

002916.SZ

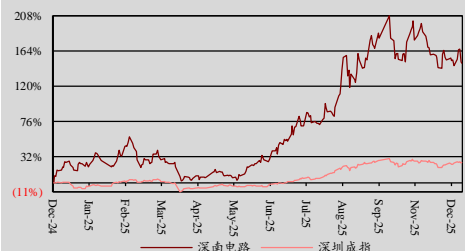
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 192.28

板块评级：强于大市

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	58.3	(7.4)	(1.6)	93.2
相对深圳成指	26.9	(7.5)	(4.2)	72.2

发行股数 (百万)	666.74
流通股 (百万)	665.02
总市值 (人民币 百万)	128,200.92
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,957.89
主要股东	
深天科技控股(深圳)有限公司	63.97%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以 2025 年 12 月 12 日收市价为标准

## 相关研究报告

《深南电路》20251031  
《深南电路》20250828  
《深南电路》20250425

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

电子：元件

证券分析师：苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522080003

证券分析师：李圣宣

shengxuan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300525110001

## 深南电路

## 股权激励显定力信心，AI+存储景气延续

公司发布限制性股票激励计划（第二期）（草案），彰显定力决心，公司 AI 算力及存储下游景气延续，维持公司买入评级。

## 支撑评级的要点

- 股权激励覆盖广、数额大，彰显定力决心。公司发布限制性股票激励计划（第二期）（草案）。本次激励计划拟向激励对象授予 1516.17 万股股票，约占本激励计划签署时公司股本总额 2.27%，授予价格为 114.72 元/股，激励对象为董事、中层管理人员及核心骨干，合计 667 人。从解锁条件来看，第二期激励三个解锁期业绩条件为：2026/2027/2028 年度，扣非加权平均 ROE 依次为不低于 12.00%/12.4%/12.8%；以 2024 年为基数的扣非净利润复合增长率均不低于 13.00%；此外，每年均需满足  $\Delta EVA$  大于 0，且前两项指标不低于同行业 75 分位值。若按授予价格计算，授予对象全部购买限制性股票后，公司将收到 17.39 亿现金，股本增加 1516.17 万元，资本公积增加 17.24 亿元，实施本激励计划公司应确认的管理费用预计为 11.60 亿元，将在有效期内摊销。
- AI+存储景气延续，公司 2025 前三季度创佳绩。根据公司投资者关系活动记录表，公司把握 AI 算力升级、存储市场结构性增长、汽车电子智能化的需求增加的发展机遇，AI 加速卡、交换机、光模块、服务器及相关配套产品需求持续提升，存储类封装基板产品把握结构性增长机遇，订单收入进一步增加。公司加大各业务市场开发力度，产品结构优化、产能利用率提升，助益营收利润增长。
- 公司持续加码高端 PCB 产能，产能释放打开供给空间。根据公司投资者关系活动记录表，公司 PCB 新增产能主要来自新建工厂和原有工厂技术改造，其中新建工厂包括南通四期和泰国工厂，泰国工厂目前已连线试生产，南通四期在 25Q4 连线；同时，公司亦通过对现有成熟 PCB 工厂进行技术改造和升级，打开瓶颈，提升产能。此外，无锡地块为 PCB 业务算力相关产品的储备用地，公司预计将分期投入，为远期订单导入保驾护航。

## 估值

- 考虑 AI 等驱动公司 PCB 结构持续优化，海内外算力需求提升，封装基板景气度持续修复。我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 230.02/321.10/419.23 亿元，实现归母净利润分别为 33.41/58.16/76.43 亿元，EPS 分别为 5.01/8.72/11.46 元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 38.4/22.0/16.8 倍，维持买入评级。

## 评级面临的主要风险

- 股权激励进度不及预期、封装基板产能爬坡不及预期、AI 及汽车等领域需求不及预期、新产品导入不及预期。

## 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	13,526	17,907	23,002	32,110	41,923
增长率(%)	(3.3)	32.4	28.5	39.6	30.6
EBITDA(人民币 百万)	2,226	3,289	4,791	7,298	9,326
归母净利润(人民币 百万)	1,398	1,878	3,341	5,816	7,643
增长率(%)	(14.7)	34.3	77.9	74.1	31.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.10	2.82	5.01	8.72	11.46
市盈率(倍)	91.7	68.3	38.4	22.0	16.8
市净率(倍)	9.7	8.8	7.7	6.4	5.2
EV/EBITDA(倍)	18.4	21.1	26.8	17.1	12.8
每股股息 (人民币)	0.9	1.5	2.1	3.6	4.7
股息率(%)	1.3	1.2	1.1	1.9	2.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13,526	17,907	23,002	32,110	41,923
营业收入	13,526	17,907	23,002	32,110	41,923
营业成本	10,357	13,460	16,519	21,722	28,204
营业税金及附加	103	130	162	234	302
销售费用	270	305	422	592	752
管理费用	601	725	920	1,316	1,719
研发费用	1,073	1,272	1,610	2,408	3,144
财务费用	31	47	41	(20)	(93)
其他收益	487	291	307	362	320
资产减值损失	(152)	(189)	(140)	(149)	(150)
信用减值损失	(33)	(47)	(21)	(29)	(25)
资产处置收益	(2)	0	(1)	(1)	0
公允价值变动收益	4	1	0	0	0
投资收益	1	4	9	5	6
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,398	2,028	3,481	6,044	8,044
营业外收入	5	6	5	5	6
营业外支出	4	11	7	8	9
利润总额	1,398	2,023	3,479	6,042	8,041
所得税	1	145	138	225	397
净利润	1,398	1,879	3,341	5,817	7,643
少数股东损益	0	1	0	1	1
归母净利润	1,398	1,878	3,341	5,816	7,643
EBITDA	2,226	3,289	4,791	7,298	9,326
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.10	2.82	5.01	8.72	11.46

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>8,597</b>	<b>10,854</b>	<b>14,483</b>	<b>22,206</b>	<b>30,676</b>
货币资金	853	1,553	3,450	7,023	12,361
应收账款	3,091	3,806	5,053	7,313	8,832
应收票据	245	512	460	896	875
存货	2,686	3,395	3,763	4,684	6,284
预付账款	8	9	12	16	20
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,714	1,579	1,744	2,274	2,303
<b>非流动资产</b>	<b>14,010</b>	<b>14,448</b>	<b>13,306</b>	<b>12,022</b>	<b>10,714</b>
长期投资	77	76	76	76	76
固定资产	10,083	12,396	11,460	10,379	9,643
无形资产	544	585	586	583	577
其他长期资产	3,306	1,391	1,185	984	418
<b>资产合计</b>	<b>22,607</b>	<b>25,302</b>	<b>27,789</b>	<b>34,228</b>	<b>41,389</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,425</b>	<b>7,489</b>	<b>9,435</b>	<b>12,436</b>	<b>15,288</b>
短期借款	400	10	386	200	200
应付账款	2,037	2,687	3,110	4,513	5,385
其他流动负债	3,988	4,792	5,939	7,724	9,703
<b>非流动负债</b>	<b>2,995</b>	<b>3,167</b>	<b>1,582</b>	<b>1,586</b>	<b>1,384</b>
长期借款	2,407	2,577	1,000	1,000	800
其他长期负债	588	590	582	586	584
<b>负债合计</b>	<b>9,420</b>	<b>10,656</b>	<b>11,017</b>	<b>14,022</b>	<b>16,672</b>
股本	513	513	667	667	667
少数股东权益	3	29	29	30	31
归属母公司股东权益	13,184	14,617	16,743	20,176	24,687
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>22,607</b>	<b>25,302</b>	<b>27,789</b>	<b>34,228</b>	<b>41,389</b>

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,398	1,879	3,341	5,817	7,643
折旧摊销	1,287	1,511	1,583	1,640	1,700
营运资金变动	(324)	(1,043)	112	(1,108)	(418)
其他	229	635	113	155	37
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,589</b>	<b>2,982</b>	<b>5,150</b>	<b>6,504</b>	<b>8,963</b>
资本支出	(3,250)	(2,526)	(530)	(530)	(530)
投资变动	(327)	593	(100)	57	183
其他	16	9	8	4	5
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,561)</b>	<b>(1,925)</b>	<b>(622)</b>	<b>(469)</b>	<b>(342)</b>
银行借款	1,632	(220)	(1,201)	(186)	(200)
股权融资	(559)	(457)	(1,215)	(2,383)	(3,131)
其他	(1,162)	289	(216)	107	49
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(89)</b>	<b>(389)</b>	<b>(2,631)</b>	<b>(2,462)</b>	<b>(3,282)</b>
<b>净现金流</b>	<b>(1,061)</b>	<b>668</b>	<b>1,897</b>	<b>3,572</b>	<b>5,339</b>

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	(3.3)	32.4	28.5	39.6	30.6
营业利润增长率(%)	(18.9)	45.1	71.6	73.6	33.1
归属于母公司净利润增长率(%)	(14.7)	34.3	77.9	74.1	31.4
息税前利润增长率(%)	(39.4)	89.4	80.3	76.4	34.8
息税折旧前利润增长率(%)	(15.4)	47.8	45.6	52.3	27.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(14.7)	34.3	77.9	74.1	31.4
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	6.9	9.9	13.9	17.6	18.2
营业利润率(%)	10.3	11.3	15.1	18.8	19.2
毛利率(%)	23.4	24.8	28.2	32.3	32.7
归母净利润率(%)	10.3	10.5	14.5	18.1	18.2
ROE(%)	10.6	12.8	20.0	28.8	31.0
ROIC(%)	5.3	8.3	18.3	32.5	46.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
净负债权益比	0.2	0.1	(0.1)	(0.3)	(0.4)
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.8	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	4.6	5.2	5.2	5.2	5.2
应付账款周转率	7.4	7.6	7.9	8.4	8.5
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8
管理费用率(%)	4.4	4.0	4.0	4.1	4.1
研发费用率(%)	7.9	7.1	7.0	7.5	7.5
财务费用率(%)	0.2	0.3	0.2	(0.1)	(0.2)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.1	2.8	5.0	8.7	11.5
每股经营现金流(最新摊薄)	3.9	4.5	7.7	9.8	13.4
每股净资产(最新摊薄)	19.8	21.9	25.1	30.3	37.0
每股股息	0.9	1.5	2.1	3.6	4.7
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	91.7	68.3	38.4	22.0	16.8
P/B(最新摊薄)	9.7	8.8	7.7	6.4	5.2
EV/EBITDA	18.4	21.1	26.8	17.1	12.8
价格/现金流(倍)	49.5	43.0	24.9	19.7	14.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371