

深南电路 (002916.SZ)

持续优化产品布局及产能建设, PCB与封装基板业务稳定发展

| 财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 13,943 | 13,992 | 15,462 | 17,162 | 19,273 |
| 增长率 yoy (%) | 20.2 | 0.4 | 10.5 | 11.0 | 12.3 |
| 归母净利润(百万元) | 1,481 | 1,640 | 1,820 | 2,058 | 2,369 |
| 增长率 yoy (%) | 3.5 | 10.7 | 11.0 | 13.1 | 15.1 |
| ROE (%) | 17.4 | 13.4 | 13.4 | 13.6 | 14.0 |
| EPS 最新摊薄(元) | 2.89 | 3.20 | 3.55 | 4.01 | 4.62 |
| P/E(倍) | 26.6 | 24.0 | 21.7 | 19.2 | 16.6 |
| P/B(倍) | 4.6 | 3.2 | 2.9 | 2.6 | 2.3 |

资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价

事件。4月27日, 公司发布 2023 年第一季度业绩报告。2023 年 Q1 公司实现营业收入 27.85 亿元, 同比下降 16.01%; 实现归母净利润 2.06 亿元, 同比下降 40.69%。

持续优化产品布局, PCB 及封装基板业务稳定运营。2023Q1, 行业需求持续处于相对低位, 叠加春节假期、无锡工厂投产等影响, 公司 2023 年第一季度业绩有所下降。2023 年 Q1 公司实现营业收入 27.85 亿元, 同比下降 16.01%; 实现归母净利润 2.06 亿元, 同比下降 40.69%; 扣非后归母净利润 1.79 亿元, 同比下降 44.83%。受通信、数据中心、消费电子等领域需求较弱、部分下游客户去库存等因素影响, 当前市场整体需求较为平淡。但得益于公司持续推进工厂内部精益改善及质量能力提升, 毛利率水平较为稳定。2022 年公司 PCB 业务毛利率达 28.12%, 同比增长 2.84 pct; 2023 年 Q1 公司整体销售毛利率达 23.05%, 环比 2022 年 Q4 保持稳定。

加大研发投入, FCBGA 封装基板技术突破, 加速国产化进程。2022 年公司封装基板业务实现营收 25.20 亿元, 同比增长 4.35%, 毛利率达 26.98%。报告期内, 公司发生研发费用 8.20 亿元, 同比提升 4.9%, 持续加大研发投入, 不断提升产品技术。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; FC-BGA 封装基板已具备中阶产品样品制造能力, 已有部分产品交付客户送样认证, 高阶产品技术研发按期顺利推进, 并且封装基板业务进一步提升关键产品良率, 有效降低了市场需求下行对业务利润造成的不利影响。

积极布局产能建设, 实现长期稳健增长。公司积极布局厂房建设, 其中无锡基板二期项目于 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已完成部分封顶, 预计 2023 年 Q4 连线投产; 南通三期厂房 2022 年已实现单月盈利。由于各地厂房前期建设投入较高, 公司 2022 年业绩受到不利影响, 但随着厂房逐渐投产, 产能利用率逐步提高, 公司营收业绩将稳步增长。

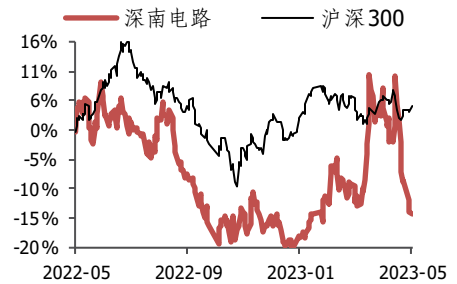
盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 18.20/20.58/23.69 亿元, 2023-2025 年 EPS 分别为 3.55/4.01/4.62 元, 当

买入 (首次评级)

股票信息

| | |
|----------------------|-----------|
| 行业 | 电子 |
| 2023 年 5 月 8 日收盘价(元) | 76.89 |
| 总市值(百万元) | 39,435.15 |
| 流通市值(百万元) | 39,182.41 |
| 总股本(百万股) | 512.88 |
| 流通股本(百万股) | 509.59 |
| 近 3 月日均成交额(百万元) | 541.02 |

股价走势



作者

分析师 侯宾

执业证书编号: S1070522080001

邮箱: houbin@cqws.com

相关研究

前股价对应 PE 分别为 22/19/17 倍。随着公司加大汽车电子领域开拓力度，数通需求回升，我们看好公司未来业绩发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产能扩张后爬坡不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；新产品开发风险。

内容目录

| | |
|--|---|
| 1. 持续优化产品布局，助力公司业务长期稳健发展..... | 4 |
| 2. 加大研发投入，积极布局产能建设，加速 FCBGA 封装基板国产化进程..... | 4 |
| 3. 盈利预测与投资评级..... | ! |
| 4. 风险提示..... | ! |

图表目录

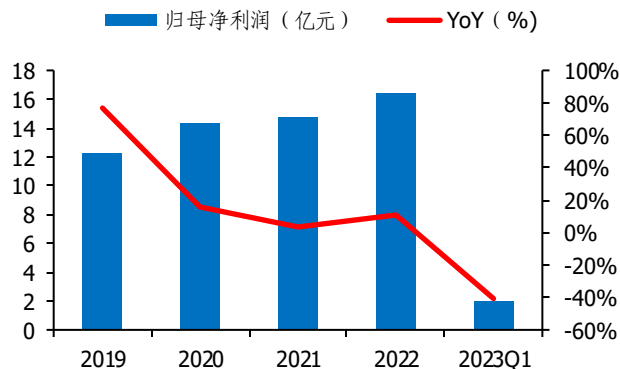
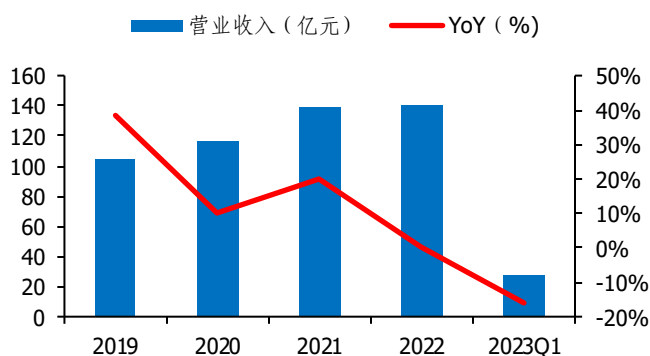
| | |
|---|-------|
| 图表 1: 公司 2019-2023Q1 营业收入及增速 (亿元, %) | |
| 图表 2: 公司 2019-2023Q1 归母净利润及增速 (亿元, %) | |
| 图表 3: 公司 2019-2023Q1 销售净利率及销售毛利率 (%) | |
| 图表 4: 公司 2018-2023Q1 研发费用及研发费用率水平 (亿元, %) | |

1. 持续优化产品布局，助力公司业务长期稳健发展

2022 年公司实现营业收入 139.92 亿元，同比增长 0.39%；实现归母净利润 16.40 亿元，同比增长 10.75%。2023 年第一季度，行业仍处于需求低位，受通信、数据中心、消费电子等领域需求较弱、部分下游客户去库存等因素影响，当前市场整体需求较为平淡。公司 2023Q1 实现营业收入 27.85 亿元，同比下降 16.01%；实现归母净利润 2.06 亿元，同比下降 40.69%；扣非后归母净利润 1.79 亿元，同比下降 44.83%。

图表1: 公司 2019-2023Q1 营业收入及增速 (亿元, %)

图表2: 公司 2019-2023Q1 归母净利润及增速 (亿元, %)

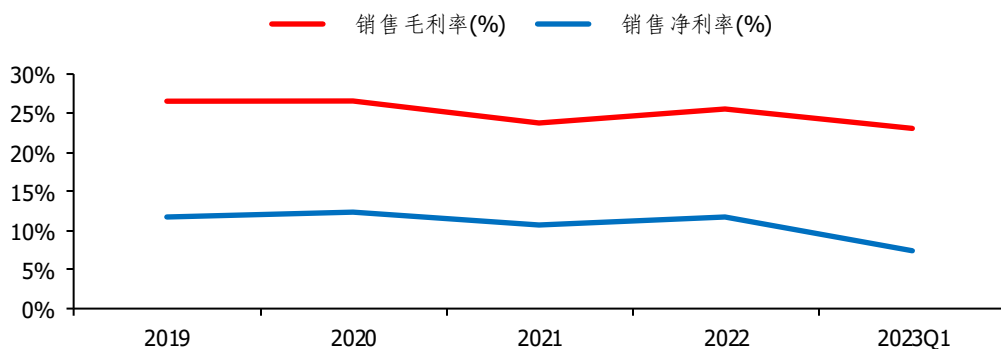


资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

得益于公司持续推进工厂内部精益改善及质量能力提升，毛利率水平较为稳定。2022 年公司 PCB 业务毛利率达 28.12%，同比增长 2.84 pct；PCBA 业务受业务结构变化影响，低毛利率产品占比下降，PCBA 业务毛利率环比上升。2023 年 Q1 公司整体销售毛利率达 23.05%，环比 2022 年 Q4 保持稳定。

图表3: 公司 2019-2023Q1 销售净利率及销售毛利率 (%)



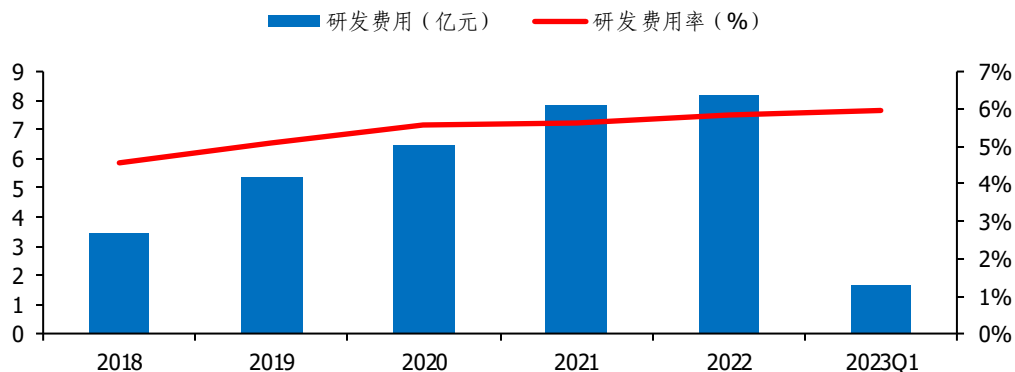
资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

2. 加大研发投入，积极布局产能建设，加速 FCBGA 封装基板国产化进程

FCBGA 封装基板技术不断突破，加速国产化进程。公司持续加大研发投入，不断提升 PCB 板及封装基板技术升级。报告期内，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；FC-BGA 封装基板已具备中阶产品样品制造能力，已有部分产品交付客户送样认证，高阶产品技术研发按期顺利推进。

图表4: 公司 2018-2023Q1 研发费用及研发费用率水平 (亿元, %)



资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院

积极布局产能建设，提升产能利用率，实现长期稳健增长。公司积极布局厂房建设，其中无锡基板二期项目于 2022 年 9 月连线投产并进入产能爬坡阶段，目前产能利用率达两成以上；广州封装基板项目一期已完成部分封顶，预计 2023 年 Q4 连线投产；南通三期厂房 2022 年已实现单月盈利，产能利用率达 50%+。由于各地厂房前期建设投入较高，公司 2022 年业绩受到不利影响，但随着厂房逐渐投产，产能利用率逐步提高，公司营收业绩将稳步增长。

3. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 18.20/20.58/23.69 亿元，2023-2025 年 EPS 分别为 3.55/4.01/4.62 元，当前股价对应 PE 分别为 22/19/17 倍。随着公司加大汽车电子领域开拓力度，数通需求回升，我们看好公司未来业绩发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 风险提示

产能扩张后爬坡不及预期风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；新产品开发风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 7270 | 8578 | 9353 | 10712 | 12711 |
| 现金 | 620 | 1913 | 2114 | 2689 | 3746 |
| 应收票据及应收账款 | 3015 | 3137 | 3026 | 3911 | 4052 |
| 其他应收款 | 37 | 38 | 44 | 47 | 56 |
| 预付账款 | 16 | 49 | 23 | 57 | 33 |
| 存货 | 2527 | 2341 | 3046 | 2909 | 3725 |
| 其他流动资产 | 1057 | 1099 | 1099 | 1099 | 1099 |
| 非流动资产 | 9522 | 12154 | 12223 | 12363 | 12669 |
| 长期投资 | 4 | 4 | 3 | 3 | 2 |
| 固定资产 | 7789 | 9138 | 9374 | 9618 | 9996 |
| 无形资产 | 407 | 557 | 582 | 616 | 656 |
| 其他非流动资产 | 1321 | 2455 | 2263 | 2126 | 2015 |
| 资产总计 | 16792 | 20732 | 21576 | 23075 | 25380 |
| 流动负债 | 5948 | 6708 | 6418 | 6526 | 7151 |
| 短期借款 | 350 | 0 | 635 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 3254 | 2931 | 3453 | 3646 | 4404 |
| 其他流动负债 | 2343 | 3777 | 2330 | 2880 | 2747 |
| 非流动负债 | 2325 | 1769 | 1545 | 1328 | 1123 |
| 长期借款 | 1368 | 1175 | 951 | 734 | 529 |
| 其他非流动负债 | 957 | 594 | 594 | 594 | 594 |
| 负债合计 | 8272 | 8477 | 7963 | 7855 | 8274 |
| 少数股东权益 | 3 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 股本 | 489 | 513 | 513 | 513 | 513 |
| 资本公积 | 3675 | 6189 | 6189 | 6189 | 6189 |
| 留存收益 | 4395 | 5550 | 6793 | 8199 | 9822 |
| 归属母公司股东权益 | 8517 | 12252 | 13608 | 15215 | 17100 |
| 负债和股东权益 | 16792 | 20732 | 21576 | 23075 | 25380 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 2342 | 3180 | 2557 | 3131 | 3241 |
| 净利润 | 1481 | 1640 | 1821 | 2059 | 2370 |
| 折旧摊销 | 847 | 1062 | 929 | 1042 | 1169 |
| 财务费用 | 107 | -6 | 28 | 25 | 27 |
| 投资损失 | -10 | -22 | -12 | -15 | -16 |
| 营运资金变动 | -344 | 95 | -289 | -67 | -338 |
| 其他经营现金流 | 261 | 411 | 81 | 87 | 29 |
| 投资活动现金流 | -2481 | -3614 | -987 | -1165 | -1459 |
| 资本支出 | 2658 | 3378 | 998 | 1183 | 1476 |
| 长期投资 | -3 | 0 | 1 | 1 | 0 |
| 其他投资现金流 | 181 | -237 | 11 | 17 | 17 |
| 筹资活动现金流 | 261 | 1697 | -2004 | -755 | -725 |
| 短期借款 | 118 | -350 | 635 | -635 | 0 |
| 长期借款 | 308 | -193 | -224 | -216 | -205 |
| 普通股增加 | -0 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 15 | 2514 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -181 | -297 | -2416 | 96 | -520 |
| 现金净增加额 | 115 | 1292 | -434 | 1210 | 1057 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 13943 | 13992 | 15462 | 17162 | 19273 |
| 营业成本 | 10637 | 10422 | 11534 | 12752 | 14205 |
| 营业税金及附加 | 86 | 87 | 96 | 106 | 123 |
| 销售费用 | 233 | 253 | 277 | 302 | 351 |
| 管理费用 | 543 | 673 | 736 | 819 | 929 |
| 研发费用 | 782 | 820 | 923 | 1064 | 1266 |
| 财务费用 | 107 | -6 | 28 | 25 | 27 |
| 资产和信用减值损失 | -186 | -188 | -79 | -89 | -29 |
| 其他收益 | 238 | 142 | 187 | 189 | 173 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 4 | 3 | 4 | 3 |
| 投资净收益 | 10 | 22 | 12 | 15 | 16 |
| 资产处置收益 | 1 | -1 | -5 | -2 | -2 |
| 营业利润 | 1617 | 1723 | 1987 | 2211 | 2533 |
| 营业外收入 | 4 | 4 | 4 | 4 | 8 |
| 营业外支出 | 11 | 7 | 15 | 5 | 7 |
| 利润总额 | 1609 | 1720 | 1976 | 2210 | 2533 |
| 所得税 | 128 | 80 | 155 | 151 | 163 |
| 净利润 | 1481 | 1640 | 1821 | 2059 | 2370 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 归属母公司净利润 | 1481 | 1640 | 1820 | 2058 | 2369 |
| EBITDA | 2543 | 2853 | 2912 | 3239 | 3639 |
| EPS (元/股) | 2.89 | 3.20 | 3.55 | 4.01 | 4.62 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 20.2 | 0.4 | 10.5 | 11.0 | 12.3 |
| 营业利润 (%) | -0.5 | 6.6 | 15.3 | 11.3 | 14.5 |
| 归属母公司净利润 (%) | 3.5 | 10.7 | 11.0 | 13.1 | 15.1 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 23.7 | 25.5 | 25.4 | 25.7 | 26.3 |
| 净利率 (%) | 10.6 | 11.7 | 11.8 | 12.0 | 12.3 |
| ROE (%) | 17.4 | 13.4 | 13.4 | 13.6 | 14.0 |
| ROIC (%) | 13.3 | 11.2 | 11.6 | 12.5 | 12.8 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 49.3 | 40.9 | 36.9 | 34.0 | 32.6 |
| 净负债比率 (%) | 30.4 | 8.9 | 0.5 | -9.0 | -15.4 |
| 流动比率 | 1.2 | 1.3 | 1.5 | 1.6 | 1.8 |
| 速动比率 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 1.2 | 1.2 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 5.8 | 5.1 | 5.5 | 5.5 | 5.4 |
| 应付账款周转率 | 6.3 | 5.9 | 5.9 | 6.0 | 6.0 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 2.89 | 3.20 | 3.55 | 4.01 | 4.62 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 4.57 | 6.20 | 4.99 | 6.10 | 6.32 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 16.61 | 23.89 | 26.44 | 29.44 | 33.08 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 26.6 | 24.0 | 21.7 | 19.2 | 16.6 |
| P/B | 4.6 | 3.2 | 2.9 | 2.6 | 2.3 |
| EV/EBITDA | 16.5 | 14.1 | 13.5 | 11.7 | 10.0 |

资料来源: ifind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 5 月 8 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 公司评级 | | 行业评级 | |
|------|----------------------------------|------|-----------------------|
| 买入 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上 | 强于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场 |
| 增持 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间 | 中性 | 预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间 | 弱于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场 |
| 卖出 | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上 | | |

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686