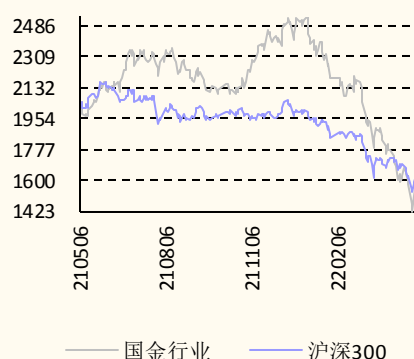


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金电子指数	1588
沪深 300 指数	4016
上证指数	3047
深证成指	11021
中小板综指	10960


相关报告

- 1.《行业持续高景气，看好半导体与高成长龙头-TMT双周报 2022...》，2022.5.2
- 2.《HPC 和汽车业务增长仍强劲，看好受益产业链-创新中心双周报》，2022.4.16
- 3.《三电+域控是价值核心，大陆 PCB 迎变革机会-汽车 PCB 行业深...》，2022.3.31
- 4.《新能源车 Q1 淡季不淡，京东方精电业绩亮眼-汽车电子双周报》，2022.3.27
- 5.《看好新能源、智能汽车及服务器产业链机会-国金证券创新技术中心...》，2022.3.20

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003
dengxiaolu@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004
liuyanxue@gjzq.com.cn

盈利修复已初步显现，估值已至历史底部区间

投资建议

- **行业策略：**我们认为 PCB 行业在 22Q1 已经显现出盈利修复趋势，同时当前估值已经跌至历史底部区间，基本面和估值性价比优于电子行业平均水平，在第二季度整体投资逻辑应当重点把握盈利修复逻辑，在此基础上关注汽车、服务器、载板等长期逻辑。
- **推荐组合：**考虑到各类公司的盈利修复空间、估值的安全边际和业务布局情况，我们推荐世运电路、沪电股份、生益电子、深南电路、景旺电子。

行业观点

- **产业链需求弱化对中上游形成负反馈。**整个 PCB 产业链 22Q1 业绩从下往上看，中下游 PCB 企业盈利开始修复（营收同比+14%，扣非归母净利润同比+31%，后同）、中游 CCL 利润受挤压（+1%，-40%）、上游铜箔（+26%，+58%）等增速放缓，很明显整个产业链的边际变化方向已经从“供给驱动的上游向下游传导价格”过渡到“需求驱动的下游向上游反馈弱化效应”，边际变化核心变量从供给变为需求。
- **22Q2 多种需求仍承压，材料成本有松动迹象。**需求来看，我们认为在战争和芯片等问题未得到显著改善的情况下，疫情的反复加重了下游消费需求和终端制造需求的低迷，其中：1）手机，22Q1 全球出货量同比下滑 9%，并且各大终端数据厂商在 Q1 末和 Q2 初调减全年增长预期，Q2 预期比 Q1 更差；2）PC，22Q1 全球出货量同比下滑 5%，加上 4 月 PC 品牌厂商预期下调 Forecast 以及上海疫情对供应产生负面影响，需求或继续保持下探态势；3）22Q1 国内汽车销量同比持平，4 月第 1~3 周零售量和批发量分别同比-32%\-39%\-46%和-39%\-51%\-61%，并且在多家主机厂 4 月停工停产和向消费者涨价的情况下，Q2 汽车产业链环比或更差。原材料成本来看，伦铜价格在 4 月已经出现了松动、走下了 1 万美元/吨的高位区间。结合需求和成本的变化情况，我们认为当前 PCB 行业正处于从“需求弱化程度大于成本改善效应”的阶段向“需求弱化放缓而成本改善突出”阶段演进的过程中，我们判断基本面显著改善将发生在 Q2 末或 Q3 初。

- **PCB 基本面优于电子行业，估值已处于底部区间。**从基本面的角度，PCB 行业 22Q1 的营收\归母净利\扣非归母净利润的平均同比增速为 14%\22%\31%，而申万电子行业对应的平均同比增速为-1%\-10%\-10%，并且有 65%的 PCB 公司同比增速居于申万电子行业平均偏上的位置（其中 12%~19%的 PCB 公司同比增速居于申万电子前 20%水平），因此整体来看 PCB 行业业绩增速优于电子行业平均水平。从估值的角度，PCB 行业的估值水平已经位于接近最小值的底部区间，且 PCB 行业平均 PE（TTM）和平均 PE（TTM，扣非净利）水平分别为 28 倍和 32 倍，对于申万电子行业平均的 52 倍和 88 倍来说明显更低，相对来看也有 81%的 PCB 公司估值低于申万电子行业的中位数（其中 35%~46%的 PCB 公司估值低于申万电子前 20%），整体来看 PCB 行业的估值水平低于申万电子平均水平。综合基本面业绩和估值情况，我们认为 PCB 行业整体基本面优于电子行业平均，但当前估值水平却居于历史相对较低的区间，且明显低于电子行业平均，在基本面更优但估值更低的情况下，我们认为 PCB 行业具备投资的价值。

风险提示

- 景气度大幅下滑；疫情导致产销受阻；原材料价格居高不下；竞争加剧导致盈利不及预期。

内容目录

1、行业回顾：产业链需求弱化对中上游形成负反馈	4
1.1、上游材料盈利保持，CCL 利润受挤压，PCB 盈利开启修复	4
1.2、需求边际弱化主要见于手机、PC 和汽车	6
2、22Q2 多种需求仍承压，材料成本有松动迹象	9
2.1、疫情导致停工停产，22Q2 需求继续承压	9
2.2、上游材料价格已有松动迹象	12
3、PCB 基本面优于电子行业，估值已处于底部区间	13
3.1、基本面优于电子行业平均，排名分位数中等偏上的公司超过一半	13
3.2、PCB 估值水平已到历史较低位置，整体水平低于电子行业平均	15
3.3、投资策略：盈利修复仍然是关注重点，长期可关注成长细分领域	17
4、投资建议及风险提示	20
4.1、投资建议	20
4.2、风险提示	21

图表目录

图表 1: PCB 产业链上中下游	4
图表 2: LME 铜价走势 (美元/吨)	4
图表 3: A 股铜箔营收同比增速	4
图表 4: A 股铜箔毛利率和净利率	4
图表 5: A 股 CCL 营收同比增速	5
图表 6: A 股 CCL 毛利率和净利率	5
图表 7: A 股 PCB 营收同比增速	5
图表 8: A 股 PCB 毛利率和净利率	5
图表 9: PCB 产业链发展阶段示意图	6
图表 10: 全球智能手机季度出货量 (百万台)	6
图表 11: 全球智能手机出货量季度同比增速	6
图表 12: 国内手机月度出货量 (百万台)	7
图表 13: 2022 年国内手机出货量月度同比增速	7
图表 14: 全球 PC 季度出货量 (万台)	7
图表 15: 全球 PC 出货量季度同比增速	7
图表 16: 广达 PC 组装月度出货量 (万台)	7
图表 17: 广达 2022 年 PC 组装出货量月度同比增速	7
图表 18: 仁宝 PC 组装月度出货量 (万台)	8
图表 19: 仁宝 2022 年 PC 组装出货量月度同比增速	8
图表 20: 纬创 PC 组装月度出货量 (万台)	8
图表 21: 纬创 2022 年 PC 组装出货量月度同比增速	8
图表 22: 英业达 PC 组装月度出货量 (万台)	8

图表 23: 英业达 2022 年 PC 组装出货量月度同比增速.....	8
图表 24: 和硕 PC 组装月度出货量 (万台)	9
图表 25: 和硕 2022 年 PC 组装出货量月度同比增速	9
图表 26: 国内汽车月度销量 (万辆)	9
图表 27: 国内汽车销量月度同比增速	9
图表 28: 全球 PC 出货量同比增速—22Q1 和全年预期对比.....	10
图表 29: 国内 1-3 月汽车零售和批发量同比增速.....	11
图表 30: 国内 4 月前三周汽车零售和批发同比增速.....	11
图表 31: 信骅 2022 年前三月营收同比增速.....	12
图表 32: LME 铜 4 月走势 (美元/吨)	12
图表 33: 申万电子与 PCB 行业 22Q1 同比增速对比.....	13
图表 34: PCB 厂商 22Q1 营收增速在申万电子排名	14
图表 35: PCB 厂商 22Q1 营收增速排名分位.....	14
图表 36: PCB 厂商 22Q1 归母净利增速在申万电子排名	14
图表 37: PCB 厂商 22Q1 归母净利增速排名分位.....	14
图表 38: PCB 厂商 22Q1 扣非净利增速在申万电子排名	15
图表 39: PCB 厂商 22Q1 扣非净利增速排名分位.....	15
图表 40: PCB 当前 PE (TTM) 与历史估值对比.....	15
图表 41: PCB 当前 PE (TTM, 扣非) 与历史估值对比	15
图表 42: 申万电子与 PCB 行业 22Q1 同比增速对比.....	16
图表 43: PCB 厂商 PE (TTM) 在申万电子排名	16
图表 44: PCB 厂商 PE (TTM) 排名分位	16
图表 45: PCB 厂商 PE (TTM, 扣非) 在申万电子排名	17
图表 46: PCB 厂商 PE (TTM, 扣非) 排名分位.....	17
图表 47: A 股 PCB 公司 22Q1 毛利率相对历史平均水平.....	17
图表 48: 汽车 PCB 价值量升级的逻辑示意图.....	18
图表 49: 特斯拉 Model 3 用 PCB 的逻辑分布 (估测)	18
图表 50: 电动化+智能化汽车 PCB 单车价值量提升情况.....	19
图表 51: 全球汽车 PCB 产值	19
图表 52: 服务器升级情况.....	19
图表 53: 不同层级 PCB 板单价对比 (美元/平方米)	20
图表 54: 国内主要载板厂商市占率情况分布.....	20
图表 55: A 股 PCB 公司汽车占比排序.....	21
图表 56: A 股 PCB 公司服务器占比排序	21
图表 57: A 股 PCB 公司载板占比排序.....	21

1、行业回顾：产业链需求弱化对中上游形成负反馈

1.1、上游材料盈利保持，CCL 利润受挤压，PCB 盈利开启修复

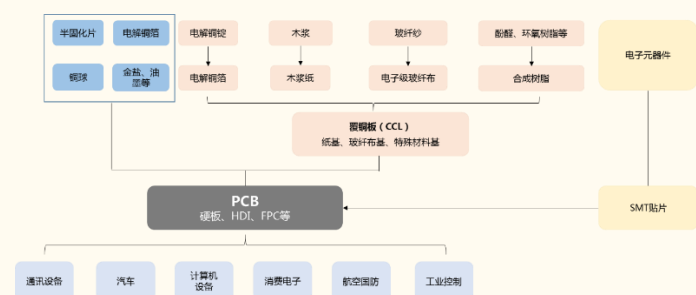
随着 PCB 产业链上下游各公司 2021 年年报和 2022 年第一季度报告披露完成，我们可以对一个完整产业链的上、中、下游情况有清晰的认知，具体来看：

■ 上游：大宗商品 22Q1 继续突破前高，基础加工品保持丰厚利润

基于全球货币政策、疫情对供给的影响以及战争对经济的扰动，上游多种基础大宗商品价格在 2020 年开始迎来大幅上涨，至 2021 年第三季度进入高位横盘状态，并且在 2022 年第一季度仍展现出高位上涨态势，加重了市场对滞胀的预期。以伦铜为例，从 2020 年最低点 4618 美元/吨开始涨价，至 2021 年第二季度突破“万元大关”后开始高位震荡（最高价达到 10725 美元/吨），并且在 2022 年第一季度又开始继续涨价并再次突破最高价（最高价达到 10730 美元/吨），但明显增幅已经收窄。

在此基础上，一些大宗商品的基础加工品的价格也相应上涨，并且在通胀所带来的高景气度中大幅增强了该环节的盈利能力。PCB 产业链上游基础加工原材料包括铜箔、玻纤布和树脂，以铜箔为代表的 A 股上市公司为例，2021 年营收、归母净利润和扣非归母净利润分别同比增长 95%、389%、541%，可见 2021 年全年随着大宗商品涨价，基础加工品也赚取了丰厚的利润；2022 年一季度由于大宗商品涨价趋势继续在高位上涨，铜箔厂的盈利增速和毛利率仍然保持在高位，不过增幅明显收窄。

图表 1：PCB 产业链上中下游



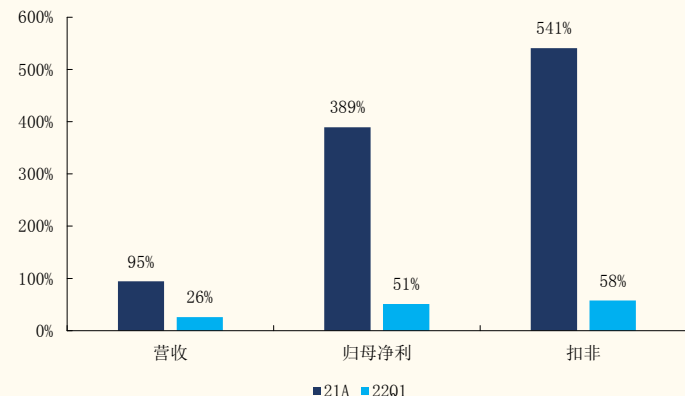
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：LME 铜价走势（美元/吨）



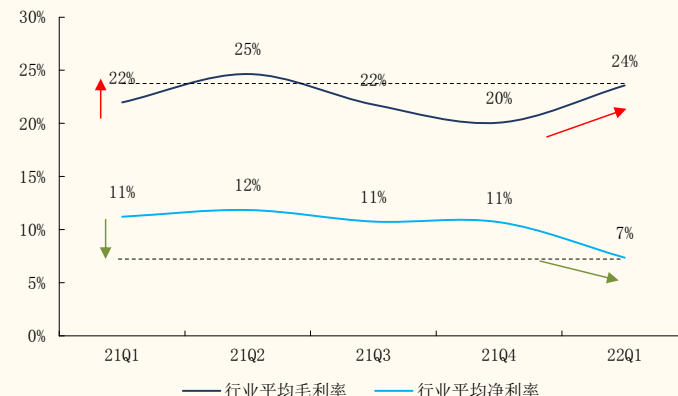
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：A 股铜箔营收同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：A 股铜箔毛利率和净利率

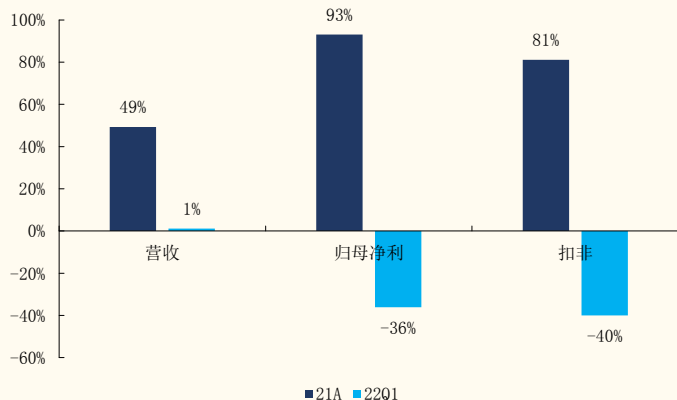


来源：Wind，国金证券研究所

■ 中游：CCL 利润受到上下游挤压

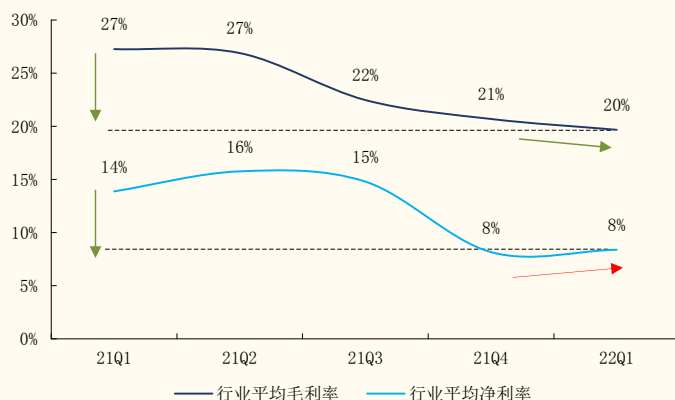
2021 年在通胀带来高景气度的催化和顺上游涨价而向下游溢价的基础上，覆铜板行业迎来了利润高增，2021 年全年营收、归母净利和扣非归母净利分别同比增长 49%、93%、81%；但随着原材料价格高企对需求的负反馈、货币政策\疫情\战争对下游需求的负面因素逐渐显现，中游企业向下游溢价能力逐渐减弱，导致 2022 年第一季度覆铜板行业的营收、归母净利和扣非归母净利分别同比 +1%、-36%和-40%，毛利率同比下滑 7pct，可见覆铜板在 2022 年第一季度利润受到挤压。

图表 5：A 股 CCL 营收同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：A 股 CCL 毛利率和净利率

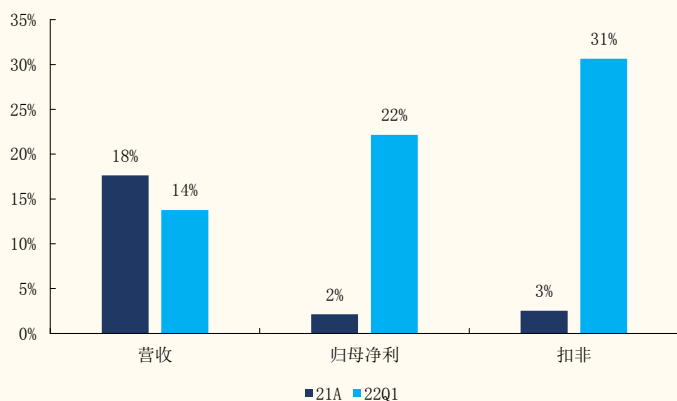


来源：Wind，国金证券研究所

■ 中下游：PCB 行业盈利修复开始显现

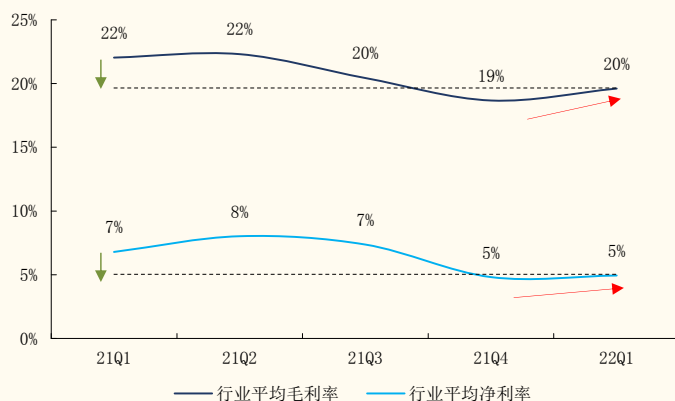
2021 年全年由于下游需求火热但上游原材料价格高企，加上 PCB 向下游转嫁价格压力的能力相对较弱，因此我们看到 PCB 行业 2021 年全年营收同比增速 (+18%) 要明显高于归母净利 (+2%) 和扣非归母净利 (+3%)；然而在 2022 年第一季度明显已经出现盈利修复，营收同比增速 (+14%) 已经低于归母净利 (+22%) 和扣非归母净利 (+31%)，毛利率和净利率虽然还未修复至去年同期的水平，但环比已有改善，可见 PCB 行业的盈利修复逻辑已经开始显现。

图表 7：A 股 PCB 营收同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

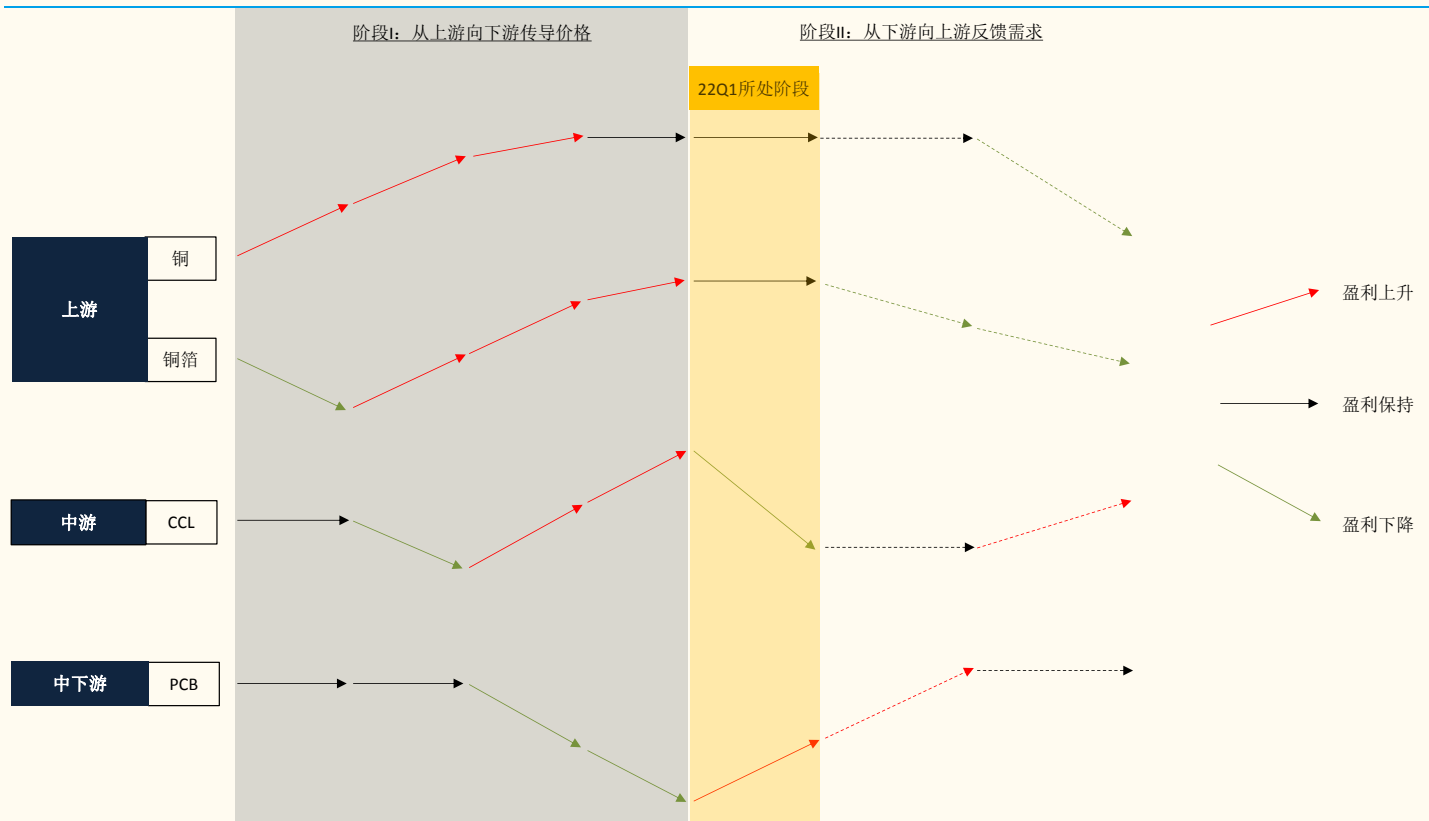
图表 8：A 股 PCB 毛利率和净利率



来源：Wind，国金证券研究所

基于上述我们对 PCB 产业链的业绩情况梳理，我们观察到当前整个 PCB 产业链从下往上看，中下游（PCB 企业）盈利开始修复、中游（CCL）利润受挤压、上游（铜箔等）增速放缓，很明显整个产业链的边际变化方向已经从“供给驱动的上游向下游传导价格”过渡到“需求驱动的下游向上游反馈弱化效应”，即从原先的需求能够支撑下游接受上游涨价的状态（此时供给是核心变量），过渡到需求弱化程度已经使得下游无法接受中上游涨价而迫使中上游压缩利润来保证出货的状态（此时需求是核心变量）。

图表 9: PCB 产业链发展阶段示意图

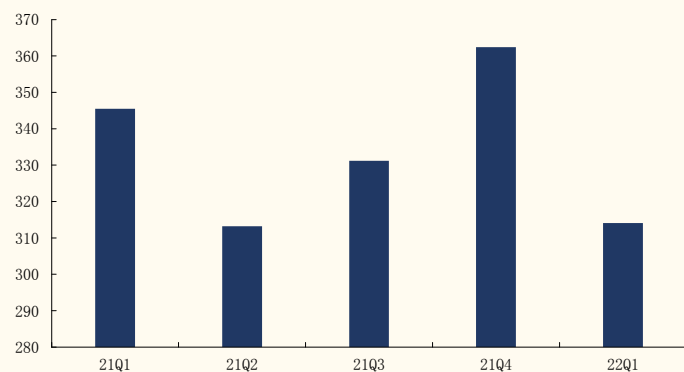


来源: 国金证券研究所

1.2、需求边际弱化主要见于手机、PC 和汽车

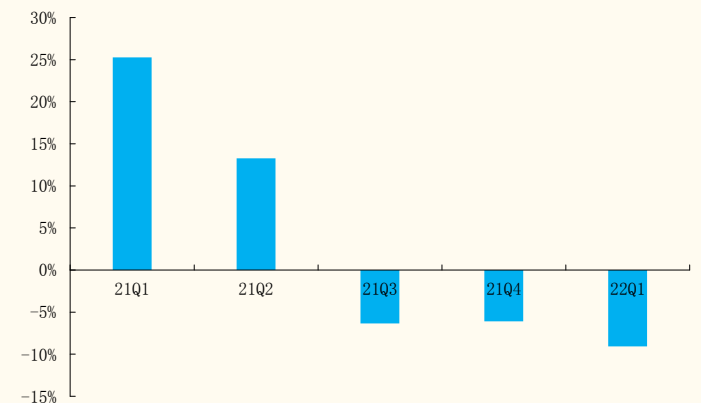
PCB 作为电子产品的基础原材料，其景气度与电子终端产品的出货情况息息相关。我们从手机、PC、汽车这三类主要终端的出货量情况可以看到，这三大应用终端的出货情况在 2022 年第一季度出现显著弱化，其中 22Q1 全球智能手机出货量同比下滑 9%、22 年 1~2 月国内手机出货量同比下滑 23%、22Q1 全球 PC 出货量同比下滑 5%（各大 PC 组装代工厂出货量同比增速也承压）、22Q1 国内汽车销量同比持平，综合来看占据 PCB 近 50% 的应用市场景气度出现显著低迷。下游景气度边际弱化，将逐级反馈给中上游，最终压制中上游材料价格继续上涨（甚至部分材料受压降价，如 CCL），使得产业链正式进入负反馈阶段。

图表 10: 全球智能手机季度出货量 (百万台)



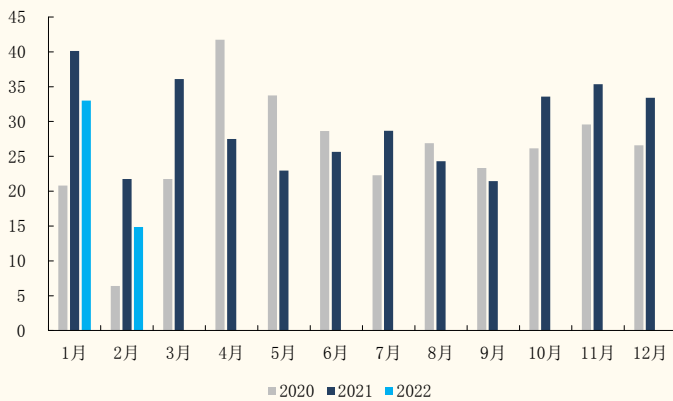
来源: IDC, 国金证券研究所

图表 11: 全球智能手机出货量季度同比增速



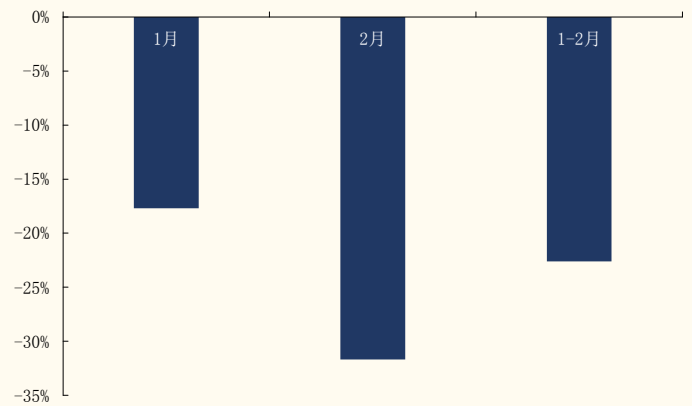
来源: IDC, 国金证券研究所

图表 12: 国内手机月度出货量 (百万台)



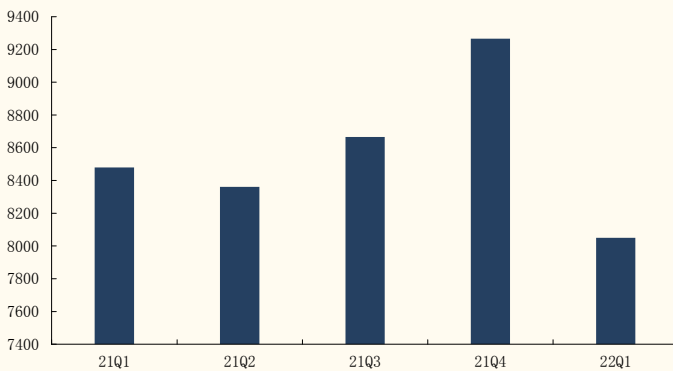
来源: 信通院, 国金证券研究所

图表 13: 2022 年国内手机出货量月度同比增速



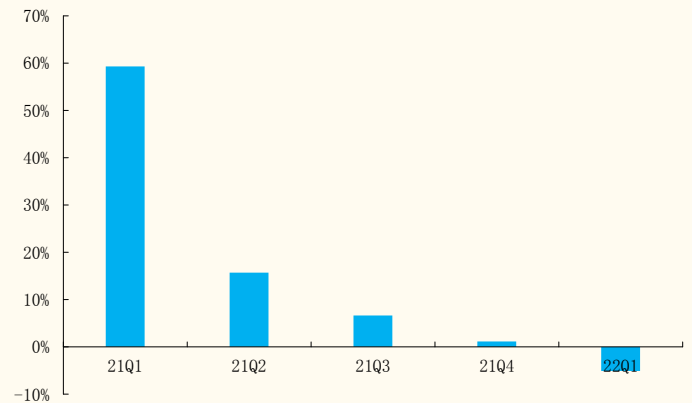
来源: 信通院, 国金证券研究所

图表 14: 全球 PC 季度出货量 (万台)



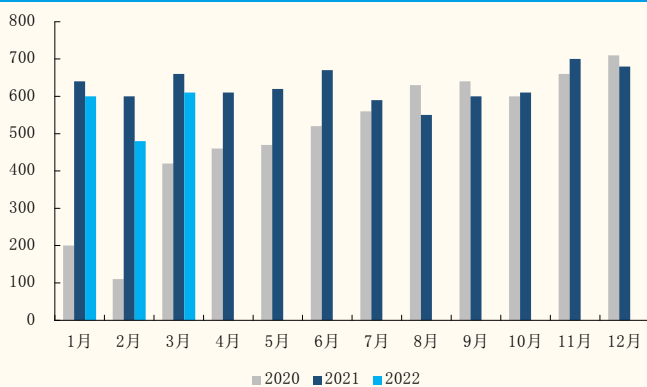
来源: IDC, 国金证券研究所

图表 15: 全球 PC 出货量季度同比增速



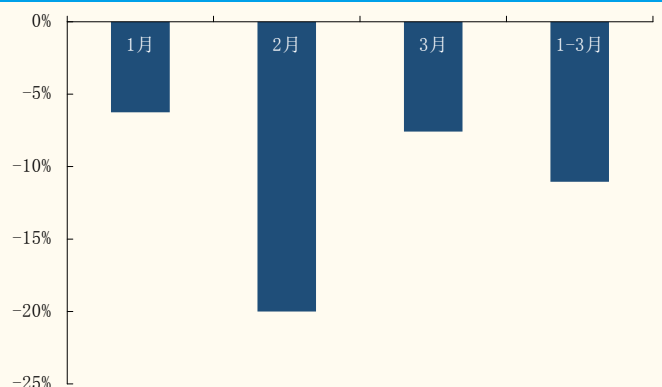
来源: IDC, 国金证券研究所

图表 16: 广达 PC 组装月度出货量 (万台)



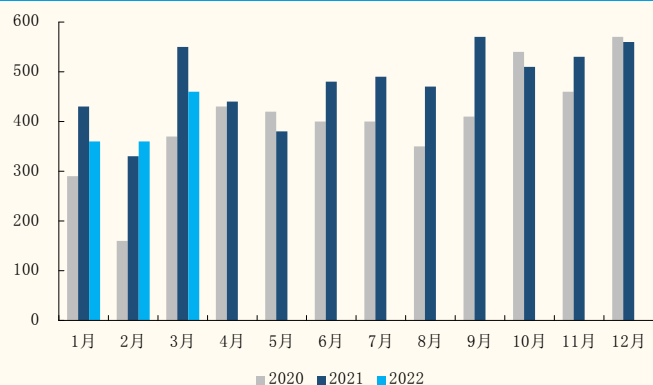
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 广达 2022 年 PC 组装出货量月度同比增速



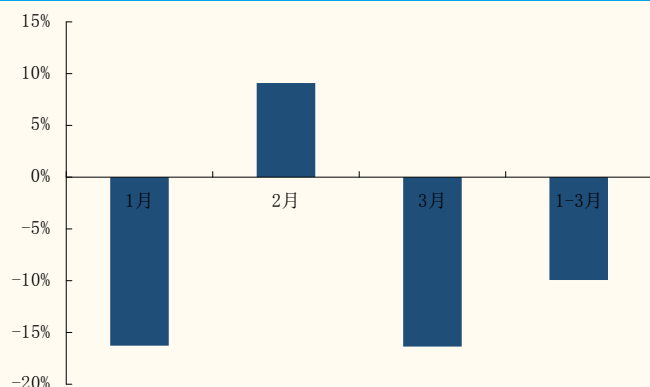
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 18: 仁宝 PC 组装月度出货量 (万台)



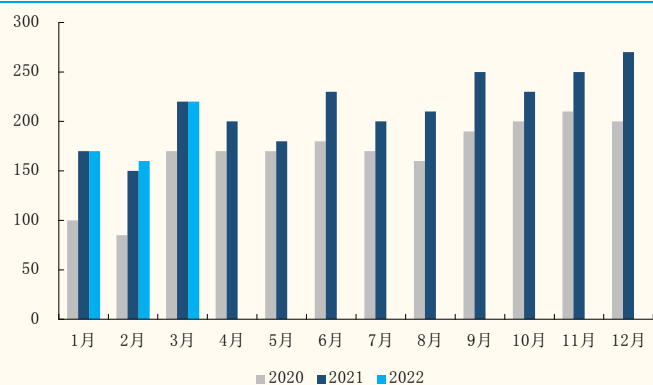
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: 仁宝 2022 年 PC 组装出货量月度同比增速



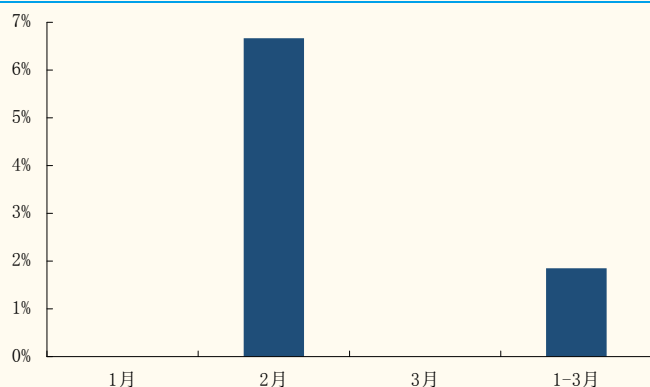
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 20: 纬创 PC 组装月度出货量 (万台)



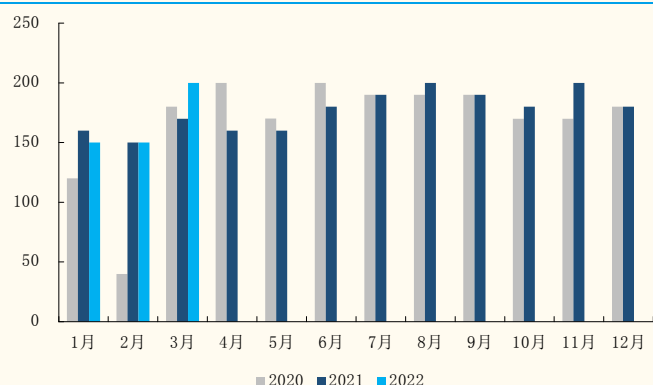
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 纬创 2022 年 PC 组装出货量月度同比增速



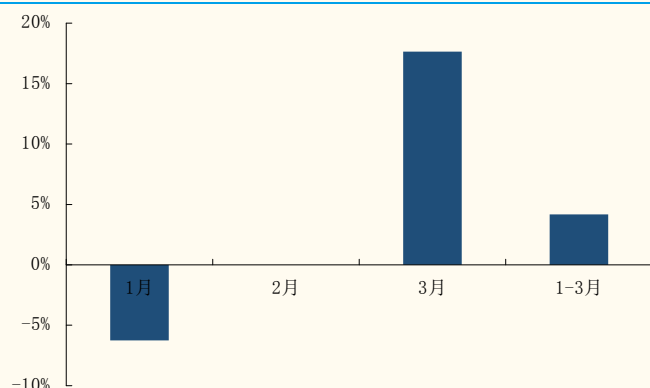
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: 英业达 PC 组装月度出货量 (万台)



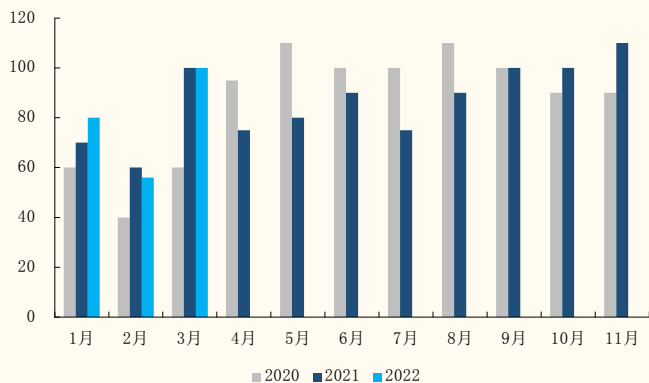
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 23: 英业达 2022 年 PC 组装出货量月度同比增速



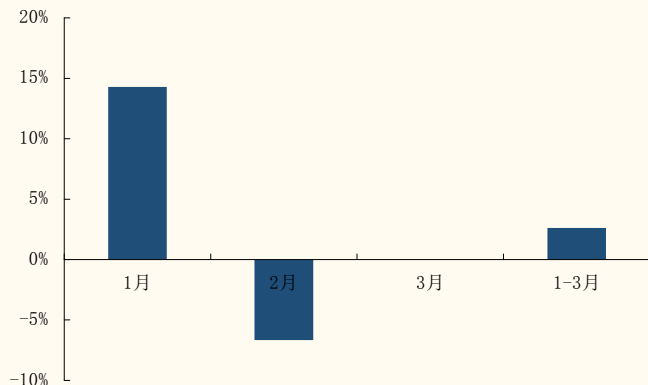
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 24：和硕 PC 组装月度出货量（万台）



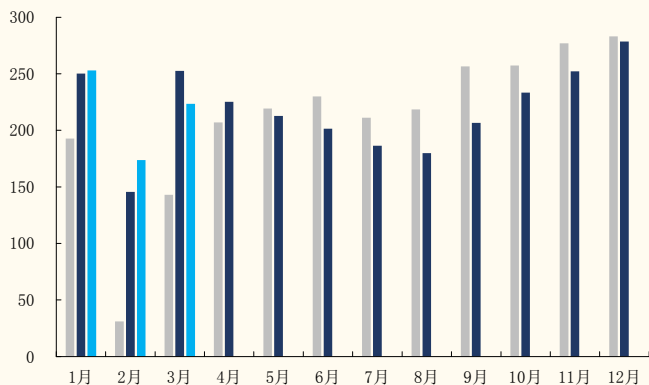
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：和硕 2022 年 PC 组装出货量月度同比增速



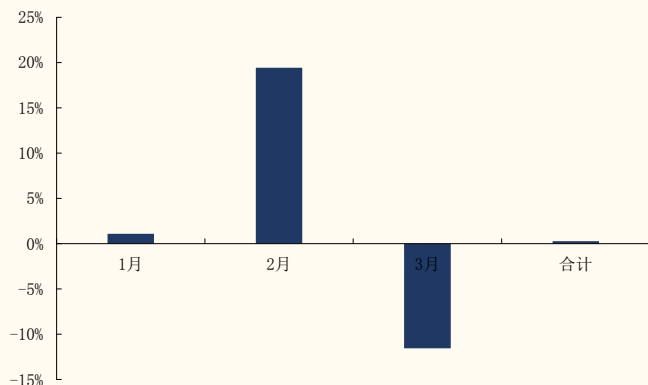
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：国内汽车月度销量（万辆）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：国内汽车销量月度同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

2、22Q2 多种需求仍承压，材料成本有松动迹象

2.1、疫情导致停工停产，22Q2 需求继续承压

在 22Q1 需求边际弱化导致整个产业链进入负反馈阶段后，需求变化成为产业链边际变化的主导因素。综合来看，我们认为 22Q2 需求或将更有压力，原因在于战争和芯片供应等问题未看到明显改善的情况下，疫情（长三角地区多地在 4 月全面停工停产）的反复加重了下游消费需求和终端制造需求的低迷，进入 22Q2 开始，我们看到产业链频频爆出供需相关的负面消息，边际上来看，我们认为供应链在 22Q2 的压力是更大的。

■ 手机：Q1 末和 Q2 初下修预期，产业链对 Q2 预期较差

全球智能手机自 2016 年（根据 IDC 数据）达到单年出货量顶峰后，出货量年减已经成为常态，市场对此也早有预期，但各大终端数据厂商纷纷在 2022 年一季度末和二季度初根据最新的情况调减全年增长预期，并且产业链上具有代表意义的厂商对 22Q2 也给出了相对较悲观的预期，因此我们认为 22Q2 手机市场需求边际上更为疲软。

- 3 月 24 日，TrendForce 出具报告下调原先预期全球出货 13.8 亿部手机至 13.66 亿部，年增长率下滑至 2.5%，甚至不排除再下修生产量。
- 4 月 13 日，富邦报告显示联发科最新已将全年智能机芯片出货量预期小幅下修到 5.7~6 亿组，其中天玑 9000 从原先估计 1000 万套大幅缩减到 500~600 万套。

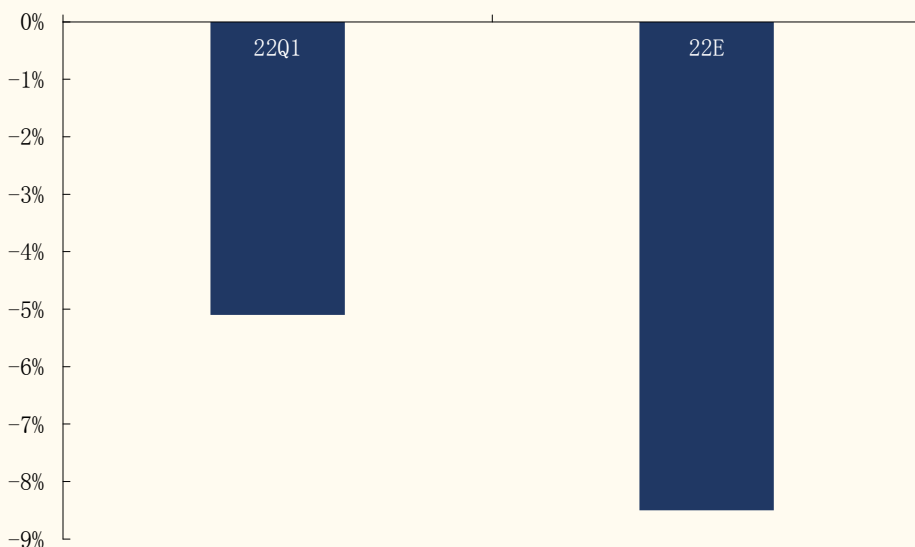
- 4月15日，台湾大立光召开线上法说会，称受供应链不顺及大陆封城等地域性问题干扰，目前展望第二季度产能利用率和产品组合和第一季度差不多，4、5月不会比3月好。

■ PC：品牌厂商拟下调预期，需求或继续下探

PC产品在2020~2021年期间因宅经济等因素迎来了增长反转，各大PC厂商出货量都创下历史新高。经过近2年的较高速增长，新增需求已经得到较大幅度的满足，PC市场进入2022年后开始失速，不仅22Q1同比开始下滑，并且从TrendForce预期全年同比下滑8.5%和22Q1同比降幅仅5.1%对比来看，后续同比降幅或要继续扩大。加上4月PC品牌厂商预期下调Forecast以及上海疫情对供应产生负面影响，我们认为22Q2乃至下半年，PC市场的需求或许都会保持下探态势。

- 4月6日，根据产业链调研情况，Windows系统PC品牌存货水位达到历史高点，近期供应链频传客户下修Forecast，除了在商用市场具有支撑力的戴尔修正幅度相对保守外，惠普、联想、宏碁、华硕都传出双位数幅度下修。
- 4月13日，PC主要代工厂台湾广达公告称，达功上海厂配合上海防疫要求停工，主要生产苹果Mac系列产品、伺服器及IoT产品。

图表 28：全球PC出货量同比增速—22Q1和全年预期对比



来源：IDC，TrendForce，国金证券研究所

■ 汽车：停产停工者众多，终端产品涨价或持续影响后续需求

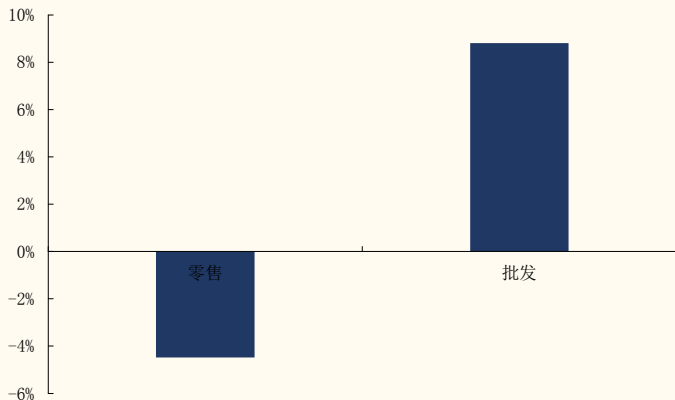
芯片紧缺和长三角疫情导致的供应链关系紧张受损最严重的产业之一莫过于汽车产业，我们不仅看到4月初前后多家主机厂出现了停工停产（停产时间平均至少半个月），同时受压于上游原材料价格大幅上涨，多家新能源主机厂提出涨价措施，这使得虽然已有主机厂逐渐复工，但汽车行业不仅Q2已经明确产销受限，同时终端价格上涨对消费的抑制也将影响后续需求恢复。

- 4月1日，上汽大众，长春工厂关闭到4月5日，上海工厂4月日起停工。
- 4月1日，理想汽车，ONE提价1.18万，新售价为34.98万。
- 4月1日，岚图对旗下的纯电车型全系提价1万元，新价格于5月1日生效。
- 4月6日，理想汽车，因产业链与大环境影响，原定4月16日的新车发布延期。
- 4月6日，小鹏汽车，新车发布延期至6月。
- 4月6日，极氪，Zeekr001涨价，涨价幅度5000~20500不等。

- 4月6日，奔驰，由于芯片短缺，德国集团宣布巴西两座组装厂 5600 名劳工集体休假。
- 4月7日，奇瑞新能源，对旗下小蚂蚁提价 3000~5000，QQ 冰淇淋提价 2900~10000。
- 4月8日，广汽埃安，对旗下四款车 AION Y、AION S PLUS、AION LX PLUS 提价，涨幅 4000~10000 元不等。
- 4月9日，蔚来汽车，零部件供应不足，整车暂停生产。
- 4月10日，蔚来汽车，5月10日起三款车型涨价人民币 1 万元，电池租用服务费同步上调。
- 4月19日，特斯拉，上海工厂复工，以闭环的方式复产。
- 4月19日，上汽集团，临港乘用车工厂下线了压力测试下的首台轿车，稳步推进复工复产。
- 4月23日，本田宣布，位于三重县的铃鹿工厂产能在 5 月上旬将会持续减产，减产规模较 2 月制定的计划减少 5 成，原因基于芯片短缺和上海封城。同时位于埼玉县的工厂产能有望在 5 月恢复（4 月减产 1/3）。

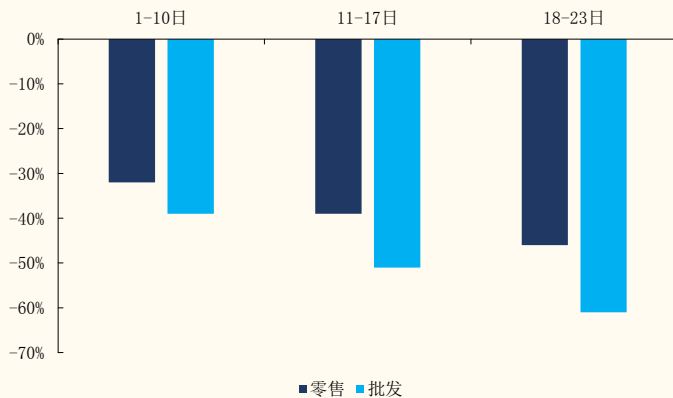
根据中国乘联会的数据披露，我们可以明显看到 1-3 月国内汽车的零售量已经出现同比微幅下滑（同比-4.5%）但批发量仍然还在同比增长（同比+8.8%），其本质体现的是终端消费者的消费意愿已经在下滑，但产业链仍然在备库存拉货，这说明前三月汽车消费的负面情绪还未传递给中上游供应商；而从 4 月前三周我们可以明显看到无论是零售还是批发，同比已经出现大幅下降，并且批发量同比降幅大于零售量同比降幅，这说明产业链已经在反应汽车需求不好这一事实，那对于像 PCB/CCL 这一类中上游材料也将会在 Q2 的数据上体现这一点。

图表 29：国内 1-3 月汽车零售和批发量同比增速



来源：乘联会，国金证券研究所

图表 30：国内 4 月前三周汽车零售和批发同比增速

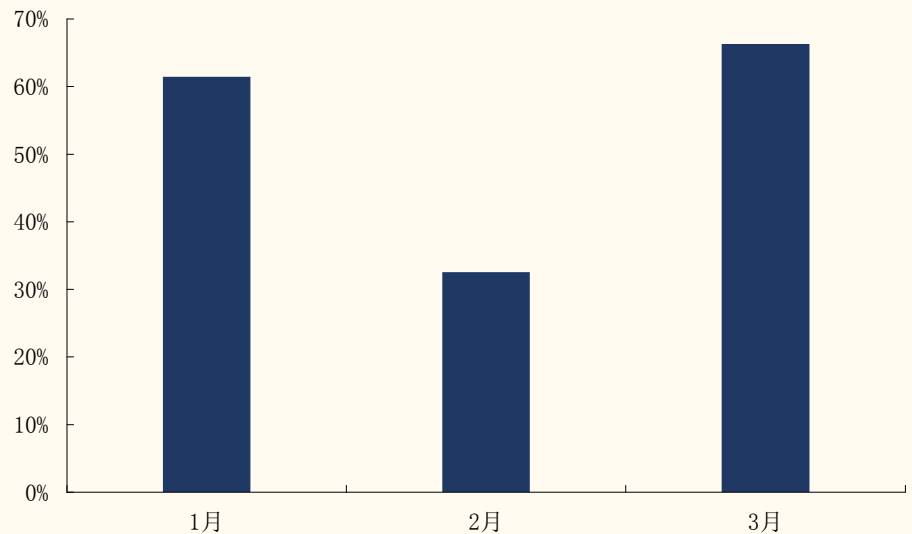


来源：乘联会，国金证券研究所

■ 服务器：仍看好成长，疫情有短期扰动

服务器市场是今年相对增长较稳定的板块，我们从台湾信骅（主供全球服务器 BMC 芯片，业绩与服务器景气度拟合度较高）的月度营收数据可以看到 22Q1 服务器整体景气度较好，并且根据产业链上中下游各类厂商的反馈来看，服务器的景气度仍然有望持续，加上今年下半年 Intel 的 Eagle Stream 新平台和 AMD 的 Genoa 新平台即将推出，我们仍然看好服务器细分市场景气度。但短期来看我们发现长三角疫情对服务器也有一定扰动，例如 4 月 13 日台湾广达公告称，达功上海厂配合上海防疫要求停工（主要生产苹果 Mac 系列产品、伺服器及 IoT 产品，其中伺服器出货占比 20%），停产事件或对服务器产生短期扰动。

图表 31：信骅 2022 年前三月营收同比增速



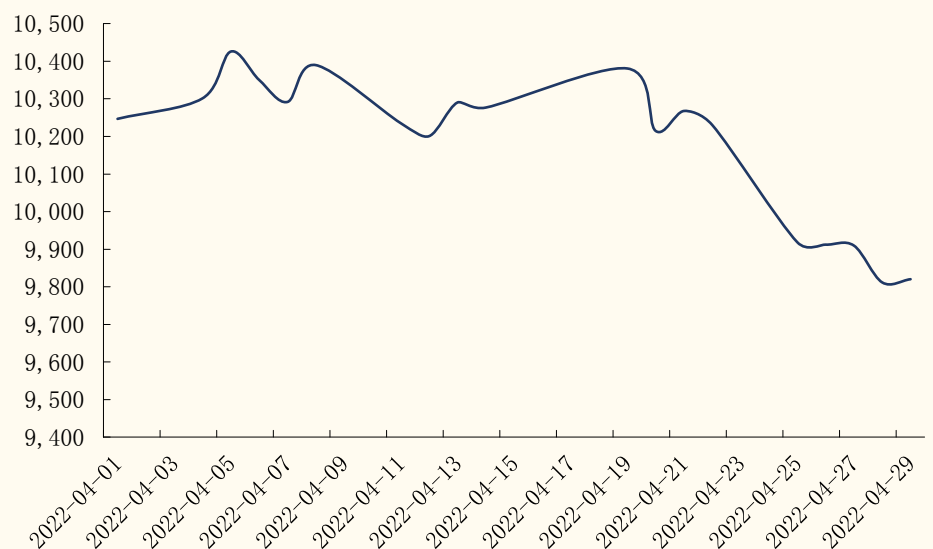
来源：Wind，国金证券研究所

综上，我们认为从当前已经发生的供应链事件、部分 4 月终端数据和产业链供应商对 22Q2 的预期，我们认为 22Q2 需求仍然存在较大的压力，那对于 PCB 产业链来说，22Q2 的需求边际大概率更差。

2.2、上游材料价格已有松动迹象

在需求持续边际弱化的情况下，下游已经向上游形成了负反馈，从 22Q1 覆铜板、铜箔、玻纤布、树脂等环节开始降价就是典型的体现；不过 22Q1 材料降价幅度相对有限，原因在于这些中上游材料的成本被高昂的大宗商品的价格支撑着。在当前的需求环境下，如果上游大宗商品价格不松动，则会使得上游价格高企和下游需求弱化的关系继续僵持，最终使得中游利润持续受挤压，整个产业链被滞胀裹挟将会走向萎靡。值得庆幸的是，我们观察到伦铜价格在 4 月已经出现了松动、走下了 1 万美元/吨的高位区间，我们认为随着需求负反馈效应逐渐明显，上游大宗商品基础原材料价格也有望逐渐恢复到正常状态，一旦原材料成本松动，产业链利润有望得到修复。

图表 32：LME 铜 4 月走势（美元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

综合需求和供给端情况来看，我们认为对于 PCB 产业链来说，需求仍然还处于承压状态下，但原材料价格已经看到些许松动迹象，对于 PCB 这个中下游环节来说，当前正处于从“需求弱化程度大于成本改善效应”的阶段向“需求弱化放缓而成本改善突出”阶段演进的过程中，未来基本面改善可期；而中上游的覆铜板和原材料相应正逐级演绎“需求倒逼降价”，目前该进程落脚到覆铜板产业环节，后续会逐步向上继续传导，等到上游原材料价格开始大幅度松动时，中下游成本改善效应将会显著体现。就目前观察到 4 月已发生的情况和产业链各大厂商对未来的预期，我们判断真正进入中下游成本大幅改善阶段的时间点或许要等到第二季度末或第三季度初。

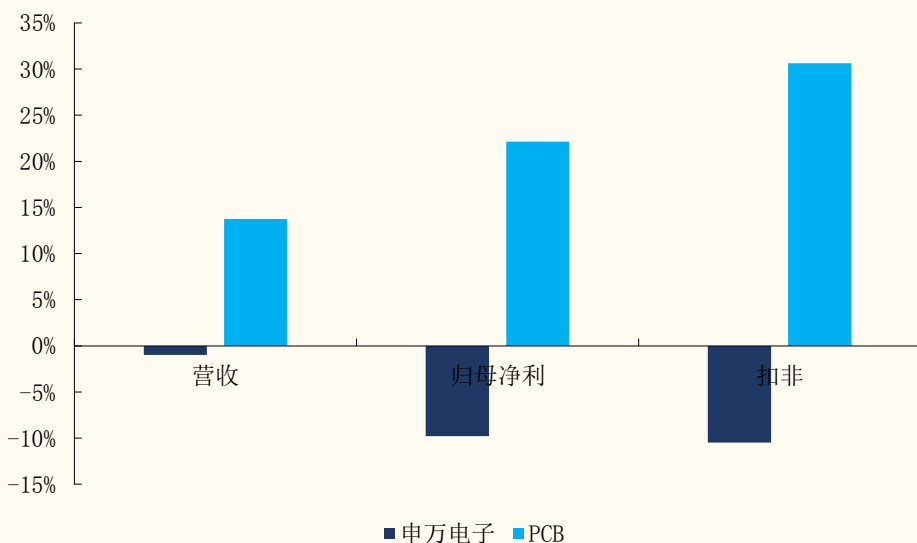
3、PCB 基本面优于电子行业，估值已处于底部区间

基于前述判断，我们认为当前 PCB 行业正处于下游向上游反馈需求弱化的阶段，此时上游涨价品（铜箔、玻纤、树脂和覆铜板）的价格将会面临需求所带来的压力，而中下游的 PCB 反而会有盈利修复的机会，因此我们认为二季度仍然应当关注 PCB 环节的投资机会。

3.1、基本面优于电子行业平均，排名分位数中等偏上的公司超过一半

从基本面的角度，PCB 行业 22Q1 的营收、归母净利、扣非归母净利润的平均同比增速分别为 14%、22%、31%¹，而申万电子行业 22Q1 的营收、归母净利、扣非归母净利润的平均同比增速为-1%、-10%、-10%，整体来看 PCB 行业业绩增速优于电子行业平均水平。

图表 33：申万电子与 PCB 行业 22Q1 同比增速对比



来源：Wind，国金证券研究所

从排名来看，我们发现营收同比增速在申万电子排名居于前 50%的 PCB 公司占到 PCB 公司样本总数的 65%²，其中排名居于申万电子前 20%和 20%~30%的 PCB 公司占到 PCB 公司样本总数的 12%和 12%；归母净利同比增速在申万电子排名居于前 50%的 PCB 公司占到 PCB 公司样本总数的 65%，其中排名居于申万电子前 20%和 20%~30%的 PCB 公司占到 PCB 公司样本总数的 19%和 15%；扣非归母净利润同比增速在申万电子排名居于前 50%的 PCB 公司占到 PCB 公司样本总数的 65%，其中排名居于申万电子前 20%和 20%~30%的 PCB 公司占到 PCB 公司样本总数的 15%和 22%。综合营收、归母净利和扣非归母净利润同比增速情况，PCB 行业中有超过一半的公司基本面水平居于申万电子行业平均偏上的位置。

¹ 行业营收、归母净利和扣非归母净利同比增速的平均值，按照整体法计算。

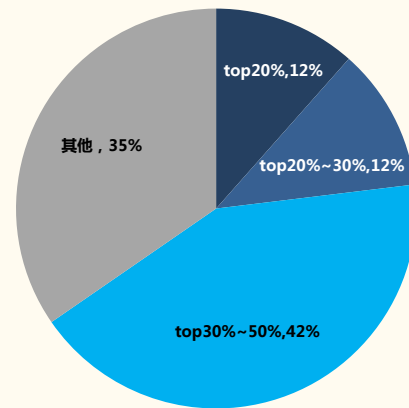
² PCB 行业样本数量 26 家，剔除无同比基数和 2022 年一季度利润为负的样本。

图表 34: PCB 厂商 22Q1 营收增速在申万电子排名

证券代码	证券简称	排名	排名分位数
300739.SZ	明阳电路	42	12%
603920.SH	世运电路	66	19%
300903.SZ	科翔股份	67	20%
300814.SZ	中富电路	73	21%
300964.SZ	本川智能	81	24%
300476.SZ	胜宏科技	96	28%
300852.SZ	四会富仕	102	30%
002938.SZ	鹏鼎控股	109	32%
002916.SZ	深南电路	117	34%
002436.SZ	兴森科技	136	40%
002913.SZ	奥士康	138	40%
002815.SZ	崇达技术	146	43%
002579.SZ	中京电子	149	44%
603228.SH	景旺电子	154	45%
000823.SZ	超声电子	155	45%
002134.SZ	天津普林	158	46%
603328.SH	依顿电子	165	48%
002463.SZ	沪电股份	172	50%
603386.SH	广东骏亚	178	52%
605058.SH	澳弘电子	184	54%
688183.SH	生益电子	187	55%
002384.SZ	东山精密	246	72%
301041.SZ	金百泽	253	74%
603936.SH	博敏电子	260	76%
605258.SH	协和电子	261	77%
688655.SH	迅捷兴	295	87%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: PCB 厂商 22Q1 营收增速排名分位



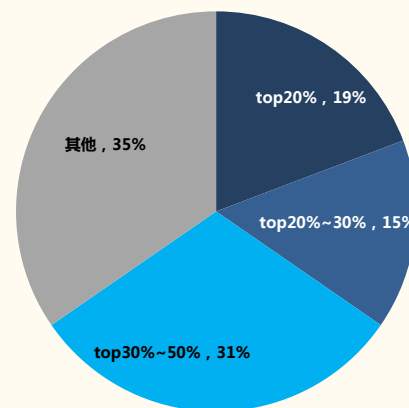
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: PCB 厂商 22Q1 归母净利增速在申万电子排名

证券代码	证券简称	排名	排名分位数
300739.SZ	明阳电路	27	8%
002134.SZ	天津普林	31	9%
002436.SZ	兴森科技	46	13%
603920.SH	世运电路	65	19%
002938.SZ	鹏鼎控股	66	19%
002384.SZ	东山精密	79	23%
002916.SZ	深南电路	85	25%
002913.SZ	奥士康	92	27%
300903.SZ	科翔股份	99	29%
002815.SZ	崇达技术	101	30%
603328.SH	依顿电子	112	33%
688183.SH	生益电子	118	35%
002463.SZ	沪电股份	126	37%
300814.SZ	中富电路	128	38%
300476.SZ	胜宏科技	132	39%
000823.SZ	超声电子	160	47%
300852.SZ	四会富仕	169	50%
603936.SH	博敏电子	182	53%
605058.SH	澳弘电子	186	55%
300964.SZ	本川智能	202	59%
603228.SH	景旺电子	222	65%
605258.SH	协和电子	253	74%
603386.SH	广东骏亚	255	75%
688655.SH	迅捷兴	286	84%
002579.SZ	中京电子	290	85%
301041.SZ	金百泽	298	87%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: PCB 厂商 22Q1 归母净利增速排名分位



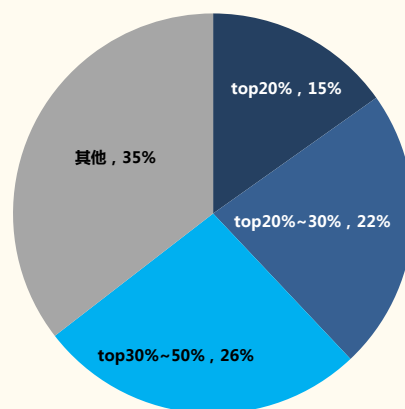
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 38: PCB 厂商 22Q1 扣非净利增速在申万电子排名

证券代码	证券简称	排名	排名分位数
300739.SZ	明阳电路	16	5%
002134.SZ	天津普林	34	10%
002938.SZ	鹏鼎控股	35	10%
688183.SH	生益电子	66	19%
002916.SZ	深南电路	74	22%
603920.SH	世运电路	79	23%
002384.SZ	东山精密	85	25%
002815.SZ	崇达技术	87	26%
300903.SZ	科翔股份	94	28%
300476.SZ	胜宏科技	99	29%
603328.SH	依顿电子	109	32%
002463.SZ	沪电股份	119	35%
300814.SZ	中富电路	129	38%
002436.SZ	兴森科技	132	39%
002913.SZ	奥士康	143	42%
000823.SZ	超声电子	153	45%
300852.SZ	四会富仕	163	48%
605058.SH	澳弘电子	190	56%
603936.SH	博敏电子	205	60%
603228.SH	景旺电子	217	64%
300964.SZ	本川智能	232	68%
603386.SH	广东骏亚	241	71%
605258.SH	协和电子	248	73%
688655.SH	迅捷兴	278	82%
301041.SZ	金百泽	288	84%
002579.SZ	中京电子	296	87%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: PCB 厂商 22Q1 扣非净利增速排名分位



来源: Wind, 国金证券研究所

3.2、PCB 估值水平已到历史较低位置, 整体水平低于电子行业平均

我们梳理了 A 股 PCB 公司 2018 年至今的 PE (TTM) 和 PE (TTM, 扣非) 水平, 并取每个公司的历史平均、历史最大值和历史最小值, 并将历史估值水平与 21Q1 业绩对应的估值进行对比, 我们发现 PCB 公司的估值水平已经普遍低于历史平均水平, 虽然还未有触及历史最低水平, 但也基本上位于接近最小值的底部区间, 因此我们认为 PCB 行业从估值上来看已经具备投资价值。

图表 40: PCB 当前 PE (TTM) 与历史估值对比

	历史平均值	历史最大值	历史最小值	21Q1 估值	相对于平均值	相对于最大值	相对于最低值
超声电子	21	39	12	13	低于	低于	高于
东山精密	39	92	13	15	低于	低于	高于
崇达技术	27	40	15	16	低于	低于	高于
四会富仕	38	71	16	17	低于	低于	高于
广东骏亚	80	474	15	18	低于	低于	高于
澳弘电子	25	38	16	18	低于	低于	高于
奥士康	30	43	17	18	低于	低于	高于
景旺电子	30	41	17	19	低于	低于	高于
鹏鼎控股	30	50	15	19	低于	低于	高于
博敏电子	34	66	18	20	低于	低于	高于
兴森科技	41	90	18	20	低于	低于	高于
胜宏科技	32	52	20	21	低于	低于	高于
沪电股份	31	59	15	23	低于	低于	高于
协和电子	30	48	22	24	低于	低于	高于
中富电路	44	57	26	28	低于	低于	高于
迅捷兴	35	47	24	28	低于	低于	高于
生益电子	38	54	26	28	低于	低于	高于
明阳电路	42	63	29	29	低于	低于	高于
深南电路	44	80	26	31	低于	低于	高于
世运电路	30	55	20	31	高于	低于	高于
中京电子	50	168	22	33	低于	低于	高于
依顿电子	26	55	13	36	高于	低于	高于
本川智能	43	60	34	40	低于	低于	高于
金百泽	52	75	33	52	高于	低于	高于
科翔股份	57	137	37	68	高于	低于	高于
天津普林	258	547	66	69	低于	低于	高于
平均值	46	100	23	28	低于	低于	高于

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 41: PCB 当前 PE (TTM, 扣非) 与历史估值对比

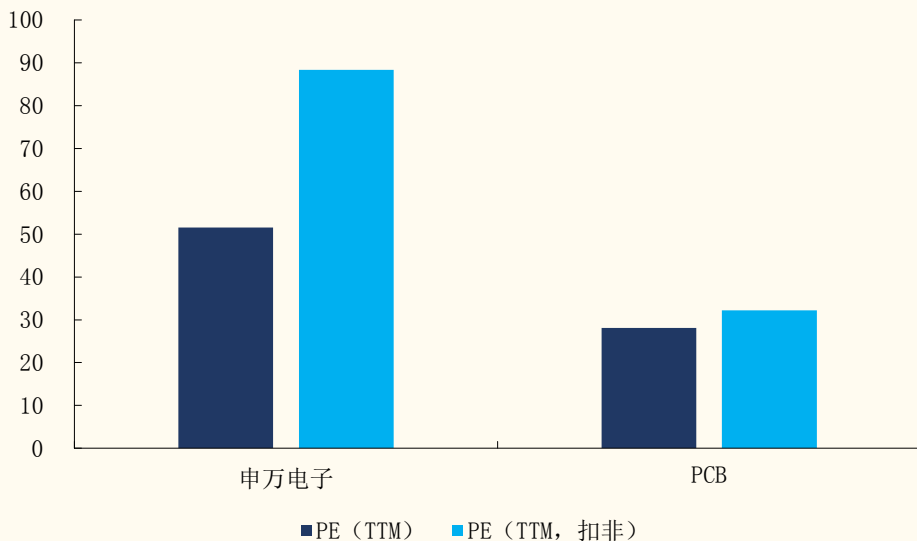
	历史平均值	历史最大值	历史最小值	21Q1 估值	相对于平均值	相对于最大值	相对于最低值
超声电子	23	46	12	13	低于	低于	高于
崇达技术	29	44	15	16	低于	低于	高于
东山精密	54	117	15	17	低于	低于	高于
四会富仕	45	83	17	18	低于	低于	高于
鹏鼎控股	33	53	20	20	低于	低于	高于
广东骏亚	84	379	17	20	低于	低于	高于
景旺电子	32	46	19	21	低于	低于	高于
兴森科技	52	119	19	21	低于	低于	高于
胜宏科技	32	51	18	22	低于	低于	高于
奥士康	34	47	20	22	低于	低于	高于
澳弘电子	30	42	20	22	低于	低于	高于
博敏电子	39	73	20	23	低于	低于	高于
沪电股份	35	63	17	25	低于	低于	高于
协和电子	32	52	24	28	低于	低于	高于
中富电路	46	64	27	29	低于	低于	高于
迅捷兴	45	68	26	32	低于	低于	高于
世运电路	32	59	21	32	高于	低于	高于
生益电子	41	62	26	33	低于	低于	高于
深南电路	49	85	30	35	低于	低于	高于
依顿电子	27	56	14	36	高于	低于	高于
中京电子	61	220	18	39	低于	低于	高于
明阳电路	55	99	32	40	低于	低于	高于
本川智能	49	74	37	51	高于	低于	高于
金百泽	58	80	36	57	低于	低于	高于
天津普林	673	2103	76	79	低于	低于	高于
科翔股份	69	175	43	83	高于	低于	高于
平均值	68	168	25	32	低于	低于	高于

来源: Wind, 国金证券研究所

再对比电子行业平均, PCB 行业平均 PE (TTM) 和平均 PE (TTM, 扣非净利)

水平³分别为 28 倍和 32 倍，而申万电子行业平均 PE（TTM）和平均 PE（TTM，扣非净利）水平分别为 52 倍和 88 倍，整体来看 PCB 行业的估值水平低于申万电子平均水平。

图表 42：申万电子与 PCB 行业 22Q1 同比增速对比



来源：Wind，国金证券研究所

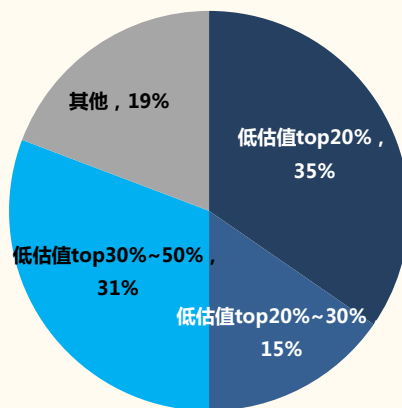
按估值水平从低到高进行排序，我们发现 PCB 行业 PE（TTM）水平在申万电子低估值排名居于前 50% 的 PCB 公司占到 PCB 公司样本总数的 81%，其中排名居于申万电子低估值前 20% 和 20%~30% 的 PCB 公司占到 PCB 公司样本总数的 35% 和 15%；PCB 行业 PE（TTM，扣非净利）在申万电子低估值排名居于前 50% 的 PCB 公司占到 PCB 公司样本总数的 81%，其中排名居于申万电子低估值前 20% 和 20%~30% 的 PCB 公司占到 PCB 公司样本总数的 46% 和 4%。综合 PE（TTM）和 PE（TTM，扣非净利）的排名情况，可以明显看到 PCB 行业中公司的估值水平要显著低于电子行业平均。

图表 43：PCB 厂商 PE（TTM）在申万电子排名

证券代码	证券简称	低估值排名	低估值排名分位数
000823.SZ	超声电子	9	3%
002384.SZ	东山精密	24	8%
002815.SZ	崇达技术	33	10%
300852.SZ	四会富仕	39	12%
603386.SH	广东骏亚	45	14%
605058.SH	澳弘电子	48	15%
002913.SZ	奥士康	52	16%
603228.SH	景旺电子	53	17%
002938.SZ	鹏鼎控股	59	19%
603936.SH	博敏电子	66	21%
002436.SZ	兴森科技	68	22%
300476.SZ	胜宏科技	78	25%
002463.SZ	沪电股份	90	28%
605258.SH	协和电子	103	33%
300814.SZ	中富电路	124	39%
688655.SH	迅捷兴	125	40%
688183.SH	生益电子	130	41%
300739.SZ	明阳电路	136	43%
002916.SZ	深南电路	148	47%
603920.SH	世运电路	149	47%
002579.SZ	中京电子	155	49%
603328.SH	依顿电子	171	54%
300964.SZ	本川智能	202	64%
301041.SZ	金百泽	236	75%
300903.SZ	科翔股份	261	83%
002134.SZ	天津普林	267	84%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 44：PCB 厂商 PE（TTM）排名分位



来源：Wind，国金证券研究所

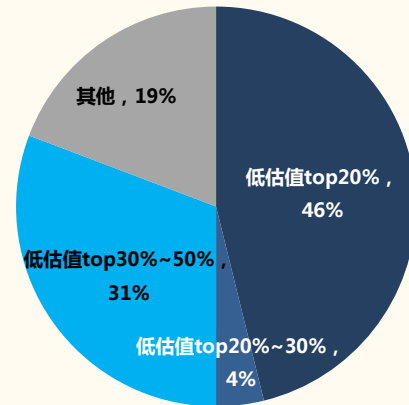
³ 行业平均 PE 按照算数平均计算，后同。

图表 45: PCB 厂商 PE (TTM, 扣非) 在申万电子排名

证券代码	证券简称	低估值排名	低估值排名分位数
000823.SZ	超声电子	6	2%
002815.SZ	崇达技术	23	7%
002384.SZ	东山精密	28	9%
300852.SZ	四会富仕	30	9%
002938.SZ	鹏鼎控股	40	13%
603386.SH	广东骏亚	41	13%
603228.SH	景旺电子	44	14%
002436.SZ	兴森科技	45	14%
300476.SZ	胜宏科技	51	16%
002913.SZ	奥士康	53	17%
605058.SH	澳弘电子	56	18%
603936.SH	博敏电子	63	20%
002463.SZ	沪电股份	73	23%
605258.SH	协和电子	97	31%
300814.SZ	中富电路	105	33%
688655.SH	迅捷兴	117	37%
603920.SH	世运电路	124	39%
688183.SH	生益电子	125	40%
002916.SZ	深南电路	138	44%
603328.SH	依顿电子	146	46%
002579.SZ	中京电子	156	49%
300739.SZ	明阳电路	158	50%
300964.SZ	本川智能	201	64%
301041.SZ	金百泽	209	66%
002134.SZ	天津普林	246	78%
300903.SZ	科翔股份	250	79%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: PCB 厂商 PE (TTM, 扣非) 排名分位



来源: Wind, 国金证券研究所

综合基本面业绩和估值情况,我们认为 PCB 行业整体基本面优于电子行业平均,能够在行业变动中保持稳定增长,但当前估值水平却居于历史相对较低的区间,且明显低于电子行业平均,也就是说 PCB 行业在电子板块中基本面更优但估值却更低,具备投资关注的价值。

3.3、投资策略: 盈利修复仍然是关注重点, 长期可关注成长细分领域

■ 盈利修复仍然是重点关注因素

根据前述内容,我们从整个产业链上中下游的阶段关系判断,PCB 环节未来将迎来盈利修复,并且通过历史情况我们可以看到在过去两轮周期(2010~2011年和 2017~2018 年)中,周期性景气的次年(2011 年和 2018 年)的盈利释放主要来自盈利修复而非营收增长⁴,基于此,在 2021~2022 年这一新的周期中的次年(即 2022 年)也应当重点关注盈利修复。

图表 47: A 股 PCB 公司 22Q1 毛利率相对历史平均水平

	17Q1	18Q1	19Q1	20Q1	21Q1	历史平均	22Q1	22Q1 相对历史平均
依顿电子	31%	31%	30%	24%	12%	26%	14%	-12%
景旺电子	33%	34%	30%	29%	26%	30%	20%	-11%
迅捷兴				29%	29%	29%	20%	-9%
本川智能				30%	27%	29%	20%	-9%
协和电子				33%	29%	31%	22%	-9%
世运电路	26%	21%	25%	21%	17%	22%	14%	-8%
四创电子	15%	13%	18%	31%	23%	20%	13%	-7%
四会富仕			32%	34%	30%	32%	26%	-6%
胜宏科技	25%	29%	28%	26%	22%	26%	22%	-5%
中富电路				21%	20%	21%	16%	-4%
中京电子	17%	22%	21%	21%	21%	20%	17%	-4%
弘信电子	15%	1%	13%	2%	11%	8%	5%	-3%
明阳电路	32%	25%	29%	28%	23%	27%	24%	-3%
崇达技术	33%	33%	31%	26%	25%	29%	27%	-3%
超声电子	22%	19%	21%	19%	21%	20%	18%	-2%
奥士康	28%	24%	25%	22%	26%	25%	23%	-2%
科翔股份				20%	17%	18%	16%	-2%
ST 方科	14%	19%	15%	18%	17%	16%	15%	-1%
博敏电子	16%	17%	17%	14%	18%	16%	16%	-1%

⁴ 详情可参考我们发布的 2022 年 PCB 策略报告《盈利修复是明年投资主线, 长期关注成长领域》

兴森科技	30%	29%	30%	29%	32%	30%	30%	0%
东山精密	13%	14%	15%	16%	14%	15%	14%	0%
金百泽				21%	27%	24%	25%	0%
广东骏亚	18%	18%	19%	16%	23%	19%	20%	1%
深南电路	24%	25%	24%	26%	23%	24%	27%	3%
鹏鼎控股	0%	18%	19%	22%	21%	16%	20%	4%
沪电股份	16%	18%	26%	27%	24%	22%	26%	4%
天津普林	5%	8%	15%	10%	11%	10%	14%	4%
生益电子			0%	30%	22%	17%	24%	7%
澳弘电子	0%	0%	0%	29%	27%	11%	24%	12%

来源：Wind，国金证券研究所

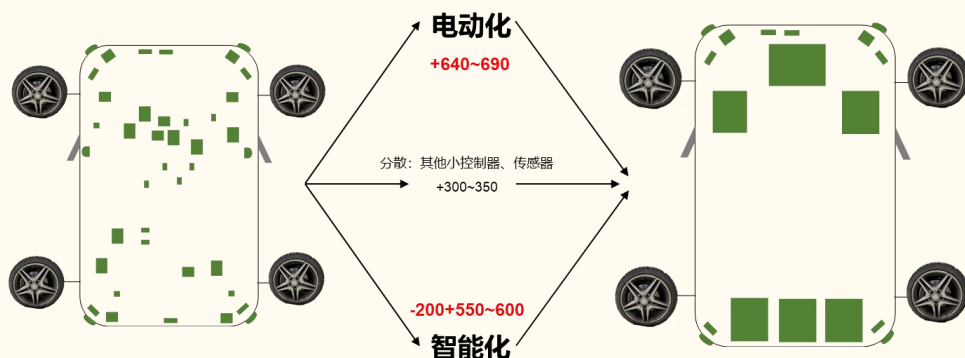
■ 长期仍可关注成长属性强的板块

根据我们的研究，PCB 板块中短期的关注重点仍然在盈利修复而非需求端带动的收入增长，但长期仍需要关注成长属性较强的细分领域，重点包括汽车、服务器、载板三个方向。

➤ 单车 PCB 约 1490~1640 元，价值量是传统的 3 倍

根据我们的研究，以特斯拉 Model 3 为例的电动化核心硬件三电系统的 PCB 价值量合计约为 640~690 元，智能化核心硬件核心控制器的 PCB 价值量合计约为 550~600 元，而根据产业链调研，智能化传感器和其他非核心且分散的小部件所用的 PCB 价值量约为 300~350 元，由此合计得到单车 PCB 价值量达到 1490~1640 元/车，价值量是传统车的 3 倍左右（传统车维持在 500~600 元/车），可见汽车发展带来了汽车 PCB 市场的扩容，未来随着电动化能力提升、高级智能传感器数量增多和集成化再一步提升，单车 PCB 价值量有望再上一层楼。根据 CPCA，至 2025 年全球汽车 PCB 产值将达到 95 亿美元，2020~2025 年的复合增速将达到 7.8%，成长可期。

图表 48：汽车 PCB 价值量升级的逻辑示意图



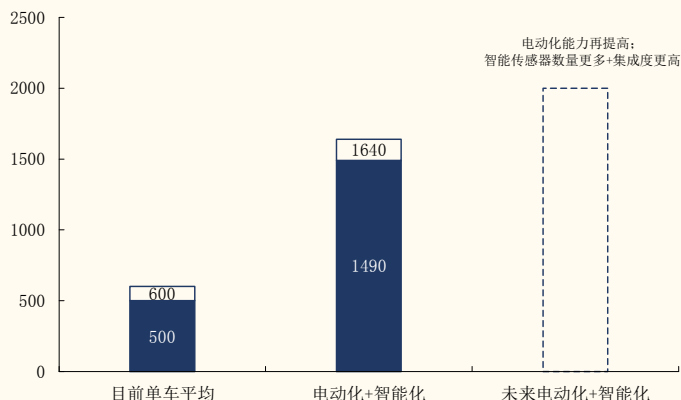
来源：产业链调研，国金证券研究所

图表 49：特斯拉 Model 3 用 PCB 的逻辑分布（估测）

价值逻辑	应用器件	价值量（元人民币）			说明
		硬软合计	硬板	软板	
电动化	三电系统	640~690	290~320	350~370	硬板 PCB 难度不高但因厚铜所以价值量不俗；软板增量尤为明显
智能化-域控	核心控制器	550~600	550~600	-	单块 PCB 难度高且价值量高
其他	细分小控制器、智能-传感器	300~350	180~200	120~150	当前市场上自动驾驶和智能座舱的价值量仍然体现在算法、芯片和集成设计方案，传感器端数量增加所带来的搭载 PCB 的价值量提升尚未体现出来。未来随着新势力运用更多的毫米波雷达和激光雷达方案，传感器端 PCB 价值量有望得到提升。
合计		1490~1640	1020~1120	470~520	-

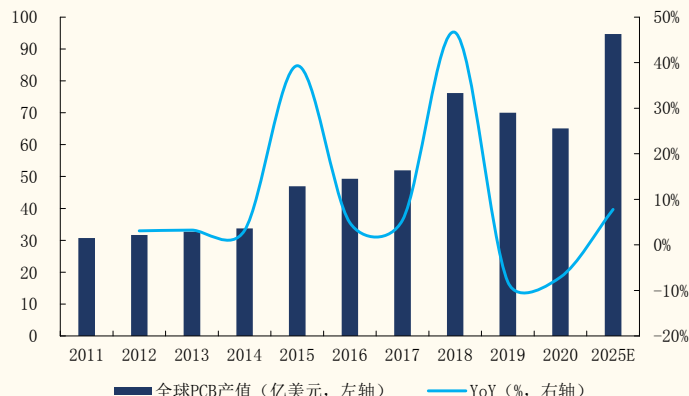
来源：产业链调研，国金证券研究所

图表 50：电动化+智能化汽车 PCB 单车价值量提升情况



来源：产业链调研，国金证券研究所

图表 51：全球汽车 PCB 产值



来源：PCPA，国金证券研究所

➤ 服务器迭代推动 PCB 价值量成长

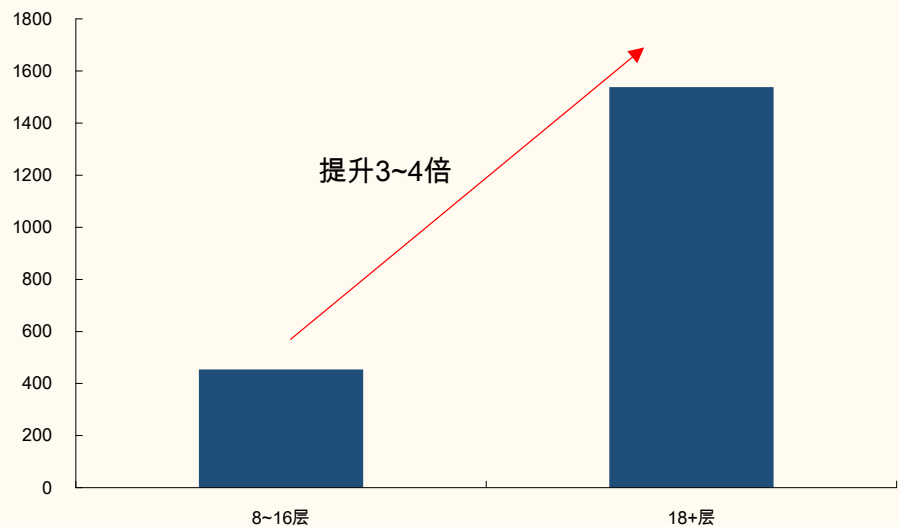
随着 Intel 和 AMD 两大主流服务器芯片设计厂商的更新换代，PCB 的设计也将实现升级。根据 Intel 和 AMD 的产品规划，2022 年第三季度服务器平台将从 Whitley 升级为 Eagle Stream，PCB 层数将从 12~16 层升级到 16~20 层，价值量将会提升 3~4 倍，从而带动整个行业成长。

图表 52：服务器升级情况

	平台名称	Purley		Whitley		Eagle Stream	
Intel	CPU 代号	Skylake	Cascade Lake	Copper Lake	Ice lake	Sapphire Rapids	Emerald Rapids
	工艺制程	14nm	14 nm+	14 nm++	10 nm	Intel 7	Intel7
	总线标准	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
	发布时间	2017 Q3	2019 Q3	Cancel	2021 Q1	2022 Q3	2023 Q1
	PCB 层数	8 to 12	8 to 12	Cancel	12 to 16	16 to 20	16 to 20
	CCL 材料等级	Mid Loss	Mid Loss	Cancel	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss
AMD	架构	Zen	Zen2	Zen3	Zen4		
	CPU 代号	Naples	Rome	Milan	Genoa		
	工艺制程	14 nm	7 nm	7nm	5 nm		
	总线标准	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0		
	发布时间	2017Q3	2019 Q3	2020 Q4	2022Q3		
	PCB 层数	8 to 12	12 to 16	12 to 16	16 to 20		
	CCL 材料等级	Mid Loss	Low Loss	Low Loss	Very Low Loss		

来源：ITEQ，国金证券研究所

图表 53：不同层级 PCB 板单价对比（美元/平方米）

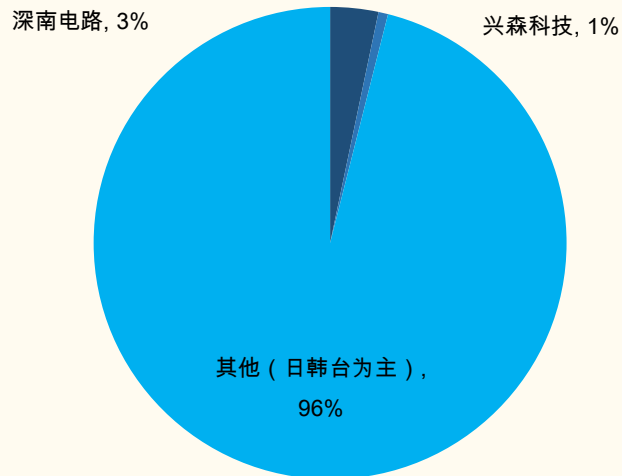


来源：产业链调研，国金证券研究所

■ 载板国产替代空间大

封装载板是 PCB 产品等级中最高等级产品，今年载板行业实现了接近 38% 的增长，并且以往该产品主要被日韩台厂商高度垄断，随着半导体产业链国产替代加快，该类材料也成为了国内加速布局的重点。根据 2021 年数据，目前国内主要载板公司深南电路、兴森科技在全球的市占率合计不到 5%，行业上升空间较大。

图表 54：国内主要载板厂商市占率情况分布



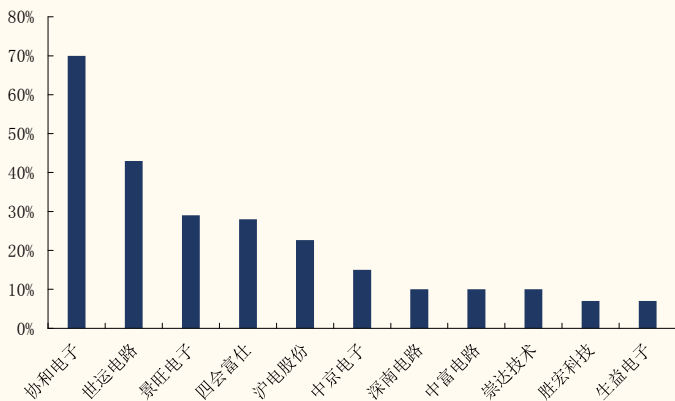
来源：产业链调研，国金证券研究所

4、投资建议及风险提示

4.1、投资建议

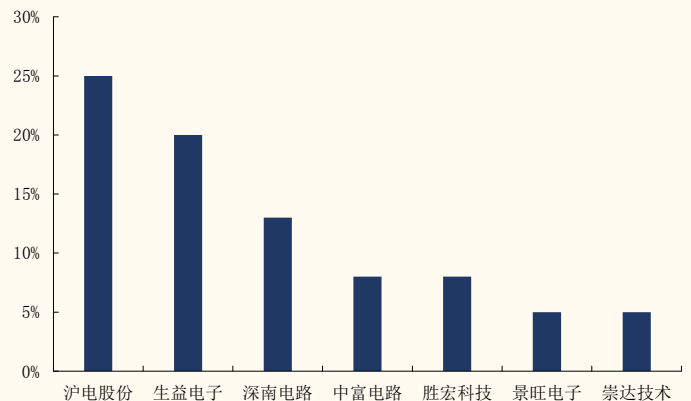
基于前文逻辑，我们认为 PCB 行业在第二季度整体投资逻辑应当重点把握盈利修复逻辑，同时把握合理的估值安全边际，在满足前两个条件的情况下，有汽车、服务器、载板等领域布局的厂商可以加重关注。考虑到各类公司的盈利修复空间、估值的安全边际和业务布局情况，我们推荐顺序为：世运电路、沪电股份、生益电子、深南电路、景旺电子。

图表 55: A 股 PCB 公司汽车占比排序



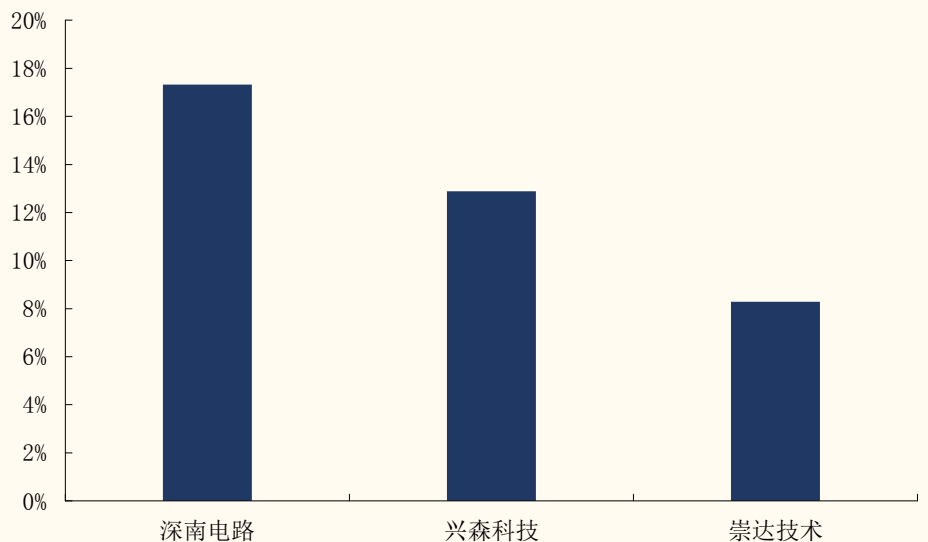
来源: 产业链调研, 公司公告, 国金证券研究所

图表 56: A 股 PCB 公司服务器占比排序



来源: 产业链调研, 公司公告, 国金证券研究所

图表 57: A 股 PCB 公司载板占比排序



来源: 产业链调研, 公司公告, 国金证券研究所

4.2、风险提示

■ 景气度大幅下滑

据前所述, 我们认为 22Q2 PCB 行业景气度有弱化风险, 但盈利修复的逻辑能够带来边际改善。如果行业景气度下滑幅度大于预期, 那么整个板块的盈利也将不及预期。

■ 疫情导致产销受阻

二季度长三角疫情加重, 导致部分地区 (上海、昆山等) 防疫政策要求辖区内所有工业活动暂停, 停产时间至少达到半个月。长三角作为 PCB 行业产能重点布局区域, 较多厂商受到影响导致原材料进厂和库存商品出货受限, 最终产销量不及预期。二季度应当重点关注有在长三角地区布局产能的厂商产值不及预期的风险。

■ 原材料价格居高不下

我们认为板块关键逻辑在于盈利能力修复, 其核心假设是明年原材料价格将会下滑。如若原材料价格下滑幅度不及预期或者节奏较慢, 则 PCB 行业整体盈利修复逻辑将不成立, 最终导致板块盈利不及预期。

■ 竞争加剧导致盈利不及预期

近年来国内 PCB 厂商资本开支速度较快，导致产能会有较大释放，我们认为 PCB 整体属于较为定制化产品，产能的绝对扩充不一定能够带来行业的有效供给增加，所以扩产对行业的冲击影响有限。但如若扩产对行业的冲击影响超过我们的预期，行业的盈利也将不及预期。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%－15%；
中性：预期未来 3－6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%－5%；
减持：预期未来 3－6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402