

PCB 增长不改，ABF 载板拐点已现，有望深度受益于国产算力需求爆发

核心观点

2024 年公司受益于海外数据中心数建设，光通信、UBB、AI 加速卡、存储卡、能源板等全套 AI PCB 产品均有显著成长，今年国内 AI 算力将有望接力，25Q1 公司产能利用率在九成以，25Q2 公司产线仍处于比较饱满的状态。产能端，泰国工厂、南通四期工厂的产能有望在 2025 年下半年逐渐释放，缓解当前供需偏紧的状态。此外，公司 ABF 产能能力已经有显著突破，未来也将迎来收获期，载板资产的价值将会逐渐被市场认可。

事件

公司发布 2025 年一季报，25Q1 公司实现营业收入 47.83 亿元，同比增长 20.75%；归母净利润 4.91 亿元，同比增长 29.47%；扣非归母净利润 4.85 亿元，同比增长 44.64%。

简评

财务端：营收符合预期，毛利率环比改善

公司发布 2025 年一季报，25Q1 公司实现营业收入 47.83 亿元，同比增长 20.75%；归母净利润 4.91 亿元，同比增长 29.47%；扣非归母净利润 4.85 亿元，同比增长 44.64%。营收及净利增长主要得益于高速网络通信、算力及服务器相关需求增长，以及汽车电动化/智能化趋势持续深化等市场机遇，公司实现 PCB 业务营收规模增长、产品结构优化，推动利润稳健增长。

从毛利率看，25Q1 同比略有下滑，主要因广州载板转入生产成本，未恢复到去年上半年 25% 以上的水平，载板毛利率下滑导致综合毛利率同比有所下降；毛利率环比提升，主要因 PCB 经营毛利率恢复到 24Q3 较好的状态，此外，载板中存储类订单饱满，稼动率环比上行，载板毛利率与去年下半年相比有不错增长，因此综合毛利率环比有改善。

产品端：PCB 需求稳健向上，产能有望逐渐释放；载板能力突出，20 层产品具备量产能力，未来有望受益于国产算力需求

PCB 业务上，2024 年公司受益于海外数据中心数建设，光通信、UBB、AI 加速卡、存储卡、能源板等全套 AI 产品均有显著成长，今年国内 AI 算力将有望接力，25Q1 公司产能利用率在九成以上，25Q2 公司产线仍处于比较饱满的状态。产能端，泰国工厂、

深南电路 (002916.SZ)

维持

买入

刘双锋

liushuangfeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070002

SFC 编号:BNU539

王定润

wangdingrun@csc.com.cn

021-68801600

SAC 编号:S1440524060005

发布日期：2025 年 04 月 24 日

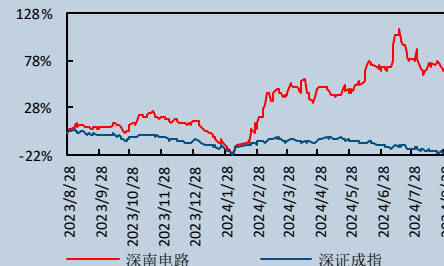
当前股价：103.65 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.39/-4.54	12.52/21.69	64.97/72.37
12 月最高/最低价 (元)		130.50/49.27
总股本 (万股)		51,287.75
流通 A 股 (万股)		51,155.43
总市值 (亿元)		545.03
流通市值 (亿元)		543.63
近 3 月日均成交量 (万)		587.00
主要股东		
中航国际控股有限公司		63.97%

股价表现



南通四期工厂的产能有望在 2025 年下半年逐渐释放，缓解当前供需偏紧的状态。

载板业务，BT 类载板受益存储增长，24Q1 整体产能利用率在 7-8 成左右，显著优于 2024H2。ABF 载板方面，公司 10 层以下的产品已经量产出货，20 层产品样品已获客户认证并达到量产状态，26 层产品也处于送样阶段；从客户维度看，公司 ABF 载板覆盖了国内 CPU、GPU、汽车等多场景，以及芯片厂商和封装厂商。公司国内早已是 BT 载板龙头，ABF 产能能力已经有显著突破，未来也将迎来收获期，载板资产的价值将会逐渐被市场认可。

盈利预测与投资建议：

展望未来，公司专注于电子互联领域，深耕电子电路行业，其中印制电路板业务将持续受益 AI+汽车电动/智能化浪潮，电子装联业务与其深度协同，封装基板业务受益半导体国产化，我们坚定看好公司长期成长性，我们预计公司 2025-2027 年营收为 222.97/261.35/299.51 亿元；归母净利润为 27.69/34.25/38.52 亿元，yoy+47.46%/+23.69%/12.48%，对应 P/E 为 20.50/16.58/14.74X，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	13,526	17,907	22,297	26,135	29,951
YOY(%)	-3.33%	32.39%	24.51%	17.21%	14.60%
净利润(百万元)	1,398	1,878	2,769	3,425	3,852
YOY(%)	-14.74%	34.29%	47.46%	23.69%	12.48%
毛利率(%)	23.43%	24.83%	27.20%	27.90%	27.63%
净利率(%)	10.33%	10.49%	12.42%	13.11%	12.86%
ROE(%)	10.60%	12.85%	16.49%	17.58%	17.11%
EPS(摊薄/元)	2.73	3.66	5.40	6.68	7.51
P/E(倍)	40.60	30.24	20.50	16.58	14.74
P/B(倍)	4.31	3.88	3.38	2.91	2.52

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

1. 宏观经济波动带来的风险

PCB 行业属于电子信息产品制造的基础产业，与宏观经济周期相关性较高。2023 年全球经济面临大幅放缓风险。PCB 行业作为电子工业的基础元器件产业，如果经济持续恶化，产业发展也可能受到影响。

2、中美摩擦带来的外部环境风险

当前国际政治经济形势复杂多变，中美在政治、经贸、科技等领域的争端摩擦仍存在较大不确定性，全球市场都不可避免地受此系统性风险的影响。

3、市场竞争风险

PCB 行业下游应用领域广泛，集中度较低，且市场竞争较为激烈。并且伴随近年来内资 PCB 企业的接连上市，以及行业众多企业新增产能逐步释放，PCB 行业的市场竞争正逐步加剧。公司在技术能力储备、客户资源积累、产能规模以及采购能力等多个维度均具有竞争优势，但若未能有效应对日益激烈的市场竞争，仍将对公司业绩产生不利影响。

4、进入新市场及开发新产品的风险

公司目前正在开拓汽车电子、高阶封装基板等市场及产品，相关客户对产品、技术和质量的需求特点，以及对管理体系方面的要求或与公司现有市场及产品存在差异。在业务拓展早期，可能存在与客户需求不匹配等风险，进而对公司整体盈利能力产生影响。

5、产能扩张后的爬坡风险

公司新工厂投产与爬坡整体进展顺利，其中南通三期工厂产能利用率稳步提升，无锡基板二期项目于 2022 年 9 月下旬连线投产并进入产能爬坡阶段。广州封装基板项目一期厂房及配套设施建设和机电安装工程已基本完工，生产设备已陆续进厂安装，预计将于 2023 年第四季度连线投产。公司新建工厂从建设完工到完全达产需要经过一定的爬坡周期，在产能爬坡过程中，配置的人员已基本到位，前期投入形成的资产或费用已开始折旧、摊销，但因产量有限，单位产品分摊的固定成本较高。因此，在大规模扩产后的产能爬坡过程中，若不能很好应对相关风险，公司经营业绩可能暂时受到不利影响。

6、原物料供应及价格波动风险

公司日常生产所用主要原物料包括覆铜板、半固化片、铜箔、铜球、金盐、干膜和油墨等，上述主要原材料价格受国际市场铜、黄金、石油等大宗商品的影响较大。报告期内，铜箔、覆铜板等关键原材料价格随大宗商品价格波动，整体上保持平稳。但不能排除后续相关原材料价格波动对公司经营产生不利影响的可能性。同时如因外部政治经济环境变化，可能导致相关原材料存在供应风险。

分析师介绍

刘双锋

中信建投证券电子首席分析师。3 年深南电路，5 年华为工作经验，从事市场洞察、战略规划工作，涉及通信服务、云计算及终端领域，专注于通信服务领域，2018 年加入中信建投通信团队。2018 年 IAMAC 最受欢迎卖方分析师通信行业第一名团队成员，2018《水晶球》最佳分析师通信行业第一名团队成员。

王定润

复旦大学材料物理学硕士，2019 年 7 月加入中信建投证券研究发展部，覆盖被动元器件、射频芯片、PCB 产业链等。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：(8610) 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk