

深南电路 (002916 CH)

二季度业绩强劲：销售创新高，利润率扩张；维持“买入”评级

深南电路发布了强劲的 2025 年二季度业绩。公司收入增速提升，同时利润率改善，尤其是核心 PCB 业务表现亮眼。二季度收入为 57 亿元人民币，创历史新高，同、环比增长 30%、19%，超出彭博一致预期 6%。净利润为 8.69 亿元，同、环比增 43%、77%，超出彭博一致预期 41%。毛利率环比提升 2.8 个百分点至 27.6%，净利率创下 15.5% 的历史新高（去年同期、上季度分别为 13.9%、10.3%）。鉴于公司在 AI 服务器、数据中心及汽车电子等高增长领域的战略布局，维持“买入”评级。公司的泰国产线、南通四期项目及现有工厂技改带来产能的持续扩张，叠加研发投入稳定在销售额的 6%-7%，这将持续巩固公司的竞争优势，并支撑其长期增长。目标价上调至 235 元人民币。

■ **印制电路板业务：作为公司的核心增长驱动力，业务板块利润率持续扩张。**上半年印制电路板业务营收（占总销售额 60%）创 63 亿元新高，同比增长 29%，较去年下半年增长 11%。该增长主要受无线通信基础设施、数据中心及汽车应用强劲需求推动，三者收入合计已达到 75%。受益于产品结构优化、产能利用率提升的拉动，印制电路板业务的毛利率从 2024 财年的 31.6% 显著上升至上半年 34.4%。我们预计公司 2025 年印制电路板业务的收入将同比增长 35% 至 141 亿元，毛利率维持在 34.4%，较上半年持平。

■ **封装基板：存储需求强劲推动销售额创新高，产能爬坡致利润率承压。**受存储产品需求回暖驱动，上半年封装基板业务的销售额为 17 亿元（占总收入的 17%），同比增长 9%、较去年下半年增长 10%。因广州新工厂产能爬坡以及原材料成本上升的影响，板块毛利率同比下降 10.3 个百分点至 15.1%。管理层表示该业务亏损较 2024 年下半年有所收窄，上半年毛利率已环比改善 4.4 个百分点，呈现逐步复苏趋势。我们预计公司 2025 年封装基板销售额将达到 37 亿元，毛利率回升至 17%。

■ **维持“买入”评级，目标价上调至 235 元，基于 33.7 倍 2026 年预测市盈率，较五年历史均值高出约 1 个标准差，反映行业上行周期动能（此前为 31 倍，与 5 年历史均值持平）。考虑到需求超预期增长以及利润率扩张，我们将公司 2025/26 年收入预测上调 5%/11%，净利润预测上调 25%/15%。**潜在风险包括：1) 下游市场需求复苏不及预期；2) 产能瓶颈；3) 上游原材料价格波动。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	13,526	17,907	22,676	27,543	32,581
同比增长 (%)	(3.3)	32.4	26.6	21.5	18.3
毛利率 (%)	23.4	24.8	26.9	26.3	26.8
净利润(百万人民币)	1,398.1	1,877.6	3,030.4	3,573.5	4,535.0
同比增长 (%)	(14.8)	34.3	61.4	17.9	26.9
每股收益(人民币)	2.72	3.66	5.91	6.97	8.84
市盈率(倍)	72.9	54.1	33.5	28.4	22.4
股本回报率 (%)	11.0	13.5	19.1	19.2	20.7

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	235.00 人民币
(旧目标价)	146.81 人民币
潜在升幅	18.7%
当前股价	198.00 人民币

中国半导体

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

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

蒋嘉豪
(852) 39163739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	101,554.2
3月平均流通量(百万人民币)	1,670.6
52周内股价高/低(人民币)	198.00/67.53
总股本(百万)	512.9

资料来源：FactSet

股东结构

深天科技控股(深圳)有限公司	64.0%
易方达基金	4.8%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	37.0%	24.6%
3-月	132.9%	89.9%
6-月	96.7%	63.0%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 招银国际预测 vs. 彭博一致预期

人民币百万元	招银国际预测			彭博一致预期			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	22,676	27,543	32,581	21,442	25,159	29,468	6%	9%	11%
毛利	6,089	7,255	8,729	5,446	6,538	7,729	12%	11%	13%
净利润	3,030	3,574	4,535	2,314	2,981	3,922	31%	20%	16%
每股收益 (人民币)	5.9	7.0	8.8	3.8	4.9	5.9	54%	43%	50%
毛利率	26.9%	26.3%	26.8%	25.4%	26.0%	26.2%	1.5 ppt	0.4 ppt	0.6 ppt
净利率	13.4%	13.0%	13.9%	10.8%	11.8%	13.3%	2.6 ppt	1.1 ppt	0.6 ppt

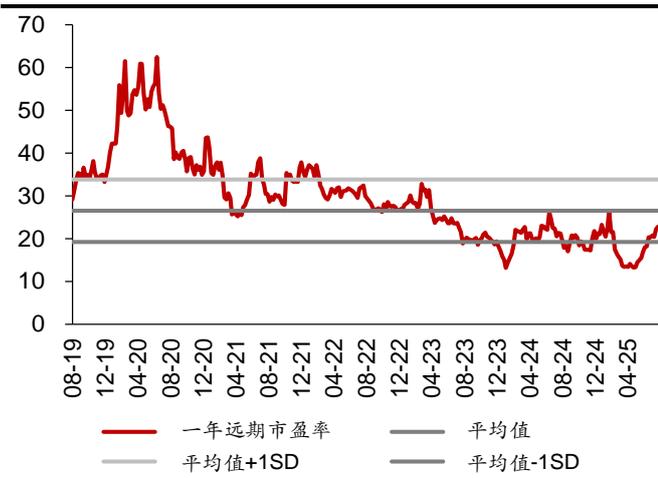
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际最新预测 vs. 过往预测

人民币百万元	最新预测			过往预测			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	22,676	27,543	32,581	21,551	24,838	28,208	5%	11%	16%
毛利	6,089	7,255	8,729	5,409	6,433	7,390	13%	13%	18%
净利润	3,030	3,574	4,535	2,430	3,102	3,714	25%	15%	22%
每股收益 (人民币)	5.9	7.0	8.8	4.7	6.1	7.3	25%	15%	22%
毛利率	26.9%	26.3%	26.8%	25.1%	25.9%	26.2%	1.8 ppt	0.4 ppt	0.6 ppt
净利率	13.4%	13.0%	13.9%	11.3%	12.5%	13.2%	2.1 ppt	0.5 ppt	0.8 ppt

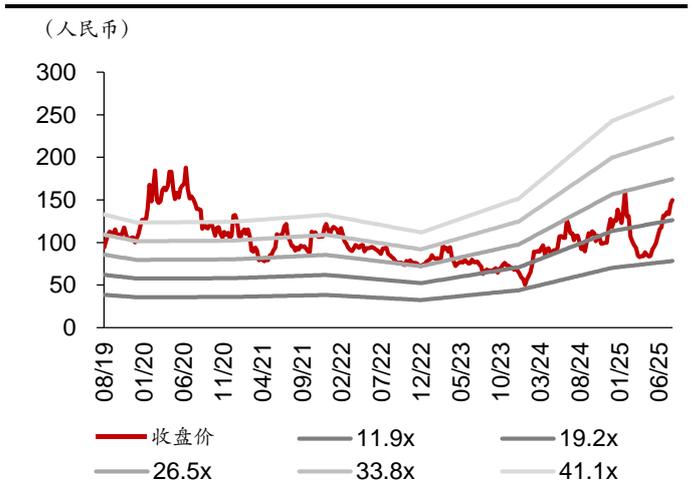
资料来源: 招银国际环球市场预测

图 3: 深南电路一年远期市盈率区间



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 深南电路动态市盈率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 5: 同业对比

公司名称	股票代码	市值 (百万美元)	价格 (本地货币)	市盈率 (倍)			每股收益 (美元)		
				FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
生益电子	688183 CH	9,076	77.80	55.2	34.8	25.9	0.20	0.31	0.42
鹏鼎控股	002938 CH	19,440	59.80	31.6	25.1	21.3	0.27	0.33	0.39
景旺电子	603228 CH	8,447	63.89	39.7	31.5	25.6	0.23	0.28	0.35
沪电股份	002463 CH	18,558	68.79	36.0	27.0	21.9	0.27	0.36	0.44
胜宏科技	300476 CH	32,337	267.29	45.2	30.7	23.4	0.83	1.22	1.60
方正科技	600601 CH	5,202	8.68	108.5	82.7	66.8	0.01	0.02	0.02
平均值				52.7	38.6	30.8	0.3	0.4	0.5

资料来源: 彭博; 数据截至 2025 年 8 月 29 日

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	13,992	13,526	17,907	22,676	27,543	32,581
销售成本	(10,422)	(10,357)	(13,460)	(16,587)	(20,288)	(23,852)
毛利	3,571	3,170	4,447	6,089	7,255	8,729
运营费用	(1,691)	(1,558)	(2,141)	(2,374)	(2,941)	(3,365)
销售	(926)	(870)	(1,030)	(1,282)	(1,474)	(1,679)
研发费用	(820)	(1,073)	(1,272)	(1,474)	(1,708)	(1,955)
其他	55	385	161	382	241	268
运营利润	1,880	1,611	2,306	3,715	4,313	5,364
其他收入	4	5	6	3	0	0
其他费用	(7)	(4)	(11)	(12)	0	0
其他盈亏	(163)	(182)	(231)	(299)	(316)	(316)
利息收入	22	12	10	16	25	44
利息支出	(92)	(66)	(80)	(83)	(87)	(95)
其他	77	23	23	29	35	42
税前利润	1,720	1,398	2,023	3,368	3,971	5,039
所得税	(79)	(1)	(145)	(337)	(397)	(504)
税后利润	1,641	1,398	1,879	3,031	3,574	4,535
非控股权益	0	(0)	1	1	0	0
净利润	1,641	1,398	1,878	3,030	3,574	4,535
资产负债表						
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	8,578	8,597	10,854	13,781	17,780	22,668
现金与现金等价物	1,913	853	1,553	2,137	3,756	6,668
应收账款	2,770	3,091	3,806	5,140	6,329	7,060
存货	2,341	2,686	3,395	4,330	5,119	5,990
预付款项	49	8	9	29	24	35
其他流动资产	1,505	1,959	2,091	2,145	2,552	2,915
非流动资产	12,149	14,010	14,448	15,122	15,534	16,162
物业及厂房及设备 (净额)	9,138	10,083	12,396	12,970	13,340	13,741
使用权资产	37	26	9	38	69	100
递延税项	208	272	187	246	283	330
无形资产	557	544	585	570	557	546
商誉	0	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2,209	3,085	1,271	1,297	1,284	1,444
总资产	20,727	22,607	25,302	28,903	33,314	38,829
流动负债	6,708	6,425	7,489	8,526	9,998	11,721
短期债务	0	400	10	34	264	653
应付账款	1,638	2,037	2,687	3,312	3,803	4,300
应付税款	31	42	59	113	130	152
其他流动负债	4,484	3,291	3,933	4,292	4,893	5,553
合同负债	93	212	208	227	275	326
应计费用	462	443	592	548	632	736
非流动负债	1,765	2,995	3,167	3,152	3,252	3,378
长期债务	1,175	2,407	2,577	2,492	2,492	2,492
应付公司债	0	0	0	0	0	0
递延收入	356	372	471	514	593	691
其他非流动负债	235	217	119	145	168	195
总负债	8,474	9,420	10,656	11,678	13,250	15,099
股本	513	513	513	667	667	667
留存收益	5,291	6,179	7,594	10,163	12,992	16,648
其他储备	6,446	6,492	6,510	6,366	6,376	6,386
股东权益总额	12,249	13,184	14,617	17,196	20,034	23,700
少数股东权益	3	3	29	30	30	30
总负债和股东权益	20,727	22,607	25,302	28,903	33,314	38,829

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	1,640	1,398	1,879	3,031	3,574	4,535
折旧摊销	1,062	1,272	1,437	1,733	1,954	2,153
营运资金变化	180	(364)	(1,096)	(1,252)	(972)	(508)
其他	281	268	(5)	(328)	(81)	(42)
净经营现金流	3,163	2,574	2,214	3,185	4,475	6,138
投资现金流						
资本开支	(3,378)	(3,250)	(2,526)	(2,118)	(2,444)	(2,850)
收购与投资	0	0	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	0	0	0	0	0	0
其他	(237)	(311)	601	85	166	175
净投资现金流	(3,614)	(3,561)	(1,925)	(2,033)	(2,278)	(2,675)
融资现金流						
已支付股息	(565)	(589)	(543)	(545)	(832)	(973)
净借贷	(242)	1,117	133	48	230	389
发行股票所得现金	2,530	0	31	0	0	0
其他	(26)	(617)	(10)	(94)	(4)	(4)
净融资现金流	1,697	(89)	(389)	(591)	(606)	(587)
净现金流变动						
年初现金	620	1,912	851	1,551	2,135	3,754
汇率变动	30	(0)	32	14	14	14
其他	1,263	(1,061)	668	570	1,606	2,898
年末现金	1,912	851	1,551	2,135	3,754	6,666
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	0.4%	(3.3%)	32.4%	26.6%	21.5%	18.3%
毛利润	8.0%	(11.2%)	40.3%	36.9%	19.1%	20.3%
经营利润	(1.0%)	(14.3%)	43.1%	61.1%	16.1%	24.3%
净利润	10.8%	(14.8%)	34.3%	61.4%	17.9%	26.9%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	25.5%	23.4%	24.8%	26.9%	26.3%	26.8%
营业利润率	13.4%	11.9%	12.9%	16.4%	15.7%	16.5%
股本回报率	15.8%	11.0%	13.5%	19.1%	19.2%	20.7%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
流动比率 (倍)	1.3	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	61.5	72.9	54.1	33.5	28.4	22.4

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于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作守则的相关定义）（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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策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。