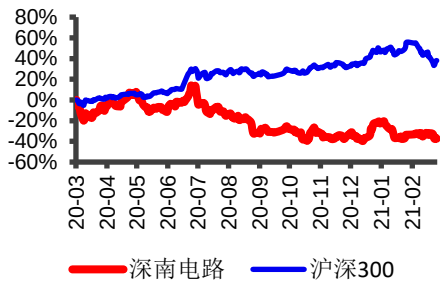
年报符合预期，加强汽车服务器封装基板布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2021-03-14
收盘价（元）	106.42
近 12 个月最高/最低（元）	231.50/102.00
总股本（万股）	4892
流通股本（万股）	4835
流通股比例（%）	98.85%
总市值（亿元）	521
流通市值（亿元）	515

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技
执业证书号：S0010520020001

研究助理：华晋书
执业证书号：S0010119040018
邮箱：huajs@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_行业研究_头部通讯 PCB 厂商深度受益 IDC 基站建设》2020-05-08

2.《华安证券_行业深度_深南电路(002916):通讯 PCB 维持增长，IC 载板打造成长新核心》2020-09-30

事件：

公司披露 2020 年年度报告，实现营业收入 116 亿元，同比增长 10.23%；归属于上市公司股东的净利润 14.3 亿元，同比增长 16.01%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 12.94 亿元，同比增长 12.36%。

主要观点：

Q4 同比环比下滑，产品结构调整精细化管理保障净利率水平

公司 Q4 实现营业收入 26.18 亿元，同比增长-8.66%，环比增长-14.63%；归属于上市公司股东的净利润 3.32 亿元，同比增长-9.14%，环比增长 -11.22%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.91 亿元，同比增长-11.03%，环比增长-14.16%。

本报告期增速放缓主要因素为通讯板业务订单下滑，导致公司整体产品结构发生变化使得营业收入与净利润有一定下降，整体毛利率下滑到 25.69%，但公司依靠产品良率精细化管理等手段使得净利率维持在 12.71%的水平。

通讯板建设进度受影响，IC 载板扩产顺利，汽车板数通板仍可期

我们认为 5G 时代建设总量不会改变，但峰值将会被平滑。其他领域如新能源汽车全球持续超预期，有望进一步带动公司汽车板业务。另外硅麦克风、存储基板、射频基板等，处于高速增长态势，今年将进一步放量。

1）**印制电路板业务**实现营业务收入 83.11 亿元，同比增长 7.56%，占公司营业总收入的 71.64%；毛利率 28.42%。受外部环境影响，通信市场需求有所调整，但公司在客户端始终保持稳定的市场份额，在数据中心、汽车电子、医疗电子等市场有较大突破。其中，数据中心订单超过 10 亿元，占比持续提升。汽车电子市场开发进展顺利，公司与部分国际大客户已建立稳定合作关系，市场订单同比增长 84%，并已启动南通三期汽车专业工厂产线建设。南通数通二期工厂于 2020 年 3 月连线试生产，主要面向中高端通信及服务器领域的客户，目前爬坡进展顺利。南通深南实现营收 19.03 亿元，同比增长 53.41%。

2）**封装基板业务**实现营业务收入 15.44 亿元，同比增长 32.67%，占公司营业总收入的 13.31%；毛利率 28.05%。全球半导体行业态势景气度较高，全球封装基板产能相对紧缺。无锡封装基板工厂产能爬坡有序

推进，运营能力持续提升；客户开发达成预期，为业务持续稳定发展提供了充足动力。声学类微机电系统封装基板产品(MEMS-MIC，即硅麦克风)技术和产量上继续保持领先优势，订单保持稳定增长；指纹类、射频模块类、eMMC、FC-CSP 等封装基板产品订单情况较好。

3）**电子装联业务**实现营业务收入 11.60 亿元，同比下降 4.21%，占公司营业总收入的 10.00%；毛利率 14.61%。受全球新冠肺炎疫情及国际经济环境等因素影响，客户需求及国际贸易节奏均受到一定程度的冲击。公司电子装联业务通过加快通信、医疗电子、汽车电子等市场开发，其中医疗工控和汽车市场订单同比分别增加 33%和 28%。

投资建议

我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别是：137.16 亿元、161.01 亿元、180.23 亿元，归母净利润分别是 16.96 亿元、20.66 亿元、25.49 亿元，对应 EPS 分别为 3.47 元、4.22 元、5.21 元，对应的 PE 分别为 31 倍、25 倍、20 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

产能爬坡预期；5G 建设不及预期；同业竞争加剧。

重要财务指标 单位:百万元

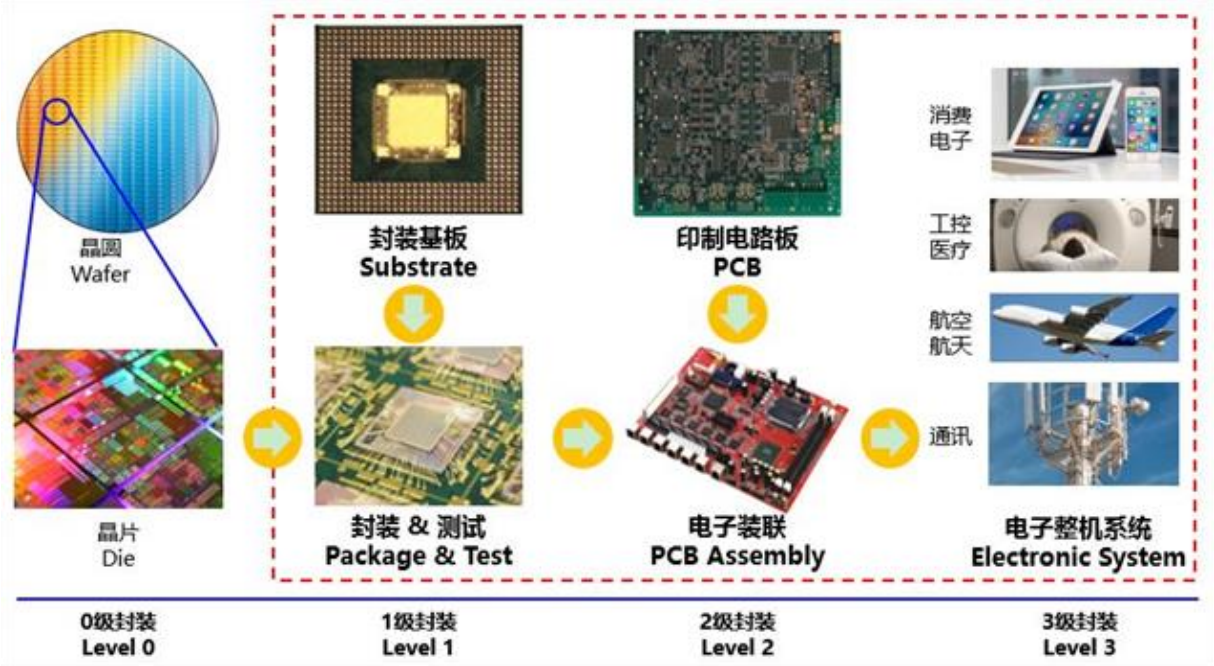
主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11600	13716	16101	18023
收入同比(%)	10%	18%	17%	12%
归属母公司净利润	1430	1696	2066	2549
净利润同比(%)	16%	19%	22%	23%
毛利率(%)	26.5%	27.5%	28.1%	27.9%
ROE(%)	19.2%	18.9%	19.5%	20.2%
每股收益(元)	2.92	3.47	4.22	5.21
P/E	36.41	30.70	25.20	20.43
P/B	7.00	5.79	4.91	4.13
EV/EBITDA	17	25	21	17

资料来源：wind，华安证券研究所

图表目录

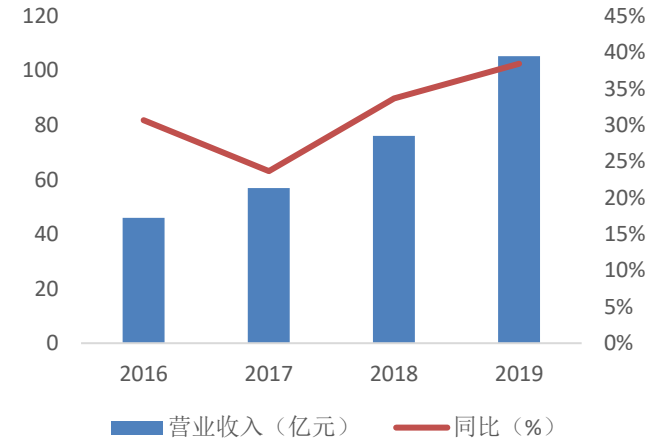
图表 1 公司“3-IN-ONE”业务布局 4
图表 2 2016-2019 公司营业收入及增速 4
图表 3 2016-2019 年公司归母净利润及增速 4
图表 4 2016-2019 年公司毛利率变化 5
图表 5 2016-2019 年公司研发支出 5
图表 6 2016-2019 年公司主营业务收入（亿元） 5
图表 7 2019 年公司主营业务占比 5
图表 8 2018 年公司大客户占比 6
图表 9 2019 年公司大客户占比 6
图表 10 中国通信发展历程 6
图表 11 5G 行业专利报告 6
图表 12 数据时代 5G 特点与应用场景 7
图表 13 历年新增基站数及预测 7
图表 14 4G 基站与 5G 基站 PCB 用量对比 8
图表 15 中国 5G 室内微基站建设数量预测（万个） 8
图表 16 IDC 市场规模与增速 8
图表 17 全球超大规模数据中心个数 9
图表 18 基站中的背板与单板及其组装 9
图表 19 5G+数据中心领域产品 10
图表 20 2018-2020Q1 公司服务器领域 PCB 业务收入 10
图表 21 2018-2020Q1 服务器占公司 PCB 业务收入比例 10
图表 22 南通项目建设进展与产能预计 10
图表 23 封装基板类型 11
图表 24 2014-2019 年全球 IC 载板市场规模及增速 11
图表 25 2014-2019 年我国 IC 载板市场规模及增速 11
图表 26 全球 IC 载板主要厂商市占率 12
图表 27 深南电路与兴森科技 IC 载板业务对比 12
图表 28 封装基板产品及下游应用 12
图表 29 公司 IC 载板产品类型 13
图表 30 封装材料价值量占比 13
图表 31 先进封测增长趋势 14
图表 32 2015-2019 年公司营收及同比增速 14
图表 33 2015-2019 年公司毛利润、同比及毛利率 14
图表 34 公司电子装联产品介绍 15

图表 1 公司“3-In-One”业务布局



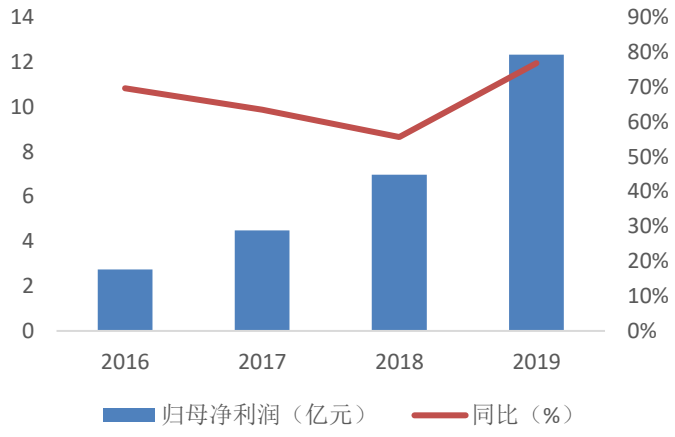
资料来源：深南电路招股说明书，华安证券研究所

图表 2 2016-2019 公司营业收入及增速



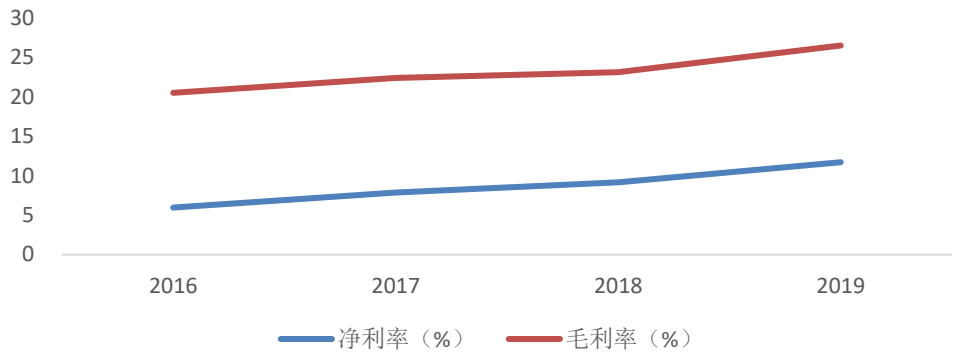
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 2016-2019 年公司归母净利润及增速



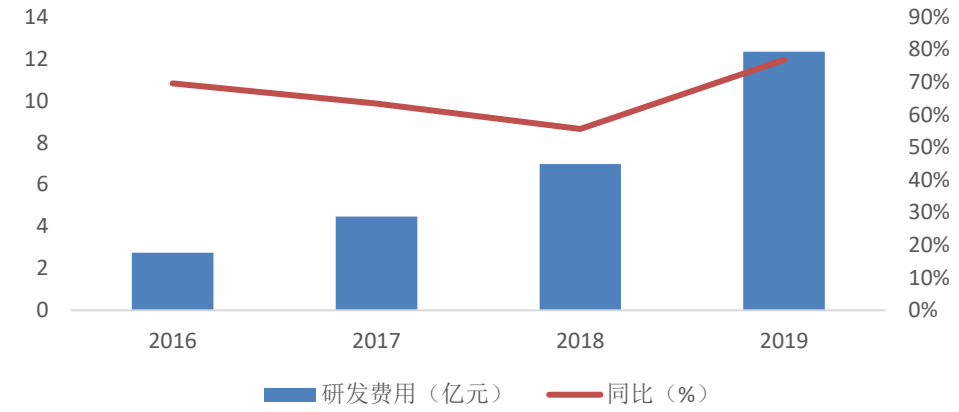
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 2016-2019 年公司毛利率变化



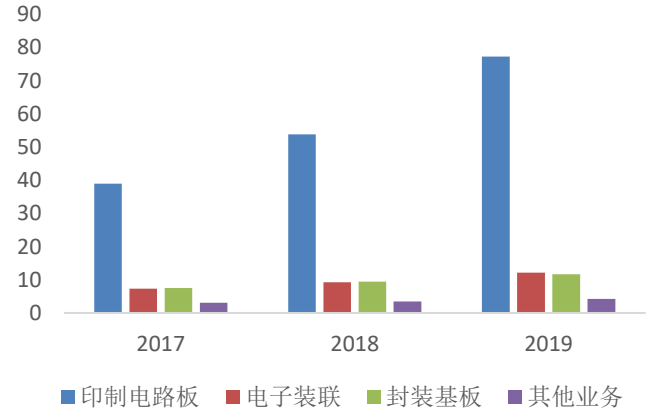
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 2016-2019 年公司研发支出



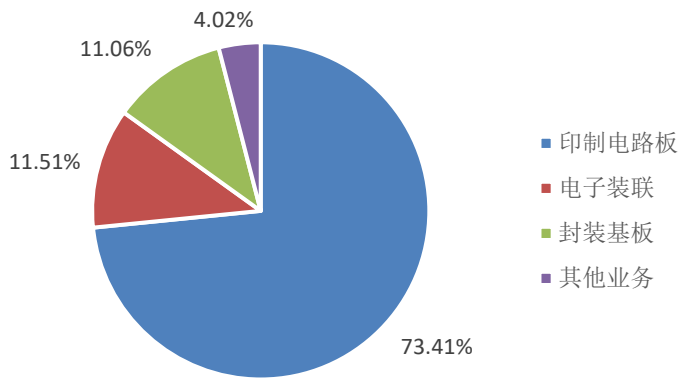
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 2016-2019 年公司主营业务收入（亿元）



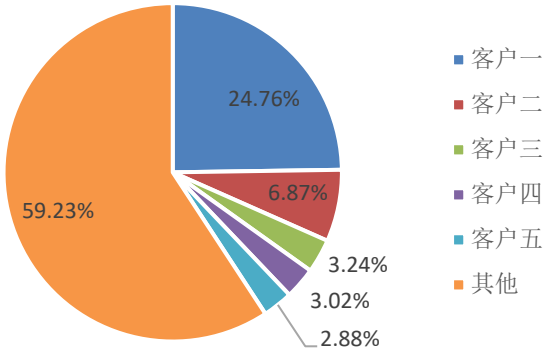
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 2019 年公司主营业务占比



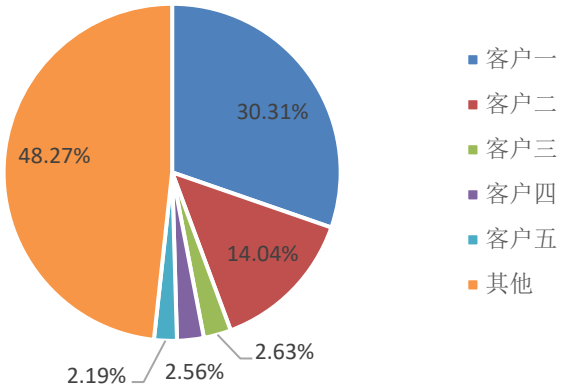
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 2018 年公司大客户占比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 2019 年公司大客户占比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 中国通信发展历程



资料来源：新浪财经，华安证券研究所

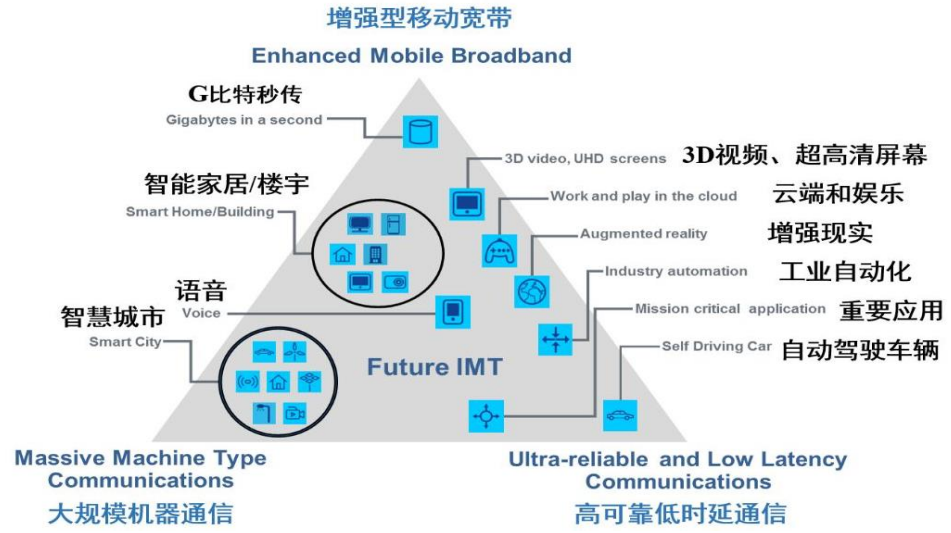
图表 11 5G 行业专利报告

公司	所属国家	专利数
华为	中国	3127
三星	韩国	2795
中兴通讯	中国	2561
LG	韩国	2300
诺基亚	芬兰	2149
爱立信	瑞典	1494
高通	美国	1293

英特尔	美国	870
夏普	日本	747
NTT Docomo	日本	721

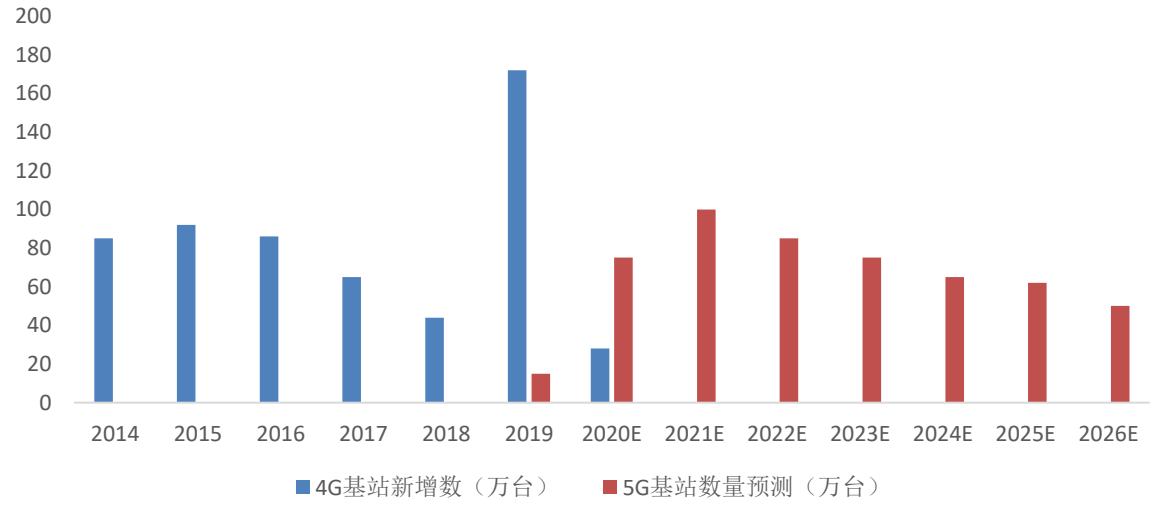
资料来源：IPLvtics，华安证券研究所

图表 12 数据时代 5G 特点与应用场景



资料来源：ITU2000，华安证券研究所

图表 13 历年新增基站数及预测



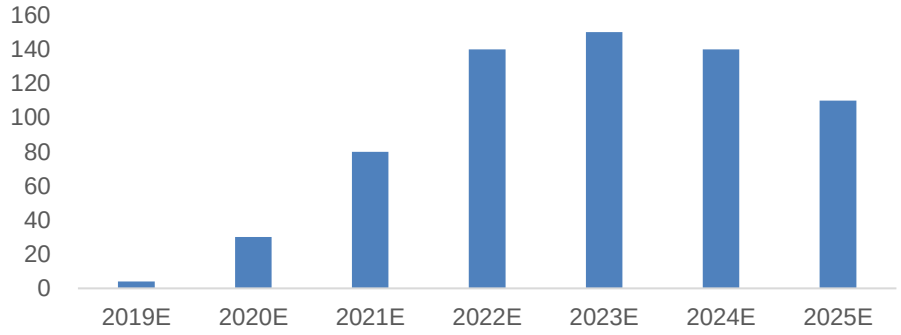
资料来源：中国工信部、赛迪咨询，华安证券研究所

图表 14 4G 基站与 5G 基站 PCB 用量对比

功能			单价（万/m^2）	面积（m^2）	价格（万）
4G 宏基站	RRU		0.3	0.5	0.15
	天线		0.2	0.3	0.06
	BBU		0.5	0.4	0.20
				估计总价	0.41
5G 宏基站	AAU	RRU	0.5	0.9	0.45
		天线	0.25	0.35	0.0875
	BBU		0.9	0.5	0.45
				估计总价	0.9875

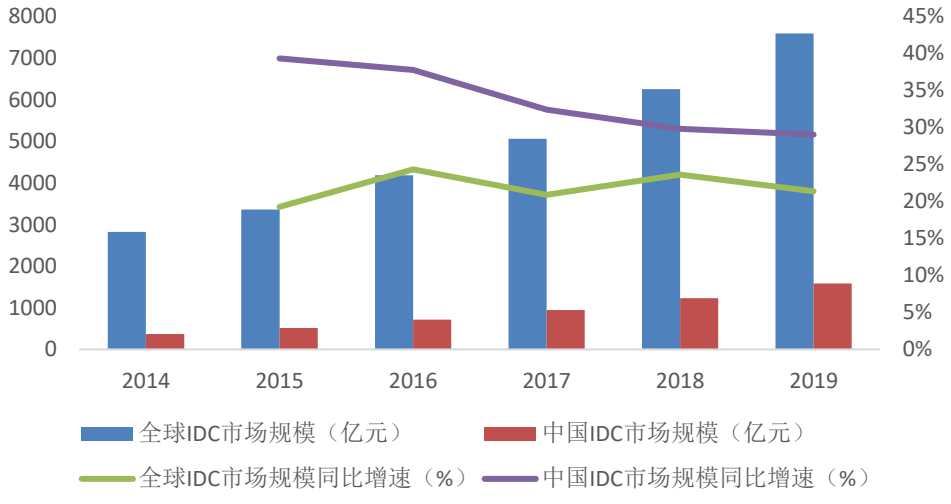
资料来源：华安证券研究所整理

图表 15 中国 5G 室内微基站建设数量预测（万个）



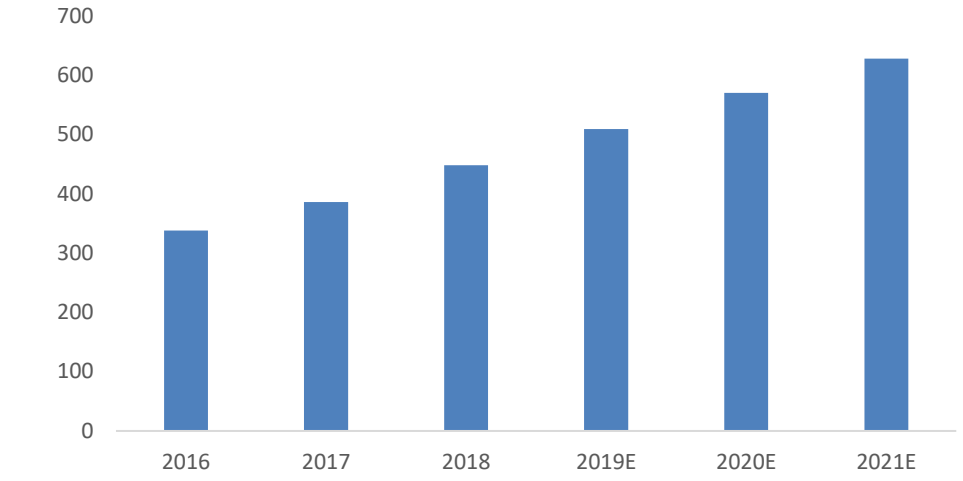
资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

图表 16 IDC 市场规模与增速



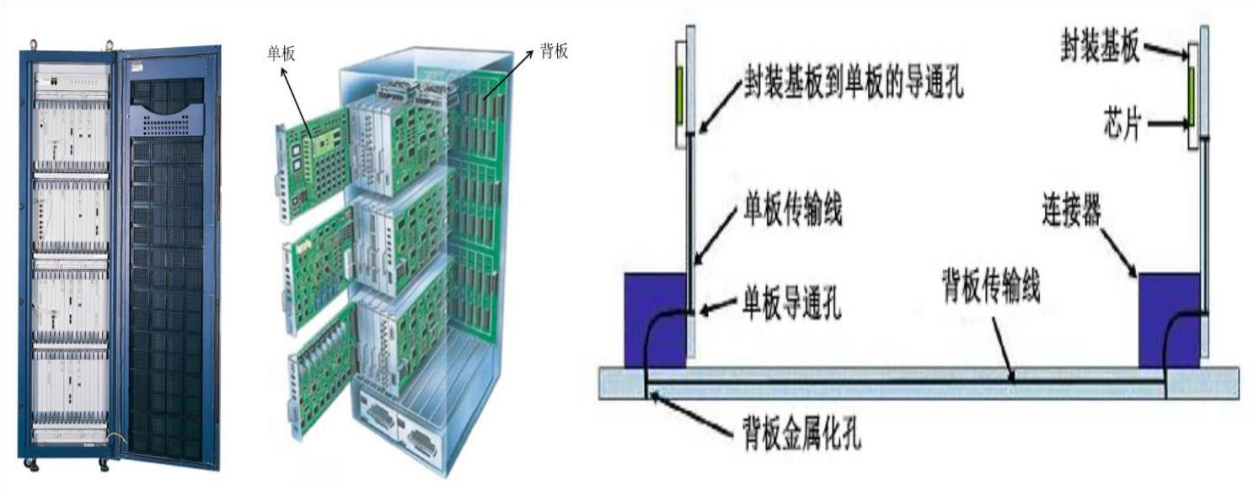
资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

图表 17 全球超大规模数据中心个数



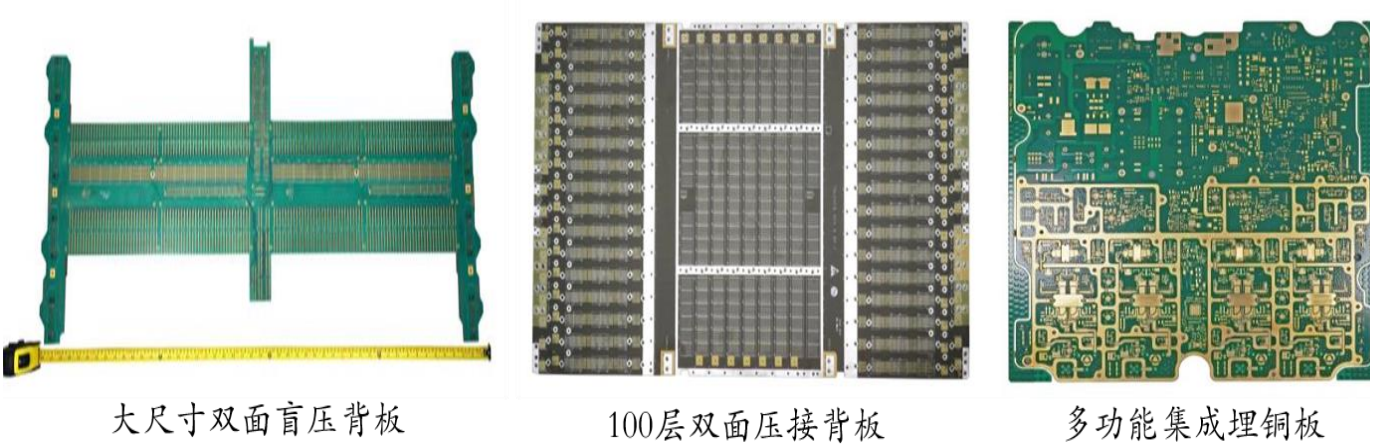
资料来源：思科，华安证券研究所

图表 18 基站中的背板与单板及其组装



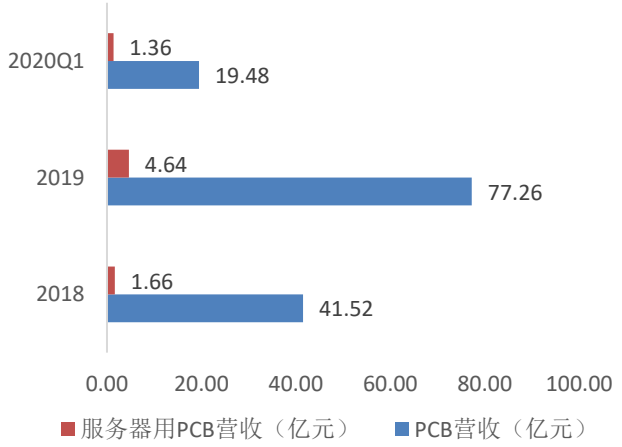
资料来源：深南电路招股说明书，华安证券研究所

图表 19 5G+数据中心领域产品



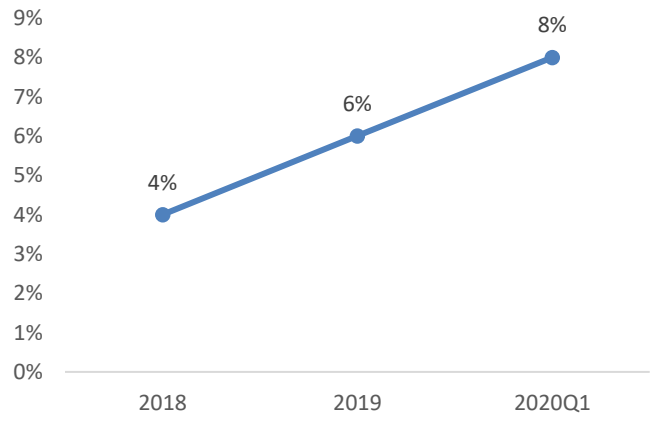
资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 20 2018-2020Q1 公司服务器领域 PCB 业务收入



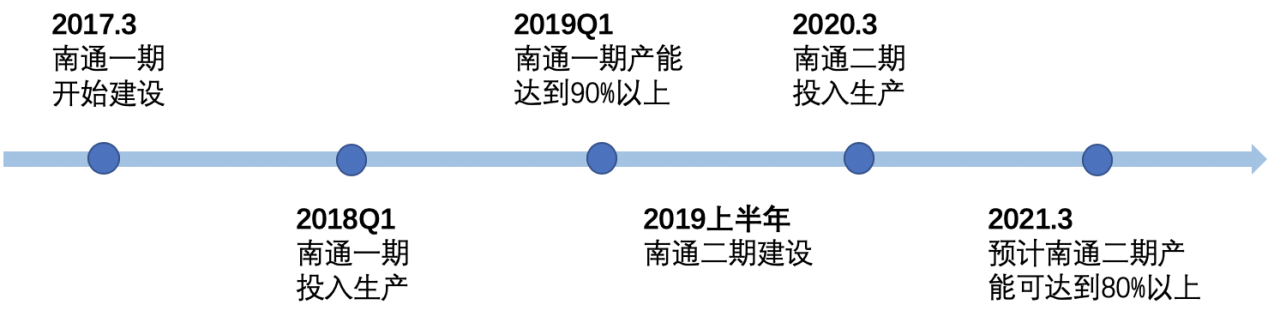
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 21 2018-2020Q1 服务器占公司 PCB 业务收入比例



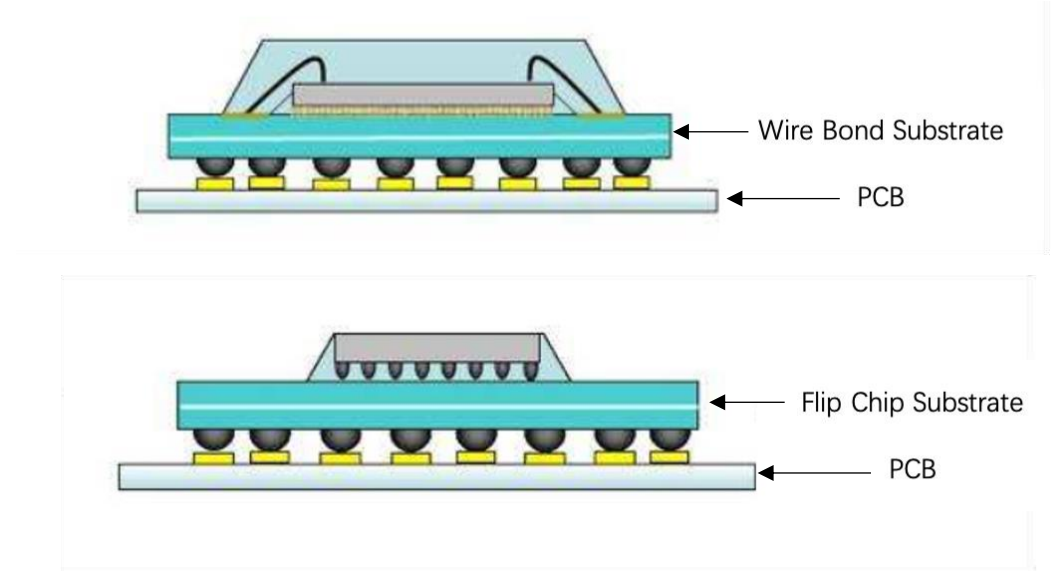
资料来源：wind、华安证券研究所

图表 22 南通项目建设进展与产能预计



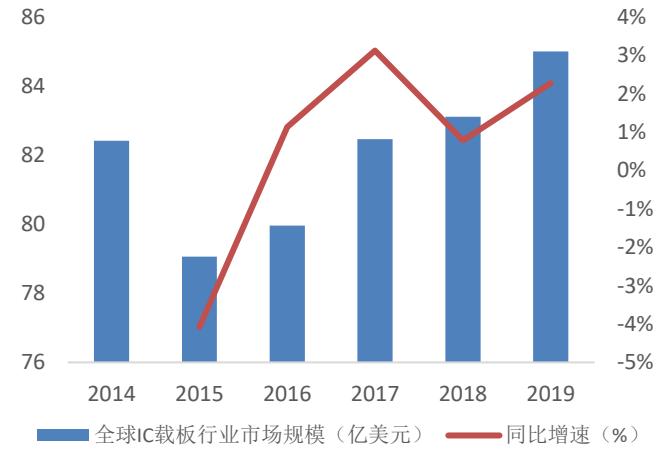
资料来源：华安证券研究所整理

图表 23 封装基板类型



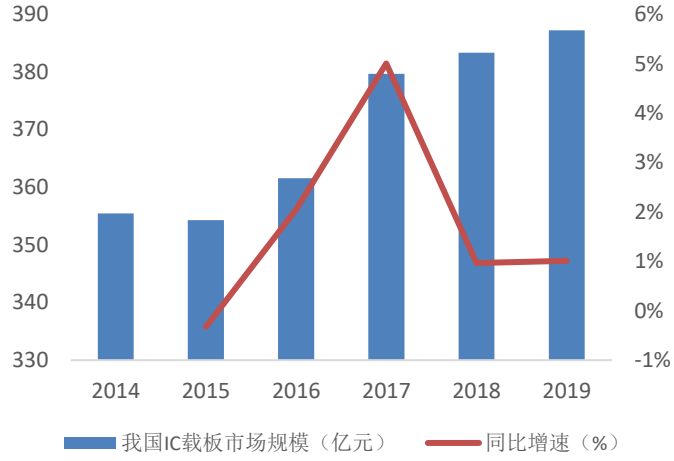
资料来源：RF 社区，华安证券研究所整理

图表 24 2014-2019 年全球 IC 载板市场规模及增速



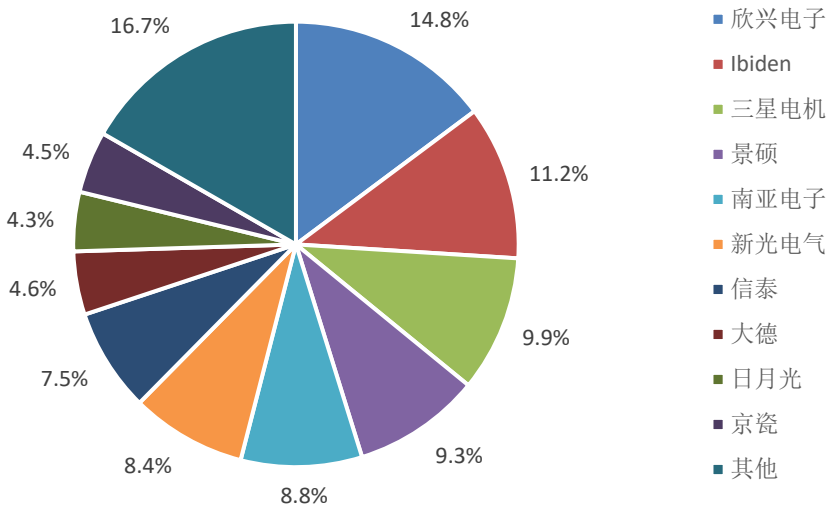
资料来源：Prismark，华安证券研究所

图表 25 2014-2019 年我国 IC 载板市场规模及增速



资料来源：Prismark，华安证券研究所

图表 26 全球 IC 载板主要厂商市占率



资料来源：Prismark，华安证券研究所

图表 27 深南电路与兴森科技 IC 载板业务对比

	深南电路		兴森科技	
	2018	2019	2018	2019
营收规模（亿元）	9.47	11.64	2.36	2.97
营收增速（%）	25.60%	22.91%	——	25.85%
业务占比（%）	12.45%	11.06%	6.80%	7.82%
毛利率（%）	29.69%	26.25%	10.58%	17.68%

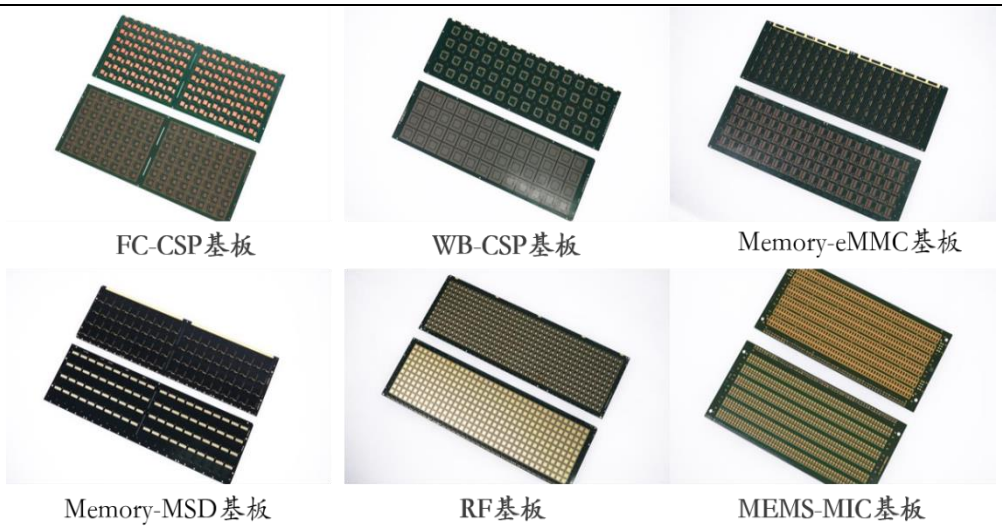
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 28 封装基板产品及下游应用

产品名称	产品用途
存储芯片封装基板（eMMC）	智能手机及平板电脑的存储模块、固态硬盘等
微电机系统封装基板（MEMS）	智能手机、平板电脑、穿戴式电子产品的传感器等
射频模块封装基板（RF）	智能手机等移动通信产品的射频模块
处理器芯片封装基板（WBCSP）	智能手机、平板电脑等的基带及应用处理器等告诉通信
高速通信封装基板	数据宽带、电信通讯、FFTX、数据中心

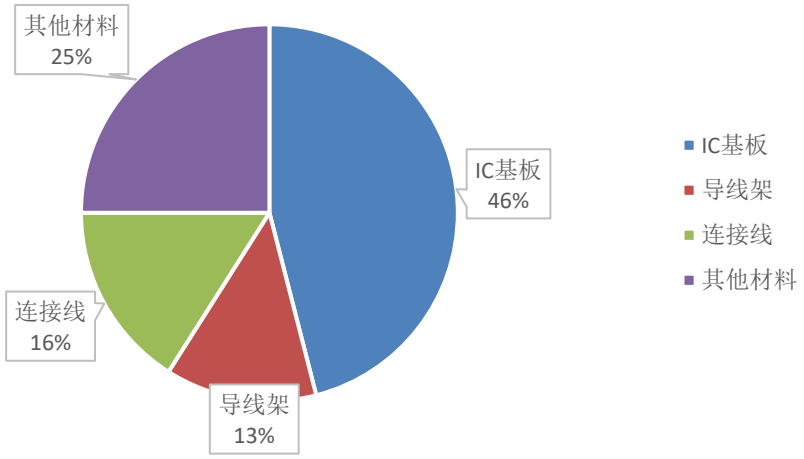
资料来源：深南电路招股说明书，华安证券研究所

图表 29 公司 IC 载板产品类型



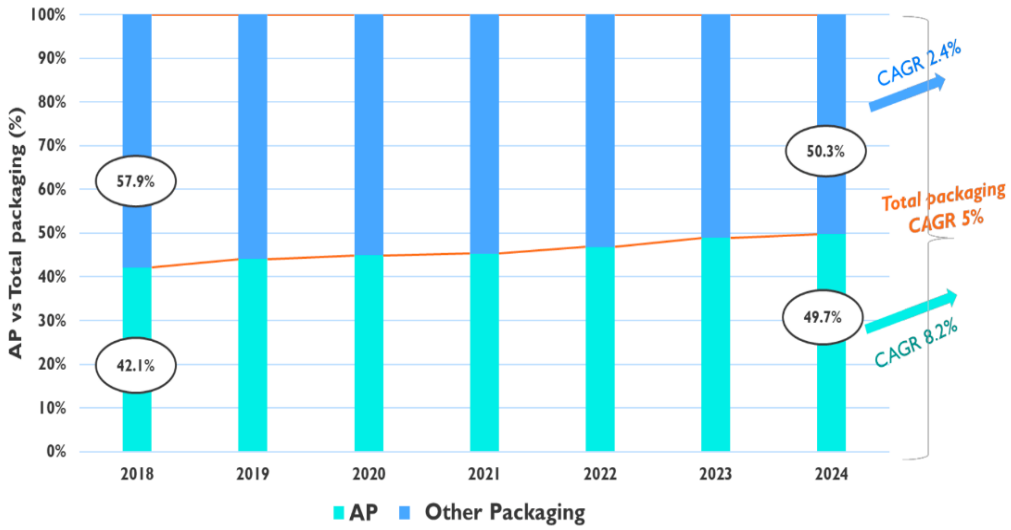
资料来源：华安证券研究所整理

图表 30 封装材料价值量占比



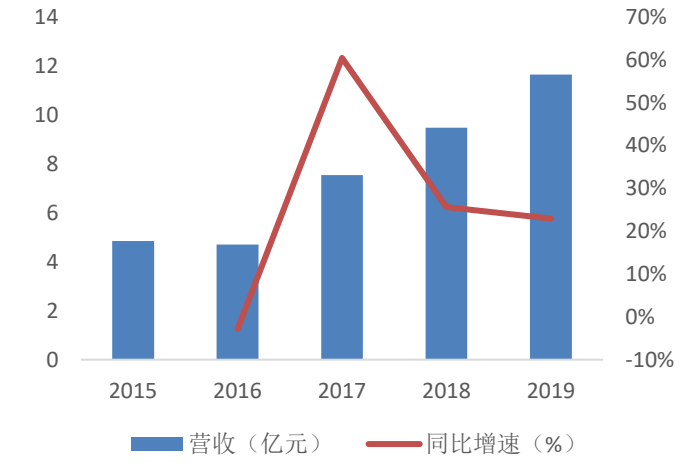
资料来源：中国产业信息网，华安证券研究所

图表 31 先进封测增长趋势



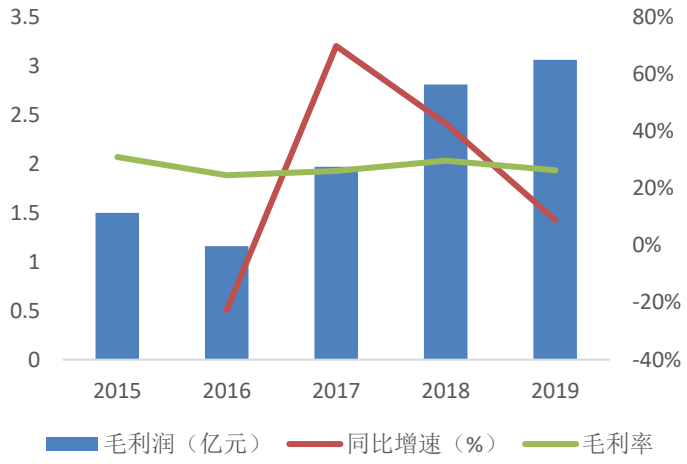
资料来源：Yole，华安证券研究所

图表 32 2015-2019 年公司营收及同比增速



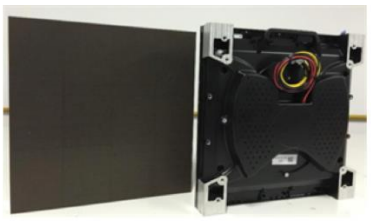
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 33 2015-2019 年公司毛利润、同比及毛利率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 34 公司电子装联产品介绍

产品形态	产品展示	产品用途
PCBA 板级		飞行控制电子系统
功能性模块		用于 4G 通信基站及医疗射频信号放大
整机产品/系统总装		接入/汇聚/数据中心级交换机，硬件设计及制造
		高清 LED 显示屏（Pitch=1.5mm）

资料来源：深南电路招股说明书，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,941	7,434	10,429	13,475
现金	507	1,572	3,458	5,582
应收账款	2,083	2,664	3,084	3,397
其他应收款	30	34	38	45
预付账款	6	8	10	13
存货	2,206	1,908	2,221	2,492
其他流动资产	1,109	1,248	1,618	1,946
非流动资产	8,067	11,181	10,618	9,957
长期投资	4	5	5	5
固定资产	6,485	7,194	7,483	7,183
无形资产	322	290	261	235
其他非流动资产	1,256	3,693	2,869	2,535
资产总计	14,008	18,615	21,047	23,432
流动负债	4,932	6,541	7,107	7,229
短期借款	232	1,303	1,094	875
应付账款	1,515	1,772	2,062	2,314
其他流动负债	3,185	3,466	3,951	4,040
非流动负债	1,631	3,075	3,328	3,600
长期借款	1,059	1,059	1,059	1,059
其他非流动负债	572	2,016	2,268	2,541
负债合计	6,563	9,616	10,434	10,829
少数股东权益	3	5	7	9
股本	489	627	627	627
资本公积	3,660	3,660	3,660	3,660
留存收益	3,379	4,708	6,320	8,308
归属母公司股东权	7,441	8,995	10,606	12,595
负债和股东权益	14,008	18,615	21,047	23,432

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,800	2,861	3,008	3,421
净利润	1,431	1,696	2,066	2,549
折旧摊销	644	787	894	950
财务费用	129	86	86	45
投资损失	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	23	229	(7)	(126)
其他经营现金流	(422)	68	(25)	9
投资活动现金流	(2,635)	(982)	(404)	(438)
资本支出	0	(997)	(429)	(429)
长期投资	0	(0)	0	0
其他投资现金流	(2,635)	16	24	(10)
筹资活动现金流	(71)	388	(735)	(843)
短期借款	74	70	(209)	(219)
长期借款	115	0	0	0
普通股增加	150	0	0	0
资本公积增加	1,428	0	0	0
其他筹资现金流	(1,838)	80	(526)	(625)
现金净增加额	(905)	967	1,868	2,139

利润表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,600	13,716	16,101	18,023
营业成本	8,530	9,949	11,579	12,995
营业税金及附加	64	123	129	144
销售费用	167	343	354	378
管理与研发费用	1,037	1,193	1,594	1,586
财务费用	152	86	86	45
资产减值损失	(113)	76	(9)	(9)
公允价值变动收	1	(10)	(18)	16
投资净收益	6	6	6	6
营业利润	1,625	1,941	2,356	2,905
营业外收入	8	2	2	2
营业外支出	27	13	8	8
利润总额	1,606	1,929	2,350	2,899
所得税	175	232	282	348
净利润	1,431	1,698	2,068	2,551
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司净利润	1,430	1,696	2,066	2,549
EBITDA	3,086	2,814	3,335	3,900
EPS（元）	2.92	2.70	3.29	4.06

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	10.23%	18.24%	17.39%	11.94%
营业利润	14.65%	19.42%	21.40%	23.31%
归属于母公司净利	16.01%	18.61%	21.81%	23.36%
获利能力				
毛利率(%)	26.47%	27.46%	28.09%	27.90%
净利率(%)	12.33%	12.37%	12.83%	14.14%
ROE(%)	19.23%	18.87%	19.48%	20.24%
ROIC(%)	25.93%	21.57%	17.03%	20.76%
偿债能力				
资产负债率(%)	46.86%	51.65%	49.58%	46.21%
净负债比率(%)	50.33%	36.05%	18.89%	7.10%
流动比率	1.20	1.14	1.47	1.86
速动比率	0.76	0.84	1.16	1.52
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.84	0.81	0.81
应收账款周转率	5.60	5.86	5.67	5.63
应付账款周转率	7.56	8.35	8.40	8.24
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	2.92	3.47	4.22	5.21
每股经营现金流(最新摊薄)	3.68	5.85	6.15	6.99
每股净资产(最新摊薄)	15.21	18.10	21.39	25.46
估值比率				
P/E	36.4	30.7	25.2	20.4
P/B	7.0	5.9	5.0	4.2
EV/EBITDA	17.39	19.78	16.17	13.31

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：**尹沿技**，华安证券研究总监；华安证券研究所所长，TMT 首席分析师；新财富最佳分析师。

研究助理：**华晋书**，电子行业高级研究员，电子科技大学集成电路硕士，3 年博世半导体研发经验，现从事半导体、PCB 方向研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

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%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。