

PCB

深南电路（002916.SZ）

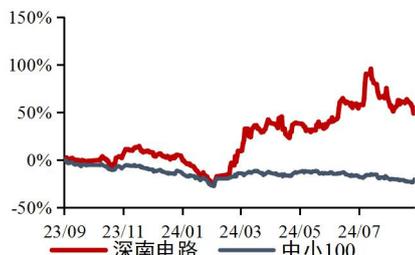
买入-A(首次)

业绩创新高，深度受益于 AI 需求爆发

2024 年 9 月 2 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 8 月 30 日

收盘价(元):	100.78
年内最高/最低(元):	130.62/46.78
流通 A 股/总股本(亿):	5.11/5.13
流通 A 股市值(亿):	514.80
总市值(亿):	516.88

基础数据：2024 年 6 月 30 日

基本每股收益(元):	1.93
摊薄每股收益(元):	1.93
每股净资产(元):	26.74
净资产收益率(%):	7.20

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年公司实现营业收入 83.21 亿元，同比增长 37.91%；实现归母净利润 9.87 亿元，同比增长 108.32%；Q2 单季度公司实现营业收入 43.60 亿元，同比增长 34.19%，环比增长 10.07%；实现归母净利润 6.08 亿元，同比增长 127.18%，环比增长 60.11%。

事件点评

➢ 把握行业结构性机会，各业务订单同比增长。2024 年上半年，公司积极把握 AI 需求爆发，汽车电动化/智能化趋势延续，以及部分领域的需求修复机会，加大市场开发力度，各业务订单同比增长，产能稼动率保持在良好水平，上半年公司实现营收 83.21 亿元，同比增长 37.91%。分业务看：**(1) PCB 业务**：实现收入 48.55 亿元，占总收入的 58.35%，同比增长 25.09%，这一增长得益于通信领域高速交换机、光模块产品需求增长，数据中心领域 AI 加速卡、Eagle Stream 平台产品持续放量，汽车电子领域智能驾驶相关高端产品需求稳步增长；**(2) 封装基板业务**：实现收入 15.96 亿元，占总收入的 19.18%，同比大幅增长 94.31%，主要得益于新产品和新客户导入；**(3) 电子装联业务**：实现收入 12.11 亿元，占总收入 14.55%，同比增长 42.39%，主要得益于数据中心和汽车电子领域的稳定需求增长。

➢ 产品结构优化和产能利用率改善驱动公司盈利能力大幅提升。2024 年上半年公司毛利率达 26.20%，同比提升 3.27pcts，净利率达 11.86%，同比提升 4.01pcts，公司盈利能力大幅提升主因系 PCB 业务和封装基板业务的毛利率大幅改善。分产品看，封装基板业务的毛利率达到了 25.46%，同比增加 6.66pcts，系产品结构优化和无锡新工厂顺利爬坡助益；PCB 业务毛利率为 31.37%，同比增加 5.52pcts，原因一是有线侧通信产品占比提升、Eagle Stream 平台迭代升级、智能驾驶等相关高端产品需求增长带来的产品结构优化，二是 PCB 业务产能利用率持续改善。

➢ “3-In-One”战略布局和产能释放助力公司业绩持续增长。公司形成了业界独特的“3-In-One”业务布局，以互联为核心，不断强化 PCB 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。在 PCB 领域，AI 的加速演进和应用深化，驱动高层数、高频高速、高阶 HDI 等 PCB 产品需求的快速增长，公司把握行业结构性机会，持续提升产能利用率，未来泰国工厂产能释放有望带来海外客户收入增长。在封装基板领域，公司凭借技术创新优势，FC-BGA 封装基板、FC-CSP 封



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



装基板以及射频与存储芯片封装基板等高阶产品研发有序推进，支持封装基板厂导入更多新客户，未来随着无锡新工厂和广州厂产能顺利爬坡，公司利润有望不断增厚。在电子装联领域，公司坚持深耕大客户策略，继续发力数据中心和汽车电子市场，实现持续稳健增长。

投资建议

➤ 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 4.13\5.03\6.00，对应公司 2024 年 8 月 30 日收盘价 100.78 元，2024-2026 年 PE 分别为 24.4\20.0\16.8，公司作为 PCB 龙头，得益于 AI 需求强劲，通信领域和数据中心领域的 PCB 产品加速放量，同时封装基板加速新产品和新客户导入，公司未来业绩有望实现持续高增长，首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示

➤ **原材料供应及价格波动风险：** 公司面临的一个主要风险是关键原材料的供应和价格波动。尤其是铜箔、覆铜板等重要原材料，其价格在过去一年中存在较大波动，直接影响公司的生产成本和毛利率。虽然公司通过签订长期采购合同和优化供应链管理策略来稳定原材料供应，但未来若这些原材料价格进一步上涨或供应紧张，可能会导致公司生产成本上升，对盈利能力产生不利影响。

➤ **市场需求波动风险：** 虽然公司在 AI 服务器和数据中心领域的订单表现强劲，但这些市场的需求具有一定的周期性。如果未来全球经济增长放缓或相关技术发展方向发生变化，可能会导致下游需求减弱，影响公司的订单量和收入表现。此外，随着市场竞争加剧，客户的采购决策可能更加谨慎，这也可能导致需求的不确定性增加，公司需要密切关注市场变化，并及时调整产能规划和市场策略。

➤ **技术研发与创新风险：** 公司在 PCB 及封装基板领域的领先地位依赖于持续的技术创新和研发投入。然而，技术研发具有一定的不确定性，特别是在高端封装基板和复杂多层 PCB 的开发中，新技术的研发周期较长且投入成本较高。如果公司未能如期实现技术突破或新技术未能及时得到市场认可，可能导致研发投入无法收回，从而影响公司的盈利能力。此外，随着行业技术的快速发展，公司也面临着新技术替代现有产品的风险，如何有效应对技术革新带来的市场挑战，是公司未来需要重点关注的问题。

➤ **海外工厂建设运营风险：** 公司基于业务发展需要和完善海外布局战略，推动在泰国投资建设工厂。海外生产运营可能面临法律合规、生产建设、市场客户拓展、供应链配套、管理文化、人力资源等领域的一系列挑战，若不能妥善应对或将对海外子公司的建设以及长期发展产生不利影响。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,992	13,526	17,077	19,955	22,259
YoY(%)	0.4	-3.3	26.3	16.8	11.5
净利润(百万元)	1,640	1,398	2,116	2,580	3,076
YoY(%)	10.7	-14.7	51.3	22.0	19.2
毛利率(%)	25.5	23.4	26.6	27.0	27.2
EPS(摊薄/元)	3.20	2.73	4.13	5.03	6.00
ROE(%)	13.4	10.6	14.3	15.2	15.8
P/E(倍)	31.5	37.0	24.4	20.0	16.8
P/B(倍)	4.2	3.9	3.5	3.1	2.6
净利率(%)	11.7	10.3	12.4	12.9	13.8

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8578	8597	9350	11133	12185
现金	1913	853	854	998	1618
应收票据及应收账款	3137	3336	3983	4955	5079
预付账款	49	8	39	34	42
存货	2341	2686	3142	3741	3945
其他流动资产	1137	1714	1331	1405	1501
非流动资产	12149	14010	15566	16504	16771
长期投资	4	4	3	3	2
固定资产	9138	10083	11768	12880	13417
无形资产	557	544	569	600	634
其他非流动资产	2449	3380	3226	3021	2718
资产总计	20727	22607	24916	27636	28956
流动负债	6708	6425	7438	8628	7887
短期借款	0	400	916	1315	289
应付票据及应付账款	2931	3210	3750	3535	4183
其他流动负债	3777	2815	2771	3778	3414
非流动负债	1765	2995	2637	2074	1546
长期借款	1175	2407	1925	1444	903
其他非流动负债	591	588	712	630	644
负债合计	8474	9420	10075	10702	9433
少数股东权益	3	3	3	3	2
股本	513	513	513	513	513
资本公积	6189	6190	6190	6190	6190
留存收益	5547	6435	7876	9629	11710
归属母公司股东权益	12249	13184	14838	16931	19520
负债和股东权益	20727	22607	24916	27636	28956

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3180	2589	2599	3190	4418
净利润	1640	1398	2116	2580	3076
折旧摊销	1062	1272	1080	1309	1506
财务费用	-6	31	76	56	-30
投资损失	-22	-1	-11	-11	-8
营运资金变动	95	-290	-682	-752	-110
其他经营现金流	411	179	21	9	-16
投资活动现金流	-3614	-3561	-2403	-2296	-1796
筹资活动现金流	1697	-89	-861	-1183	-904
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.20	2.73	4.13	5.03	6.00
每股经营现金流(最新摊薄)	6.20	5.05	5.07	6.22	8.61
每股净资产(最新摊薄)	23.88	25.71	28.93	33.01	38.06

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13992	13526	17077	19955	22259
营业成本	10422	10357	12529	14571	16208
营业税金及附加	87	103	114	136	156
营业费用	253	270	299	349	390
管理费用	673	601	692	788	835
研发费用	820	1073	1281	1477	1625
财务费用	-6	31	76	56	-30
资产减值损失	-188	-185	-171	-180	-189
公允价值变动收益	4	4	2	3	3
投资净收益	22	1	11	11	8
营业利润	1723	1398	2219	2718	3256
营业外收入	4	5	4	4	4
营业外支出	7	4	7	6	6
利润总额	1720	1398	2216	2716	3255
所得税	80	1	100	136	179
税后利润	1640	1398	2116	2580	3076
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1640	1398	2116	2580	3076
EBITDA	2802	2828	3381	4121	4809

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	0.4	-3.3	26.3	16.8	11.5
营业利润(%)	6.6	-18.9	58.8	22.5	19.8
归属于母公司净利润(%)	10.7	-14.7	51.3	22.0	19.2
获利能力					
毛利率(%)	25.5	23.4	26.6	27.0	27.2
净利率(%)	11.7	10.3	12.4	12.9	13.8
ROE(%)	13.4	10.6	14.3	15.2	15.8
ROIC(%)	10.9	9.3	11.7	13.0	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	40.9	41.7	40.4	38.7	32.6
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.5
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	4.5	4.2	4.7	4.5	4.4
应付账款周转率	3.4	3.4	3.6	4.0	4.2
估值比率					
P/E	31.5	37.0	24.4	20.0	16.8
P/B	4.2	3.9	3.5	3.1	2.6
EV/EBITDA	18.7	19.0	16.1	13.1	10.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

