

## AI 驱动产品结构升级，高端基板有望突破

## 买入|首次评级

### 报告要点

深南电路构建业内独特的“3-In-One”业务布局，即在加强 PCB 业务领先地位的同时，大力发展“技术同根”的封装基板业务和“客户同源”的电子装联业务，通过业务的垂直化发展，进一步深度绑定高端客户，形成在中高端 PCB 方向的行业护城河。

PCB 板业务是公司的主要业务，下游覆盖通信、数据中心、医疗工控和汽车等方向。在占比最高的通信 PCB 方面，公司对通信网络各个环节实现了全覆盖，产品包含了从无线基站到传输网络，从核心网到固网宽带光纤到户的各类型背板、高速多层板，高频微波板的全系列。随着客户向 AI 方向的业务发展，公司数据中心业务方向尤其是交换机用板的占比有望提升。而 AI 服务器需求推动下，交换机主流板体规格升级，将带动单机价值提升，进而推动公司 PCB 板业务持续发展。

公司是最大的内资封装基板供应商，未来几年将充分受益于云计算、人工智能、智能驾驶等对高端芯片以及 2.5D/3D 封装带来的技术升级红利。从技术方面，公司实现了对 WB(wire-bonding)到 FC(Flip-Chip)封装形式的全覆盖，材料端上也有望从 BT 向 ABF 技术上发展，尤其是 ABF 载板方面，是最具成长预期的产品线。

公司电子装联业务在客户的拓展方面取得了成效，23 年实现了逆势成长。在医疗和汽车等领域订单增长显著，24 年公司在数据中心的 PCBA 业务也有望实现较好的成长。

### 投资建议与盈利预测

公司上市以来，市场对公司一致预测业绩对应 PE 的平均值为 30.8x，目前 24 年市场业绩预期所对应的 PE 值 (24.84x)，略低于历史平均值。公司前期对高阶封装基板的研发投入较大，预计 24 年将有所缓和，同时随高阶封装基板项目加速客户认证和产品导入，24 年有望在收入端落地。我们测算公司 24 年归母净利润为 18 亿元，在乐观/中性的情况下，给予公司 24 年 40x/25x 估值，分别对应目标价 166.2/103.9 元。首次覆盖，给予“买入”评级

### 风险提示

**下行风险：**通讯、消费电子等下游需求持续疲软；新客户及项目开发不及预期；ABF 载板进展缓慢；存储行业复苏不及预期；国际政策发生不利变化

**上行风险：**持新项目开发超预期；ABF 载板认证进展超预期；下游需求复苏超预期

### 附表：盈利预测

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
单位：百万元				
营业总收入	13,526.43	17,357.73	19,794.64	23,310.17
增长率 (%)	-3.33%	28.32%	14.04%	17.76%
归母净利润	1,398.11	1,828.55	2,105.22	2,570.19
增长率 (%)	-14.81%	30.79%	15.13%	22.09%
EPS (元/股)	2.73	3.57	4.10	5.01
市盈率 (P/E)	26.00	23.43	20.35	16.67

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价/目标价：83.52 元/103.9 元

目标期限：6 个月

### 基本数据

52 周最高/最低价 (元)：97.98 / 49.27

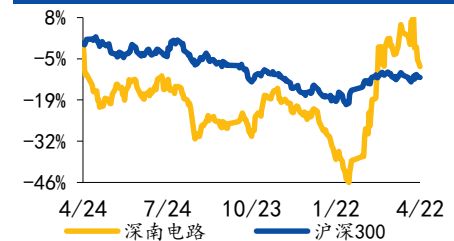
A 股流通股 (百万股)：510.83

A 股总股本 (百万股)：512.88

流通市值 (百万元)：42664.90

总市值 (百万元)：42835.53

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 **彭琦**  
执业证书编号 S0020523120001  
电话 (021) 51097188  
邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

分析师 **沈晓涵**  
执业证书编号 S0020524010002  
电话 (021) 51097188  
邮箱 shenxiaohan@gyzq.com.cn

## 目录

1、深南电路：“3-In-One”业务构建高端市场护城河 .....	4
2、PCB 业务：数据中心、汽车电子带动 PCB 结构升级.....	6
3、封装基板：受益于存储行业复苏和高端载板国产替代趋势.....	9
4、电子装联：前期积累客户逐步有新项目落地 .....	11
5、从一季报看 24 年：业绩同比大增，产品结构优化显著.....	12
6、公司估值 .....	14
7、风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1：公司收入变动（百万元） .....	4
图 2：公司各业务条线收入占比（2023 年） .....	4
图 3：公司历年分业务收入及毛利率变动（百万元） .....	5
图 4：公司业务所覆盖环节 .....	5
图 5：公司主要产能建设进度梳理 .....	6
图 6：全球 PCB 企业收入排名（2022 年） .....	6
图 7：PCB 分地区产值规模预测（百万美元） .....	6
图 8：PCB 按不同口径分类 .....	7
图 9：全球 PCB 产值（亿美元） .....	7
图 10：全球 PCB 下游应用产值领域占比（2021） .....	7
图 11：公司 PCB 下游应用占比测算及主要客户 .....	8
图 12：公司 PCB 主要研发方向（2023） .....	8
图 13：Intel 发布的各世代芯片平台 .....	8
图 14：印制电路板结构占比（2023） .....	9
图 15：封装基板透视图 .....	9
图 16：全球 BT 封装基板市场结构（2022） .....	10
图 17：全球 ABF 封装基板市场结构（2022） .....	10
图 18：全球 ABF 封装基板市占率排名（2022） .....	10
图 19：中国大陆封装基板内资厂竞争格局（2022） .....	10
图 20：中国大陆主要封装基板内资厂产能情况 .....	10
图 21：电子装联在产业链中的位置 .....	11
图 22：公司电子装联业务收入 .....	12
图 23：电子装联业务毛利率 .....	12
图 24：公司季度收入变动 .....	13
图 25：公司归母净利润变动 .....	13
图 26：公司毛利率及净利率变动 .....	13
图 27：公司 ROA/ROE 变动 .....	13
图 28：公司费用率变动 .....	13
图 29：公司营运能力变动 .....	13

---

图 30: 目前市场业绩预测对应 PE 值 .....	14
图 31: 24 年乐观/中性情况下对应股价 .....	14

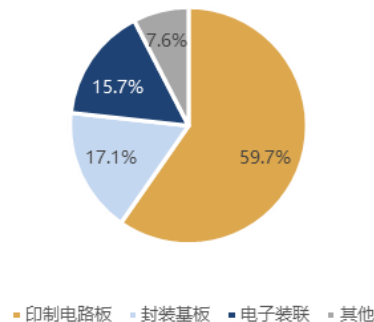
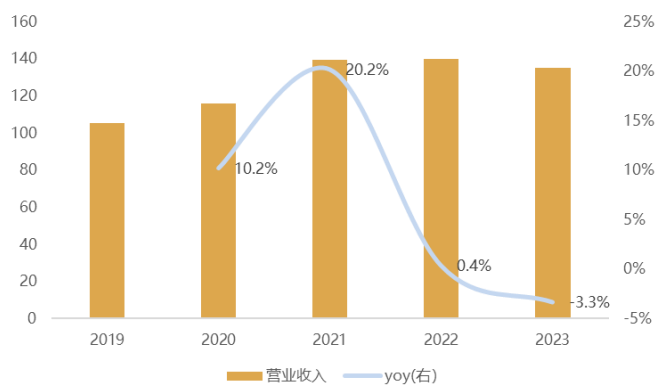
## 1、深南电路：“3-In-One”业务构建高端市场护城河

深南电路成立于 1984 年，从早期印制电路板（PCB 板）的研发和制造，延展到如今印制电路板、封装基板和电子装联三项业务，构建成业内独特的“3-In-One”业务布局，即在加强 PCB 业务领先地位的同时，大力发展“技术同根”的封装基板业务和“客户同源”的电子装联业务，通过业务的垂直化发展，进一步深度绑定高端客户，形成在中高端 PCB 方向的行业护城河。

PCB 板业务是公司的主要业务，占比达到接近 60%，包含通信、数据中心、医疗工控和汽车几个大方向，目前以通信方向占比最大。而在通信 PCB 方面，公司对通信网络各个环节实现了全覆盖，产品包含了从无线基站到传输网络，从核心网到固网宽带光纤到户的各类型背板、高速多层板，高频微波板的全系列。随着客户向 AI 方向的业务发展，公司数据中心业务方向尤其是交换机用板的占比有望提升。而 AI 服务器需求推动下，交换机主流板体规格从松下 M6 规格向松下 M8 规格提升，将带动单机价值提升，进而推动公司 PCB 板业务持续发展。

图 1：公司收入变动（百万元）

图 2：公司各业务条线收入占比（2023 年）



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

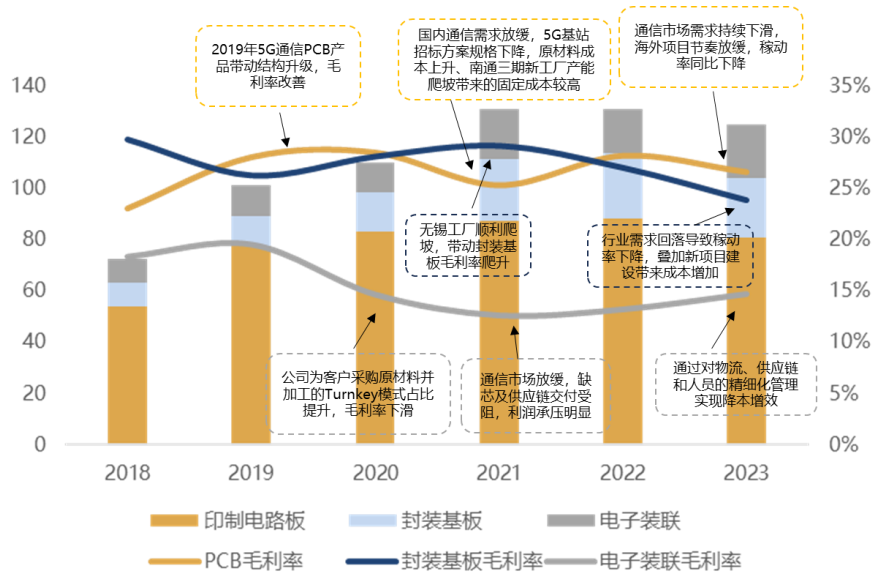
对于封装基板业务，23 年占比为 17%，受宏观经济影响，该部分业务 23 年出现 -8.47% 的下滑。但公司为最大的内资封装基板供应商，在未来几年将充分受益于云计算、人工智能、智能驾驶等对高端芯片以及 2.5D/3D 封装带来的技术升级红利。从技术方面，公司实现了对 WB(wire-bonding)到 FC (Flip-Chip) 封装形式的全覆盖，材料端上也有望从 BT 向 ABF 技术上发展，尤其是 ABF 载板方面，是最具成长预期的产品线。

公司电子装联业务在客户的拓展取得了成效，23 年实现了逆势 21% 的成长。在医疗和汽车等领域订单增长显著，24 年公司在数据中心的 PCBA 业务也有望实现较好的成长。

公司通过“3-In-One”布局，整合和覆盖 1 级封装到 3 级整机组装的产业链环节，具备“样品→中小批量→大批量”的综合制造能力，能够提供 PCB/SiP 设计、PCB/封装基板生产、电子装联、封装测试等一站式综合解决方案，能够帮助客户实现定制化同时还能降低成本、缩短交付周期，形成较好的行业护城河。

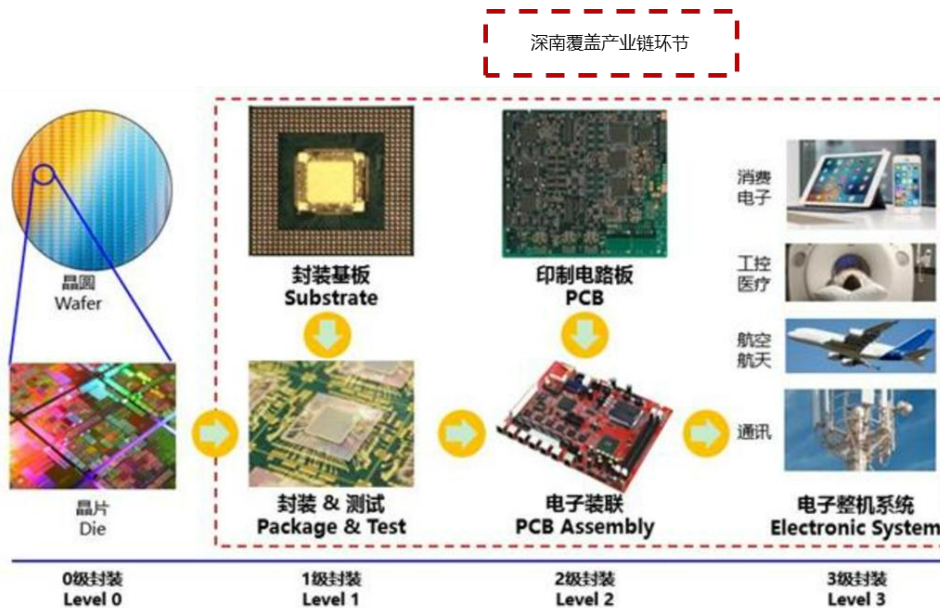
从产品毛利率来看，PCB 业务的毛利率受到通信建设周期影响和开工率不足问题，毛利率为 26.55%，同比小幅下滑 1.57%。而封装基板业务则因为客户去库存影响以及新开工项目叠加带来成本提升，总体毛利率 23.87%，同比下降 3.11 个百分点，随着 24 年下半年整体行业小周期复苏带来开工稼动率的提升，以及客户去库存进入尾声和新建项目进入投产阶段，公司这两部分的毛利率有望持续改善。而 PCBA 的毛利率提升，主要来自于医疗、汽车等多个项目进入生产周期。

图 3：公司历年分业务收入及毛利率变动（百万元）



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

图 4：公司业务所覆盖环节



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司的生产基地主要位于深圳、无锡、南通和广州，其中南通基地以 PCB 和 PCBA 为主，无锡除 PCB 和 PCBA 外，和广州、深圳基地一起开始加工封装基板产品。目前无锡封装基板二期（中高端通信和服务器）、广州基板一期（FC-BGA、FC-CSP 及 RF 封装基板）和南通 PCB 三期项目（汽车）仍处于量产爬坡阶段，相关产能均布局为中高端应用的 PCB 多层板和封装基板，以及配套的芯

片封装和引线框架等材料业务。

图 5：公司主要产能建设进度梳理

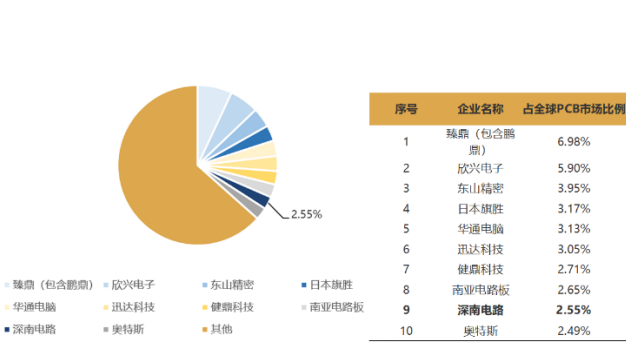
地点	项目	主要资金来源	总投资额 (亿元)	规划产能 (万平方米)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
无锡	IC载板一期(存储类封装基板)	IPO	10.15	60	项目投资进度23%	项目投资进度31%	项目投资进度92%	项目投资进度100%	产能利用率已达90%以上		成熟运作
无锡	IC载板二期(高端存储与FC-CSP等封装基板)	定增	20.16	100						项目投资进度48.46%, 22H2连线投产	项目进度89%, 产能利用率40%
南通	PCB一期	IPO	7.3	34	项目投资进度15%	项目投资进度98%	项目投资进度100%				成熟运作
南通	PCB二期(中高端通信及服务产品)	可转债	10.64	58			项目投资进度34%	项目投资进度84%, 3月连线投产	项目投资进度99.79%	项目投资进度100%	成熟运作
南通	PCB三期(汽车)								21Q4连线投产	年底实现单月盈利	产能利用率50%+
广州	封装基板二期(FC-BGA、FC-CSP、RF)	自有及自筹资金	60	2亿颗FC-BGA、300万panel RF/FC-CSP							一期项目进度53%, 23Q4连线投产
无锡、深圳	PCB	pre-IPO		200							成熟运作
无锡	电子装联	pre-IPO		3400万点/天				无锡14年初开始建设, 15Q2投产; 深圳龙岗13Q4-14Q1投产			成熟运作
深圳	IC载板(MEMS微机电系统封装基板、指纹模组、射频模组等)	pre-IPO		30							成熟运作

资料来源：公司历年公告，国元证券研究所

## 2、PCB 业务：数据中心、汽车电子带动 PCB 结构升级

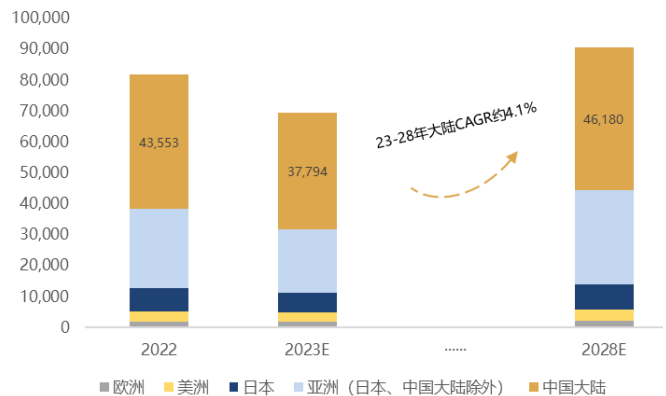
PCB 行业内部竞争充分。根据 Prismark 统计，2022 年全球 PCB 总产值为 817.4 亿美元，其中中国大陆 PCB 产值占比 53%，位居世界第一。全球 PCB 行业集中度并不高，市场竞争较为充分，2022 年全球前十名 PCB 企业收入规模占比 37%，其中深南电路在全球 PCB 市场的规模占比 2.55%，排名第九位。

图 6：全球 PCB 企业收入排名（2022 年）



资料来源：鹏鼎公告，Prismark，国元证券研究所

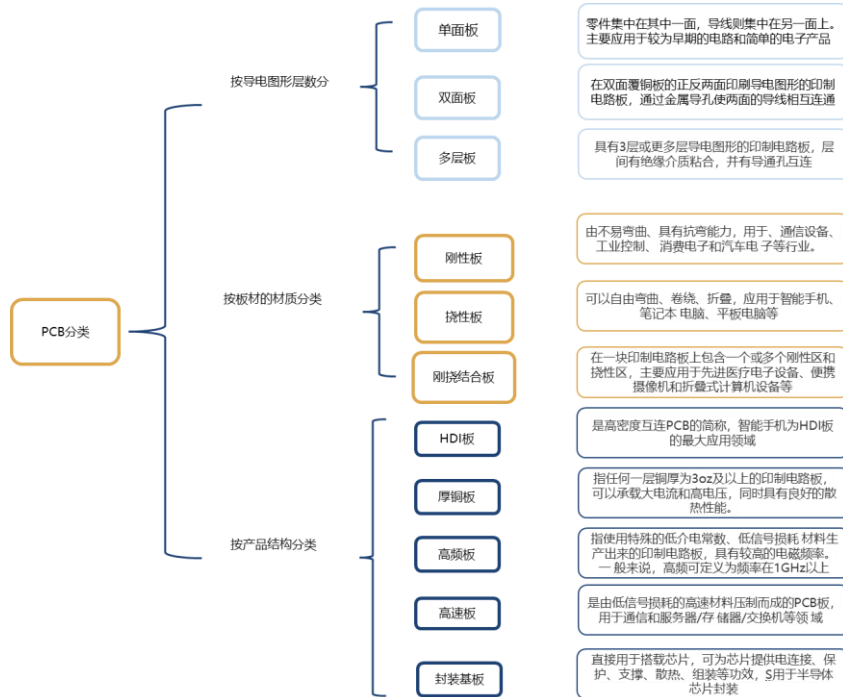
图 7：PCB 分地区产值规模预测（百万美元）



资料来源：公司公告，Prismark，国元证券研究所

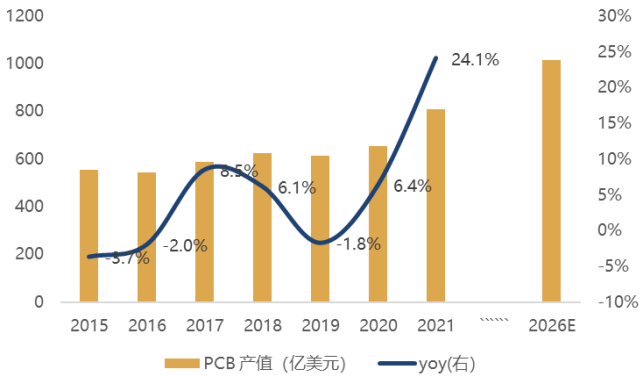
AI 发展将成为 PCB 行业升级的重要驱动力。从 PCB 行业下游应用来看，21 年通讯领域排名第一，计算机、消费电子、汽车电子紧随其后，服务器产值占比约 10%。随 23 年以来 AI 的爆发式增长，伴随 5G 时代对信息传输速度及传输容量的需求提升，数据中心硬件也加速向高速、大容量的方向发展，进而驱动了对大尺寸、高层数、高频高速、高散热的 PCB 产品的需求，更新迭代也将带动 PCB 价值量的提升。

图 8: PCB 按不同口径分类



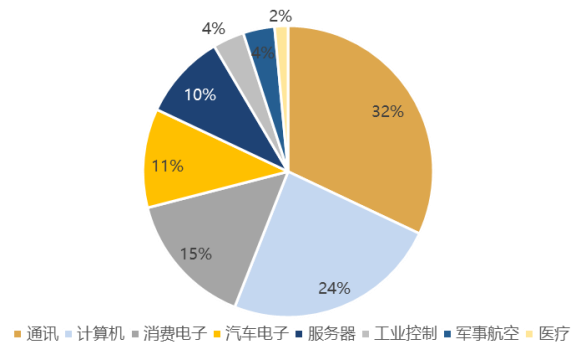
资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 9: 全球 PCB 产值 (亿美元)



资料来源: Primask, 国元证券研究所

图 10: 全球 PCB 下游应用产值领域占比 (2021)

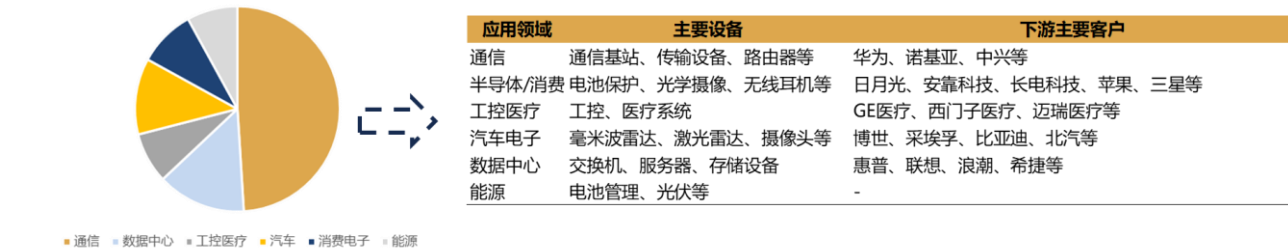


资料来源: Primask, 国元证券研究所

数据中心是公司的重点布局方向。深南以高多层 PCB 产品为主, 主要应用于数据中心、通信、新能源、自动驾驶和消费电子领域, 其中数据中心是公司重点拓展的领域, 测算 23 年贡献约 15% 的收入占比。英特尔 23Q1 发布的新一代芯片平台 Eagle Stream 对信号传输速率、数据传输损耗、布线密度等方面要求提升, 要求 PCB 与服务器芯片保持同步代际更迭, 为公司服务器 PCB 产品打开新空间。2023 年在主要云服务厂商资本开支规模下降、服务器整体需求下滑的背景下, 公司受益于下游客户在 Eagle Stream 平台产品逐步起量, 和 AI 加速卡等新品的开发, 实现了在数据中心领域的同比增长。

随着服务器规格持续提升，服务器或交换机的PCB产品规格逐步从松下M6向松下M8发展，PCB层数也从8-12层，向18-26层发展。随着层数和材料规格的大幅提升，单台服务器或交换机的PCB价值量也将呈持续上升态势。在数据中心方向上，公司在服务器、交换机的背板、多层板方面重点布局，预计数据中心业务将成为公司在PCB板业务上的重要推动力量。

图 11：公司 PCB 下游应用占比测算及主要客户



资料来源：公司公告，国元证券研究所测算

图 12：公司 PCB 主要研发方向（2023）

主要研发项目名称	拟达到的目标
下一代通信电子电路技术开发	基于下一代交换机高速高密互联，毫米波无线传输的电子电路技术开发
数据中心电路板技术开发	基于下一代服务器平台，AI相关的电子电路技术开发
汽车电子产品技术开发	基于新能源汽车、驾驶辅助系统的电子电路技术开发

资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 13：Intel 发布的各世代芯片平台

服务器芯片平台	Purley	Whitley	Eagle stream
芯片架构	Skylake	Ice lake	Sapphire Rapids
芯片工艺	14nm	10nm	7nm
芯片生产状态	量产	量产	量产爬坡期
服务器PCB 所处生命周期	衰退期	成熟期	成长期
信号需求传输速率	DDR	DDR4	DDR5
	DDR3	DDR4	(16G/32G)
	PCIe	PCIe4.0 (8G/16G)	PCIe5.0
层数	10-12L	12-18L	14-20L
BGA Pitch	1.0- 1.2mm	1mm	0.94mm
BGA 背钻	无	有	有
板厚	1.6- 2.0mm	2.0- 2.5mm	2.5- 3.5mm
厚径比	0.38	0.42	0.58
Skip Via 技术	无	部分有	有
主要材料 特点	普通损耗、中损耗	低损耗	超低损耗

资料来源：Intel，公司公告，广合科技，国元证券研究所

23 年公司 PCB 产品在汽车电子领域快速增长，南通新生产基地顺利爬坡为订单提供支撑。在汽车电子方面，公司受益于新能源车电动化、智能化带动，专注于新能源和 ADAS 领域，主要生产高频、HDI、刚挠、厚铜等产品。其中 ADAS 领域产品主要应用于摄像头、雷达等设备，新能源领域产品主要应用于电池、电控方向。随着电动汽车普及率和先进驾驶辅助系统（ADAS）的渗透率提高，汽车对 PCB 用量大幅提升，对高端 PCB 的需求也在迅速增长。

2023 年公司 PCB 产品在汽车领域的订单同比增速超 50%。随前期导入的新客户定点项目逐步落地，以及 ADAS 高端产品的需求起量，预计汽车电子领域有望保持快速增长。在产能方面，主要面向汽车领域 PCB 业务的南通三期工厂顺利爬坡，截至 2023 年底产能利用率已达 50%以上，有望为汽车订单导入提供持续支撑。

24Q1 以来，AI 和汽车相关订单带动稼动率有所回升。在 PCB 产品上，我们判断公司未来的着力点在于通过技术优势提升向附加值更高的产品转型，而非价格战。公司在交换机、服务器、新能源及

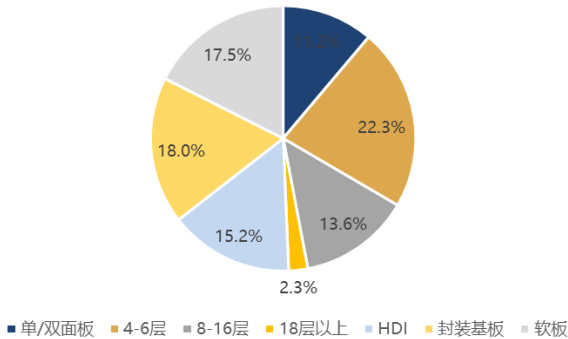


ADAS 等领域重点投入，高附加值的新项目逐步落地有望为公司 PCB 业务打开新空间。

### 3、封装基板：受益于存储行业复苏和高端载板国产替代趋势

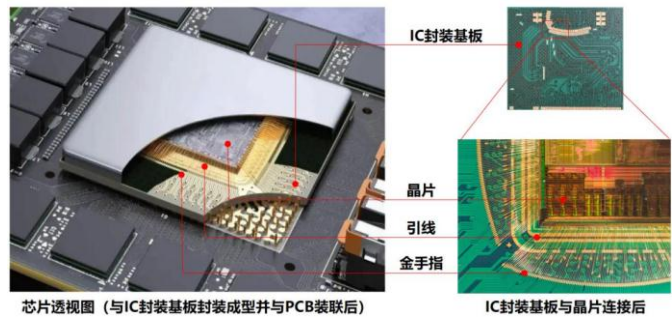
封装基板是 PCB 向高端技术的延伸，封装基板直接与芯片相连接，在线路精细、孔距大小和抗信号干扰等方面要求更高，具有高密度、高精度、高性能、小型化等特点。封装基板可分为硬质封装基板、柔性封装基板和陶瓷封装基板，其中硬质封装基板按主要原材料可分为 BT 封装基板、ABF 封装基板和 MIS 封装基板，其中 BT 封装基板与 ABF 封装基板应用最为广泛。

图 14：印制电路板结构占比（2023）



资料来源：Prismark，生益电子，国元证券研究所

图 15：封装基板透视图

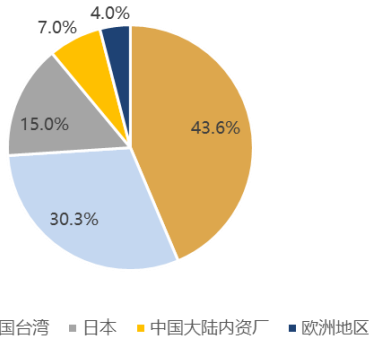


资料来源：和美精艺，国元证券研究所

根据中国台湾电路板协会和 Prismark 数据，2022 年全球封装基板规模 178 亿美元，同比+24%，其中中国台湾、韩国与日本是主要供应者，产值占整体比例的 90%。预计 2026 年规模将达 214 亿美元，实现 21-26 年 8.3% 的复合增长率。在 BT 封装基板市场中，中国大陆内资厂商产值占比约 7%；使用 ABF 材料的 FC-BGA 封装基板为高阶封装基板产品，具备高多层、高精细线路等特性，主要应用于 CPU、GPU、AI 等产品领域，在 ABF 封装基板领域，国内厂商占比较低，尚未具备大规模量产的能力。

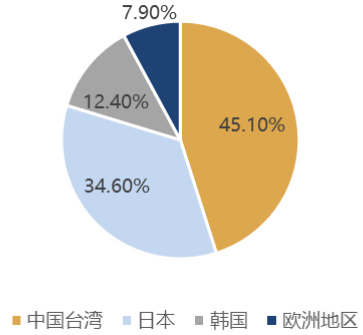
公司 2009 年进入封装基板业务，目前在深圳、无锡、广州基板工厂已经积累了丰富的新工厂建设经验和运营经验。公司的封装基板产品以 BT 类载板为主，从应用端来看主要包括模组类封装基板、存储类封装基板、应用处理器芯片用封装基板。技术方面，公司 FC-CSP 产品在 MSAP 和 ETS 工艺的样品能力已达到行业内领先水平。公司对 FC-BGA 载板目前已经具备 14 层及以下产品批量生产能力，部分客户已完成送样认证，目前正处于产线验证导入阶段。

图 16: 全球 BT 封装基板市场结构 (2022)



资料来源: 中国台湾电路板协会, 国元证券研究所

图 17: 全球 ABF 封装基板市场结构 (2022)



资料来源: 中国台湾电路板协会, 国元证券研究所

图 18: 全球 ABF 封装基板市占率排名 (2022)

排名	ABF封装基板厂	市占率
1	欣兴电子	26.6%
2	揖斐电	14.6%
3	南亚电路	13.5%
4	新光电气	12.8%
5	AT&S	8.0%

资料来源: 中国台湾电路板协会, 国元证券研究所

图 19: 中国大陆封装基板内资厂竞争格局 (2022)

排名	封装基板厂	22年收入 (亿元)	市占率
1	深南电路	25.2	63.0%
2	兴森科技	6.9	17.0%
3	和美精艺	3.1	8.0%
4	其他	4.6	12.0%

资料来源: 中国台湾电路板协会, 国元证券研究所

图 20: 中国大陆主要封装基板内资厂产能情况

地点	项目	规划产能	进展
<b>兴森</b>			
珠海	FC-BGA、CSP	FC-BGA 6000平方米/月; CSP 1.5万平方米/月	FC-BGA 23Q3进入小批量产品交付阶段
广州	FC-BGA、CSP	FC-BGA 2万平方米/月; CSP 2万平方米/月	FC-BGA项目分期建设, 一期23Q4投产
<b>深南</b>			
无锡	一期 (存储类封装基板)	60万平方米/年	
	二期 (高端存储与FC-CSP等封装基板)	100万平方米/年	项目进度89%, 产能利用率40%
广州	FC-BGA、FC-CSP、RF	2亿颗FC-BGA、300万panel RF/FC-CSP	一期项目进度53%, 23Q4连线投产
深圳	MEMS封装基板、指纹模组、射频模组基板等	30万平方米	
<b>珠海越亚</b>			
南通、珠海	封装基板	ABF载板目前产能约3000平米/月	22H2投产

资料来源: 各公司公告, 国元证券研究所

存储芯片修复带动封装基板需求上行。存储是 BT 载板最大的下游市场, 存储芯片行业经过两年的下行周期, 在三星、海力士、美光等头部厂商纷纷采取减产保价策略的背景下, 行业库存已逐步出

清，叠加 DDR5 渗透率提升和 AI 对硬件规格升级的带动，存储芯片自 23 年下半年以来已呈现修复态势。紧抓存储行业回暖机遇，深南加速新客户导入，23 年封装基板产品在存储领域的收入占比有所提升，同时随公司与下游客户合作深度的增加，存储类封装基板的单价也有望提高。

**算力需求带动 FC-BGA 需求强劲增长，国产替代势在必行。**随 AIGC 场景逐步落地，需要更强大的云端 AI 服务器和终端高算力设备的支撑，硬件端的升级对封装基板提出了更高的要求。FC-BGA 封装基板得益于传输速率高、线路精密、高散热性等特点，被广泛应用于高端 GPU、CPU、ASIC 等高性能计算应用芯片中。AI 服务器芯片所用封装基板层数是普通计算机的 2.5-3.5 倍，面积为 3.5-3.6 倍，AI 浪潮下的算力需求为 FC-BGA 打开巨大市场空间。2021 年来，LG Innotek、三星电机等头部厂商陆续开始对 FC-BGA 封装基板进行扩产，中国大陆的深南、兴森、珠海越亚等内资厂商也趁势纷纷加码。

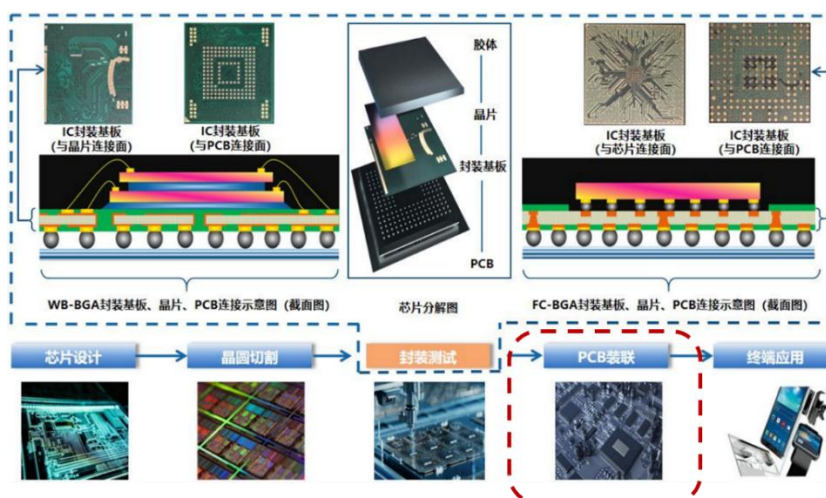
当前 FC-BGA 产能基本被国际大厂所垄断，国产化率低，海外对我国的技术封锁势必加速国产替代进程，为深南等内资厂商带来机遇。公司的 FC-BGA 载板主要放在广州生产基地，规划年产 2 亿颗（我们测算大概对应 60 万平方米年产能规划）并于 23 年 10 月底开始连线投产，目前已经开始产能爬坡阶段。

#### 4、电子装联：前期积累客户逐步有新项目落地

电子装联系指依据设计方案将无源器件、有源器件、接插件等电子元器件通过插装、表面贴装、微组装等方式装焊在 PCB 上，实现电子与电气的互联，并通过功能及可靠性测试，形成模块、整机或系统，属于 PCB 制造业务下游环节。

电子装联所处行业为 EMS 行业，狭义上指为各类电子产品提供制造服务的产业，代表制造环节的外包。目前全球主要 EMS 公司包括富士康、伟创力、捷普、天弘、新美亚等，且这些头部 EMS 厂均已进驻中国市场，为国内 EMS 产业带来新产业协作模式。EMS 在与品牌商协作的过程中，可协助其整合供应链资源，优化产品供应流程。

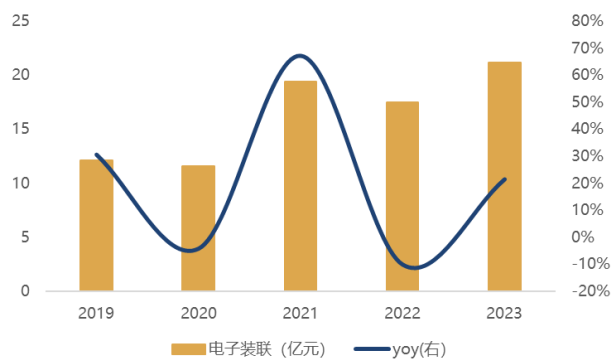
图 21：电子装联在产业链中的位置



资料来源：和美精艺，国元证券研究所

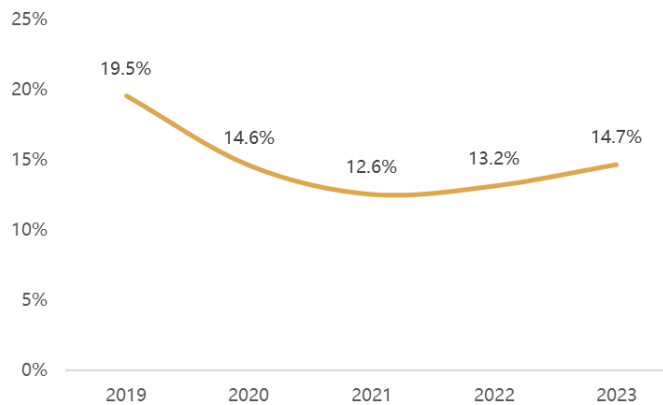
公司 2008 年开始进入电子装联领域，产品形态包括 PCBA、功能性模块、整机和系统总装等。公司在电子装联领域，基于“客户同源”，立足已有战略客户，凭借专业的设计能力、智能制造能力和快速的客户响应度获得了高质量口碑，并不断拓展通信、医疗、汽车等领域的项目，为 PCB 客户提供一站式服务，以模块或系统的产品形态提供给客户，以满足其对缩短交期、降低成本的需求，进而提高产品附加值并提高客户黏性。2023 年电子装联业务占公司收入比例 15.7%，同比+21.5%，主要受益于前期客户的积累和新项目的落地。同时，公司通过升级自动物流与加强精细化管理等举措提升了运营效率，23 年实现毛利率 1.51 个点的增长。

图 22：公司电子装联业务收入



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 23：电子装联业务毛利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

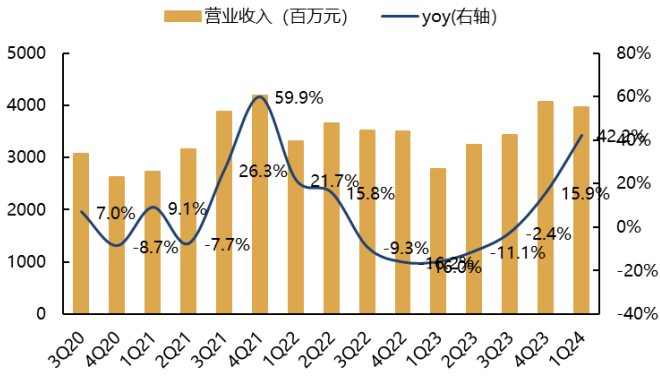
## 5、从一季报看 24 年：业绩同比大增，产品结构优化显著

公司 24Q1 实现营业收入 39.61 亿元，同比+42%；实现归母净利润 3.80 亿元，同比+84%，扣非后归母净利润 3.36 亿元，同比+87%；毛利率 25.19%，环比+1pct。公司一季度业绩较好判断主要受益于数据中心和汽车领域需求较好，叠加消费电子景气度有所回升，带动 PCB 及封装基板稼动率提高。从费用端来看，24Q1 年公司销售/管理/研发费用率为 1.74%/3.64%/8.53%，分别环比+0.21pct/-0.86pct/-2.24pct，同比分别变动-0.86pct/-0.55pct/+2.57pct。研发费用的提升主要受新产线逐步投产后带来员工薪酬、折旧等科目的增加所致。

在 PCB 方面，公司受益于 AI 的旺盛需求，服务器、交换机升级趋势带动公司产品结构优化。随 23 年下半年以来 Eagle Stream 平台放量，公司对新客户和新产品不断有新开发，预计 24 年公司出货比例进一步提升。在汽车领域，24 年公司增长动能主要来自前期导入客户定点项目的落地和 ADAS 高端产品的需求提升，同时公司对海外 Tier1 客户开发进展顺利。24 年数据中心和汽车电子需求有望带动公司 PCB 整体稼动率的提升和产品结构的优化。

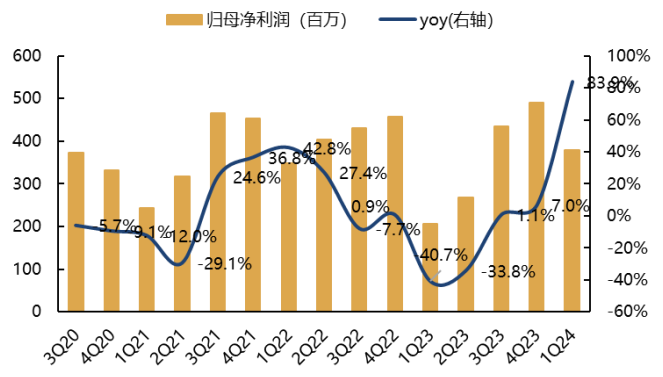
在封装基板方面，预计 24 年公司将受益于下游存储与射频产品的持续性需求回温和修复。同时在产能建设上，无锡二期项目加速客户认证和产品导入，广州一期项目也已于 2023Q4 连线投产，预计随广州基地产能爬坡，24 年 ABF 载板有望在收入端有所贡献。

图 24: 公司季度收入变动



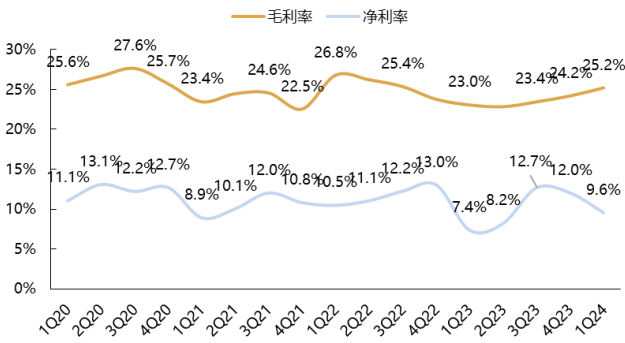
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 25: 公司归母净利润变动



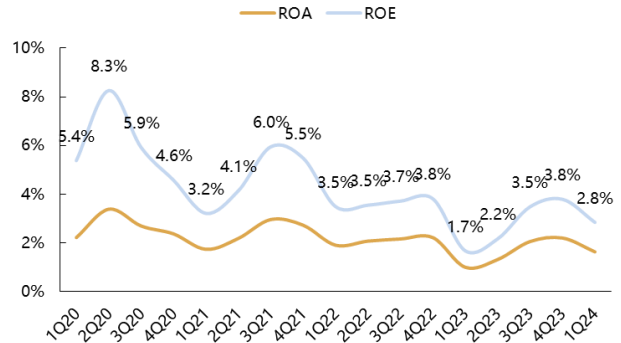
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 26: 公司毛利率及净利率变动



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 27: 公司 ROA/ROE 变动



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 28: 公司费用率变动

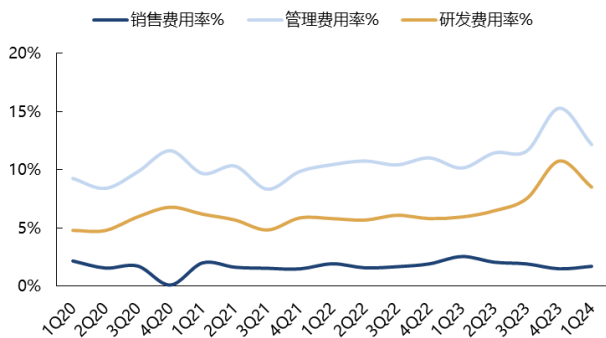
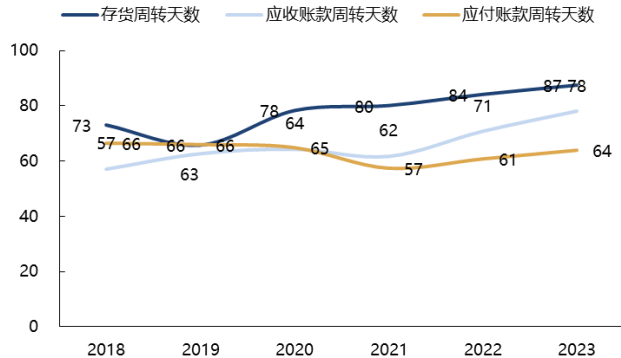


图 29: 公司营运能力变动



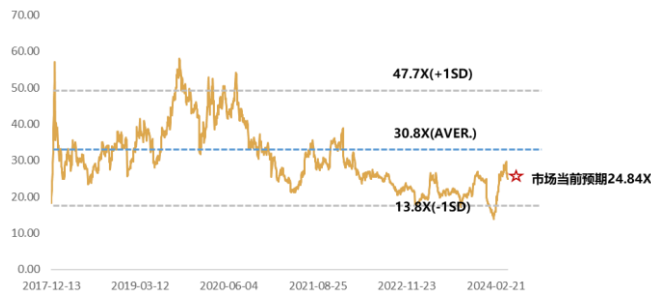
资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

## 6、公司估值

公司上市以来，市场对公司一致预测业绩对应 PE 的平均值为 30.8x，目前 24 年市场业绩预期所对应的 PE 值 (24.84x)，略低于历史平均值。公司前期对高阶封装基板的研发投入较大，预计 24 年将有所缓和，同时随高阶封装基板项目加速客户认证和产品导入，24 年有望在收入端落地。我们测算公司 24 年归母净利润为 18 亿元，在乐观/中性的情况下，给予公司 24 年 40x/25x 估值，分别对应目标价 166.2/103.9 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 30：目前市场业绩预测对应 PE 值



资料来源：iFind，国元证券研究所预测

图 31：24 年乐观/中性情况下对应股价



资料来源：iFind，国元证券研究所预测

## 7、风险提示

### 下行风险：

通讯、消费电子等下游需求持续疲软

新客户及项目开发不及预期

ABF 载板进展缓慢

存储行业复苏不及预期

国际政策发生不利变化

研发费用及资本支出持续高企

### 上行风险：

新项目开发超预期

ABF 载板认证进展超预期

下游需求复苏超预期

大客户开发进展超预期

研发费用投入节奏放缓

**财务预测表**

资产负债表		单位:百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E	
货币资金	853	2,018	3,771	5,315	
交易性金融资产	590	590	590	590	
应收账款及应收票据	3,336	3,875	4,097	4,792	
存货	2,686	2,937	3,064	3,289	
预付账款	8	10	0	0	
其他流动资产	1,124	1,292	1,400	1,554	
流动资产合计	8,597	10,724	12,922	15,541	
长期股权投资	4	4	4	4	
投资性房地产	5	5	5	5	
固定资产合计	10,083	11,308	12,079	13,309	
无形资产	544	544	544	544	
商誉	0	0	0	0	
递延所得税资产	272	272	272	272	
其他非流动资产	3,102	2,854	2,471	2,062	
<b>资产总计</b>	<b>22,607</b>	<b>25,711</b>	<b>28,297</b>	<b>31,737</b>	
短期借款	400	400	400	400	
应付票据及应付账款	3,210	3,842	3,995	4,237	
预收账款	1	2	2	2	
应付职工薪酬	443	560	606	718	
应交税费	42	53	61	72	
其他流动负债	2,328	2,843	3,117	3,621	
流动负债合计	6,425	7,700	8,181	9,051	
长期借款	2,407	2,407	2,407	2,407	
应付债券	0	0	0	0	
递延所得税负债	197	197	197	197	
其他非流动负债	391	391	391	391	
<b>负债合计</b>	<b>9,420</b>	<b>10,695</b>	<b>11,176</b>	<b>12,046</b>	
<b>股东权益</b>	<b>13,187</b>	<b>15,015</b>	<b>17,121</b>	<b>19,691</b>	

现金流量表		单位:百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2,589</b>	<b>4,096</b>	<b>4,382</b>	<b>4,975</b>	
投资	0	0	0	0	
资本性支出	-3,247	-2,800	-2,500	-3,300	
其他	-314	1	2	2	
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3,561</b>	<b>-2,799</b>	<b>-2,498</b>	<b>-3,298</b>	
债权融资	1,117	0	0	0	
股权融资	0	0	0	0	
支付股利及利息	-589	-132	-132	-132	
其他	-617	0	0	0	
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-89</b>	<b>-132</b>	<b>-132</b>	<b>-132</b>	
<b>现金净流量</b>	<b>-1,061</b>	<b>1,166</b>	<b>1,752</b>	<b>1,545</b>	

利润表		单位:百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	<b>13,526</b>	<b>17,358</b>	<b>19,795</b>	<b>23,310</b>	
%同比增速	-3%	28%	14%	18%	
营业成本	10,357	13,075	15,140	17,946	
毛利	3,170	4,283	4,655	5,364	
%营业收入	23%	25%	24%	23%	
税金及附加	103	132	150	177	
%营业收入	1%	1%	1%	1%	
销售费用	270	312	317	350	
%营业收入	2%	2%	2%	2%	
管理费用	601	781	831	956	
%营业收入	4%	5%	4%	4%	
研发费用	1,073	1,041	1,089	1,212	
%营业收入	8%	6%	6%	5%	
财务费用	31	106	71	19	
%营业收入	0%	1%	0%	0%	
资产减值损失	-152	-150	-150	-150	
信用减值损失	-33	-30	-30	-30	
其他收益	487	174	198	233	
投资收益	1	1	2	2	
净敞口套期收益	0	0	0	0	
公允价值变动收益	4	0	0	0	
资产处置收益	-2	0	0	0	
<b>营业利润</b>	<b>1,398</b>	<b>1,905</b>	<b>2,216</b>	<b>2,706</b>	
%营业收入	10%	11%	11%	12%	
营业外收支	1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>1,398</b>	<b>1,905</b>	<b>2,216</b>	<b>2,706</b>	
%营业收入	10%	11%	11%	12%	
所得税费用	1	76	111	135	
净利润	1,398	1,829	2,105	2,570	
%营业收入	10%	11%	11%	11%	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,398</b>	<b>1,829</b>	<b>2,105</b>	<b>2,570</b>	

主要财务比率		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>EPS</b>		2.73	3.57	4.10	5.01
<b>BVPS</b>		25.71	29.27	33.37	38.39
<b>PE</b>		26.00	23.43	20.35	16.67
<b>PEG</b>		—	0.76	1.34	0.75
<b>PB</b>		2.76	2.85	2.50	2.18
<b>EV/EBITDA</b>		14.23	11.48	9.60	7.82
<b>ROE</b>		11%	12%	12%	13%
<b>ROIC</b>		9%	11%	11%	11%

资料来源: Wind, 国元证券研究所



## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188