2025 年 02 月 10 日

生益科技（600183.SH）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

高胜率强阿尔法厂商，打破垄断迎成长

电子组
分析师：樊志远（执业 S1130518070003）
fanzhiyuan@gjzq.com.cn
分析师：邓小路（执业 S1130520080003）
dengxiaolu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：28.84 元
目标价（人民币）：38.61 元

公司简介

覆铜板业务占比 75%，公司能够兼顾周期性和成长性，一方面在行业涨价时能够展现出盈利弹性（2021 年单价同比 36%、单位毛利同比 46%），另一方面在需求平缓时公司能够通过原材料管理和高端 CCL 内化升级实现单位毛利提升（2014~2023 年期间单张毛利同比增长的年份占比高达 80%）。PCB 业务占比 20%，专注于高端 PCB 产品，盈利趋势与高速带宽等高速需求相关度高。根据公司公告，2024 年公司预计实现归母净利润 17~18 亿元（同比+46%~55%），预计实现扣非归母净利润 16.4~17.4 亿元（同比+50%~59%）。

投资逻辑

覆铜板基础需求迎修复，强阿尔法盈利进入胜率区间。A 股 CCL 前三季度营收和利润同比增速逐渐转正，虽然台系 CCL 在 2024 年 8~10 月营收同比增幅收窄，但 11~12 月和 2025 年 1 月同比增速又现扩张之势，加之 IDC 预测 2025 年智能手机、PC、AR/VR、可穿戴设备出货量增长，至 2028 年的复合增速分别达到 3%、1%、27%、3%，我们认为行业周期修复之势已明确，公司也有望迎来单位毛利上行的机会，远期可展望覆铜板行业迎来涨价的盈利上行机会。

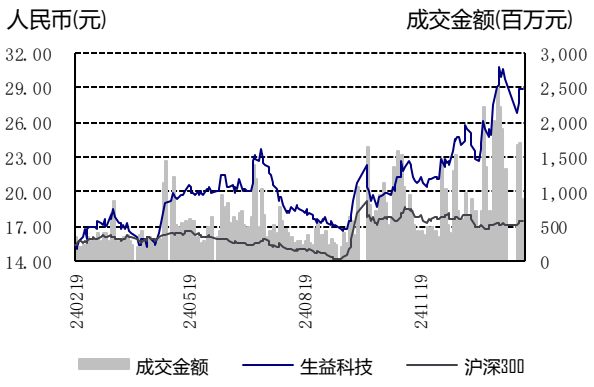
AI 导致覆铜板升级，打破垄断迎增长。资本开支侧，AI 服务器和交换机 CCL 等级或从原先的 Very low loss 提升至 Ultra low loss 或 Super ultra low loss，同时增加对 CTE 指标的要求（应对 HDI）；端侧，有望从普通 FR-4 产品提升至 Mid loss 或最高至 Very low loss。无论是资本开支侧还是端侧，目前都是韩国和中国台湾厂商独占，公司作为中国大陆厂商进入产业链，有望打破垄断迎来高端产品内化升级带来的增长。

生益电子抓住 ASIC 机会弯道超车。从 ASIC 产业链已经观察到起量之势，最为典型的是给亚马逊自研 AI 服务器做代工的台系企业智邦科技从 7 月开始营收环比增速加速上行。生益电子依靠自己在高多层类产品中的技术实力，成功通过海外 ASIC 相关产业链突破，从二季度开始营收和利润环比加速变化，可见生益电子有望随着海外 ASIC 产业链起量而迎来快速增长。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2024~2026 年归母净利润将达到 17.2 亿元、29.3 亿元和 40.2 亿元，对应 PE 为 41 倍、24 倍和 17 倍。我们按 2025 年预期净利润给予 32 倍 PE，给予公司 938 亿目标市值、38.61 元/股目标价，给予“买入”评级。

风险提示：需求修复不及预期；AI 发展不及预期；DeepSeek 等模型创新带来的变化；竞争加剧。



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,014	16,586	20,763	25,991	30,856
营业收入增长率	-11.15%	-7.93%	25.18%	25.18%	18.72%
归母净利润(百万元)	1,531	1,164	1,722	2,929	4,016
归母净利润增长率	-45.90%	-23.96%	N/A	70.06%	37.11%
摊薄每股收益(元)	0.658	0.494	0.709	1.206	1.653
每股经营性现金流净额	1.21	1.16	0.78	1.32	2.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.34%	8.32%	12.17%	20.28%	27.05%
P/E	21.91	37.04	40.69	23.93	17.45
P/B	2.48	3.08	4.95	4.85	4.72

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

前言：生益科技是当前兼顾胜率和赔率的选择 6
一、理清投资框架：覆铜板关注周期+成长+强阿尔法，PCB 关注细分贝塔 7
1.1、覆铜板行业存在周期性和成长性双重投资机会，强阿尔法公司兼顾赔率和胜率 7
1.2、PCB 周期性投资机会弱，重点关注细分领域创新带来的估值和基本面变化 13
二、公司是能够兼顾周期性和成长性的覆铜板厂商 15
2.1、复盘：从历史感受强阿尔法 CCL 公司的魅力 15
2.2、为什么公司有如此强的阿尔法能力？ 16
2.3、周期和成长共振期已至，公司有望迎来单位毛利反转和高端成长的主升浪 21
三、自研 ASIC 给新晋厂商弯道超车机会，子公司 PCB 在 AI 崭露头角 25
3.1、AI 使得高多层/HDI 快速增长，云计算厂商自研 ASIC 加码新机会 25
3.2、生益电子抓住 ASIC 机会弯道超车，盈利进入快速上行通道 28
四、盈利预测及估值 29
4.1、盈利预测：未来三年归母净利复合增速达到 63% 29
4.2、上行周期估值偏成长，展望目标市值 938 亿 31
五、风险提示 32
5.1、需求修复不及预期 32
5.2、AI 发展不及预期 32
5.3、DeepSeek 等模型创新带来的变化 32
5.4、竞争加剧 32

图表目录

图表 1： 生益科技业务布局（逻辑聚焦核心业务——CCL 和 PCB 业务） 6
图表 2： 生益科技营收分布（亿元） 7
图表 3： 生益科技毛利润分布（亿元） 7
图表 4： 覆铜板示意图 7
图表 5： 覆铜板产业链 7
图表 6： 全球覆铜板销售额 8
图表 7： 全球覆铜板单价情况 8
图表 8： 全球前三大覆铜板厂商约当单价同比变化 8
图表 9： 全球前三大覆铜板厂商毛利率变化走势 9
图表 10： 全球前三大覆铜板厂商股价指数变化走势（定义 2011 年初=100） 9
图表 11： CCL 行业基本面周期性为个股公司带来丰厚的投资回报 9

图表 12： 覆铜板等级随创新升级 9
图表 13： 2019 年生益科技年涨幅 107.95% 10
图表 14： 2019 年华正新材年涨幅 151.88% 10
图表 15： 2023 年台光电子年涨幅 123.39% 10
图表 16： 2024 年韩国斗山年涨幅 123.11%（截至 2024 年 12 月 10 日） 10
图表 17： 全球覆铜板行业集中度 11
图表 18： 2023 年覆铜板行业格局分布 11
图表 19： 2009-2023 年全球覆铜板行业排名前五厂商（标黄为当年相对上一年有变化的排名） 11
图表 20： 全球 CCL 行业龙头排名变化情况及变动频率 11
图表 21： 覆铜板行业技术核心在配方 12
图表 22： 建滔积层板营收占比分布 12
图表 23： 2023 年南亚塑胶产品销售数量和金额 12
图表 24： 生益科技致力于构建强大的原材料管理体系 12
图表 25： CCL 行业龙头和规模较小公司的历年投资收益率对比（标黄部分为各公司股价涨跌幅＞30%的年份） 12
图表 26： A 股 PCB 公司年股价涨跌幅算术平均后的行业年收益率 13
图表 27： 2007~2023 年每一年收益率高于 30%的 A 股 PCB 的股价驱动力分析 13
图表 28： 2007~2023 年每一年收益率高于 30%的 A 股 PCB 的股价驱动力分析（明细） 14
图表 29： 2014-2023 年全球 PCB 行业排名前五厂商（标黄为当年相对上一年有变化的排名） 15
图表 30： 中国和美国制造业 PMI—相对 50 荣枯线（月度） 15
图表 31： 中国和美国制造业 PPI（月度） 15
图表 32： 覆铜板主要厂商在不同经济状况下的单价和单张毛利同比变化 16
图表 33： 各类型覆铜板基本情况 17
图表 34： 2023 年 CCL 各产品品类销售额占比 17
图表 35： CCL 行业产品品类呈现“正三角”型 17
图表 36： A 股覆铜板厂商归母净利润对比（亿元） 17
图表 37： 覆铜板营业成本构成 18
图表 38： 覆铜板原材料集中于三大原材料 18
图表 39： 全球主流 CCL 厂商毛利率对比 18
图表 40： 2014~2024 年前三季度全球主流 CCL 毛利率均值 18
图表 41： 生益科技毛利率相对行业均值的变化 18
图表 42： 建滔和南亚塑胶毛利率相对行业均值的变化 18
图表 43： 金安国纪、南亚新材和华正新材毛利率相对行业均值的变化 19
图表 44： 台光、联茂、台燿毛利率相对行业均值的变化 19
图表 45： 生益科技为什么具有成长性——高端产品持续内化升级 20

图表 46： 生益科技 ROE 变化 20
图表 47： 生益科技 ROE 在 A 股电子公司（申万）的排名分位数 20
图表 48： 2024 年前三季度大陆 CCL 业绩同比增速 21
图表 49： 2024 年前三季度大陆 CCL 业绩环比增速 21
图表 50： 中国大陆 CCL 历年毛利率 21
图表 51： 中国大陆 CCL 历年净利率 21
图表 52： 台系 CCL 月度营收同比 22
图表 53： 台系 CCL 月度营收环比 22
图表 54： 2024~2028 年全球智能手机出货量同比增速预测 22
图表 55： 2024~2028 年全球 PC 出货量同比增速预测 22
图表 56： 2024~2028 年全球 AR/VR 出货量同比增速预测 22
图表 57： 2024~2028 年全球可穿戴设备出货量同比增速预测 22
图表 58： 2024~2028 年全球服务器出货量同比增速预测 23
图表 59： 2023~2028 年全球主要电子设备复合增速 23
图表 60： 服务器/存储平台升级导致 CCL 升级 23
图表 61： AI 服务器导致 CCL 升级 23
图表 62： 高通 Snapdragon X Elite 规格与性能 24
图表 63： 苹果 M3 系列芯片规格 24
图表 64： AMD Ryzen8040 在 Llama2 和 Vision Models 等生成式 AI 性能较前代提升 40% 24
图表 65： Intel Meteor Lake 性能 24
图表 66： Apple Intelligence 宣传页 24
图表 67： HDI 未来或演化为 RCC 24
图表 68： 生益电子产品布局领域 25
图表 69： 生益电子均价高于同行主流厂商（元/平方米） 25
图表 70： 2023~2028 年全球 PCB 细分领域复合增速 25
图表 71： 特殊基材覆铜板细分品种同比增速 25
图表 72： GB200 Grace Blackwell Superchip 26
图表 73： HDI 板和 GPU+CPU 系统构成了“有点小贵”的算力单元 26
图表 74： 英伟达 GB200 系统关键硬件架构示意图 26
图表 75： 交换机功能示意图 26
图表 76： 交换机工作机制原理 26
图表 77： 交换机中 PCB 组成结构（以华为 CloudEngine S16700-8 为例） 27
图表 78： 以太网转发芯片升级趋势 27
图表 79： 海外四大云计算厂商资本开支（亿美元） 27
图表 80： 亚马逊自研 AI ASIC 芯片 Trainium2 27

图表 81： 亚马逊 Trainium2 服务器示意图 28
图表 82： 谷歌自研 AI ASIC 芯片 TPU 28
图表 83： 2024 年智邦科技月度营收（亿新台币） 28
图表 84： 2024 年智邦科技月度营收环比增速 28
图表 85： 生益电子季度营收及环比增速 28
图表 86： 生益电子季度净利润（万元） 28
图表 87： 2024 年生益电子上下半年经营状况差别大 29
图表 88： 生益电子与生益科技 PCB 披露的毛利率差额 29
图表 89： 生益电子和沪电股份的毛利率对比 30
图表 90： 生益科技营收和毛利预测 30
图表 91： 生益科技归母净利润预测 31
图表 92： 过去 10 年生益科技 PE Band（TTM） 32

前言：生益科技是当前兼顾胜率和赔率的选择

我们定义公司是一家以覆铜板制造为主营业务，同时通过股权关系布局 PCB 制造（持股生益电子 62.93%）、硅微粉制造（持股联瑞新材 23.26%，联营）、芯片封装（佛智芯，联营）、复合材料（山东星顺，联营）、废物资源回收（万容科技，联营）、下游前沿终端（罗朗微电子、上海蛮酷，联营）等领域的高端材料供应商。在这样的布局结构下，公司的业务关键点主要集中在覆铜板业务和 PCB 业务，营收占比分别为 75%和 20%、毛利润占比 75%和 14%。我们对其投资逻辑的判断为：

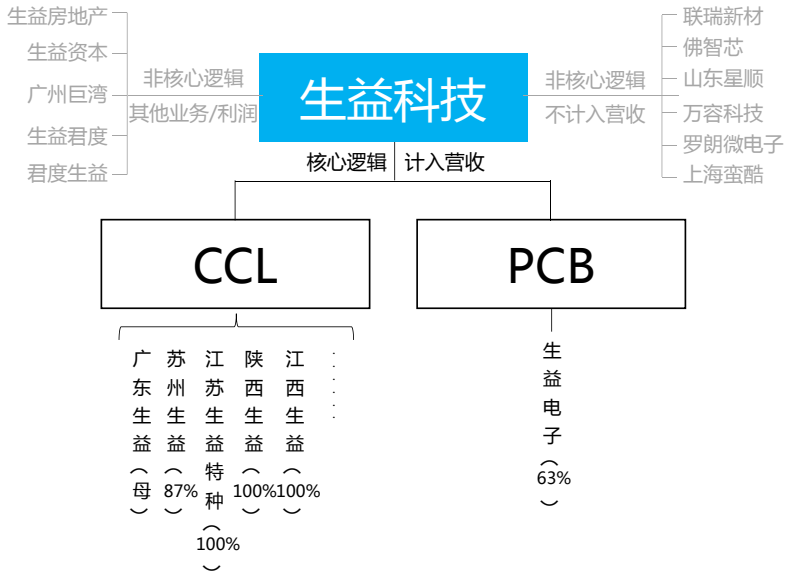
1) 覆铜板基础需求迎来修复，强阿尔法盈利进入胜率区间。根据 A 股 CCL 厂商营收和盈利表现、台系 CCL 厂商月度营收情况、IDC 最新的对下游电子设备出货量的预期，我们认为当前基础覆铜板行业需求已经进入修复向上阶段。在这样的背景下，兼具周期性和成长性使得公司成为了基本面胜率极高的公司，只要经济是向好的、无论上行斜率大还是小、亦无论大宗商品价格涨跌、覆铜板价格涨跌，公司都能够实现单位毛利的同比增长，体现出极强的阿尔法属性，基本业务稳中有增诚可期。

2) 打破海外算力覆铜板材料垄断，高端产品开启内化升级趋势。当前 AI 资本开支相关的覆铜板市场主要由韩国和中国台湾厂商掌握，公司在经过 2 年左右的产品布局已经成功通过了全球 AI 相关龙头客户的验证，有望在 2025 年迎来高端新品放量的成长机会。除 AI 资本开支外，公司同样在 AI 端侧有前瞻布局，不仅配合国内手机、PC 相关客户研发下一代新产品，同时也在积极配合海外龙头终端客户的研发，有望打破海外覆铜板厂商在端侧产品的垄断地位。

3) AI 带来 PCB 升级，生益电子抓住 ASIC 放量趋势。AI 算力的推出导致高多层 PCB、HDI 等高端 PCB 产品的应用空间快速打开，并且在资本开支不断上行、云计算厂商自研 ASIC 趋势逐渐明显的背景下，ASIC 算力产业链将成为未来 AI 算力增速最快的板块之一。生益电子依靠自己在高多层类产品中的技术实力，成功通过海外 ASIC 相关产业链突破，从二季度开始营收和利润环比加速变化，预期生益电子有望随着海外 ASIC 产业链起量而迎来快速增长。

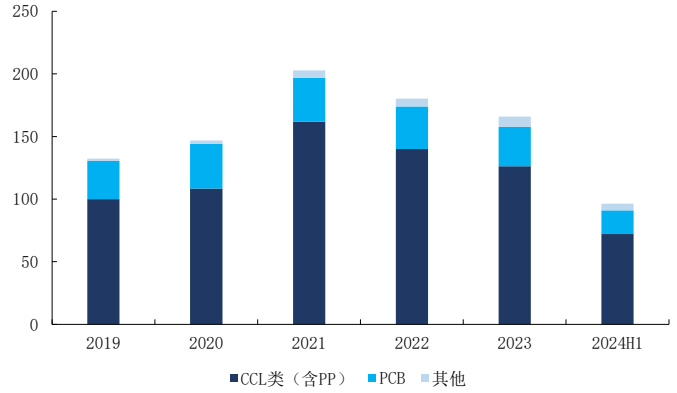
基于上述逻辑，我们认为公司将在未来实现快速增长，根据公司 2024 年业绩预告，2024 年公司预计实现归母净利润 17~18 亿元（同比+46%~55%），预计实现扣非归母净利润 16.4~17.4 亿元（同比+50%~59%），基本面增长趋势已现。我们预计公司 2025 年将实现 29.3 亿利润，按 32 倍估值给予 938 亿目标市值，对应目标价 38.61 元/股，给予“买入”评级。

图表 1：生益科技业务布局（逻辑聚焦核心业务——CCL 和 PCB 业务）



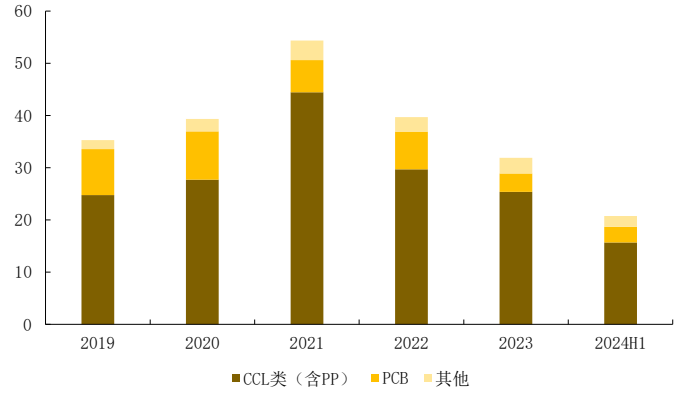
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：生益科技营收分布（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：生益科技毛利润分布（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

一、理清投资框架：覆铜板关注周期+成长+强阿尔法，PCB 关注细分贝塔

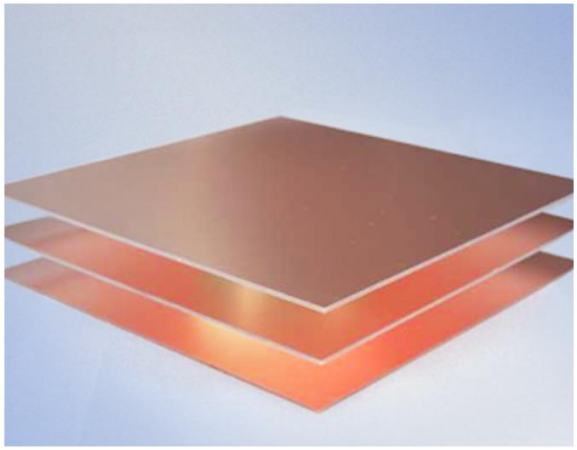
公司的主要业务集中在覆铜板和 PCB，我们认为要理解公司的投资机会，首先得了解覆铜板和 PCB 行业的投资框架以及总结出两大行业在投资过程中应当关注的重点。

1.1、覆铜板行业存在周期性和成长性双重投资机会，强阿尔法公司兼顾赔率和胜率

1.1.1、贝塔层面判断：周期性和成长性的机会值得高度关注

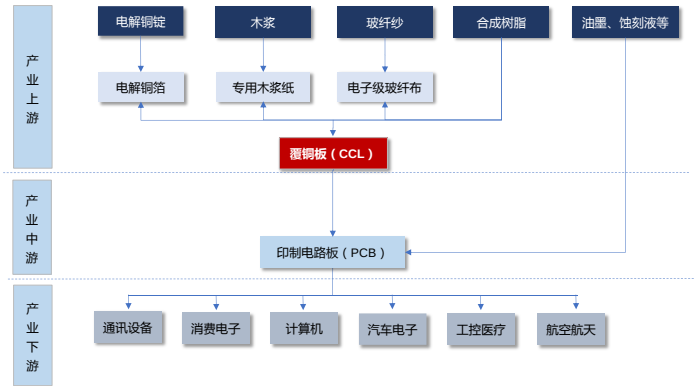
覆铜板（Copper Clad Laminate，CCL）是用于制造 PCB 板的重要基材，下游面向通讯设备、消费电子、计算机、汽车电子、工控医疗、航空航天等多个领域，可以说覆铜板作为上游基础原材料，通过唯一中游 PCB 应用于下游各类电子产品需求领域。

图表4：覆铜板示意图



来源：生益科技官网，国金证券研究所

图表5：覆铜板产业链



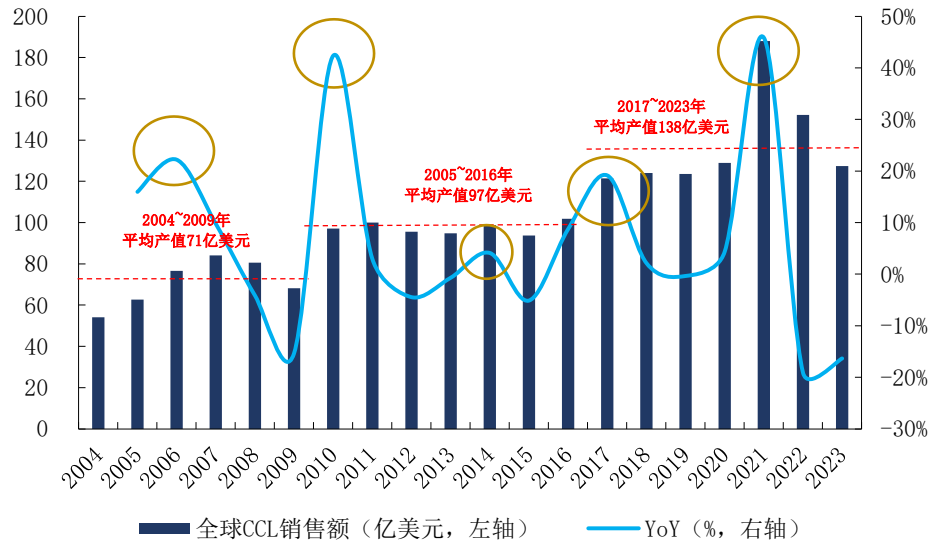
来源：国金证券研究所

根据 Prismark 的数据，2023 年全球 CCL 产值（本文主要讨论硬板，后同）达到 127 亿美元，2004-2023 年间复合增长率为 4.6%，从这十九年的发展趋势来看，CCL 行业的本质是兼具周期和成长属性的：

1） 周期性，体现在宏观经济扩张时需求容量上升，从而带来阶段性的供需失衡，体现为某一年年产值有显著提升，例如 2006 年、2010 年、2014 年、2017 年、2021 年。

2） 成长性，体现在不同的下游硬件需求爆发带来行业产值中枢不断向上平移，例如 CCL 全球销售额在 2004~2009 年 PC 渗透、2010~2016 年智能手机渗透、2018 至今高速通信需求的带动下，年均产值分别达到 71 亿美元、97 亿美元和 138 亿美元，平均产值中枢逐渐上移。

图表6：全球覆铜板销售额

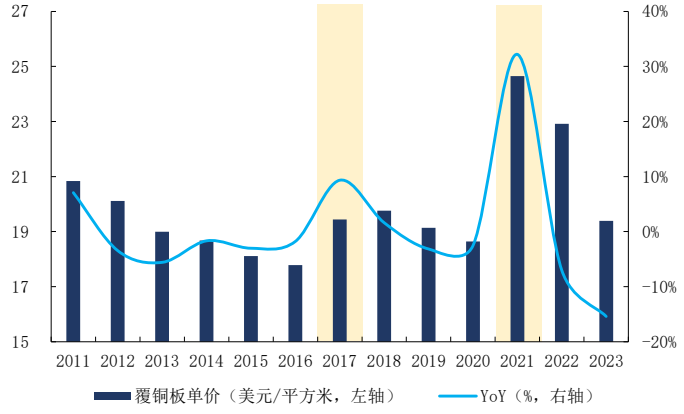


来源：覆铜板资讯，Prismark，国金证券研究所

同时具备周期性和成长性的行业不一定在两方面都存在投资机会，根据我们的研究，我们认为覆铜板行业是少有存在周期性和成长性双重投资机会的单一行业，具体来看：

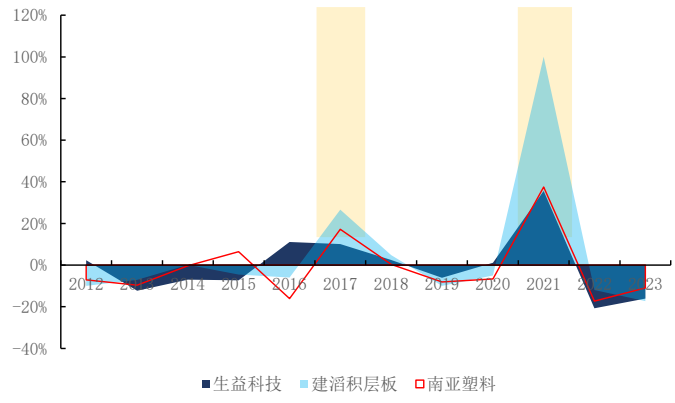
1） 周期性存在投资机会。我们判断覆铜板行业周期性中性偏强，原因在于其需求遵循宏观经济波动同时供给端对周期性的影响较弱（CCL 产能响应速度较快、无需连续生产、供给受制于原材料），并且从历年 CCL 周期的价格表现来看，CCL 存在大幅涨价、毛利率能够涨价溢价的周期阶段（2017 年和 2021 年），周期性能够兑现到业绩，最终也同样兑现到了投资回报上，可见覆铜板行业具有周期性投资机会。

图表7：全球覆铜板单价情况



来源：覆铜板资讯，Prismark，国金证券研究所

图表8：全球前三大覆铜板厂商约当单价同比变化[1,2]

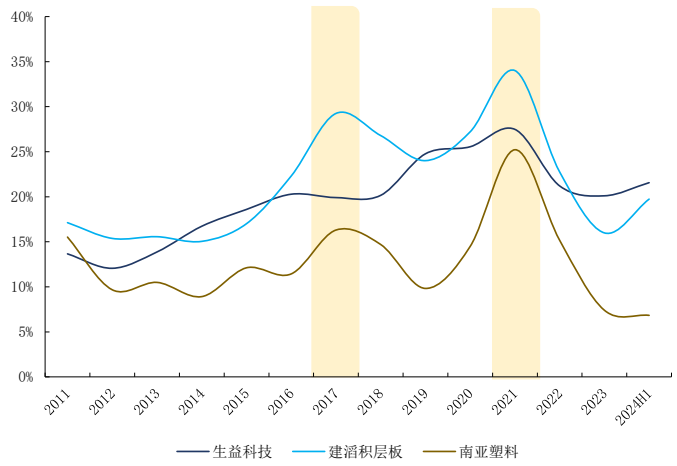


来源：各公司公告，国金证券研究所

[1] 单价计算规则：每家公司披露口径不一，其中生益科技约当单价为披露的覆铜板和粘结片收入除以覆铜板销售量，建滔积层板约当单价为环氧玻璃纤维覆铜面板和纸覆铜面板营收合计除以覆铜板出货量，南亚塑胶约当单价为铜箔基板（中国台湾地区对覆铜板的专业称谓）营收除以铜箔基板销售量，金安国纪约当单价为电子元器件制造业（覆铜板）营收除以电子元器件制造业（覆铜板）的销售量。由定义可见各公司计算单价不能直接可比。

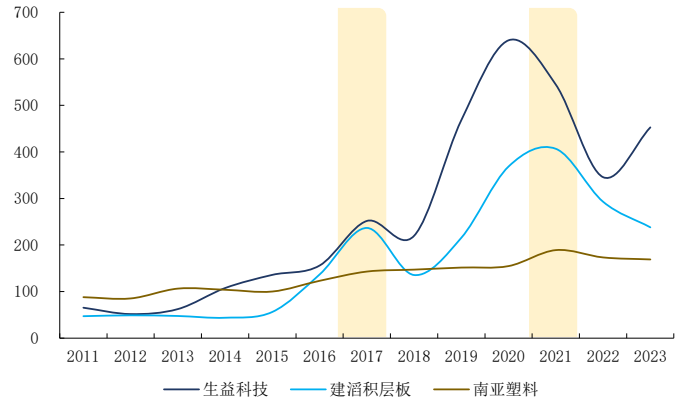
[2] 采用约当单价同比变化值而非约当单价绝对数值的原因：1）因样本公司分布于中国大陆、中国香港和中国台湾地区，单价趋势会受到汇率影响；2）每家公司的出货量/销售量口径不一致，部分厂商披露以“张”为单位，部分以“平方米”为单位，为剔除量纲影响采用同比变化值更有效。

图表9：全球前三大覆铜板厂商毛利率变化走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表10：全球前三大覆铜板厂商股价指数变化走势（定义2011年初=100）



来源：Wind，国金证券研究所

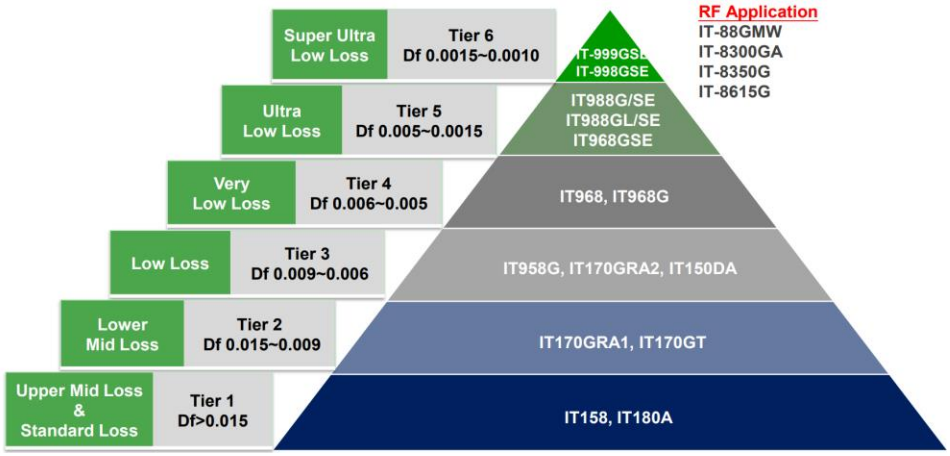
图表11：CCL行业基本面周期性为个股公司带来丰厚的投资回报

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全球CCL销售额增速	3%	-4%	-1%	4%	-5%	9%	19%	2%	0%	4%	46%	-19%	-16%
股价涨跌幅-生益科技	-35%	-21%	21%	73%	26%	15%	62%	-13%	113%	37%	-15%	-37%	31%
股价涨跌幅-建滔积层板	-53%	4%	-3%	-8%	29%	144%	73%	-43%	59%	71%	10%	-28%	-19%
股价涨跌幅-南亚塑胶	-12%	-3%	25%	-2%	-4%	23%	16%	3%	3%	2%	22%	-8%	-2%

来源：覆铜板资讯，Prismark，Wind，国金证券研究所

2) 成长性存在投资机会。由于CCL下游电子产品存在持续创新动力、CCL产业链环节靠近创新源，因此CCL行业存在成长性机会；不过我们认为CCL行业整体成长性较弱，也就是某单一领域的创新无法驱动整个行业的产值大幅上行，该行业的成长机会应当更多关注细分领域，即当重大创新点在某一个细分领域发生时，聚焦于该细分领域的CCL厂商不仅能够在基本面受益，同时能够享受创新驱动的估值拔升机会，如2019年5G时代的生益科技、华正新材，2023-2024年AI时代的台光电子、斗山。

图表12：覆铜板等级随创新升级



来源：联茂官网，国金证券研究所

图表13：2019 年生益科技年涨幅 107.95%

来源：Wind，国金证券研究所

图表14：2019 年华正新材年涨幅 151.88%

来源：Wind，国金证券研究所

图表15：2023 年台光电子年涨幅 123.39%

来源：Wind，国金证券研究所

图表16：2024 年韩国斗山年涨幅 123.11%（截至 2024 年 12 月 10 日）

来源：Wind，国金证券研究所

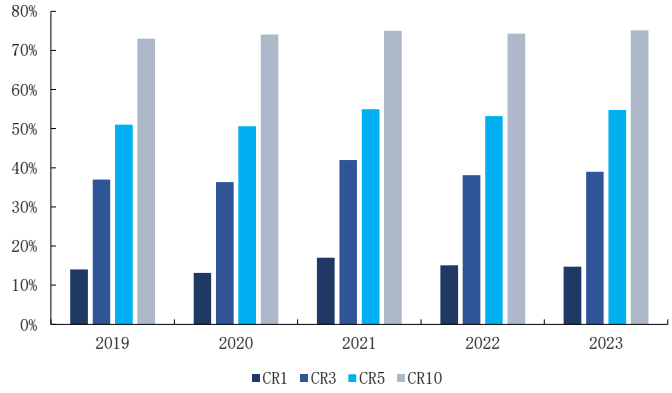
综合来看，CCL 行业的投资机会是值得高度关注的，因为该行业投资同时存在周期性和成长性双重机会，其中周期性能够为行业中个股公司带来亮眼的业绩表现，存在盈利上修带来的股价上修机会，成长性能够为行业个股公司带来业绩和估值双升的机会，并且在某些时刻或存在周期性和成长性并存的投资机会，行业投资赔率可期。

1.1.2、阿尔法层面判断：强阿尔法占据竞争优势，龙头厂商是行业投资中更佳选择

行业中的强阿尔法者是能够在周期性和成长性机会来临时实现超额收益的厂商，而一个行业是否存在强阿尔法者取决于行业竞争壁垒，我们认为：

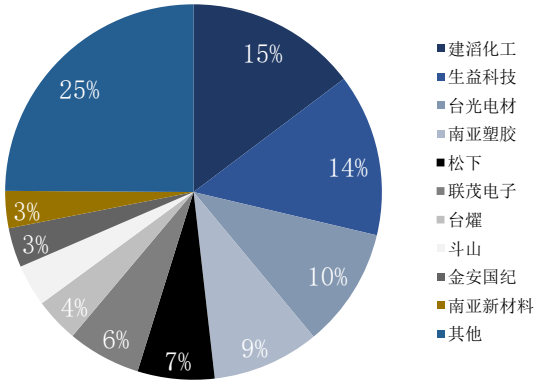
1） CCL 行业存在强阿尔法者。从行业历史表现情况来看，行业集中度较高（CR5＞50%），龙头更替频次低（2009~2023 年中仅有 5 年前五大厂商发生了变化、排名第 1 到排名第 5 的厂商变动频次仅为 0 次、1 次、2 次、2 次、3 次），意味着即使在该行业竞争的龙头一旦拥有了竞争要素就不容易被替代，能够在周期波动和创新成长更迭中保持既有的竞争能力，体现强阿尔法属性。

图表17：全球覆铜板行业集中度



来源：覆铜板资讯，Prismark，国金证券研究所

图表18：2023年覆铜板行业格局分布



来源：覆铜板资讯，Prismark，国金证券研究所

图表19：2009-2023年全球覆铜板行业排名前五厂商（标黄为当年相对上一年有变化的排名）

2009年		2010年		2011年		2012年		2013年	
排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称
1	建滔化工	1	建滔化工	1	建滔化工	1	建滔化工	1	建滔化工
2	南亚塑胶	2	南亚塑胶	2	南亚塑胶	2	南亚塑胶	2	生益科技
3	松下	3	松下	3	生益科技	3	生益科技	3	南亚塑胶
4	生益科技	4	生益科技	4	松下	4	松下	4	松下
5	Isola	5	Isola	5	联茂电子	5	联茂电子	5	联茂电子
2014年		**2015年**		**2016年**		**2017年**		**2018年**	
排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称
1	建滔化工	1	建滔化工	1	建滔化工	1	建滔化工	1	建滔化工
2	生益科技	2	生益科技	2	生益科技	2	生益科技	2	生益科技
3	南亚塑胶	3	南亚塑胶	3	南亚塑胶	3	南亚塑胶	3	南亚塑胶
4	松下	4	松下	4	松下	4	松下	4	松下
5	联茂电子	5	台光电子	5	台光电子	5	台光电子	5	台光电子
2019年		**2020年**		**2021年**		**2022年**		**2023年**	
排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称
1	建滔化工	1	建滔化工	1	建滔化工	1	建滔化工	1	建滔化工
2	生益科技	2	生益科技	2	生益科技	2	生益科技	2	生益科技
3	南亚塑胶	3	南亚塑胶	3	南亚塑胶	3	南亚塑胶	3	台光电子
4	松下	4	松下	4	台光电子	4	台光电子	4	南亚塑胶
5	台光电子	5	台光电子	5	联茂电子	5	联茂电子	5	松下

来源：覆铜板资讯，Prismark，国金证券研究所

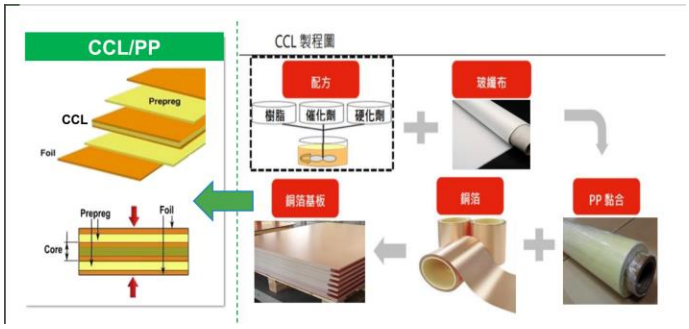
图表20：全球CCL行业龙头排名变化情况及变动频率

排名更替	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	变动频率
龙1														0%
龙2				变										7%
龙3		变		变										21%
龙4		变										变		21%
龙5		变				变						变		29%

来源：覆铜板资讯，Prismark，国金证券研究所

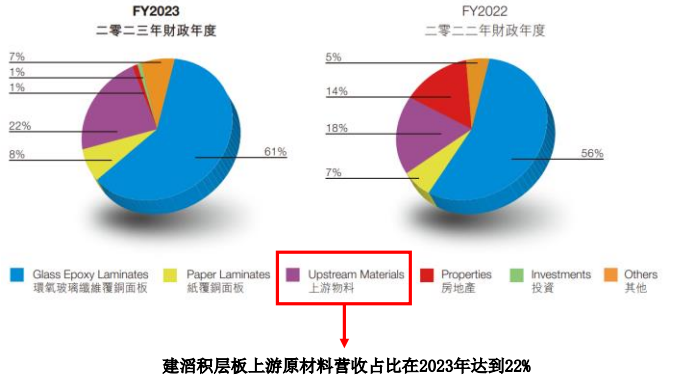
2) 强阿尔法要素为配方、原材料资源和规模效应。配方需要经验和客户积累，龙头厂商积累更深更丰富；原材料的供应会卡住 CCL 厂商规模扩张，建滔积层板/南亚塑胶通过布局原材料成为龙头，生益科技通过原材料管理体系成为龙头，这一壁垒很难短期打破；规模效应能够带来成本或盈利效应，其中中低端产品主要通过规模经济实现成本更低、从而占据市场份额，高端产品主要通过单一产品的规模经济实现盈利更丰厚，从而形成更高端的“客户—研发—量产”正循环。

图表21：覆铜板行业技术核心在配方



来源：联茂官网，国金证券研究所

图表22：建滔积层板营收占比分布



来源：建滔积层板年报，国金证券研究所

图表23：2023 年南亚塑胶产品销售数量和金额

產品名稱	單位	數量	金額	%
可塑劑及硬化劑	公噸	203,372	8,987,654	3.46
酚醛酐	公噸	121,534	4,226,951	1.63
丙二酚	公噸	303,006	11,661,881	4.49
丁二醇	公噸	62,883	3,333,915	1.28
乙二醇	公噸	819,055	11,935,211	4.59
銅箔基板	千張	53,009	25,194,149	9.70
環氧樹脂	公噸	357,811	23,338,316	8.98
玻纖布	千米	136,229	3,288,498	1.27
銅箔	公噸	29,572	11,700,756	4.50
電路板	千平方英呎	14,065	42,252,578	16.27
玻纖絲	公噸	32,189	1,289,346	0.50
聚酯纖維	公噸	810,091	39,709,492	15.29
聚酯薄膜	公噸	45,497	3,248,009	1.25
其他			40,695,698	15.66
合計			259,755,344	100.00

南亚塑胶布局覆铜板三大原材料，营收占比近15%

来源：南亚塑胶年报，国金证券研究所

图表24：生益科技致力于构建强大的原材料管理体系

技术开放日（10月）| 巨石电子布工艺流程、质量管控及智造技术交流

行政中心 生益天空下 2024年11月01日 21:08 广东

2024年10月31日，生益科技在松山湖总部举办了10月期（第八期）的技术开放日活动，活动邀请了中国巨石体系管理部总经理储培根和产品研发部部长马哲两位专家前来分享。生益集团品管中心总裁吴小连、营运中心供应链总监杨宇及集团管理、研发、市场、销售、采购、客服、工艺、品质、设备等共130多人参加了本次讲座。

来源：生益天空下（生益科技官方公众号），国金证券研究所

3) 投资上强阿尔法能够兼顾赔率和胜率。落脚到投资上，强阿尔法龙头公司虽然规模更大，但行业周期性和成长性变化却能够在每一轮都使得强阿尔法龙头公司获得丰厚的投资回报、其赔率不输小规模追赶竞争的公司，并且强阿尔法公司因置信度高、通常股价会率先启动，体现为胜率更高，可见覆铜板行业投资中强阿尔法能够兼顾赔率和胜率，是值得优选的标的。

图表25：CCL 行业龙头和规模较小公司的历年投资收益率对比（标黄部分为各公司股价涨跌幅>30%的年份）

	定位	2023 年营收（亿 RMB）	股价涨跌幅												
			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
生益科技	龙头	166	-21%	21%	73%	26%	15%	62%	-13%	113%	37%	-15%	-37%	31%	34%
建滔积层板	龙头	152	4%	-3%	-8%	29%	144%	73%	-43%	59%	71%	10%	-28%	-19%	10%
台光	龙头	95	64%	-7%	72%	46%	65%	16%	-32%	115%	19%	83%	-35%	128%	65%
金安国纪	小规模公司	36	-21%	17%	44%	400%	-28%	-3%	-55%	20%	8%	64%	-48%	15%	-12%
南亚新材	小规模公司	30									-49%	61%	-58%	24%	-17%
华正新材	小规模公司	34						211%	-36%	153%	-14%	29%	-44%	54%	-31%

来源： Wind，国金证券研究所

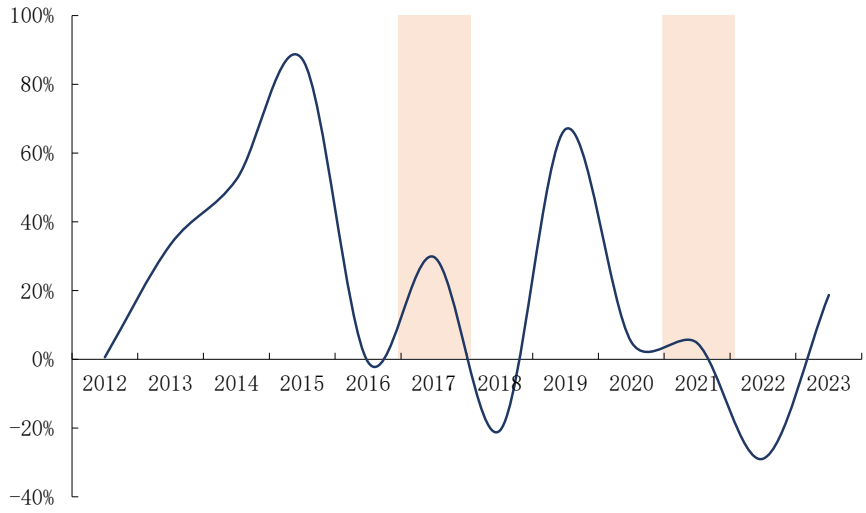
综合来看，行业整体集中度较高且龙头更替频次低，意味着行业的壁垒使得竞争者的阿尔法属性较强，从行业属性分析可知，行业的壁垒主要在于核心配方、资源可得性和规模效应，满足这三方面条件的厂商具备了行业成功因素，是在行业周期性和成长性机会来临时能够实现超额回报的选择。

1.2、PCB 周期性投资机会弱，重点关注细分领域创新带来的估值和基本面变化

公司下属生益电子专注于 PCB 业务，显著影响公司基本面。根据前述分析框架，我们判断 PCB 行业的投资机会主要关注细分领域成长的机会，逻辑来自三个方面：

1） PCB 行业周期性机会较弱，重点关注细分领域成长创新逻辑。根据前述我们知道 2017 年和 2021 年是整个 PCB/CCL 行业产值增长景气度较高的两个年份，但这两年 A 股 PCB 公司股价收益率都没有超过 30%，可见 PCB 行业在大的周期性机会来临时投资机会相对较弱；我们对 2007~2023 年这 17 年中每一年 A 股 PCB 行业投资收益率超过 30%的公司进行了股价驱动因素分析，我们发现大部分时间 PCB 行业都是在交易细分领域成长逻辑带来的估值变化，经统计，17 年综合来看，PCB 行业交易估值的比例为 68%、交易盈利的比例为 18%，交易盈利+估值的比例为 14%；究其原因，我们认为主要源于 PCB 行业的成长性主要体现在细分领域而非整个行业，以 2019 年“5G 行情”为例，5G 资本开支建设确实带来了部分厂商的盈利提升，但是 5G 资本开支这一细分领域的变化无法带来全行业的基本面提升，营收端增速超过了 30%的仅有 3 家公司。综上所述，我们认为 PCB 行业不存在周期性投资机会但存在细分领域的成长性机会，在投资判断的过程中应当将重点放在行业的创新变化，如果发生创新变化，则可能率先驱动估值提升的机会。

图表26：A 股 PCB 公司年股价涨跌幅算术平均后的行业年收益率[3]



来源：Wind，国金证券研究所

图表27：2007~2023 年每一年收益率高于 30%的 A 股 PCB 的股价驱动力分析[4]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	合计
估值	2	0	4	0	0	0	3	4	8	1	2	0	10	3	4	0	9	50
占比	67%	-	80%	0%	-	-	100%	57%	89%	100%	40%	0%	59%	75%	67%	0%	1	13
盈利	0	0	0	2	0	0	0	2	0	0	1	1	4	0	2	0	0	10
占比	0%	-	0%	100%	-	-	0%	29%	0%	0%	20%	100%	24%	0%	33%	0%	90%	68%
盈利+估值	1	0	1	0	0	0	0	1	1	0	2	0	3	1	0	0	10%	18%
占比	33%	-	20%	0%	-	-	0%	14%	11%	0%	40%	0%	18%	25%	0%	0%	0%	14%

来源：Wind，国金证券研究所

[3] A 股 PCB 公司样本包括（排序按照代码先后）：超声电子、天津普林、超华科技、东山精密、兴森科技、沪电股份、中京电子、崇达技术、奥士康、深南电路、鹏鼎控股、胜宏科技、弘信电子、明阳电路、中富电路、四会富仕、科翔股份、本川智能、金百泽、奕东电子、满坤科技、威尔高、一博科技、方正科技、四创电子、景旺电子、依顿电子、骏亚科技、世运电路、博敏电子、协和电子、生益电子、迅捷兴等。

[4] 我们确定“驱动力因素”的规则为：当盈利增速＜30%且股价增幅≥1.5*盈利增速时，确定“驱动力因素”为“估值”；当股价增幅≤1.5*盈利增速时，确定“驱动力因素”为“盈利”；当盈利增速≥30%且股价增速≥1.5*盈利增速时，确定“驱动力因素”为“盈利+估值”。后同。

图表28：2007~2023 年每一年收益率高于 30%的 A 股 PCB 的股价驱动力分析（明细）

年份	对应公司	股价涨幅	营收增速	净利增速	驱动力因素	年份	对应公司	股价涨幅	营收增速	净利增速	驱动力因素
2007 年	方正科技	176%	6%	17%	估值	2019 年	沪电股份	213%	30%	111%	盈利+估值
	超声电子	116%	22%	30%	盈利+估值		深南电路	114%	38%	77%	盈利
	四创电子	80%	-22%	-1%	估值		兴森科技	82%	10%	36%	盈利+估值
2008 年	无	-	-	-	-		超声电子	75%	-2%	12%	估值
2009 年	四创电子	426%	90%	44%	盈利+估值		博敏电子	70%	37%	62%	盈利
	超声电子	136%	-6%	2%	估值		世运电路	66%	13%	46%	盈利
	方正科技	96%	7%	-21%	估值		中京电子	64%	19%	82%	盈利
	天津普林	65%	-19%	-84%	估值		天津普林	59%	7%	-121%	估值
	超华科技	46%	-2%	6%	估值		奥士康	50%	2%	12%	估值
2010 年	兴森科技	82%	60%	56%	盈利		方正科技	46%	2%	-2509%	估值
	超声电子	61%	30%	43%	盈利		胜宏科技	42%	18%	22%	估值
2011 年	无	-	-	-	-		明阳电路	37%	2%	10%	估值
2012 年	无	-	-	-	-		四创电子	31%	-30%	-57%	估值
2013 年	*ST 丹邦	199%	18%	-6%	估值		依顿电子	30%	-10%	-21%	估值
	四创电子	73%	11%	6%	估值		鹏鼎控股	161%	3%	6%	估值
	中京电子	50%	4%	25%	估值		东山精密	106%	19%	-13%	估值
2014 年	四创电子	106%	51%	57%	盈利+估值		弘信电子	109%	9%	53%	盈利+估值
	中京电子	77%	8%	64%	盈利	2020 年	四会富仕	92%	36%	37%	盈利+估值
	方正科技	69%	31%	272%	盈利		超华科技	57%	-3%	16%	估值
	沪电股份	60%	9%	-107%	估值		世运电路	40%	4%	-8%	估值
	兴森科技	59%	29%	10%	估值		胜宏科技	33%	44%	12%	估值
	超华科技	41%	29%	-87%	估值	2021 年	兴森科技	48%	25%	19%	估值
	超声电子	34%	12%	20%	估值		胜宏科技	56%	33%	29%	估值
2015 年	博敏电子	342%	7%	-12%	估值		弘信电子	36%	21%	-391%	估值
	胜宏科技	143%	18%	23%	估值		博敏电子	37%	26%	-2%	估值
	天津普林	131%	-26%	-595%	估值		奥士康	40%	52%	40%	盈利
	超华科技	118%	-13%	-3440%	估值		骏亚科技	41%	32%	73%	盈利
	中京电子	89%	20%	51%	盈利+估值	2022 年	无	-	-	-	-
	沪电股份	35%	3%	-146%	估值	2023 年	天津普林	35%	11%	65%	盈利
	兴森科技	32%	27%	12%	估值		兴森科技	53%	0%	-60%	估值
	方正科技	32%	-5%	-58%	估值		沪电股份	87%	7%	11%	估值
	*ST 丹邦	32%	-17%	-26%	估值		胜宏科技	44%	1%	-15%	估值
2016 年	崇达技术	93%	28%	25%	估值		弘信电子	76%	25%	亏损扩大	估值
2017 年	深南电路	214%	24%	63%	盈利+估值		世运电路	31%	2%	14%	估值
	景旺电子	63%	28%	23%	估值		骏亚科技	37%	-6%	-58%	估值
	弘信电子	328%	41%	59%	盈利+估值		本川智能	47%	-9%	-90%	估值
	骏亚科技	84%	24%	9%	估值		中富电路	88%	-19%	-73%	估值
	东山精密	45%	83%	265%	盈利		金百泽	41%	-2%	17%	估值
2018 年	沪电股份	36%	19%	180%	盈利						

来源：Wind，国金证券研究所

2) 需求风口变化导致龙头更替频次高，同样决定投资重点在细分领域创新。从龙头排名变化我们也能看出，PCB 行业龙头更替频次较高，这就意味着当年需求风口变化后、即使是全球较大的厂商也难以避免被正在风口上的厂商超越规模，可见该行业阿尔法属性较弱，投资时更应当关注专注于当年发生创新变化的细分领域。

图表29：2014-2023 年全球 PCB 行业排名前五厂商（标黄为当年相对上一年有变化的排名）

2014 年		2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称
1	旗胜	1	旗胜	1	旗胜	1	臻鼎	1	臻鼎
2	迅达	2	臻鼎	2	臻鼎	2	旗胜	2	旗胜
3	臻鼎	3	迅达	3	迅达	3	迅达	3	迅达
4	欣兴	4	欣兴	4	欣兴	4	欣兴	4	欣兴
5	三星电机	5	住友电工	5	华通	5	华通	5	东山精密
2019 年		**2020 年**		**2021 年**		**2022 年**		**2023 年**	
排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称	排名	公司简称
1	臻鼎	1	臻鼎	1	臻鼎	1	臻鼎	1	臻鼎
2	欣兴	2	欣兴	2	欣兴	2	欣兴	2	欣兴
3	迅达	3	旗胜	3	东山精密	3	东山精密	3	东山精密
4	旗胜	4	东山精密	4	旗胜	4	华通	4	旗胜
5	东山精密	5	健鼎	5	华通	5	旗胜	5	迅达

来源：CPCA，NTI，国金证券研究所

综合覆铜板和 PCB 行业的投资框架，我们认为覆铜板行业具有周期性和成长性双重投资机会，同时强阿尔法厂商的投资赔率和胜率更优，而 PCB 行业投资的重点在于细分领域创新带来的成长性投资机会。

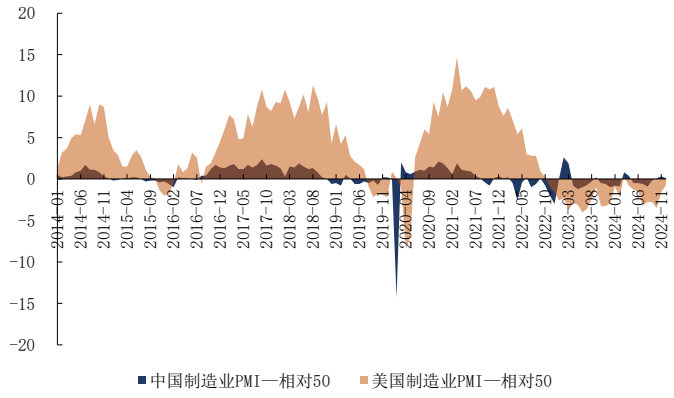
二、公司是能够兼顾周期性和成长性的覆铜板厂商

公司的最大业务板块为覆铜板业务，我们认为公司是能够兼顾周期性和成长性的覆铜板龙头厂商，是覆铜板行业中独树一帜的强阿尔法公司。

2.1、复盘：从历史感受强阿尔法 CCL 公司的魅力

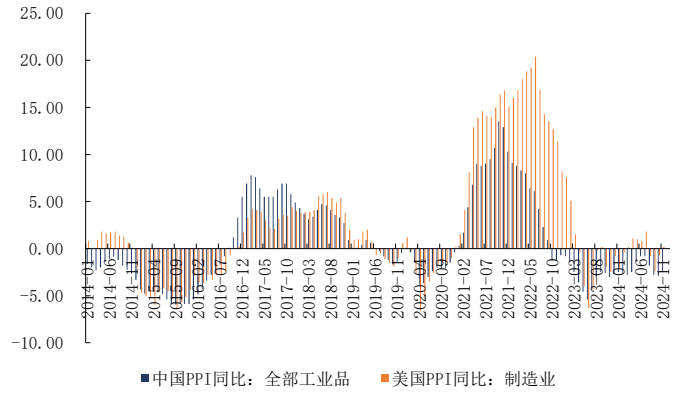
我们将首先通过 2014~2023 年公司的基本面情况来观测其强阿尔法表现。根据中国和美国制造业 PMI 和制造业 PPI 的数据，我们将 2014~2023 年分成 4 段，即 2014~2015 年制造业景气度高但未有通胀（PMI 上行但 PPI 不振）、2016~2018 年通胀、2019~2021 年萧条之后再通胀、2022~2023 年制造业全面萧条。

图表30：中国和美国制造业 PMI—相对 50 荣枯线（月度）



来源：Wind，国金证券研究所

图表31：中国和美国制造业 PPI（月度）



来源：Wind，国金证券研究所

在历史上不同经济状况下，主要覆铜板厂商厂商表现不一，其中公司的表现尤为突出，体现为既能兼顾周期的弹性锐度、又能保持成长属性：

1) 周期性向上阶段，公司能体现出利润弹性锐度。在 2016~2018 年和 2021 年两个走向通胀的阶段时期，CCL 全行业进入通胀，行业不仅能够顺势转嫁上游原材料价格，同时还能够实现单张毛利的大幅上行，实现涨价溢价。这样的行业背景是周期属性更强的公司体现盈利弹性的关键时期，我们看到周期属性较强的建滔积层板和金安国纪在

这两个时段均发生较大的单价和单位毛利变化，而周期性较弱而成长性较强的台系三大厂商联茂、台燿和台光在这两个时段的利润弹性明显较小。公司在这两个时间段虽然周期属性表现不及建滔积层板和金安国纪，但整体的盈利弹性也不弱，特别是在2021年全球全面通胀的时段实现单价同比36%、单位毛利同比46%，相较成长属性对照组，弹性锐度不俗、具备周期性投资机会。

2) 需求平缓时，公司仍能体现出持续成长的能力。除了通胀之外的其他时段，覆铜板行业整体需求相对较平缓，这种时候周期属性强的公司难以保持持续增长，但具有成长属性的公司则能够保持增长的态势，最典型的即为台系专注于高端CCL产品布局的台燿和台光两家公司，在2014~2023年期间单张毛利同比增长的年份占比分别为70%和90%，而能够与这两家高端布局的覆铜板厂商匹敌的仅有公司一家，其同时段单张毛利同比增长的年份占比高达80%，展现出显著的成长属性。

兼具周期性和成长性使得公司成为了基本面胜率最高的公司，一方面只要是经济微幅修复，即使大宗价格（如铜价）大幅下降、CCL价格下降，公司也能够实现盈利同比增长，如2014~2015年、2019年时期；另一方面，如果经济走向需求通胀，大宗涨价之后，CCL行业也能够形成价格传导、释放盈利，公司基本面也能享受高弹性。简单概括而言，只要经济是向好的、无论上行斜率大还是小、亦无论大宗商品价格涨跌、覆铜板价格涨跌，公司都能够实现单位毛利的同比增长，体现出极强的阿尔法属性。

图表32：覆铜板主要厂商在不同经济状况下的单价和单张毛利同比变化

YoY	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
经济状况概览	经济修复，未通胀		逐渐走向通胀再通缩			经济稳定，未通胀		通胀	通缩	
LME铜	-15%	-25%	18%	32%	-19%	3%	26%	26%	-14%	2%
CCL全球均价	-2%	-3%	-2%	9%	2%	-3%	-3%	32%	-7%	-15%
生益科技单价	-7%	-7%	11%	10%	2%	-6%	1%	36%	-21%	-16%
生益科技单位毛利	12%	3%	21%	8%	4%	15%	4%	46%	-39%	-20%
周期属性参照组										
建滔积层板单价	0%	-5%	-6%	27%	5%	-10%	-5%	100%	-12%	-17%
建滔积层板单位毛利	-4%	8%	42%	66%	8%	-27%	-2%	85%	-33%	-50%
金安国纪单价	-5%	-7%	5%	27%	-9%	-13%	3%	61%	-33%	-24%
金安国纪单位毛利	11%	-1%	109%	44%	-37%	-14%	7%	67%	-77%	-65%
成长属性参照组										
联茂单价	2%	-8%	-18%	53%	-4%	-2%	-4%	28%	10%	-15%
联茂单位毛利	-16%	5%	0%	42%	-3%	40%	-5%	13%	-22%	3%
台燿单价	-19%	1%	-3%	15%	4%	5%	-10%	19%	15%	3%
台燿单位毛利	-13%	7%	-2%	12%	15%	7%	-13%	7%	0%	10%
台光单价	3%	4%	-1%	12%	0%	0%	3%	23%	16%	14%
台光单位毛利	27%	43%	5%	1%	-21%	29%	11%	16%	10%	23%

来源：Wind，覆铜板资讯，Prismark，各公司公告，国金证券研究所

2.2、为什么公司有如此强的阿尔法能力？

我们认为公司在这三方面掌握了竞争密码，具体来看：

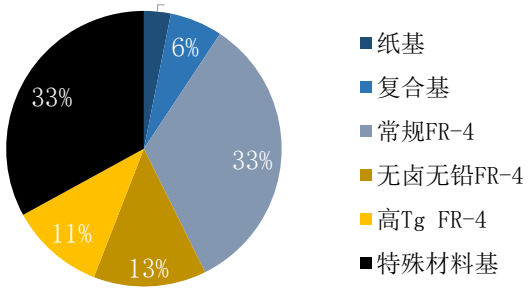
1) 公司存在周期性的原因在于普通产品占多数，配方非标化使得其长年保持满产。覆铜板行业仍然是一个“正三角型”的行业，即基础的产品市场容量大、高端的产品市场容量小，公司作为全球第二大的覆铜板厂商，无法避免的是其产品结构中大部分仍然是中低端类产品，而这一类产品中部分产品标准化程度高（如纸基板、复合基板和普通FR-4），周期性较显著，所以公司具有一定的周期属性；不过，有很大部分的中低端产品的要求是非标的（如中高Tg FR-4、无卤无铅FR-4），即不同厂商提供的产品不尽相同，而公司专注于独特配方的开发，即使是同一个应用场景的产品，公司产品的信号完整性、产品可靠性和一致性显著高于其他厂商，其中最典型的是公司S1000型号的Tg FR-4产品在市场享有极高的品牌度，几乎所有FR-4覆铜板生产厂家在推广自身材料时都会以公司S1000为对标进行介绍。这样非同质化的产品优势使得公司能够在其他公司亏损的情况下保持满产盈利状态，周期下限较高。

图表33：各类型覆铜板基本情况

	系列型号	用途
玻纤布基 CCL	常规 FR-4	用途最广，如计算机、游戏机、打印机、通讯设备、移动电话基站设备等。
	无卤无铅 FR-4	相对常规 FR-4 增加了环保性性能，可应用于对环保要求较高的产品
	高 Tg FR-4	相对常规 FR-4 增加了耐高温性能，可应用于对耐热性要求较高的产品
纸基 CCL	FR-1、FR-2	通讯设备、家用电器、电子玩具、计算机周边设备等
复合基 CCL	CEM 系列	电子产品、家用电器、通讯设备
特殊材料基 CCL	金属基板	多用于大功率设备，如大功率集成电路、汽车和摩托车、大功率电器设备和电源设备等
	陶瓷基板	多用于大功率器件，如大功率多芯片组件、变频器、调速电极以及汽车、航天等
	耐热热塑性基板	高频、高速、封装基板等，多用于无线通信、有线通信和半导体等

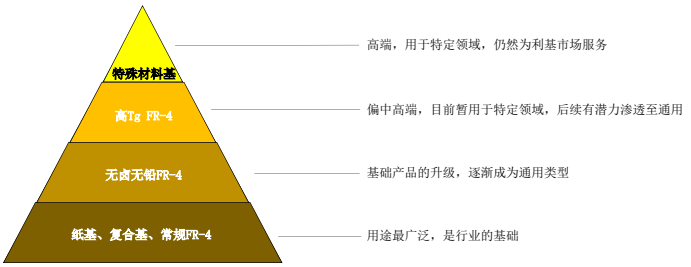
来源：CSDN，国金证券研究所

图表34：2023 年 CCL 各产品品类销售额占比



来源：覆铜板资讯，Prismark，国金证券研究所

图表35：CCL 行业产品品类呈现“正三角”型



来源：国金证券研究所

图表36：A 股覆铜板厂商归母净利润对比（亿元）

	2023	24Q1	24Q2	24Q3
生益科技	11.64	3.92	5.40	4.40
金安国纪	-0.79	-0.21	0.91	0.29
南亚新材	-1.29	0.10	0.45	0.01
华正新材	-1.21	-0.01	0.11	-0.17

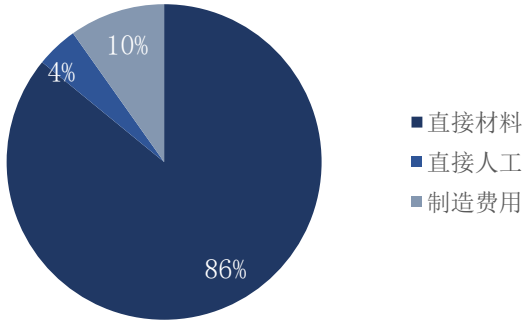
来源：Wind，国金证券研究所

2) 不布局原材料的同时掌握极高原材料管控能力，控制周期下限的同时保持盈利稳定性。覆铜板的物料组成主要来自三大原材料，即铜箔、树脂、玻纤布，由于原材料分布太过集中，原材料的价格和可得性成为了坚实的壁垒。公司是少数能够认知到这一点的覆铜板厂商，一方面通过长期布局成为了全球最大的电子铜箔、电子树脂、电子玻纤布采购方（规模相当的建滔积层板和南亚塑胶原材料完全自供、很少对外采购），另一方面通过原材料的精益管理实现价格最优、可得性最强，最终不仅实现稳定超越其他厂商的盈利能力，不仅削弱了自身的周期性（上游原材料价格波动较大），同时保证了盈利的稳定性。

从 2014~2024 年前三季度毛利率[5]来观察，公司的毛利率水平仅次于高端占比高的台光和一体化布局的建滔积层板，均值甚至超过了同样聚焦于高端布局的台耀和一体化布局的南亚塑胶，并且我们对各家覆铜板厂商相对样本平均水平的偏离度（个体样本毛利率减去当年所有样本毛利率算数平均值）做了统计，我们发现公司毛利率稳定保持在行业均值之上，稳定性甚至强于高端布局和一体化布局的覆铜板厂商，可见公司在原材料管理方面的能力极强，形成独有的竞争力。

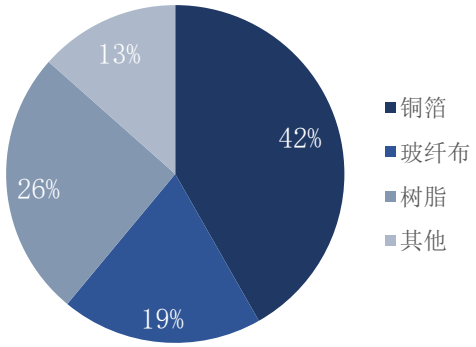
[5] 建滔积层板在港股上市不披露季报，用其 2024 年半年报毛利率代替。

图表37：覆铜板营业成本构成



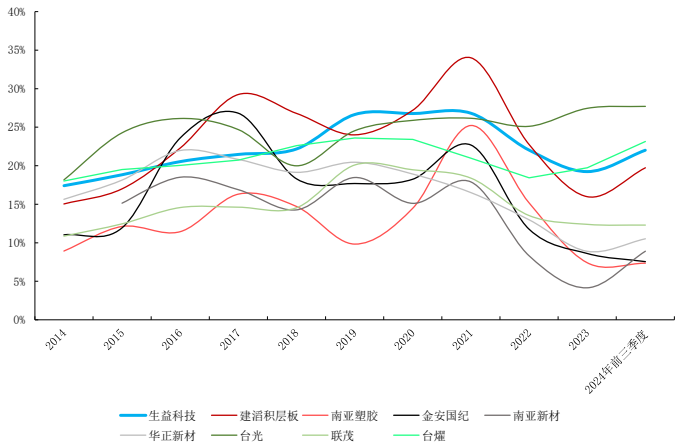
来源：生益科技 2023 年年报，国金证券研究所

图表38：覆铜板原材料集中于三大原材料



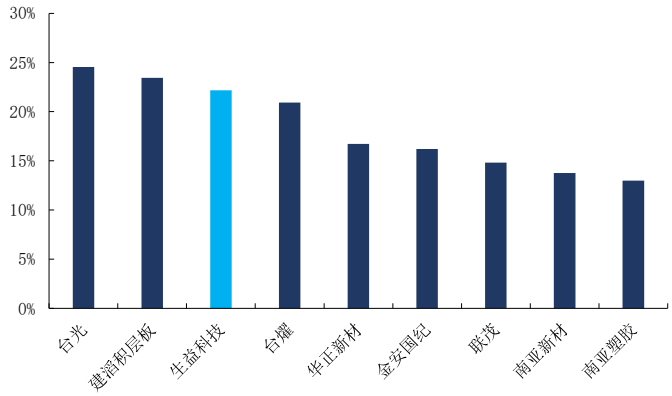
来源：南亚新材招股说明书，国金证券研究所

图表39：全球主流 CCL 厂商毛利率对比



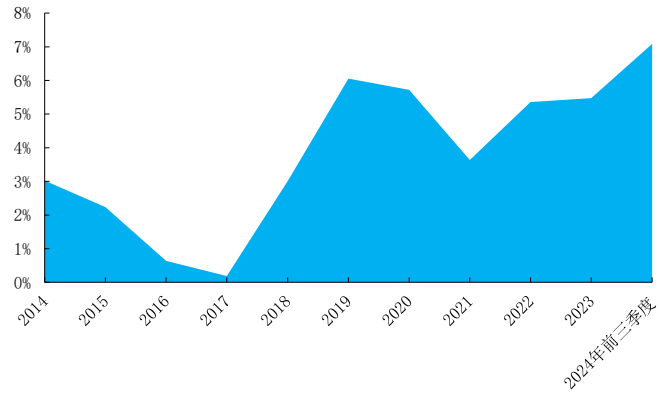
来源：Wind，国金证券研究所

图表40：2014~2024 年前三季度全球主流 CCL 毛利率均值



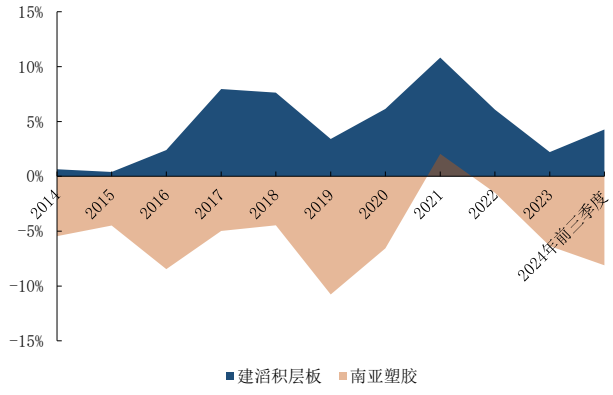
来源：Wind，国金证券研究所

图表41：生益科技毛利率相对行业均值的变化



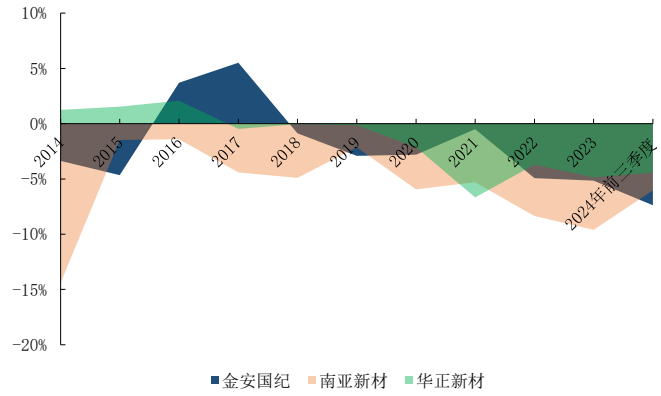
来源：Wind，国金证券研究所

图表42：建滔和南亚塑胶毛利率相对行业均值的变化



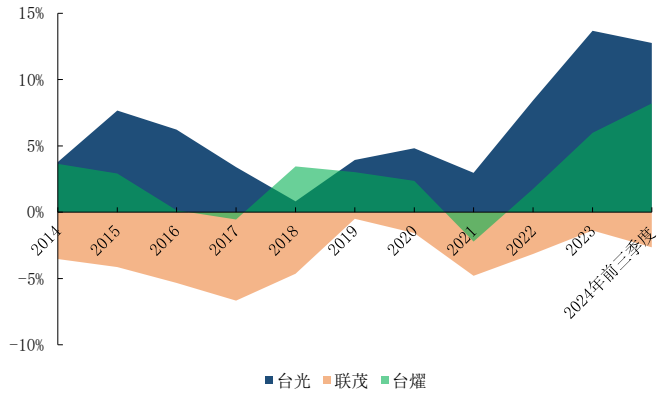
来源：Wind，国金证券研究所

图表43：金安国纪、南亚新材和华正新材毛利率相对行业均值的变化



来源：Wind，国金证券研究所

图表44：台光、联茂、台燿毛利率相对行业均值的变化



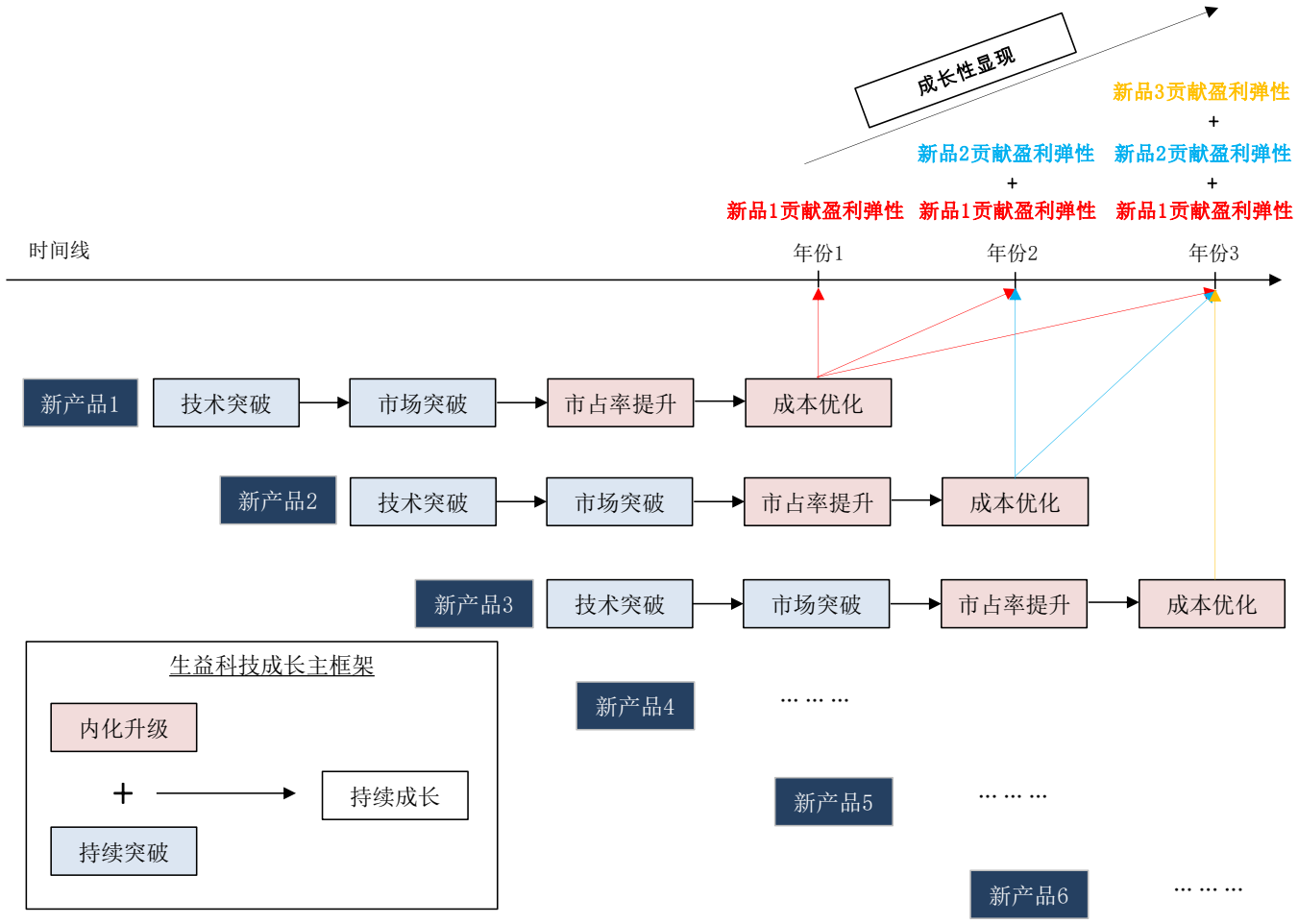
来源：Wind，国金证券研究所

3) 成长性来自于公司拥有充足的经验和极大的耐心孵化新产品配方。选用什么样的树脂、玻纤布、催化剂、硬化剂、填料（如硅微粉等）等材料以及以什么样的配比关系构成胶系配方成为了 CCL 厂商的核心技术。这些成功因素都需要时间沉淀，而龙头厂商经验积累更深厚、与大客户的合作时间更多、拥有更多资源绑定客户。公司作为全球的覆铜板龙头厂商，着眼于全球各类客户，沉得下心并且有资源支撑公司耗费数年时间跟踪某些大客户的前沿但还未放量的预研项目，最终产品成功孵化放量后占领前列身位。

从成长性体现来讲，升级产品的技术和市场突破反映到公司单价和利润并非一蹴而就的事情，实际上，在“技术突破→市场突破”之后还需要经历“市占率提升→成本优化”这样的内化过程。以公司高频高速产品为例，公司实际上从 2012 年就开始研发该类产品，而产品得到显著推广是在 2019 年，从单价变化情况可推断 2019 年高频高速产品还未给公司带来显著效益，但这类高端产品可以在更长远的维度使得公司 ROE 中枢不断上移。由此可见，单产品从突破到完成内化过程是存在较长时间跨度的，这一时间跨度是阻碍覆铜板厂商产品升级释放弹性、造成覆铜板存在周期性的关键。为了熨平单产品周期长的问题，公司通过持续研发多种优化产品，不断推陈出新，并且在新产品向市场渗透的过程中持续优化产品成本，最终形成多条“技术突破→市场突破→市占率提升→成本优化”运行模式并行的成长框架，从而使得产品滚动升级、成长弹性滚动释放，奠定公司高成长性。

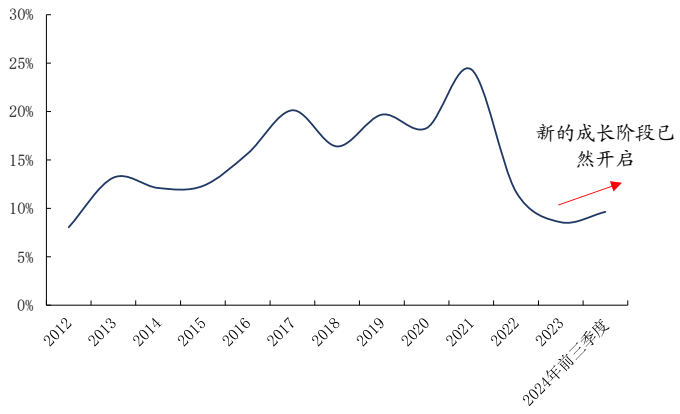
从数据结果上来看，在 2012~2021 年整整 10 年的时间内，公司凭借自身的产品布局实现了 ROE 中枢不断上移的成长性表现，虽然 2022~2023 年因为全球通缩而 ROE 大幅下降，但一方面我们已经看到需求开始修复之后的 ROE 水平抬升之势，另一方面相比全部 A 股电子公司，公司的 ROE 水平中枢一直处于上移的趋势，可见公司相较国内大部分 A 股公司长期成长趋势都更显著。

图表45：生益科技为什么具有成长性——高端产品持续内化升级



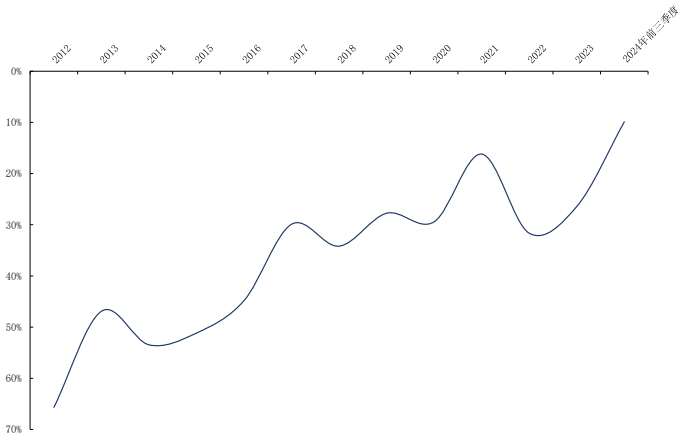
来源：国金证券研究所

图表46：生益科技 ROE 变化



来源：Wind，国金证券研究所

图表47：生益科技 ROE 在 A 股电子公司（申万）的排名分位数



来源：Wind，国金证券研究所

综上，我们认为公司能够周期性和成长性来源于其产品布局，一方面其规模较大、无可避免在中低端产品有布局，所以行业周期性是无可避免的；但另一方面公司通过产品配方的非同质化竞争、原材料管理和高端产品孵化来保持自身长趋势下的成长性，构筑了强阿尔法公司的竞争壁垒。

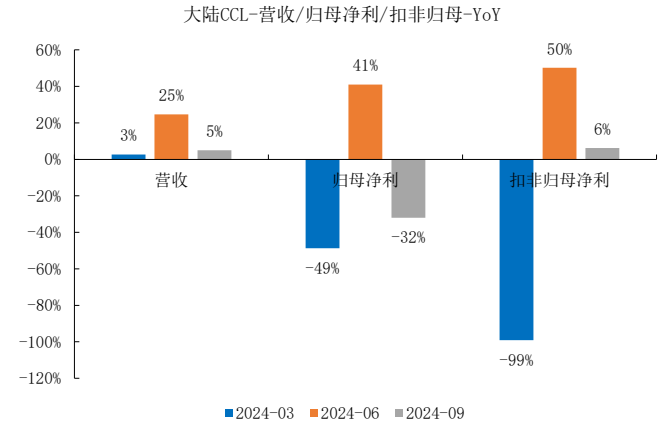
2.3、周期和成长共振期已至，公司有望迎来单位毛利反转和高端成长的主升浪

2.3.1、周期已显修复之势，预期下游终端出货仍保持增长

根据前述逻辑，只要经济是向好的、无论上行斜率大还是小、亦无论大宗商品价格涨跌、覆铜板价格涨跌，公司都能够实现单位毛利的同比增长。在过去两年承压后我们已经观察到行业有企稳之象，从 CCL 上市公司的业绩表现来看，A 股 CCL 前三季度营收/归母净利/扣非归母每个季度分别达到同比+3%/-49%/-99%、+25%/+41%/+50%、+5%/-32%/+6%，同比增速逐渐转正；台系 CCL 在 2024 年保持同比增长，虽然台系 CCL 在 2024 年 8~10 月营收同比增幅收窄，但 11~12 月和 2025 年 1 月同比增速又现扩张之势；从盈利能力的情况来看，CCL 虽然短期还未恢复到历史上较高的水平，但走出盈利低谷的态势已现；同时，根据 IDC 预测，明年全球智能手机、PC、AR/VR、可穿戴设备出货量均保持增长，至 2028 年的五年复合增速分别达到 3%、1%、27%、3%，消费电子在 CCL 下游占比较大，各类消费电子产品保持同比增长将稳定周期修复之势，海外云计算厂商在近期纷纷加大资本开支预期，全球服务器预期明年增长高达 11%，至 2028 年的五年复合增速达到 8%，资本开支端高速增长也有望为 CCL 需求贡献增量。总体来看我们认为覆铜板行业所面临的下游需求已经企稳，周期修复之势明显。

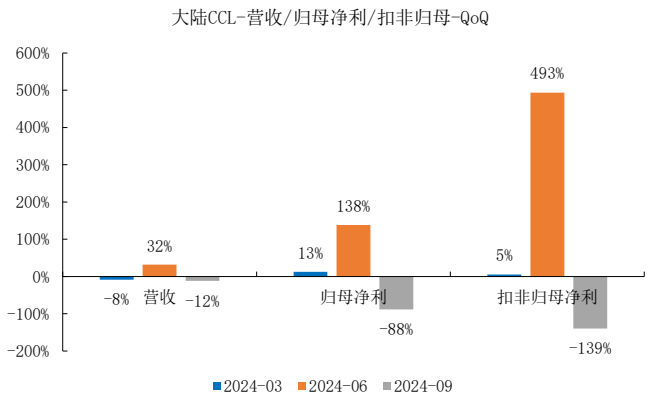
奠定了周期修复的基调，公司也有望迎来单位毛利上行的机会。随着需求从修复到通胀，远期更是可展望覆铜板行业再迎来涨价的盈利上行机会，公司作为龙头公司将显著受益。

图表48：2024 年前三季度大陆 CCL 业绩同比增速[6]



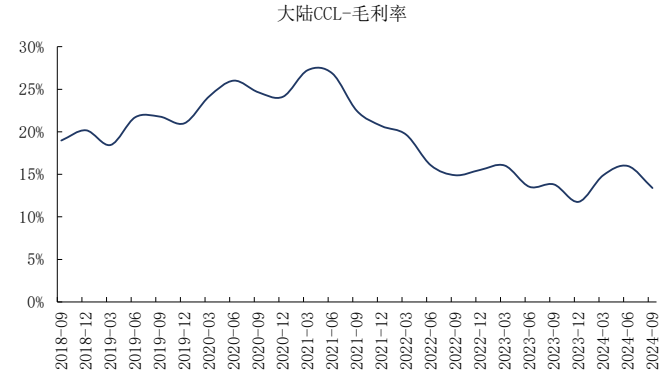
来源：Wind，国金证券研究所

图表49：2024 年前三季度大陆 CCL 业绩环比增速



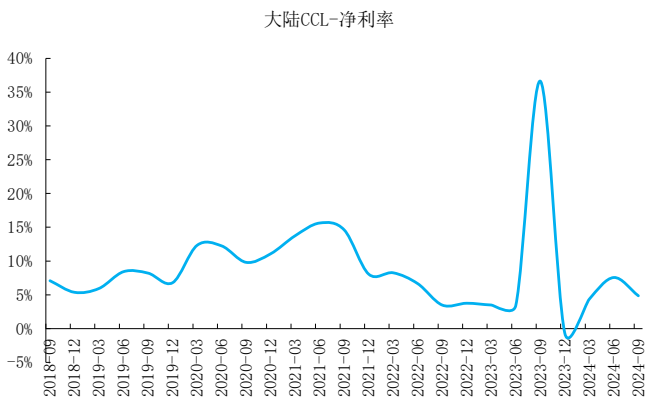
来源：Wind，国金证券研究所

图表50：中国大陆 CCL 历年毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

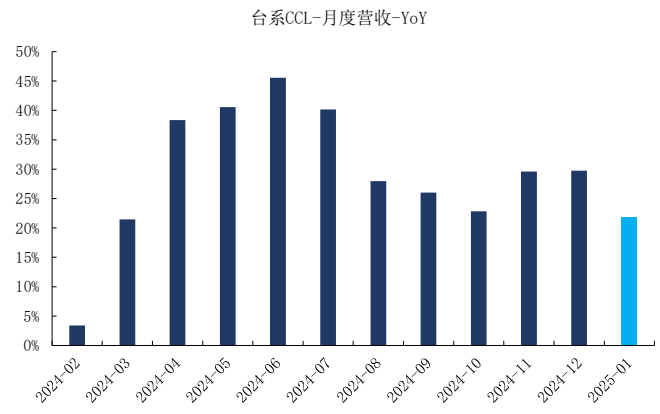
图表51：中国大陆 CCL 历年净利率



来源：Wind，国金证券研究所

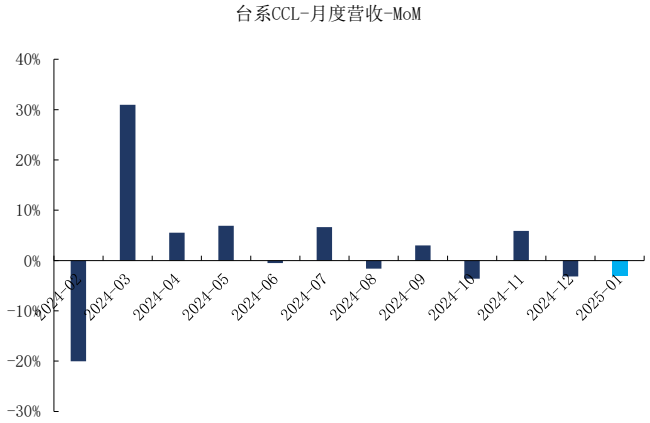
[6] 中国大陆 CCL 企业样本包括（排序按照代码先后）：金安国纪、中英科技、生益科技、华正新材、南亚新材。后同。

图表52：台系 CCL 月度营收同比[7]



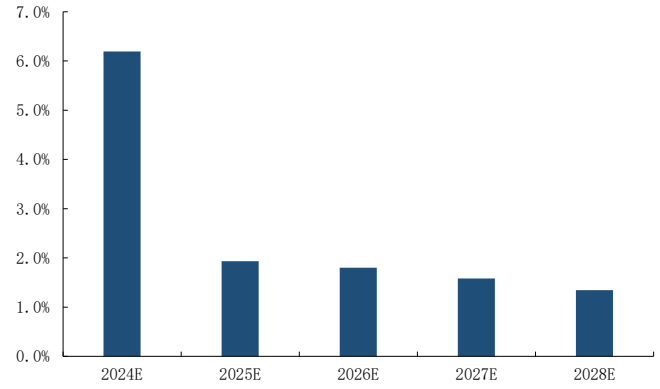
来源：Wind，国金证券研究所

图表53：台系 CCL 月度营收环比



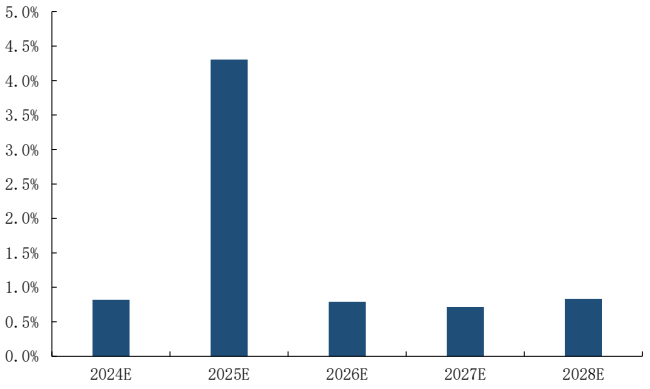
来源：Wind，国金证券研究所

图表54：2024~2028 年全球智能手机出货量同比增速预测



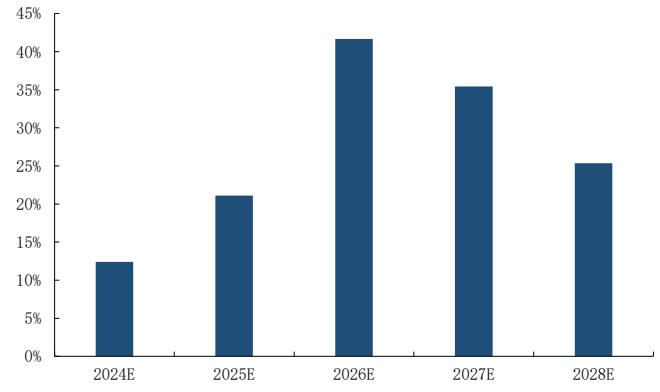
来源：IDC，国金证券研究所

图表55：2024~2028 年全球 PC 出货量同比增速预测



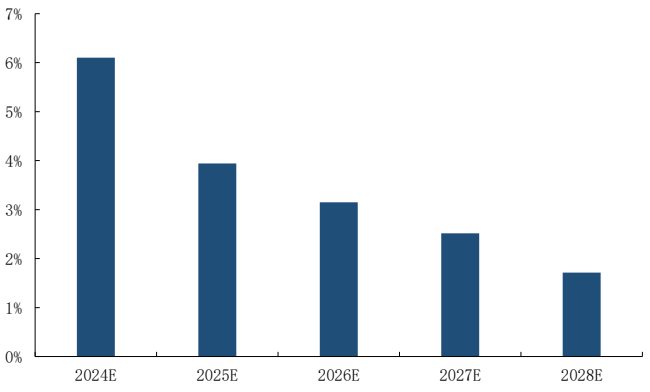
来源：IDC，国金证券研究所

图表56：2024~2028 年全球 AR/VR 出货量同比增速预测



来源：IDC，国金证券研究所

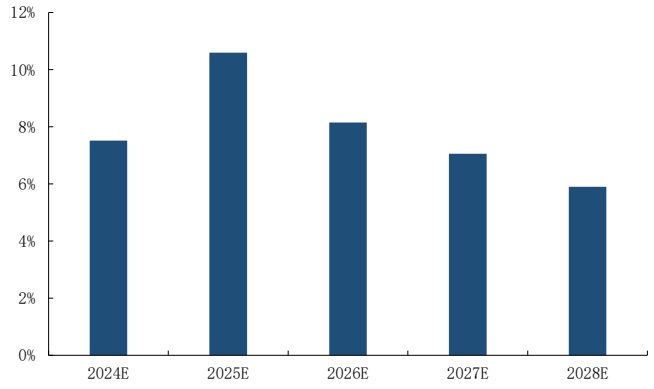
图表57：2024~2028 年全球可穿戴设备出货量同比增速预测



来源：IDC，国金证券研究所

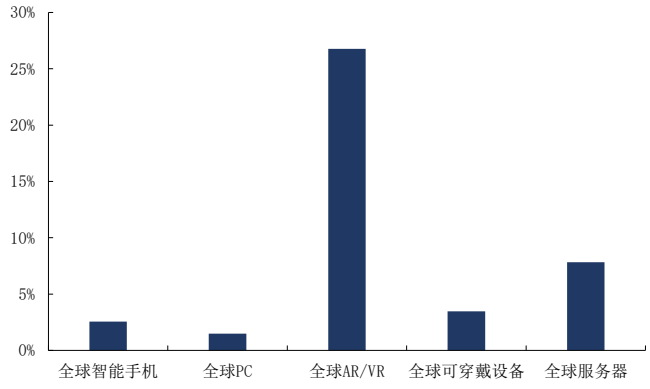
[7] 中国台湾台系 CCL 企业样本包括（排序按照代码先后）：南亚塑胶、台光、联茂、台耀。

图表58：2024~2028 年全球服务器出货量同比增速预测



来源：IDC，国金证券研究所

图表59：2023~2028 年全球主要电子设备复合增速



来源：IDC，国金证券研究所

2.3.2、资本开支和端侧齐发力，覆铜板的成长机会进入上升通道

在电子各类产品出货预期稳步增长的情况下，行业层面创新点层出不穷：

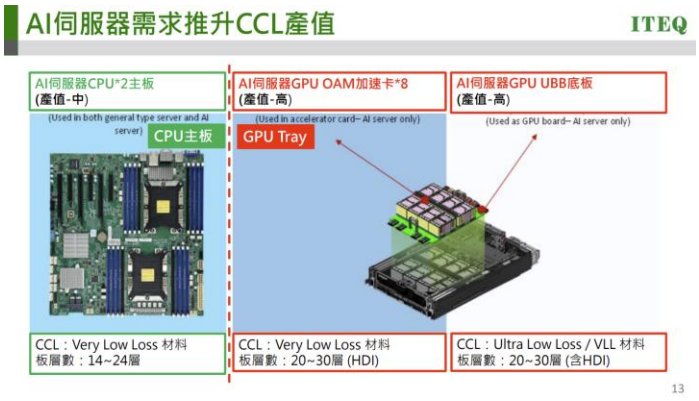
1) 当前 AI“军备赛”正如火如荼，海外四大云计算厂商资本开支大幅上修，英伟达业绩预期环比继续高速增长，可见高速通信产业链高速发展确定性强。在高景气度发生的同时，CCL 材料因功能要求提升而迎来快速升级，其中传统服务器 CCL 有望提升至 Ultra low loss 等级，AI 服务器和交换机 CCL 等级将从原先的 Very low loss 提升至 Ultra low loss 或 Super ultra low loss，AI 服务器还增加了对 HDI 工艺的要求，也对 CCL 材料的 CTE 等指标提出了更高要求，从而为 CCL 行业带来新附加值。

当前 AI 资本开支相关的覆铜板市场主要由韩国和中国台湾厂商掌握，公司在经过 2 年左右的产品布局已经成功通过了全球 AI 相关龙头客户的验证，有望在 2025 年迎来高端新品放量的成长机会。

图表60：服务器/存储平台升级导致 CCL 升级

来源：联茂官网，国金证券研究所

图表61：AI 服务器导致 CCL 升级

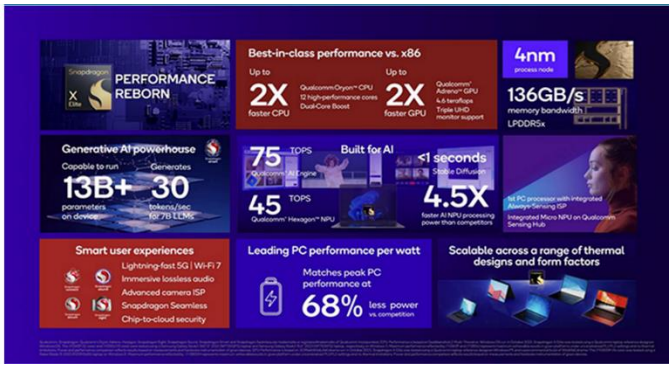


来源：联茂官网，国金证券研究所

2) 在 AI 资本开支大幅上行的同时，各大厂商也在加码 AI 边端布局，其中 AI PC 和 AI 手机成为了各大厂商的重要布局点。AI PC 主板配合芯片性能提升而有望等级提升至 mid loss 或 low loss 级别，甚至在产业链中有观察到 very low loss 方案打样；AI 手机主板 HDI 和 FPC 都有望在未来采用新方案，其中产业链观察到 HDI 方案或在未来演变为 RCC 方案，FPC 的价值量也有望升级，对应的 CCL 将更注重特殊基材的膜层配方性能。

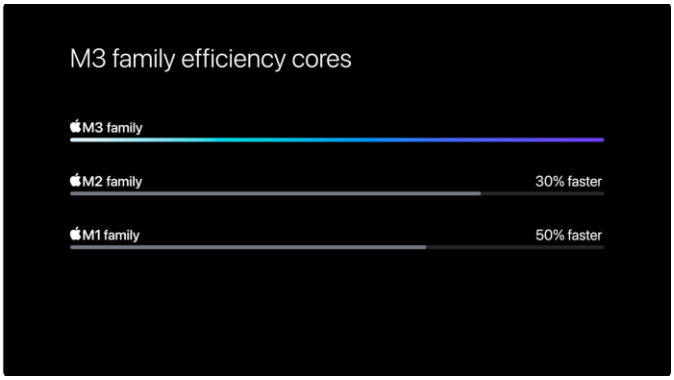
公司同样在 AI 端侧有前瞻布局，不仅配合国内手机、PC 相关客户研发下一代新产品，包括 very low loss 用于 AI PC 也有看到打样的产品，同时也在积极配合海外龙头终端客户的研发，有望打破海外覆铜板厂商在端侧产品的垄断地位。

图表62：高通 Snapdragon X Elite 规格与性能



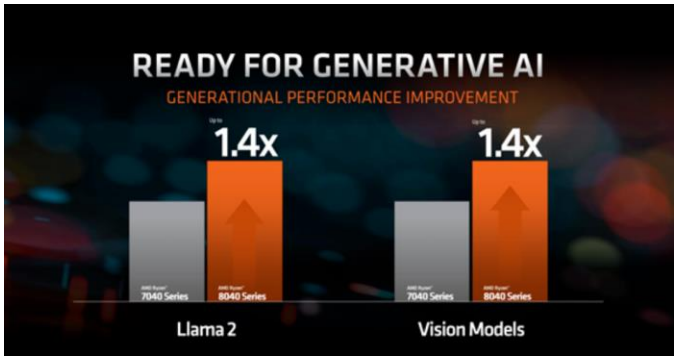
来源：GIZ Guide，国金证券研究所

图表63：苹果 M3 系列芯片规格



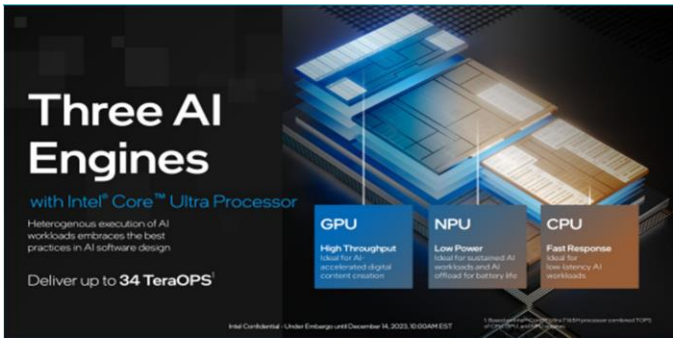
来源：Apple 官网，国金证券研究所

图表64：AMD Ryzen8040 在 Llama2 和 Vision Models 等生成式 AI 性能较前代提升 40%



来源：芯语，国金证券研究所

图表65：Intel Meteor Lake 性能

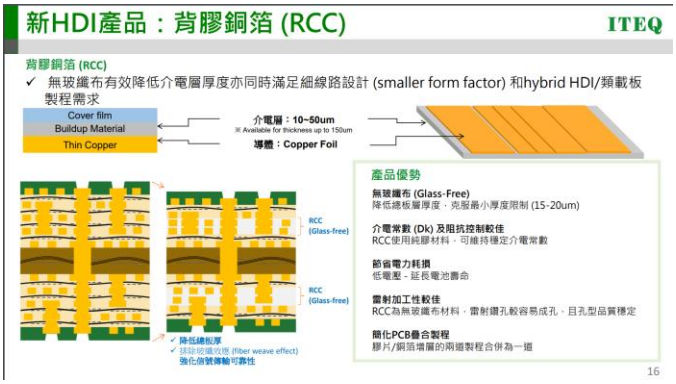


来源：Wccftech，国金证券研究所

图表66：Apple Intelligence 宣传页

来源：Apple 官网，国金证券研究所

图表67：HDI 未来或演化为 RCC



来源：联茂官网，国金证券研究所

综上，我们认为 CCL 正面临周期修复，同时叠加各类电子产品创新升级，因此有望周期性和成长性同时启动。公司作为具备强阿尔法能力的龙头厂商，无论是在周期修复中的单位毛利反转表现，还是高端产品的客户布局情况，都预示着公司覆铜板业务将迎来快速成长的新通道。

三、自研 ASIC 给新晋厂商弯道超车机会，子公司 PCB 在 AI 崭露头角

除了覆铜板业务之外，公司通过子公司生益电子布局 PCB 业务。从产品定位上看，生益电子聚焦高端 PCB 产品，一方面通信设备、网络设备、服务器等承载高速带宽的产品会应用到高多层 PCB 加工技术，另一方面生益电子的均价相对其他同行明显更高，可见生益电子是专注于高端产品的 PCB 供应商。

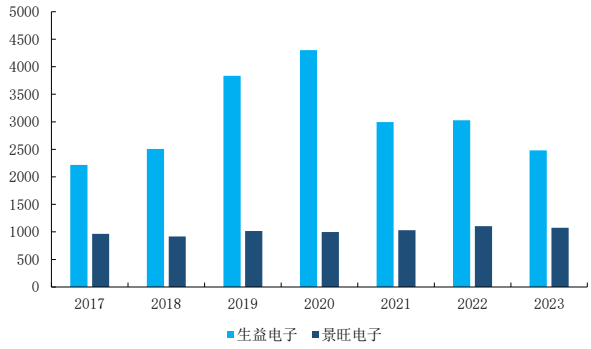
图表68：生益电子产品布局领域

单位：万元

产品应用领域	2020 年 1-6 月		2019 年度		2018 年度		2017 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
通信设备板	81,167.71	43.27%	146,728.61	48.20%	82,129.93	40.81%	63,377.18	37.83%
网络设备板	71,083.09	37.89%	83,710.28	27.50%	56,568.62	28.11%	58,273.33	34.78%
计算机/服务器板	20,498.15	10.93%	41,447.94	13.62%	29,003.65	14.41%	18,573.55	11.09%
消费电子板	2,970.20	1.58%	9,139.48	3.00%	14,805.22	7.36%	14,887.49	8.89%
工控医疗板	5,636.33	3.00%	11,449.68	3.76%	11,856.11	5.89%	9,281.51	5.54%
其他板	6,229.24	3.32%	11,947.31	3.92%	6,868.15	3.41%	3,145.68	1.88%
合计	187,584.73	100.00%	304,423.30	100.00%	201,231.68	100.00%	167,538.75	100.00%

来源：生益电子招股说明书，国金证券研究所

图表69：生益电子均价高于同行主流厂商（元/平方米）

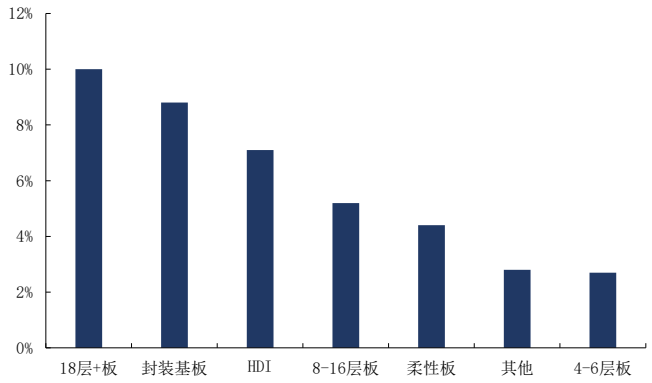


来源：生益电子年报，景旺电子年报，国金证券研究所

3.1、AI 使得高多层/HDI 快速增长，云计算厂商自研 ASIC 加码新机会

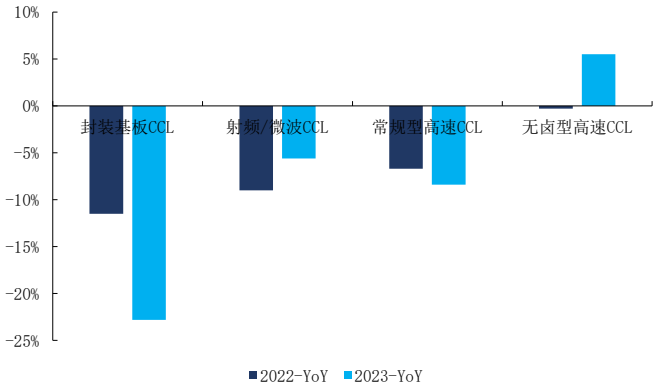
根据世运电路引用的 Prismark 统计，从下游 PCB 行业的结构来看，2023~2028 年复合增长较高的细分领域为 18 层+板、封装基板、HDI，复合增速分别达到 10.0%、8.8%、7.1%，其中 18 层+板和 HDI 主要市场增量来自于高速领域，根据覆铜板资讯引用的 Prismark 对高速覆铜板的预测，也明显看到无卤型高速 CCL 的增速明显快于其他品类，可见下游高速领域未来增速可期。

图表70：2023~2028 年全球 PCB 细分领域复合增速



来源：世运电路公告，Prismark，国金证券研究所

图表71：特殊基材覆铜板细分品种同比增速



来源：覆铜板资讯，Prismark，国金证券研究所

我们认为 PCB 升级主要来自两个方面的因素驱动，其一为 AI 对算力 PCB 提出了更高要求，其二数据量持续增长带来基础建设持续升级，这两点充分体现在服务器和交换机这两大关键设备上：

1) AI 服务器相对传统普通服务器新增了 GPU 板组，而 GPU 对连接带宽要求高导致所需的 PCB 和 CCL 要求均有提升，一方面 PCB 层数从以往的 14~24 层提升至 20~30 层，另一方面 AI 领域开始加大对 HDI 这一 PCB 行业传统技术的应用，最为典型的代表就是英伟达 GB200 的产品在算力层使用了 HDI 工艺，这一改变对 PCB 板的制造提出更高的要求。

2) 交换机是一种用于电（光）信号转发的网络设备，其为网络中的不同设备（服务器、计算机、摄像头、打印机等）提供一条点对点的连接，简单来说交换机的功能属性就是网络架构中的一条具有方向性（MAC 地址）的通路。从物理形态上来讲，交换机就是由一张张 PCB 板构成的集成式设备，其中影响 PCB 性能的关键在于交换机所承载的总带宽大小。AI 组网更多采取胖树架构，从而使得组网系统总带宽大幅扩容，对应

PCB 规格升级，根据产业链信息，总带宽 25.6T 的交换机需要 30 层、Ultra low loss 等级 CCL，而总带宽 51.2T 的交换机则需要 38~46 层、Super ultra low loss 等级 CCL，那么随着 51.2T 高带宽交换机的渗透加快，高多层 PCB 的需求将会显著提升。

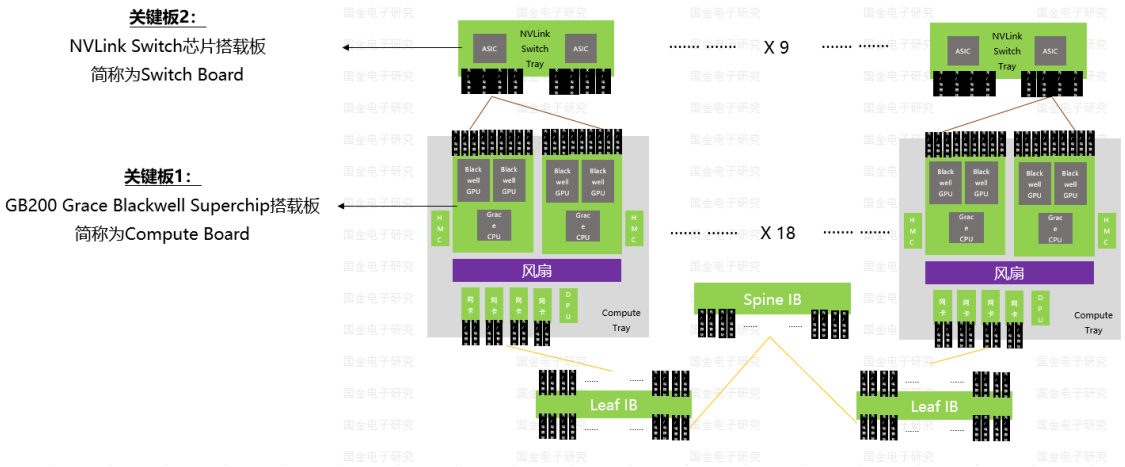
图表72：GB200 Grace Blackwell Superchip

来源：英伟达官网，国金证券研究所

图表73：HDI 板和 GPU+CPU 系统构成了“有点小贵”的算力单元

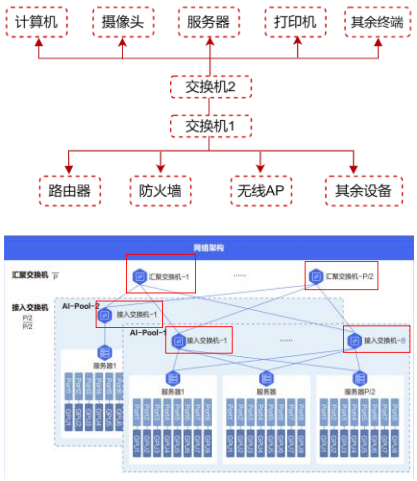
来源：英伟达官网，国金证券研究所

图表74：英伟达 GB200 系统关键硬件架构示意图



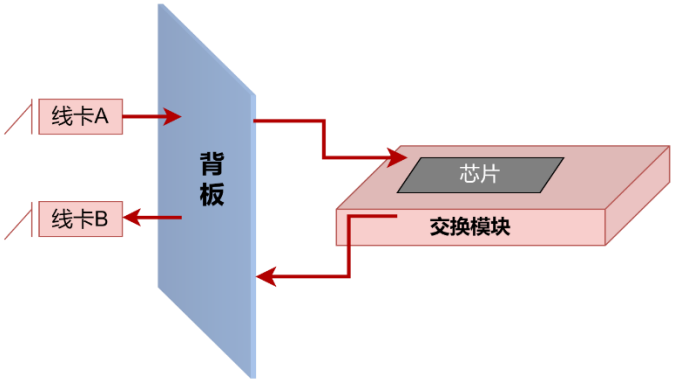
来源：英伟达官网，国金证券研究所

图表75：交换机功能示意图



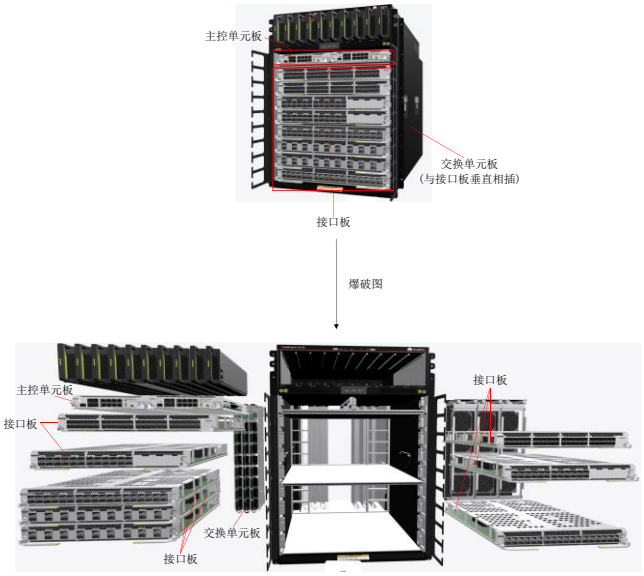
来源：百度《智算中心网络架构白皮书》，国金证券研究所

图表76：交换机工作机制原理



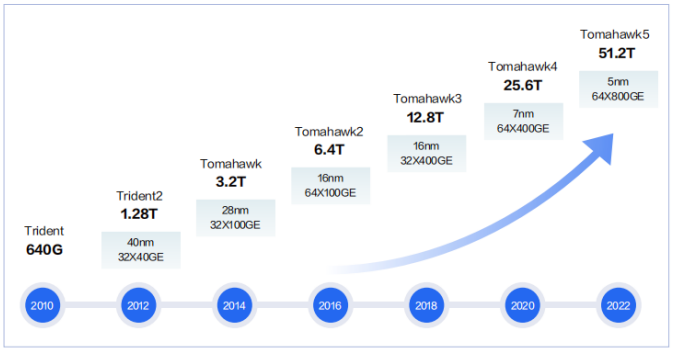
来源：国金证券研究所

图表77：交换机中 PCB 组成结构（以华为 CloudEngine S16700-8 为例）



来源：华为官网，国金证券研究所

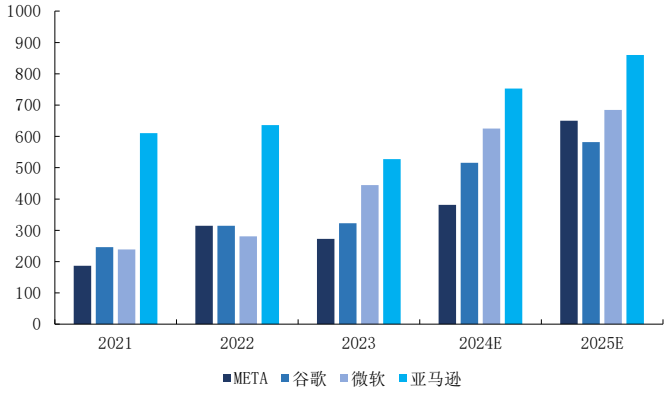
图表78：以太网转发芯片升级趋势



来源：百度《智算中心网络架构白皮书》，国金证券研究所

除了算力本身会提升 PCB 价值量之外，各大云计算厂商也在加紧进行“军备竞赛”。从海外资本开支预期可看到云计算厂商正在争相在 AI 基础设施布局，甚至云计算厂商开始自研 AI 定制化芯片（如亚马逊 Trainium2、谷歌 TPU 等），这不仅使得 AI 发展加速，同时 AI 设备产业链也有望从英伟达产业链向云计算自培养产业链转移，从而带来新晋厂商弯道超车机会。

图表79：海外四大云计算厂商资本开支（亿美元）[8]



来源：Bloomberg，MSN，财联社，扎克伯格 Facebook，国金证券研究所

图表80：亚马逊自研 AI ASIC 芯片 Trainium2

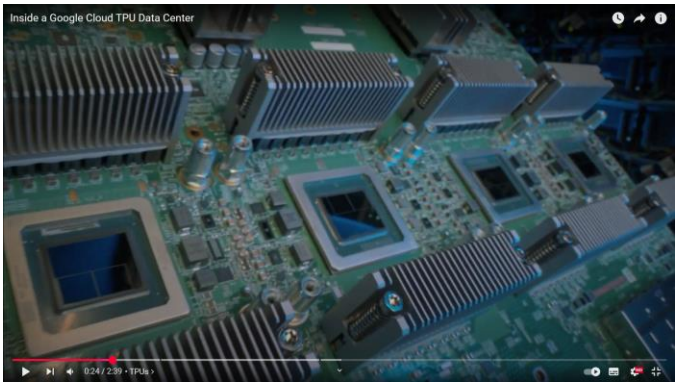
来源：亚马逊官网，国金证券研究所

[8] META 的年度财报披露以 9 月 30 日为资产负债表日，此处资本开支指上一年 9 月 30 日至当年 9 月 30 日止区间资本开支投入；微软的年度财报披露以 6 月 30 日为资产负债表日，此处资本开支指当年 6 月 30 日至下一年 6 月 30 日止区间资本开支投入。

图表81：亚马逊 Trainium2 服务器示意图

来源：亚马逊官网，国金证券研究所

图表82：谷歌自研 AI ASIC 芯片 TPU

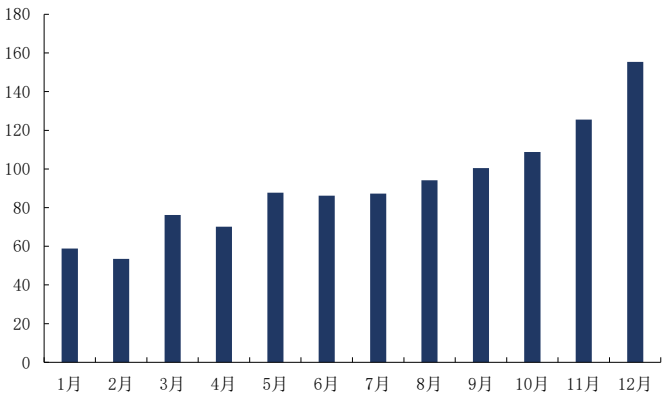


来源：谷歌官网，国金证券研究所

3.2、生益电子抓住 ASIC 机会弯道超车，盈利进入快速上行通道

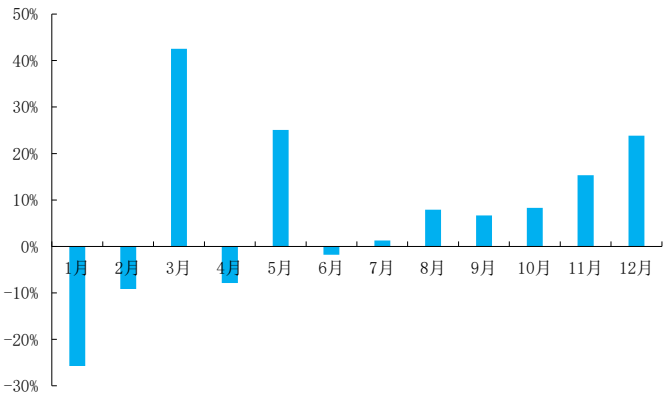
从 ASIC 产业链已经观察到起量之势，最为典型的是给亚马逊自研 AI 服务器做代工的台系企业智邦科技从 7 月开始营收环比增速加速上行，可见云计算 ASIC 产业链已然起势。生益电子依靠自己在高多层类产品中的技术实力，成功通过海外 ASIC 相关产业链突破，从二季度开始营收和利润环比加速变化，正是乘了 ASIC 的东风，可见生益电子有望随着海外 ASIC 产业链起量而迎来快速增长。

图表83：2024 年智邦科技月度营收（亿新台币）



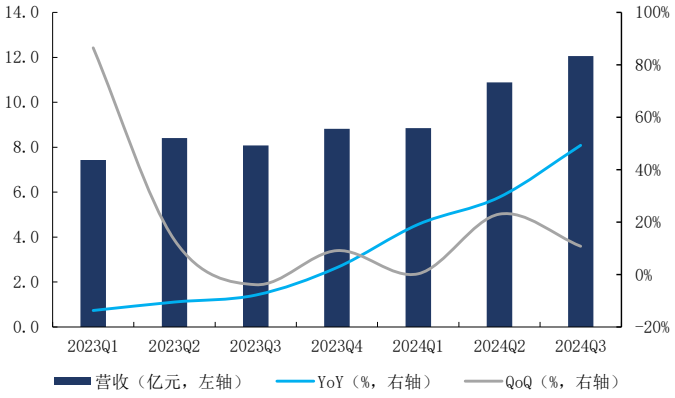
来源：Wind，国金证券研究所

图表84：2024 年智邦科技月度营收环比增速



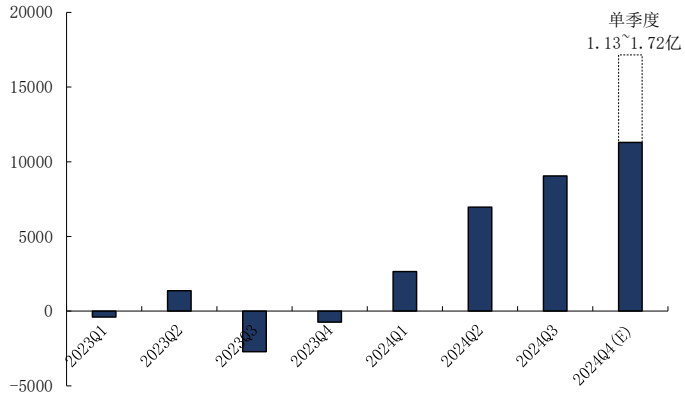
来源：Wind，国金证券研究所

图表85：生益电子季度营收及环比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表86：生益电子季度净利润（万元）



来源：Wind，国金证券研究所

综上，AI 相关产品导致 PCB 升级、价值量提升，加上云计算厂商资本开支继续大幅上行，

特别是云计算厂商开始自研 ASIC 芯片，给新晋的 PCB 厂商带来弯道超车机会；生益电子已经突破了海外云计算厂商自研 AI 服务器的产业链，在 2024 年开始已经逐季开始供货、营收和盈利反转之势已现，我们认为随着云计算厂商自研 AI 产品开始上量，生益电子也将进入盈利快速增长通道。

四、盈利预测及估值

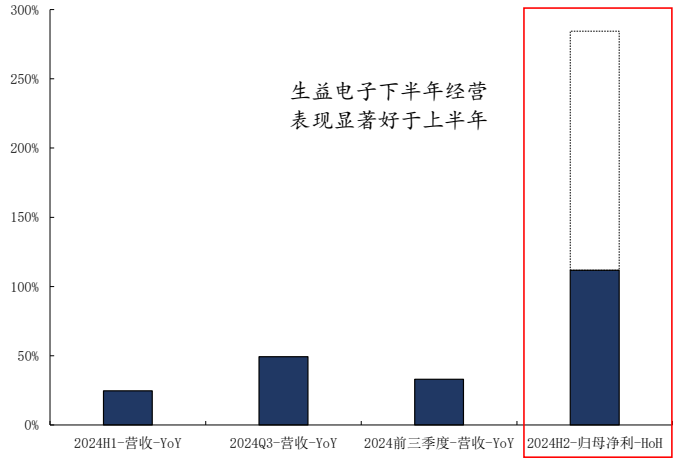
4.1、盈利预测：未来三年归母净利复合增速达到 63%

根据前述分析，我们对公司的主营业务情况进行假设：

1) 覆铜板业务营收稳定增长，毛利率加快修复。自 2021 年见顶在 2022~2023 年连续两年营收下滑、毛利率下降后，公司覆铜板业务在 2024 年迎来企稳回升，2024 年上半年营收同比提升 21%、毛利率回升到 22%水平；根据公司公布的 2024 年业绩预告可推算出公司 2024 年下半年归母净利润约为 7.68~8.68 亿元，相比上半年合计 9.32 亿元而言盈利有所收窄。根据我们的跟踪，公司下半年业绩弱于上半年的原因在于景气度环比有所下滑、公司第四季度为 2025 年大客户新品放量做了大量前期试产准备、消耗原材料导致盈利承压，因此我们假设 2024 年覆铜板业务增速和毛利率水平略弱于 2024 年上半年已披露情况，假设覆铜板业务同比增速为 20%（增至 152 亿元）、毛利率为 20%；随着需求修复、新品放量，营收得以持续成长，假设覆铜板业务营收在 2025~2026 年增幅稳定为 15%，绝对值达到 174 亿元和 200 亿元，并且根据前述内容，我们认为在需求稳定修复、新品逐渐放量之时公司覆铜板业务存在单位毛利加速提升的逻辑，因此毛利率假设在 2025~2026 年大幅提升至 24%、26%。

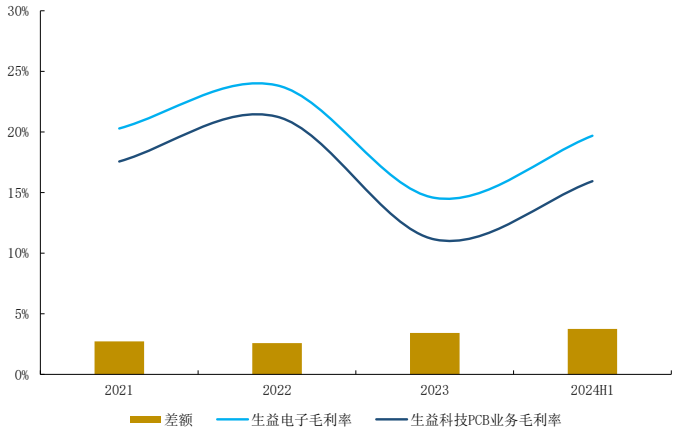
2) PCB 业务营收大幅上行，毛利率向行业龙头厂商看齐。PCB 业务在 2024 年也打破下滑趋势实现同比增长 23%，从生益电子披露的营收情况可知 2024 年下半年经营状况同比增速显著大于上半年，其中上半年增速 25%、单三季度增速达到 49%、前三季度营收增幅 33%，同时根据生益电子 2024 年业绩预告可推算出 2024H2 归母净利润相较 2024H1 增幅达到 112~172%，我们可以合理预期 2024 年公司 PCB 业务全年营收增幅相较 2024H1 可大幅上修，我们假设增幅为 45%；同理，根据前述分析，主导 PCB 业务的生益电子在今年迎来海外云计算厂商 ASIC 的放量突破，2024 年仅仅是开始，自 2024 年下半年开始生益电子所面临的 AI 相关订单环比有望继续加速，我们假设 2025~2026 年公司 PCB 业务营收增速达到 65%和 30%；随着订单的增加，PCB 业务的毛利率有望快速提升，参考同样深耕于 AI GPU 相关领域的沪电股份毛利率水平（2024 年每个季度毛利率达到 33%以上），我们认为生益电子毛利率仍有上行空间，考虑到生益电子毛利率与归母到公司报表的 PCB 业务毛利率存在 3~4pct 的差距，因此我们假设 2024~2026 年公司 PCB 业务毛利率水平为 22%、24%、26%。

图表87：2024 年生益电子上下半年经营状况差别大



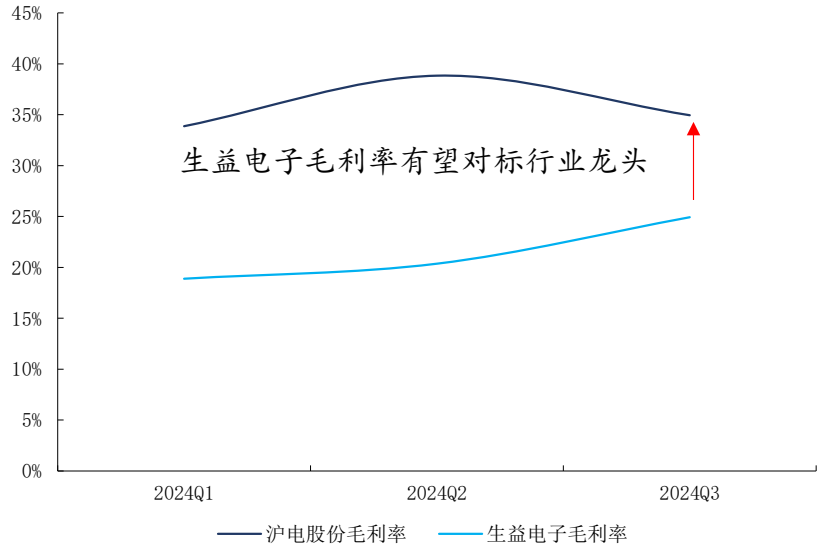
来源：Wind，生益电子 2024 年预告，国金证券研究所

图表88：生益电子与生益科技 PCB 披露的毛利率差额



来源：Wind，国金证券研究所

图表89：生益电子和沪电股份的毛利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

3) 其他业务保持平稳。其他业务主要包括废料出售等业务，业务变化不大，因此我们假设 2024 年营收等于 2024H1 营收的 2 倍，2025~2026 年假设营收规模等于 2024 年；假设毛利率保持 2024H1 水平不变。

综上假设，我们预计 2024~2026 年公司营收合计为 208 亿元、260 亿元和 309 亿元，同比增幅达到 25%、25%、19%，毛利润合计为 45 亿元、64 亿元和 82 亿元，对应毛利率为 21%、25%、26%。

图表90：生益科技营收和毛利预测

	单位	2021	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
覆铜板和粘结片								
营收	亿元	162	140	126	72	152	174	200
YoY	%	49%	-14%	-10%	21%	20%	15%	15%
占比	%	80%	78%	76%	75%	73%	67%	65%
毛利率	%	27%	21%	20%	22%	20%	24%	26%
印制电路板								
营收	亿元	35	34	31	19	45	75	97
YoY	%	-1%	-3%	-8%	23%	45%	65%	30%
占比	%	17%	19%	19%	20%	22%	29%	32%
毛利率	%	18%	21%	11%	16%	22%	24%	26%
其他业务								
营收	亿元	6	6	8	5	11	11	11
YoY	%	106%	6%	34%	106%	29%	0%	0%
占比	%	3%	3%	5%	6%	5%	4%	3%
毛利率	%	65%	45%	37%	40%	40%	40%	40%
营收	**亿元**	**203**	**180**	**166**	**96**	**208**	**260**	**309**
YoY	%	38%	-11%	-8%	22%	25%	25%	19%
毛利润	**亿元**	**54**	**40**	**32**	**21**	**45**	**64**	**82**
毛利率	%	27%	22%	19%	22%	21%	25%	26%

来源：Wind，国金证券研究所

我们整体假设公司期间费用与业务规模发展拟合度保持稳定，具体来看：

1) 2021~2023 年税金及附加占收入比例为 0.6%、0.6%、0.6%，三年平均为 0.6%，我们假设 2024~2026 年该比例保持在 0.6%；

2) 2021~2023 年销售费用占收入比例为 1.1%、1.3%、1.5%，三年平均为 1.3%，我们认为业务扩张导致的销售费用将有所增加，因此假设该比例比前三年平均要略高，假设 2024~2026 年该比例保持在 1.5%；

3) 2021~2023 年管理费用占收入比例为 4.5%、4.4%、4.2%，三年平均为 4.4%，我们假设 2024~2026 年该比例保持在 4.4%；

4) 2021~2023 年研发费用占收入比例为 4.8%、5.2%、5.1%，三年平均为 5.0%，我们假设 2024~2026 年该比例保持在 5.0%；

5) 其他损益方面，公司在政府补贴、资产减值方面的情况相对稳定，2021~2023 年该值体现为损失 1.8 亿元、1.4 亿元、0.3 亿元，三年平均损失为 1.1 亿元，我们假设 2024~2026 年公司相关情况稳定，稳健起见，我们假设损失保持为 1.1 亿元。

6) 少数股东损益，公司少数股东损益主要来自生益电子，生益电子披露 2024 年业绩预告显示 2024 年归母净利润预计为 29950 万元到 35810 万元，取 2024 年盈利等于中位值 32880 万元，根据 Wind 一致预期 2025~2026 年归母净利润预期 7.15 亿元和 10.3 亿元，假设公司对生益电子的持股比例不变（62.93%），则我们预计公司 2024~2026 年少数股东损益为 1.2 亿元、2.7 亿元和 3.8 亿元。

综上假设，我们预计公司 2024~2026 年归母净利润将达到 17.2 亿元、29.3 亿元和 40.2 亿元，同比增速达到 48%、70%、37%，三年复合增速将达到 63%。

图表91：生益科技归母净利润预测

	单位	2021	2022	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
营收	亿元	203	180	166	96	208	260	309
YoY	%	38%	-11%	-8%	22%	25%	25%	19%
毛利润	亿元	54	40	32	21	45	64	82
毛利率	%	27%	22%	19%	22%	21%	25%	26%
税金及附加	亿元	-1.2	-1.1	-1.0	-0.5	-1.2	-1.6	-1.9
税金及附加/收入	%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
销售费用	亿元	-2.3	-2.3	-2.5	-1.7	-3.1	-3.9	-4.6
销售费用/收入	%	-1.1%	-1.3%	-1.5%	-1.8%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
管理费用	亿元	-9.1	-8.0	-7.0	-3.6	-9.1	-11.4	-13.6
管理费用/收入	%	-4.5%	-4.4%	-4.2%	-3.7%	-4.4%	-4.4%	-4.4%
研发费用	亿元	-9.6	-9.4	-8.4	-4.7	-10.4	-13.0	-15.4
研发费用/收入	%	-4.8%	-5.2%	-5.1%	-4.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
其他损益	亿元	-1.8	-1.4	-0.3	-0.1	-1.1	-1.1	-1.1
少数股东损益	亿元	0.9	1.0	-0.2	0.5	1.2	2.7	3.8
归母净利润	**亿元**	**28.3**	**15.3**	**11.6**	**9.3**	**17.2**	**29.3**	**40.2**
归母净利率	%	14.0%	8.5%	7.0%	9.7%	8.3%	11.3%	13.0%
YoY	%	68%	-46%	-24%	68%	48%	70%	37%

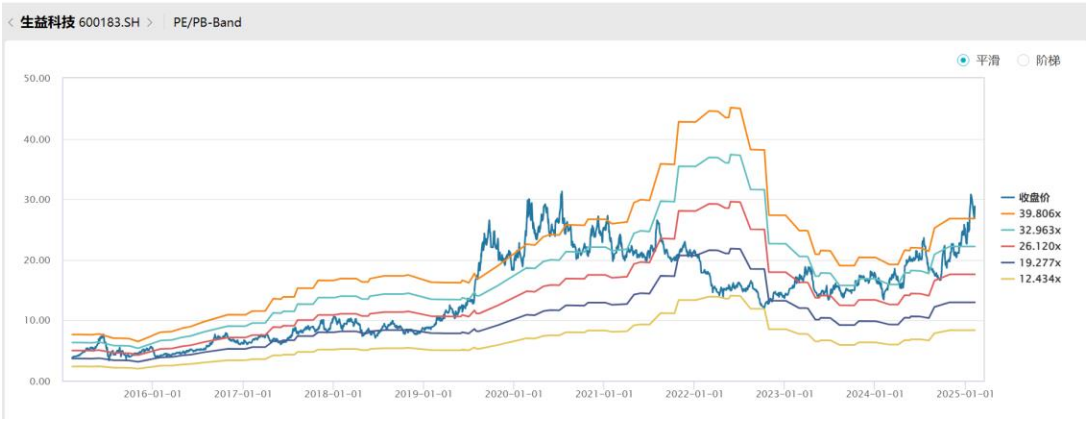
来源：Wind，国金证券研究所

4.2、上行周期估值偏成长，展望目标市值 938 亿

A 股中的其他主流覆铜板公司有金安国纪、南亚新材、华正新材、中英科技，但这四家的盈利情况相对较差且无公开覆盖报告对其未来业绩进行预测，因此我们参照公司历史 PE band，考虑到当前公司的基本面正是拐点向上的关键时期，历史上公司基本面向上时、估值也同样偏成长属性，参考 2019~2020 年经济修复期叠加国内 5G 建设带来的周期拐点和成长加持情况，这一时期公司市值对应当年年报 PE 值随着盈利的扩张而不断上行，PE 最大值为 47 倍、最小值为 14 倍、中位数为 35 倍、平均数为 32 倍。

考虑到公司当前是周期修复和高端产品放量的初期，我们认为公司 PE 有望随着利润释放进一步提升，我们取历史上 2019~2020 年这一可比时段当年年报对应平均 PE 值 32 倍、取 2025 年预期净利润 29.3 亿元，给予公司 938 亿目标市值，对应股价 38.61 元/股，给予“买入”评级。

图表92：过去 10 年生益科技 PE Band（TTM）



来源：Wind，国金证券研究所

五、风险提示

5.1、需求修复不及预期

根据前述逻辑，行业需求修复是保证公司基本盘稳定增长、单位毛利向上的核心假设，如若需求修复不及预期，则会导致公司基本业务盈利不及预期，从而拖累整体的盈利表现。

5.2、AI 发展不及预期

根据前述逻辑，AI 是推动 CCL 和 PCB 成长性的关键领域，公司 CCL 新品突破和 PCB 订单放量都离不开 AI 相关需求的爆发，如若 AI 发展推进进度不及预期，则会公司 CCL 和 PCB 业务盈利不及预期。

5.3、DeepSeek 等模型创新带来的变化

幻方量化旗下人工智能公司深度求索(DeepSeek)于 2025 年 1 月 20 日发布 DeepSeek-R1，性能对标 OpenAI o1 正式版，引发全球对关于 AI 行业资本开支的可持续性问题的讨论。由于 DeepSeek 等创新模型的全部训练和推理成本并未公布，市场难以从量化测算的角度说明新的创新模型是否对资本开支产生本质的影响，并且在 Jevons 悖论的理论支撑下，成本效率的提升有望加速新技术的传播从而带来市场扩容，当前并未确认大模型创新优化对 AI 资本开始的影响。如若后续产业的发展明确了大模型创新优化能够节省 AI 资本开支、导致相应的硬件需求下降，公司所布局的 AI 产品所面临的需求则存在不及预期的风险。

5.4、竞争加剧

高端 CCL 和 PCB 快速发展是行业内各大厂商都观察到的趋势，不少厂商开始向高端类产品延伸布局，包括产能扩充、客户拓展等，如若未来高端 CCL/PCB 行业竞争加剧导致产品价格下滑或订单不足，则会使得公司整体盈利不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	**20,274**	**18,014**	**16,586**	**20,763**	**25,991**	**30,856**
增长率		-11.1%	-7.9%	25.2%	25.2%	18.7%
主营业务成本	-14,837	-14,045	-13,395	-16,312	-19,588	-22,689
%销售收入	73.2%	78.0%	80.8%	78.6%	75.4%	73.5%
毛利	5,437	3,969	3,191	4,451	6,403	8,167
%销售收入	26.8%	22.0%	19.2%	21.4%	24.6%	26.5%
营业税金及附加	-120	-107	-103	-125	-156	-185
%销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-231	-234	-254	-311	-390	-463
%销售收入	1.1%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-910	-797	-701	-914	-1,144	-1,358
%销售收入	4.5%	4.4%	4.2%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用	-964	-943	-841	-1,038	-1,300	-1,543
%销售收入	4.8%	5.2%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润（EBIT）	3,211	1,888	1,291	2,064	3,414	4,618
%销售收入	15.8%	10.5%	7.8%	9.9%	13.1%	15.0%
财务费用	-102	-119	-111	-108	-114	-150
%销售收入	0.5%	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%	0.5%
资产减值损失	-179	-87	-126	-53	-29	-30
公允价值变动收益	50	-23	-3	276	91	63
投资收益	36	25	37	47	33	12
%税前利润	1.1%	1.4%	2.9%	2.3%	0.9%	0.2%
营业利润	3,316	1,785	1,273	2,041	3,537	4,869
营业利润率	16.4%	9.9%	7.7%	9.8%	13.6%	15.8%
营业外收支	-6	-12	-1	1	1	2
税前利润	3,310	1,773	1,271	2,042	3,538	4,871
利润率	16.3%	9.8%	7.7%	9.8%	13.6%	15.8%
所得税	-385	-141	-123	-198	-343	-472
所得税率	11.6%	8.0%	9.6%	9.7%	9.7%	9.7%
净利润	2,925	1,632	1,149	1,844	3,194	4,398
少数股东损益	94.917	101	-15	122	265	382
归属于母公司的净利润	**2,830**	**1,531**	**1,164**	**1,722**	**2,929**	**4,016**
净利率	14.0%	8.5%	7.0%	8.3%	11.3%	13.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,925	1,632	1,149	1,844	3,194	4,398
少数股东损益	95	101	-15	122	265	382
非现金支出	851	813	961	944	993	1,137
非经营收益	-190	227	116	-276	-52	45
营运资金变动	-1,810	148	518	-612	-919	-359
经营活动现金净流	**1,776**	**2,820**	**2,743**	**1,900**	**3,217**	**5,221**
资本开支	-1,756	-1,180	-1,067	-1,276	-1,301	-2,614
投资	-134	-36	-116	241	59	14
其他	10	22	21	47	33	12
投资活动现金净流	**-1,880**	**-1,193**	**-1,162**	**-988**	**-1,209**	**-2,588**
股权募资	2,254	192	318	1	0	0
债权募资	404	800	-935	714	1,429	1,791
其他	-1,260	-1,641	-1,302	-1,695	-2,841	-3,875
筹资活动现金净流	**1,398**	**-648**	**-1,919**	**-980**	**-1,411**	**-2,083**
现金净流量	**1,287**	**989**	**-339**	**-67**	**597**	**550**

资产负债表（人民币百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,287	3,106	2,775	2,701	3,293	3,841
应收款项	7,628	6,809	6,669	8,222	10,179	11,797
存货	4,520	4,084	4,271	4,782	5,397	5,513
其他流动资产	284	234	284	207	247	310
流动资产	14,720	14,232	13,999	15,913	19,116	21,460
%总资产	60.2%	56.5%	56.1%	58.4%	61.8%	61.5%
长期投资	642	696	813	828	825	824
固定资产	8,103	9,595	9,347	9,336	9,665	11,136
%总资产	33.2%	38.1%	37.5%	34.3%	31.3%	31.9%
无形资产	418	399	383	790	930	1,108
非流动资产	9,711	10,963	10,958	11,335	11,801	13,447
%总资产	39.8%	43.5%	43.9%	41.6%	38.2%	38.5%
资产总计	**24,431**	**25,196**	**24,957**	**27,248**	**30,917**	**34,907**
短期借款	2,026	2,794	2,532	4,361	5,689	7,447
应付款项	4,291	3,984	4,152	5,434	6,885	8,075
其他流动负债	935	600	614	740	975	1,203
流动负债	7,253	7,377	7,297	10,536	13,549	16,725
长期贷款	1,590	1,175	806	206	307	341
其他长期负债	722	1,347	1,153	515	510	507
负债	9,565	9,899	9,256	11,256	14,366	17,573
普通股股东权益	13,096	13,498	13,983	14,154	14,447	14,848
其中：股本	2,312	2,327	2,355	2,429	2,429	2,429
未分配利润	5,386	5,355	5,334	5,507	5,800	6,201
少数股东权益	1,770	1,798	1,717	1,839	2,104	2,486
负债股东权益合计	**24,431**	**25,196**	**24,957**	**27,248**	**30,917**	**34,907**

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.224	0.658	0.494	0.709	1.206	1.653
每股净资产	5.666	5.800	5.939	5.826	5.947	6.112
每股经营现金净流	0.768	1.212	1.165	0.782	1.324	2.149
每股股利	0.600	0.450	0.450	0.638	1.085	1.488
回报率						
净资产收益率	21.61%	11.34%	8.32%	12.17%	20.28%	27.05%
总资产收益率	11.58%	6.08%	4.66%	6.32%	9.47%	11.51%
投入资本收益率	15.08%	8.61%	5.94%	8.85%	13.38%	16.28%
增长率						
主营业务收入增长率	38.04%	-11.15%	-7.93%	25.18%	25.18%	18.72%
EBIT增长率	44.73%	-41.20%	-31.62%	59.84%	65.46%	35.26%
净利润增长率	68.38%	-45.90%	-23.96%	N/A	70.06%	37.11%
总资产增长率	33.09%	3.13%	-0.95%	9.18%	13.46%	12.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	99.1	118.5	122.2	115.2	113.6	110.2
存货周转天数	86.6	111.8	113.8	108.2	102.1	90.5
应付账款周转天数	76.2	86.8	83.5	85.1	91.8	93.4
固定资产周转天数	127.3	159.4	199.5	153.3	119.2	112.8
偿债能力						
净负债/股东权益	9.75%	10.35%	6.37%	14.28%	18.64%	24.69%
EBIT利息保障倍数	31.5	15.8	11.6	19.1	30.0	30.7
资产负债率	39.15%	39.29%	37.09%	41.31%	46.47%	50.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	6	6	23
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.25**	**1.25**	**1.25**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究