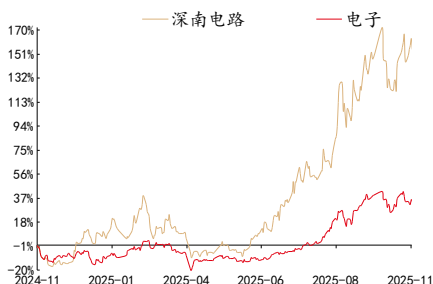


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	222.76
总股本/流通股本(亿股)	6.67 / 6.65
总市值/流通市值(亿元)	1,485 / 1,481
52周内最高/最低价	238.30 / 84.26
资产负债率(%)	42.1%
市盈率	60.86
第一大股东	深天科技控股(深圳)有限公司

研究所

分析师:吴文吉
SAC 登记编号:S1340523050004
Email:wuwenji@cnpsec.com
分析师:万玮
SAC 登记编号:S1340525030001
Email:wanwei@cnpsec.com

深南电路(002916)

存储封装基板增长显著，PCB 产能持续释放

● 投资要点

存储封装基板增长显著。公司封装基板业务产品包括模组类封装基板、存储类封装基板、应用处理器芯片封装基板等，主要应用于移动智能终端、服务器/存储等领域。2025 年第三季度，封装基板营业收入环比增加，主要得益于存储类封装基板需求增加，封装基板产能利用率提升，广州广芯工厂爬坡稳步推进，使得封装基板营收规模增长、毛利率改善显著。此外，Q3 受大宗商品价格变化影响，铜等部分原材料价格环比增长，公司持续关注国际市场大宗商品价格变化以及上游原材料价格传导情况，与供应商及客户保持积极沟通。

在建工程环比增加，高阶 PCB 产能即将释放。第三季度的在建工程提升至 14.19 亿元，环比增加 6.75 亿元，新建工厂包括南通四期及泰国工厂，泰国工厂目前已连线试生产，南通四期在今年四季度连线。南通四期和泰国工厂将具备高多层、HDI 等 PCB 工艺技术能力，助力 PCB 业务产能进一步释放。

光模块需求显著增长，MSAP 方向持续投入。通信、数据中心领域，400G 及以上的高速交换机、光模块需求显著增长，AI 加速卡、服务器等及相关配套产品的需求提升，助益 PCB 业务产品结构优化。公司从去年到今年持续在 MSAP 方向增加关键设备，做技改投入，MSAP 工艺除了用在光模块外，在汽车领域也有应用能力。

● 投资建议：

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 233.2/290.2/360.6 亿元，归母净利润分别为 33.3/44.1/55.0 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

全球贸易格局变化的风险；市场竞争加剧风险；原材料价格上涨风险，行业周期性波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17907	23318	29019	36062
增长率(%)	32.39	30.22	24.45	24.27
EBITDA(百万元)	3597.05	7468.85	8628.75	9809.72
归属母公司净利润(百万元)	1877.57	3328.76	4409.86	5500.85
增长率(%)	34.29	77.29	32.48	24.74
EPS(元/股)	2.82	4.99	6.61	8.25
市盈率(P/E)	79.10	44.62	33.68	27.00
市净率(P/B)	10.16	8.43	6.89	5.61
EV/EBITDA	18.31	19.11	15.67	12.91

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	17907	23318	29019	36062	营业收入	32.4%	30.2%	24.4%	24.3%
营业成本	13460	16590	19885	24609	营业利润	45.1%	76.8%	32.5%	24.8%
税金及附加	130	173	215	267	归属于母公司净利润	34.3%	77.3%	32.5%	24.7%
销售费用	305	466	667	902	获利能力				
管理费用	725	1049	1393	1731	毛利率	24.8%	28.9%	31.5%	31.8%
研发费用	1272	1702	2409	3004	净利率	10.5%	14.3%	15.2%	15.3%
财务费用	47	0	0	0	ROE	12.8%	18.9%	20.5%	20.8%
资产减值损失	-189	0	0	0	ROIC	10.8%	15.8%	17.6%	18.4%
营业利润	2028	3586	4750	5926	偿债能力				
营业外收入	6	0	0	0	资产负债率	42.1%	32.0%	29.8%	27.9%
营业外支出	11	0	0	0	流动比率	1.45	2.95	3.97	4.74
利润总额	2023	3586	4750	5926	营运能力				
所得税	145	256	340	424	应收账款周转率	5.19	9.56	23.80	23.69
净利润	1879	3329	4410	5502	存货周转率	4.43	5.26	6.25	6.46
归母净利润	1878	3329	4410	5501	总资产周转率	0.75	0.91	1.02	1.07
每股收益(元)	2.82	4.99	6.61	8.25	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.82	4.99	6.61	8.25
货币资金	1553	9177	16723	25250	每股净资产	21.92	26.42	32.33	39.70
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	4317	1070	1368	1677	PE	79.10	44.62	33.68	27.00
预付款项	9	292	368	475	PB	10.16	8.43	6.89	5.61
存货	3395	2911	3453	4169	现金流量表				
流动资产合计	10854	14928	23562	33434	净利润	1879	3329	4410	5502
固定资产	12396	8649	4898	1142	折旧和摊销	1511	3883	3878	3883
在建工程	888	888	888	888	营运资本变动	-460	1017	-222	-222
无形资产	585	509	433	357	其他	52	-68	-7	-12
非流动资产合计	14448	11009	7182	3349	经营活动现金流净额	2982	8162	8060	9151
资产总计	25302	25937	30743	36783	资本开支	-2523	-53	-53	-52
短期借款	10	10	10	10	其他	598	-324	9	14
应付票据及应付账款	4349	2304	2761	3338	投资活动现金流净额	-1925	-376	-44	-39
其他流动负债	3130	2751	3160	3706	股权融资	31	0	0	0
流动负债合计	7489	5065	5931	7053	债务融资	133	109	0	0
其他	3167	3226	3226	3226	其他	-553	-285	-470	-586
非流动负债合计	3167	3226	3226	3226	筹资活动现金流净额	-389	-176	-470	-586
负债合计	10656	8292	9157	10280	现金及现金等价物净增加额	701	7624	7546	8527
股本	513	667	667	667					
资本公积金	6196	6042	6042	6042					
未分配利润	7594	10084	13363	17452					
少数股东权益	29	29	30	32					
其他	314	824	1485	2310					
所有者权益合计	14646	17646	21586	26503					
负债和所有者权益总计	25302	25937	30743	36783					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048