

深南电路 (002916 CH)

四季度收入强劲，提振全年业绩

深南电路于上周五（3月15日）发布2023年财报，收入同比下降3.3%至135亿元人民币（高于我们/彭博预测的5%/2%），净利润同比下降14.8%至14亿元人民币（高于我们/彭博预测的11%/5%）。公司全年业绩因四季度的强劲表现而超出预期，该季度收入和净利润占全年业绩的30%和35%。四季度收入同比增长15.9%，环比增长18.6%，达到41亿元人民币；净利润同比增长6.6%，环比增长12.8%，达到4.9亿元人民币。毛利率连续三个季度提升，从二、三季度的22.8%和23.4%，升至四季度的24.2%。

我们认为PCB行业已于2023年下半年达到周期底部，深南电路的PCB和封装基板业务的稼动率均有所回升。我们预计深南电路的业务也将于今年温和复苏，2024年收入增长12.5%。但考虑到PCB产品价格持续下跌以及电信市场需求疲软，预计下游需求不会在上半年全面复苏。同时，我们担忧铜价可能会进一步上涨，所以我们预估公司2024年净利润增长为10%。维持“持有”评级，目标价调整为79元人民币，基于24年的27倍市盈率（考虑到目前所处的周期位置），高于之前的25倍，但低于5年平均的32倍。目前股价处于28.5x 24E P/E，相对合理。

- 按主营业务划分来看，印刷电路板和封装基板于2023年的收入分别为81亿元和23亿元人民币，同比均下降8.5%；PCBA销售额为21亿元人民币，同比增长21.5%。相较2023年上半年而言，下半年的业绩更为强劲，环比分别增长8.0%/49.2%/80.8%。一方面，受益于下游库存消化接近尾声，封装基板的推动，稼动率在下半年回升至80%。另一方面，PCB由汽车和能源业务驱动迎来增长，但电信和数据中心的持续疲软抵消了部分影响。尽管AI需求带来了额外收入，但其贡献相对较小。2023年，PCB和封装基板业务的毛利率分别为26.6%和23.9%，同比分别下降1.57%和3.11%。两项业务的毛利率在下半年相较上半年均有所改善（增长1.36%和7.87%）。
- 2023年，无锡基板二期工厂持续推进能力提升与量产爬坡；广州一期建设推进顺利，已于2023年四季度完成连线投产。长期看，深南电路在新业务和新技术方面的布局，将会利好公司未来的发展。但从短期看，工厂的爬坡可能对公司的利润率带来一定的压力（2023年研发费用增长31%）。
- 同时，我们担忧铜价面临潜在的上涨。一方面，铜精矿加工费用在3月达到历史低点（11美元/吨）。另一方面，美联储可能在2024年6月进行降息，这些催化剂或将推动铜价上涨，进而影响PCB供应商的毛利率。

财务资料

(截至12月31日)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入(百万人民币)	13,992	13,526	15,212	17,461	19,850
同比增长(%)	0.4	(3.3)	12.5	14.8	13.7
净利润(百万人民币)	1,641.2	1,398.1	1,537.8	1,970.5	2,467.5
同比增长(%)	10.8	(14.8)	10.0	28.1	25.2
每股收益(人民币)	3.2	2.7	3.0	3.8	4.8
市盈率(倍)	27.6	32.7	29.7	23.2	18.5
股本回报率(%)	13.4%	10.6%	10.8%	12.5%	14.0%

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

持有（维持）

目标价	79.00 人民币
(此前目标价)	72.00 人民币)
潜在升幅	(11.2%)
当前股价	88.92 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

公司数据

市值(百万人民币)	45,607.1
3月平均流通量(百万人民币)	393.1
52周内股价高/低(百万人民币)	98.86/49.27
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%
香港中央结算有限公司	3.1%

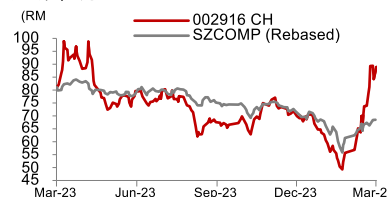
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	59.7%	41.9%
3-月	27.2%	31.0%
6-月	32.2%	42.4%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1:招银国际预测 vs. 彭博一致预测

百万人民币	招银国际预测			彭博一致预测			对比		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入	15,212	17,461	19,850	15,253	17,737	N/A	0%	-2%	N/A
毛利润	3,659	4,376	5,105	3,687	4,460	N/A	-1%	-2%	N/A
净利润	1,538	1,971	2,468	1,563	1,920	N/A	-2%	3%	N/A
每股收益(人民币)	2.99	3.83	4.80	3.33	3.99	N/A	-10%	-4%	N/A
毛利率	24.1%	25.1%	25.7%	24.2%	25.1%	N/A	-0.1 ppt	-0.1 ppt	N/A
净利率	10.1%	11.3%	12.4%	10.2%	10.8%	N/A	-0.1 ppt	0.5 ppt	N/A

资料来源:公司数据、招银国际环球市场

图 2:招银国际最新预测 vs. 此前预测

百万人民币	最新预测			此前预测			对比		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
销售收入	15,212	17,461	19,850	14,692	17,371	N/A	4%	1%	N/A
毛利润	3,659	4,376	5,105	3,569	4,409	N/A	3%	-1%	N/A
净利润	1,538	1,971	2,468	1,506	2,030	N/A	2%	-3%	N/A
每股收益(人民币)	2.99	3.83	4.80	2.93	3.95	N/A	2%	-3%	N/A
毛利率	24.1%	25.1%	25.7%	24.3%	25.4%	N/A	-0.2 ppt	-0.3 ppt	N/A
净利率	10.1%	11.3%	12.4%	10.3%	11.7%	N/A	-0.1 ppt	-0.4 ppt	N/A

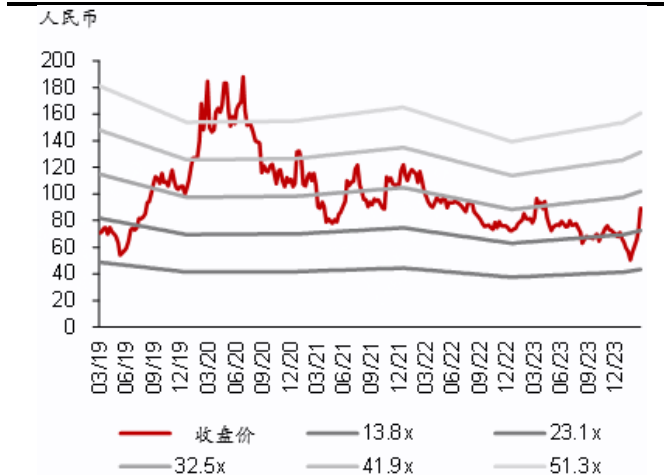
资料来源:公司数据、招银国际环球市场

图 1:深南电路动态市盈率区间



资料来源:公司数据、招银国际环球市场

图 2:深南电路股价变动与动态市盈率



资料来源:公司数据、招银国际环球市场

财务分析

损益表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
营业收入	13,943	13,992	13,526	15,212	17,461	19,850
营业成本	(10,637)	(10,422)	(10,357)	(11,553)	(13,086)	(14,745)
毛利	3,306	3,571	3,170	3,659	4,376	5,105
营业费用	(1,406)	(1,691)	(1,558)	(1,888)	(2,115)	(2,344)
销售及管理费用	(776)	(926)	(870)	(937)	(1,041)	(1,143)
研发费用	(782)	(820)	(1,073)	(1,217)	(1,379)	(1,548)
其他费用/收益	152	55	385	266	306	347
营业利润	1,899	1,880	1,611	1,771	2,261	2,761
营业外收入	4	4	5	5	6	6
营业外支出	(11)	(7)	(4)	(6)	(6)	(7)
其他盈亏	(175)	(163)	(182)	(146)	(190)	(177)
利息收入	5	22	12	9	13	19
利息费用	(91)	(92)	(66)	(76)	(82)	(87)
其他	(21)	77	23	54	62	71
利润总额	1,609	1,720	1,398	1,612	2,065	2,586
所得税费用	(128)	(79)	(1)	(74)	(95)	(119)
归属于母公司股东的净利润	1,481	1,641	1,398	1,538	1,970	2,467
少数股东损益	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	1,481	1,641	1,398	1,538	1,971	2,468

资产负债表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产合计	7,270	8,578	8,597	9,515	10,840	12,702
货币资金	620	1,913	853	1,193	1,792	2,706
应收账款	2,732	2,770	3,091	3,328	3,657	4,066
存货	2,527	2,341	2,686	2,884	3,138	3,487
预付款项	16	49	8	33	37	43
其他流动资产	1,377	1,505	1,959	2,077	2,215	2,400
非流动资产合计	9,522	12,149	14,010	14,932	15,879	16,905
固定资产	7,789	9,138	10,083	10,966	11,746	12,768
使用权资产	44	37	26	17	8	(3)
递延所得税资产	91	208	272	295	322	357
无形资产	407	557	544	546	551	560
商誉	0	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,191	2,209	3,085	3,109	3,252	3,223
总资产总计	16,792	20,727	22,607	24,448	26,719	29,607
流动负债合计	5,948	6,708	6,425	7,124	7,717	8,639
短期借款	350	0	400	699	740	954
应付账款	1,881	1,638	2,037	2,205	2,384	2,625
应交税费	78	31	42	45	49	55
其他流动负债	3,141	4,484	3,291	3,532	3,844	4,226
合同负债	70	93	212	164	175	199
应付职工薪酬	428	462	443	479	524	581
非流动负债合计	2,325	1,765	2,995	3,050	3,256	3,394
长期借款	1,368	1,175	2,407	2,413	2,560	2,623
应付债券	0	0	0	0	0	0
递延收益	317	356	372	402	439	487
其他非流动负债	640	235	217	234	256	284
负债合计	8,272	8,474	9,420	10,174	10,972	12,033
股本	489	513	513	513	513	513
未分配利润	4,150	5,291	6,179	7,255	8,718	10,535
其他储备	3,877	6,446	6,492	6,503	6,514	6,524
归属于母公司所有者权益合计	8,517	12,249	13,184	14,271	15,744	17,572
少数股东权益	3	3	3	3	3	2
负债和所有者权益总计	16,792	20,727	22,607	24,448	26,719	29,607

现金流量表	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营活动产生的现金流量						
净利润	1,481	1,640	1,398	1,538	1,970	2,467
折旧摊销	863	1,062	1,272	1,391	1,586	1,789
营运资金变化	(363)	180	(364)	18	(69)	(105)
支付其他与经营活动有关的现金	361	281	268	(122)	(21)	(39)
经营活动产生的现金流量净额	2,342	3,163	2,574	2,825	3,466	4,111
投资活动产生的现金流量						
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	(2,658)	(3,378)	(3,250)	(2,311)	(2,528)	(2,802)
收购与投资	(3)	0	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	0	0	0	0	0	0
支付其他与投资活动有关的现金	181	(237)	(311)	33	34	36
投资活动产生的现金流量净额	(2,481)	(3,614)	(3,561)	(2,278)	(2,493)	(2,766)
筹资活动产生的现金流量						
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	(541)	(565)	(589)	(538)	(590)	(738)
净借贷	536	(242)	1,117	305	189	277
吸收投资收到的现金	0	2,530	0	0	0	0
支付其他与筹资活动有关的现金	266	(26)	(617)	11	11	11
筹资活动产生的现金流量净额	261	1,697	(89)	(222)	(390)	(450)
净现金流变动						
期初现金及现金等价物余额	504	620	1,912	851	1,191	1,790
汇率变动影响	(7)	30	(0)	(0)	(0)	(0)
其他	122	1,263	(1,061)	340	600	914
期末现金及现金等价物余额	620	1,912	851	1,191	1,790	2,704

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的分析员，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策。

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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策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著区别，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策。

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，请与我们联系。

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的分析员，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士。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编制的报告。如果报告在新加坡分发非《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。