



深南电路 (002916.CH): 快速扩产承接 AI 需求, ABF 载板曙光已至

我们维持深南电路 (002916.CH) “买入”评级, 新目标价为人民币 486 元, 潜在升幅 37%。

- **封装基板跃升明显, 三大业务收入与毛利率全面上行。**公司 1H26 实现营业收入人民币 152.96 亿元 (同比+46.3%); 归母净利润 22.51 亿元 (同比+65.6%, 位于业绩预告区间 21-23 亿元的中上部); 扣非归母净利润 22.39 亿元 (同比+76.9%, 接近业绩预告区间 20.8-22.8 亿元上沿); 综合毛利率 31.0% (同比增加 4.7 个百分点), 稀释基本每股收益 3.32 元 (同比+62.8%)。扣非归母净利润增速显著快于归母净利润增速, 且其他收益从去年同期的 3.32 亿元下降到本期的 1.94 亿元, 反映出本期利润增长主要来自主营业务盈利改善。公司整体经营活动产生的现金流量净额为 15.02 亿元, 同比仅增加 0.42%, 明显低于净利润增速, 而存货较期初同比增加 52.1%, 我们认为主要与业务规模扩张及关键原材料备货增加有关。按三大产品板块来看, 上半年印刷电路板 (PCB) 收入 85.52 亿元 (同比+36.2%, 营收占比 55.9%), 毛利率 36.9% (同比+2.4 个百分点); 封装基板收入 36.67 亿元 (同比+110.76%, 占比 24.0%), 毛利率 31.4% (同比+16.2 个百分点); 电子装联收入 19.76 亿元 (同比+33.7%, 占比 12.9%), 毛利率 17.3% (同比+2.3 个百分点)。三大板块毛利率同步改善, 而且封装基板收入倍增且毛利率跃升明显, 为三大业务改善幅度之最。

- **BT 满产释放盈利, ABF 放量与新产能扩张支撑后续增长。**1) 数据中心订单突破, 驱动 PCB 产品结构升级: 受益于全球云厂商资本开支持续增长、AI 服务器及配套产品需求加速释放, 数据中心相关订单收入突破 20 亿元、同比大幅增长, 成为 PCB 业务增长的关键动力。此外, 公司乘着高速交换机与光模块需求高速增长的东风, 积极推进产品结构持续优化, 并借助高阶辅助驾驶渗透率的提升实现汽车领域的订单逆势增长。2) 封装基板订单显著增长, ABF 步入放量验证阶段: 随着 AI 大模型加速向 Agent 应用发展, 公司封装基板业务 1H26 订单实现同比快速增长。其中 BT 类存储产品受益于 AI 对内存需求的大幅提升; FC-CSP 产品利用非消费领域机会抵消手机需求下滑的影响; PMIC 通过 AI 电源需求放量; RF 射频类产品借助结构优化推动市场开拓。FC-BGA 类高端产品在多个客户已实现规模化量产, 推动广州工厂产能加速爬坡。公司管理层在业绩会上亦指出, 基板需求自去年下半年开始走强, 当前已处于高稼动率和供需偏紧状态, 供给偏紧状态或将持续到未来 2-3 年, 其中 BT 类基板利用率已处于较高水平, 是封装基板业务当前主要盈利来源; ABF 类基板虽当前尚未盈利, 但国产客户进展和订单增量明确, 公司预计 2026 年全年 ABF 类收入超 6 亿元, 下半年贡献占比较高。我们认为, 封装基板毛利率的大幅提升标志着该板块盈利模式已发生结构性变化, 后续增量将由 BT 高稼动率延续与 ABF

陈耀波

首席科技硬件分析师
elvis_chen@spdbi.com
(852) 2808 6435

苏聪

科技分析师
louise_su@spdbi.com
(852) 2808 6442

2026 年 9 月 1 日

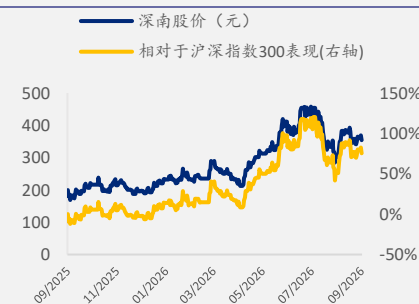
评级

买入

目标价 (人民币)	486
潜在升幅/降幅	+37%
目前股价 (人民币)	354.3
52 周内股价区间 (人民币)	167.1-484.6
总市值 (百万人民币)	241,365
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	4,864.6

注: 截至 2026 年 9 月 1 日收盘价

股价相对表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



客户放量共同驱动，建议重点跟踪 ABF 下半年收入兑现及盈亏平衡进度。**3) 资本开支大幅加码，多项目有序爬坡释放产能：**1H26 公司投资总额 39.61 亿元（同比+255.3%），在建工程 32.48 亿元（较年初+75.5%）。其中，广州广芯封装基板项目已累计投资 47.76 亿元，项目进度 77.7%，处于爬坡阶段。据管理层介绍，该项目包括 BT 类产品和 ABF 类产品，上半年已经实现盈利（净利润 5.26 亿元，剔除内部分红后自身盈利超 1 亿元）。PCB 相关项目如泰兴高速高密项目、下一代智慧移动终端项目都处于爬坡阶段（项目进度分别为 94.5%/86.3%），泰国工厂与南通四期项目爬坡顺利（2025 年已投产），无锡 AI 算力电子电路项目仍处于全面建设阶段（累计投入 9.62 亿元，项目进度 22.5%）。我们认为，公司正由存量项目爬坡转入新一轮 AI 相关产能扩建周期，新产能投产前虽然会带来折旧及资金投入压力，但若后续订单导入和稼动率爬升顺利，有望为下一阶段收入增量提供产能保障，建议持续关注无锡 AI 项目及广州二期的扩产及爬坡进度。**4) 研发聚焦高端化，支撑产品持续升级：**1H26 公司总研发投入达到 8.59 亿元（同比+27.8%，占总收入的 5.6%），公司持续推进数据中心、汽车电子、下一代通信 PCB、FC-BGA 基板、FC-CSP 基板和存储基板技术能力的项目进展，其背板研发样品最高层数可达到 120 层、批量生产可达 68 层，处于行业领先地位。我们认为，高阶产品技术的持续提升是公司承接 AI 算力需求、新客户导入和提升产品价值量的重要基础，后续可持续跟踪公司在 FC-BGA 产品上的技术突破和相关客户的认证导入进展。

- **估值：**我们采用市盈率（PE）估值方法。鉴于公司本次业绩表现亮眼，我们调增公司 2026/2027/2028 年归母净利润预测分别至 61.59/96.38/132.55 亿元，对应稀释每股收益（EPS）为 9.04/14.15/19.46 元。我们给予其 2028 年 25 倍 PE，目标价为人民币 486 元，潜在升幅 37%，维持“买入”评级。
- **投资风险：**AI 算力基础设施建设进度慢于预期；ABF 类产品客户认证及导入节奏不及预期；主要原材料价格大幅波动及物料短缺；新产线建设扩产或产能爬坡进度慢于预期；海外工厂生产磨合及运营管理风险、行业市场竞争加剧；地缘政治、贸易摩擦加剧。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	17,907	23,647	33,499	46,794	59,881
营收同比增速	32.4%	32.1%	41.7%	39.7%	28.0%
毛利率	24.8%	28.3%	32.4%	34.0%	36.0%
归母净利润	1,878	3,276	6,159	9,638	13,255
归母净利润同比增速	34.3%	74.5%	88.0%	56.5%	37.5%
目标 P/E (x)	176.5	101.2	53.8	34.4	25.0

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

财务报表与盈利预测

利润表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	17,907	23,647	33,499	46,794	59,881
%增长率	32.4%	32.1%	41.7%	39.7%	28.0%
营业成本	13,460	16,951	22,661	30,884	38,324
%营业收入	75.2%	71.7%	67.6%	66.0%	64.0%
毛利	4,447	6,696	10,839	15,910	21,557
%营业收入	24.8%	28.3%	32.4%	34.0%	36.0%
税金及附加	130	125	177	247	317
%营业收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	305	381	556	765	986
%营业收入	1.7%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%
管理费用	725	1,065	1,509	2,107	2,697
%营业收入	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	1,272	1,591	2,010	2,808	3,593
%营业收入	7.1%	6.7%	6.0%	6.0%	6.0%
财务费用	47	49	123	190	268
%营业收入	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	2,086	3,750	6,849	10,782	14,789
%营业收入	11.6%	15.9%	20.4%	23.0%	24.7%
其他收益	291	521	641	963	1,189
投资收益	4	3	5	8	9
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	5	0	0	0
信用减值损失	-47	-87	-87	-50	-137
资产减值损失	-189	-287	-287	-110	-226
资产处置收益	0	-5	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,028	3,635	6,737	10,603	14,532
%增长率	45.1%	79.2%	85.3%	57.4%	37.0%
营业外收支	-5	-11	-11	-11	-11
利润总额	2,023	3,624	6,725	10,592	14,521
%增长率	44.7%	79.1%	85.6%	57.5%	37.1%
所得税	145	345	561	946	1,254
所得税率	7.1%	9.5%	8.3%	8.9%	8.6%
合并报表的净利润	1,879	3,279	6,164	9,646	13,267
少数股东损益	1	3	5	8	11
归属于母公司股东的净利润	1,878	3,276	6,159	9,638	13,255
%增长率	34.3%	74.5%	88.0%	56.5%	37.5%
净利率	10.5%	13.9%	18.4%	20.6%	22.1%

现金流量表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	1,878	3,276	6,159	9,638	13,255
少数股东损益	1	3	5	8	11
非现金支出	1,511	1,679	2,987	3,766	5,315
非经营收益	52	-2	191	271	360
营运资金变动	-460	-1,117	-1,447	-1,820	-1,944
经营活动现金净流	2,982	3,838	7,896	11,863	16,997
资本开支	-2,523	-3,760	-8,631	-11,465	-14,298
投资	0	0	0	0	0
其他	598	4	-1,305	8	9
投资活动现金净流	-1,925	-3,756	-9,936	-11,456	-14,289
股权融资	31	0	1,655	0	0
债权融资	133	207	4,672	3,500	2,500
其中:长期借款	170	102	3,000	2,500	2,000
短期借款	-390	5	1,500	1,000	500
股利分配与偿付利息	-543	-846	-2,181	-3,449	-4,733
其他	-10	-11	65	0	0
筹资活动现金净流	-389	-650	4,210	51	-2,233
现金净流量	701	-555	2,150	458	476

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、iFind、浦银国际预测

资产负债表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,553	998	3,149	3,607	4,083
应收票据	512	552	782	1,093	1,399
应收账款	3,806	5,250	7,350	10,252	13,021
其他应收款	42	81	115	161	206
存货	3,395	5,140	6,584	8,967	10,997
其他流动资产	1,547	1,632	2,091	2,570	3,121
流动资产	10,854	13,654	20,072	26,650	32,826
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	12,396	13,339	18,522	25,357	33,567
在建工程	888	1,851	2,610	3,566	4,640
无形资产	585	639	721	797	867
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	576	1,097	2,410	2,392	2,373
非流动资产	14,448	16,929	24,267	32,114	41,449
资产总计	25,302	30,583	44,339	58,765	74,276
短期借款	10	15	1,515	2,515	3,015
应付票据	1,663	1,691	2,260	3,081	3,823
应付账款	2,687	3,934	5,260	7,168	8,895
其他应付款	1,522	2,238	2,991	4,077	5,059
其他流动负债	1,608	2,146	2,864	3,509	4,177
流动负债	7,489	10,024	14,890	20,350	24,969
长期借款	2,577	2,679	5,679	8,179	10,179
应付债券	0	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0	0
其他长期负债	590	699	856	856	856
非流动负债	3,167	3,378	6,535	9,035	11,035
负债总计	10,656	13,402	21,425	29,385	36,004
股本	513	667	681	681	681
资本公积	6,196	6,042	7,683	7,683	7,683
归母所有者权益	14,617	17,149	22,877	29,335	38,216
少数股东权益	29	31	36	44	56
所有者权益合计	14,646	17,181	22,914	29,379	38,272
负债股东权益合计	25,302	30,583	44,339	58,765	74,276

主要财务比率

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
净资产收益率 (摊薄)	12.8%	19.1%	26.9%	32.9%	34.7%
总资产收益率	7.8%	11.7%	16.5%	18.7%	19.9%
投入资本收益率	10.8%	16.4%	20.2%	23.9%	25.7%
合并报表净利率	10.5%	13.9%	18.4%	20.6%	22.2%
毛利率	24.8%	28.3%	32.4%	34.0%	36.0%
成长能力					
营业总收入增长率	32.4%	32.1%	41.7%	39.7%	28.0%
EBIT增长率	45.3%	79.7%	82.7%	57.4%	37.2%
归母净利润增长率	34.3%	74.5%	88.0%	56.5%	37.5%
总资产增长率	11.9%	20.9%	45.0%	32.5%	26.4%
资产管理能力					
应收账款周转天数	69.3	68.9	67.7	67.7	70.0
存货周转天数	81.3	90.6	93.1	90.6	93.8
应付账款周转天数	63.2	70.3	73.0	72.4	75.4
固定资产周转天数	225.9	195.9	171.2	168.8	177.1
总资产周转天数	481.6	425.4	402.6	396.6	399.9
偿债能力					
资产负债率	42.1%	43.8%	48.3%	50.0%	48.5%
净资产负债率	72.8%	78.0%	93.5%	100.0%	94.1%
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8
EBIT利息保障倍数	26.1	48.3	46.2	40.2	41.3

图表 2：深南电路(002916.CH) 2Q26 业绩详情

人民币百万元	2Q26	1Q26	环比	2Q25	同比
营业总收入	8,701	6,596	31.9%	5,671	53.4%
毛利润	2,820	1,924	46.6%	1,564	80.3%
归母净利润	1401	850	64.8%	869	61.3%
扣除非经常性损益后的 归母净利润	1390	849	63.6%	780	78.1%

利润率	2Q26	1Q26	环比 百分点	2Q25	同比 百分点
毛利率	32.4%	29.2%	3.2	27.6%	4.8
归母净利率	16.1%	12.9%	3.2	15.3%	0.8
扣非归母净利率	16.0%	12.9%	3.1	13.8%	2.2

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：SPDBI 财务预测变动：深南电路（002916.CH）

百万元 (RMB)	2026E				2027E				2028E		
	新预测	前预测	差异		新预测	前预测	差异		新预测	前预测	差异
营业收入	33,499	32,295	3.7%		46,794	42,185	10.9%		59,881	50,871	17.7%
毛利润	10,839	9,489	14.2%		15,910	13,052	21.9%		21,557	18,094	19.1%
营业利润	6,737	6,333	6.4%		10,603	9,161	15.7%		14,532	13,489	7.7%
归母净利润	6,159	5,430	13.4%		9,638	7,919	21.7%		13,255	11,775	12.6%

利润率	百分点				百分点				百分点		
毛利率	32.4%	29.4%	3.0		34.0%	30.9%	3.1		36.0%	35.6%	0.4
营业利润率	20.1%	19.6%	0.5		22.7%	21.7%	0.9		24.3%	26.5%	-2.2
归母净利率	18.4%	16.8%	1.6		20.6%	18.8%	1.8		22.1%	23.1%	-1.0

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 4：SPDBI 目标价：深南电路（002916.CH）

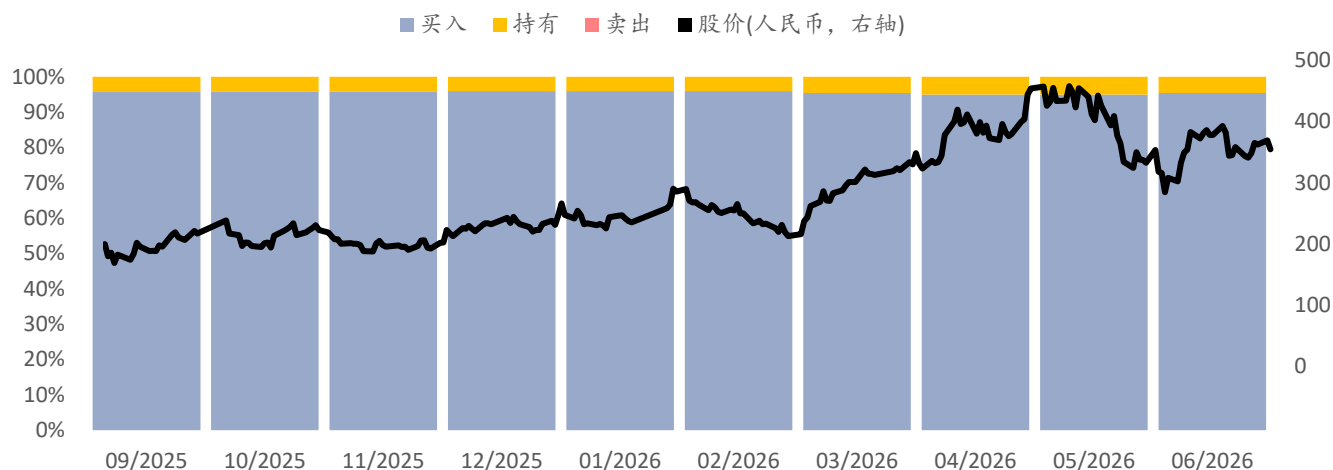


注：截至 2026 年 9 月 1 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

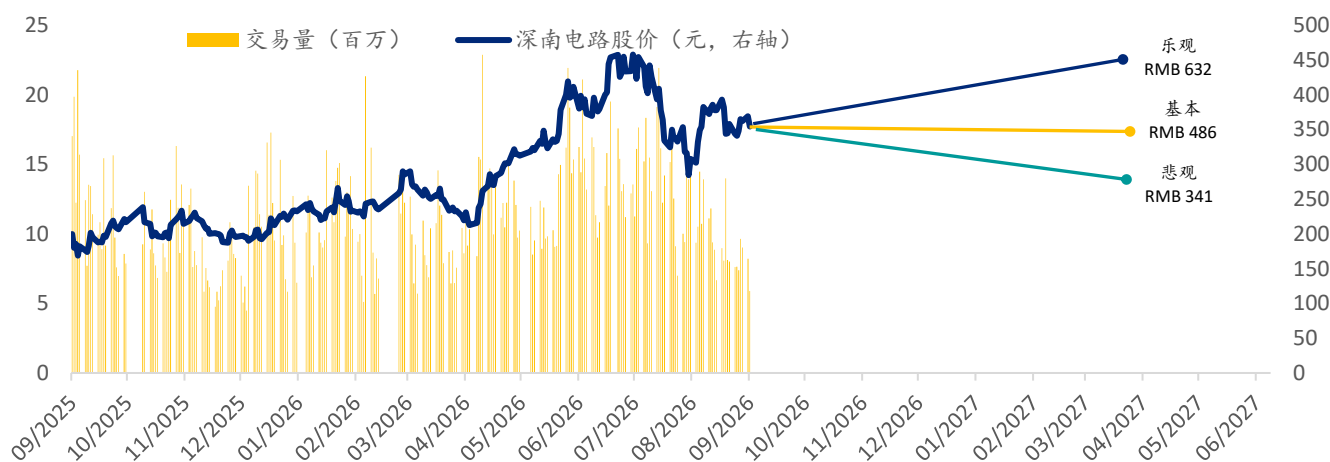
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5：市场普遍预期：深南电路（002916.CH）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：SPDBI 情景假设：深南电路（002916.CH）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：632 元

概率：15%

- AI 算力基础设施建设进度超预期；
- ABF 类产品客户认证及导入节奏超预期；
- 主要原材料价格大幅波动及物料短缺风险可控；
- 新产线建设扩产或产能爬坡进展顺利；
- 海外工厂生产磨合及运营管理风险可控。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：341 元

概率：15%

- AI 算力基础设施建设进度慢于预期；
- ABF 类产品客户认证及导入节奏不及预期；
- 主要原材料价格大幅波动及物料短缺风险；
- 新产线建设扩产或产能爬坡进度慢于预期；
- 海外工厂生产磨合及运营管理风险。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。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士。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。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

