

2023年05月03日

# 深南电路 (002916.SZ)

## 公司快报

电子 | PCBIII

投资评级

**增持-A(首次)**

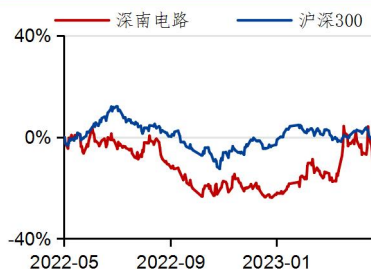
股价(2023-04-28)

82.26 元

### 交易数据

总市值(百万元)	42,189.31
流通市值(百万元)	41,918.91
总股本(百万股)	512.88
流通股本(百万股)	509.59
12个月价格区间	96.04/72.80

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.36	6.23	-13.18
绝对收益	-10.9	2.59	-12.86

分析师

孙远峰

 SAC 执业证书编号: S0910522120001  
 sunyuanfeng@huajinsec.com

分析师

王海维

 SAC 执业证书编号: S0910523020005  
 wanghaiwei@huajinsec.com

### 相关报告

## 需求疲弱短期承压, 服务器 PCB/载板助力高端渗透

### 投资要点

公司发布 2023 年第一季度报告。23Q1 实现营收 27.85 亿元, 同减 16.01%, 环减 20.6%; 归母净利润 2.06 亿元, 同减 40.69%, 环减 54.93%; 扣非归母净利润 1.79 亿元, 同减 44.83%, 环减 55.28%; 毛利率 23.05%, 同减 3.74pcts, 环减 0.71pcts。根据公司 2022 年年报, 2022 年实现营收 139.92 亿元, 同增 0.36%; 归母净利润 16.4 亿元, 同增 10.74%; 扣非归母净利润 14.98 亿元, 同增 17.83%; 毛利率 25.52%, 同增 1.81pcts。

### ◆ PCB: 海外通信和汽车稳定增长趋势, AI 服务器渗透驱动高速 PCB 量价提升

2022 年 PCB 业务实现营收 88.25 亿元, 同增 1.01%, 增长主要来自于海外通信及汽车电子领域; 占营收比重为 63.06%, 同增 0.4pcts; 毛利率 28.12%, 同增 2.84pcts。PCB 业务以通信设备为核心, 重点布局数据中心和汽车电子等领域; 当前公司背板样品最高层数可达 120 层, 批量生产层数可达 68 层, 处于行业领先地位。依据 2023 年 3 月投资者活动纪要, 得益于南通三期工厂产能爬坡顺利(产能利用率超 40%)以及市场开拓力度的加大, 汽车电子订单同增 60%。数据中心领域, Whitley 平台用 PCB 产品占比持续提升, 并已配合客户完成新一代 EGS 平台用 PCB 样品研发且具备批量生产能力, 现已逐步进入中小批量供应阶段。2022 年 PCB 业务海外销售占比 40%。我们认为, 伴随 AI 服务器的逐渐渗透, 有望带来相关高速 PCB 板的量与价提升。

### ◆ 封装基板: FC-BGA 技术实现突破, 工厂建设推进顺利

2022 年封装基板业务实现营收 25.2 亿元, 同增 4.35%; 占营收比重为 18.01%, 同增 0.69pcts; 毛利率 26.98%, 同减 2.11pcts, 毛利率降低主要系无锡工厂连线爬坡导致单位固定成本分摊增加以及 22H2 消费需求低迷。公司现已具备 FC-BGA 封装基板中阶产品样品制造能力, 目前已有产品送样验证; 高阶产品技术研发按期顺利推进。技术能力建设方面, 公司 FC-CSP 封装基板产品在 MSAP 和 ETS 工艺方面达到行业先进技术能力; RF 封装基板产品取得了显著技术突破, 实现了产品全系列覆盖。新项目建设方面, 无锡基板二期工厂已于 2022 年 9 月连线投产并进入产能爬坡阶段。广州封装基板项目一期部分厂房及配套主体结构已封顶, 预计将于 2023Q4 连线投产。

### ◆ 电子装联: 销售模式结构优化带来毛利率提升, 非通信领域取得突破

2022 年电子装联业务实现营收 17.44 亿元, 同减 10.08%; 占营收比重为 12.47%, 同减 1.44pcts; 毛利率 13.15%, 同增 0.59pcts, 依据 2023 年 3 月投资者活动纪要, 毛利率提升主要系 Turnkey、Consign 两种销售模式占比变化。2022 年公司加大了非通信领域客户的开发力度, 在数据中心、工控医疗、汽车电子领域均取得相应突破。

### ◆ 投资建议: 我们公司预测 2023 年至 2025 年营业收入分别为 155.86/182.28/207.55 亿元, 增速分别为 11.4%/16.9%/13.9%; 归母净利润分别为 18.48/22.58/25.83 亿



元，增速分别为 12.7%/22.2%/14.4%；对应 PE 分别为 22.8/18.7/16.3 倍。公司厂房建设顺利，叠加下游需求回暖，产品出货量有望增加，首次覆盖，给予增持-A 建议。

◆ **风险提示：**下游需求恢复不及预期，产能释放不及预期，市场竞争加剧

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13,943	13,992	15,586	18,228	20,755
YoY(%)	20.2	0.4	11.4	16.9	13.9
净利润(百万元)	1,481	1,640	1,848	2,258	2,583
YoY(%)	3.5	10.7	12.7	22.2	14.4
毛利率(%)	23.7	25.5	24.9	25.5	25.7
EPS(摊薄/元)	2.89	3.20	3.60	4.40	5.04
ROE(%)	17.4	13.4	13.6	14.7	14.8
P/E(倍)	28.5	25.7	22.8	18.7	16.3
P/B(倍)	5.0	3.4	3.1	2.8	2.4
净利率(%)	10.6	11.7	11.9	12.4	12.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7270	8578	10303	12443	14869	<b>营业收入</b>	13943	13992	15586	18228	20755
现金	620	1913	2869	4086	5710	营业成本	10637	10422	11705	13573	15417
应收票据及应收账款	3015	3137	3425	3866	4117	营业税金及附加	86	87	95	109	122
预付账款	16	49	55	75	85	营业费用	233	253	265	306	345
存货	2527	2341	2661	2994	3429	管理费用	543	673	734	853	971
其他流动资产	1094	1137	1293	1421	1528	研发费用	782	820	901	1083	1214
<b>非流动资产</b>	9522	12149	12582	12831	13109	财务费用	107	-6	5	12	37
长期投资	4	4	4	4	4	资产减值损失	-186	-188	-94	-73	-42
固定资产	7789	9138	9237	9320	9385	公允价值变动收益	0	4	-5	0	0
无形资产	407	557	591	630	683	投资净收益	10	22	15	9	3
其他非流动资产	1322	2449	2749	2877	3037	<b>营业利润</b>	1617	1723	1940	2369	2710
<b>资产总计</b>	16792	20727	22885	25273	27978	营业外收入	4	4	1	0	0
<b>流动负债</b>	5948	6708	7428	8072	8705	营业外支出	11	7	2	0	0
短期借款	350	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	1609	1720	1939	2369	2710
应付票据及应付账款	3254	2931	3396	3748	4158	所得税	128	80	91	111	127
其他流动负债	2343	3777	4032	4323	4547	<b>税后利润</b>	1481	1640	1848	2258	2584
<b>非流动负债</b>	2325	1765	1852	1852	1852	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	1368	1175	1261	1261	1261	<b>归属母公司净利润</b>	1481	1640	1848	2258	2583
其他非流动负债	957	591	591	591	591	EBITDA	2522	2787	2809	3300	3700
<b>负债合计</b>	8272	8474	9280	9923	10557						
少数股东权益	3	3	4	4	4	<b>主要财务比率</b>					
股本	489	513	513	513	513	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	3675	6189	6189	6189	6189	<b>成长能力</b>					
留存收益	4395	5547	6817	8369	10145	营业收入(%)	20.2	0.4	11.4	16.9	13.9
归属母公司股东权益	8517	12249	13601	15346	17416	营业利润(%)	-0.5	6.6	12.6	22.1	14.4
<b>负债和股东权益</b>	16792	20727	22885	25273	27978	归属于母公司净利润(%)	3.5	10.7	12.7	22.2	14.4
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	23.7	25.5	24.9	25.5	25.7
						净利率(%)	10.6	11.7	11.9	12.4	12.4
						ROE(%)	17.4	13.4	13.6	14.7	14.8
						ROIC(%)	13.5	11.0	11.9	12.9	13.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	49.3	40.9	40.6	39.3	37.7
						流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7
						速动比率	0.6	0.8	0.9	1.1	1.2
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
						应收账款周转率	5.3	4.5	4.8	5.0	5.2
						应付账款周转率	3.8	3.4	3.7	3.8	3.9
						<b>估值比率</b>					
						P/E	28.5	25.7	22.8	18.7	16.3
						P/B	5.0	3.4	3.1	2.8	2.4
						EV/EBITDA	17.6	15.3	14.4	11.9	10.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

孙远峰、王海维声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)