率较高的 PCB 产品，通常采用特殊的高频材料。公司毫米波雷达板通常为高多层 77GHz 产品，采用局部薄铜和激光盲孔等难度较高的工艺制造，是汽车 ADAS 的重要电 子元器件
高速板		采用特殊低介电损耗的高速材料制造，以满足高速信号传输和转换的要求。公司高速板产 品通常应用于 5G 通信设备领域，未来 5G 基站及配套设备建设将采用大量高速板产品
金属基板		由金属基材、绝缘介质层和电路层构成的复合 PCB 产品，公司金属基板主要用于通信领 域的功放类产品

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

公司 PCB 产品体系丰富，广泛应用于工业控制、通信设备、汽车电子、消费电子和医疗健康等领域。PCB 是实现工业控制的重要电子元器件，公司产品覆盖 6 层、12 层板；5G 通信设备对高频、高速 PCB 工艺和材料要求更高，通常需要 18 层及 18 层以上的高多层板；PCB 在汽车中的应用广泛，涉及 ADAS、信息娱乐系统、动力系统和其它车身电子系统等；消费电子中的个人电脑、笔记本电脑、手机、可穿戴设备等终端产品对 PCB 也有较大需求。

图 1：公司产品应用领域



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

公司发展历程可分为四个阶段：

- 1、创业阶段：**公司起步定位 PCB 中高端样板市场，抓住国内 PCB 行业早期缺少高端样板产能的市场机遇，凭借专业的生产工艺和服务水平，获得客户认可。
- 2、积累阶段：**公司先后通过华兴源创、大富科技、PCB Connect、Fineline 等境内外客户的审核，并建立长期稳定的合作关系。此外，公司加大研发力度，布局高多层板、HDI、高频板、高速板等产品，公司样板客户逐步衍生出批量板产品需求。
- 3、成长阶段：**公司持续扩大产能，江西工厂和深圳工厂定位明确，深圳工厂定位于中高端样板和部分批量板生产，江西工厂定位于快速交付的批量板产品生产。公司充分发挥两大生产基地的优势，助力公司进入快速成长阶段。
- 4、发展阶段：**随着 PCB 需求增加，叠加公司江西工厂产能利用率稳步提升，公司业绩快速增长。此外，公司南通强达实施年产 96 万平方米多层板的募投项目，建成后，公司高多层板和 HDI 等中高端 PCB 产能将不断提升，为后续业绩增长奠定基础。

图 2：公司发展历程

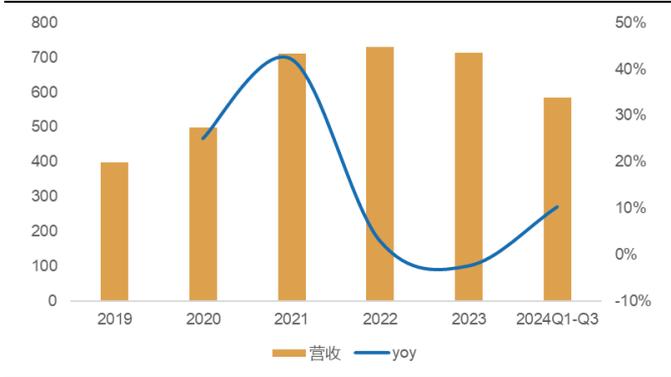


资料来源：公司招股书，国元证券研究所

1.2 需求回暖业绩修复，产品结构优化提高盈利能力

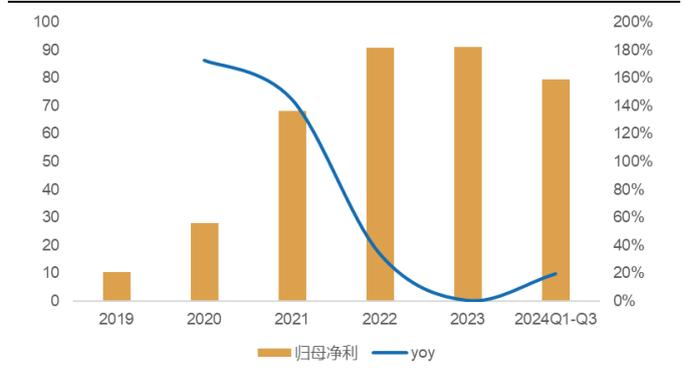
公司营收主营产品为 PCB，2024H1，PCB 业务占公司总营收比重达到 95%。2022 年受需求下滑及竞争加剧，公司营收增速有所放缓；2023 年，市场需求进一步下滑，公司通过调整产品结构，使公司整体销售规模受影响较小；进入 2024 年，下游需求呈现稳健复苏局面，公司业绩在 24Q1-Q3 实现较大幅度修复。

图 3：公司营收及增速（百万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

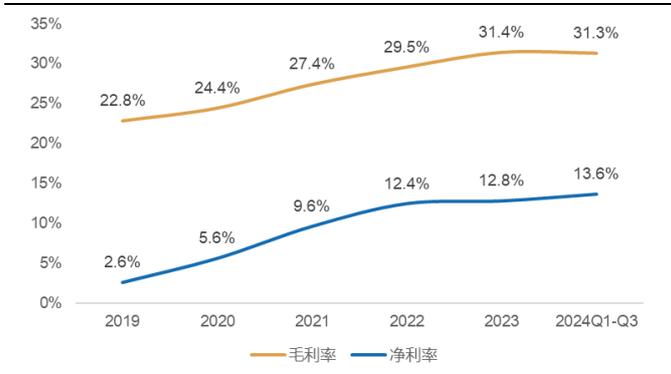
图 4：公司归母净利润及增速（百万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

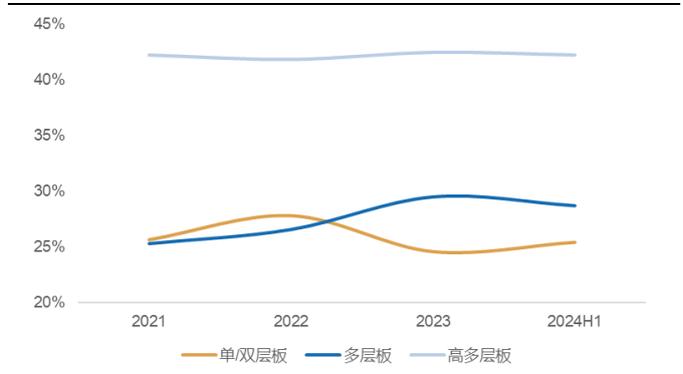
盈利能力方面，公司一方面受美元兑人民币的平均汇率上升，另一方面通过持续优化产品结构，大批量板占比下滑，附加值较高的样板收入比重提升，公司综合毛利率呈稳定增长态势。分产品来看，公司所有产品线呈较稳定态势，多层板前期受原材料价格上涨影响，毛利率低于单/双面板，随着原材料价格的下降，多层板毛利率开始回暖。公司高多层毛利率较高，维持在 43% 水平。

图 5：公司毛利率和净利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

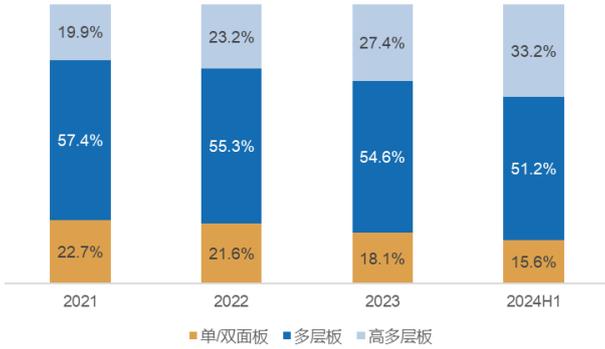
图 6：公司分产品毛利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

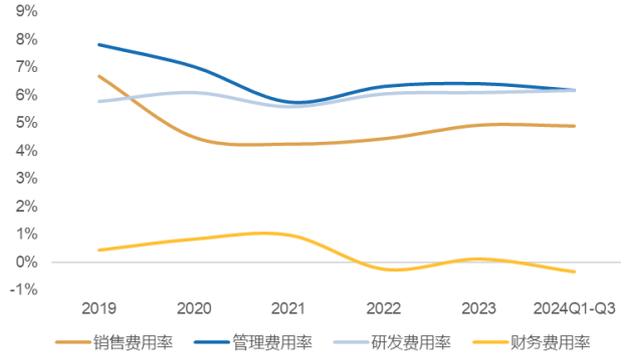
公司产品结构以包括高多层板在内的多层板为主，占 PCB 业务营收比重从 2021 年的 77.31% 提升至 2024H1 的 84.36%，尤其是高多层板的营收占比提升较大，从 2021 年的 19.9% 提升至 2024H1 的 33.2%，且未来随着数据传输速度的提升，对高多层板的需求持续增加，预计公司高多层板的营收比重将进一步提升。

图 7：公司 PCB 业务营收结构



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：公司期间费用率



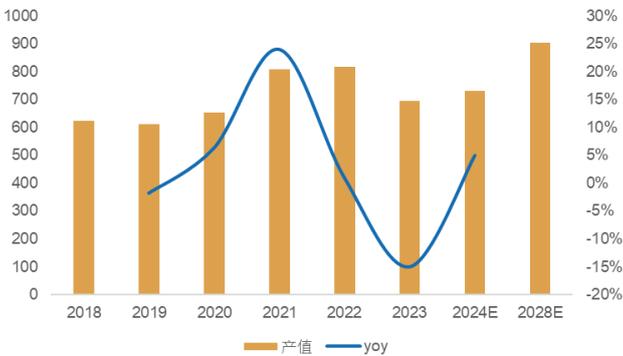
资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 下游应用多点开花，新兴领域驱动成长

2.1 PCB 行业稳中向好，样板、小批量板占比持续提升

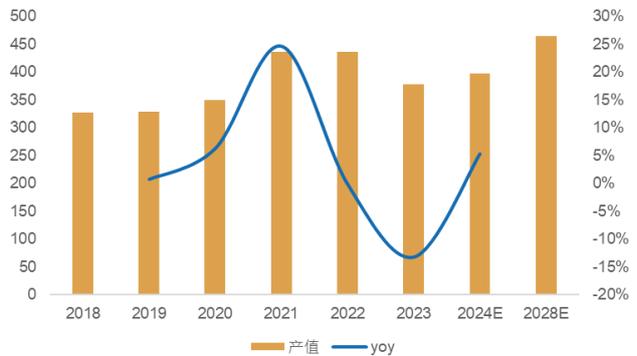
全球 PCB 市场短期周期扰动不改向好基调。据 PrismaMark 数据，2023 年受下游客观需求下行周期影响，全球 PCB 产值下滑约 15%。进入到 2024 年，下游库存逐步出清，逐步进入稳健复苏阶段，叠加 AI PC、AI 服务器、AI phone 等新型领域崛起，带动 PCB 行业进入复苏阶段。

图 9：全球 PCB 产值（亿美元）



资料来源：PrismaMark，沪电股份，中商产业研究院，国元证券研究所

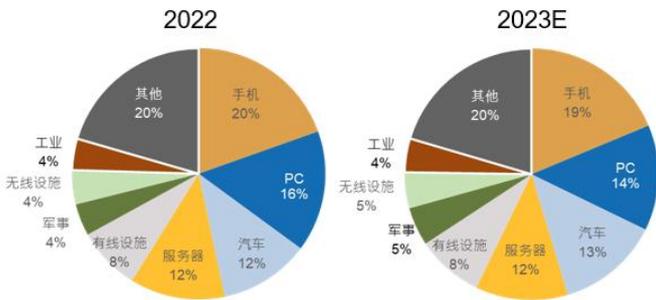
图 10：中国 PCB 产值（亿美元）



资料来源：PrismaMark，沪电股份，中商产业研究院，国元证券研究所

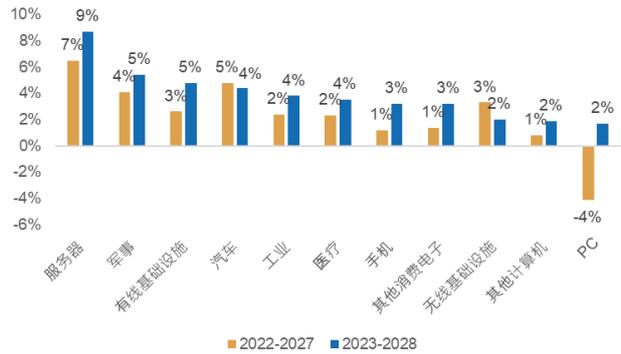
PCB 应用广泛，主要集中在消费电子、汽车和 PC 领域，据 PrismaMark 数据，2023 年消费电子下游需求萎靡，带动相关 PCB 需求下滑。但随着 AI 浪潮的兴起，首先在消费电子领域赋能，预计手机、PC CAGR 从 2022-2027 年的 1%和-4%上调至 2023-2028 年的 3%和 2%，AI 带动的手机、PC 等设备的换机潮，将持续扩大 PCB 用量需求。

图 11: 2022 和 2023 年 PCB 下游应用占比



资料来源: Prisma, 沪电股份, 国元证券研究所

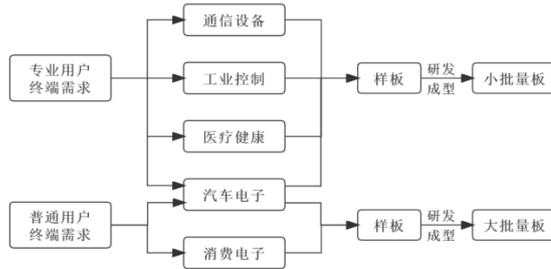
图 12: 2022-2027 年及 2023-2028 年 PCB 各领域 CAGR



资料来源: Prisma, 沪电股份, 国元证券研究所

公司的主要产品为样板和小批量板, 样板需求主要来自客户电子产品的研究、开发和试验等研发阶段, 是批量生产的前置环节, PCB 定型后进入批量板生产环节, 因此样板订单呈现多品种、小批量、快速交付的特征。PCB 批量板可根据订单面积大小分为小批量板和大批量板, 小批量板主要用于通信设备、工业控制、汽车电子等专业用户终端需求, 大批量板主要用于消费电子和部分汽车电子等普通用户终端需求。

图 13: 样板、小批量板和大批量板下游客户终端需求特点



资料来源: 公司招股书, 国元证券研究所

PCB 样板订单面积小于 5 平方米, 具有订单小和品种多的特点, 差异化竞争在于响应速度、制造柔性和服务水平; 小批量板订单面积在 5 至 50 平方米, 主要用于通信设备、工业控制等专业用户终端需求; 大批量板订单面积大于 50 平方米, 公司确保中高端样板和小批量板不受较大影响的情况下, 选择性承接部分有相对优势的大批量板订单。

表 2: PCB 样板、小批量板和大批量板对比

项目	样板	小批量板	大批量板	
订单面积	每单 5 平方米以下	5-50 平方米	50 平方米以上	
客户	客户管理	客户数量众多且分散、行业跨度较大、对快速响应要求高, 一般要求企业的销售、工程师、计划人员技术素质要求较高, 需提供 7x24 小时服务	客户集中度高, 一般不要求快速响应、对成本较为敏感	
	客户需求	研究、开发和试验阶段的专业需求	普通用户应用市场为主	
	议价能力	PCB 厂商议价能力高	PCB 厂商议价能力较高	PCB 厂商议价能力一般
产品	产品型号	品种众多、同种类型产品的规模相对较小, 产品的个性化程度较高	品种较少	
	应用领域	各应用领域研发阶段	通信设备、工业控制、汽车电子和医疗健康等领域为主	消费电子、部分汽车电子等领域为主
	毛利率	高	适当	通常低于小批量板

交付期限	为压缩研发周期，减少研发资源闲置时间要求快速交付，一般少于 10 天、最短 24 小时以内完成交付	一般为 10-20 天	一般为 20 天以上
生产工艺	采取柔性化制造的生产线，对多品种、小批量、快交付的产品具备灵活生产能力，对生产计划和管理提出较高挑战柔性化制造		生产以单一品种稳定生产和标准化制造为主，对生产成本控制较为严格
生产成本	单位生产成本相对较高		规模效应凸显，单位生产成本相对较低

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

据中国电子电路行业协会数据测算，2023 年样板和小批量板公司占全部内资百强 PCB 企业总营收的 10.52%，较 2022 年的 9.5%提升了 1.02 pct。在全球市场中，样板和小批量板合计占比为 15-20%。未来随着电子产品需求多样化、高端化，叠加高多层板、HDI 等中高端 PCB 产品产能向中国转移，国内样板和小批量板占总体 PCB 市场产值的比例将向全球比例靠拢，预计到 2028 年，全球样板和小批量板市场产值达到 955.81-1274.40 亿元。

表 3：全球样板和小批量板及大批量板产值（亿元）

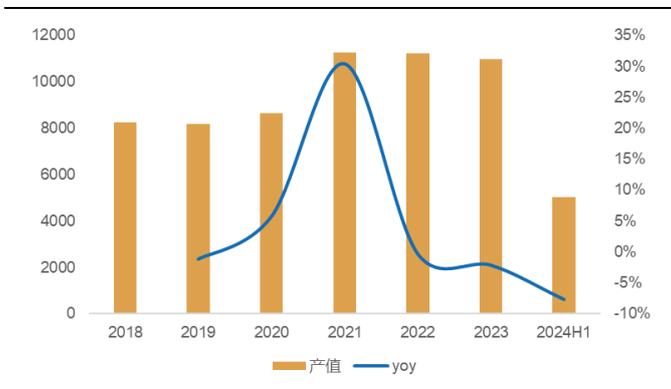
项目	占比	2023 年	2028 年（预测）
全球样板和小批量板市场产值	15%-20%	734.83-979.70	955.81-1274.40
全球大批量板市场产值	80-85%	3918.95-4163.82	5097.65-5416.23
中国样板和小批量板市场产值	10.52%	280.23	342.41
中国大批量板市场产值	89.48%	2383	2911.75

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

2.1 下游应用多点开花，PCB 行业进入稳定增长期

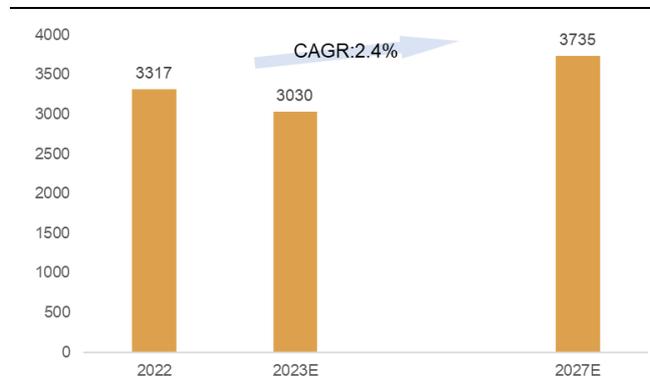
据公司公告，工业为公司营收贡献最高的下游领域，2023 年工业控制 PCB 销售额占公司营收比重达到 63.46%。中国工业控制行业主要以机床工具为主，主要包括金属切削机床、数控系统、工业机器人等产业。PCB 是实现工业控制的主要电子元器件。自 2020 年下半年中国工业回暖，2021 年机床工具产值同比提升约 30%。虽然 24H1 中国机床工具同比下滑，但我们预计 24H2 工业将迎来回暖阶段，PCB 需求将有望回暖。从工业 PCB 产值来看，据 PrismaMark 数据，2022 年工业 PCB 产值为 33.17 亿美元，预计 2027 年将达到 37.35 亿美元，CAGR 为 2.4%。

图 14：中国机床工具行业产值（亿元）



资料来源：中国机床工具工业协会，公司招股书，国元证券研究所

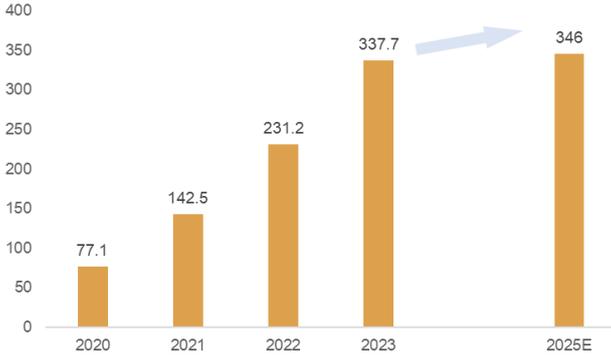
图 15：全球工业 PCB 产值（百万美元）



资料来源：PrismaMark，沪电股份公告，国元证券研究所

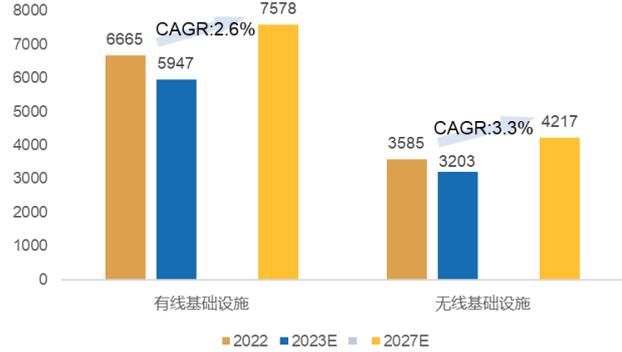
通信行业为公司产品的第二大应用领域，2023 年通信设备 PCB 占公司营收比重达到 14.58%。截至 2023 年中国累计建设 5G 基站 337.7 万座，占全球比重超过 70%。工信部规划 2025 年每万人拥有 5G 基站 26 座，即 2025 年将达到 364 万座，仍需建设 26.3 万座。工信部预计到 2025 年中国通信行业营收达到 4.30 万亿，五年 CAGR 为 10%，信息通信基础设施投资为 3.7 万亿，五年累计增加 1.2 万亿，将为中高端样板和小批量板带来较大增量空间。据 Prismark 数据，2022 年有线基础设施 PCB 产值约为 66.65 亿美元，预计 2027 年达到 75.78 亿美元，CAGR 为 2.6%，2022 年 PCB 无线基础设施产值为 35.85 亿美元，预计 2027 年达到 42.17 亿美元，CAGR 为 3.3%。

图 16: 中国 5G 基站累计建设数量 (万座)



资料来源: 国家工信部, 公司招股书, 国元证券研究所

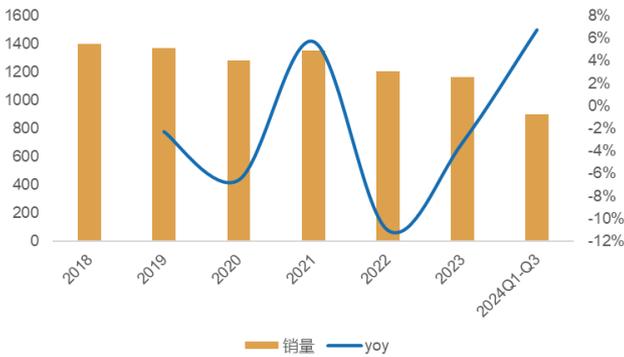
图 17: 全球有线和无线基础设施 PCB 产值 (百万美元)



资料来源: Prismark, 沪电股份公告, 国元证券研究所

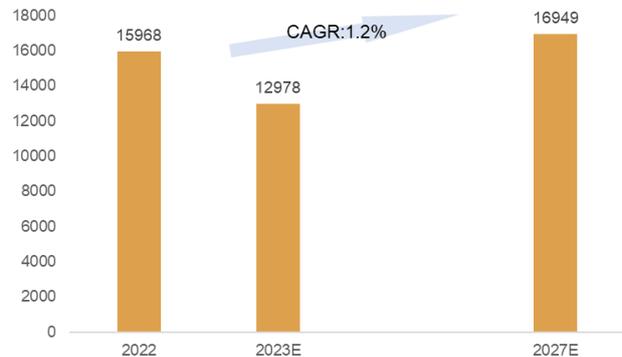
消费电子为公司另一重要应用领域，2023 年消费电子营收占公司总营收比重达到 10%。随着 AI 逐步赋能消费电子终端设备，需求颓势有望得到缓解，AI 带动的换机潮将有望带动对 PCB 的用量需求。从智能手机销量来看，2024 年各大手机厂商纷纷布局 AI 手机，带动 24Q1-Q3 手机销量回暖，将增加 PCB 用量需求。智能手机 PCB 方面，2022 年达到 159.68 亿美元，预计 2027 年提升至 169.49 亿美元，CAGR 达到 1.2%。

图 18: 全球智能手机销量 (百万部)



资料来源: IDC, 国元证券研究所

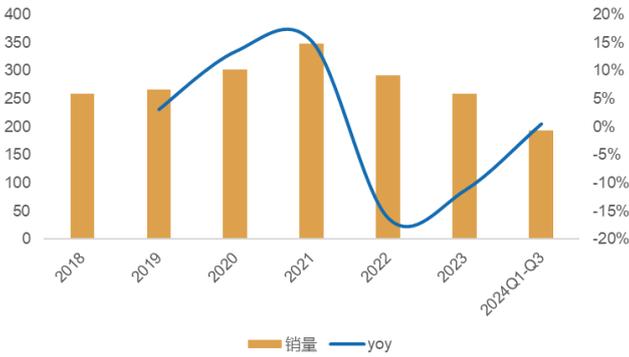
图 19: 全球智能手机 PCB 产值 (百万美元)



资料来源: Prismark, 沪电股份公告, 国元证券研究所

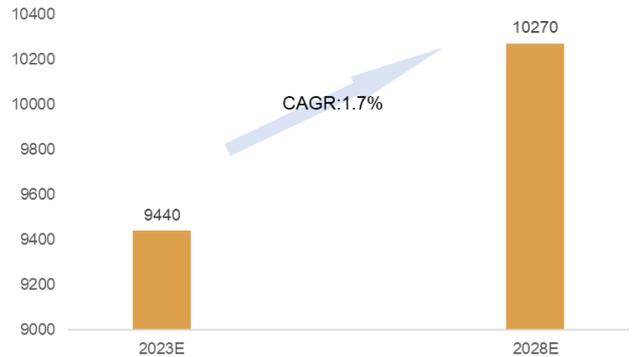
PC 市场来看，AI 持续赋能 PC 领域，AI PC 定义逐步清晰，将迎来新一轮的换机潮。据 IDC 数据，2024Q1-Q3 PC 销量开始回暖，同比增加约 7%。从 PC PCB 产值来看，预计 2023 年达到 94.4 亿美元，2028 年将达到 102.7 亿美元，CAGR 约为 1.7%。

图 20: 全球 PC 销量 (百万台)



资料来源: IDC, 国元证券研究所

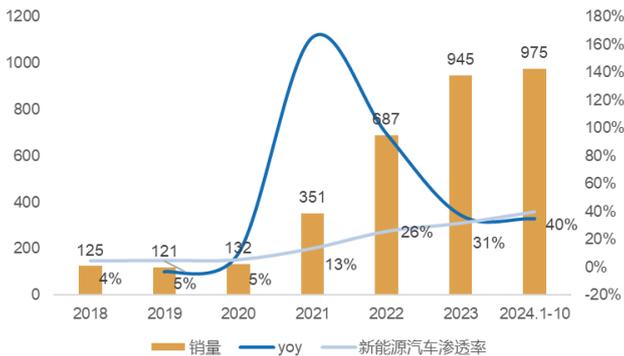
图 21: 全球 PC PCB 产值 (百万美元)



资料来源: Prismark, 沪电股份公告, 国元证券研究所

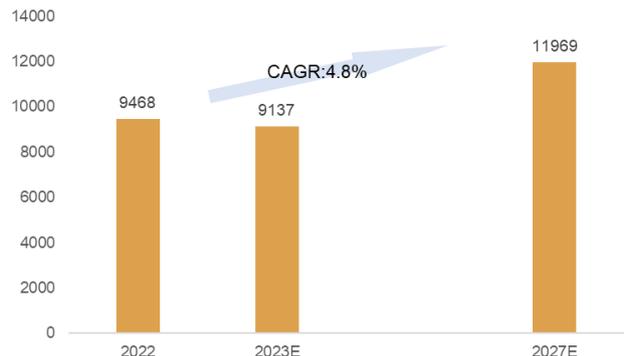
公司在汽车电子方面也有所布局, 2023 年汽车电子占公司营收比重为 4%。在国家政策支持和能源价格上涨的背景下, 新能源汽车渗透率持续提升, 2024 年 1-10 月中国新能源汽车销量达到 975 万辆, 渗透率提升至 40%。在汽车电动化推动下, 自动驾驶等级在不断的提升, 其所需的视觉传感器需求也在持续增加, 传感器的高传输速率要求 PCB 具有高频、高速的特性, 带动高规格 PCB 用量需求。据 Prismark 数据, 2022 年汽车 PCB 产值为 94.68 亿美元, 预计 2027 年达到 119.69 亿美元, CAGR 为 4.8%, 高于 PCB 整体增速。

图 22: 中国新能源汽车销量及渗透率 (万辆)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 23: 全球汽车 PCB 产值 (百万美元)



资料来源: Prismark, 沪电股份公告, 国元证券研究所

3. 技术优势覆盖众多优质客户, 扩产优化产品结构

3.1 公司产品达到行业主流水平, 客户资源丰富

公司的主要制程能力一般是生产样板的极限指标, 更广极限值范围说明公司可以为客户提供更加丰富的 PCB 产品型号, 同时公司的制程能力将随着公司工艺技术发展动态提升。

公司 PCB 主要制程达到行业主流水平, 产品最高层数可达 50 层, 内层最小线宽/线距最小为 2.0mil/2.0mil, 外层最小线宽/线距最小为 3.0mil/3.0mil, 机械钻孔最小孔径为 4.0mil, 激光钻孔最小孔径为 3.5mil, 最大厚径比为 20: 1, 最大铜厚为 30 盎司。

表 4：公司与同行业可比公司主要制程能力指标对比

公司名称	最高层数 (层)	最小线宽/线距 (mil)		最小孔径 (mil)		最大厚径比	最大铜厚 (盎司)
		内层	外层	机械钻孔	激光钻孔		
中富电路	34	3.0/3.0	3.5/3.5	4.0	3.0	20:1	12
金百泽	68	2.0/2.0	2.0/2.0	4.0	4.0	20:1	18
本川智能	36	3.0/3.0	3.0/3.3	4.0	3.5	12:1	6
迅捷兴	28	2.5/2.5	2.5/2.5	4.0	3.5	20:1	6
四会富仕	48	2.0/2.0	2.0/2.0	4.0	4.0	25.2: 1	未披露
明阳电路	36	2.0/2.0	2.5/3.0	4.0	3.0	25: 1	6
崇达技术	40	2.0/3.0	2.0/3.0	4.0	4.0	未披露	未披露
兴森科技	40	3.0/3.0	3.0/3.0	4.0	4.0	未披露	6
平均值	41	2.4/2.6	2.6/2.8	4.0	3.6	20.37: 1	9
强达电路	50	2.0/2.0	3.0/3.0	4.0	3.5	20:1	30

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

公司凭借深厚的技术和优质的服务，目前涵盖客户约 3000 家，主要分为 PCB 贸易商、电子产品制造商和 PCB 生产商。公司客户群体庞大，主要客户为国内外知名客户，电子产品制造商包括华兴源创、大富科技、Scanfil、Phoenix 等公司，PCB 贸易厂商包括 Finline、PCB Connect、ICAPE 等，PCB 生产商包括 Wurth、HT 等。公司客户的应用产品主要涵盖工业控制、通信设备、汽车电子、消费电子等行业领域。公司与大多数主要客户具有近十年的合作关系，长期稳定的客户资源业绩增长和未来发展奠定坚实的基础。

图 24：公司主要客户


资料来源：公司招股书，国元证券研究所

3.2 募投项目打破产能瓶颈，扩产优化产品结构

公司公开发行 1884.40 万股，实际募集资金总额 5.31 亿元，募集资金将主要用于南通工厂年产 96 万平方米多层板、HDI 板项目和补充流动资金，投资总额为 11.2 亿元，拟投入募集资金金额为 6.0 亿元，项目建期为 2 年，第三年开始投产，达产期为 4 年。

表 5：募集资金总额及运用计划（百万元）

项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额	项目建设周期	新增产能
南通强达电路科技有限公司年产 96 万平方米多层板、HDI 板项目	1000	480	建设期两年，达产期四年	96 万平方米/年
补充流动资金	120	120		-
合计	1120	600		-

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

南通工厂年产 96 万平方米多层板、HDI 板项目：本项目达产后，公司每年可新增多层板 72 万平方米、HDI 板 24 万平方米，将打破公司的产能瓶颈，优化产品结构，扩大高端产品产能以及提升自动化生产水平，有利于满足公司日益增长的市场需求。

此外，2022 年上半年，公司子公司江西强达启动二期扩建项目，持续购置生产设备使其产能有所增加，待 2024 年江西强达二期项目部分投产后，预计整体产能将增长至 50.13 万平方米，江西强达二期项目完全投产后，预计整体产能将增长至 70.10 万平方米。本次募投项目南通强达预计在第三年年初逐步投产，并在第六年完全投产，3-6 年投产比例分别为 18%、35%、75%和 100%，投产产能分别为 17.28、33.60、72.00 和 96.00 万平方米。

表 6：公司未来产能（万平方米）

生产基地	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
深圳工厂	16.74	12.13	10.2	9.62	9.02	9.02	9.02	9.02	9.02	9.02	9.02
江西工厂（一期）	31.2	37.93	41.52	43.06	41.66	41.66	41.66	41.66	41.66	41.66	41.66
江西工厂（二期）	-	-	-	-	-	8.47	28.94	28.94	28.94	28.94	28.94
南通工厂	-	-	-	-	-	-	-	17.28	33.6	72	96
合计	47.94	50.06	51.71	52.67	50.69	59.15	79.12	96.4	112.72	151.12	175.12

资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资评级

4.1 盈利预测假设与业务拆分

强达电路的主要产品可细分为单/双面板和多层板，我们认为未来随着数据传输速度的更高要求，将对多层板，尤其是高多层板的需求进一步提升。公司将持续优化产品结构，附加值较高的多层板出货占比提升，叠加公司高端 PCB 产品的产能开出，多层板的营收比重进一步提升。

我们预计 2024-2026 年公司单/双面板的营收分别为 1.13/1.11/1.16 亿元，毛利率分别为 24.8%/24%/24%，多层板营收分别为 6.33/7.29/8.54 亿元，毛利率分别为 28.2%/28.3%/28.5%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 7.85/8.79/10.09 亿元，同比分别增加 10.1%/12.0%/14.8%，毛利率分别为 31.1%/30.7%/30.6%。

表 7：公司产品营收结构及毛利率预测（百万元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	营收	730.5	712.7	784.7	879.0	1,008.7
	yoy		-2.4%	10.1%	12.0%	14.8%
	毛利率	29.7%	31.5%	31.1%	30.7%	30.6%
	毛利	216.6	224.3	244.0	270.1	308.5
单/双面板	营收	151.5	123.3	112.5	110.7	115.8
	yoy		-18.6%	-8.8%	-1.6%	4.6%
	毛利率	28.0%	24.7%	24.8%	24.0%	24.0%
	毛利	42.4	30.5	27.9	26.6	27.8
多层板	营收	550.2	559.6	633.4	729.4	854.0
	yoy		1.7%	13.2%	15.2%	17.1%
	毛利率	26.7%	29.6%	28.2%	28.3%	28.5%
	毛利	147.0	165.8	178.8	206.2	243.4
其他	营收	28.9	29.7	38.9	38.9	38.9
	yoy		2.8%	31.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	94.3%	94.2%	96.1%	96.1%	96.1%
	毛利	27.2	28.0	37.3	37.3	37.3

资料来源：Wind，国元证券研究所

4.2 估值分析与投资建议

强达电路的主要产品为 PCB，包括高多层板、HDI 板、高频板、高速板等，我们选取具有相似业务的 A 股公司崇达技术、四会富仕、兴森科技作为可比公司，2024-2026 年，可比公司平均 PE 为 98/39/26 倍，我们预计强达电路 2024-2026 年归母净利润为 1.02/1.14/1.29 亿元，对应 PE 为 73/65/58 倍，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 8：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002815.SZ	崇达技术	10.24	0.33	0.37	0.44	31	27	23
300852.SZ	四会富仕	26.98	1.50	1.71	2.06	18	16	13
002436.SZ	兴森科技	12.23	0.05	0.17	0.29	245	74	42
	平均		0.63	0.75	0.93	98	39	26
301628.SZ	强达电路	99.20	1.36	1.52	1.71	73	65	58

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 11 月 19 日

5.风险提示

上行风险：

- 1) 公司产能加速爬坡：公司目前江西强达二期工厂处于产能爬坡阶段，若产能爬坡加速，则打破产能瓶颈，利好公司业绩
- 2) 原材料价格下滑。公司 PCB 产品中铜为主要原材料，若铜价格下滑，则公司成本下滑，业绩向好。
- 3) 下游需求加速回暖。若工业领域和汽车领域需求加速回暖，则带动 PCB 用量需求，对公司业绩产生带动作用。

下行风险：

- 1) 募投项目进度不及预期。公司募投项目主要用于解决公司产能瓶颈，若公司募投项目进度不及预期，则会限制公司产品产能，在行业上行情况下无法满足客户需求，对公司业绩产生负面影响。
- 2) 原材料价格上涨风险。公司产品主要为 PCB，受铜价波动影响较大，若其价格上升则会增加公司的生产成本，对公司的盈利能力产生较大影响。
- 3) 下游需求波动风险。公司产品主要应用于工业控制、汽车电子、通信等等领域，受其景气度影响较大，若下游领域需求不振，客户拉货动能减弱，则对公司的销售规模产生不利影响。

财务预测表

资产负债表				
	单位:百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	179	591	610	641
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	205	210	239	277
存货	46	50	54	63
预付账款	0	0	0	0
其他流动资产	18	14	15	17
流动资产合计	449	865	918	997
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	245	346	399	465
无形资产	24	31	41	46
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	4	4	4	4
其他非流动资产	66	102	125	141
资产总计	788	1,348	1,487	1,654
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	182	191	214	251
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	16	16	18	21
应交税费	12	11	13	15
其他流动负债	16	17	18	19
流动负债合计	225	234	263	307
长期借款	2	2	2	2
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	1	1	1
其他非流动负债	49	44	39	34
负债合计	278	281	305	344
归属于母公司的所有者权益	510	1,067	1,182	1,311
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	510	1,067	1,182	1,311
负债及股东权益	788	1,348	1,487	1,654

现金流量表				
	单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	136	155	165	191
投资	0	0	0	0
资本性支出	-51	-188	-139	-154
其他	0	-3	0	0
投资活动现金流净额	-51	-190	-139	-154
债权融资	-13	-5	-5	-5
股权融资	0	455	0	0
支付股利及利息	0	-2	-2	-1
其他	-20	-1	0	0
筹资活动现金流净额	-33	448	-7	-6
现金净流量	52	412	19	31

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表				
	单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	713	785	879	1,009
%同比增速	-2%	10%	12%	15%
营业成本	489	541	609	700
毛利	224	244	270	309
%营业收入	31%	31%	31%	31%
税金及附加	5	5	6	7
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	35	38	44	50
%营业收入	5%	5%	5%	5%
管理费用	46	49	55	64
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	43	47	53	61
%营业收入	6%	6%	6%	6%
财务费用	1	-1	-7	-8
%营业收入	0%	0%	-1%	-1%
资产减值损失	0	-1	-1	-1
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他收益	10	10	9	10
投资收益	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	-1	-1
营业利润	101	112	125	142
%营业收入	14%	14%	14%	14%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	101	112	125	142
%营业收入	14%	14%	14%	14%
所得税费用	10	10	11	13
净利润	91	102	114	129
%营业收入	13%	13%	13%	13%
归属于母公司的净利润	91	102	114	129
%同比增速	0%	12%	12%	13%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.61	1.36	1.52	1.71

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.61	1.36	1.52	1.71
BVPS	9.03	14.16	15.68	17.39
PE	61.61	73.19	65.35	57.96
PEG	342.85	6.01	5.45	4.55
PB	10.99	7.01	6.33	5.71
EV/EBITDA	40.72	44.15	40.29	34.66
ROE	18%	10%	10%	10%
ROIC	17%	9%	9%	9%

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027