

深南电路 (002916 CH)

二季度业绩超预期；PCB 与封装基板加速放量

深南电路 1H26 实现收入/归母净利润人民币 152.96/22.51 亿元，同比 +46.3%/+65.6%；2Q26 实现收入/归母净利润 87.01/14.01 亿元，同比 +53.4%/+61.3%，环比+31.9%/+64.8%，单季毛利率为 32.4%，三项指标均高于彭博一致预期。我们认为 AI 算力订单增长、产品结构升级、BT 载板高稼动率、FC-BGA 量产及广州工厂爬坡是主要驱动力。**维持“买入”评级，将 2026/27 年收入预测上调 10%/15%，毛利率预测上调 1.8/2.5 个百分点，目标价上调至人民币 462 元，基于 37 倍 2027 年市盈率，与可比公司均值相若。**

■ **三项业务全面增长，封装基板贡献主要业绩弹性。**1) 1H26 PCB 收入 85.52 亿元，同比+36.3%，毛利率 36.85%，同比+2.43 个百分点；数据中心相关订单收入突破 20 亿元，高速交换机、光模块及 AI 服务器需求是主要驱动力。2) 封装基板收入 36.67 亿元，同比+110.8%，毛利率 31.35%，同比+16.20 个百分点，受益于存储、PMIC 订单增长及 FC-BGA 规模化量产。据管理层，ABF 上半年收入约 2 亿元、全年有望超过 6 亿元，但仍处于亏损爬坡阶段；BT 高稼动率则支撑基板盈利改善。3) 电子装联收入 19.76 亿元，同比+33.7%，毛利率 17.30%，同比+2.32 个百分点，主要受数据中心项目量产及订单结构改善推动。

■ **扩产支撑中期增长，关注投产及折旧压力。**期末在建工程 32.48 亿元，较年初+75.5%；上半年投资活动现金净流出 46.76 亿元，净流出规模约为去年同期的 3 倍。广州广芯累计投入 47.76 亿元，据管理层，公司正继续投入原约 60 亿元规划中的剩余约 20 亿元，主要扩充 BT 及存储载板产能，预计 4Q26 投产。泰国和南通四期仍在爬坡，管理层表示上半年亏损有所收窄。无锡 AI 项目总投资 45.36 亿元、建设期 12 个月，期末进度 22.5%，尚未投产；后续贡献取决于建设投产、客户认证、订单导入、良率及稼动率提升。

■ **未来展望：**我们预计下半年 AI 算力景气延续，新产能爬坡有望支撑增长，毛利率则取决于产能利用率提升能否覆盖原材料涨价及新增折旧。广州、泰国和南通项目爬坡，以及无锡项目建设，将进一步打开中期产能空间；若建设、认证及订单导入顺利，无锡 AI 项目有望于 2027 年逐步贡献增量。建议关注原材料价格传导、汇率波动及其对财务费用的影响、新产能爬坡、无锡项目进度，以及客户提前下单对订单节奏的扰动。**主要风险**包括成本传导滞后、汇率波动、AI 资本开支不及预期、产能或认证进度低于预期，以及汽车和消费电子需求疲软。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
销售收入(百万人民币)	17,907	23,647	33,644	43,550	56,105
同比增长 (%)	32.4	32.1	42.3	29.4	28.8
毛利率 (%)	24.8	28.3	31.9	33.6	35.5
净利润(百万人民币)	1,877.6	3,275.7	5,470.2	8,326.2	11,932.3
同比增长 (%)	34.3	74.5	67.0	52.2	43.3
每股收益(人民币)	3.66	4.91	8.20	12.49	17.90
市盈率(倍)	95.1	70.9	42.4	27.9	19.4

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	462.00 人民币
(此前目标价)	288.00 人民币
潜在升幅	32.7%
当前股价	348.03 人民币

中国半导体

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

郭远宁
(852) 3916 3715
aaronguo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	237,078.0
3 月平均流通量(百万人民币)	5,095.9
52 周内股价高/低(人民币)	457.90/168.80
总股本(百万)	681.2

资料来源：FactSet

股东结构

Shentian Tech	62.6%
E Fund Management	2.9%

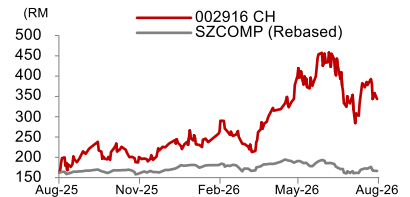
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-1.5%	-2.6%
3 - 月	-12.1%	-1.1%
6 - 月	21.9%	33.8%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测更新

人民币百万元	更新预测			过往预测			差别 (%)		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
收入	33,644	43,550	56,105	30,693	37,826	46,449	9.6%	15.1%	20.8%
毛利	10,716	14,639	19,932	9,239	11,764	14,678	16.0%	24.4%	35.8%
归母净利润	5,470	8,326	11,932	5,048	6,838	8,688	8.4%	21.8%	37.4%
每股收益 (元)	8.20	12.49	17.90	7.57	10.26	13.03	8.4%	21.7%	37.3%
毛利率	31.9%	33.6%	35.5%	30.1%	31.1%	31.6%	1.8 ppt	2.5 ppt	3.9 ppt
净利率	16.3%	19.1%	21.3%	16.4%	18.1%	18.7%	-0.2 ppt	1 ppt	2.6 ppt

资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际环球市场预测对比一致预期

人民币百万元	招银国际环球市场预测			彭博一致预期			差别		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
收入	33,644	43,550	56,105	31,668	41,906	52,536	6.2%	3.9%	6.8%
毛利	10,716	14,639	19,932	9,949	13,950	18,370	7.7%	4.9%	8.5%
归母净利润	5,470	8,326	11,932	5,470	8,326	11,932	0.0%	0.0%	0.0%
每股收益 (元)	8.20	12.49	17.90	7.54	11.23	15.61	8.8%	11.2%	14.6%
毛利率	31.9%	33.6%	35.5%	31.4%	33.3%	35.0%	0.4 ppt	0.3 ppt	0.6 ppt
净利率	16.3%	19.1%	21.3%	17.3%	19.9%	22.7%	-1 ppt	-0.8 ppt	-1.4 ppt

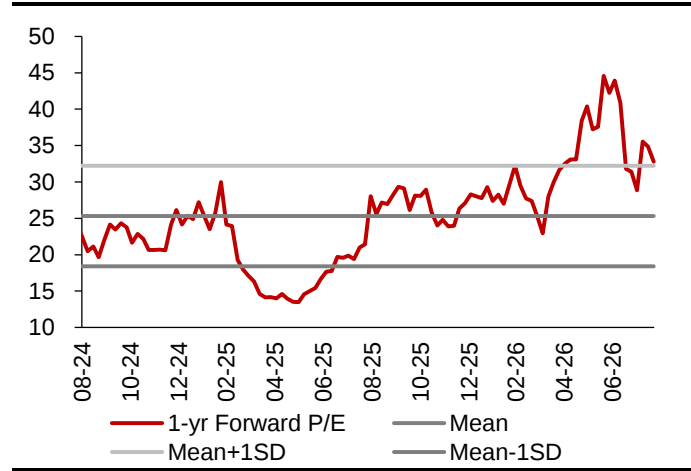
资料来源: 公司资料、招银国际环球市场预测、彭博一致预期

图 3: 可比公司估值

公司名称	股票代码	市盈率 (x)		每股收益 (美元)		毛利率 %	
		CY26E	CY27E	CY26E	CY27E	CY26E	CY27E
生益电子	688183 CH	36.3	23.8	0.48	0.74	34.3	35.0
鹏鼎控股	002938 CH	39.9	26.0	0.34	0.51	24.1	25.8
沪士电子	002463 CH	40.5	25.0	0.45	0.74	38.1	39.6
胜宏科技	300476 CH	28.9	15.5	1.35	2.52	39.1	41.0
揖斐电	4062 JT	106.6	73.5	1.23	1.76	31.9	38.1
兴森科技	002436 CH	134.1	67.8	0.04	0.08	24.5	26.9
欣兴电子	3037 TT	55.4	29.7	0.67	1.25	25.9	36.1
平均值		63.1	37.3	0.65	1.08	31.1	34.7

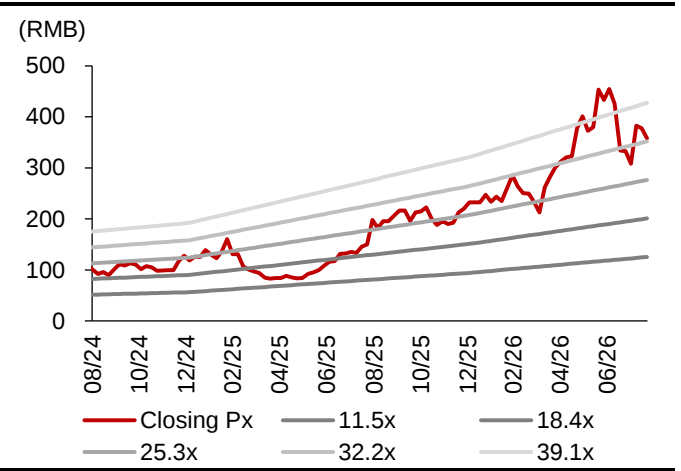
资料来源: 公司资料、彭博一致预期 (8 月 27 日)

图 4: 前瞻市盈率



资料来源: 公司资料、彭博、招银国际环球市场预测

图 5: 市盈率区间图



资料来源: 公司资料、彭博、招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	13,526	17,907	23,647	33,644	43,550	56,105
销售成本	(10,357)	(13,460)	(16,951)	(22,928)	(28,911)	(36,174)
毛利	3,170	4,447	6,696	10,716	14,639	19,932
运营费用	(1,558)	(2,141)	(2,642)	(3,873)	(4,665)	(5,561)
销售	(870)	(1,030)	(1,446)	(2,056)	(2,531)	(3,093)
研发费用	(1,073)	(1,272)	(1,591)	(2,019)	(2,395)	(2,805)
其他	385	161	396	202	261	337
运营利润	1,611	2,306	4,054	6,843	9,974	14,370
其他收入	5	6	6	0	0	0
其他费用	(4)	(11)	(18)	0	0	0
其他盈亏	(182)	(231)	(370)	(361)	(229)	(515)
利息收入	12	10	16	16	38	71
利息支出	(66)	(80)	(78)	(131)	(145)	(155)
其他	23	23	13	(217)	(280)	(361)
税前利润	1,398	2,023	3,624	6,149	9,358	13,410
所得税	(1)	(145)	(345)	(676)	(1,029)	(1,475)
税后利润	1,398	1,879	3,279	5,473	8,329	11,935
非控股权益	(0)	1	3	3	3	3
净利润	1,398	1,878	3,276	5,470	8,326	11,932

资产负债表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	8,597	10,854	13,654	19,715	26,301	36,791
现金与现金等价物	853	1,553	998	2,181	5,483	8,774
应收账款	3,091	3,806	5,250	8,761	9,136	13,921
存货	2,686	3,395	5,140	5,539	7,926	8,922
预付款项	8	9	36	24	36	43
其他流动资产	1,959	2,091	2,230	3,210	3,719	5,131
非流动资产	14,010	14,448	16,929	20,098	23,251	26,956
物业及厂房及设备 (净额)	10,083	12,396	13,339	14,832	16,809	19,149
使用权资产	26	9	61	132	216	315
递延税项	272	187	259	337	419	539
无形资产	544	585	639	756	910	1,113
商誉	0	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3,085	1,271	2,631	4,042	4,897	5,840
总资产	22,607	25,302	30,583	39,813	49,552	63,746
流动负债	6,425	7,489	10,024	15,065	17,868	22,274
短期债务	400	10	15	4,441	3,031	5,496
应付账款	2,037	2,687	3,934	4,106	5,716	6,574
应付税款	42	59	216	281	350	450
其他流动负债	3,291	3,933	4,762	4,698	6,839	7,269
合同负债	212	208	173	336	435	561
应计费用	443	592	924	1,202	1,496	1,925
非流动负债	2,995	3,167	3,378	3,589	3,812	4,136
长期债务	2,407	2,577	2,679	2,679	2,679	2,679
应付公司债	0	0	0	0	0	0
递延收入	372	471	525	684	851	1,095
其他非流动负债	217	119	174	226	281	362
总负债	9,420	10,656	13,402	18,654	21,679	26,410
股本	513	513	667	681	681	681
留存收益	6,179	7,594	10,024	13,731	20,221	29,375
其他储备	6,492	6,510	6,459	6,713	6,934	7,240
股东权益总额	13,184	14,617	17,149	21,125	27,836	37,296
少数股东权益	3	29	31	34	37	39
总负债和股东权益	22,607	25,302	30,583	39,813	49,552	63,746

现金流量表	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	1,398	1,879	3,279	5,473	8,329	11,935
折旧摊销	1,272	1,437	1,668	1,872	2,121	2,491
营运资金变化	(364)	(846)	(1,611)	(4,049)	887	(4,861)
其他	283	513	503	(82)	199	(219)
净经营现金流	2,589	2,982	3,838	3,213	11,536	9,347
投资现金流						
资本开支	(3,250)	(2,526)	(3,765)	(5,016)	(5,263)	(6,134)
收购与投资	0	0	(904)	0	0	0
处理短期投资所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(311)	601	914	184	199	240
净投资现金流	(3,561)	(1,925)	(3,756)	(4,831)	(5,064)	(5,894)
融资现金流						
已支付股息	(589)	(543)	(846)	(1,766)	(1,786)	(2,653)
净借贷	1,117	133	207	4,426	(1,410)	2,464
发行股票所得现金	0	31	0	114	0	0
其他	(617)	(10)	(11)	14	14	14
净融资现金流	(89)	(389)	(650)	2,788	(3,181)	(175)
净现金流变动						
年初现金	1,912	851	1,551	997	2,179	5,481
汇率变动	(0)	32	12	12	12	12
年末现金	851	1,551	997	2,179	5,481	8,772
增长率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
销售收入	(3.3%)	32.4%	32.1%	42.3%	29.4%	28.8%
毛利润	(11.2%)	40.3%	50.6%	60.0%	36.6%	36.2%
经营利润	(14.3%)	43.1%	75.8%	68.8%	45.8%	44.1%
净利润	(14.8%)	34.3%	74.5%	67.0%	52.2%	43.3%
盈利能力比率	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
年结 12 月 31 日						
毛利率	23.4%	24.8%	28.3%	31.9%	33.6%	35.5%
营业利益率	11.9%	12.9%	17.1%	20.3%	22.9%	25.6%
股本回报率	11.0%	13.5%	20.6%	28.6%	34.0%	36.6%

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操守守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。