深南电路（002916.SZ）

强烈推荐（维持）

Q1 盈利改善源于 AI 产品占比提升，算力需求有望推动业绩向上

公司公告 2025 年一季报，结合季报表现和公司业绩说明会内容，我们点评如下：

- **25Q1 业绩稳健增长，业务结构持续优化，盈利能力有所改善。**公司 25Q1 实现总营收 47.83 亿元同比+20.75%环比-1.54%；归母净利润 4.91 亿元同比+29.47%环比+26.17%；扣非归母净利 4.85 亿元同比+44.64%环比+33.40%。毛利率 24.74%同比-0.45pct 环比+2.79pct，净利率 10.29%同比+0.71pct 环比+2.25pct，毛利率同比下滑主因源于广芯 ABF 载板产能仍处于爬坡期，折旧同比增加，且上游金属及基材成本受涨价影响有所上升。公司 Q1 整体稼动率保持相对满产水平，业务结构进一步优化，PCB 及载板业务中 AI 相关的订单占比持续提升。

- **25Q2 展望积极：订单饱满，业务结构继续优化，高端载板放量在即。**目前公司下游 PCB 订单能见度较长，国内产能利用率延续 Q1 较高的水平，且与 AI 相关的订单占比持续提升。载板方面，BT 在存储领域的订单旺盛推动结构优化带动毛利改善，FC-GBA 载板量产项目持续增多，呈现放量趋势，亏损有望得以收窄。

- **今明年，受益国产算力需求提升及配套国产算力芯片的先进封装载板加速突破背景下，公司高端产能扩充有望迎来放量快速增长。**公司卡位国内算力核心大客户并积极突破海外客户，且广州广芯 FC-BGA 高端载板产线爬坡放量有望实现减亏，泰国工厂建设加速推进并导入海外客户订单，未来公司持续在国内外市场深耕并有望受益旺盛的 AI 算力需求。

- **维持“强烈推荐”投资评级。**我们维持预测 25-27 年营收为 215.3/254.4/292.8 亿元，归母净利润为 24.9/30.7/36.3 亿元，对应 EPS 为 4.85/5.98/7.07 元，对应当前股价 PE 为 22.5/18.3/15.5 倍。我们看好公司在算力板领域的产品技术以及核心客户卡位，同时积极拓展高端先进封装载板产能，打开中长线成长空间，维持“强烈推荐”投资评级。

- **风险提示：同行竞争加剧、下游需求不及预期、国产替代进度低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	13526	17907	21526	25440	29279
同比增长	-3%	32%	20%	18%	15%
营业利润(百万元)	1398	2028	2696	3359	4035
同比增长	-19%	45%	33%	25%	20%
归母净利润(百万元)	1398	1878	2488	3068	3625
同比增长	-15%	34%	33%	23%	18%
每股收益(元)	2.73	3.66	4.85	5.98	7.07
PE	40.1	29.9	22.5	18.3	15.5
PB	4.3	3.8	3.4	3.0	2.6

资料来源：公司数据、招商证券

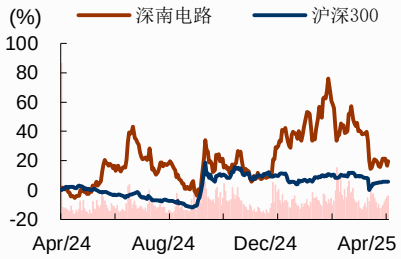
TMT 及中小盘/电子
当前股价：109.32 元

基础数据

总股本（百万股）	513
已上市流通股(百万股)	512
总市值（十亿元）	56.1
流通市值（十亿元）	55.9
每股净资产（MRQ）	29.5
ROE（TTM）	13.2
资产负债率	42.1%
主要股东	中航国际控股有限公司
主要股东持股比例	63.97%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-19	-3	29
相对表现	-15	1	22



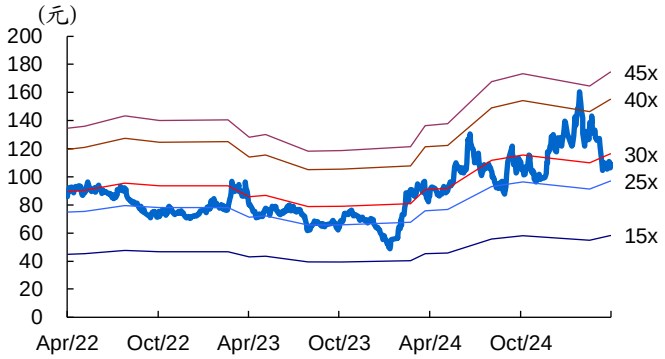
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《深南电路(002916)—Q4 受 ABF 载板产品爬坡拖累，看好 AI 算力及载板业务高增》2025-03-16
2、《深南电路（002916）—Q3 利润增速放缓因成本及费用上升，继续关注算力、载板等新突破》2024-10-29
3、《深南电路（002916）—Q2 业绩接近此前预告上限，产品结构优化为核心因素》2024-08-29

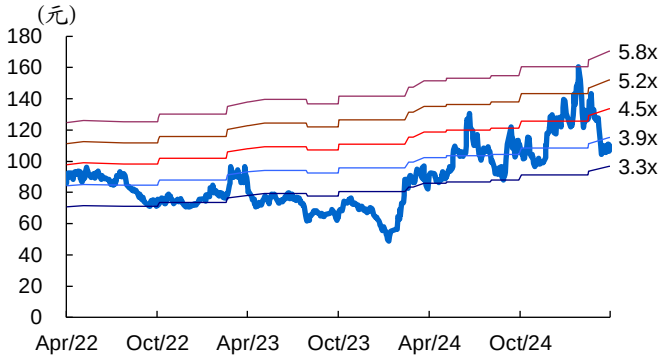
鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
程鑫 S1090523070013
chengxin2@cmschina.com.cn
涂锟山 S1090525040004
tukunshan@cmschina.com.cn

图 1：深南电路历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：深南电路历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8597	10854	11335	13321	15523
现金	853	1553	190	222	506
交易性投资	590	0	0	0	0
应收票据	245	512	615	727	837
应收款项	3091	3806	4575	5407	6222
其它应收款	35	42	50	60	69
存货	2686	3395	4046	4709	5362
其他	1096	1547	1859	2197	2528
非流动资产	14010	14448	16354	17990	19395
长期股权投资	4	3	3	3	3
固定资产	10083	12396	14383	16090	17557
无形资产商誉	544	585	527	474	427
其他	3380	1464	1441	1422	1408
资产总计	**22607**	**25302**	**27689**	**31311**	**34918**
流动负债	6425	7489	8156	9455	10355
短期借款	400	10	500	901	917
应付账款	3210	4349	5183	6033	6869
预收账款	214	210	251	292	332
其他	2601	2920	2221	2229	2237
长期负债	2995	3167	3167	3167	3167
长期借款	2407	2577	2577	2577	2577
其他	588	590	590	590	590
负债合计	**9420**	**10656**	**11323**	**12622**	**13522**
股本	513	513	513	513	513
资本公积金	6190	6196	6196	6196	6196
留存收益	6481	7908	9627	11948	14653
少数股东权益	3	29	30	32	35
归属于母公司所有者权益	13184	14617	16336	18657	21362
负债及权益合计	**22607**	**25302**	**27689**	**31311**	**34918**

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2589	2982	3100	3966	4832
净利润	1398	1879	2490	3070	3627
折旧摊销	1272	1502	1828	2097	2329
财务费用	67	48	50	60	65
投资收益	(1)	(4)	(305)	(205)	(155)
营运资金变动	(72)	(446)	(962)	(1055)	(1034)
其它	(74)	4	0	0	0
投资活动现金流	(3561)	(1925)	(3428)	(3528)	(3578)
资本支出	(3250)	(2526)	(3733)	(3733)	(3733)
其他投资	(311)	601	305	205	155
筹资活动现金流	(89)	(389)	(1035)	(406)	(969)
借款变动	409	29	(216)	400	16
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	36	6	0	0	0
股利分配	(513)	(462)	(769)	(746)	(920)
其他	(22)	37	(50)	(60)	(65)
现金净增加额	(1061)	668	(1363)	32	284

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13526	17907	21526	25440	29279
营业成本	10357	13460	16041	18671	21257
营业税金及附加	103	130	156	185	213
营业费用	270	305	367	434	499
管理费用	601	725	871	1030	1185
研发费用	1073	1272	1529	1807	2080
财务费用	31	47	50	60	65
资产减值损失	(187)	(236)	(120)	(100)	(100)
公允价值变动收益	4	1	1	1	1
其他收益	487	291	300	200	150
投资收益	1	4	4	4	4
营业利润	1398	2028	2696	3359	4035
营业外收入	5	6	6	6	6
营业外支出	4	11	11	11	11
利润总额	1398	2023	2691	3354	4030
所得税	1	145	202	285	403
少数股东损益	(0)	1	2	2	2
归属于母公司净利润	1398	1878	2488	3068	3625

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-3%	32%	20%	18%	15%
营业利润	-19%	45%	33%	25%	20%
归母净利润	-15%	34%	33%	23%	18%
获利能力					
毛利率	23.4%	24.8%	25.5%	26.6%	27.4%
净利率	10.3%	10.5%	11.6%	12.1%	12.4%
ROE	11.0%	13.5%	16.1%	17.5%	18.1%
ROIC	9.1%	11.2%	13.6%	15.0%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	41.7%	42.1%	40.9%	40.3%	38.7%
净负债比率	14.0%	13.0%	11.1%	11.1%	10.0%
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	4.1	4.4	4.3	4.3	4.2
应收账款周转率	4.2	4.7	4.5	4.5	4.4
应付账款周转率	3.4	3.6	3.4	3.3	3.3
每股资料(元)					
EPS	2.73	3.66	4.85	5.98	7.07
每股经营净现金	5.05	5.81	6.04	7.73	9.42
每股净资产	25.71	28.50	31.85	36.38	41.65
每股股利	0.90	1.50	1.46	1.79	2.12
估值比率					
PE	40.1	29.9	22.5	18.3	15.5
PB	4.3	3.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	31.5	23.6	18.0	14.9	12.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。