

关注数通领域 PCB 增长与 ABF 项目释放节奏

投资要点

- 业绩总结：**2024 年一季度，公司实现收入 39.6 亿元，同比增长 42.2%，实现归母净利润 3.8 亿元，同比增长 83.9%。
- 收入与利润快速增长，公司持续加大研发费用投入。**2024 年一季度：1) 营收端，公司实现收入 39.6 亿元，同比增长 42.2%。2) 利润端，公司实现归母净利润 3.8 亿元，同比增长 83.9%。公司 2023 年一季度毛利率为 25.2%，同比提升 2.1pp；净利率为 9.6%，同比提升 2.2pp。3) 费用端上，公司销售费用率为 1.7%，同比下降 0.9PP；管理费用率为 3.6%，同比下降 0.6PP；研发费用率为 8.5%，同比上升 2.6PP。
- PCB 产品结构优化+BT 量价恢复推动扣非归母增长。**公司 24Q1 毛利率环比提升 1.0pp，扣非归母净利润率环比提升 2.0pct，盈利能力大幅提升。我们认为公司一季度利润增长主要来自于：1) 通讯领域 PCB 订单回补、价格小幅回暖，此外 EGS 服务器结构占比提升、光模块出货增长等产品结构优化对 PCB 业务利润率提升有正面贡献；2) BT 载板量价增长，公司 Q4 以来受益于消费电子与存储需求拉动，广州与无锡 BT 项目稼动率快速上行，价格呈现回暖。基于以上，我们认为 24Q1 产品结构优化与稼动率修复是利润提升的核心因素。
- BT 载板大幅回暖，中长期维度关注公司 ABF 载板项目释放节奏。**BT 载板方面，深圳一厂与二厂主要供应 MEMS 类产品，无锡一厂主要定位为存储类产品。新增产能来看，公司无锡二厂于 2022Q4 投产，主要定位高端存储与 RF 类的 BT 载板，满产产值有望达到 22 亿元以上，目前处于产能快速爬坡阶段。我们看到 23Q3 后下游伴随存储/射频/MEMS 等行业需求恢复，BT 载板业务已出现明显的稼动率提升，我们预计年内无锡二厂有望实现高稼动率贡献业绩增量。ABF 载板方面，广州广芯主要定位高阶 ABF 载板国产化替代，满产产值有望达到 60 亿元以上，未来需重点关注产品在国内 GPU/CPU 客户中的验证导入进度与节奏，我们认为 ABF 载板项目有望在未来 3-5 年维度成为公司第二成长曲线。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 3.89 元、4.47 元、4.94 元，对应 PE 分别为 23 倍、20 倍、18 倍，未来三年归母净利润复合增速有望达 22%。公司 PCB 基本盘稳固，IC 载板业务成长性较强，我们给予公司 2024 年 28 倍 PE，对应目标价 108.92 元，首次覆盖予以“买入”评级。
- 风险提示：**全球宏观经济复苏不及预期风险，IC 载板良率爬坡不及预期风险。

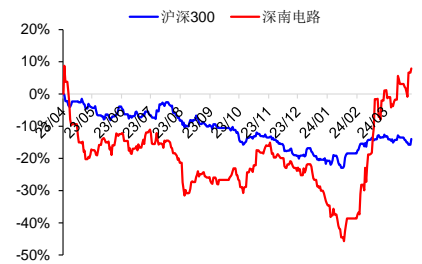
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13526.43	16695.25	18861.75	20963.96
增长率	-3.33%	23.43%	12.98%	11.15%
归属母公司净利润(百万元)	1398.11	1995.89	2291.71	2534.58
增长率	-14.74%	42.76%	14.82%	10.60%
每股收益 EPS(元)	2.73	3.89	4.47	4.94
净资产收益率 ROE	10.60%	13.56%	14.00%	13.94%
PE	32.63	22.86	19.91	18.00
PB	3.46	3.10	2.79	2.51

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王谋
执业证号：S1250521050001
电话：0755-23617478
邮箱：wangmou@swsc.com.cn
联系人：白加一
电话：18996979101
邮箱：bjy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

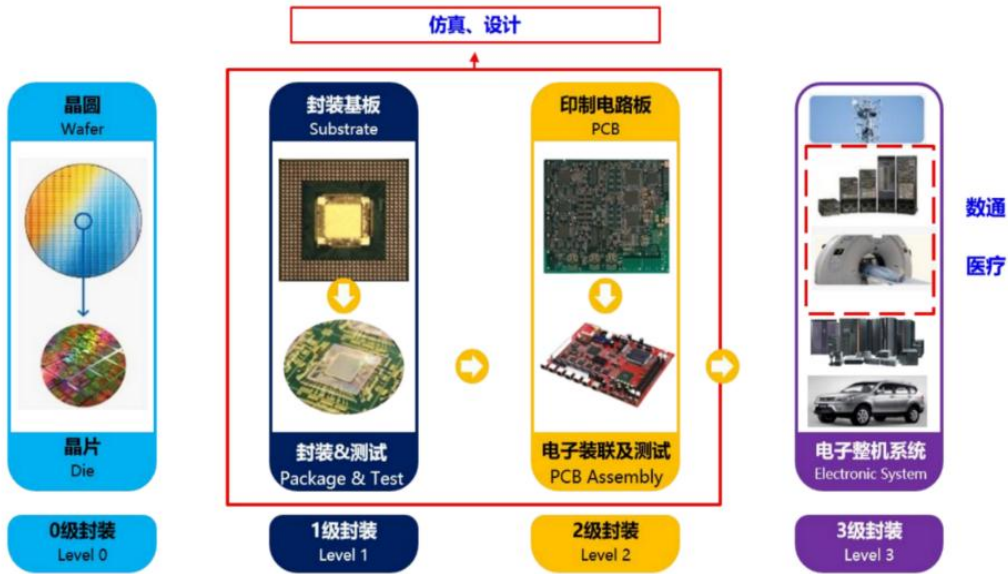
总股本(亿股)	5.13
流通 A 股(亿股)	5.11
52 周内股价区间(元)	49.27-98.70
总市值(亿元)	456.26
总资产(亿元)	233.39
每股净资产(元)	26.44

相关研究

1 公司概况：多元布局打造产业纵深，基板推动远期成长

深南电路成立于 1984 年，拥有印制电路板、封装基板及电子装联三项业务，是全球领先无线基站射频功放 PCB 供应商、国内领先的处理器芯片封装基板供应商、电子装联制造特色企业。公司致力于“打造世界级电子电路技术与解决方案的集成商”，目前是国家火炬计划重点高新技术企业、印制电路板行业首家国家技术创新示范企业及国家企业技术中心。

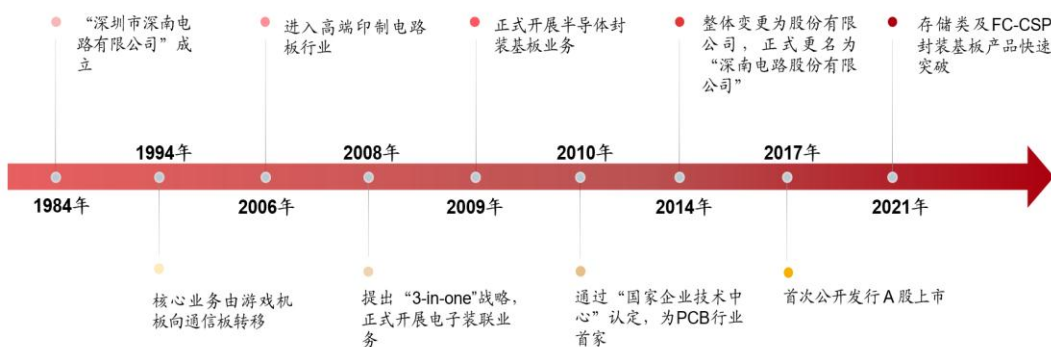
图 1：公司业务所处产业链环节



数据来源：Wind, 西南证券整理

“3-In-One”商业模式提供综合解决方案能力。公司以游戏机业务起家，九十年代向通信 PCB 领域转型。经过三十多年的发展，公司形成了业界独特的“3-In-One”业务布局：即以互联为核心，在不断强化印制电路板业务领先地位的同时，大力发展与其“技术同根”的封装基板业务及“客户同源”的电子装联业务。公司具备提供“样品→中小批量→大批量”的综合制造能力，通过开展方案设计、制造、电子装联、微组装和测试等全价值链服务，为客户提供专业高效的一站式综合解决方案。

图 2：公司发展历史情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

公司主营业务包括：印制电路板、封装基板、电子装联三大业务。

从营收结构来看，2023 年公司营业总收入为 135.3 亿元，同比下滑-3.3%；具体来看，印制电路板达 80.7 亿元，同比下滑 8.6%，占公司营业收入比重为 59.6%，贡献主要营收；封装基板实现营业收入 23.1 亿元，同比下滑 8.3%，占公司营业收入比重为 17.1%；电子装联达 21.2 亿元，占公司营业收入 15.7%，同比增长 21.5%；其他业务达 6.0 亿元，占公司营业收入 4.4%，同比增长 17.8%。

从毛利结构来看，从毛利结构来看，2023 年公司毛利率为 23.4%，实现毛利 35.7 亿元。主要业务中，印制电路板毛利率为 26.6%，同比下降 1.6PP，实现毛利 24.8 亿元，毛利占比为 69.5%；封装基板毛利率为 23.9%，同比下降 3.1PP，实现毛利 6.8 亿元，毛利占比为 19.0%；电子装联毛利率为 14.7%，同比提升 1.5PP，实现毛利 2.3 亿元。

图 3：公司 2023 年营业收入结构

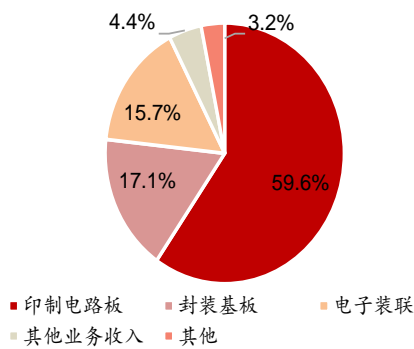
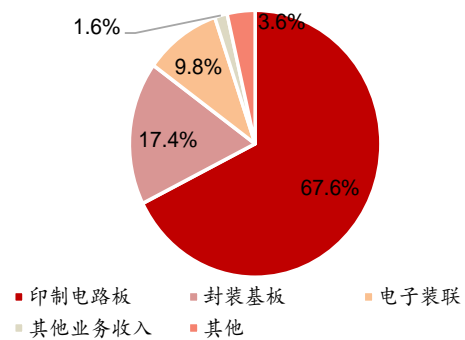


图 4：公司 2023 年主营业务毛利占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

数据来源：公司公告，西南证券整理

收入稳步增长，23 年业绩小幅承压。2019-2023 年，公司营业收入由 105.2 亿元增至 135.3 亿元，期间四年复合增速达 6.5%。其中 2023 年公司营业收入达 135.3 亿元，同比下降 3.3%。从利润端来看，2023 年公司归母净利润为 14.0 亿元，同比下降 14.8%。2024 年一季度，公司营收达 39.6 亿元，同比增长 42.2%，归母净利润为 3.8 亿元，同比增长 83.9%。

图 5：公司 2019-2023 年营业收入

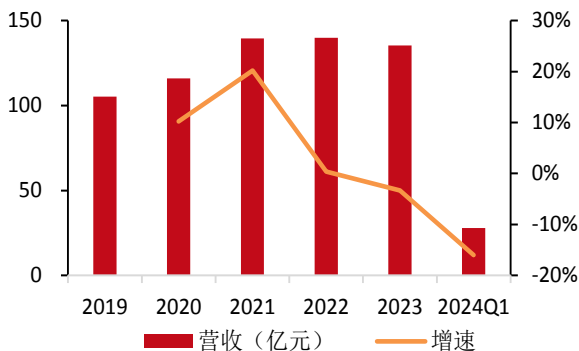
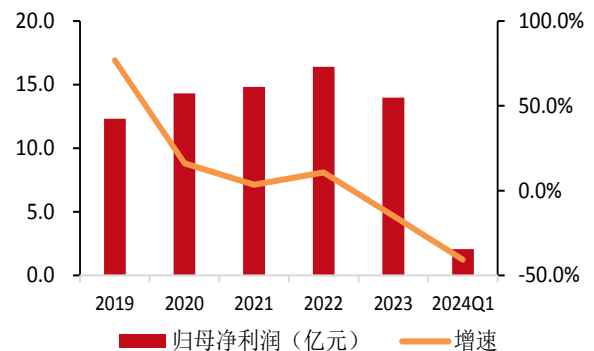


图 6：公司 2019-2023 年归母净利润

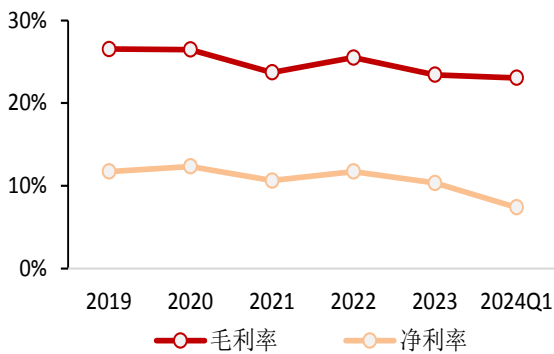


数据来源：公司公告，西南证券整理

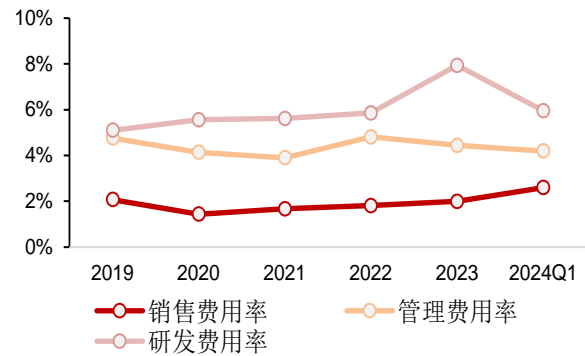
数据来源：公司公告，西南证券整理

利润率维持稳定,研发投入显著提升。1)利润率方面:2019-2023 年公司毛利率在 23.4% 至 26.5% 间波动,2023 年公司毛利率为 23.4%,较去年同期下降 2.1pp;同期间,公司 2023 年净利率为 10.3%,同比下降 1.4pp。2024 年一季度,公司毛利率为 25.2%,较去年同期提升 2.1pp;净利率为 9.6%,较去年同期提升 2.2pp。

2)费用率方面:2023 年公司销售费用率为 2.1%,较上年上升 0.2PP;同期间,公司管理费用率为 4.4%,同比下降 0.4PP;研发费用率为 7.9%,较去年同期上升 2.1PP。2024 年一季度,公司销售费用率为 1.7%,较上年同期下降 0.9PP;管理费用率为 3.6%,同比下降 0.6PP;研发费用率为 8.5%,同比上升 2.6PP。

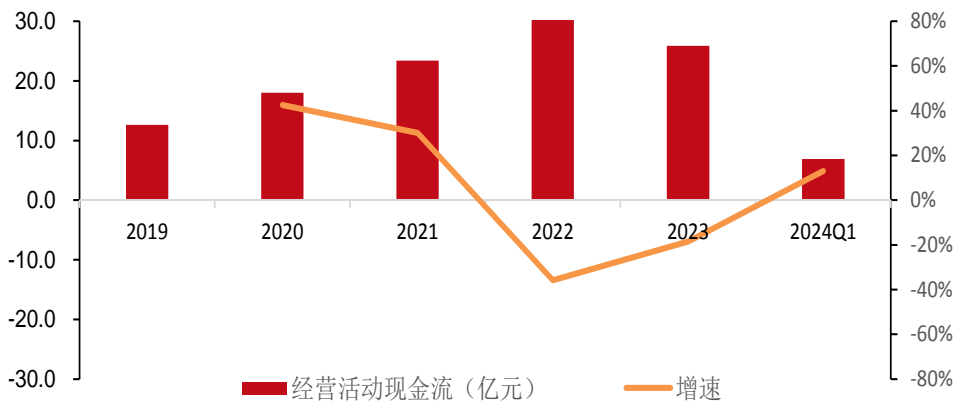
图 7: 公司 2019-2023 年毛利率和净利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8: 公司 2019-2023 年费用率


数据来源: Wind, 西南证券整理

经营活动现金保持稳健。2019-2023 年,公司经营活动现金流净额在 5.6 亿元至 31.8 亿元之间波动,2023 年公司经营活动现金流净额为 25.9 亿元,同比上升 18.6%;2024 年一季度公司经营活动现金流为 5.6 亿元,同比增长 13.0%。

图 9: 公司 2019-2023 年经营活动现金流情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：印制电路板方面，我们假设公司 2024-2026 年期间稼动率稳定上行，出货量逐年同比增长 15.0%/6.0%/5.0%，价格逐年同比增长 1.4%/3.3%/2.7%。

假设 2：封装基板方面，我们假设公司未来三年受益于无锡二厂和广芯产能释放，销量逐年同比增长 75.0%/16.0%/14.0%，价格逐年同比增长 1.7%/4.7%/3.8%。

假设 3：电子装联业务方面，我们预计打点数量同比增长 17.0%/10.0%/9.0%，价格逐年同比增长 0.2%/1.4%/0.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
印制电路板	收入	8072.6	9412.7	10306.9	11110.8
	增速	-8.5%	16.6%	9.5%	7.8%
	毛利率	26.6%	29.2%	29.0%	29.0%
封装基板	收入	2306.3	4105.2	4987.8	5900.6
	增速	-8.5%	78.0%	21.5%	18.3%
	毛利率	23.9%	29.0%	28.5%	28.0%
电子装联	收入	2119.3	2483.8	2769.5	3035.3
	增速	21.5%	17.2%	11.5%	9.6%
	毛利率	14.7%	15.0%	17.5%	17.0%
其他业务	收入	603.1	693.6	797.6	917.2
	增速	18.4%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	8.5%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	13526.3	16695.3	18861.7	20964.0
	增速	-3.3%	27.4%	13.0%	11.1%
	毛利率	23.4%	26.4%	26.6%	26.4%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 167.0 亿元（+27.4%）、188.6 亿元（+13.0%）和 209.6 亿元（+11.1%），归母净利润分别为 20.0 亿元（+42.8%）、22.9 亿元（+14.8%）、25.3 亿元（+10.6%），EPS 分别为 3.89 元、4.47 元、4.94 元，对应动态 PE 分别为 23 倍、20 倍、18 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了 PCB 行业两家上市公司作为估值参考，分别是兴森科技、沪电股份。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			23A	24E	25E	23A	24E	25E
002463.SZ	沪电股份	29.78	0.79	1.15	1.43	27.91	25.86	20.85
002436.SZ	兴森科技	10.57	0.13	0.15	0.25	47.35	42.85	27.89
平均值						37.63	34.35	24.37

数据来源: Wind, 西南证券整理, 截至 2024/04/16

从 PE 角度看，2024 年行业平均估值为 34 倍 PE。公司 PCB 业务优势巩固，IC 载板布局持续向高端化突破，业绩将呈现高质量增长趋势，我们认为公司利润端有望伴随稼动率与经营效率的提升进一步释放。公司在 PCB 与封装基板领域均为行业龙头，PCB 业务有望持续受益于服务器与汽车放量，此外 IC 封装基板业务切入 BT 载板与 ABF 载板两大领域布局，持续填补国产领域空白，未来广芯投产将打开 60 亿以上产值空间。我们给予深南电路 2024 年 28 倍估值，对应目标价 108.92 元，首次覆盖予以“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13526.43	16695.25	18861.75	20963.96	净利润	1397.63	1995.19	2290.91	2533.69
营业成本	10356.70	12279.64	13846.93	15436.07	折旧与摊销	1272.09	802.56	802.56	802.56
营业税金及附加	102.66	126.71	143.15	159.10	财务费用	31.30	-26.52	-39.29	-45.99
销售费用	269.63	313.52	359.30	400.55	资产减值损失	-152.02	-153.10	-155.63	-153.59
管理费用	1673.65	2308.28	2605.71	2846.54	经营营运资本变动	-244.10	-47.11	-184.14	-279.38
财务费用	31.30	-26.52	-39.29	-45.99	其他	284.39	201.43	180.13	172.02
资产减值损失	-152.02	-153.10	-155.63	-153.59	经营活动现金流净额	2589.28	2772.45	2894.53	3029.32
投资收益	1.07	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2283.38	-105.26	-95.80	-124.30
公允价值变动损益	3.56	3.61	2.44	3.61	其他	-1277.70	3.44	2.48	3.62
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3561.07	-101.82	-93.32	-120.68
营业利润	1397.51	1850.35	2104.02	2324.89	短期借款	400.30	22.70	65.00	24.00
其他非经营损益	0.77	233.07	257.41	271.70	长期借款	1232.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1398.28	2083.41	2361.43	2596.59	股权融资	0.26	29.49	0.00	0.00
所得税	0.65	88.22	70.52	62.90	支付股利	-512.88	-448.10	-639.39	-732.79
净利润	1397.63	1995.19	2290.91	2533.69	其他	-1208.99	-378.13	-85.28	3.31
少数股东损益	-0.49	-0.70	-0.80	-0.89	筹资活动现金流净额	-89.31	-774.04	-659.67	-705.47
归属母公司股东净利润	1398.11	1995.89	2291.71	2534.58	现金流量净额	-1061.33	1896.59	2141.54	2203.16
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	852.68	2749.27	4890.81	7093.98	成长能力				
应收和预付款项	3378.77	4255.19	4797.73	5320.03	销售收入增长率	-3.33%	23.43%	12.98%	11.15%
存货	2686.35	3022.77	3450.94	3886.25	营业利润增长率	-18.90%	32.40%	13.71%	10.50%
其他流动资产	1678.96	1038.19	1133.80	1216.43	净利润增长率	-14.78%	42.76%	14.82%	10.60%
长期股权投资	3.66	3.66	3.66	3.66	EBITDA 增长率	-2.80%	-2.76%	9.17%	7.47%
投资性房地产	5.27	5.45	5.41	5.40	获利能力				
固定资产和在建工程	12775.70	12049.48	11323.27	10597.05	毛利率	23.43%	26.45%	26.59%	26.37%
无形资产和开发支出	544.23	583.59	613.49	671.88	三费率	14.60%	15.55%	15.51%	15.27%
其他非流动资产	681.24	670.80	660.36	649.93	净利率	10.33%	11.95%	12.15%	12.09%
资产总计	22606.87	24378.40	26879.47	29444.61	ROE	10.60%	13.56%	14.00%	13.94%
短期借款	400.30	423.00	488.00	512.00	ROA	6.18%	8.18%	8.52%	8.60%
应付和预收款项	3696.41	4301.28	4895.65	5427.02	ROIC	9.85%	11.28%	13.18%	14.80%
长期借款	2406.63	2406.63	2406.63	2406.63	EBITDA/销售收入	19.97%	15.73%	15.20%	14.70%
其他负债	2916.62	2530.37	2720.55	2929.42	营运能力				
负债合计	9419.96	9661.28	10510.83	11275.06	总资产周转率	0.62	0.71	0.74	0.74
股本	512.88	512.88	512.88	512.88	固定资产周转率	1.41	1.72	2.10	2.54
资本公积	6189.54	6219.03	6219.03	6219.03	应收账款周转率	4.39	4.59	4.40	4.37
留存收益	6434.95	7982.74	9635.06	11436.85	存货周转率	3.90	4.12	4.10	4.06
归属母公司股东权益	13183.74	14714.65	16366.97	18168.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.01%	—	—	—
少数股东权益	3.17	2.47	1.67	0.78	资本结构				
股东权益合计	13186.91	14717.12	16368.64	18169.54	资产负债率	41.67%	39.63%	39.10%	38.29%
负债和股东权益合计	22606.87	24378.40	26879.47	29444.61	带息债务/总负债	29.80%	29.29%	27.54%	25.89%
					流动比率	1.34	1.66	1.87	2.07
					速动比率	0.92	1.21	1.42	1.61
					股利支付率	36.68%	22.45%	27.90%	28.91%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	2700.90	2626.39	2867.29	3081.46	每股收益	2.73	3.89	4.47	4.94
PE	32.63	22.86	19.91	18.00	每股净资产	25.71	28.69	31.91	35.43
PB	3.46	3.10	2.79	2.51	每股经营现金	5.05	5.41	5.64	5.91
PS	3.37	2.73	2.42	2.18	每股股利	1.00	0.87	1.25	1.43
EV/EBITDA	17.31	16.95	14.80	13.07					
股息率	1.12%	0.98%	1.40%	1.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
