

深南电路 (002916.SZ) / 电子

证券研究报告/公司点评

2024 年 3 月 15 日

评级：买入（维持）

市场价格：88.92 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

研究助理：刘博文

Email: liubw@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

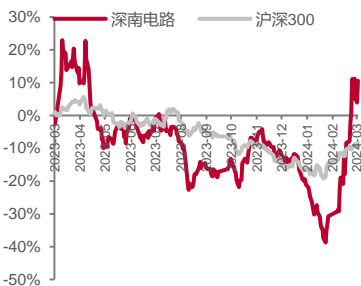
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13,992	13,526	17,486	20,262	23,105
增长率 yoy%	0%	-3%	29%	16%	14%
净利润 (百万元)	1,640	1,398	2,003	2,435	2,840
增长率 yoy%	11%	-15%	43%	22%	17%
每股收益 (元)	3.20	2.73	3.91	4.75	5.54
每股现金流量	6.20	5.05	4.53	6.75	7.53
净资产收益率	13%	11%	13%	14%	14%
P/E	27.8	32.6	22.8	18.7	16.1
P/B	3.7	3.5	3.1	2.7	2.3

备注：股价更新于 2024 年 3 月 15 日，每股指标按照最新股本数全面摊薄

基本状况

总股本(百万股)	513
流通股本(百万股)	511
市价(元)	88.92
市值(百万元)	45,605
流通市值(百万元)	45,423

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《深南电路：一季报业绩亮眼，封装基板业务打开公司成长空间》

《深南电路：2022H1 业绩高增，封装基板业务长期向好》

《深南电路：Q3 业绩承压，封装基板业务有序推进》

《深南电路：22 年业绩符合预期，封装基板业务长期向好》

《深南电路：23H1 业绩承压，长期看好封装基板业务》

投资要点

■ 事件概述

公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营收 135.26 亿元，同比-3.3%；归母净利润 13.98 亿元，同比-14.81%；扣非归母净利润 9.98 亿元，同比-33.46%。毛利率 23.43%，同比-2.09pct；净利率 10.33%，同比-1.39pct。

经测算，公司 Q4 实现营收 40.65 亿元，同比+15.91%，环比+18.58%；归母净利润 4.9 亿元，同比+6.73%，环比+12.9%；扣非归母净利润 2.61 亿元，同比-34.85%，环比-16.35%。毛利率 24.18%，同比+0.42pct，环比+0.75pct；净利率 12.04%，同比-1.01pct，环比-0.64pct。

■ 23 年业绩承压，主要受需求减弱及新项目投入较高所致

公司 23 年业绩承压，主要系下游市场需求下行，封装基板和 PCB 业务稼动率下降，叠加封装基板新项目建设、新工厂爬坡等带来的费用及固定成本增加所致。以研发费用为例，因 FCBGA 封装基板建设需加大研发投入，公司 23 年研发费用率 7.93%，同比+2.07pct。

■ PCB 业务：积极推进产品结构优化，数据中心+汽车引领未来成长

2023 年公司 PCB 实现营收 80.73 亿元，同比下降 8.52%，毛利率 26.55%，同比下降 1.57pct。1) 通信领域：国内市场需求仍未出现明显改善，海外市场下半年后项目有所放缓，致使公司通信领域订单规模同比有所下降，对此公司主动优化产品结构，海外项目开发及产品导入工作取得进展，公司在海外客户处的订单份额保持稳定；2) 数据中心领域：2023 年同比略有增长，主要为下半年以来部分客户 Eagle Stream 平台产品起量，以及在新客户与部分新产品如 AI 加速卡等开发上取得突破。3) 汽车电子领域：公司积极把握新能源和 ADAS 方向带来的增长机会，全年汽车领域订单同比增长超 50%。订单增量主要来自公司前期导入的新客户定点项目需求的释放以及 ADAS 相关高端产品的需求上量。此外，海外 Tier 1 客户开发工作进展顺利，为未来汽车业务的持续增长奠定了坚实基础。

■ 封装基板业务：下半年需求转暖，长期看好 IC 载板布局

2023 年封装基板业务实现收入 23.06 亿元，同比下降 8.47%，毛利率 23.87%，同比下降 3.11pct。1) 上半年受全球半导体景气低迷影响，下游客户产品库存调整周期拉长，下半年以来部分领域需求有所修复，公司凭借广泛的 BT 类基板产品覆盖能力与针对性的销售策略把握了需求回暖机遇，其中存储与射频产品受益于客户开发突破与下半年存量客户需求修复，实现了订单同比增长；2) 技术能力突破方面，公司 FC-CSP 产品在 MSAP 和 ETS 工艺的样品能力已达到行业内领先水平；RF 射频产品成功导入部分高阶产品；FC-BGA 产品 14 层及以下产品现已具备批量生产能力，部分客户已完成送样认证，处于产线验证导入阶段；14 层以上产品已进入送样认证阶段。3) 新项目建设方面，无锡基板二期工厂持续推进能力提升与量产爬坡，加速客户认证和产品导入进程。广州封装基板项目一期建设推进顺利，已于 2023 年第四季度完成连线投产，目前已开始产能爬坡。

■ 投资建议

考虑到数据中心、汽车领域放量及封装基板景气度回升，我们预计公司 2024/2025/2026 年年归母净利润分别为 20.03/24.35/28.4 亿元（此前预计 2024/2025 年归母净利润为 19.16/23.2 亿元），按照 2024/3/15 收盘价，PE 为 23/19/16 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

原材料价格波动风险，贸易摩擦风险，汇率波动风险，外围环境波动风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	853	1,573	3,237	5,288	营业收入	13,526	17,486	20,262	23,105
应收票据	245	350	405	462	营业成本	10,357	13,007	14,977	17,028
应收账款	3,091	3,396	3,937	4,501	税金及附加	103	105	122	139
预付账款	8	20	22	26	销售费用	270	297	344	393
存货	2,686	3,354	3,861	4,390	管理费用	601	699	810	924
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,073	1,102	1,216	1,386
其他流动资产	1,714	1,129	1,308	1,493	财务费用	31	128	107	88
流动资产合计	8,597	9,820	12,771	16,159	信用减值损失	-33	-20	-10	-5
其他长期投资	5	5	5	5	资产减值损失	-152	-20	-20	-20
长期股权投资	4	4	4	4	公允价值变动收益	4	1	0	0
固定资产	10,082	10,336	10,559	10,754	投资收益	1	5	4	3
在建工程	2,693	2,893	3,093	3,293	其他收益	487	200	150	150
无形资产	544	514	533	516	营业利润	1,398	2,311	2,808	3,273
其他非流动资产	681	707	717	720	营业外收入	4	5	6	7
非流动资产合计	14,010	14,459	14,911	15,292	营业外支出	4	15	16	17
资产合计	22,607	24,279	27,683	31,450	利润总额	1,398	2,301	2,798	3,263
短期借款	400	200	200	200	所得税	0	299	364	424
应付票据	1,173	1,691	1,947	2,214	净利润	1,398	2,002	2,434	2,839
应付账款	2,037	2,341	2,741	3,167	少数股东损益	0	-1	-1	-1
预收款项	1	3	3	3	归属母公司净利润	1,398	2,003	2,435	2,840
合同负债	212	17	20	23	NOPLAT	1,429	2,113	2,527	2,915
其他应付款	1,732	1,200	1,300	1,400	EPS (按最新股本摊薄)	2.73	3.91	4.75	5.54
一年内到期的非流动负债	357	357	357	357					
其他流动负债	512	620	717	806	主要财务比率				
流动负债合计	6,425	6,429	7,285	8,170	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	2,407	2,607	2,907	3,207	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-3.3%	29.3%	15.9%	14.0%
其他非流动负债	588	357	387	407	EBIT增长率	-16.6%	69.9%	19.6%	15.4%
非流动负债合计	2,995	2,964	3,294	3,614	归母公司净利润增长率	-14.7%	43.3%	21.6%	16.6%
负债合计	9,420	9,393	10,579	11,784	获利能力				
归属母公司所有者权益	13,184	14,884	17,102	19,666	毛利率	23.4%	25.6%	26.1%	26.3%
少数股东权益	3	2	2	1	净利率	10.3%	11.5%	12.0%	12.3%
所有者权益合计	13,187	14,886	17,104	19,666	ROE	10.6%	13.5%	14.2%	14.4%
负债和股东权益	22,607	24,279	27,683	31,450	ROIC	9.1%	13.7%	14.3%	14.5%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	41.7%	38.7%	38.2%	37.5%
					债务权益比	28.5%	23.7%	22.5%	21.2%
单位:百万元					流动比率	1.3	1.5	1.8	2.0
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	速动比率	0.9	1.0	1.2	1.4
经营活动现金流	2,589	2,324	3,461	3,861	营运能力				
现金收益	2,701	3,450	3,895	4,312	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
存货影响	-345	-667	-508	-529	应收账款周转天数	78	67	65	66
经营性应收影响	-5	-401	-580	-603	应付账款周转天数	64	61	61	62
经营性应付影响	314	291	756	793	存货周转天数	87	84	87	87
其他影响	-75	-349	-102	-113	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-3,561	-1,178	-1,804	-1,765	每股收益	2.73	3.91	4.75	5.54
资本支出	-3,379	-1,744	-1,796	-1,763	每股经营现金流	5.05	4.53	6.75	7.53
股权投资	0	0	0	0	每股净资产	25.71	29.02	33.35	38.34
其他长期资产变化	-182	566	-8	-2	估值比率				
融资活动现金流	-89	-426	7	-45	P/E	33	23	19	16
借款增加	512	0	300	300	P/B	3	3	3	2
股利及利息支付	-589	-523	-616	-705	EV/EBITDA	92	66	58	52
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-12	97	323	360					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。