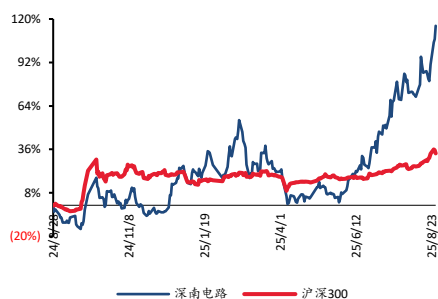


AI 算力产品规模出货，带动公司业绩超预期增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	6.67/6.65
总市值/流通(亿元)	1,130.13/1,127.21
12 个月内最高/最低价(元)	177.96/82

相关研究报告

<<深南电路 24 年年报点评: PCB 业务高成长, 封装基板新品持续导入>>—2025-03-26

<<高端品类持续导入, AI 相关品类加速放量>>—2024-10-22

<<真金不怕疫情炼, 产能增量奠定成长基石>>—2020-04-10

证券分析师: 张世杰

E-MAIL: zhangsj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523020001

证券分析师: 李珏晗

E-MAIL: lijuehan@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080001

事件: 公司发布 25 年中报, 25 年上半年实现营业总收入 104.53 亿元, 同比增长 25.63%; 归属母公司股东的净利润 13.60 亿元, 同比增长 37.75%; 扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润 12.65 亿元, 同比增长 39.98%。

AI 算力+存储+汽车电子驱动, 公司 25 年上半年业绩超预期增长。公司 25 年上半年业绩超预期增长, Q2 单季度营业收入 56.71 亿元, 同比增长 30.06%, 归母净利润 8.69 亿元, 同比增长 42.92%, 创历史新高, 主要由于公司把握 AI 算力升级+存储回暖+汽车电动智能化大趋势, 相关领域实现规模放量。

数据中心基建爆发驱动 PCB 业务增长, 封装基板业务受益存储市场需求攀升。分品类来看, 印制电路板/封装基板/电子装联业务 25 年上半年营业收入分别为 62.74/17.40/14.78 亿元, 同比增速分别为 29.21%/9.03%/22.06%; 毛利率分别为 34.42%/15.15%/14.98%, 同比变动 +3.05pct/-10.31pct/+0.34pct。印制电路板方面, 伴随全球算力基建爆发, AI 服务器市场景气度旺盛, 公司 AI 加速卡订单同比显著增长, 高速交换机、光模块需求显著增加, 公司无线、有线通信产品订单规模增长。封装基板方面, 公司前期导入并量产关键客户新一代高端 DRAM 产品项目, 受益国内存储市场增长, 客户需求攀升, 公司订单较去年同期显著增长。ABF 类 (FC-BGA) 封装基板方面, 广州新工厂投产后, 产品线能力快速提升, 产能爬坡稳步推进, 公司已具备 20 层及以下产品批量生产能力, 22~26 层产品的技术研发及打样工作按期推进中。

盈利预测与投资建议: 预计 2025-2027 年营业总收入分别为 221.98、272.99、326.41 亿元, 同比增速分别为 23.96%、22.98%、19.57%; 归母净利润分别为 31.30、40.78、51.01 亿元, 同比增速分别为 66.70%、30.28%、25.11%, 对应 25-27 年 PE 分别为 42X、32X、26X, 维持“买入”评级。

风险提示: 下游需求不及预期风险; 行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	17,907	22,198	27,299	32,641
营业收入增长率 (%)	32.39%	23.96%	22.98%	19.57%
归母净利 (百万元)	1,878	3,130	4,078	5,101
净利润增长率 (%)	34.29%	66.70%	30.28%	25.11%
摊薄每股收益 (元)	3.66	4.69	6.12	7.65
市盈率 (PE)	34.15	42.18	32.37	25.88

资料来源: 携宁, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	853	1,553	2,393	3,779	6,064
应收和预付款项	3,344	4,327	5,317	6,544	7,780
存货	2,686	3,395	3,837	4,624	5,352
其他流动资产	1,714	1,579	1,961	2,351	2,656
流动资产合计	8,597	10,854	13,508	17,298	21,851
长期股权投资	4	3	3	3	3
投资性房地产	5	5	5	4	4
固定资产	10,083	12,396	13,302	14,143	14,302
在建工程	2,693	888	1,001	1,105	1,200
无形资产开发支出	544	585	632	635	634
长期待摊费用	104	115	92	74	83
其他非流动资产	9,174	11,310	14,202	17,987	22,540
资产总计	22,607	25,302	29,237	33,952	38,766
短期借款	400	10	10	10	10
应付和预收款项	3,211	4,352	4,997	6,173	7,290
长期借款	2,407	2,577	2,980	3,445	3,473
其他负债	3,402	3,718	4,733	5,400	6,056
负债合计	9,420	10,656	12,720	15,027	16,828
股本	513	513	667	667	667
资本公积	6,190	6,196	6,042	6,042	6,042
留存收益	6,435	7,851	9,712	12,119	15,130
归母公司股东权益	13,184	14,617	16,488	18,895	21,906
少数股东权益	3	29	29	30	31
股东权益合计	13,187	14,646	16,517	18,925	21,937
负债和股东权益	22,607	25,302	29,237	33,952	38,766

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	2,589	2,982	4,854	5,854	7,166
投资性现金流	-3,561	-1,925	-3,151	-3,127	-2,673
融资性现金流	-89	-389	-877	-1,342	-2,208
现金增加额	-1,061	701	840	1,386	2,285

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,526	17,907	22,198	27,299	32,641
营业成本	10,357	13,460	16,019	19,570	23,100
营业税金及附加	103	130	156	199	235
销售费用	270	305	407	504	619
管理费用	601	725	984	1,176	1,391
财务费用	31	47	92	96	83
资产减值损失	-152	-189	-171	-152	-152
投资收益	1	4	10	6	9
公允价值变动	4	1	0	0	0
营业利润	1,398	2,028	3,258	4,235	5,367
其他非经营损益	1	-5	0	1	1
利润总额	1,398	2,023	3,258	4,235	5,367
所得税	1	145	128	157	265
净利润	1,398	1,879	3,130	4,078	5,103
少数股东损益	0	1	0	1	2
归母股东净利润	1,398	1,878	3,130	4,078	5,101

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	23.43%	24.83%	27.83%	28.31%	29.23%
销售净利率	10.34%	10.48%	14.10%	14.94%	15.63%
销售收入增长率	-3.33%	32.39%	23.96%	22.98%	19.57%
EBIT 增长率	-15.29%	45.30%	60.58%	29.29%	25.85%
净利润增长率	-14.81%	34.29%	66.70%	30.28%	25.11%
ROE	10.60%	12.85%	18.98%	21.58%	23.29%
ROA	6.45%	7.84%	11.48%	12.91%	14.03%
ROIC	8.77%	10.80%	15.83%	17.98%	19.75%
EPS (X)	2.73	3.66	4.69	6.12	7.65
PE (X)	26.00	34.15	42.18	32.37	25.88
PB (X)	2.76	4.39	8.01	6.99	6.03
PS (X)	2.69	3.58	5.95	4.84	4.04
EV/EBITDA (X)	14.23	18.31	25.34	20.29	16.56

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。