

投资评级 优于大市 维持

一季度受需求疲弱影响，业绩承压

股票数据

04月27日收盘价(元)	82.00
52周股价波动(元)	72.00-99.91
总股本/流通A股(百万股)	513/510
总市值/流通市值(百万元)	42056/41786

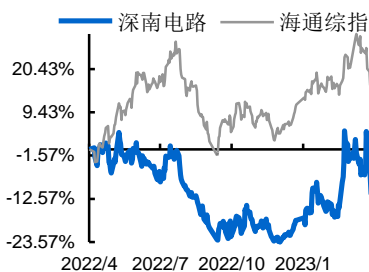
相关研究

 《PCB 业务平稳增长，IC 载板能力突破》
 2023.03.16

《高基数&需求波动业绩承压，盈利能力稳步提升》2022.11.04

 《毛利率全面改善，净利润实现良好增速》
 2022.09.15

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-14.2	3.2	5.9
相对涨幅 (%)	-13.6	4.5	10.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@haitong.com

证书:S0850517090006

分析师:杨彤昕

Tel:010-56760095

Email:ytx12741@haitong.com

证书:S0850522030004

投资要点:

- 事件:** 深南电路发布一季报。2023 Q1 实现收入 27.85 亿元, 同比下滑 16.01%, 归母净利润 2.06 亿元, 同比下滑 40.69%, 扣非归母净利润 17.9 亿元, 同比下滑 44.83%。毛利率 23.05%, 同比下滑 3.74pp。我们判断一季度通信、IC 载板受到下游需求影响, 产能利用率同比承压, 新工厂 2022 年下半年投产也带来一定成本压力。
- 存货略微上涨, 费用率基本持平。** 23Q1 末存货 24.73 亿, 较年初上涨 1.32 亿。一季度销售费用率为 2.6%, 同比增长 0.63pp; 管理费用率为 4.19%, 同比下滑 0.43pp; 研发费用率为 5.96%, 同比增长 0.14pp; 财务费用率为 0.65%, 同比增长 0.44pp。整体费用率较去年同期同比上调 0.38pp。
- 需求周期波动或逐步见底。** 我们认为 2023 年通用算力市场需求预计随着国内算网建设、技术升级有望边际转暖, 国内 AIGC 浪潮或将加速转暖进度。
- 投资持续坚定布局未来。** 公司载板新增产能建设稳步推进, 广州一期投资预计将于 Q4 连线投产, 数据中心方面, 公司已配合主要客户完成新一代平台服务器 PCB 研发, 现已逐步进入中小批量供应阶段, 有能力快速满足客户后续大批量供应需求。在高阶封装基板产品领域, 公司现有工厂已具备 FC-CSP 封装基板的批量生产能力和 FC-BGA 基板样品制造能力, 后续将进一步加快技术能力突破和市场开发。
- 盈利预测与投资建议。** 在 5G 通信、物联网、人工智能、自动驾驶、智能网联等技术及新型应用的驱动下, 封装基板、高多层板、HDI 板、刚挠结合板等产品的需求量将日益上升, 数据中心业务发展前景广阔。我们认为数通市场、封装基板长期需求增长趋势不变, 关注公司作为龙头厂商卡位领先技术布局。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 163.03 亿元、188.99 亿元和 212.81 亿元, 归母净利润分别为 19.44 亿元、23.87 亿元和 27.45 亿元, 对应 EPS 分别为 3.79 元、4.65 元、5.35 元。参考可比公司估值, 给予 2022 年 PE 区间为 25-30 倍, 对应合理价值区间 94.74 元-113.69 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 广州基板厂建设进度不及预期; 上游成本剧烈波动的风险; 南通三期爬产进度不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13943	13992	16303	18899	21281
(+/-)YoY(%)	20.2%	0.4%	16.5%	15.9%	12.6%
净利润(百万元)	1481	1640	1944	2387	2745
(+/-)YoY(%)	3.5%	10.7%	18.5%	22.8%	15.0%
全面摊薄 EPS(元)	2.89	3.20	3.79	4.65	5.35
毛利率(%)	23.7%	25.5%	25.8%	26.1%	26.2%
净资产收益率(%)	17.4%	13.4%	14.2%	15.5%	15.7%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)				PE(X)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002463.SZ	沪电股份	15.03	285	0.56	0.72	0.88	1.12	27	21	17	13
300308.SZ	中际旭创	32.63	261	1.09	1.55	1.83	2.21	30	21	18	15
002281.SZ	光迅科技	22.04	154	0.81	0.91	1.05	1.19	27	24	21	19
002436.SZ	兴森科技	11.65	197	0.37	0.36	0.45	0.60	32	32	26	19
							平均	45	37	32	25

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价日期为 2023 年 4 月 27 日; EPS 为 Wind 一致预期

表 2 深南电路收入拆分预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	13992	16303	18899	21281
YoY	0.36%	16.51%	15.92%	12.60%
分项收入:				
印制电路板 (百万元)	8825	9764	10763	11794
YoY	1.01%	10.64%	10.23%	9.57%
电子装联 (百万元)	1744	2006	2307	2653
YoY	-10.08%	15.00%	15.00%	15.00%
封装基板 (百万元)	2520	3500	4645	5475
YoY	4.35%	38.91%	32.71%	17.87%
其他产品	394	473	568	681
YoY	20.09%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务收入 (百万元)	509	560	616	678
YoY	-2.58%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	13992	16303	18899	21281
每股收益	3.20	3.79	4.65	5.35	营业成本	10422	12094	13964	15695
每股净资产	23.88	26.60	30.08	34.17	毛利率%	25.5%	25.8%	26.1%	26.2%
每股经营现金流	6.20	5.61	6.72	7.70	营业税金及附加	87	101	118	132
每股股利	0.00	1.07	1.17	1.27	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	253	277	302	330
P/E	25.65	21.64	17.62	15.32	营业费用率%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%
P/B	3.43	3.08	2.73	2.40	管理费用	673	774	888	1000
P/S	3.01	2.58	2.23	1.98	管理费用率%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%
EV/EBITDA	13.41	13.99	11.74	10.10	EBIT	1738	2111	2550	2932
股息率%	0.0%	1.3%	1.4%	1.5%	财务费用	-6	41	41	41
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
毛利率	25.5%	25.8%	26.1%	26.2%	资产减值损失	-162	-226	-224	-252
净利润率	11.7%	11.9%	12.6%	12.9%	投资收益	22	18	22	26
净资产收益率	13.4%	14.2%	15.5%	15.7%	营业利润	1723	2046	2513	2889
资产回报率	7.9%	8.5%	9.3%	9.6%	营业外收支	-3	-7	-9	-9
投资回报率	11.1%	12.3%	13.4%	13.8%	利润总额	1720	2039	2504	2880
盈利增长 (%)					EBITDA	2817	3099	3677	4199
营业收入增长率	0.4%	16.5%	15.9%	12.6%	所得税	80	95	117	135
EBIT 增长率	4.6%	21.4%	20.8%	15.0%	有效所得税率%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
净利润增长率	10.7%	18.5%	22.8%	15.0%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1640	1944	2387	2745
资产负债率	40.9%	40.6%	39.9%	38.8%					
流动比率	1.28	1.19	1.20	1.27	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.92	0.82	0.82	0.88	货币资金	1913	1378	1560	2303
现金比率	0.29	0.18	0.18	0.25	应收账款及应收票据	3137	3656	4238	4772
经营效率指标					存货	2341	2716	3137	3525
应收帐款周转天数	72.26	72.26	72.26	72.26	其它流动资产	1186	1199	1215	1230
存货周转天数	81.98	81.98	81.98	81.98	流动资产合计	8578	8949	10150	11830
总资产周转率	0.68	0.71	0.74	0.74	长期股权投资	4	4	4	4
固定资产周转率	1.53	1.58	1.66	1.73	固定资产	9138	10315	11380	12300
					在建工程	1517	2017	2317	2517
					无形资产	557	726	869	1017
					非流动资产合计	12149	14009	15532	16815
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	20727	22958	25682	28644
净利润	1640	1944	2387	2745	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	2931	3402	3928	4414
非现金支出	1267	1213	1351	1519	预收账款	3	3	3	4
非经营收益	131	17	13	11	其它流动负债	3775	4142	4552	4932
营运资金变动	143	-297	-307	-324	流动负债合计	6708	7546	8483	9350
经营活动现金流	3180	2877	3445	3951	长期借款	1175	1175	1175	1175
资产	-3372	-2839	-2644	-2544	其它长期负债	591	591	591	591
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	1765	1765	1765	1765
其他	-242	18	22	26	负债总计	8474	9311	10248	11115
投资活动现金流	-3614	-2822	-2622	-2518	实收资本	513	513	513	513
债权募资	679	0	0	0	归属于母公司所有者权益	12249	13643	15430	17524
股权募资	2530	0	0	0	少数股东权益	3	4	4	5
其他	-1512	-591	-641	-691	负债和所有者权益合计	20727	22958	25682	28644
融资活动现金流	1697	-591	-641	-691					
现金净流量	1292	-536	183	742					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余伟民 通信行业
杨彤昕 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 光迅科技,中国联通,沪电股份,深南电路,大族激光,天孚通信,中国移动,锐捷网络,源杰科技,三环集团,烽火通信,亨通光电,博创科技,迪普科技,中瓷电子,长光华芯,星网锐捷,中兴通讯,光库科技,锐科激光,华测导航,拓邦股份,移远通信,亿联网络,浩瀚深度,紫光股份,广和通,工业富联,威胜信息,杰普特

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。