

数通产能稀缺性凸显，利润结构持续改善

投资要点

- 业绩总结：**2024年上半年，公司实现收入83.2亿元，同比增长37.9%，实现归母净利润9.9亿元，同比增长108.3%。
- 收入与利润快速增长，公司持续加大研发费用投入。**2024年上半年：1) 营收端，公司实现收入83.2亿元，同比增长37.9%。2) 利润端，公司实现归母净利润9.9亿元，同比增长108.3%。公司2024年上半年毛利率为26.2%，同比提升3.3pp；净利率为11.9%，同比提升4.0pp。3) 费用端上，公司销售费用率为1.6%，同比下降0.7pp；管理费用率为4.5%，同比上升0.1pp；研发费用率为6.9%，同比上升0.4pp。
- PCB产品结构优化推动归母增长，持续看好数通产能稀缺性。**公司24Q2毛利率环比提升2.0pp，归母净利率环比提升4.4pct，盈利能力大幅提升。我们认为公司Q2利润持续改善的动力自于：1) AI服务器、交换机、EGS服务器结构占比提升、光模块等高难度高附加值产品出货增长对PCB业务利润率有显著正面贡献；2) 终端消费电子需求缓慢复苏，MEMS、RF、处理器补库带动载板量价恢复，BT载板稼动率上行，价格呈现回暖。我们认为伴随AI服务器、800G交换机需求爆发，高端数通板供给紧张的情况逐步显现，深南电路作为数通PCB行业龙头其资产稀缺性逐步凸显。
- 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。我们关注到23Q3以来终端存储/射频/MEMS行业逐步复苏，BT载板稼动率明显提升，我们预计公司无锡二厂稼动率有望稳步上升。ABF载板方面，广芯目前定位高阶ABF载板国产化替代，满产产值有望达到60亿元以上，目前产品在国内GPU/CPU客户中积极导入验证，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。**我们预计公司2024-2026年EPS分别为4.31元、5.06元、5.92元，对应PE分别为23倍、19倍、16倍，未来三年归母净利润复合增速有望达29.5%。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120.68元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**交换机需求或不及预期，IC载板良率爬坡或不及预期。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13526.43	17705.60	20409.86	23060.82
增长率	-3.33%	30.90%	15.27%	12.99%
归属母公司净利润(百万元)	1398.11	2211.32	2595.51	3038.48
增长率	-14.74%	58.16%	17.37%	17.07%
每股收益EPS(元)	2.73	4.31	5.06	5.92
净资产收益率ROE	10.60%	14.83%	15.45%	15.99%
PE	35.63	22.53	19.19	16.39
PB	3.78	3.34	2.97	2.62

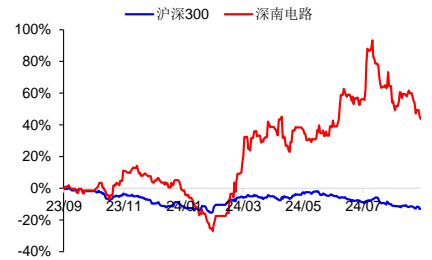
数据来源：Wind，西南证券

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

分析师：白加一
执业证号：S1250524070004
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)	49.27-130.5
总市值(亿元)	488.87
总资产(亿元)	237.82
每股净资产(元)	26.73

相关研究

- 深南电路(002916):关注数通领域PCB增长与ABF项目释放节奏(2024-04-26)

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 25.0% / 12.5% / 10.0%，价格逐年同比增长 7.1% / 2.4% / 2.5%。

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 30.0% / 16.0% / 14.0%，价格逐年同比增长 6.5% / 2.2% / 1.2%。

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 1.6% / 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	10809.2	12452.2	14046.1
	增速	-8.5%	33.9%	15.2%	12.8%
	毛利率	26.6%	33.0%	33.5%	34.0%
封装基板	收入	2306.3	3194.2	3788.4	4371.8
	增速	-8.5%	38.5%	18.6%	15.4%
	毛利率	23.9%	26.0%	26.5%	27.0%
电子装联	收入	2119.3	2519.8	2809.6	3079.4
	增速	21.5%	18.9%	11.5%	9.6%
	毛利率	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	收入	1028.1	1182.3	1359.7	1563.6
	增速	18.4%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	8.5%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	13526.4	17705.6	20409.9	23060.8
	增速	-3.33%	30.90%	15.27%	12.99%
	毛利率	23.4%	27.64%	28.09%	28.51%

数据来源：Wind, 西南证券

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 177.1 亿元、204.1 亿元和 230.6 亿元，归母净利润分别为 22.1 亿元、26.0 亿元、30.4 亿元，EPS 分别为 4.31、5.06 元、5.92 元，对应动态 PE 分别为 23 倍、19 倍、18 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了 PCB 行业四家上市公司作为估值参考，分别是沪电股份、景旺电子、崇达技术、生益电子。

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	26E	23A	24E	25E	26E
002463.SZ	沪电股份	32.65	0.79	1.28	1.68	2.02	27.91	25.57	19.49	16.19
603228.SH	景旺电子	25.53	1.11	1.40	1.67	1.99	20.29	18.26	15.32	12.85
002815.SZ	崇达技术	7.97	0.37	0.00	0.00	0.00	25.60	15.17	12.96	10.99
688183.SH	生益电子	17.71	-0.03	0.00	0.00	0.00	-	69.34	27.17	17.59
平均值							24.60	32.09	18.73	14.40

数据来源：Wind, 西南证券整理, 截至 2024/09/03

从 PE 角度看，2024 年行业平均估值为 32 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 120.68 元，维持“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	17705.60	20409.86	23060.82	净利润	1397.63	2210.55	2594.60	3037.42
营业成本	10356.70	12811.85	14677.04	16486.51	折旧与摊销	1272.09	802.56	802.56	802.56
营业税金及附加	102.66	134.37	154.90	175.02	财务费用	31.30	-28.13	-42.52	-50.59
销售费用	269.63	421.02	439.81	507.87	资产减值损失	-152.02	-153.10	-155.63	-153.59
管理费用	1673.65	2447.97	2921.63	3258.09	经营营运资本变动	-298.44	-187.65	-275.01	-397.51
财务费用	31.30	-28.13	-42.52	-50.59	其他	338.73	185.88	191.27	180.78
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	2830.11	3115.27	3419.07
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	2075.23	2417.06	2841.12	短期借款	400.30	284.70	166.00	154.00
其他非经营损益	0.77	233.07	257.41	271.70	长期借款	1232.00	95.00	87.00	105.00
利润总额	1398.28	2308.29	2674.48	3112.83	股权融资	0.26	0.00	0.00	0.00
所得税	0.65	97.74	79.87	75.41	支付股利	-512.88	-448.10	-708.40	-829.93
净利润	1397.63	2210.55	2594.60	3037.42	其他	-1208.99	-376.53	-82.06	7.91
少数股东损益	-0.49	-0.77	-0.91	-1.06	筹资活动现金流净额	-89.31	-444.92	-537.46	-563.02
归属母公司股东净利润	1398.11	2211.32	2595.51	3038.48	现金流量净额	-1061.33	2283.37	2484.49	2735.38
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	3136.05	5620.54	8355.92	成长能力				
应收和预付款项	3378.77	4512.24	5190.86	5851.21	销售收入增长率	-3.33%	30.90%	15.27%	12.99%
存货	2686.35	3166.26	3679.21	4179.87	营业利润增长率	-18.90%	48.49%	16.47%	17.54%
其他流动资产	1678.96	1065.30	1178.41	1279.06	净利润增长率	-14.78%	58.16%	17.37%	17.07%
长期股权投资	3.66	3.66	3.66	3.66	EBITDA 增长率	-2.80%	5.51%	11.49%	13.09%
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%	27.64%	28.09%	28.51%
无形资产和开发支出	544.23	583.59	613.49	671.88	三费率	14.60%	16.05%	16.26%	16.11%
其他非流动资产	681.24	670.80	660.36	649.93	净利率	10.33%	12.49%	12.71%	13.17%
资产总计	22606.87	25192.84	28275.21	31593.98	ROE	10.60%	14.83%	15.45%	15.99%
短期借款	400.30	685.00	851.00	1005.00	ROA	6.18%	8.77%	9.18%	9.61%
应付和预收款项	3696.41	4488.63	5190.48	5798.48	ROIC	9.85%	12.55%	14.84%	17.57%
长期借款	2406.63	2501.63	2588.63	2693.63	EBITDA/销售收入	19.97%	16.09%	15.57%	15.58%
其他负债	2916.62	2614.60	2855.92	3100.19	营运能力				
负债合计	9419.96	10289.85	11486.02	12597.30	总资产周转率	0.62	0.74	0.76	0.77
股本	512.88	512.88	512.88	512.88	固定资产周转率	1.41	1.82	2.27	2.79
资本公积	6189.54	6189.54	6189.54	6189.54	应收账款周转率	4.39	4.71	4.45	4.40
留存收益	6434.95	8198.17	10085.28	12293.83	存货周转率	3.86	4.14	4.09	4.02
归属母公司股东权益	13183.74	14900.59	16787.70	18996.25	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	2.39	1.49	0.42	资本结构				
股东权益合计	13186.91	14902.99	16789.18	18996.67	资产负债率	41.67%	40.84%	40.62%	39.87%
负债和股东权益合计	22606.87	25192.84	28275.21	31593.98	带息债务/总负债	29.80%	30.97%	29.95%	29.36%
					流动比率	1.34	1.65	1.86	2.07
					速动比率	0.92	1.21	1.42	1.63
					股利支付率	36.68%	20.26%	27.29%	27.31%
					每股指标				
					每股收益	2.73	4.31	5.06	5.92
					每股净资产	25.71	29.05	32.73	37.04
					每股经营现金	5.05	5.52	6.07	6.67
					每股股利	1.00	0.87	1.38	1.62
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	2700.90	2849.66	3177.10	3593.09					
PE	35.63	22.53	19.19	16.39					
PB	3.78	3.34	2.97	2.62					
PS	3.68	2.81	2.44	2.16					
EV/EBITDA	18.86	17.08	14.62	12.24					
股息率	1.03%	0.90%	1.42%	1.67%					

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	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
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
北京	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@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
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
