

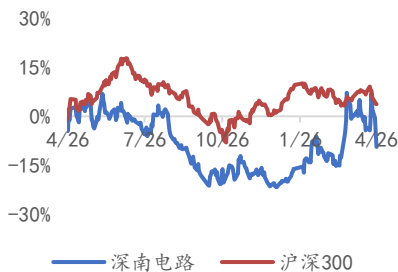
短期业绩承压，长期看好服务器 PCB 弹性释放及 ABF 载板突破

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-26

收盘价（元）	83.56
近 12 个月最高/最低（元）	72.00/99.91
总股本（百万股）	513
流通股本（百万股）	510
流通股比例（%）	99.42
总市值（亿元）	428.56
流通市值（亿元）	425.81

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001
邮箱：huy@hazq.com

联系人：赵恒祯

执业证书号：S0010121080026
邮箱：zhaohz@hazq.com

相关报告

- 深南电路 (002916.SZ)：载板业务进展顺利 数通服务器受需求影响阶段承压 2022-10-28
- 深南电路 (002916.SZ)：载板业务表现亮眼 营收占比、毛利率双双创新高 2022-08-22
- 深南电路 (002916.SZ)：通信筑底，载板、汽车、服务器打造新增长极 2022-06-15

主要观点：

● 事件

4月26日盘后，公司发布2023年第一季度报告。23Q1实现营业收入27.85亿元，同比减少16.01%；实现归母净利润2.06亿元，同比减少40.69%；实现扣非后归母净利润1.79亿元，同比减少44.83%。Q1毛利率为23.05%，同比下降3.74pcts，环比下降0.71pct。

● 业绩点评

公司Q1业绩略低于预期，我们认为主要系以下原因：

- ①行业需求：PCB行业处于周期磨底阶段，一季度通信、服务器、汽车等细分行业均表现平淡，BT载板需求并未见复苏（一季度封装行业处于低景气度），PCB&载板整体均维持在较低稼动率水平。
- ②新产能爬坡：BT载板无锡二期、PCB南通三期开始爬坡，前期人员等费用支出较高，拖累公司盈利能力。

● 高速服务器 PCB 技术领先，长期看好公司高端产品布局

TrendForce 预测 23 年 AI 服务器出货量增速为 15.4%，23~27 年复合增速为 12.2%。PCB 作为 AI 服务器的重要元件之一，层数从 Whitley 平台的 12 层左右增长至 AI 训练阶段服务器的 20 层以上；CCL 类型从 M4 提升至 M7；ASP 增长为普通服务器的三倍，达 10000 元以上，提升显著。公司深耕服务器高速板多年，技术实力领先，根据我们的测算公司 22 年数据中心服务器板占 PCB 营收 14% 左右。

● BT 载板底蕴深厚，关注 ABF 载板 0 到 1 技术突破

全球载板市场空间约 170 亿美金，其中近 60% 为难度较高的 ABF 载板，呈倒金字塔结构。目前载板整体国产化率约 10%，ABF 载板国产化率接近于 0，卡脖子瓶颈突出、国产替代空间巨大。在大芯片封装中，Chiplet 技术弯道超车效果显著，ABF 载板将良好适配目前国情下 Chiplet 的封装需求。根据我们的调研，公司 ABF 载板进度领先，广州项目或将于 23Q4 实现工厂连线。

此外，公司 2022 年封装基板业务（BT 载板）实现主营业务收入 25.20 亿元，同比增长 4.35%，占公司营业总收入的 18.01%；毛利率 26.98%，盈利能力处于国内领先水平。

● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 17.66、21.26、24.65 亿元，对应市盈率为 24、20、17 倍。

● 风险提示

下游需求不及预期、行业竞争加剧等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13992	15603	18210	20482
收入同比 (%)	0.4%	11.5%	16.7%	12.5%
归属母公司净利润	1640	1766	2126	2465
净利润同比 (%)	10.7%	7.7%	20.4%	15.9%
毛利率 (%)	25.5%	23.7%	24.2%	24.5%
ROE (%)	13.4%	12.6%	13.2%	13.2%
每股收益 (元)	3.22	3.44	4.15	4.81
P/E	22.41	24.26	20.16	17.39
P/B	3.02	3.06	2.65	2.30
EV/EBITDA	13.62	14.25	11.99	10.24

资料来源: Wind, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。