

深南电路（002916.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

李明伟
消费电子、元器件
行业研究员

2025年12月23日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	226
总市值	1506.83亿
PE-TTM	55.49
PB-MRQ	9.31

估值结果

价值	365.81亿
DDM估值 上行空间	-76%
状态	严重高估
价值	375.90亿
动态估值 上行空间	-75%
状态	严重高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

深南电路专注电子互联领域四十余年，形成“3-In-One”（PCB+封装基板+电子装联）协同业务布局，在全球无线基站射频PCB及高端芯片封装基板领域处于领先地位。

公司的成长空间较好，AI算力+存储复苏+汽车电子三周期共振，封装基板产能释放带来第二增长曲线。公司的盈利趋势中等，高毛利率的高端PCB产品（如AI加速卡用板）占比提升，带动公司整体毛利率上行，不过公司在广州、泰国等地的新工厂带来了较高折旧和摊销成本，短期内会对利润产生压力。公司的产业格局较好，高端PCB全球市占率5%，内资封装基板第一（市占率8%），通信+AI+存储+汽车四大赛道龙头客户深度绑定，竞争壁垒稳固。公司的护城河较深，技术壁垒（120层背板）+客户认证（英伟达/华为/AMD/三星）+垂直整合（电子装联协同）+三位一体商业模式构建宽深护城河。

基于主业PCB中通讯用板需求稳定，汽车与数据中心业务预计在全球服务器与电动汽车需求的拉动下保持较高增长，封装基板下游需求逐渐释放，且盈利能力后续逐渐回升的假设，公司当前高估，主要由于公司为AI PCB与封装基板核心企业，市场给予公司较高估值。

我们区别于市场的观点

我们与市场不同的观点有两处。一是周期性被低估：公司的本质是重资产、强周期的制造业。市场可能过于乐观，低估了全球半导体周期或AI投资热潮降温时，公司订单和产能利用率下滑的风险。二是爬坡难度与盈利节奏：市场可能低估了广州FC-BGA项目产能爬坡的难度、时间和成本。该项目在爬坡初期对整体毛利率有拖累，由于技术要求高，其良率提升和盈利能力的兑现速度可能慢于预期。

风险提示

市场竞争加剧风险：内资PCB厂商加速扩产，中低端产品价格战激烈；新产能爬坡不及预期风险：南通封装基板项目：2025年良率提升缓慢（当前约78%，目标85%+），产能利用率不足拖累整体毛利率。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 人力资源密集度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

深南电路1984年成立，总部位于深圳，是中国航空工业集团旗下国有控股上市公司（控股股东中航国际控股，实际控制人中国航空工业集团），2017年深交所上市。公司是中国电子电路行业首家国家企业技术中心、国家技术创新示范企业，专注电子互联领域四十余年，形成“3-In-One”（PCB+封装基板+电子装联）协同业务布局，在全球无线基站射频PCB及高端芯片封装基板领域处于领先地位。

2. 业务介绍

对于深南电路公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

印制电路板：

PCB是公司的传统优势领域，下游应用划分：通信设备(35%)、数据中心(25%)、汽车电子(20%)为三大核心，其余(20%)覆盖工控、医疗等；公司的技术优势显著，背板样品最高达120层（批量68层）。产品上游主要为铜箔、铜箔基板、玻纤布、树脂等原材料，公司通过蚀刻等工艺将覆铜板制作成PCB板，交付给华为、特斯拉等全球领先品牌。我们对该业务的市场界定为全球PCB市场。

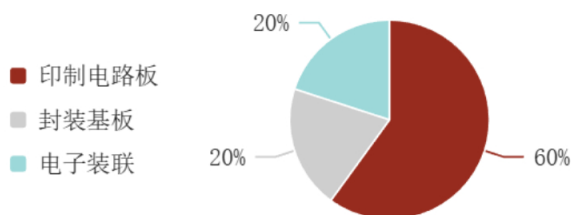
封装基板：

封装基板是芯片封装核心载体，是PCB中技术壁垒最高的业务，直接服务于半导体产业。公司产品覆盖模组类、存储类和应用处理器芯片用封装基板等。目前，公司已实现20层及以下FC-BGA封装基板的批量生产能力，并正在攻关22-26层等更高阶产品的技术研发，这对于满足国产高端芯片封装需求至关重要。产品上游主要为结构材料（树脂、铜箔、绝缘材等）、化学材料（干膜、油墨、金盐、光阻、蚀刻剂、显影剂）以及耗材（钻头）等原材料，公司通过钻孔、蚀刻等工艺制作成封装基板，交付给三星电子、佰维存储等国内外半导体。我们对该业务的市场界定为全球封装基板市场。

电子装联：

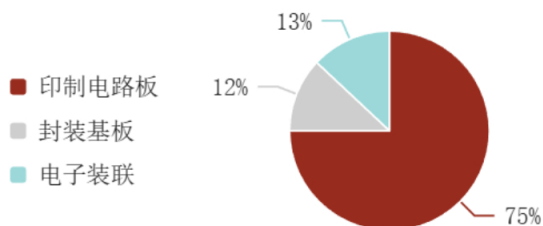
电子装联业务位于PCB制造的下游，公司提供从PCBA板级到整机系统的一站式组装+测试服务，与PCB、封装基板业务协同，为客户提供板级组装和系统总装服务，打造“样品—批量板—封装—装联”全流程解决方案。这项业务的核心战略是协同PCB主业，上游原材料有PCB、容阻感等元器件，下游市场与PCB业务高度协同，主要聚焦于通信、数据中心、汽车电子和医疗电子等领域。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司主业为PCB产品的研发与制造，且下游主要以通信、数据中心、半导体为主，业务性质决定公司的资产强度、研发强度、人力资源密集度均为较高。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的资产强度较高，公司2024年包含固定资产、在建工程在内的长期经营资产为138亿，占总资产的比例为48%，主要由于公司业务以研发和制造为主，资产强度较高。

3.2 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的研发强度较高，公司2024年研发费用12.72亿元，研发费用率7.1%，单位收入研发费用709万元，主要由于公司下游以通信、数据中心、半导体为主，技术要求高且部分产品换代较快，公司需要配套下游客户做每一代PCB/基板的研发测试，研发强度较高。

3.3 人力资源密集度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的人力资源密集度较高，2024年员工薪酬总数为31.64亿元，公司2024年员工总数为1.73万人，收入为179亿元，单位收入薪酬0.17。主要由于公司以生产为主，2024年生产人员占比接近65%，人力资源密集度高。

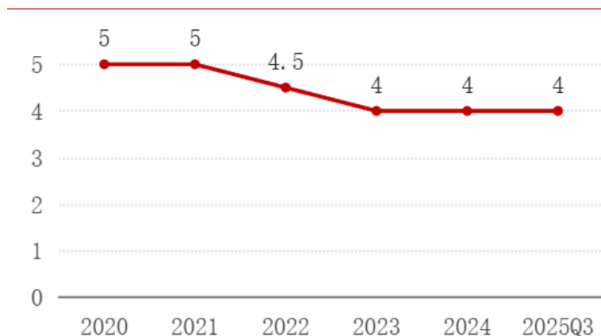
4. 历史经营绩效

深南电路2020年以来的历史盈利能力较好，PCB产品结构优化使得利润增速持续跑赢营收，封装基板国产替代空间打开。历史成长能力呈现V型反转+加速上行，2023年受行业周期影响短暂下滑，2024-2025年AI算力需求爆发，强势复苏。历史业务控制力及财务健康保持高位，资产负债率持续降低，产品技术不断迭代，业务范围不断拓展。股东回报情况高位波动，主要由于分红政策稳定，ROE保持在高位。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



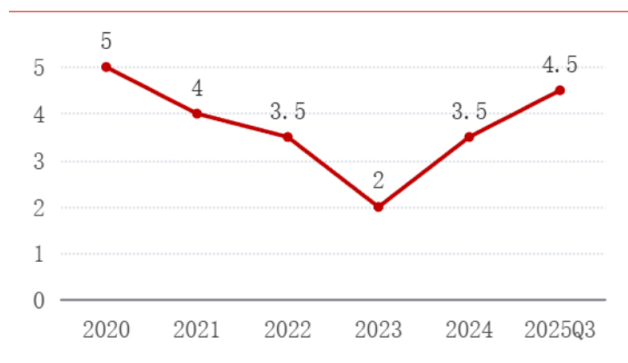
数据来源：公司财报，壹评级

2022年-2023年盈利能力呈现下滑趋势，主要由于5G建设需求放缓；2023年开始AI算力（高速交换机、光模块）、汽车电子订单爆发，高多层PCB占比提升改善产品结构，广州项目产能爬坡，良率提升中，成本压力仍存，国产替代空间大。公司盈利能力逐渐企稳。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



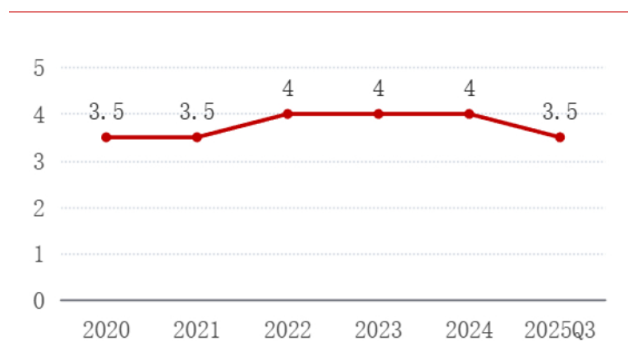
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2025年呈现“V型反转+加速上行”。2023年受行业周期影响短暂下滑，2024-2025年强势复苏。2020年为通信基建驱动，稳步增长期；2021年行业竞争加剧，增长放缓期；2022-2023年下游去库存，封装基板拖累，调整期；2024年开始AI算力需求爆发，强势复苏期，2025年由于高端化+国产化双轮驱动，公司进入加速增长期。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



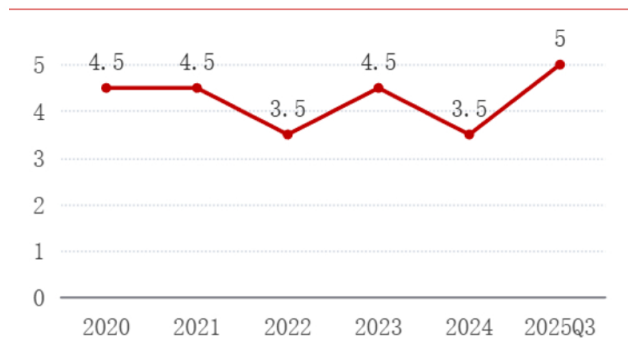
数据来源：公司财报，壹评级

PCB业务稳居核心（占比60%+），AI算力场景成新增长极；封装基板从亏损边缘走向盈利改善；电子装联提供稳定现金流，客户粘性强。资产负债率从2020年46.86%优化至2025年Q3的43.65%，经营现金流持续为正，应收账款周转略有压力但客户质量佳，整体风险可控。公司业务控制力保持在高位。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

上市以来累计现金分红超34亿元，平均分红率高达32.17%。近五年ROE均值13.5%，分红政策稳定（2024年每10股派15元转增3股），2025年股本扩张后EPS仍保持3.49元/股，股东价值持续提升。股东回报评级保持在高位波动。

5. 四维评级

公司的成长空间较好，AI算力+存储复苏+汽车电子三周期共振，封装基板产能释放带来第二增长曲线。公司的盈利趋势中等，高毛利率的高端PCB产品（如AI加速卡用板）占比提升，带动公司整体毛利率上行，不过公司在广州、泰国等地的新工厂带来了较高折旧和摊销成本，短期内会对利润产生压力。公司的产业格局较好，高端PCB全球市占率5%，内资封装基板第一（市占率8%），通信+AI+存储+汽车四大赛道龙头客户深度绑定，竞争壁垒稳固。公司的护城河较深，技术壁垒（120层背板）+客户认证（英伟达/华为/AMD/三星）+垂直整合（电子装联协同）+三位一体商业模式构建宽深护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

深南电路未来成长能力强劲且可持续，PCB业务作为核心增长引擎，在AI算力与汽车电子驱动下未来五年保持10%+的增速；封装基板业务作为战略成长曲线，在国产替代与存储需求爆发驱动下，未来5年将实现15%复合增长。公司凭借技术壁垒、优质客户资源、产能扩张与战略协同，成长能力显著强于行业平均水平，有望在全球电子电路行业竞争中占据更有利地位，为股东创造更大价值。“3-In-One”战略协同可提升成长质量。PCB+封装基板+电子装联协同，打造“样品—批量板—封装—装联”全流程解决方案，提升客户依赖度，单客户价值最大化。

印制电路板(3星):

PCB方面受益于AI算力需求爆发与汽车电子高景气。AI服务器PCB在2025年订单持续饱满，2026-2027年随着AI训练/推理服务器扩容，需求持续增长。此外高速交换机、800G/1.6T光模块需求增长，1.6T光模块PCB实现批量供应，毛利率达30%+，2026年将成为新的增长点。公司与华为、英伟达、中兴等头部客户合作周期超10年，单客户价值最大化，订单稳定性高，2025年AI相关订单占比达35%。汽车方面，16层以上高阶车载PCB批量供应特斯拉、比亚迪、蔚来等头部车企，单车价值从传统车600元提升至智能车1500元，订单连续第三年增速超50%，2027年有望成为PCB业务第三大应用领域。产能布局方面，公司的南通四期（2025Q4连线）、泰国工厂（已试生产）专注高端PCB，无锡基地为算力相关产品储备用地，产能利用率达90%以上。

封装基板(3星):

封装基板业务技术壁垒极高，是公司未来成长的关键所在，也是其技术实力的体现。封装基板是芯片封装的关键材料，其中FC-BGA是技术难度最高、主要用于CPU、GPU等高端芯片的封装形式。深南电路是国内极少数能够量产20层及以下FC-BGA基板并正在攻关22-26层技术的厂商，预期国内FC-BGA封装基板市场规模从2024年300亿元增长至2027年600亿元，公司市占率从10%提升至25%+，填补国产GPU/CPU基板空白。广州封装基板项目一期产能逐步释放，良率从2023年的70%提升至2025年第三季度的92%，单位成本持续下降，预计2025年底实现盈亏平衡，达产后将形成500万片/年FC-BGA基板产能，成为国内最大封装基板生产基地之一。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

深南电路未来整体盈利趋势中等，主要受PCB业务增长放缓与封装基板业务尚处爬坡期的双重影响；PCB业务作为核心利润来源，将保持稳健增长但利润率提升空间有限；封装基板业务盈利趋势较好，良率提升与国产替代将驱动毛利率持续修复，2027年有望成为第二利润来源。公司封装基板产能爬坡与良率逐渐提升，PCB产品结构同时优化，提升高端产品占比，能够对冲行业周期波动与竞争压力，实现整体盈利的稳定增长。

印制电路板(2.5星):

AI服务器PCB毛利率35-40%，2025年订单占比达35%+，成为增长核心，但全球AI服务器出货量增速预计从2025年的50%降至2027年的20%+。且AI服务器PCB领域吸引生益电子、胜宏科技等竞争对手入局，高端产品价格战风险上升，将压缩毛利率提升空间。汽车电子PCB毛利率28-32%，订单连续三年增速超50%，但单车价值提升空间有限，且头部车企议价能力强。PCB上游铜箔、树脂等占PCB成本60%+，价格波动较大，2025年铜价上涨10%+，对毛利率形成压制。

封装基板(3.5星):

全球封装基板市场规模超800亿美元，国内仅占5%，FC-BGA基板国内市场份额从10%提升至25%+，存储类封装基板需求爆发，国产替代空间巨大，驱动业务量利齐升。后期良率提升是核心，广州FC-BGA基地良率从2023年的70%提升至2025年第三季度的92%，预计2026年突破95%，单位成本下降30%+，毛利率提升5-8个百分点。20层及以下FC-BGA基板实现量产，22-26层产品送样认证中，高端产品占比提升将进一步推动毛利率增长。广州封装基板基地一期产能逐步释放，二期规划中，达产后将形成500万片/年FC-BGA基板产能，成为国内最大封装基板生产基地之一，规模效应将进一步降低单位成本。

5.3 产业格局

★★★★☆

深南电路产业格局整体优质，依托“3-In-One”战略构建电子互联全链条竞争壁垒；PCB业务产业格局稳固领先，全球市占率4.3%（2024年），高端领域（AI服务器、通信射频）市占率达19%-30%，技术与客户壁垒深厚；封装基板业务产业格局向好且空间巨大，为内资最大FC-BGA基板供应商，良率达92%，国产替代驱动市占率从10%向25%+提升，存储类产品爆发成增长核心。国内唯一打通电子系统封装环节（除晶圆外）的厂商，各业务技术同根、客户同源，协同效应显著，整体产业格局较好。

印制电路板(3星):

公司的PCB结构性升级，价值向高端集中。行业方面，高端PCB（AI服务器、通信射频、汽车电子）：全球能批量生产的企业不超过10家，呈现寡头竞争格局，深南电路位列全球第二梯队头部。中端PCB（工业控制、消费电子）：竞争激烈，但公司主动放弃低毛利订单，聚焦高端市场，毛利率稳定在32-35%。低端PCB产能过剩，价格持续承压，公司已战略退出，优化产品结构。根据Prismark报告，公司营收规模位列全球前八，在5G通信基站用PCB等细分领域是国家级制造业单项冠军。公司已切入全球顶级AI服务器供应链，产品技术领先（如背板样品最高层数达120层），公司竞争格局较好。

封装基板(3星):

封装基板全球市场主要被中国台湾、日韩企业主导，国内自给率极低，是半导体国产化的关键环节。在AI、高性能计算驱动下，高端产品如FC-BGA需求迫切。深南电路是国内极少数突破FC-BGA基板量产技术的企业，已实现20层以上产品批量生产，承担着国产化替代的核心任务。在国内封装基板领域是先行者，也是内资最大的封装基板供应商之一。在半导体产业链自主可控的战略驱动下，国内芯片设计公司有强烈意愿与本土封装基板供应商合作。深南电路作为内资龙头，直接受益于国产化浪潮。封装基板业务作为战略成长曲线，在国产替代与存储需求爆发驱动下，产业格局持续向好，空间巨大。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河宽度与持续性均较高，主要由于资产周转迅速以及PCB业务的盈利能力较强，护城河宽度较高；PCB业务预计市场份额预计保持领先，封装基本业务有放量与盈利改善预期，护城河持续性也是较强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
印制电路板	(3.5星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为6.9%，超额ROIC为5.6%，整体超额收益率均较高，主要由于公司的技术领先、订单较满，资产周转迅速。业务控制力较强为3.5星，主要由于公司客户较为分散，对下游客户有一定话语权。此外公司作为国内PCB龙头，市占率4%，常年保持全球前十，内资第一。	(3星) 公司的护城河为技术优势、管理运营，各自占比约二分之一，超额收益率未来5年与10年预计衰减约75%，主要由于AIPCB领域吸引生益电子、胜宏科技等竞争对手入局，高端产品供给预计明后年集中释放，未来价格战风险上升，将压缩毛利率提升空间。尽管公司业务需求稳定(绑定多个下游客户)，市占率高且稳定，不过面对市场竞争加剧，技术优势、管理运营优势预计将会衰减。此外公司未来5年市占率预计保持小幅提升，主要由于服务器、通信设备、汽车延续增长，而无线通信领域预计份额逐渐降低。
封装基板	(1星) 业务经壹评级调整过的超额ROE为5.9%，超额ROIC为3.7%，存在超额收益率不过超额收益率较低，主要由于公司的新产能还在爬坡阶段，产品盈利能力被摊销成本拖累。业务控制力较强为3.5星，主要由于公司客户较为分散，对下游客户有一定话语权。此外公司作为国内封装基板龙头，市占率4%，常年保持全球前十，内资第一。	(5星) 公司的护城河为技术优势、管理运营，各自占比约二分之一，超额收益率未来5年与10年预计将会提升，主要由于广州FC-BGA基地良率后期提升叠加规模效应将进一步降低单位成本。公司早在2009年就承担国家重大科技专项，经过十余年技术积累，打破了国际垄断，填补了国内产业链空白。这种先发优势使得其在客户认证、技术know-how上建立了深厚的护城河。公司未来5年市占率预计保持小幅提升，主要由于国内芯片设计公司更愿意与本土封装基板供应商合作。深南电路作为内资龙头，直接受益于国产化浪潮。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于主业PCB中通讯用板需求稳定，汽车与数据中心业务预计在全球服务器与电动汽车需求的拉动下保持较高增长，封装基板下游需求逐渐释放，且盈利能力后续逐渐回升的假设，公司当前高估，主要由于公司为AI PCB与封装基板核心企业，市场给予公司较高估值。

6.1 核心假设及逻辑

公司业务包括PCB与封装基板两大类业务。

业务一：PCB，以通信设备、数据中心、汽车为主。

收入假设：

1) 市场份额：考虑到公司目前正在积极拓展汽车与AI市场，同时逐渐退出萎缩的无线通信市场。公司目前全球市场份额第八，全球份额在3.5%附近，预计未来5年公司份额相比现在还有10%的提升空间(3.8%)。

2) 下游需求：PCB整体行业未来5年保持5%左右的复合增速，服务器PCB还处于爆发阶段，未来5年保持12%左右的复合增速，汽车PCB则是电动化的提升使得未来5年保持5%左右的复合增速。未来5到15年进入存量需求替换阶段，保持2%左右的复合增速。

盈利能力假设：

1) 毛利率：考虑到公司短期内品牌优势与技术优势存在，同时叠加新品上市，预计3年内公司毛利率保持30%左右，3年后随着市场竞争加剧开始缓慢降低，远期毛利率27%。

2) 费用率：公司费用端主要为研发费用与管理，考虑公司国企身份，后续费用率预计在15%。

业务二：封装基板，以移动智能终端、服务器、存储为主。

收入假设：

1) 市场份额：考虑到公司新产能逐渐释放。公司目前全球市场份额第十，全球份额在4%附近，预计未来5年公司份额相比现在还有15%的提升空间(4.6%)。

2) 下游需求：封装基板整体行业未来5年保持7.8%左右的复合增速，由于国内芯片设计公司更愿意与本土封装基板供应商合作，深南电路作为内资龙头，直接受益于国产化浪潮。未来五年的复合增速预计在14%，未来5到15年进入存量需求替换阶段，保持2%左右的复合增速。

盈利能力假设：

1) 毛利率：考虑到公司短期内良率提升，同时叠加规模效应，预计5年内公司毛利率提升到24%，后续远期毛利率保持在24%附近。

2) 费用率：公司费用端主要为研发费用与管理，考虑公司国企身份，后续费用率预计在15%。

表2：公司整体业绩预测

深南电路	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	139.9	135.3	179.1	224.6	254.4	280.7	294.8	308.3
归母净利润(亿)	16.4	14.0	18.8	27.4	31.4	31.2	28.3	26.8
归母净利润增速(%)	10.8	-14.7	34.4	46.1	14.5	-0.9	-9.2	-5.2
经营性净利润(亿)	16.4	14.0	18.8	27.4	31.4	31.2	28.3	26.8
经营性净利润增速(%)	12.0	-15.0	34.6	45.9	14.5	-0.9	-9.2	-5.2
经营性归母净利润(亿)	16.4	14.0	18.8	27.4	31.4	31.2	28.3	26.8
经营性归母净利润增速(%)	12.0	-14.9	34.4	46.1	14.5	-0.9	-9.2	-5.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

印制电路板	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	88.2	80.7	104.9	144.8	166.5	183.2	192.7	201.4
收入增速(%)	1.0	-8.5	30.0	38.0	15.0	10.0	5.2	4.5
经营性净利润(亿)	11.6	9.8	15.2	23.0	25.7	24.3	21.3	19.6
经营性净利率(%)	13.2	12.1	14.5	15.9	15.4	13.3	11.0	9.7
经营性净利润增速(%)	25.0	-15.8	55.3	51.1	12.0	-5.5	-12.6	-7.7
封装基板	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	25.2	23.1	31.7	36.5	43.8	52.5	56.2	60.0
收入增速(%)	4.4	-8.5	37.5	15.0	20.0	20.0	7.0	6.8
经营性净利润(亿)	3.3	2.5	1.4	2.2	3.4	4.6	4.7	4.9
经营性净利率(%)	13.1	10.8	4.3	6.2	7.9	8.7	8.4	8.2
经营性净利润增速(%)	-11.5	-24.9	-45.2	64.9	53.6	32.0	4.1	3.8
电子装联	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	26.5	31.5	42.4	43.3	44.1	45.0	45.9	46.8
收入增速(%)	-5.1	18.9	34.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	1.5	1.7	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
经营性净利率(%)	5.6	5.4	5.3	5.1	5.1	5.1	5.0	4.9
经营性净利润增速(%)	-8.6	13.3	31.9	-0.5	1.5	1.5	-0.3	-0.4

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
印制电路板	2.0%	中低	较好	较强	7.5%	15	20.6
封装基板	2.0%	中低	较好	强	8.0%	15.13	4.8
电子装联	2.0%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	2.3
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
印制电路板(亿)	54.6	231.1	285.6	—	0.2	0.0	285.5
封装基板(亿)	8.5	53.5	62.0	—	0.0	0.0	62.0
电子装联(亿)	8.8	19.7	28.5	—	0.1	0.0	28.4
公司整体测算(亿)	71.9	304.3	376.1	—	0.3	0.0	375.9

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
印制电路板(亿)	161.5	107.0	268.5	—	0.2	0.0	268.3
封装基板(亿)	34.8	30.2	65.0	—	0.0	0.0	65.0
电子装联(亿)	19.0	13.6	32.5	—	0.1	0.0	32.5
公司整体测算(亿)	215.2	150.8	366.1	—	0.3	0.0	365.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司未来的盈利能力确定性较强，此外下游如汽车、服务器等均有公开数据跟踪，此外公司对外交流较多，外界能直接获取新品进展与价格波动信息，可跟踪数据确定性较强。公司未来的收入规模、市占率确定性也较高，主要由于公司传统主业稳定，封装基板处于上升导入阶段，增速较高，但是占比较少，公司整体确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。