

# 印制电路板行业深度研究报告

## 通信板景气高涨，消费电子韧性十足，高端PCB有望穿越周期

推荐（维持）

- **结构性分化显著，A股整体PCB行业收入利润增速回落，通信PCB一枝独秀。**从2019年年报数据看，A股代表性的PCB行业整体收入和利润增速显著回落，剔除占比较大的鹏鼎控股看，行业整体增速依然较好。2020年一季度受新冠疫情影响，生产端和需求侧均有不同程度冲击，收入增速下滑明显，具体看来，通信PCB受益于景气度提升收入利润依然维持较快增长，消费类PCB景气下行，但龙头企业韧性较强，二线PCB积极扩张，高端PCB需求依然较好。行业表现上看，龙头企业本次受疫情冲击较小，超额收益显著，机构持仓仍然维持高位。
- **通信PCB景气持续近2年，龙头企业景气周期有望更长。**2018年二季度主要通信PCB业绩受益于4G基站扩容超预期，随后5G建设开启通信板新一轮景气周期，主要公司业绩连续2年高增长。从下游需求看，国内5G建设20-21年为建设高峰，海外需求受疫情影响建设可能推迟，基站侧需求高峰有望在21年出现，运营商资本开支周期为传统需求周期波动来源，而5G衍生的数据中心、服务器需求有望平抑周期波动，云计算趋势加强，数据驱动下的通信板需求景气可能穿越5G周期，增量需求主要以高多层板为主，行业竞争格局依然向好，深南沪电生益等龙头企业盈利能力有望维持较长时间。
- **消费电子韧性强，疫情加速供应链洗牌。**智能手机市场持续疲软，结构性增长依然有亮点，5G手机加速渗透，PCB单机价值持续提升。疫情冲击下，海外供应链复工缓慢，订单向大陆转移趋势明显，鹏鼎东山等消费类PCB大厂逆势增长，大陆PCB企业市场份额持续提升。展望二季度，从东山中报预告及鹏鼎4月营收看收入端依然增长较好，行业龙头需求及供给韧性较强，TWS耳机、NB及Pad等需求强劲，下半年5G机型依然值得期待，消费类PCB有望呈现结构性成长态势。
- **中国大陆PCB企业后发优势明显，产品线在中高端加速渗透。**通信板三巨头深南沪电生益在高端通信板竞争力较强，受益于行业景气度高，收入利润加速上行，二线PCB企业积极扩产，加大研发和客户开拓，积极抢占中端市场份额，并尝试进入高端市场。二线优质品种代表景旺和胜宏在行业增速放缓时依然积极扩产并实现规模有效扩张，从局部品种优势扩展到全产品线。大陆PCB企业进取心较强，产能更先进，自动化水平高，成本控制能力强，行业竞争力日渐突出。
- **5G是PCB行业发展的重要驱动因素，持续看好5G新基建受益标的深南电路、沪电股份、生益科技，以及5G终端创新的核心标的东山精密、鹏鼎控股。**5G通讯技术的迭代是PCB市场结构性成长的重要驱动力，数据流量的增长是底层驱动因素，通信板的基建侧景气周期在前，未来5G终端市场放量，消费电子PCB有望迎来量价齐升。
- **风险提示：**疫情持续扩散，全球经济陷入衰退，5G建设进度不及预期，智能手机出货不及预期，行业竞争加剧，价格下跌风险，中美贸易摩擦加剧。

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
东山精密	23.95	0.97	1.4	1.84	24.69	17.11	13.02	4.45	强推
鹏鼎控股	40.59	1.39	1.77	2.11	29.2	22.93	19.24	4.73	强推
深南电路	161.8	3.78	4.93	6.65	43	33	24	12	强推
生益科技	27.76	0.85	1.12	1.34	32.66	24.79	20.72	7.15	强推
胜宏科技	21.81	0.87	1.09	1.36	25.07	20.01	16.04	5.11	强推
沪电股份	24.17	0.88	1.26	1.44	27.47	19.18	16.78	8.12	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2020年05月22日收盘价

### 华创证券研究所

证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859

邮箱：gengchen@hcyjs.com

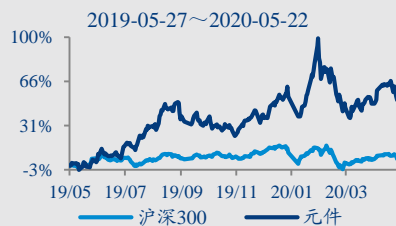
执业编号：S0360517100004

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	41	1.07
总市值(亿元)	6,439.58	1.0
流通市值(亿元)	4,535.77	0.96

### 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-0.11	18.79	54.02
相对表现	0.04	19.46	47.32



### 相关研究报告

《印制电路板行业深度研究报告：供给端：分化开始&龙头胜出；需求端：FPC&通信板景气持续》  
2018-12-28

《FPC行业深度研究报告：苹果复兴推动行业持续增长，有望呈现双龙戏珠新局面》  
2020-02-27

《印制电路板行业深度研究报告：高端通讯PCB：科技新基建的基石》  
2020-04-02

## 投资主题

### 报告亮点

本报告从行业层面分析了 A 股 PCB 行业的业绩概况，从收入利润及现金流角度分析了行业的发展趋势，并且从下游的景气度分析对下半年做细分行业展望。目前市场对通信 PCB 行业景气度持续分歧较大，本报告重点做了通信 PCB 竞争格局的展望，对市场关心的行业景气周期和估值陷阱进行专题讨论，同时结合主要公司季报和海外高频数据做近况跟踪。

### 投资逻辑

本报告主要从历史业绩梳理回顾了 PCB 行业 2019 年及 2020Q1 业绩，结合台股的月度高频数据观察二季度行业景气度，从机构持仓和估值角度评估当前的投资机会。结合通信 PCB 的特点分析当前高端通信板厂商未来的盈利趋势，并对行业重点公司做近况点评。

# 目录

一、内资 PCB 厂商份额持续提升，通信 PCB 一枝独秀.....	6
（一）PCB 产值稳健增长，龙头企业逆势成长 .....	6
（二）A 股重点 PCB 企业表现 .....	10
（三）台股重点公司数据跟踪 .....	12
二、相对收益显著，机构持仓持续增加 .....	14
（一）市场表现分析 .....	14
（二）机构持仓 .....	14
（三）估值分析 .....	15
三、景气展望：通信景气延续，医疗设备类增长强劲，静待汽车和消费电子回暖 .....	16
四、通信 PCB 的盈利能力探讨 .....	20
五、重点公司跟踪 .....	21
六、风险提示 .....	24

# 图表目录

图表 1	PCB 板块 2015-2019 年营收及增速情况 .....	6
图表 2	PCB 板块 2015-2019 年归母净利润及增速情况 .....	6
图表 3	PCB 板块 2018Q1-2020Q1 营收及增速情况 .....	6
图表 4	PCB 板块 2018Q1-2020Q1 扣非归母净利润情况 .....	6
图表 5	通信 PCB 公司 2015-2019 年营收增速情况 .....	7
图表 6	通信 PCB 公司 2017-2019 归母净利润增速情况 .....	7
图表 7	通信 PCB 公司 2016Q1-2020Q1 营收增速情况 .....	7
图表 8	通信 PCB 2016-2020Q1 归母净利润增速情况 .....	7
图表 9	PCB 板块 2015-2019 年毛利率情况 .....	8
图表 10	PCB 板块 2018Q1-2020Q1 毛利率情况 .....	8
图表 11	PCB 板块 2015-2019 年期间费用率情况 .....	8
图表 12	PCB 板块 2018Q1-2020Q1 期间费用率情况 .....	8
图表 13	PCB 板块 2015-2019 年归母净利率情况 .....	8
图表 14	PCB 板块 2018Q1-2020Q1 归母净利率情况 .....	8
图表 15	PCB 板块研发费用率情况 .....	9
图表 16	PCB 板块 2015-2019 年资本支出及增速情况 .....	9
图表 17	PCB 上市公司应收账款/营业收入情况 .....	9
图表 18	PCB 上市公司净现比情况 .....	9
图表 19	深南电路 2015-2020Q1 业绩情况 .....	11
图表 20	沪电股份 2015-2020Q1 业绩情况 .....	11
图表 21	生益科技 2015-2020Q1 业绩情况 .....	11
图表 22	东山精密 2015-2020Q1 业绩情况 .....	12
图表 23	鹏鼎控股 2015-2020Q1 业绩情况 .....	12
图表 24	景旺电子 2015-2020Q1 业绩情况 .....	12
图表 25	胜宏科技 2015-2020Q1 业绩情况 .....	12
图表 26	FPC 公司合计营收及增速情况 .....	13
图表 27	硬板公司合计营收及增速情况 .....	13
图表 28	载板公司合计营收及增速情况 .....	13
图表 29	上游（检测）公司合计营收及增速情况 .....	13
图表 30	硬板 CCL 厂商合计营收及增速情况 .....	13
图表 31	FCCL 厂商合计营收及增速情况 .....	13
图表 32	SW 电子子行业 2020 年 4 月涨跌幅 .....	14
图表 33	重点个股 4 月涨跌幅情况 .....	14

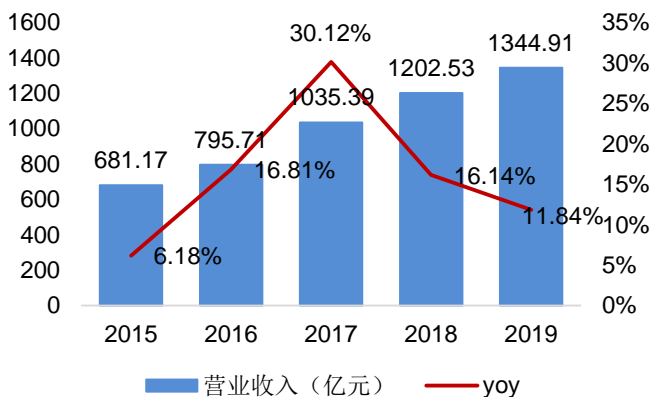
图表 34	2018Q2-2020Q1 公募电子板块持仓比例情况 .....	15
图表 35	2018Q2-2020Q1 公募 PCB 板块持仓比例情况 .....	15
图表 36	重点个股公募持仓市值占总市值比例情况 .....	15
图表 37	电子市盈率 TTM (整体法, 剔除负值)情况 .....	16
图表 38	电子市净率 MRQ (整体法, 剔除负值)情况 .....	16
图表 39	通信 PCB 市盈率(TTM)情况 .....	16
图表 40	通信 PCB 市净率(MRQ)情况 .....	16
图表 41	PCB 终端市场景气展望 .....	17
图表 42	全球服务器当季出货量及增速 .....	17
图表 43	全球 PC 当季出货量及增速 .....	17
图表 44	全球智能手机当季出货量及增速 .....	18
图表 45	中国智能手机当月出货量及增速 .....	18
图表 46	狭义乘用车当月销售同比 .....	18
图表 47	新能源车销量当月值 (辆) .....	19
图表 48	国外疫情新增趋势图 .....	19
图表 49	医疗仪器及器械出口金额 (亿美元) .....	19
图表 50	深南沪电季度净利率趋势 .....	20
图表 51	生益电子净利率趋势 .....	20

## 一、内资 PCB 厂商份额持续提升，通信 PCB 一枝独秀

### (一) PCB 产值稳健增长，龙头企业逆势成长

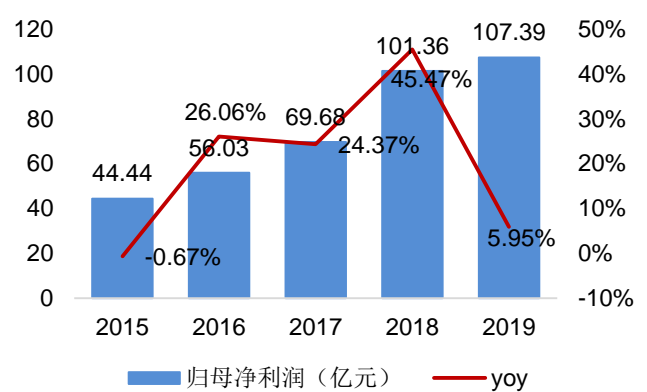
全球宏观经济不确定性增加叠加中美贸易摩擦加剧，2019 年 PCB 板块业绩增速回落。2019 年国内已经上市的 PCB 企业均为较大规模企业，在内资 PCB 公司中具有代表性。整体来看，2019 年 PCB 板块公司共实现营业收入 1344.91 亿元(yoy+11.84%)，较 2018 年增速下降 4.30%；归母净利润 107.39 亿元(yoy+5.95%)，较 2018 年增速下降 39.52%，扣非后归母净利润 96.99 亿元(yoy+9.63%)，较 2018 年增速下降 34.88%，增速回落主要是权重占比较大的鹏鼎控股增速回落。行业层面看，主要大公司如深南电路、生益科技、沪电股份等增速较快，中小 PCB 企业下游较为分散，受宏观经济影响较大，中美贸易摩擦对外需有一定扰动，加上环保监管日益趋严，PCB 行业成本端压力持续加大。

图表 1 PCB 板块 2015-2019 年营收及增速情况



资料来源: wind, 华创证券

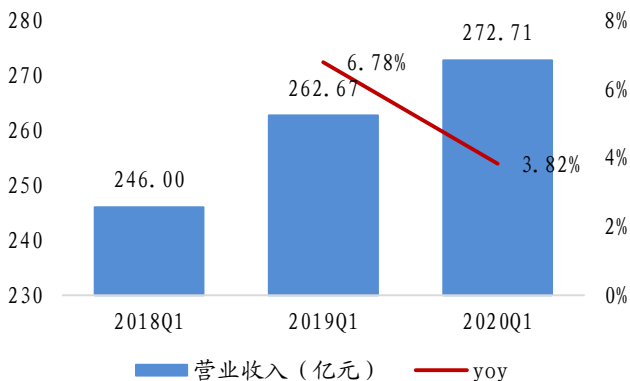
图表 2 PCB 板块 2015-2019 年归母净利润及增速情况



资料来源: wind, 华创证券

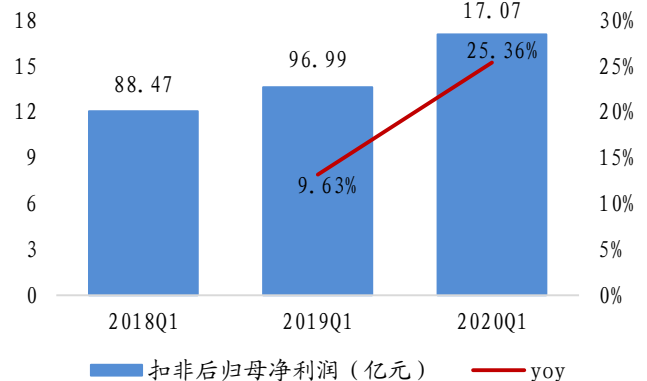
一季度新冠疫情对产业链冲击巨大，部分下游企业由于供应链不稳定和市场需求低迷而停厂停线，3 月份海外疫情扩散后，外需订单面临较大不确定性。受新冠疫情全球蔓延影响，PCB 板块 2020Q1 实现营收 272.71 亿元(yoy+3.82%)，增速较同期下降 2.96%。随着疫情逐步缓解，政府多次提出加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，政策加码下基站和数据中心建设加速，相应 PCB 迭代升级，工业互联网、物联网、消费电子终端等同步升级带动线路板产业整体加速迭代，高频高速 PCB 将成为本轮新基建的核心受益品种。

图表 3 PCB 板块 2018Q1-2020Q1 营收及增速情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 4 PCB 板块 2018Q1-2020Q1 扣非归母净利润情况



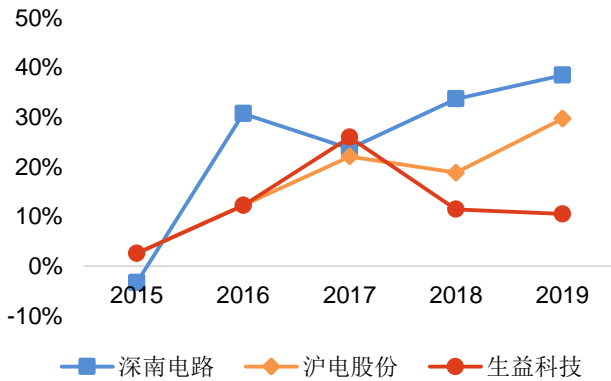
资料来源: wind, 华创证券

5G 通信技术、云计算等产业为行业带来新机遇，以通信 PCB 为主的公司业绩实现高增长。板块整体增速放缓的背



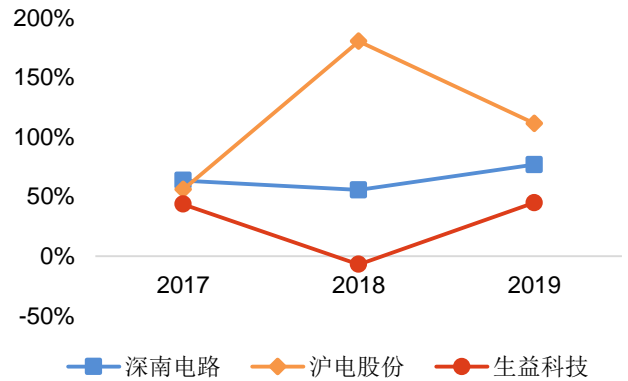
景下，深南电路、生益科技、沪电股份等以通信 PCB 为主的公司抓住 5G 通信技术等新机遇，业绩实现高增长，并在 2020 年一季度疫情冲击下逆势上涨，增速超过行业平均水平。

图表 5 通信 PCB 公司 2015-2019 年营收增速情况



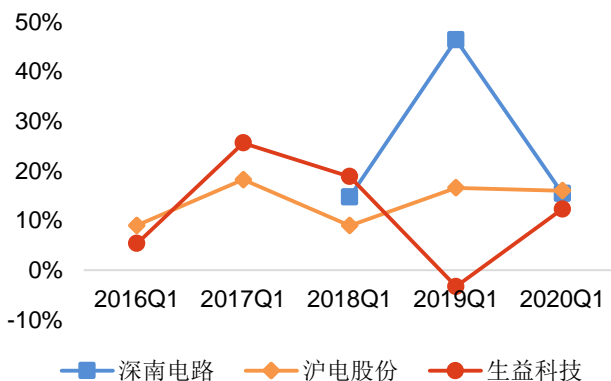
资料来源: wind, 华创证券

图表 6 通信 PCB 公司 2017-2019 归母净利润增速情况



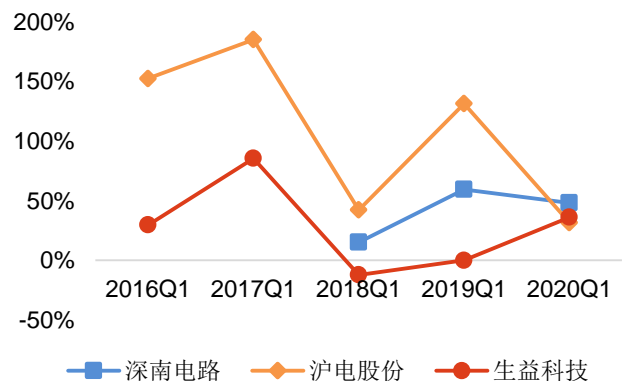
资料来源: wind, 华创证券

图表 7 通信 PCB 公司 2016Q1-2020Q1 营收增速情况



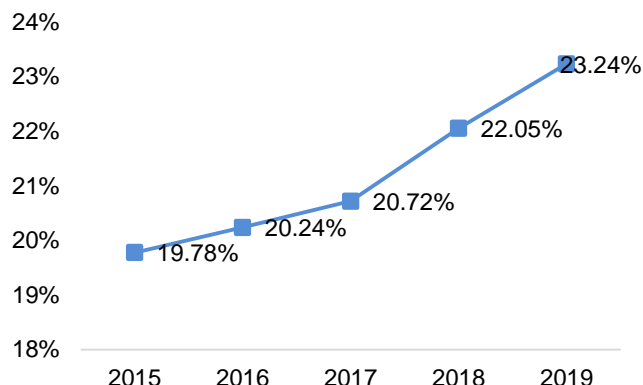
资料来源: wind, 华创证券

图表 8 通信 PCB 2016-2020Q1 归母净利润增速情况

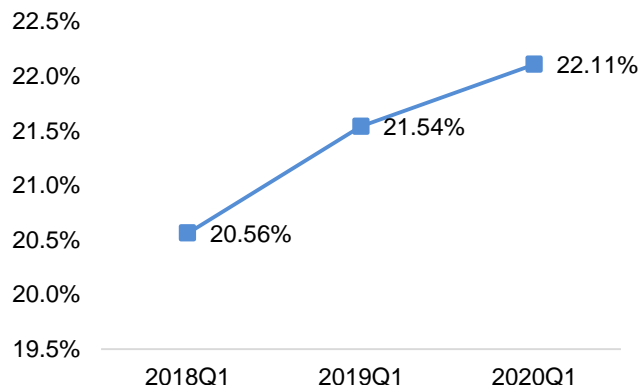


资料来源: wind, 华创证券

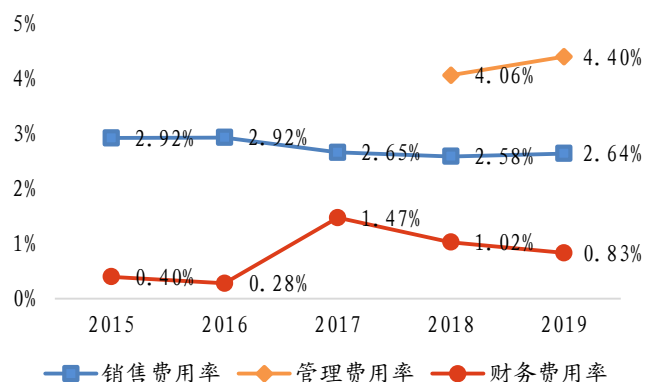
外部经济政治不确定性加大，内部规模效应逐步凸显，PCB 行业朝着“降本增效”的趋势发展。2019 年 PCB 板块毛利率 23.24%，同比+1.18pct，2020Q1 毛利率同比+ 0.57pct 至 22.11%，销售费用率同比-0.21pct，财务费用率同比-1.73pct，毛利率提升&期间费用率下降为净利率提升做出贡献，2020Q1 归母净利率同比+1.08pct 至 7.33%。随着外部经济政治不确定性加大，内部规模效应逐步凸显，“降本增效”成为行业趋势。

**图表 9 PCB 板块 2015-2019 年毛利率情况**


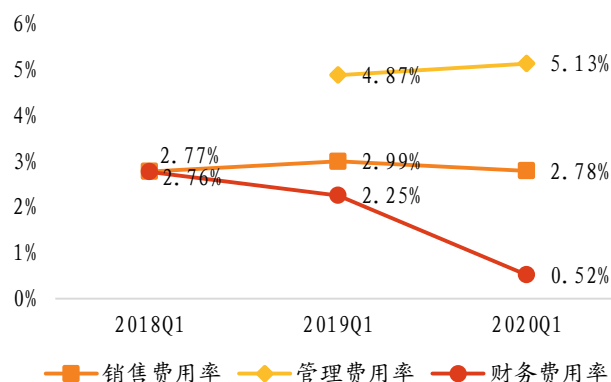
资料来源: wind, 华创证券

**图表 10 PCB 板块 2018Q1-2020Q1 毛利率情况**


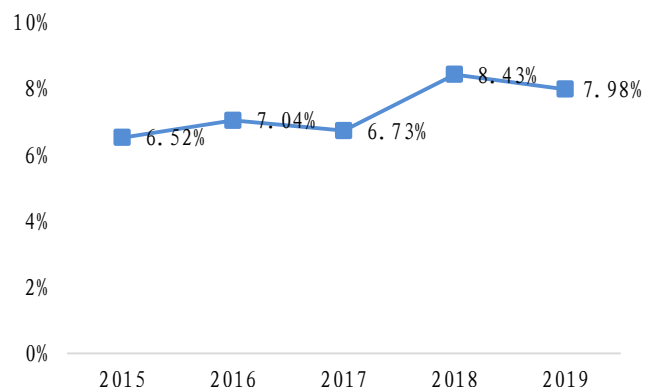
资料来源: wind, 华创证券

**图表 11 PCB 板块 2015-2019 年期间费用率情况**


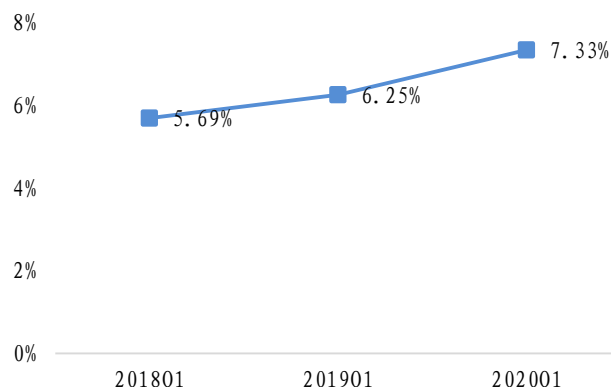
资料来源: wind, 华创证券

**图表 12 PCB 板块 2018Q1-2020Q1 期间费用率情况**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 13 PCB 板块 2015-2019 年归母净利率情况**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 14 PCB 板块 2018Q1-2020Q1 归母净利率情况**


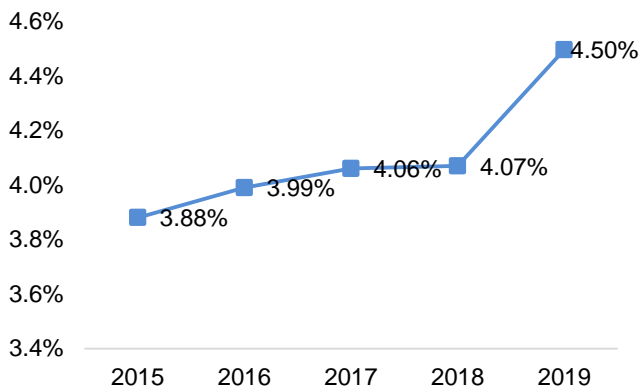
资料来源: wind, 华创证券



国内 PCB 企业加强研发投入占据技术前沿高地，内资企业产品结构不断升级，盈利能力稳步提升。行业整体研发投入增加，2019 年 PCB 板块研发费用率达到了 4.50%（同比+0.43pct），2020Q1 研发费用率为 4.60%（同比+0.50pct），其中鹏鼎控股研发投入最高，2019 年达到 13.52 亿元，其次为东山精密（7.75 亿元）、生益科技（6.05 亿元）。研发投入持续增长，内资企业产品结构不断升级，PCB 板块毛利率由 2015 年的 19.78% 提升至 2019 年的 23.24%。

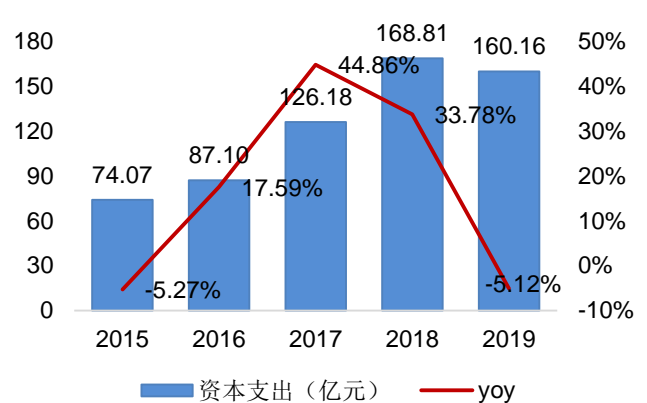
经济不确定性背景下资本支出更加克制，深南电路、生益科技、沪电股份等通信 PCB 公司持续增加 5G 相关投入。2019 年 PCB 板块资本支出达到 160.16 亿元，同比-5.12%，2020Q1 资本支出同比-0.91%至 37.02 亿元，经济不确定性背景下 PCB 板块资本投入更加克制，但深南电路、生益科技、沪电股份等公司加大在 5G 方面的资本投入，2019 年深南电路、生益科技、沪电股份资本支出分别为 21.83 亿元（+84.30%）、15.80 亿元（+24.16%）、4.40 亿元（+62.23%）。

图表 15 PCB 板块研发费用率情况



资料来源: wind, 华创证券

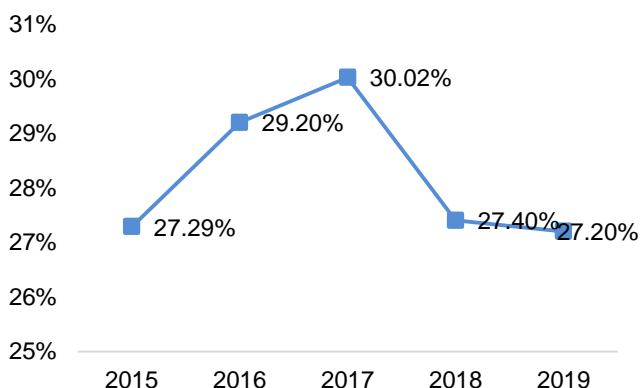
图表 16 PCB 板块 2015-2019 年资本支出及增速情况



资料来源: wind, 华创证券

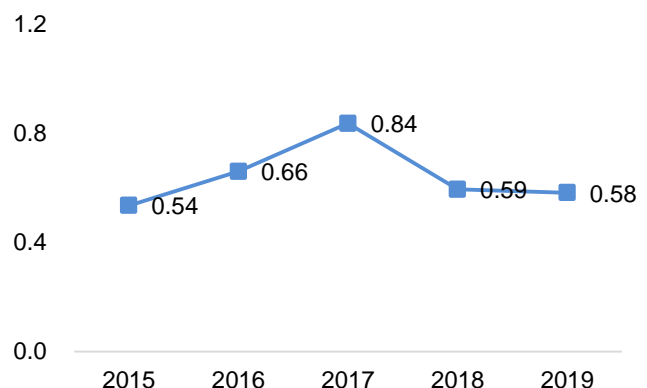
PCB 板块盈利质量稳步提升，2019 年应收账款/营业收入比例与净现比均呈下降趋势。PCB 板块应收账款/营业收入比例与净现比均呈下降趋势，2019 年应收账款/营业收入比例同比减少 0.20%，净利润/经营性活动现金流量净额减少 0.01。龙头企业中 2019 年盈利质量提升最快，2019 年应收账款/营业收入比例同比减少 7.95%，净现比同比减少 0.31。

图表 17 PCB 上市公司应收账款/营业收入情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 18 PCB 上市公司净现比情况



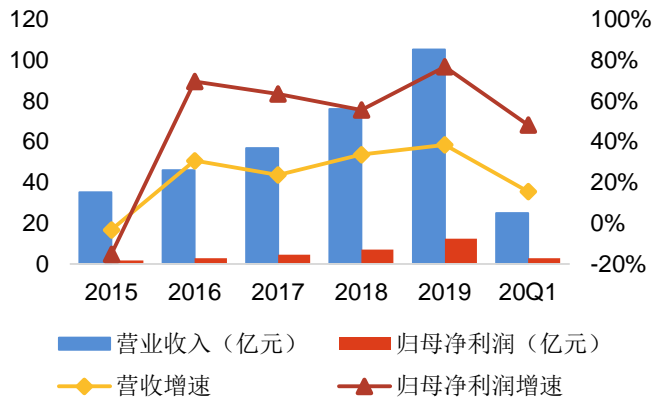
资料来源: wind, 华创证券

## (二) A 股重点 PCB 企业表现

类别	公司	2019 年				2020Q1			
		营业收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	营业收入 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy
FPC	鹏鼎控股	266.15	2.94%	29.25	5.54%	39.69	-6.31%	3.08	66.33%
	东山精密	235.53	18.80%	7.03	-13.37%	51.31	14.23%	2.08	4.43%
	弘信电子	24.60	9.40%	1.80	52.94%	4.06	-30.65%	-0.30	-235.36%
高端通信板	深南电路	105.24	38.44%	12.33	76.80%	24.98	15.47%	2.77	48.19%
	沪电股份	71.29	29.68%	12.06	111.41%	15.81	16.01%	2.14	31.68%
中低层板	景旺电子	63.32	27.01%	8.37	4.29%	14.39	9.30%	2.22	20.51%
	崇达技术	37.27	1.95%	5.26	-6.16%	9.32	2.94%	1.26	1.61%
	依顿电子	30.11	-9.55%	5.18	-20.72%	5.34	-24.54%	0.87	-23.80%
	胜宏科技	38.85	17.58%	4.63	21.62%	9.54	22.85%	1.04	7.82%
	世运电路	24.39	12.53%	3.29	45.61%	4.98	-1.12%	0.52	47.84%
	超声电子	48.42	-2.01%	3.03	12.32%	10.96	-1.64%	0.38	11.22%
	兴森科技	38.04	9.51%	2.92	35.95%	8.61	1.03%	0.39	5.84%
	奥士康	22.76	1.84%	2.68	11.98%	4.90	-3.88%	0.25	-47.24%
	博敏电子	26.69	36.95%	2.02	61.58%	4.67	-6.89%	0.16	-11.11%
	中京电子	20.99	19.16%	1.49	82.31%	4.08	-10.63%	0.20	37.94%
	明阳电路	11.50	1.60%	1.33	9.62%	2.85	3.31%	0.33	20.00%
	广东骏亚	14.72	31.44%	0.35	-49.81%	3.75	36.88%	-0.10	-157.88%
	丹邦科技	3.47	1.04%	0.27	7.72%	0.46	-36.53%	-0.05	-289.63%
	天津普林	4.18	6.60%	0.13	121.38%	0.93	-14.19%	0.01	73.60%
	方正科技	58.30	2.26%	-13.27	-2508.83%	9.02	1.21%	-0.83	46.97%
覆铜板	生益科技	132.41	10.52%	14.49	44.81%	30.72	12.30%	3.39	36.09%
	金安国纪	33.22	-9.80%	1.56	-46.71%	6.11	-11.42%	0.34	31.73%
	华正新材	20.26	18.19%	1.02	40.42%	4.12	-6.84%	0.18	18.87%
	超华科技	13.21	-5.18%	0.19	-46.39%	2.12	-30.68%	-0.30	-1615.46%
总计		1344.91	11.84%	107.39	5.95%	272.71	3.82%	20.00	21.80%

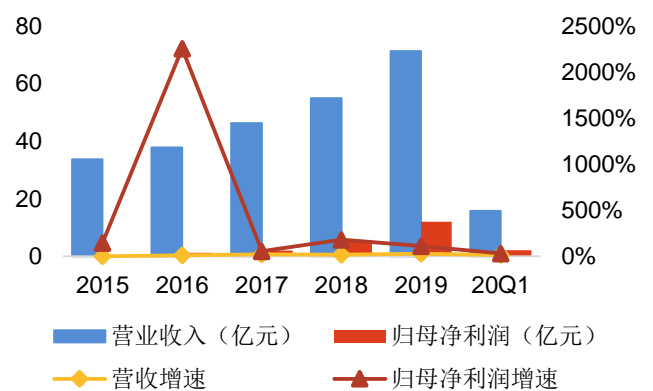
通信 PCB 景气最好，三家龙头企业深南电路、沪电股份、生益科技业绩依然维持较快增速，受疫情冲击最小。其中深南电路 2020Q1 实现营收 24.98 亿元（+15.47%），归母净利润 2.77 亿元（+48.19%）；沪电股份 2020Q1 实现营收 15.81 亿元（+16.01%），归母净利润 2.14 亿元（+31.68%）；生益电子 2020Q1 实现营收 30.72 亿元（+12.30%），归母净利润 3.39 亿元（+36.09%）。一季度业绩高增长主要来自通讯板需求的高景气，5G 基站及数据中心需求拉动相应 PCB 出货增长强劲。5G 建设周期有望持续较长时间，通信 PCB 有望长期享受行业发展红利。

图表 19 深南电路 2015-2020Q1 业绩情况



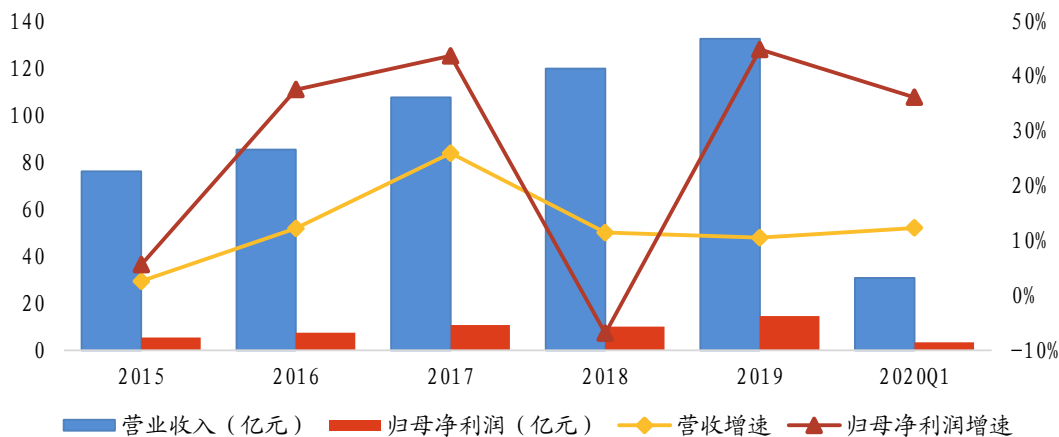
资料来源: wind, 华创证券

图表 20 沪电股份 2015-2020Q1 业绩情况



资料来源: wind, 华创证券

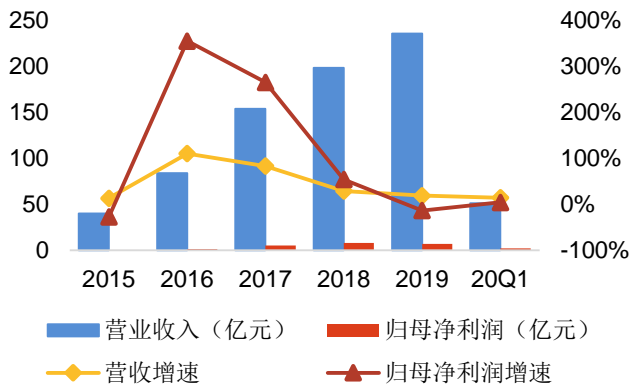
图表 21 生益科技 2015-2020Q1 业绩情况



资料来源: wind, 华创证券

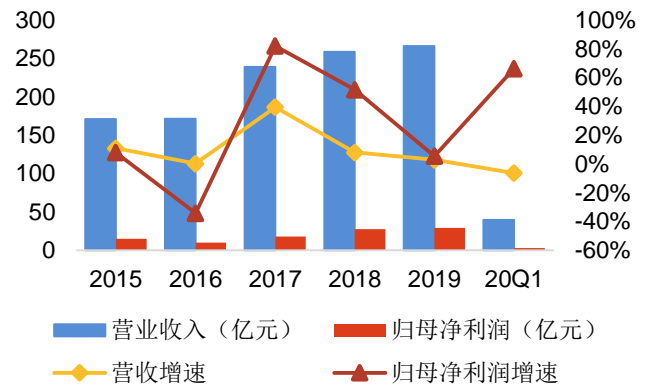
消费电子FPC企业中,东山精密、鹏鼎控股2020Q1业绩优异,苹果链软板公司表现超市场预期。其中东山精密2020Q1实现营收51.31亿元(+14.23%),归母净利润2.08亿元(+4.43%);鹏鼎控股2020Q1实现营收39.69亿元(-6.31%),归母净利润3.08亿元(+66.33%)。业绩超预期主要是由于苹果产业链在一季度疫情冲击下加大安全库存备货,产业链3-4月拉货强劲。展望全年,下半年5G版iPhone与iPad Pro值得期待,苹果终端中Airpods/Watch/Pad增长势头依然强劲,有望拉动相应的软板需求持续增长。

图表 22 东山精密 2015-2020Q1 业绩情况



资料来源: wind, 华创证券

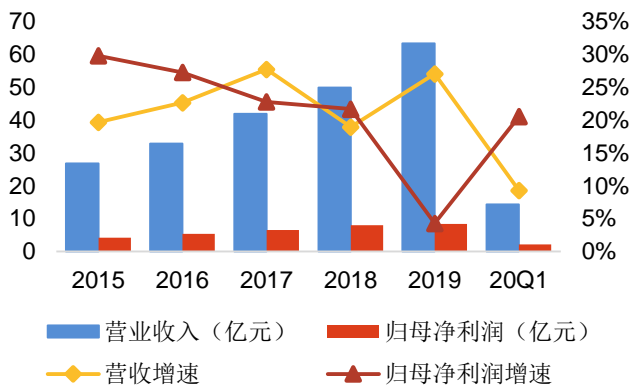
图表 23 鹏鼎控股 2015-2020Q1 业绩情况



资料来源: wind, 华创证券

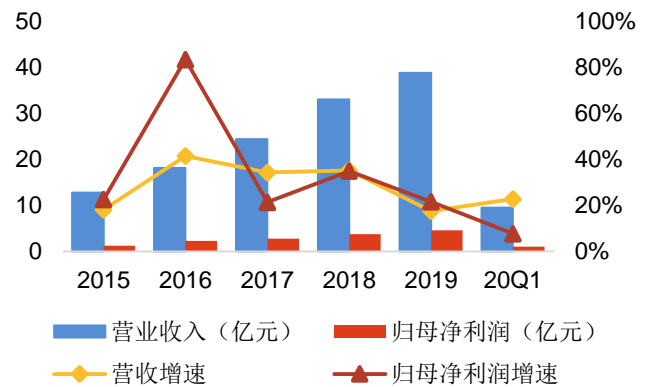
除通信 PCB、消费电子 FPC 企业外, 二线优质 PCB 如景旺电子、胜宏科技克服疫情负面影响, 业绩影响有限。景旺电子 2020Q1 实现营收 14.39 亿元 (+9.30%), 归母净利润 2.22 亿元 (+20.51%); 胜宏科技 2020Q1 实现营收 9.54 亿元 (+22.85%), 归母净利润 1.04 亿元 (+7.82%)。其中胜宏科技利用高自动化优势, 承接大量转移订单, 3 月单月稼动率远超同期, 公司有望在 Q2 维持高稼动率, 2020 年上半年业绩和利润增长可期。2020 年是 5G 基站建设大年, 叠加 5G 云计算驱动显卡、服务器需求强劲, 料将带动 PCB 产业景气上行。

图表 24 景旺电子 2015-2020Q1 业绩情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 25 胜宏科技 2015-2020Q1 业绩情况

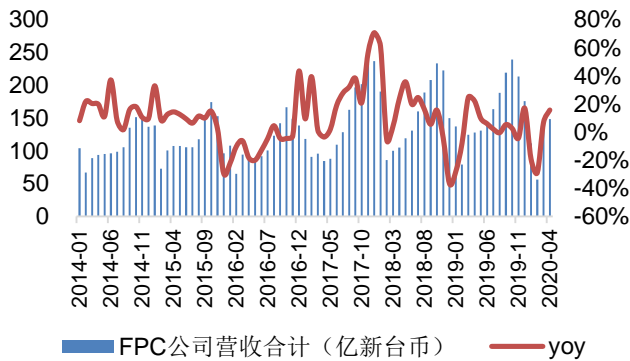


资料来源: wind, 华创证券

### (三) 台股重点公司数据跟踪

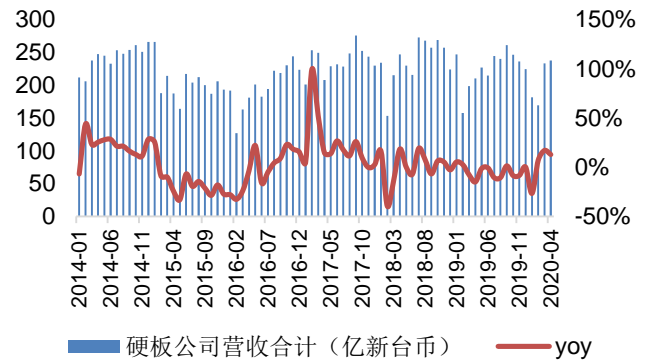
中国台湾 PCB 上市公司方面, 由于工厂大部分位于大陆, 随着疫情逐渐缓解, 工厂逐步复产, 4 月 PCB 业务同比回升, 其中 FPC 公司营收合计 148.54 亿新台币, 同比+15.80%; 硬板公司合计营收 237.88 亿元, 同比+13.04%; 载板公司合计营收 123.08 亿新台币, 同比+16.89%; PCB 检测设备供货商实现营收 2.56 亿新台币, 同比+0.74%。

图表 26 FPC 公司合计营收及增速情况



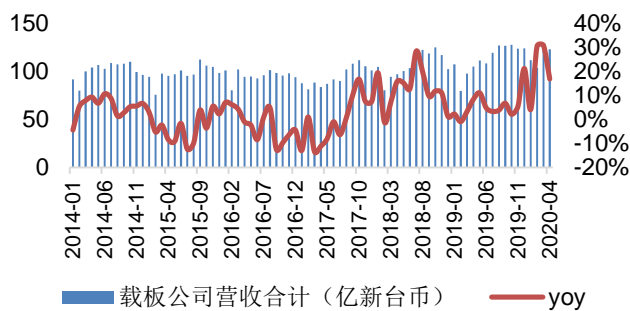
资料来源: wind, 华创证券

图表 27 硬板公司合计营收及增速情况



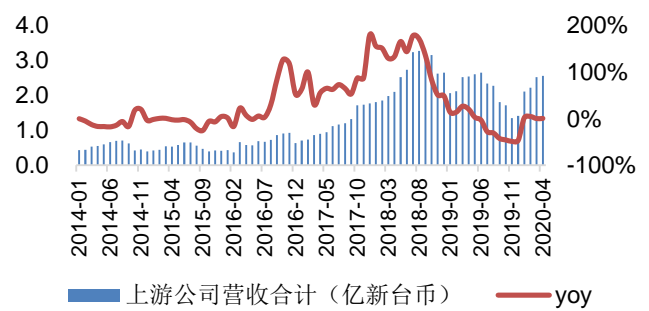
资料来源: wind, 华创证券

图表 28 载板公司合计营收及增速情况



资料来源: wind, 华创证券

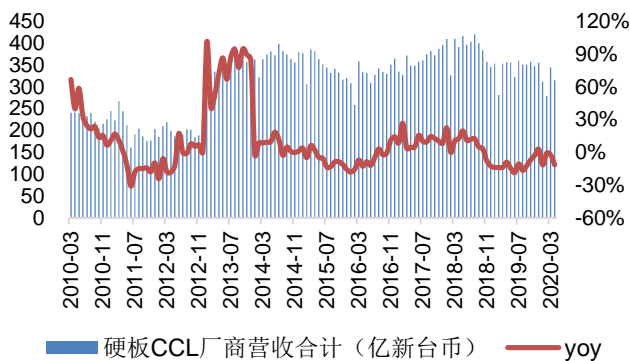
图表 29 上游(检测)公司合计营收及增速情况



资料来源: wind, 华创证券

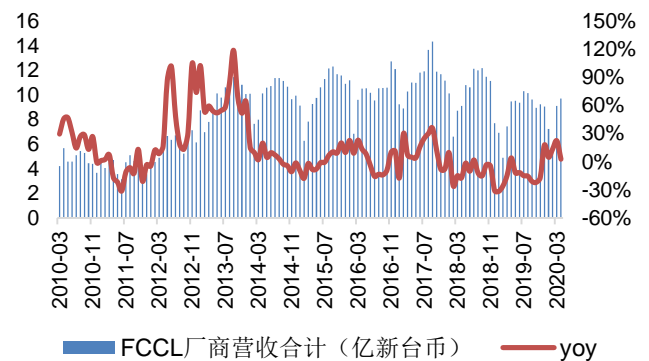
中国台湾 PCB 上游原料方面, 2020 年 4 月上游原料公司共实现营业收入 324.62 亿新台币, 同比-11.11%, 其中硬板 CCL 厂商实现营收 314.91 亿新台币, 同比-11.47%; FCCL 厂商实现营收 9.71 亿新台币, 同比+2.63%。硬板 CCL 厂商中, 联茂和台耀受益于 5G 基站高频高速材料需求, 营收保持高增长, 联茂 4 月实现营收 24.30 亿新台币, 同比+23.41%; 台耀 4 月实现营收 18.74 亿新台币, 同比+24.31%。

图表 30 硬板 CCL 厂商合计营收及增速情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 31 FCCL 厂商合计营收及增速情况



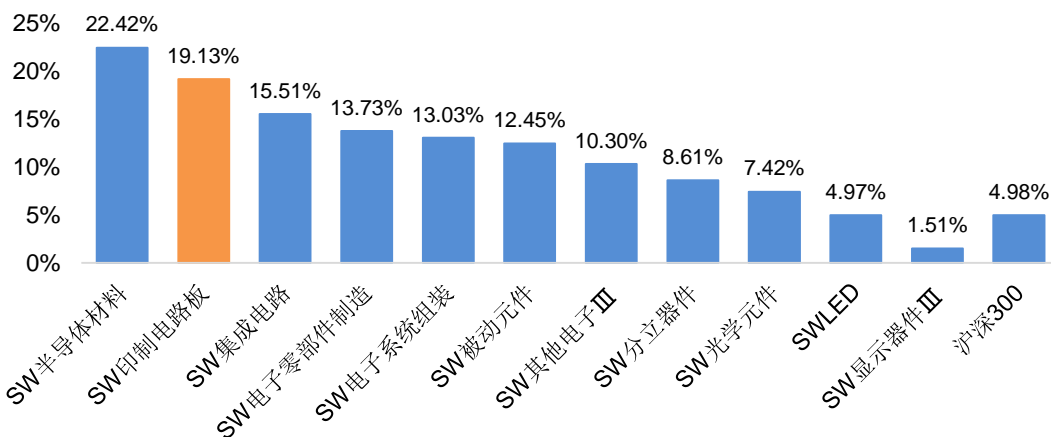
资料来源: wind, 华创证券

## 二、相对收益显著，机构持仓持续增加

### （一）市场表现分析

2020年4月电子子行业中，涨幅最大的是半导体材料(22.42%)，跌幅最大的是显示器材(1.51%)。PCB 板块涨跌幅为 19.13%，沪深 300 指数涨跌幅为 4.98%，PCB 板块跑赢沪深 300 指数 14.16 个百分点，在电子子行业中排序 2/11，相对收益显著。

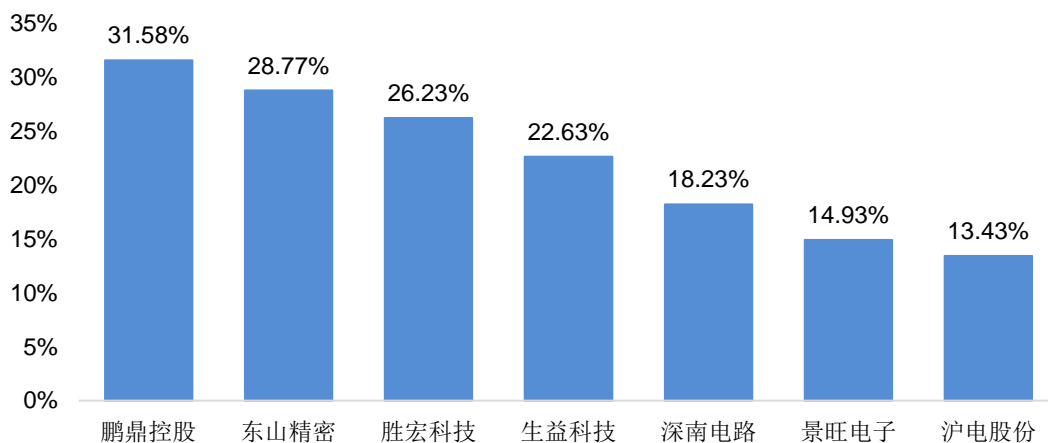
图表 32 SW 电子子行业 2020 年 4 月涨跌幅



资料来源：wind，华创证券

重点个股表现方面，2020年4月涨幅前3的个股分别是鹏鼎控股(31.58%)、东山精密(28.77%)、胜宏科技(26.23%)，沪电股份2020年4月涨幅达到13.43%，跑赢沪深300指数。

图表 33 重点个股 4 月涨跌幅情况



资料来源：wind，华创证券

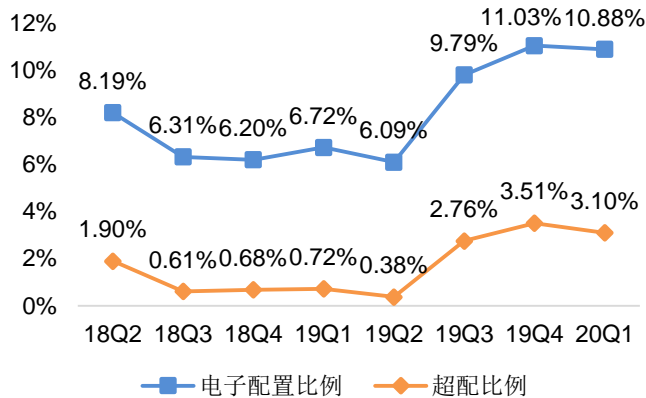
### （二）机构持仓

电子板块持续超配，2019年末公募基金在电子板块配置比例达到11.03%，超配比例3.51%，2020年一季度末电子板块配置比例达到11.03%，超配比例3.51%；其中2020年一季度末公募基金在PCB板块配置比例达到0.98%，超配



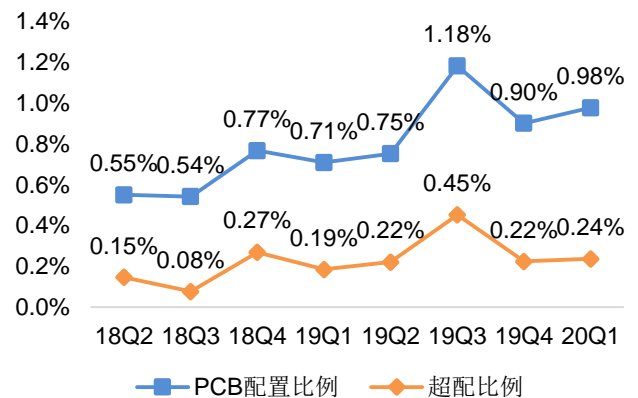
比例 0.24%，相较于 2019 年末有所增加。

图表 34 2018Q2-2020Q1 公募电子板块持仓比例情况



资料来源: wind, 华创证券

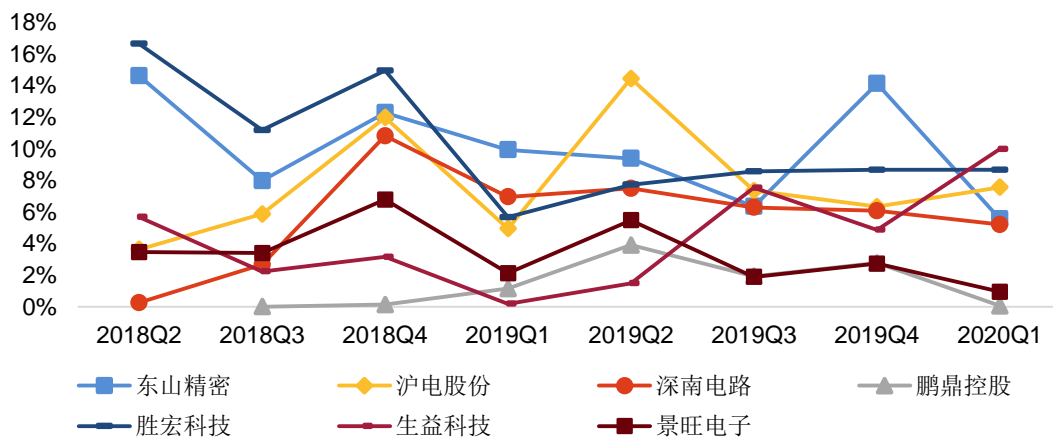
图表 35 2018Q2-2020Q1 公募 PCB 板块持仓比例情况



资料来源: wind, 华创证券

重点个股方面，生益科技 2020Q1 公募持股比例环比增加最多（+5.12%），其次为沪电股份（+1.22%），除生益科技和沪电股份外，其他公司公募持股比例均出现不同程度下滑，其中东山精密下滑最大，环比减少 8.56%。

图表 36 重点个股公募持仓市值占总市值比例情况

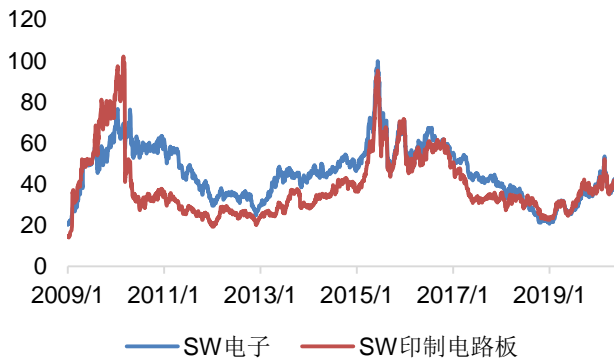


资料来源: wind, 华创证券

### （三）估值分析

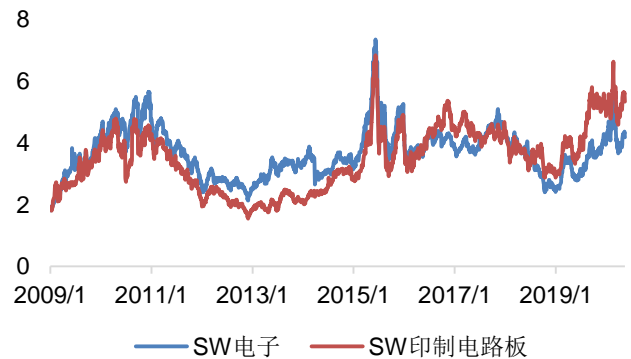
截至 2020 年 5 月 18 日收盘，SW 电子市盈率 PE-TTM（整体法，剔除负值）为 40.95，SW 印制电路板市盈率 39.49 倍。SW 电子市净率 PB-MRQ（整体法，剔除负值）为 4.19，SW 印制电路板市净率 5.35 倍。

图表 37 电子市盈率 TTM (整体法, 剔除负值)情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 38 电子市净率 MRQ (整体法, 剔除负值)情况



资料来源: wind, 华创证券

通信 PCB 公司 PE、PB 按总市值加权, 截至 2020 年 5 月 18 日收盘, 通信 PCB 市盈率 PE-TTM 为 52.70, 较 SW 印制电路板市盈率高出 13.21; 通信 PCB 市净率 PB 为 12.36, 较 SW 印制电路板市净率高出 7.01。从估值水位看, 通信 PCB 板块 PE/PB 估值处于历史偏高水平, 但考虑到行业景气度仍在高位, 不考虑估值提升, 业绩增长确定性仍在, 估值中枢有望维持高位。

图表 39 通信 PCB 市盈率(TTM)情况



资料来源: wind, 华创证券

图表 40 通信 PCB 市净率(MRQ)情况



资料来源: wind, 华创证券

### 三、景气展望: 通信景气延续, 医疗设备类增长强劲, 静待汽车和消费电子回暖

从下游应用看, 通信板是唯一景气度持续向好的领域, 主要得益于 5G 基础设施建设, 5G 基站建设从 2019 年开始, 2020 年持续放量, 国内在疫情后加速推进 5G 建设, 海外复工进度较慢, 预计基站建设高峰在 21 年出现, 根据过去 3G/4G 建设周期, 我们预计 5G 基站建设高峰在 21-22 年出现。

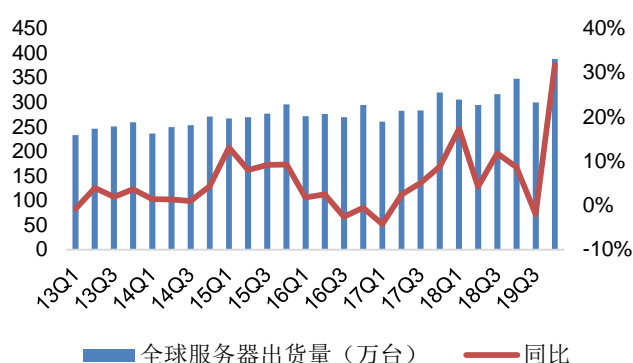
图表 41 PCB 终端市场景气展望

	驱动因素	2018-2023 CAGR (第三方)	2020景气展望
基站、数据中心	5G基站建设/ 云计算	3-5%	向上
消费电子	5G手机渗透率 可穿戴设备	2-4%	先降后升
汽车	新能源车渗透率 自动驾驶/车联网	5-8%	向下
工控医疗	新冠疫情	3-5%	维持

资料来源: TTM 年报, 华创证券

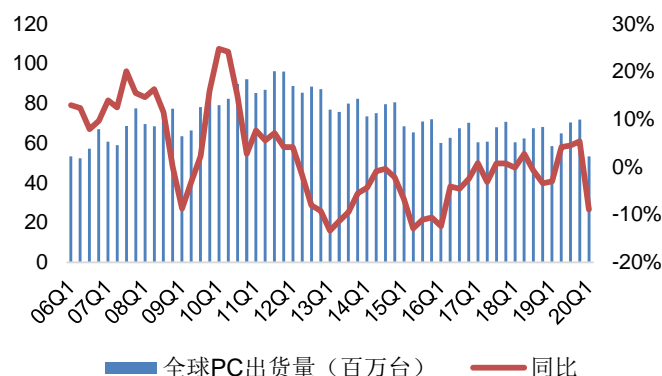
服务器有望接力基站建设, 通信板景气周期有望穿越 5G 建设。2019Q4 全球服务器出货量同比增长 31.75% 至 387.8 万台。根据 IDC 数据, 2019Q4 相比前三季度服务器市场表现明显增长, AI、混合云等新兴应用的采购需求更趋旺盛, 适合上述应用场景的机架式服务器领跑四季度的增长, 受此影响, 2019 年浪潮销售额增长 18.1%, 市场份额达到 7%, 是全球唯一保持两位数增长的主流厂商。2020Q1 全球 PC 出货量 5324 万台, 同比-8.97%, 随着疫情趋缓, PC 出货量有望回升。疫情期间, 远程办公、在线教育增长较快, 对云计算需求拉动明显。

图表 42 全球服务器当季出货量及增速



资料来源: wind, 华创证券

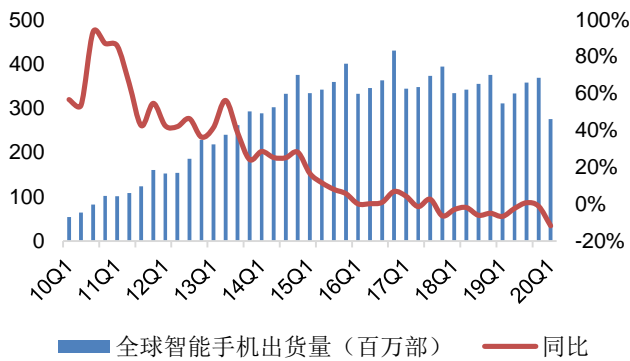
图表 43 全球 PC 当季出货量及增速



资料来源: IDC, 华创证券

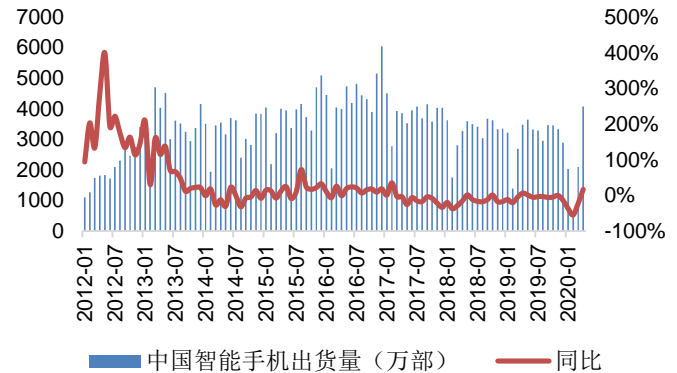
2020Q1 全球智能手机出货量为 2.76 亿台, 同比-11.70%, 受疫情冲击影响, 2020 年 1-3 月中国智能手机出货量同比-36.60%/-54.70%/-21.90%, 随着疫情缓解, 智能手机出货量开始回暖, 4 月份出货量达到 4078.2 万台, 同比+17.20%, 其中 5G 手机出货量达到 1638.40 万台, 对智能手机出货量起到明显的带动作用。疫情在海外冲击较大, 智能手机市场今年预计下滑, 但 5G 手机仍将呈现结构性增长, 疫情结束后智能手机有望恢复增长态势。

图表 44 全球智能手机当季出货量及增速



资料来源：IDC，华创证券

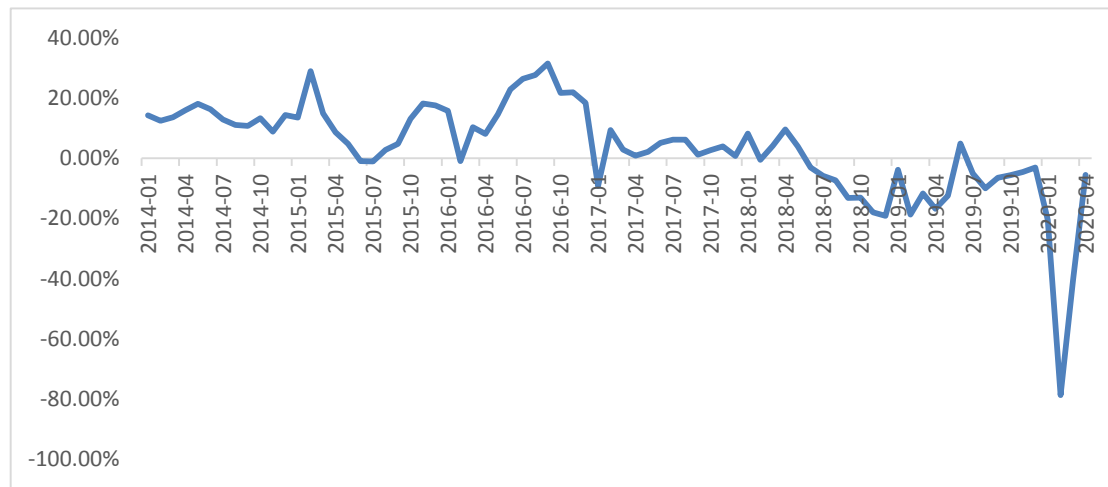
图表 45 中国智能手机当月出货量及增速



资料来源：工业和信息化部，华创证券

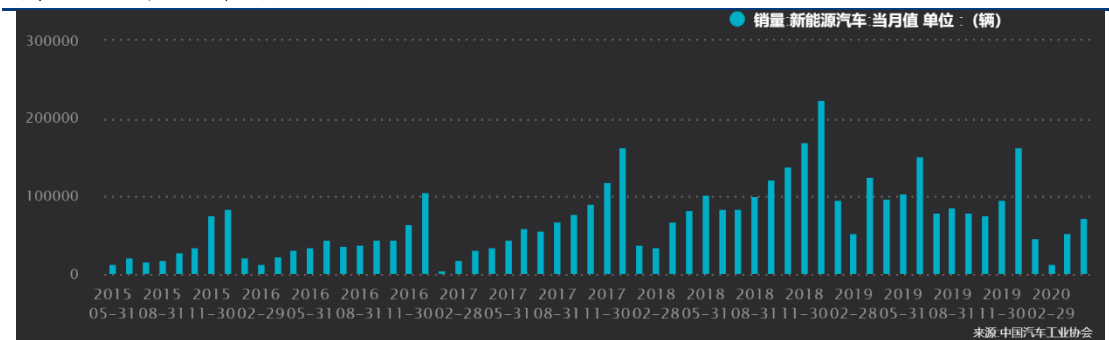
汽车板市场陷入衰退，全球疫情扩散对汽车消费冲击明显，国内率先复工，但汽车消费同比仍未转正，经济恢复尚需时间，消费者对于耐用品消费信心不足。从生产端看，海外疫情尚未见到明显拐点，汽车工厂复工缓慢，需求低迷下，部分车企通过裁员缩减开支。但从 5 月起，欧洲部分工厂陆续开始复工，汽车板订单略有恢复，展望全年，汽车销量依然不容乐观，但新能源车渗透率提升趋势明显，伴随特斯拉持续降价，新能源车销量有望率先转正，对汽车板需求拉动积极。

图表 46 狭义乘用车当月销售同比



资料来源：wind，华创证券

图表 47 新能源车销量当月值（辆）



资料来源：wind，华创证券

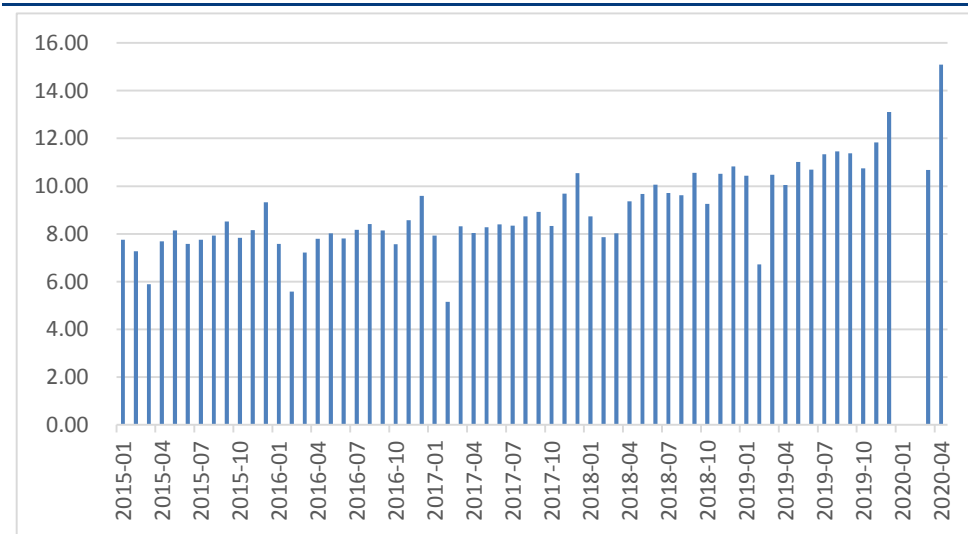
受新冠疫情影响，医疗设备类需求一季度增长强劲，红外测温仪器、呼吸机等出货增长较好，3 月疫情在海外扩散后，国内大量企业出口订单显著增长，预计二三季度防疫相关的医疗设备类器械仍将维持较快增速，从产业调研看，部分企业表示来自医疗设备类 PCB 订单较好。

图表 48 国外疫情新增趋势图



资料来源：wind，华创证券

图表 49 医疗仪器及器械出口金额（亿美元）

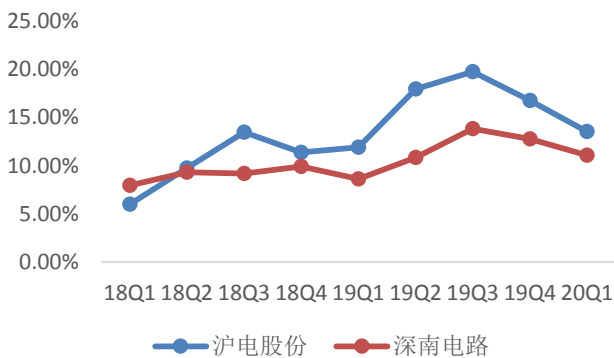


资料来源：wind，华创证券

#### 四、通信 PCB 的盈利能力探讨

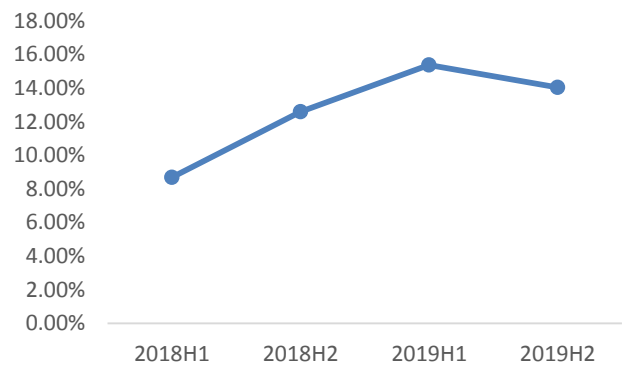
2018 年中报沪电股份业绩超预期开启了通信板的景气上行期，随后深南电路业绩增长加速，5G 驱动下的通信 PCB 厂商纷纷进入盈利上行周期，净利率提升显著。目前行业上行周期已经持续接近 6 个季度，市场高度关心当前极好的盈利能力是否存在估值陷阱，也即目前超高的盈利能力是否会回归自身和行业均值水平。特别是 19 年 Q4 基站版本降级后，高端产品需求下降，平均单价下跌，主要公司毛利率短期有影响，市场关心通信 PCB 龙头企业净利率能否超越 19Q3 水平。

图表 50 深南沪电季度净利率趋势



资料来源: wind, 华创证券

图表 51 生益电子净利率趋势



资料来源: wind, 华创证券

要解决这一问题，我们需要复盘公司净利率提升的原因，观察这些根本逻辑是否发生改变。

- 1、5G 时代通信板由普通板升级到高多层的高频高速板，竞争厂商少，产品单价及盈利性提升。
- 2、下游整体需求向好，产能稼动率提高，供需形势紧张推动产品结构优化升级，毛利率提升。

本轮行业景气是由 5G 建设拉动，供需格局是企业盈利能力的核心变量。

**需求侧:** 在行业景气展望中我们分析过，按照各国 5G 建设节奏和运营商资本开支计划，5G 基站需求有望在 21-22 年见顶，但数据中心/服务器等需求主要跟随云计算趋势，数据流量是核心驱动，其周期性相对较弱。伴随 5G 网络的完善，应用层有望快速爆发，相应的服务器数据处理需求会进入快速增长阶段。目前已经看到云计算在疫情催化下加速向上，结合基站侧建设进度，需求侧景气能见度至少可以到 2021 年。

**关于基站版本降级问题:** 2019 年是 5G 建设元年，初代基站版本造价较高，性能指标尚处于进化阶段，出于控制成本考虑，在满足性能条件下需要降低不必要的高端原材料，因此 PCB 降级至普通多层板。展望后市，5G 网络最核心的特点是大带宽和高速数据传输，基站是无线数据传输的核心节点，高速材料需求必然增加，从服务器侧可以得到验证，主流架构下的平台逐步升级背板材料，高速材料等级和用量都在持续升级。未来基站版本有望逐渐定型，高多层 PCB 应用下降空间较小。考虑基站的绝对增量依然较大，20 年 5G 基站数量较 19 年有望增长 3-4 倍，高多层高速 PCB 需求依然保持较快增长。

**供给侧:** 高端通信板主力供应商为深南电路、沪电股份、生益电子三家，根据产业调研反馈三家合计份额占比约 70%。从产品结构上看，三家通信板以高多层为主，包括高频高速板。就三家公司产能而言，目前看三家产能均有不同程度增长。深南电路目前有南通二期，已于 20 年 3 月投产，规划产能 58 万平/年，预计年产值 15.1 亿。生益电子在建产能为江西吉安项目，两期项目合计 180 万平/年，一期 70 万平产能预计在 20 年 3 季度投产。沪电股份目前有黄石一厂仍在产能爬坡期，未来青淞厂有扩产计划，未来可释放产能增幅约 20-30%。整体而言，三家主力通信板厂商产



能扩张比例仍然无法满足行业高峰期需求。

#### 新进入者威胁:

伴随通信板供需形势趋紧,供应链盈利能力大增,交货周期拉长,华为中兴等通信设备厂商急需培育新的供应商分散供应风险并压缩成本空间。目前来看,基站侧景旺电子和崇达技术是进展较快的两家企业,分别通过华为和中兴认证,但目前供应量和料号依然偏少。我们认为 PCB 与芯片有异曲同工之处,产品类别极多,仅高端产品技术壁垒高,具备超额盈利能力,而因为技术指标不断迭代升级,高端制程的加工难度呈指数级递增,其形成的技术护城河是追赶者无法在短期消除的。深南沪电、生益电子的技术积累时间较长,其在高多层领域形成了长期的领先优势,尤其在超多层板上良率较为稳定,过去超多层市场相对较小,需要大量研发投入才能量产,二线品牌无法进入。我们关注到景旺的产品逐渐从中低层向中高层产品过渡,但这一过程需要时间,从产业调研看,目前景旺供应的料号依然偏少,其高多层产能仍在建设中,未来从投产到大批量供货仍需时间。崇达技术与中兴通讯合作紧密,目前在小批量供应,由于缺乏大批量生产高多层板的经验,公司未来能否在大批量生产时保证良率和成本优势仍需进一步观察。从长远来看,国内管理较为优秀的二线品牌如景旺东山等必然会在高多层领域展开竞争,但这一过程不会很快实现,核心原因在于量产的良率和成本存在差距,而考虑到行业需求仍在快速爆发中,1-2 年内行业竞争格局没有大的变化。

综合来看,需求侧目前可以观察到依然很景气,5 月的基站招标正在进行中,届时可以观察最新的行业需求和供应格局。而供给侧当前除了三大厂商老厂的结构改善和产能爬坡外,仅有深南南通二期的数通板产能,新进入的景旺和崇达目前供应量依然偏小,产业调研反馈目前交货依然处于紧张状态,企业盈利在疫情冲击下韧劲十足,二季度盈利有望再创新高,龙头通信板厂商在供需偏紧下有望维持较长周期的盈利能力。

## 五、重点公司跟踪

### 东山精密: 软板份额稳步增长, 数通板成长加速

公司 2020 年一季度实现收入 51.3 亿 (YOY+14.2%), 归母净利润 2.08 亿 (YOY+ 4.4%), 扣非归母净利润 1.36 亿 (YOY+ 40.6%)。同时预告 20H1 扣非 3.79 亿~4.33 亿 (YoY +40%~60%), Q2 扣非净利润 2.43 亿~2.97 亿 (YoY +40%~70%), 定增已获证监会审核通过。

一季度业绩逆势增长主要受益于大客户软板份额持续提升, Multek 受益于通信板景气向上, 在手订单饱满, 经营质量持续改善; 考虑防疫费用及爱心捐款影响, 公司经营性利润实际更好; 面对 Q2 的行业不确定性, 得益于 Multek 利润释放和 Mflex 份额的持续提升, 公司仍然预告了超预期的中报指引, 显示了其对自身 alpha 的强大自信, 有望继续逆势实现较好增长。公司定增已经获得发审委通过, 预计实施后对公司财务状况有较好改善。

Mflex 成长逻辑确认, 疫情冲击下国内供应链份额有望加速提升。新冠疫情对产业链冲击明显, 竞争对手一季度均有不同程度下滑, Mflex 凭借卓越的内部管理和外部保障交付能力, 逆势取得高成长, 凸显了其行业领先的竞争实力。管理层依托自身技术和资本优势前瞻布局 MPI 产品, 聚焦大客户手机以及其他创新硬件 (Airpods、Pad、Watch 等) 业务, 拿下 3D 摄像头/MPI LCP 天线等诸多核心大价值量软板料号; 随着日系软板厂商竞争力/资本开支能力的不断下滑, 其份额和料号有望持续向 mflex 倾斜, 行业未来有望形成 mflex 与鹏鼎“二龙戏珠”的新产业格局。

5G 新基建提速, 通信板溢出效应凸显, Multek 迎来发展良机。远程办公、在线教育等在疫情期间快速爆发, 数据中心需求增长提速, 拉动相应 PCB 出货增长。Multek 作为技术和客户储备全球一流的 PCB 大厂, 其在 5G 通信/新一代服务器/5G 终端 ELIC HDI 均有丰富的产能和客户储备, 2020 年有望上演三重奏。公司确立聚焦大客户战略, 随着贸易战的缓和 5G 浪潮的演进, 公司天时地利人和俱备, 其业绩潜力有望逐步释放。

5G 建设驱动基站滤波器爆发, 卡位介质滤波器优享建设周期红利: 公司作为介质滤波器龙头卡位优势凸显, 自 18

年 12 月份以来艾福开始批量供应华为、爱立信等大客户，利润率显著高于传统滤波器；目前公司 2.6G/3.5G 介质滤波产能有序扩充，有望充分受益 5G 基站建设加速周期，最大程度分食产业红利。

#### 鹏鼎控股：产业链主动补库跌加新机备货驱动 4 月高成长

鹏鼎公告 2020 年 4 月营收 22.6 亿，同比增长 42.33%，2020 年 1-4 月累计营收 62.33 亿，同比增长 7%

苹果产业链在一季度疫情冲击下加大安全库存备货，产业链 3-4 月拉货强劲，公司产能稼动率持续攀升，得益于苹果积极推行低价策略，SE2 销量超预期，4 月备货积极；疫情冲击海外供应链，国内工厂率先复工，转单效应凸显，公司份额持续提升。

**产品结构持续改善，毛利率稳步提升。**一季度以来 AirPods、iPad、Mac 等消费电子产品景气度持续向好，软板价值量稳步提升，展望二季度，在手订单依然较好，但三季度传统旺季能见度较差，疫情对全球供应链扰动较大，5G 新机可能推迟。但随着海外疫情逐渐得到控制，欧洲等地经济开始重启，行业至暗时刻已过，AirPods、iPad 及 SE2 备货有序推进，苹果财报凸显终端竞争力，下半年 5G 版 iPhone 依然值得期待，LCP 传输线、SLP 主板升级都将带来单机 ASP 提升，公司在新料号获取份额确定性较强，待疫情冲击过后，5G 手机出货仍将恢复增长。苹果终端中 AirPods/Watch/Pad 增长势头依然强劲，拉动相应的软板需求增长，下半年 iPad Pro 发布，公司为其 miniLED 背板提供的超薄 HDI 有望提供增量价值，未来 miniLED 渗透率提升，公司有望保持领先优势。

**产能持续扩张，份额稳健成长。**2020 年，公司预计资本支出额为 49.8 亿，较 19 年资本开支 38.8 亿显著增长，创历史新高。公司在手货币资金 67.9 亿，现金流良好。主要计划投资项目为：总部大楼建设项目、深圳二厂建设项目、庆鼎精密电子（淮安）有限公司柔性多层印制电路板扩产项目、宏启胜精密电子（秦皇岛）有限公司高阶 HDI 印制电路板扩产项目、多层软板生产线、淮安综保园区硬板厂转型项目、淮安超薄线路板投资项目等。

#### 深南电路：南通二期顺利投产，通信板持续高景气

公司 2020 年 Q1 收入 25 亿，同比增长 15.5%，归母净利润 2.77 亿，同比增长 48%

一季度 5G 基站与 IDC 需求共振，通信板交货周期继续拉长。公司复工以来产能恢复较快，预计二季度收入有望创新高。Q1 业绩增长主要来自南通一期的超预期产能爬坡，无锡载板厂投产后营收有一定贡献，核心驱动因素在于下游基站和数据中心建设对通信板需求拉动显著，公司产品结构持续改善，产能利用率持续提升。

疫情冲击复工，收入和毛利率环比略有下滑，全年有望逐季改善。受疫情影响公司节后复工进度有所推迟，其中深圳工厂于 3 月初恢复到 9 成产能，南通和无锡厂同期约 8 成产能，对 2、3 月产值有一定拖累，目前公司已经完全复工，下游订单交货紧张，目前 5G 新基建支持政策频出，国内 5G 基站建设目标预计在 60-80 万站，增量需求可观，二季度产能利用率有望维持高位，深南在高端多层板竞争优势显著，产品结构有望持续改善，毛利率有望超过 19Q4 高点。

南通二期投产进度并未受疫情影响，3 月中旬进入试生产以来爬坡较为顺利，一季度在远程办公、在线教育拉动下，云计算需求加速，服务器出货增长强劲，随着 5G 网络建设完善，数据中心景气正在加速上行，南通二期定位于高端数通板，弥补之前产能不足，且数通板盈利能力较基站板更好，预计南通二期产能爬坡时间较快，完全满产后预计年收入 15 亿，利润 3 亿。

载板业务稳步发展，疫情冲击后国产替代有望加速。公司无锡载板厂于 19 年 6 月投产，目前仍在产能爬坡中，存储客户已经占比过半，疫情冲击下海外存储厂及供应链停工，国内存储产业有望加速国产替代进程，载板业务已与长存开展合作，未来供货放量可期。

可转债发行完成，财务状况进一步改善。公司 15.2 亿可转债于 19 年底发行完成，资金状况大幅改善，目前下游通

信板基站+IDC 景气持续提升，公司中期产能仍有进一步扩张需求，当前在手资金充裕，产能扩张有望加速推进。

#### 生益科技：成本下行改善毛利，高频高速加速国产替代，PCB 扩产在即

公司 2020 年一季度实现收入 30.7 亿，同比增长 12.3%，归母净利润 3.39 亿，同比增长 36.1%，扣非归母净利润 3.43 亿，同比增长 53.2%。

公司一季度受春节假期及疫情影响，开工率略有下降。单季度毛利率 28.67%，创历史新高，主要系中高端产品占比持续提升，高频高速 CCL 增长强劲，同时一季度原材料价格下降，但中高端产品价格维持在 19 年 4 季度较高水平，盈利价差略有扩大。展望二季度，5G 新基建驱动基站服务器 CCL/PCB 持续高景气，短期订单无忧，成本端持续下行，毛利率有望维持高位。从产业调研反馈看，普通 FR4 覆铜板由于成本端下行价格略有下降，高频覆铜板受下游需求拉动价格略有上涨。产能方面九江、陕西新增产能已经投放，覆铜板行业竞争格局持续改善，生益作为中高端产品龙头积极拓展提高市场份额。高频高速 CCL 在华为体系导入加速，中美贸易争端下国产替代空间打开，生益技术实力已经达到国际领先水平，预计高频高速 CCL 出货有望维持较快增长。

生益电子一季度利润约 1.2 亿，同比增速超过 50%，生益电子 PCB 业务 19 年产品结构显著改善，平均单价 3903 元/平米，大幅提升 90%。生益电子除在东城工厂技改扩张外，其在江西吉安扩建合计 180 万平产能，预计一期 70 万平在 Q3 投产，产能瓶颈得到解决后公司收入利润将快速提升。生益电子拆分上科创板正有序推进，预计分拆完成后公司独立自主性加强，激励机制落实到位，公司有望进入快速发展通道。

#### 景旺电子：珠海富山顺利扭亏，大客户导入加速推进

公司 2020 年一季度实现营收 14.4 亿元，同比+9%，归母净利 2.2 亿元，同比+21%；扣非归母净利润 2.0 亿，同比+18%。

一季度公司营收同比实现增长，环比略有下滑，主要受疫情影响复工节奏。5G 基建持续扩容，公司在大客户开拓方面进展顺利，新料号导入提高稼动率。通信侧需求依然景气，基站与服务器数据中心需求共振，下游客户亦在积极导入供应商保证供货，景旺在产品品质和成本上具备较大优势，未来有望进一步扩大料号市场份额。

软板业务逆势增长，珠海富山工厂成功扭亏。富山工厂历经 1 年时间完成技改整合，随着高端产品导入，单价显著提升，人均产值大幅提高。新客户开拓进展良好，非手机业务比例持续提升，尽管疫情对需求有一定冲击，但整体软板业务逆势取得增长，未来公司进一步加强大客户直供，开拓多层软板和软硬结合板，提升软板盈利能力。

产能稳步扩张，高端产品不断扩容。公司目前在建产能有珠海高多层、高端 HDI 工厂和龙川 FPC 二期，其中高多层项目预计 6 月完成厂房建设，年底进入试生产，高端 HDI 和龙川 FPC 二期有望在 21 年上半年投产，其主要面向智能手机中高端品牌，5G 手机渗透率提升，软板和主板有望迭代升级。

#### 胜宏科技：产业资本汇聚，成长进入快车道

公司 2020 年 Q1 营业收入 9.54 亿元（YoY+22.85%）；归母净利润 1.04 亿元（YoY+7.82%）。预计 2020 年 H1 实现营收 20.71~22.30 亿元（YoY+30~40%）；归母净利润 2.53~2.75 亿元（YoY+15%~25%）。

公司拟定增 25 亿元引入战略投资者，助力公司发展。本次引入战投对象包括：东鹏投资、TCL 投资、融创岭岳、南方天辰、红土基金、深创投、宇胜投资、广发信德、广东新动能、旗昌投资、瑞泰投资、华菱投资、成都恒裕达。本次拟引入的战略投资者具备丰富并优质的产业和客户资源，有利于公司强化技术优势、重塑客户结构、完善供应链体系，大幅提升公司综合竞争力。定增完成后公司财务结构有望得到优化，资本开支能力增强，百亿“智造”园区建设计划加速推进。



5G 手机渗透率仍在快速提升，公司前瞻性布局 HDI 工厂重塑业绩天花板。需求端看：1.ELIC HDI 和 SLP 主板已成 5G 手机标配；2.硬件及功能创新迫使 4G 手机由中低阶 HDI 主板向高阶 HDI 主板跃迁，预计 2020 年手机 HDI 主板将有 515 亿市场规模。供给端看：行业多年来新增 HDI 产能稀少，供需失衡下有望催生涨价预期。公司于 2019 年 H2 顺利投产 HDI 工厂一期，并将于未来两年持续释放 HDI 产能，有望受益 HDI 市场紧缺带来的产业红利。

20 年是 5G 基站建设大年，叠加 5G 云计算驱动显卡、服务器需求强劲，料将带动 PCB 产业景气上行。公司在新能源汽车、服务器、工控等高附加值领域积极布局，已凭借产品优势，顺利导入特斯拉、思科、浪潮等大客户，随着公司在未来两年高端产能释放，公司有望实现大客户业务份额和 ASP 双提升。

## 六、风险提示

疫情持续扩散，全球经济陷入衰退，5G 建设进度不及预期，智能手机出货不及预期，行业竞争加剧，价格下跌风险，中美贸易摩擦加剧。

## 电子&海外科技组团队介绍

### TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2019 年带领团队获得新财富电子行业第五名，2016 年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017 年加入华创证券研究所。

### 研究员：葛星甫

上海财经大学经济学硕士。2 年 TMT 研究经验。2019 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：岳阳

上海交通大学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
上海机构销售部	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500