

## 深南电路 (002916.SZ)

强烈推荐 (维持)

## Q2 业绩超市场预期, AI 算力需求带动盈利持续改善

事件: 公司公告 25 年中报, 25H1 营收 104.53 亿同比+25.63%, 归母净利润 13.60 亿同比+37.75%, 扣非归母净利 12.65 亿同比+39.98%, 毛利率 26.28% 同比+0.09pct, 净利率 13.02% 同比+1.16pct。Q2 营收利润创新高, 均超市场预期。PCB 业务多领域增长, 产能利用与效率提升。封装基板业务稳步增长, 高端产品技术突破。25H2 及中长期展望: 公司 AI 算力客户及产能持续加速导入和扩张, 产品结构不断优化, 有望打开新的业绩增长空间。

□ Q2 营收利润创新高, 均超市场预期。2025H1 公司精准把握 AI 算力升级、存储市场回暖和汽车电动智能化三大增长机遇, 实现营收 104.5 亿元同比+25.6%, 其中 Q2 营收 56.7 亿元同比+30.1% 环比+18.6%, 归母净利润 8.7 亿同比+42.9% 环比+76.7%, 扣非归母净利 7.8 亿同比+37.2% 环比+60.8%, 业绩表现超市场预期, 单季度盈利规模突破历史峰值。在运营管理方面, 公司针对性开展原材料利用率提升、能源管理优化及海外产能建设, Q2 整体期间费用率同比-0.41pct 至 11.98%。受益于成本管控及产品结构优化, Q2 毛利率达 27.59%, 同比+0.47pct; 净利率为 15.33%, 同比+1.38pct。

□ 业务结构: 1) PCB 业务: 收入 62.7 亿同比+29.2%, 占总收入 60.0%, 毛利率 34.42% 同比+3.05pct。在通信领域, 受益于 400G 及以上高速交换机、光模块产品需求显著增长, 公司有线通信产品订单规模同比明显提升, 驱动产品结构优化, 业务占比不到 40%。在数据中心领域, AI 服务器加速卡等产品需求释放, 推动相关订单同比取得显著增长, 成为 PCB 业务核心增长动力, 占比提升较快至 25% 以上。在汽车电子领域, 新能源汽车销量同比增长 34.5% 带动 ADAS 等高端产品需求, 汽车领域订单保持快速增长态势。2) 载板业务: 收入 17.4 亿同比+9.0%, 占总收入 16.6%, 毛利率 15.2% 同比-10.3pct, 尽管存储市场需求回暖带动订单增长, 但受广州新工厂产能爬坡阶段成本增加及金盐等原材料涨价影响, 毛利率承压。BT 类封装基板业务中, 存储类产品依托新一代高端 DRAM 项目量产导入, 客户需求攀升显著; 处理器芯片类产品实现 FC-CSP 工艺技术能力提升, 市场竞争力增强; RF 射频类产品完成目标产品稳定批量生产, 新客户导入有序推进。ABF 类 (FC-BGA) 封装基板业务中, 广州工厂已具备 20 层及以下产品批量生产能力, 22~26 层产品技术研发与打样按期推进, 初步完成技术能力突破。新项目方面, 广州封装基板项目仍处产能爬坡阶段, 客户认证周期较长对产能利用率形成一定制约。3) 电子装联业务: 收入 14.8 亿同比+22.1%, 占总收入 14.1%, 毛利率 15.0% 同比+0.3pct。公司充分把握数据中心及汽车电子领域的需求增长机会, 推动营收增长。

□ 25H2 及中长期展望: 公司 AI 算力客户及产能持续加速导入和扩张, 产品结构不断优化, 有望打开新的业绩增长空间。短期来看, 公司 PCB 产能利用率保持相对高位, AI 算力相关产能紧张, 新订单的交货周期大幅延长; 载板订单因 AI 需求以及下游客户担心原材料供给紧张加急备货保持在非常满的状态, 订单已接到了 26 年。在下游需求旺盛、产能供给紧张的背景下, 公司在新项目建设方面, 泰国工厂及南通四期项目基础工程建设积极推进, 同时积极推进增添瓶颈工序设备、技改升级等方式支撑未来产能扩张。中长期看,

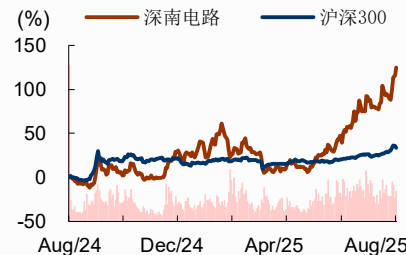
TMT 及中小盘/电子  
当前股价: 169.5 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	667
已上市流通股 (百万股)	665
总市值 (十亿元)	113.0
流通市值 (十亿元)	112.7
每股净资产 (MRQ)	22.8
ROE (TTM)	14.8
资产负债率	42.5%
主要股东	深天科技控股(深圳)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	28	55	110
相对表现	22	44	78



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《深南电路 (002916) —Q1 盈利改善源于 AI 产品占比提升, 算力需求有望推动业绩环增》2025-04-26
- 《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
- 《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

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 S1090523070013

✉ chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

✉ tukunshan@cmschina.com.cn

公司在海外算力以及国产算力供应链体系中均具备较强的技术实力、丰富的高阶 PCB 量产经验以及客户卡位，产能未来也将进一步加大扩张力度，AI 算力业务占比有望持续提升，推动新一轮的业绩高速增长。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**考虑到公司 Q2 业绩超预期，且公司海外多个算力客户开拓进展超预期，在国内算力客户卡位靠前，同时积极推进 AI PCB 产能扩张，故我们进一步上修 25-27 年营收预测为 238.2/321.5/418.0 亿元，归母净利润为 35.2/55.4/75.5 亿元，对应 EPS 为 5.27/8.31/11.33 元，对应当前股价 PE 为 32.2/20.4/15.0 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，同时积极在国内及海外扩充 AI 相关高端 PCB 产能，打开中长线成长空间，维持“强烈推荐”投资评级。

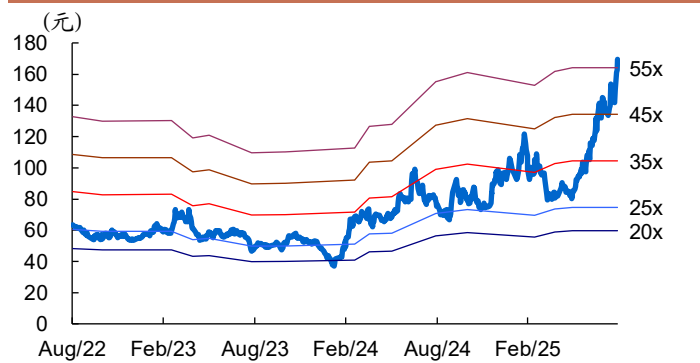
□ **风险提示：**同行竞争加剧、算力客户开拓及订单导入不及预期，产能扩张不及预期。

**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	23817	32153	41799
同比增长	-3%	32%	33%	35%	30%
营业利润(百万元)	1398	2028	3807	6066	8403
同比增长	-19%	45%	88%	59%	39%
归母净利润(百万元)	1398	1878	3515	5543	7554
同比增长	-15%	34%	87%	58%	36%
每股收益(元)	2.10	2.82	5.27	8.31	11.33
PE	80.8	60.2	32.2	20.4	15.0
PB	8.6	7.7	6.5	5.1	4.1

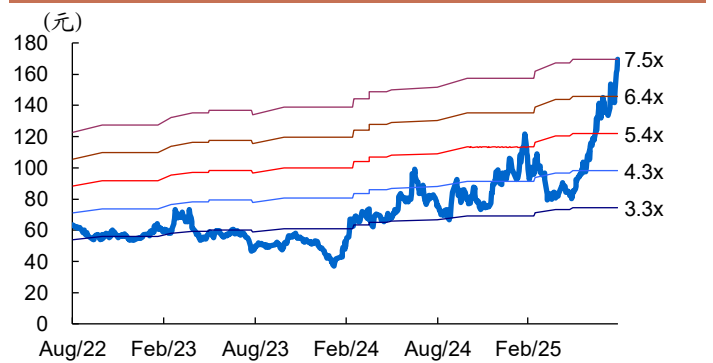
资料来源：公司数据、招商证券

**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
<b>流动资产</b>	8597	10854	12321	16807	23308
现金	853	1553	202	731	2568
交易性投资	590	0	0	0	0
应收票据	245	512	680	919	1194
应收款项	3091	3806	5062	6833	8883
其它应收款	35	42	56	75	98
存货	2686	3395	4265	5474	6958
其他	1096	1547	2056	2775	3607
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>22607</b>	<b>25302</b>	<b>28675</b>	<b>34797</b>	<b>42703</b>
<b>流动负债</b>	6425	7489	7960	9590	11601
短期借款	400	10	8	0	0
应付账款	3210	4349	5464	7013	8914
预收账款	214	210	264	339	431
其他	2601	2920	2224	2238	2256
<b>长期负债</b>	2995	3167	3167	3167	3167
长期借款	2407	2577	2577	2577	2577
其他	588	590	590	590	590
<b>负债合计</b>	<b>9420</b>	<b>10656</b>	<b>11127</b>	<b>12757</b>	<b>14768</b>
股本	513	513	667	667	667
资本公积金	6190	6196	6196	6196	6196
留存收益	6481	7908	10654	15142	21033
少数股东权益	3	29	31	34	39
归属于母公司所有者权益	13184	14617	17517	22005	27896
<b>负债及权益合计</b>	<b>22607</b>	<b>25302</b>	<b>28675</b>	<b>34797</b>	<b>42703</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2589	2982	3450	5179	7143
净利润	1398	1879	3517	5546	7558
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)	(1639)	(2319)	(2653)
其它	(74)	4	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(3561)	(1925)	(3428)	(3528)	(3578)
资本支出	(3250)	(2526)	(3733)	(3733)	(3733)
其他投资	(311)	601	305	205	155
<b>筹资活动现金流</b>	(89)	(389)	(1374)	(1122)	(1728)
借款变动	409	29	(708)	(8)	0
普通股增加	0	0	154	0	0
资本公积增加	36	6	0	0	0
股利分配	(513)	(462)	(769)	(1055)	(1663)
其他	(22)	37	(50)	(60)	(65)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1061)</b>	<b>668</b>	<b>(1351)</b>	<b>529</b>	<b>1837</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	13526	17907	23817	32153	41799
营业成本	10357	13460	16910	21703	27587
营业税金及附加	103	130	173	233	303
营业费用	270	305	406	579	752
管理费用	601	725	964	1302	1692
研发费用	1073	1272	1692	2315	3051
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
<b>营业利润</b>	1398	2028	3807	6066	8403
营业外收入	5	6	6	6	6
营业外支出	4	11	11	11	11
<b>利润总额</b>	1398	2023	3802	6061	8398
所得税	1	145	285	515	839
少数股东损益	(0)	1	2	3	5
<b>归属于母公司净利润</b>	1398	1878	3515	5543	7554

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-3%	32%	33%	35%	30%
营业利润	-19%	45%	88%	59%	39%
归母净利润	-15%	34%	87%	58%	36%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.4%	24.8%	29.0%	32.5%	34.0%
净利率	10.3%	10.5%	14.8%	17.2%	18.1%
ROE	11.0%	13.5%	21.9%	28.0%	30.3%
ROIC	9.1%	11.2%	18.7%	25.1%	27.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.7%	42.1%	38.8%	36.7%	34.6%
净负债比率	14.0%	13.0%	9.0%	7.4%	6.0%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.8	2.0
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.2	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1
存货周转率	4.1	4.4	4.4	4.5	4.4
应收账款周转率	4.2	4.7	4.7	4.8	4.7
应付账款周转率	3.4	3.6	3.4	3.5	3.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.10	2.82	5.27	8.31	11.33
每股经营净现金	3.88	4.47	5.17	7.77	10.71
每股净资产	19.77	21.92	26.27	33.00	41.84
每股股利	0.69	1.15	1.58	2.49	3.40
<b>估值比率</b>					
PE	80.8	60.2	32.2	20.4	15.0
PB	8.6	7.7	6.5	5.1	4.1
EV/EBITDA	47.4	35.5	21.8	15.1	11.5

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。