深南电路 (002916 CH)

24 财年业绩稳健，受益于产业链自主可控趋势，上调至“买入”评级

买入（上调）

深南电路发布 2024 财年业绩。公司收入同比增长 32.4%至 179 亿元人民币，高于我们/彭博一致预期 2%/7%。净利润同比增长 34.3%至 19 亿元人民币，符合我们的预测，但低于彭博一致预期 2%。期内毛利率提升至 24.8%（2023 年为 23.4%），主要是随着需求恢复而改善；但受到新建工厂产能爬坡的影响，部分抵消。我们将公司 2025/26 年的收入预测分别上调 15%/21%，主要由于 1）产能利用率的提升（2025 年 1 季度约为 90%），2）国内云厂商资本支出加速，拉动公司数据中心、AI 相关收入的增长，3）高端自动驾驶应用的渗透率快于预期，推动汽车 PCB 收入增长。同时，我们将公司 2025/26 财年的净利润预测上调 12%/16%，其中毛利率略有下降，部分抵消了收入增长的影响（随着广州工厂产能投产，设备、原材料和人力成本将被计入生产成本）。**上调至“买入”评级，目标价 146.81 元人民币（前目标价：115 元人民币）**，对应 2024-26 财年 28.5%的净利润复合年增长率，以及 1.1 倍 PEG。

- **PCB 业务收入同比增长 30%至 105 亿元人民币，**得益于数据中心（占 PCB 收入的 20%）和汽车业务（占约 14%）的强劲需求，但电信业务（收入占比<40%）在 2024 年承压。2024 年 PCB 业务毛利率提升至 31.6%（2023 年为 26.6%），得益于公司产能利用率的提升和产品组合的优化（AI 相关产品的占比增加）。PCBA 业务同比增长 33.2%，公司把握住数据中心、汽车市场的需求，拉动收入增长，同时毛利率维持在 14.4%。我们预计，在这两个市场快速增长的推动下（国内 AI 领域资本支出的大幅增加、自动驾驶方案渗透率的提升），公司 2025 年 PCB 业务收入将同比增长 25%，毛利率维持在当前的 31%水平。
- **基板业务收入同比增长 37.5%至 32 亿元人民币。**因下游市场补库存的拉动，基板业务的增长主要集中在上半年。该业务毛利率承压（2023/24 年为 23.9%/18.2%），主要受广州工厂产能爬坡、原材料成本上升（管理层表示金价在下半年增长 20%+）、下半年 BT 基板需求疲软的影响。若剔除广州工厂产能爬坡因素，BT 基板在下半年的毛利率较上半年下降约 2 个百分点（vs.整体部门毛利率下降 10 多个百分点）。我们预计公司 2025 年基板业务收入将同比增长 18%，主要由存储产品收入快速增长驱动。毛利率仍受到广州工厂持续爬坡带来的影响，预期将温和上升至 19.5%。
- **上调至“买入”评级，目标价上修至 146.81 元人民币。**新目标价基于 31 倍 5 年历史平均远期市盈率。我们注意到深南电路在行业下行周期中的表现优于预期。展望未来，公司凭借在 PCB 市场的领先地位和 FC-BGA 基板产线的扩张，有望成为中国半导体产业链自主可控趋势下的受益者。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入 (百万人民币)	13,526	17,907	21,551	24,838	28,208
同比增长 (%)	(3.3)	32.4	20.3	15.3	13.6
毛利率 (%)	23.4	24.8	25.1	25.9	26.2
净利润 (百万人民币)	1,398.1	1,877.6	2,429.5	3,102.2	3,713.6
同比增长 (%)	(14.8)	34.3	29.4	27.7	19.7
每股收益 (人民币)	2.72	3.66	4.74	6.05	7.24
市盈率 (倍)	47.1	35.0	27.0	21.2	17.7
股本回报率 (%)	11.0	13.5	15.6	17.4	18.0

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

目标价	**146.81 人民币**
(此前目标价	115.00 人民币)
潜在升幅	**14.7%**
当前股价	**128.00 人民币**

中国半导体

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪
(852) 3916 3739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(人民币百万元)	65,651.2
3 月平均流通量(人民币百万元)	1,241.5
52 周内股价高/低(人民币)	160.55/83.01
总股本 (百万)	512.9

资料来源： FactSet

股东结构

中航国际控股有限公司	64.0%
易方达资产管理有限公司	7.1%

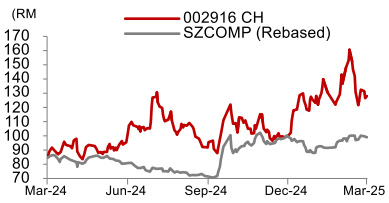
资料来源： 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-6.5%	-8.7%
3 -月	28.4%	28.6%
6 -月	33.9%	-4.4%

资料来源： FactSet

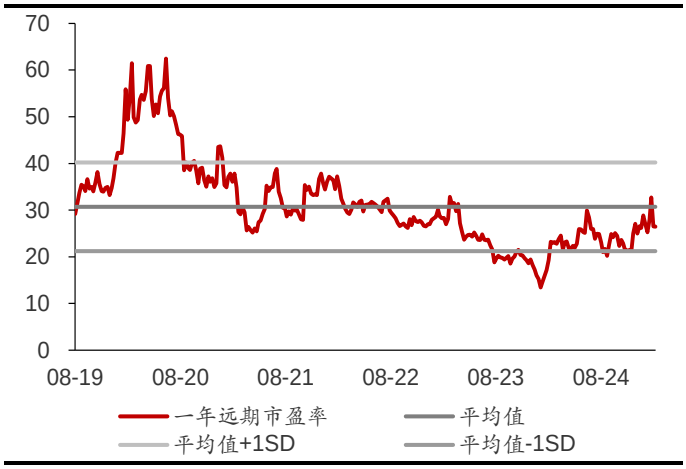
股份表现



资料来源： FactSet

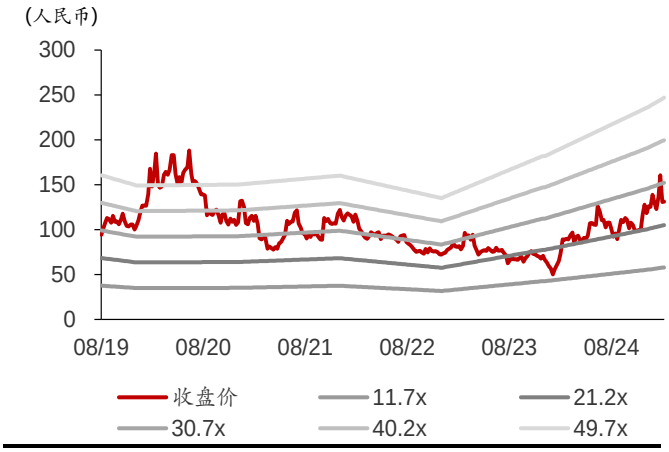
请到彭博 (搜索代码: RESP CMBR <GO>)或 http:// www.cmbi.com.hk 下载更多招银国际环球市场研究报告
本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

图 1: 深南电路一年远期市盈率区间



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 2: 深南电路动态市盈率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 3: 招银国际最新预测 vs.过往预测

	最新预测			过往预测			对比 (%)		
人民币(百万元)	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	21,551	24,838	28,208	18,765	20,516	N/A	15%	21%	N/A
毛利	5,413	6,426	7,393	4,785	5,457	N/A	13%	18%	N/A
净利润	2,429	3,102	3,714	2,178	2,671	N/A	12%	16%	N/A
每股收益 (人民币)	4.74	6.05	7.24	4.26	5.46	N/A	11%	11%	N/A
毛利率	25.1%	25.9%	26.2%	25.4%	26.0%	N/A	-0.3 ppt	-0.1 ppt	N/A
净利率	11.3%	12.5%	13.2%	11.9%	13.4%	N/A	-0.7 ppt	-0.9 ppt	N/A

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 招银国际预测 vs. 彭博一致预期

	招银国际预测			彭博一致预期			对比 (%)		
人民币(百万元)	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	21,551	24,838	28,208	19,540	22,469	26,823	10%	11%	5%
毛利	5,413	6,426	7,393	5,035	5,875	6,652	7%	9%	11%
净利润	2,429	3,102	3,714	2,304	2,764	4,001	5%	12%	-7%
每股收益 (人民币)	4.74	6.05	7.24	4.32	5.33	N/A	10%	13%	N/A
毛利率	25.1%	25.9%	26.2%	25.8%	26.1%	24.8%	-0.7 ppt	-0.3 ppt	1.4 ppt
净利率	11.3%	12.5%	13.2%	11.8%	12.3%	14.9%	-0.5 ppt	0.2 ppt	-1.8 ppt

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测, 彭博一致预期

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日（人民币百万元）						
营业收入	**13,992**	**13,526**	**17,907**	**21,551**	**24,838**	**28,208**
营业成本	(10,422)	(10,357)	(13,460)	(16,138)	(18,413)	(20,815)
毛利润	**3,571**	**3,170**	**4,447**	**5,413**	**6,426**	**7,393**
运营费用	**(1,691)**	**(1,558)**	**(2,141)**	**(2,416)**	**(2,654)**	**(2,915)**
销售费用	(926)	(870)	(1,030)	(1,132)	(1,230)	(1,341)
研发费用	(820)	(1,073)	(1,272)	(1,488)	(1,640)	(1,807)
其他收入	55	385	161	204	217	232
运营利润	**1,880**	**1,611**	**2,306**	**2,997**	**3,772**	**4,478**
营业外收入	4	5	6	8	9	10
营业外支出	(7)	(4)	(11)	(10)	(14)	(14)
其他支出	(163)	(182)	(231)	(254)	(288)	(336)
利息收入	22	12	10	19	32	45
利息费用	(92)	(66)	(80)	(88)	(94)	(92)
其他	77	23	23	28	32	36
税前利润	**1,720**	**1,398**	**2,023**	**2,700**	**3,448**	**4,127**
所得税费用	(79)	(1)	(145)	(270)	(345)	(413)
税后利润	**1,641**	**1,398**	**1,879**	**2,430**	**3,103**	**3,715**
非控股权益	0	(0)	1	0	1	1
净利润	**1,641**	**1,398**	**1,878**	**2,429**	**3,102**	**3,714**

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日（人民币百万元）						
流动资产	**8,578**	**8,597**	**10,854**	**14,230**	**17,358**	**21,416**
现金与现金等价物	1,913	853	1,553	2,942	4,482	6,049
应收账款	2,770	3,091	3,806	4,697	5,375	6,372
存货	2,341	2,686	3,395	4,121	4,757	5,850
预付款项	49	8	9	28	22	31
其他流动资产	1,505	1,959	2,091	2,442	2,723	3,114
非流动资产	**12,149**	**14,010**	**14,448**	**14,286**	**13,902**	**13,423**
物业及厂房及设备（净额）	9,138	10,083	12,396	12,767	12,246	11,537
使用权资产	37	26	9	17	25	33
递延税项	208	272	187	210	230	257
无形资产	557	544	585	638	699	770
商誉	0	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2,209	3,085	1,271	654	701	827
总资产	**20,727**	**22,607**	**25,302**	**28,516**	**31,260**	**34,839**
流动负债	**6,708**	**6,425**	**7,489**	**8,313**	**8,407**	**9,136**
短期债务	0	400	10	190	107	99
应付账款	1,638	2,037	2,687	2,796	2,653	2,822
应付税款	31	42	59	67	73	82
其他流动负债	4,484	3,291	3,933	4,378	4,594	5,036
合同负债	93	212	208	216	248	282
应付职工薪酬	462	443	592	667	732	815
非流动负债	**1,765**	**2,995**	**3,167**	**3,578**	**3,712**	**3,598**
长期债务	1,175	2,407	2,577	2,913	2,982	2,785
应付公司债	0	0	0	0	0	0
递延收入	356	372	471	531	582	648
其他非流动负债	235	217	119	134	147	164
总负债	**8,474**	**9,420**	**10,656**	**11,891**	**12,119**	**12,734**
股本	513	513	513	513	513	513
留存收益	5,291	6,179	7,594	9,562	12,067	15,018
其他储备	6,446	6,492	6,510	6,521	6,531	6,542
股东权益总额	**12,249**	**13,184**	**14,617**	**16,596**	**19,112**	**22,073**
少数股东权益	3	3	29	29	30	31
总负债和股东权益	**20,727**	**22,607**	**25,302**	**28,516**	**31,260**	**34,839**

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日（人民币百万元）						
经营现金流						
税前利润	**1,640**	**1,398**	**1,879**	**2,430**	**3,103**	**3,715**
折旧摊销	1,062	1,272	1,437	1,740	1,944	2,052
营运资金变化	180	(364)	(1,096)	(1,105)	(1,277)	(1,519)
其他	281	268	(5)	(120)	(11)	(100)
净经营现金流	**3,163**	**2,574**	**2,214**	**2,945**	**3,759**	**4,147**
投资现金流						
资本开支	(3,378)	(3,250)	(2,526)	(1,567)	(1,567)	(1,574)
收购与投资	0	0	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(237)	(311)	601	28	34	34
净投资现金流	**(3,614)**	**(3,561)**	**(1,925)**	**(1,539)**	**(1,533)**	**(1,541)**
融资现金流						
已支付股息	(565)	(589)	(543)	(550)	(691)	(854)
净借贷	(242)	1,117	133	516	(13)	(206)
发行股票所得现金	2,530	0	31	0	0	0
其他	(26)	(617)	(10)	(21)	(21)	(21)
净融资现金流	**1,697**	**(89)**	**(389)**	**(55)**	**(726)**	**(1,081)**
净现金流变动						
年初现金	620	1,912	851	1,551	2,941	4,480
汇率变动	30	(0)	32	32	32	32
其他	1,263	(1,061)	668	1,357	1,508	1,534
年末现金	**1,912**	**851**	**1,551**	**2,941**	**4,480**	**6,047**

增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	0.4%	(3.3%)	32.4%	20.3%	15.3%	13.6%
毛利润	8.0%	(11.2%)	40.3%	21.7%	18.7%	15.1%
经营利润	(1.0%)	(14.3%)	43.1%	30.0%	25.8%	18.7%
净利润	10.8%	(14.8%)	34.3%	29.4%	27.7%	19.7%

盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	25.5%	23.4%	24.8%	25.1%	25.9%	26.2%
营业利益率	13.4%	11.9%	12.9%	13.9%	15.2%	15.9%
股本回报率	15.8%	11.0%	13.5%	15.6%	17.4%	18.0%

资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
流动比率（倍）	1.3	1.3	1.4	1.7	2.1	2.3

估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	39.8	47.1	35.0	27.0	21.2	17.7

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 **电话: (852) 3900 0888** **传真: (852) 3900 0800**

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（“FINRA”）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 规则 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。