

深南电路(002916)

报告日期: 2025年09月10日

受益算力+存力+电车智能化三大产业机遇

——深南电路点评报告

投资要点

□ 25H1 经营同比明显改善

25H1, 公司积极把握 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, 加大市场开发力度, 推动产品结构优化, 实现营收 104.5 亿元, yoy+26%, 归母净利润为 13.6 亿元, yoy+38%。其中, PCB 业务收入为 62.7 亿元, yoy+29%, 毛利率为 34.4%, yoy+3.05pcts, 主要受益于 AI 加速卡、服务器等产品上量, 高速交换机、光模块需求增加, 及汽车电子和 ADAS 业务增长, 产能利用率处于相对高位。封装基板业务收入为 17.4 亿元, yoy+9%, 毛利率为 15.2%, yoy-10.31pcts, 收入增长主要受益于国内存储市场需求回暖, 产能利用率环比明显提升; 毛利率同比下降, 主要由于广州封装基板项目处于产能爬坡阶段, 金盐等部分原材料涨价, 成本及费用较同期增加。电子装联业务收入为 14.8 亿元, yoy+22.06%, 毛利率为 15.0%, yoy+0.34pct。

□ PCB: 把握三大下游市场机遇, 技改及新项目带动产能释放

技术维度, 公司当下重点布局面向下一代通信、数据中心及汽车电子相关 PCB 技术的研发, FC-BGA 基板产品能力建设, FC-CSP 精细线路基板和射频基板技术能力提升, 侧重高速大容量、高多层、mSAP、高频微波、高密小型化和大功率热管理等重点技术方向。其中, 目前公司背板样品最高层数可达 120 层, 批量生产层数可达 68 层, 处于行业领先地位; PCB 业务亦具备 HDI 工艺能力, 主要应用于通信、数据中心、工控医疗、汽车电子等下游领域的部分中高端产品。

产能维度, 公司 PCB 业务在深圳、无锡、南通及泰国均设有工厂。公司对现有成熟 PCB 工厂持续进行技改升级, 同时有序推进南通四期项目及泰国工厂建设, 南通四期项目预计 25Q4 连线, 泰国工厂目前已连线。其中, 泰国工厂投资总额为 12.74 亿元, 具备高多层、HDI 等 PCB 工艺技术能力, 有利于公司进一步开拓海外市场, 未来满足国际客户需求的重要产能依托。

□ 封装基板: BT 载板需求增长, ABF 载板稳步爬坡

产品维度, 公司 BT 载板主要包括模组类、存储类、应用处理器芯片类等, 核心应用于移动智能终端、服务器/存储等领域。其中, 存储类, 公司得益于前期导入并量产关键客户新一代高端 DRAM 产品项目, 客户需求攀升, 带动订单明显攀升; RF 射频类, 稳步推进新客户新产品导入, 完成了目标产品的稳定批量生产; 处理器芯片类, FC-CSP 类工艺实现技术能力的提升, 助力业务规模不断拓展。ABF 载板, 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。

产能维度, 广州封装基板项目一期 23Q4 连线后产品线能力持续提升, 产能爬坡稳步推进, 已承接 BT 及部分 ABF 产品的批量订单, 后续将继续聚焦能力建设及市场开发, 25H1 广州广芯亏损环比收窄。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 225.6/275.3/327.3 亿元, 同比增速为 26%/22%/19%; 归母净利润为 30.2/40.8/51.6 亿元, 同比增速为 61%/35%/26%, 当前股价对应 PE 为 40/30/24 倍, EPS 为 4.53/6.12/7.74 元。2025 年, 全球 AI 相关的 GPU/ASIC、服务器、800G 交换机、光模块等需求快速增长, 存储需求回暖, 考虑公司作为国产 PCB 龙头、BT 载板大厂、ABF 载板国产领头羊, 积极推动相关产能项目建设及技术研发布局, 未来将持续深度受益于本轮 AI 创新带来的产业升级发展机遇, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

客户需求及拓展不及预期、扩产不及预期、市场竞争加剧、原材料价格等风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王凌涛

执业证书号: S1230523120008

wanglingtao@stocke.com.cn

分析师: 褚旭

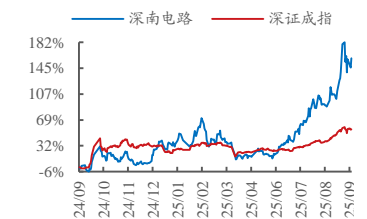
执业证书号: S1230523110002

chuxu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 183.31
总市值(百万元)	122,220.26
总股本(百万股)	666.74

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	17907.45	22562.78	27525.91	32732.63
(+/-) (%)	32.39%	26.00%	22.00%	18.92%
归母净利润	1877.57	3022.62	4080.02	5160.77
(+/-) (%)	6.21%	60.99%	34.98%	26.49%
每股收益(元)	2.82	4.53	6.12	7.74
P/E	65.10	40.44	29.96	23.68

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	10854	14879	19727	25527
现金	1553	3813	6280	10230
交易性金融资产	0	287	292	193
应收账款	4317	5460	6806	7936
其它应收款	42	58	69	81
预付账款	9	34	23	30
存货	3395	4076	4998	5741
其他	1537	1151	1259	1316
非流动资产	14448	15516	16304	17258
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	3	4	4	4
固定资产	12396	13319	14196	15173
无形资产	585	619	622	638
在建工程	888	870	856	845
其他	576	704	626	598
资产总计	25302	30395	36030	42785
流动负债	7489	9404	10957	12547
短期借款	10	10	10	10
应付款项	4349	5062	6192	7200
预收账款	2	3	3	4
其他	3128	4329	4752	5333
非流动负债	3167	3167	3166	3167
长期借款	2577	2577	2577	2577
其他	590	590	589	590
负债合计	10656	12571	14124	15714
少数股东权益	29	31	33	36
归属母公司股东权	14617	17794	21874	27034
负债和股东权益	25302	30395	36030	42785

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2982	4150	4607	5911
净利润	1879	3024	4083	5164
折旧摊销	1502	913	1019	1132
财务费用	47	51	44	43
投资损失	(4)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	(234)	1010	373	231
其它	(207)	(843)	(907)	(655)
投资活动现金流	(1925)	(2136)	(1885)	(2012)
资本支出	(508)	(1736)	(1798)	(2016)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(1418)	(400)	(87)	4
筹资活动现金流	(389)	246	(255)	51
短期借款	(390)	0	0	0
长期借款	170	0	0	0
其他	(169)	246	(255)	51
现金净增加额	668	2260	2467	3950

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17907	22563	27526	32733
营业成本	13460	16609	19806	22967
营业税金及附加	130	158	201	235
营业费用	305	414	508	588
管理费用	725	1000	1185	1395
研发费用	1272	1603	1956	2325
财务费用	47	51	44	43
资产减值损失	236	(104)	(47)	75
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	4	4	4	4
其他经营收益	291	307	362	320
营业利润	2028	3145	4241	5430
营业外收支	(5)	(5)	(5)	(5)
利润总额	2023	3140	4236	5425
所得税	145	115	153	261
净利润	1879	3024	4083	5164
少数股东损益	1	2	3	3
归属母公司净利润	1878	3023	4080	5161
EBITDA	3605	4144	5327	6631
EPS (最新摊薄)	2.82	4.53	6.12	7.74

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	32.39%	26.00%	22.00%	18.92%
营业利润	14.78%	55.05%	34.85%	28.04%
归属母公司净利润	6.21%	60.99%	34.98%	26.49%
获利能力				
毛利率	24.83%	26.39%	28.04%	29.84%
净利率	10.49%	13.40%	14.83%	15.78%
ROE	13.49%	18.62%	20.54%	21.07%
ROIC	10.90%	14.65%	16.54%	17.24%
偿债能力				
资产负债率	42.12%	41.36%	39.20%	36.73%
净负债比率	30.90%	27.31%	22.82%	21.11%
流动比率	1.45	1.58	1.80	2.03
速动比率	1.00	1.15	1.34	1.58
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.81	0.83	0.83
应收账款周转率	5.19	5.24	5.09	5.03
应付账款周转率	5.70	5.78	5.74	5.56
每股指标(元)				
每股收益	2.82	4.53	6.12	7.74
每股经营现金	4.47	6.22	6.91	8.87
每股净资产	28.50	26.69	32.81	40.55
估值比率				
P/E	65.10	40.44	29.96	23.68
P/B	6.43	6.87	5.59	4.52
EV/EBITDA	18.27	29.34	22.32	17.37

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>