

002916.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 127.07

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4.6	(11.1)	27.7	50.8
相对深圳成指	(2.9)	(12.4)	28.7	38.2

发行股数 (百万)	512.88
流通股 (百万)	511.55
总市值 (人民币 百万)	65,171.35
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,200.29
主要股东	
中航国际控股有限公司	63.97%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 3 月 12 日收市价为标准

相关研究报告

《深南电路》20241031
《深南电路》20240828
《深南电路》20240710

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子：元件

证券分析师：苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522080003

联系人：李圣宣

shengxuan.li@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123050020

深南电路

多业务协同驱动PCB 高增长，封装基板蓄势待发

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现业绩高增，公司 PCB 业务充分把握结构性机会，封装基板业正加快推动高端产品导入，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2024 年公司持续加大各业务市场开发力度，推动产品结构进一步优化，业绩实现高增。公司 2024 年全年实现收入 179.07 亿元，同比+32.39%，实现归母净利润 18.78 亿元，同比+34.29%，实现扣非归母净利润 17.40 亿元，同比+74.34%。单季度来看，公司 24Q4 实现营收 48.58 亿元，同比+19.51%/环比+2.74%，实现归母净利润 3.90 亿元，同比-20.50%/环比-22.22%，实现扣非归母净利润 3.64 亿元，同比+39.50%/环比-22.93%。盈利能力方面，公司 2024 年毛利率 24.83%，同比+1.40pcts，归母净利率 10.48%，同比+0.15pct，扣非归母净利率 9.72%，同比+2.34pcts。单季度来看，公司 2024Q4 实现毛利率 21.95%，同比-2.23pcts/环比-3.44pcts，归母净利率 8.02%，同比-4.04pcts，扣非归母净利率 7.49%，同比+1.07pcts。
- PCB 充分把握 AI 算力及汽车电子市场机遇，营收稳健增长。公司 2024 年 PCB 实现营收 104.94 亿元，同比+29.99%，毛利率 31.62%，同比+5.07pcts。1) 通信领域：得益于高速交换机、光模块产品需求增长，有线侧通信产品占比提升，盈利能力有所改善；2) 数据中心：受益于 AI 服务器相关需求增长及行业周期性回暖，数据中心业务已成为 PCB 业务继通信领域后第二个达 20 亿元级订单规模的下游市场；3) 汽车电子：公司汽车电子订单增速连续第三年超 50%，前期导入的新客户定点项目需求释放，ADAS 相关产品需求稳步增长。
- 封装基板业务聚焦能力建设与市场开发，推动新产品持续导入。公司封装基板业务实现营收 31.71 亿元，同比+37.49%，毛利率 18.15%，同比-5.72pcts。1) 当期归因：封装基板业务毛利率同比下降，主要系广州封装基板项目爬坡、金盐等部分原材料涨价，叠加下半年 BT 类基板市场需求波动、产能利用率有所下降等因素综合影响。2) 能力建设：BT 基板方面，存储类产品成功推动客户新一代高端 DRAM 产品项目的导入及后续稳定量产；处理器芯片类产品，实现了基于 WB 工艺的大尺寸制造能力突破和 FC-CSP 类工艺技术能力提升；RF 射频类产品，稳步推进新客户新产品导入，完成了主要客户的认证审核。FC-BGA 封装基板方面，公司已具备 16 层及以下产品批量生产能力，18、20 层产品具备样品制造能力，各阶产品相关送样认证工作有序推进。3) 新项目：无锡基板二期已实现单月盈亏平衡。广州封装基板项目产品线能力快速提升，产能爬坡稳步推进，已承接包括 BT 类及部分 FC-BGA 产品的批量订单，但总体尚处于产能爬坡早期阶段，成本及费用增加，对公司利润造成一定负向影响。

估值

- 考虑 AI 及汽车电子驱动公司 PCB 结构持续优化，国产算力需求提升，封装基板景气度或有望修复，新建项目能力持续优化。我们调整公司盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 213.31/249.61/290.39 亿元，实现归母净利润分别为 27.32/31.95/35.77 亿元，EPS 分别为 5.33/6.23/6.97 元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 23.9/20.4/18.2 倍。公司仍具性价比，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 封装基板产能爬坡不及预期、AI 及汽车等领域需求不及预期、新产品导入不及预期、国产互联网厂商采购国产供应链不积极。

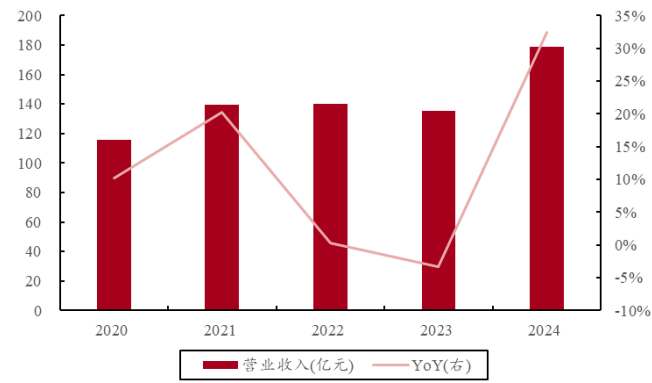
投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	13,526	17,907	21,331	24,961	29,039
增长率(%)	(3.3)	32.4	19.1	17.0	16.3
EBITDA(人民币 百万)	2,226	3,289	4,156	4,580	5,078
归母净利润(人民币 百万)	1,398	1,878	2,732	3,195	3,577
增长率(%)	(14.7)	34.3	45.5	17.0	12.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.73	3.66	5.33	6.23	6.97
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	4.72	5.40	-
调整幅度(%)	-	-	12.89	15.36	-
市盈率(倍)	46.6	34.7	23.9	20.4	18.2
市净率(倍)	4.9	4.5	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA(倍)	18.4	21.1	15.7	13.6	11.7
每股股息 (人民币)	0.9	1.5	2.2	2.6	2.9
股息率(%)	1.3	1.2	1.7	2.0	2.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

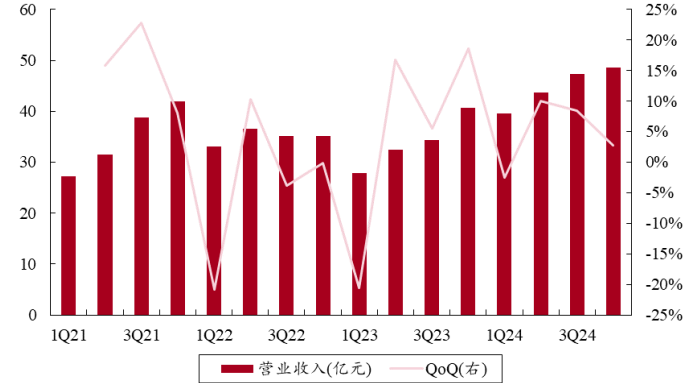
附：公司财务数据概览

图表 1. 公司年度营业收入（2020-2024）



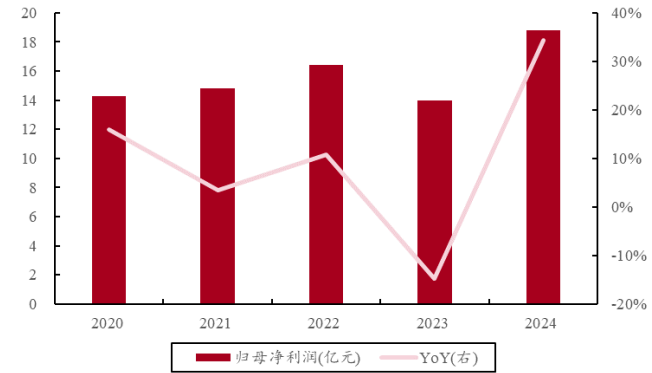
资料来源: ifind, 中银证券

图表 2. 公司分季度营业收入（1Q21-4Q24）



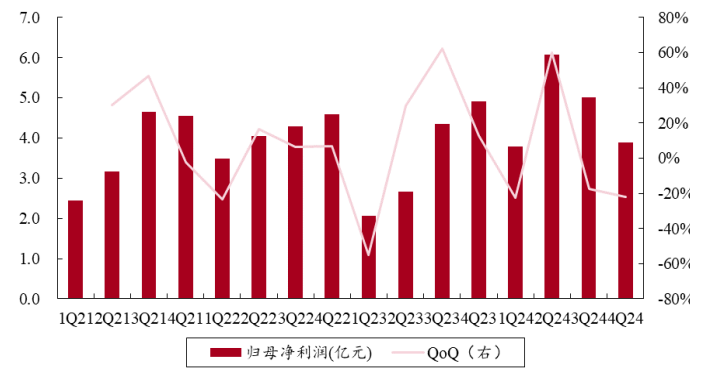
资料来源: ifind, 中银证券

图表 3. 公司年度归母净利润（2020-2024）



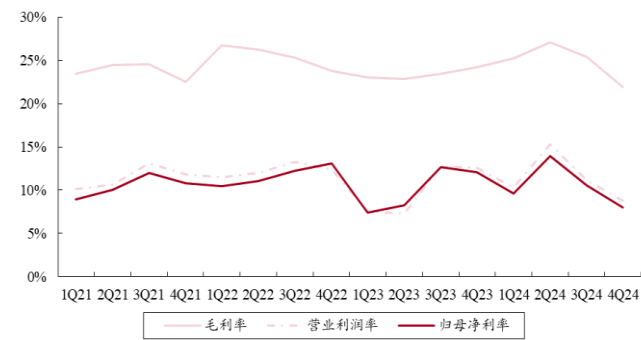
资料来源: ifind, 中银证券

图表 4. 公司分季度归母净利润（1Q21-4Q24）



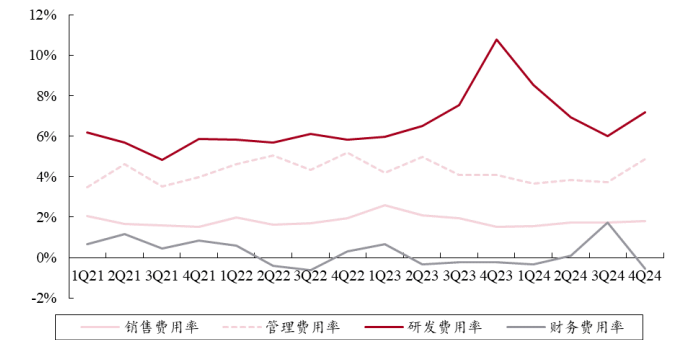
资料来源: ifind, 中银证券

图表 5. 公司盈利能力（1Q21-4Q24）



资料来源: ifind, 中银证券

图表 6. 公司期间费用率（1Q21-4Q24）



资料来源: ifind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13,526	17,907	21,331	24,961	29,039
营业收入	13,526	17,907	21,331	24,961	29,039
营业成本	10,357	13,460	15,709	18,304	21,386
营业税金及附加	103	130	150	182	209
销售费用	270	305	392	460	521
管理费用	601	725	853	1,023	1,191
研发费用	1,073	1,272	1,493	1,872	2,178
财务费用	31	47	41	(15)	(63)
其他收益	487	291	307	362	320
资产减值损失	(152)	(189)	(140)	(149)	(150)
信用减值损失	(33)	(47)	(21)	(29)	(25)
资产处置收益	(2)	0	(1)	(1)	0
公允价值变动收益	4	1	0	0	0
投资收益	1	4	9	5	6
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,398	2,028	2,847	3,321	3,767
营业外收入	5	6	5	5	6
营业外支出	4	11	7	8	9
利润总额	1,398	2,023	2,845	3,319	3,763
所得税	1	145	113	123	186
净利润	1,398	1,879	2,732	3,195	3,578
少数股东损益	0	1	0	0	0
归母净利润	1,398	1,878	2,732	3,195	3,577
EBITDA	2,226	3,289	4,156	4,580	5,078
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.73	3.66	5.33	6.23	6.97

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,597	10,854	13,035	17,690	22,491
货币资金	853	1,553	3,200	6,257	9,601
应收账款	3,091	3,806	4,409	5,204	5,979
应收票据	245	512	390	665	562
存货	2,686	3,395	3,412	3,706	4,611
预付账款	8	9	11	13	15
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,714	1,579	1,613	1,845	1,723
非流动资产	14,010	14,448	13,306	12,022	10,714
长期投资	77	76	76	76	76
固定资产	10,083	12,396	11,460	10,379	9,643
无形资产	544	585	586	583	577
其他长期资产	3,306	1,391	1,185	984	418
资产合计	22,607	25,302	26,341	29,711	33,205
流动负债	6,425	7,489	8,501	9,981	11,364
短期借款	400	10	214	200	200
应付账款	2,037	2,687	2,826	3,598	3,907
其他流动负债	3,988	4,792	5,461	6,183	7,257
非流动负债	2,995	3,167	1,582	1,586	1,584
长期借款	2,407	2,577	1,000	1,000	1,000
其他长期负债	588	590	582	586	584
负债合计	9,420	10,656	10,082	11,566	12,948
股本	513	513	513	513	513
少数股东权益	3	29	29	29	30
归属母公司股东权益	13,184	14,617	16,229	18,115	20,227
负债和股东权益合计	22,607	25,302	26,341	29,711	33,205

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,398	1,879	2,732	3,195	3,578
折旧摊销	1,287	1,511	1,583	1,640	1,700
营运资金变动	(324)	(1,043)	547	(248)	(213)
其他	229	635	113	160	67
经营活动现金流	2,589	2,982	4,975	4,747	5,132
资本支出	(3,250)	(2,526)	(530)	(530)	(530)
投资变动	(327)	593	(100)	57	183
其他	16	9	8	4	5
投资活动现金流	(3,561)	(1,925)	(622)	(469)	(342)
银行借款	1,632	(220)	(1,373)	(14)	0
股权融资	(559)	(457)	(1,119)	(1,309)	(1,466)
其他	(1,162)	289	(215)	102	20
筹资活动现金流	(89)	(389)	(2,707)	(1,221)	(1,446)
净现金流	(1,061)	668	1,646	3,057	3,344

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(3.3)	32.4	19.1	17.0	16.3
营业利润增长率(%)	(18.9)	45.1	40.4	16.7	13.4
归属于母公司净利润增长率(%)	(14.7)	34.3	45.5	17.0	12.0
息税前利润增长率(%)	(39.4)	89.4	44.7	14.3	14.9
息税折旧前利润增长率(%)	(15.4)	47.8	26.3	10.2	10.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(14.7)	34.3	45.5	17.0	12.0
获利能力					
息税前利润率(%)	6.9	9.9	12.1	11.8	11.6
营业利润率(%)	10.3	11.3	13.3	13.3	13.0
毛利率(%)	23.4	24.8	26.4	26.7	26.4
归母净利润率(%)	10.3	10.5	12.8	12.8	12.3
ROE(%)	10.6	12.8	16.8	17.6	17.7
ROIC(%)	5.3	8.3	15.1	18.3	22.4
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	0.2	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.4)
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.8	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	4.6	5.2	5.2	5.2	5.2
应付账款周转率	7.4	7.6	7.7	7.8	7.7
费用率					
销售费用率(%)	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8
管理费用率(%)	4.4	4.0	4.0	4.1	4.1
研发费用率(%)	7.9	7.1	7.0	7.5	7.5
财务费用率(%)	0.2	0.3	0.2	(0.1)	(0.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.7	3.7	5.3	6.2	7.0
每股经营现金流(最新摊薄)	5.0	5.8	9.7	9.3	10.0
每股净资产(最新摊薄)	25.7	28.5	31.6	35.3	39.4
每股股息	0.9	1.5	2.2	2.6	2.9
估值比率					
P/E(最新摊薄)	46.6	34.7	23.9	20.4	18.2
P/B(最新摊薄)	4.9	4.5	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	18.4	21.1	15.7	13.6	11.7
价格/现金流(倍)	25.2	21.9	13.1	13.7	12.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371