

深南电路 (002916.SZ)

强烈推荐 (维持)

“mSAP 放量+AI PCB 高增+ABF 载板突破”望驱动新成长

据我们对产业链跟踪, 近期上游 CCL 环节持续涨价, PCB 已开启涨价潮以传导成本压力, 而面向于 AI 基建领域的 AI 芯片封装、光模块 PCB、AI 服务器 PCB 等细分环节, 由于 mSAP、载板产能供给紧张, 行业报价持续向上。深南电路作为国内 AI PCB+封装载板稀缺的头部供应厂商, 有望充分享受此轮 AI 需求向上大周期。结合行业和公司近况, 我们点评如下:

□ PCB 涨价有望逐步传导上游成本压力, AI 需求推动公司产能利用率维持高位, 且产品结构持续优化升级。结合行业动态及公司近期投关记录, 5 月底建滔积层板再次发出涨价函 (PP 片涨价 20%, CCL 涨价 10%), CCL 价格持续上行, 而公司目前正与供应商及客户保持积极沟通, 有望顺畅传导成本压力。此外, 公司近期表示其综合产能利用率处于高位, 其中公司 PCB 业务受益于 AI 算力基础设施硬件相关产品需求的增长, 工厂产能利用率维持高位; 封装基板业务因存储类、处理器芯片类基板需求拉动, 工厂产能利用率延续 2025 年四季度以来的较高水平。随着 AI 业务以及载板业务订单不断增加, 公司通过市场价格策略不断从非 AI 领域挤出相应产能以承接算力 PCB 需求, 有望持续优化产品结构, 提升盈利水平。展望 Q2, 我们认为公司有望实现业绩环比高增表现。

□ mSAP 光模块 PCB 成为新核心增长极, IC 载板 ABF 实现历史性突破。分业务看: (1) PCB 业务 (含 mSAP): AI 服务器/交换机/加速卡用高多层板持续放量, 400G 以上高速交换机及光模块 PCB 占比同比显著提升, 数据中心相关收入同比高增, 产能利用率维持高位。mSAP PCB 方向, 800G 及 1.6T 光模块合计占光模块 PCB 收入比重已超 50%。1.6T 要求 14-18 层 mSAP PCB (较 800G 的 10-12 层 5 阶 HDI 显著提升) 及 M8 级 CCL 材料, 单板价值量及工艺复杂度大幅提升。公司在 mSAP 领域行业份额领先, 客户出现提前锁定 6-12 个月产能的抢单行为, 供不应求格局明确。公司同时为 G 客户 UBB 及交换机主板主供, 预计 2026 年仍保持高速增长。此外, 公司近期亦有望再海外大客户实现新的突破, 其新架构 AI 服务器料号订单均有导入的机会。(2) IC 封装基板: BT 载板受存储类及处理器芯片类需求双轮驱动, 产能利用率延续 25Q4 以来的较高水平, 26 年内将继续扩充 BT 产能。ABF 载板实现历史性突破——已在 AMD、Intel、高通旗舰 CPU 实现批量出货, 广州工厂 FC-BGA 类封装基板已实现 22 层及以下产品量产, 24 层及以上产品技术研发及打样工作按期推进。

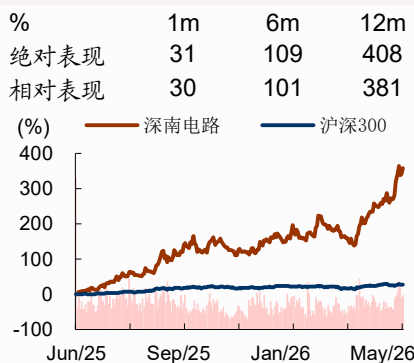
□ mSAP 供不应求持续深化, 46 亿无锡新项目打开远期成长空间。展望 2026-2027 年, 公司三大增长引擎持续加速: (1) mSAP 光模块 PCB: 1.6T 渗透率加速提升, 26 年占比约 10%、27 年有望成为主流。公司正加速扩产——南通四期/五期、无锡 mSAP 新工厂及新基地产能扩建, 其中无锡新项目总投资 46 亿元, 目标 2027 年上半年量产。mSAP 行业新进入者增加但产能仍处于短缺, 公司凭借工艺领先及规模优势有望持续巩固头部地位。(2) AI 算力 PCB: 公司已同多个 AI 云客户取得合作突破, 尤其在超高多层 PCB 产品领域有显著的技术优势并取得了海外大客户的认可, AI PCB 业务有望在未来 2-3 年持续高增。上游 AI-CCL 供给偏紧, 管理层更关注 CCL 供应保障而

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 411.41 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)	280.2
流通市值 (十亿元)	273.5
每股净资产 (MRQ)	26.6
ROE (TTM)	20.1
资产负债率	47.2%
主要股东	深天科技控股(深圳)有限公
主要股东持股比例	62.61%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《深南电路 (002916) —无锡 46 亿扩产加码, AI 算力+载板涨价双轮驱动新成长》2026-05-05
- 2、《深南电路 (002916) —AI 算力+载板双轮驱动, 26 年高端产能放量可期》2026-03-30
- 3、《深南电路 (002916) —Q4 环降源于新产能爬坡、费用增加, 静待 H1 业绩环比高增》2026-02-04

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
程鑫 S1090523070013
chengxin2@cmschina.com.cn
涂银山 S1090525040004
tukunshan@cmschina.com.cn

非成本压力，CCL 涨价对新订单传导顺畅。(3) IC 载板：BT 载板需求旺盛叠加涨价，产能扩张持续推进。ABF 载板一方面受国产 AI 芯片自主可控需求拉动，为国内稀缺的 ABF 载板供应商；另一方面受海外载板产能供给紧张，公司已有望导入海外头部客户，远期成长空间广阔。公司 2026 年资本开支较 25 年（34 亿元）将大幅增加，聚焦 AI PCB 及封装基板两大方向。公司作为国内 AI PCB+封装基板稀缺双龙头标的，兼具“mSAP 放量、AI PCB 高增、ABF 载板突破”三重成长逻辑，中长期增长确定性强。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到公司近期有望持续通过市场价格策略、AI 产品结构升级实现盈利能力提升，以及大力扩张高端产能打开远期成长空间，我们最新 26-28 年营收预测为 366.5/513.1/692.7 亿元，归母净利润为 63.0/93.9/139.7 亿元，对应 EPS 为 9.25/13.78/20.51 元，对应当前股价 PE 为 44.5/29.9/20.1 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。

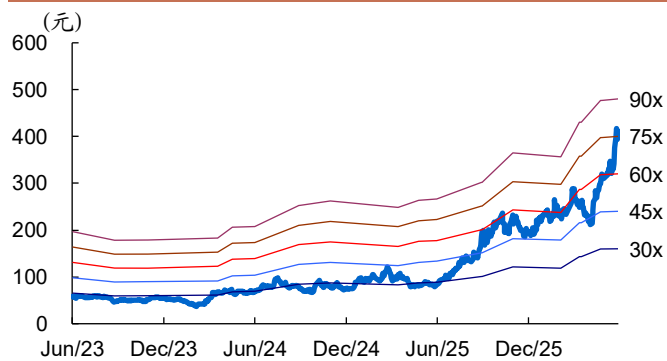
□ 风险提示：同行竞争加剧、算力客户开拓及订单导入不及预期，产能扩张不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	17907	23647	36653	51314	69274
同比增长	32%	32%	55%	40%	35%
营业利润(百万元)	2028	3635	6985	10396	15468
同比增长	45%	79%	92%	49%	49%
归母净利润(百万元)	1878	3276	6303	9387	13971
同比增长	34%	74%	92%	49%	49%
每股收益(元)	2.76	4.81	9.25	13.78	20.51
PE	149.3	85.5	44.5	29.9	20.1
PB	19.2	16.3	12.8	9.8	7.2

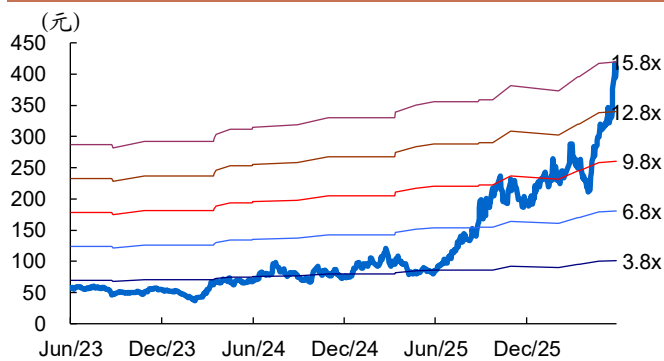
资料来源：公司数据、招商证券

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	10854	13654	22515	30679	42143
现金	1553	998	3425	4110	6699
交易性投资	0	3	3	3	3
应收票据	512	552	856	1199	1618
应收款项	3806	5250	8137	11392	15379
其它应收款	42	81	126	176	238
存货	3395	5140	7446	10269	13443
其他	1547	1630	2522	3530	4763
非流动资产	14448	16929	17650	18280	18830
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	12396	13339	14162	14879	15504
无形资产商誉	585	639	575	517	466
其他	1464	2948	2910	2881	2857
资产总计	25302	30583	40166	48959	60973
流动负债	7489	10024	14884	16804	18590
短期借款	10	15	3080	1806	0
应付账款	4349	5625	8150	11239	14713
预收账款	210	174	253	349	456
其他	2920	4209	3401	3411	3421
长期负债	3167	3378	3378	3378	3378
长期借款	2577	2679	2679	2679	2679
其他	590	699	699	699	699
负债合计	10656	13402	18262	20182	21968
股本	513	667	681	681	681
资本公积金	6196	6042	6042	6042	6042
留存收益	7908	10440	15144	22009	32225
少数股东权益	29	31	36	44	56
归属于母公司所有者权益	14617	17149	21867	28732	38948
负债及权益合计	25302	30583	40166	48959	60973

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2982	3838	4007	6715	10354
净利润	1879	3279	6309	9395	13983
折旧摊销	1502	1668	1812	1904	1984
财务费用	48	57	240	230	200
投资收益	(4)	(3)	(529)	(529)	(529)
营运资金变动	(446)	(1098)	(3825)	(4284)	(5283)
其它	4	(63)	0	0	0
投资活动现金流	(1925)	(3756)	(2004)	(2004)	(2004)
资本支出	(2526)	(3765)	(2534)	(2534)	(2534)
其他投资	601	10	529	529	529
筹资活动现金流	(389)	(650)	424	(4026)	(5760)
借款变动	29	70	2250	(1275)	(1806)
普通股增加	0	154	14	0	0
资本公积增加	6	(154)	0	0	0
股利分配	(462)	(769)	(1600)	(2521)	(3755)
其他	37	49	(240)	(230)	(200)
现金净增加额	668	(567)	2426	685	2590

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	17907	23647	36653	51314	69274
营业成本	13460	16951	24557	33867	44335
营业税金及附加	130	125	194	271	366
营业费用	305	381	591	827	1117
管理费用	725	1065	1723	2412	3256
研发费用	1272	1591	2492	3489	4711
财务费用	47	49	240	230	200
资产减值损失	(236)	(379)	(400)	(350)	(350)
公允价值变动收益	1	5	5	5	5
其他收益	291	521	521	521	521
投资收益	4	3	3	3	3
营业利润	2028	3635	6985	10396	15468
营业外收入	6	6	6	6	6
营业外支出	11	18	18	18	18
利润总额	2023	3624	6973	10385	15457
所得税	145	345	665	990	1474
少数股东损益	1	3	5	8	12
归属于母公司净利润	1878	3276	6303	9387	13971

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	32%	32%	55%	40%	35%
营业利润	45%	79%	92%	49%	49%
归母净利润	34%	74%	92%	49%	49%
获利能力					
毛利率	24.8%	28.3%	33.0%	34.0%	36.0%
净利率	10.5%	13.9%	17.2%	18.3%	20.2%
ROE	13.5%	20.6%	32.3%	37.1%	41.3%
ROIC	11.2%	17.3%	27.0%	31.6%	37.8%
偿债能力					
资产负债率	42.1%	43.8%	45.5%	41.2%	36.0%
净负债比率	13.0%	11.5%	14.3%	9.2%	4.4%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.8	2.3
速动比率	1.0	0.8	1.0	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	1.0	1.2	1.3
存货周转率	4.4	4.0	3.9	3.8	3.7
应收账款周转率	4.7	4.7	5.0	4.8	4.7
应付账款周转率	3.6	3.4	3.6	3.5	3.4
每股资料(元)					
EPS	2.76	4.81	9.25	13.78	20.51
每股经营净现金	4.38	5.63	5.88	9.86	15.20
每股净资产	21.46	25.18	32.10	42.18	57.18
每股股利	1.13	2.35	3.70	5.51	8.20
估值比率					
PE	149.3	85.5	44.5	29.9	20.1
PB	19.2	16.3	12.8	9.8	7.2
EV/EBITDA	84.4	56.0	32.7	23.6	16.7

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。