

匠心独运布局 PCB，竞逐高端谱写新篇章

证券研究报告
2024 年 12 月 12 日

骏亚科技 (603386.SH) 首次覆盖

核心结论

核心结论: 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 25.00/27.37/29.98 亿元，归母净利润分别为 0.05/1.17/1.24 亿元。参考可比公司一致预期，我们预计骏亚科技 2025 年目标市值 52.73 亿元，目标价 16.16 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

PCB 业务全面布局稳健发展。 1) 公司以 PCB 为主业，形成了华南、华中、华东地区的六大生产基地格局，涵盖 PCB 的研发、生产、销售及 SMT 技术。2) 公司产品线广泛，包括刚性、柔性、刚柔结合及高密度互联等多种类型 PCB，广泛应用于能源、消费电子、工业控制及医疗等领域。3) 面临行业需求不足和市场竞争加剧的挑战，公司通过拓展海外市场和加强技术创新保持稳健发展，2023 年 PCB 业务营收占比超过九成，是公司主要的收入来源。

重视并购投资和产业链完善。 1) 公司通过 2019 年并购牧泰莱完善 PCB 产业链，在样板及小批量板市场布局显著增强，珠海牧泰莱新工厂也正式投产。2) 公司注重技术创新和智能制造，公司于 2013 年启动投资江西赣州龙南骏亚新工厂项目，2018 年投产的龙南三厂（骏亚精密）产能可达 300 万 ft²/月，龙南基地在技术创新方面获得多项国家认定，为未来创新发展提供了有力支撑。

积极应对行业波动，高端创新迎接未来发展机遇。 1) 公司积极应对 PCB 行业周期性波动，通过提升产品竞争力、优化客户结构和加强市场开拓等措施，保持了销售量和市占率的稳定。2) 公司重视 AI 服务器、汽车电子、高速端口等新兴领域的巨大潜力，积极部署相关市场，高品质多层 PCB 解决方案已渗透国内服务器行业顶尖品牌供应链。

风险提示: 宏观经济及下游需求不及预期、市场竞争风险、外部经济形势及汇率风险、商誉减值风险。

核心数据

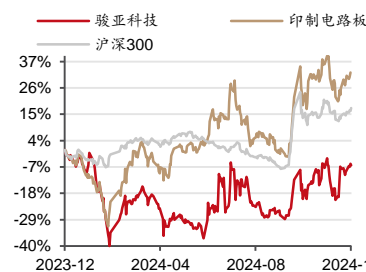
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,573	2,427	2,500	2,737	2,998
增长率	-5.7%	-5.7%	3.0%	9.5%	9.5%
归母净利润 (百万元)	163	69	5	117	124
增长率	-21.6%	-57.8%	-92.8%	2267.5%	5.4%
每股收益 (EPS)	0.50	0.21	0.02	0.36	0.38
市盈率 (P/E)	26.5	62.9	871.6	36.8	34.9
市净率 (P/B)	2.9	2.9	3.0	2.9	2.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级	买入
股票代码	603386.SH
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	13.22

近一年股价走势



分析师

郑宏达 S0800524020001
13918906471
zhenghongda@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	6
骏亚科技核心指标概览	7
一、 PCB 稳健前行，多元化驱动未来增长	8
1.1 PCB 行业领航者，多基地布局推动创新与发展	8
1.1.1 深耕 PCB，多基地布局	8
1.1.2 全面布局 PCB 业务，引领创新应用	8
1.1.3 客户多元化，积极拓展海外市场	9
1.2 短期承压稳行，长期或将回暖	10
1.2.1 营收净利短期承压，市场拓展前景可期	10
1.2.2 业务布局稳定，PCB 业务稳据核心	10
1.2.3 研发投入加码创新，智能工厂加速升级	11
1.2.4 业务毛利率有望回暖	11
二、 全面布局持续深耕 PCB 业务	12
2.1 应用领域创新助力 PCB 未来发展	12
2.1.1 PCB 需求短期承压，未来增长可期	12
2.1.2 下游行业创新带动 PCB 产业链发展	13
2.1.3 PCB 高精技术引领未来，中国产能稳步增长	14
2.2 下游应用领域革新有望促进 PCB 发展	15
2.2.1 应用领域迎接新动力，AI 创新引领消费电子 PCB 复苏	15
2.2.2 汽车电子化驱动 PCB 新机遇	16
2.2.3 AI 服务器引领 PCB 新发展，高速端口驱动需求增长	16
2.3 销量逆势上扬显韧性，智能布局赋能未来增长	17
2.3.1 PCB 产销量逆势增长，公司加速下游布局	17
2.3.2 牧泰莱深耕样板及小批量板业务	18
2.3.3 龙南基地持续技术创新	18
三、 SMT 及整机业务持续完善 PCB 服务体系	19
3.1 全面 PCB 产品服务体系，SMT 业务毛利率可观	19
3.2 整机业务大幅回暖，接单量显著提升	20
四、 盈利预测与估值	20

4.1 盈利预测.....	20
4.2 估值.....	21
五、风险提示.....	22
六、附录.....	23

图表目录

图 1: 骏亚科技核心指标概览图.....	7
图 2: 公司历史沿革.....	8
图 3: 公司主要产品.....	9
图 4: 公司前五大客户销售额占比.....	9
图 5: 公司主要合作客户.....	9
图 6: 公司销售区域.....	10
图 7: 2019-2024Q3 公司营业总收入及增速 (单位: 亿元).....	10
图 8: 2019-2024Q3 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元).....	10
图 9: 2019-2023 年按产品划分的营收 (百万元).....	11
图 10: 2023 年公司按产品划分的营收占比 (单位: 百万元).....	11
图 11: 2019-2023 年公司期间费用率.....	11
图 12: 2019-2023Q3 公司研发费用及费用率 (单位: 百万元).....	11
图 13: 2019-2023 年公司分业务毛利率变化.....	12
图 14: 2019-2024Q3 公司毛利率与归母净利率.....	12
图 15: 2001-2027F 全球 GDP、半导体和 PCB 行业各年增长趋势.....	13
图 16: PCB 产业链.....	13
图 17: 2023 年中国 PCB 细分产品结构占比.....	14
图 18: 2019-2024E 中国 PCB 市场规模及增速 (单位: 亿元).....	14
图 19: 2022-2026 年全球车用 PCB 产值预估 (单位: 亿美元).....	16
图 20: 1970-2030 年汽车电子成本占比.....	16
图 21: 全球 5G 基站市场规模 (单位: 十亿美元).....	17
图 22: 2020-2024 中国 AI 服务器出货量预测趋势图 (单位: 万台).....	17
图 23: 公司 PCB 产品产量及销量图 (单位: 万平方米).....	17
图 24: 牧泰莱生产基地.....	18
图 25: 2019-2023 年龙南骏亚精密及龙南骏亚营收 (单位: 亿元).....	19
图 26: 龙南生产基地.....	19
图 27: 2024-2029E SMT 设备市场份额预测 (单位: 十亿美元).....	19
图 28: 2019-2023 年公司 SMT 业务与公司整体毛利率变化.....	19
图 29: 2019-2023 年公司整机产品业务产量 (万台) 及增速.....	20
图 30: 2019-2023 年公司整机产品业务营收 (百万元) 及增速.....	20
图 31: 公司股权结构及主要子公司 (截至 2024 年 11 月 22 日).....	23

表 1: 2023-2028F 全球 PCB 各类产品市场规模(亿美元)及增速	14
表 2: 2022-2028E 全球各地区 PCB 产值 (亿美元) 及增速	15
表 3: 2022-2027E 年全球不同应用领域 PCB 产值 (单位: 百万美元)	15
表 4: 骏亚科技盈利预测.....	21
表 5: 可比公司估值 (可比公司盈利预测选自 iFinD 一致预期)	22

投资要点

关键假设

PCB: 公司 PCB 业务覆盖样板及小批量市场、中大批量业务，具有刚性线路板、挠性线路板、刚挠结合线路板批量制造能力，其中样板及小批量业务主要在深圳牧泰莱及长沙牧泰莱，中大批量产能主要在江西工厂和惠州工厂。2024H1 受国内市场竞争激烈、上游原材料涨价等外在环境因素影响，公司内外销订单出现波动。公司积极调整策略，拟在越南设立生产基地加大海外客户拓展力度的同时，专注高端 PCB 细分领域的技术研发和产品开发，在新市场、新产品开拓下未来营收有望持续好转。毛利率方面，随着珠海牧泰莱新工厂产品单位成本降低、产能在海外的释放预计在 1-2 年内回归正常水平。因此，我们假设该业务 2024-2026 年营收增速为 3%、10%、10%，毛利率水平为 14%、17.5%、17%。

SMT: 公司注重提供完整的 PCB 产品系列服务，是目前国内少有能为客户提供一站式线路板研发、小批量试产、中大规模制造、PCBA 及整机组装的完整服务的 PCB 制造商。2024H1 毛利率方面，2021-2023 年公司 SMT 业务的毛利率分别为 24.20%、20.39%、24.78%。公司 SMT 业务主要在全资子公司骏亚数字进行，虽然消费电子行业整体需求不足，行业竞争激烈，但骏亚数字在发展网络通讯业务、消费电子业务的同时，也积极探索布局和发展新业务，销售额同比实现增长，预计未来有一定程度放量，毛利率有所回升。因此，我们假设该业务 2024-2026 年营收增速为 10%、10%、10%，毛利率水平为 22%、24%、24%。

整机产品: 公司整机业务主要在全资子公司骏亚数字进行，主要产品包括显示屏、家电的消费电子类，OTT、PON、ROUTER、WIFI 的网络通讯类以及车联网、工业控制等电子产品。2024H1 骏亚数字在发展网络通信、消费电子业务的同时，积极开拓医疗产品、IPC 摄像头、工业控制等领域，销售额同比实现增长，并在未来有望持续推进新领域的放量。毛利率方面，预计新领域的发展和布局及公司完善的产品结构有望助力毛利率产生一定程度的回升。因此，我们假设该业务 2024-2026 年营收增速为 10%、10%、10%，毛利率水平为 -10%、-2%、5%。

综上所述，我们预计骏亚科技 2024-2026 年营收分别为 25.00、27.37、29.98 亿元，归母净利润分别为 0.05、1.17、1.24 亿元。

区别于市场的观点

市场认为下游应用领域众多，因此 PCB 行业市场规模受单一领域影响较小，但我们认为公司不仅在 PCB 的传统领域保持竞争力，还积极布局高端 PCB 市场，如封装基板、18 层及以上高端多层板及高密度互联（HDI）板等。这些领域未来增长潜力大，且技术门槛高，有助于公司形成差异化竞争优势。随着新能源汽车的快速发展，公司加速了在汽车电子领域的布局；同时 AI 技术的发展推动了服务器架构的全面升级，增加了 PCB 的需求。公司高品质多层 PCB 解决方案已渗透国内服务器行业顶尖品牌供应链，并积极探索与显示屏等领域的知名品牌客户合作。公司的积极布局和下游新兴应用领域的快速发展有望为公司带来显著的业绩提升。

股价上涨催化剂

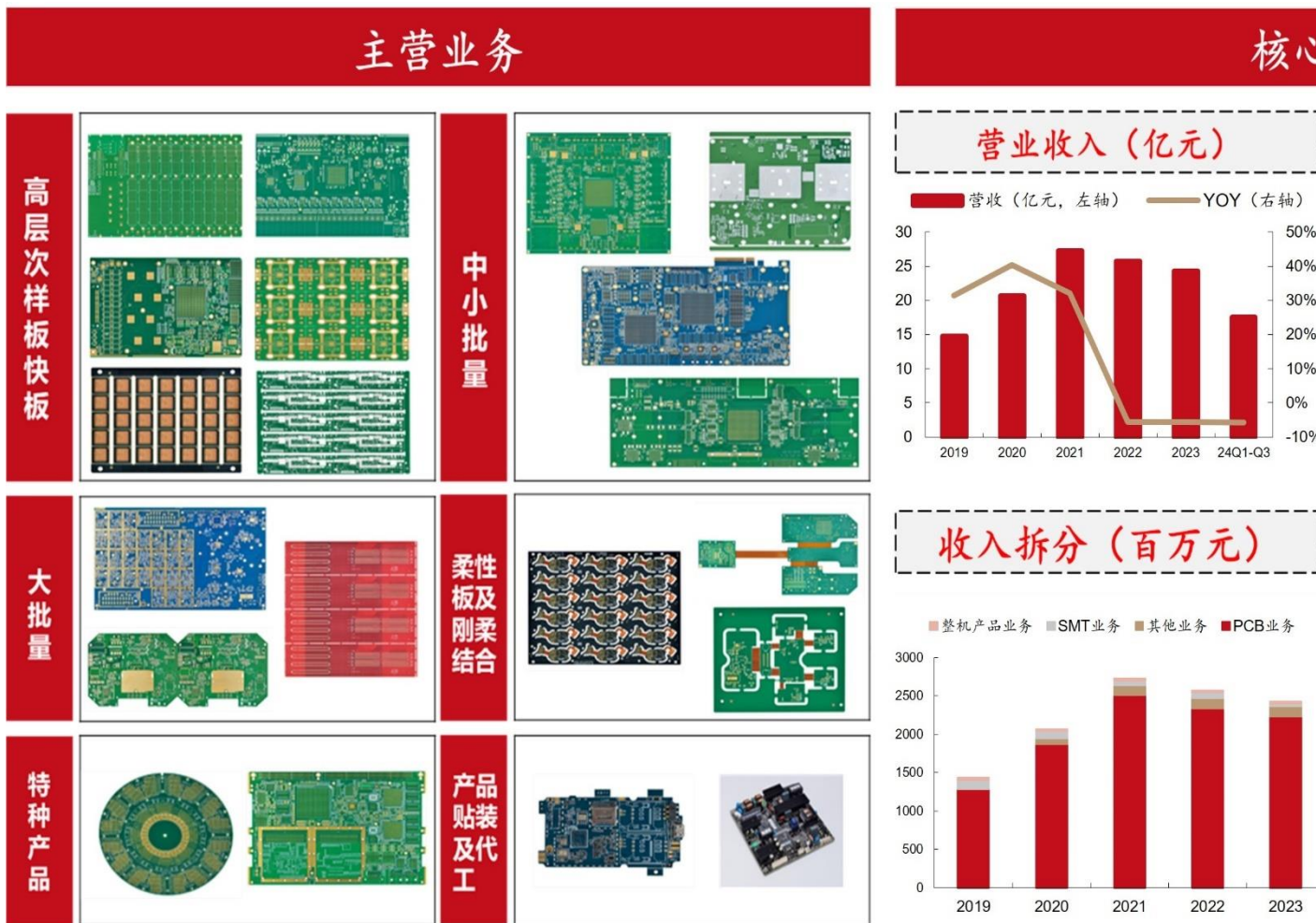
新兴市场业务拓展超预期、新增产能释放超预期、PCB 技术创新和产品升级超预期。

估值与目标价

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 25.00/27.37/29.98 亿元，归母净利润分别为 0.05/1.17/1.24 亿元。参考可比公司一致预期，我们预计骏亚科技 2025 年目标市值 52.73 亿元，目标价 16.16 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

骏亚科技核心指标概览

图 1：骏亚科技核心指标概览图



资料来源：骏亚科技官网，iFind，西部证券研发中心

一、PCB稳健前行，多元化驱动未来增长

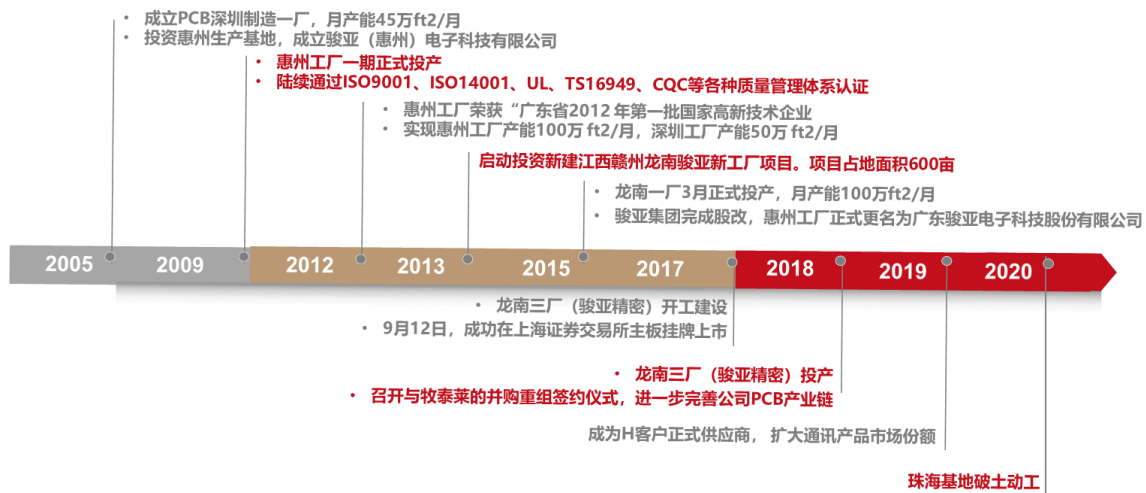
1.1 PCB行业领航者，多基地布局推动创新与发展

1.1.1 深耕PCB，多基地布局

公司成立于2005年，以PCB为主业起家，成立了PCB深圳制造一厂并投资了惠州生产基地，持续发展，产能不断增大。2013年启动投资了江西龙南骏亚项目，并于2015年完成股改，2017年9月12日，公司在上交所上市。2018年并购重组了牧泰莱，进一步完善了公司PCB产业链。

截止目前，公司基本形成华南地区（广东深圳、惠州、珠海）、华中地区（湖南长沙、江西龙南）、华东地区（安徽广德）的六大基地格局，是一家专业从事印刷电路板的研发、生产、销售为一体的国家高新技术企业。

图2：公司历史沿革

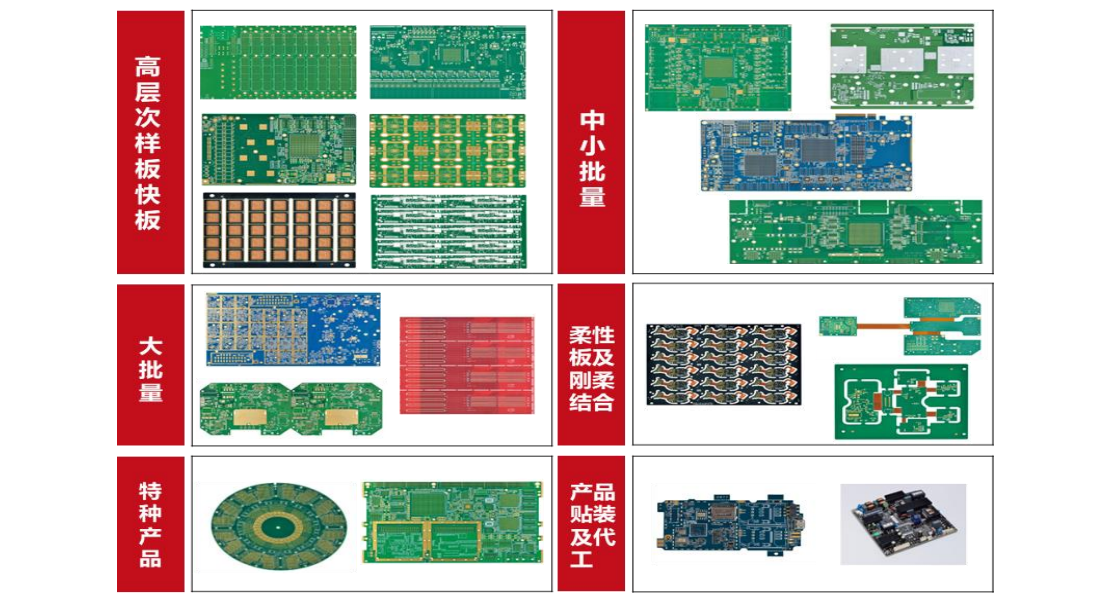


资料来源：骏亚科技官网、西部证券研发中心

1.1.2 全面布局PCB业务，引领创新应用

公司展现了全面的印制电路板（PCB）业务布局，集研发、生产、销售及SMT技术于一体，产品线覆盖从样板到中大批量板，包括刚性、柔性、刚柔结合及高密度互联等多种类型，具备广泛的行业应用能力。公司快速响应市场与客户需求，在多个关键领域提供解决方案，产品广泛应用于能源、消费电子、工业控制及医疗等领域，销售网络遍布全球各地。

图3：公司主要产品

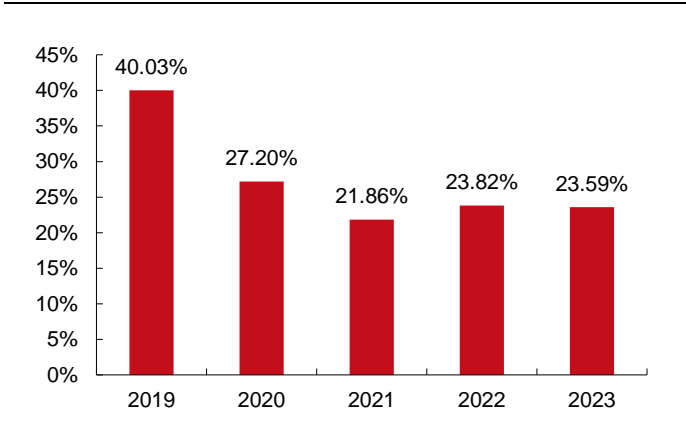


资料来源：骏亚科技官网、西部证券研发中心

1.1.3 客户多元化，积极拓展海外市场

合作大客户多且结构分散。公司经过多年发展，拥有中兴、三星、惠普、华为、TCL等多位优质合作大客户。近五年来，公司前五大客户销售额占比基本呈下降趋势，2023年为23.59%。结构分散的客户结构可能更有利于公司降低单一客户依赖，增强财务稳定性，并提升对下游的议价能力。

图4：公司前五大客户销售额占比



资料来源：骏亚科技 2019-2023 年年报、西部证券研发中心

图5：公司主要合作客户

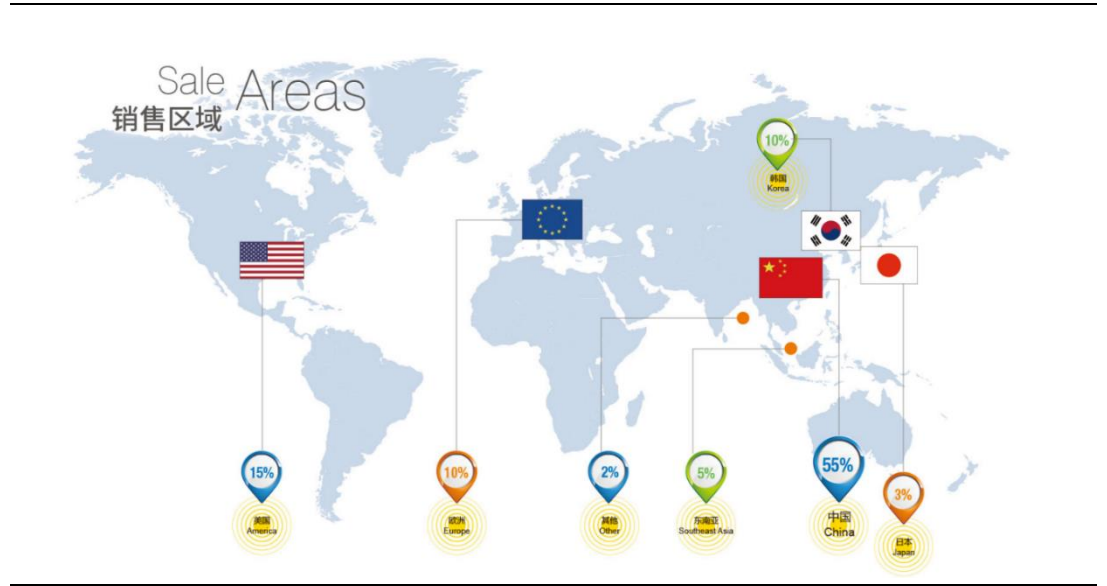


资料来源：骏亚科技官网、西部证券研发中心

受全球局势变化影响，欧美客户供应链策略调整，PCB 厂商纷纷赴东南亚投资。公司也积极推进海外战略布局，已与越南当地工业园签署租赁土地使用权备忘录，设立越南生产基地并办理境外投资备案等手续。该项目有利于降低运营成本、开拓海外市场、建立海外供应链能力以满足国际客户订单需求。同时，公司国内客户订单占比较大，公司积极调整销售策略，控制低价订单，积极开拓新客户与新市场，尤其加大海外客户拓展力度，持续

调整客户结构和产品结构，以实现客户拓展和海外扩张。

图6：公司销售区域



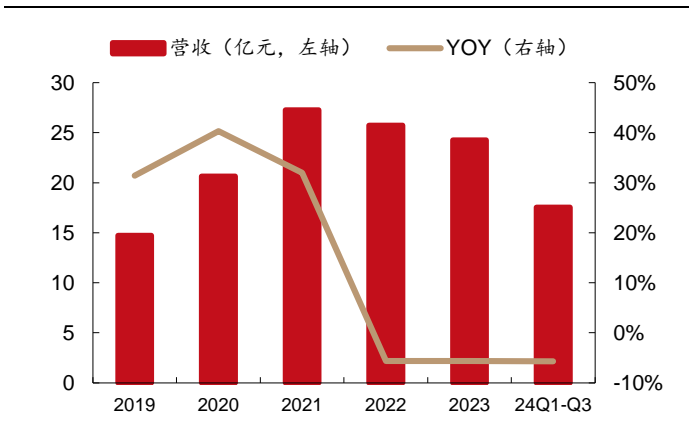
资料来源：骏亚科技官网、西部证券研发中心

1.2 短期承压稳行，长期或将回暖

1.2.1 营收净利短期承压，市场拓展前景可期

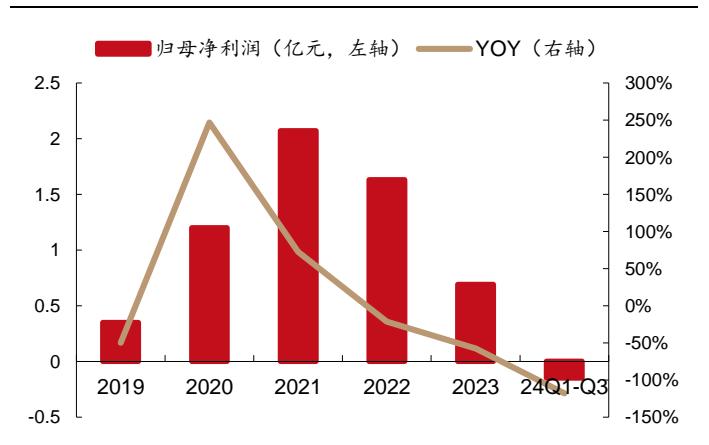
2023年公司实现营业收入24.27亿元，实现归母净利润0.69亿元，2024年前三季度实现营业收入17.55亿元。近五年来，2019-2021年整体呈现快速增长的态势。2023年营收和归母净利润均呈一定程度的下降，主要系公司所处PCB行业的下游需求不足、行业市场竞争加剧，公司销售收入同比下降，且珠海牧泰莱新工厂投产成本费用增加、汇率波动等所致。面对错综复杂的外部环境，公司积极应对并全力拓展市场。

图7：2019-2024Q3公司营业总收入及增速（单位：亿元）



资料来源：iFinD，西部证券研发中心

图8：2019-2024Q3公司归母净利润及增速（单位：亿元）



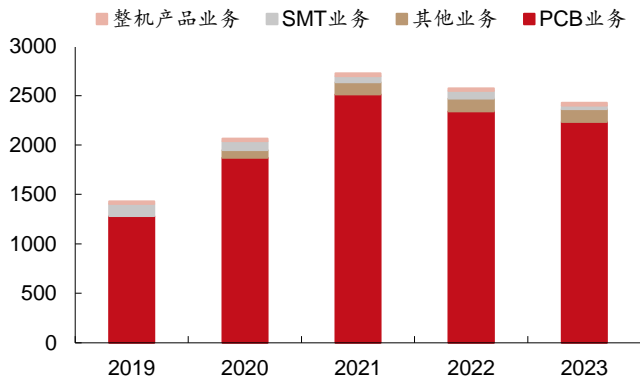
资料来源：iFinD，西部证券研发中心

1.2.2 业务布局稳定，PCB业务稳居核心

近五年PCB业务营收占比均超过八成，是公司主要的收入来源，2023年达92.03%，同比减少4.55%，PCB行业的业绩受宏观经济情况、下游市场需求、行业竞争情况等因素影响，业绩变化较为符合行业整体发展状况；SMT业务2023年实现收入0.34亿元，占比为1.41%，同比减少54.42%，主要系订单接单量下降所致；整机产品业务收入0.29亿

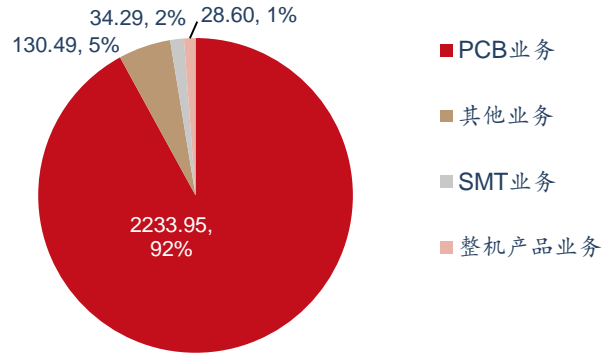
元，占比为 1.18%，同比增长 8.20%，整机生产量、销售量、库存量较上年同期均增加，主要系订单接单量增加所致。

图 9：2019-2023 年按产品划分的营收（百万元）



资料来源：iFinD、西部证券研发中心

图 10：2023 年公司按产品划分的营收占比（单位：百万元）



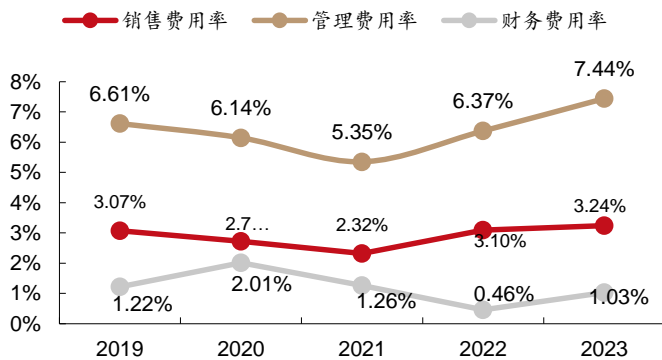
资料来源：iFinD、西部证券研发中心

1.2.3 研发投入加码创新，智能工厂加速升级

公司期间费用率控制良好，销售费用和财务费用基本保持稳定。2023 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.24%/7.44%/1.03%/4.90%。公司 2019-2023 年的期间费用率(销售、管理、财务)分别为 10.91%/10.87%/8.93%/9.92%/11.71%，费率基本保持稳定，2023 年有所上升，主要系外币汇率波动汇兑收益同比减少导致财务费用增加所致。公司始终重视技术方面投入，2024 年前三季度研发投入 8187.25 万元，占营业收入的 4.67%。

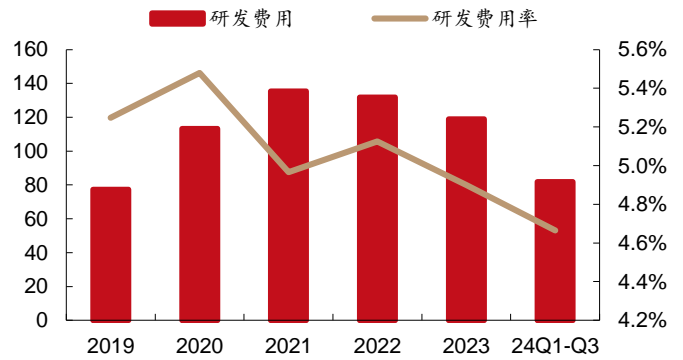
公司重视技术创新成果保护。截至 2024 年上半年，公司累计获得专利授权 402 项，积极建设“物联网+大数据”智能工厂，并上线 MES 系统，引入 AGV 及安灯系统配合 WMS 系统。其中龙南骏亚承担了江西省“基于偏振视觉人工智能的线路板外观自动检测与识别技术研究”课题研发项目，并入选了江西省产教融合型企业建设培育范围名单。

图 11：2019-2023 年公司期间费用率



资料来源：iFind、西部证券研发中心

图 12：2019-2023Q3 公司研发费用及费用率（单位：百万元）



资料来源：iFind、西部证券研发中心

1.2.4 业务毛利率有望回暖

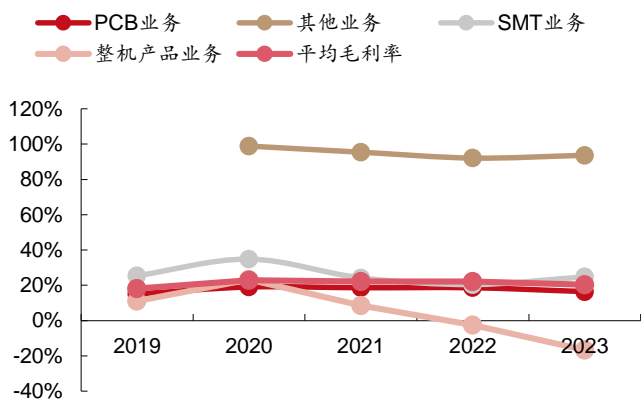
PCB 业务： 样板及小批量市场主要在全资子公司深圳牧泰莱及长沙牧泰莱进行，由于双面、四层 PCB 样板及小批量板销售量下滑以及于 23 年下半年投产的珠海牧泰莱新工厂产品单位成本较高，整体毛利率下降。中大批量业务产能主要在江西和惠州工厂，受消费电

子及逆变器领域 PCB 产品需求不足、竞争激烈等因素影响，整体产能未能充分利用，毛利率下降。行业方面，随着宏观经济环境改善与下游行业需求逐步回暖，特别是消费电子领域需求企稳回升，公司在这些领域的市场布局有望逐渐显现成效，从而带动毛利率恢复增长。公司方面，公司珠海牧泰莱新工厂随着产能爬坡逐步进入稳定量产状态，规模效应开始体现，单位生产成本将进一步下降，为整体毛利率的提升提供支撑。

SMT 业务：毛利率基本高于平均毛利率，2023 年有所上升。

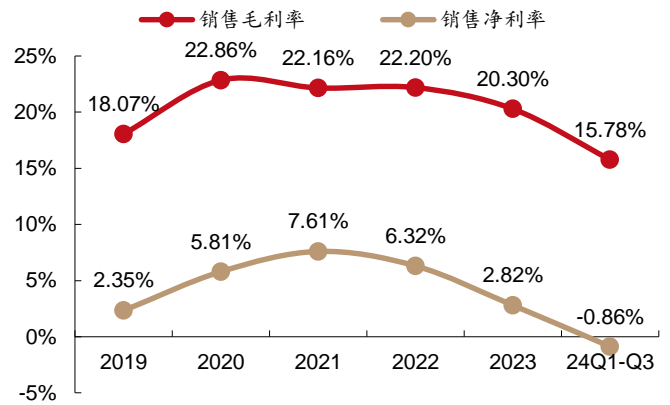
整机产品业务：近四年毛利率持续下降，但 2023 年订单接单量可观，生产量、销售量、库存量较 2022 年均增加。公司 SMT 及整机业务主要在全资子公司骏亚数字进行，在消费电子行业整体需求不足的背景下，公司积极探索布局和发展医疗、工业控制等新领域，2024 年上半年销售额同比实现增长。

图 13：2019-2023 年公司分业务毛利率变化



资料来源：iFind，西部证券研发中心

图 14：2019-2024Q3 公司毛利率与归母净利率



资料来源：iFind，西部证券研发中心

二、全面布局持续深耕PCB业务

2.1 应用领域创新助力PCB未来发展

2.1.1 PCB需求短期承压，未来增长可期

印制电路板（PCB）作为电子产品的关键互连件，主要功能是使各种电子元器件通过电路进行连接，并起到导通和传输的作用，广泛应用于通讯、消费、计算机、汽车、服务器等多个领域，是电子元件细分产业中产值最大的产业，受宏观经济周期性波动影响较大，行业周期性及成长性并存。目前主要分布在中国大陆、中国台湾地区、日本、韩国、美国、欧洲和东南亚等区域，我国是 PCB 产业全球生产规模最大的生产基地。

根据 PrismaMark 预测，2023 年全球 PCB 产值预计为 695.17 亿美元，同比下降 15%，中国 PCB 产值达 377.94 亿美元，同比下降 13.20%。受宏观经济影响，当前需求承压，但中长期科技驱动增长，预计 2023-2028 年全球与中国 PCB 产值复合增长率分别为 5.4%和 4.1%，到 2028 年全球产值将增至 904.13 亿美元，中国达 461.80 亿美元。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/555111324042012014>