

## 深南电路 (002916.SZ)

强烈推荐 (维持)

### Q4 环降源于新产能爬坡、费用增加，静待 H1 业绩环比高增

事件：公司公告 25 年业绩预增：归母净利润 31.5-33.4 亿同比+68.0%~78.0%，扣非归母净利润 29.9-31.7 亿同比+72.0%~82.0%。结合行业和公司近况，我们点评如下：

- **Q4 业绩中值环降，不及市场预期。**单看 Q4 季度，归母净利润中值 9.2 亿元，同比+136.2%环比-4.5%；扣非归母中值 9.0 亿元，同比+146.7%环比-1.9%。业绩中值环比下滑，主因 Q4 新增泰国工厂和南通四期工厂投入运营，新增较大的人工成本和固定折旧摊销，此外汇率波动亦带来一定的汇兑损失等财务费用。全年来看，公司充分把握 AI 算力升级、存储市场需求增长、汽车电动智能化三大增长机遇，通过强化市场开发力度、提升市场竞争力，推动产品结构优化。同时，深入推进数字化转型与智能制造升级，提升运营管理能力，助益公司营收规模和利润实现同比增长。
- **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。**我们认为公司中长期有几点重要的业务趋势：1) 海外 AI 算力需求旺盛，新增产能有望快速爬坡实现盈亏平衡，贡献弹性利润；2) 国产算力 26 年有望实现放量增长，公司在国内算力 PCB 供应链具备核心卡位；3) 载板景气度高涨，BT 载板持续涨价，稼动率满载，盈利显著改善；ABF 载板技术能力持续突破，客户打样认证顺利，有望承接 AI 芯片外溢需求；4) 在未来 AI PCB 技术升级的路线中（如从高阶 HDI 向 CoWoP 技术下的 SLP 升级），公司技术、产能卡位优势较为靠前。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。**我们最新 25-27 年营收预测为 238.2/321.5/434.1 亿元，归母净利润为 32.6/55.9/81.1 亿元，对应 EPS 为 4.78/8.20/11.90 元，对应当前股价 PE 为 48.6/28.3/19.5 倍。我们看好公司在算力板及载板领域的产品技术及在海外算力客户的积极拓展、卡位国内算力供应链体系主力角色，且积极扩充 AI 算力产能，南通四期、泰国基地以及无锡新产能规划有望在 26-27 年逐步投产释放，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	43406
同比增长	-3%	32%	33%	35%	35%
营业利润(百万元)	1398	2028	3530	6114	8921
同比增长	-19%	45%	74%	73%	46%
归母净利润(百万元)	1398	1878	3259	5587	8109
同比增长	-15%	34%	74%	71%	45%
每股收益(元)	2.05	2.76	4.78	8.20	11.90
PE	113.2	84.3	48.6	28.3	19.5
PB	12.0	10.8	9.2	7.2	5.6

资料来源：公司数据、招商证券

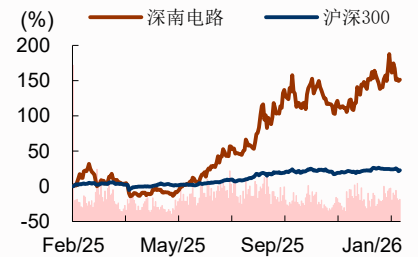
TMT 及中小盘/电子  
当前股价：232.38 元

#### 基础数据

总股本(百万股)	681
已上市流通股(百万股)	665
总市值(十亿元)	158.3
流通市值(十亿元)	154.5
每股净资产(MRQ)	23.8
ROE(TTM)	16.8
资产负债率	43.6%
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	-1	62	119
相对表现	-1	49	98



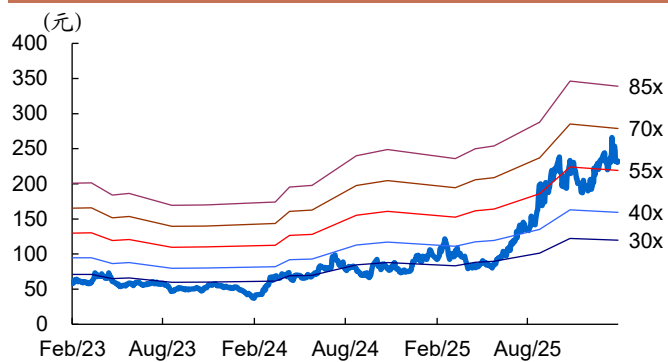
资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《深南电路 (002916) —Q3 业绩同比高增，AI 占比提升、载板满载推动盈利改善》2025-10-30
- 2、《深南电路 (002916) —Q2 业绩超市场预期，AI 算力需求带动盈利持续改善》2025-08-29
- 3、《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

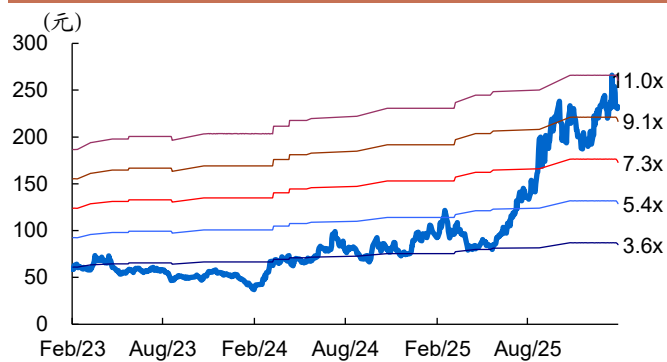
鄢凡 S1090511060002  
yanfan@cmschina.com.cn  
程鑫 S1090523070013  
chengxin2@cmschina.com.cn  
涂锟山 S1090525040004  
tukunshan@cmschina.com.cn

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	12354	16631	23944
现金	853	1553	204	595	2515
交易性投资	590	0	0	0	0
应收票据	245	512	680	919	1240
应收款项	3091	3806	5062	6833	9225
其它应收款	35	42	56	75	102
存货	2686	3395	4295	5433	7116
其他	1096	1547	2056	2775	3746
<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>28707</b>	<b>34621</b>	<b>43339</b>
<b>流动负债</b>	6425	7489	8234	9536	11816
短期借款	400	10	241	0	0
应付账款	3210	4349	5503	6961	9117
预收账款	214	210	266	337	441
其他	2601	2920	2224	2238	2258
<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>11401</b>	<b>12702</b>	<b>14983</b>
股本	513	513	681	681	681
资本公积金	6190	6196	6196	6196	6196
留存收益	6481	7908	10398	15007	21440
少数股东权益	3	29	31	34	39
归属于母公司所有者权益	13184	14617	17275	21884	28317
<b>负债及权益合计</b>	<b>22607</b>	<b>25302</b>	<b>28707</b>	<b>34621</b>	<b>43339</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	3255	5198	7239
净利润	1398	1879	3261	5590	8114
折旧摊销	1272	1502	1828	2097	2329
财务费用	67	48	50	60	65
投资收益	(1)	(4)	(255)	(205)	(155)
营运资金变动	(72)	(446)	(1629)	(2344)	(3113)
其它	(74)	4	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(3561)	(1925)	(3478)	(3528)	(3578)
资本支出	(3250)	(2526)	(3733)	(3733)	(3733)
其他投资	(311)	601	255	205	155
<b>筹资活动现金流</b>	(89)	(389)	(1126)	(1279)	(1741)
借款变动	409	29	(475)	(241)	0
普通股增加	0	0	168	0	0
资本公积增加	36	6	0	0	0
股利分配	(513)	(462)	(769)	(978)	(1676)
其他	(22)	37	(50)	(60)	(65)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1061)</b>	<b>668</b>	<b>(1349)</b>	<b>391</b>	<b>1920</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	43406
营业成本	10357	13460	17029	21542	28214
营业税金及附加	103	130	173	233	315
营业费用	270	305	406	579	781
管理费用	601	725	1072	1447	2084
研发费用	1073	1272	1692	2283	3082
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	250	200	150
投资收益	1	4	4	4	4
<b>营业利润</b>	1398	2028	3530	6114	8921
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	3525	6109	8916
所得税	1	145	264	519	802
少数股东损益	(0)	1	2	3	5
<b>归属于母公司净利润</b>	1398	1878	3259	5587	8109

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%	35%
营业利润	-19%	45%	74%	73%	46%
归母净利润	-15%	34%	74%	71%	45%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.4%	24.8%	28.5%	33.0%	35.0%
净利率	10.3%	10.5%	13.7%	17.4%	18.7%
ROE	11.0%	13.5%	20.4%	28.5%	32.3%
ROIC	9.1%	11.2%	17.4%	25.3%	29.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.7%	42.1%	39.7%	36.7%	34.6%
净负债比率	14.0%	13.0%	9.8%	7.4%	5.9%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.7	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	4.4	4.5
应收账款周转率	4.2	4.7	4.7	4.8	4.8
应付账款周转率	3.4	3.6	3.5	3.5	3.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.05	2.76	4.78	8.20	11.90
每股经营净现金	3.80	4.38	4.78	7.63	10.63
每股净资产	19.35	21.46	25.36	32.13	41.57
每股股利	0.68	1.13	1.44	2.46	3.57
<b>估值比率</b>					
PE	113.2	84.3	48.6	28.3	19.5
PB	12.0	10.8	9.2	7.2	5.6
EV/EBITDA	64.3	48.1	31.1	20.3	14.9

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。