

生益科技(600183.SH)

高端CCL国产替代主力军，新品放量助力业绩增长

推荐（首次）

股价：29.4 元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.syst.com.cn
大股东/持股	广东省广新控股集团有限公司 /24.38%
实际控制人	
总股本(百万股)	2,429
流通 A 股(百万股)	2,371
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿元)	714
流通 A 股市值(亿元)	697
每股净资产(元)	5.91
资产负债率(%)	39.6

行情走势图



证券分析师

徐勇 投资咨询资格编号
S1060519090004
XUYONG318@pingan.com.cn

郭冠君 投资咨询资格编号
S1060524050003
GUOGUANJUN625@pingan.com.cn



平安观点：

- **全球领先覆铜板厂商，全品类布局打开成长空间。**生益科技是全球领先的电子电路基材核心供应商，当前公司自主生产覆铜板、半固化片、绝缘层压板、金属基覆铜箔板、涂树脂铜箔、覆盖膜类等高端电子材料，相关产品主要供制作单、双面线路板及高多层线路板，广泛应用于高算力、AI 服务器、通讯网络、航空航天、芯片封装、汽车电子、智能家居、工控医疗设备以及各种中高档电子产品中。根据 Prismark 数据，自 2013 年起，公司刚性覆铜板销售总额常年位列全球第二位，2023 年全球市占率稳定在 12%左右水平。
- **AI 高景气叠加服务器平台升级，驱动 CCL 单机价值量增长。**随着服务器平台技术的不断进步和迭代，对 PCB 的层数和材料质量的要求也在不断提高。其中，以 Intel 为例，PCB 所需层数不仅从 Purley 平台的 8-12 层提升至 Birch Stream 的 18-22 层，而且 CCL 材料等级也由 Mid Loss 提升至 Very Low Loss 甚至 Ultra Low Loss。另外，相较于传统服务器，AI 服务器的 PCB 价值增量主要集中于 GPU 模组，以英伟达八卡方案为例，相关 PCB 层数不仅提升至 20-30 层，同时，CCL 材料等级也有望进一步提升至 Ultra Low Loss。考虑到 Blackwell 芯片平台的高速信号传输要求，Computer Tray 和 Switch Tray 模组板在用料、线路设计以及工艺制造方面均将全面升级，高阶 HDI 用量有望迎来明显提升，驱动 PCB/CCL 单机价值量实现进一步提升。
- **覆铜板产品种类覆盖齐全，高研发投入助力新技术突破。**生益科技作为全球覆铜板行业领军企业，凭借持续的研发高投入，公司大力开展自主创新，已构建起全品类产品矩阵，涵盖常规 FR-4、中高 TG、无卤、高导热、汽车电子专用、高频高速及封装基板等产品。其中，在高速材料领域，公司持续投入研发超十数年，构建起 Mid-loss、Low-loss、Very Low-loss、Ultra Low-loss、Extreme Low-loss 及下一代超低损耗材料的完整技术储备。其中，Ultra Low-loss 产品已通过国内头部通信设备商及海外云计算厂商的材料认证，目前正处于多个项目的验证阶段；而代表行业顶尖水平的 Extreme Low-loss 材料已完成多家国内及北美终端客户的技术认证，配套的 PCB 样品正在进行测试。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,014	16,586	20,316	24,388	27,951
YOY(%)	-11.1	-7.9	22.5	20.0	14.6
净利润(百万元)	1,531	1,164	1,764	2,716	3,319
YOY(%)	-45.9	-24.0	51.6	54.0	22.2
毛利率(%)	22.0	19.2	21.1	23.8	24.4
净利率(%)	8.5	7.0	8.7	11.1	11.9
ROE(%)	11.3	8.3	12.2	17.7	20.3
EPS(摊薄/元)	0.63	0.48	0.73	1.12	1.37
P/E(倍)	46.7	61.4	40.5	26.3	21.5
P/B(倍)	5.3	5.1	4.9	4.7	4.4

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **高端 CCL 国产替代主力军，PTFE 技术有望迎来商业化拐点。**尽管国内覆铜板产量规模较大，但是从产品结构来看，在高端产品上依旧处于弱势，近些年，生益科技自主研发水平不断提高，不断缩短我国在该技术领域与世界先进水平的差距，除封装基板领域尚处于技术追赶阶段外，其余产品性能均达到国际一线厂商同等水平。其中，在封装覆铜板领域，公司于 2005 年便着手攻关高频高速封装基材技术难题，凭借深厚技术积累以及大量投入，目前已开发出不同介电损耗全系列高速产品和不同介电应用要求、多技术路线高频产品，并已实现多品种批量应用，相关产品已在卡类封装、LED、存储芯片类等领域批量使用，同时突破了关键核心技术，在更高端的以 FC-CSP、FC-BGA 封装为代表的 AP、CPU、GPU、AI 类产品进行开发和应用。另外，在 PTFE 新材料方面，公司在 2004 年便开始了 PTFE CCL 的研究工作，2017 年，公司与日本中兴化成签订了技术合作协议，主要涉及 PTFE 高频材料的配方、生产工艺、专用设备技术及商标的转让，随后在 2018 年，江苏生益成立并聚焦于生产 PTFE 特种产品，凭借多年积累和技术进步，当前公司已推出毫米波雷达用低损耗 PTFE 覆铜板 mmWave77，以及天线射频电路用玻璃布增强 PTFE 覆铜板等相关产品，成功突破海外的技术垄断，随着 AI 服务器平台进一步迭代升级，公司 PTFE 相关产品有望迎来商业化拐点，将打开公司新增长曲线。
- **投资建议：**一方面，当前覆铜板下游需求逐步回暖，行业筑底回升趋势逐步确立，相关产品有望迎来涨价，公司稼动水平亦有望同步提升。另一方面，AI 需求依旧强劲，不断催化高端 CCL/PCB 需求提升，公司作为全球领先的覆铜板厂商，积极把握市场结构性需求，高端产品占比持续提升，盈利能力有望实现快速修复，预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.73 元、1.12 元和 1.37 元，对应 2025 年 3 月 12 日收盘价 PE 分别为 40.5 倍、26.3 倍和 21.5 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）原材料价格波动风险。公司主要原材料涉及铜、树脂、玻璃布等，受大宗商品价格的影响，原材料价格波动以及供需失衡对公司的生产成本与生产经营带来较大的不确定性风险。（2）市场竞争风险。当前行业产能持续扩产，若下游需求恢复不及预期，将导致产能过剩，行业竞争加剧。（3）产品质量控制风险。覆铜板如果发生质量问题，则包含所有接插在其上的元器件在内的整块集成电路板会全部报废，所以客户对覆铜板的产品质量要求较高，如果公司不能有效控制产品质量，相应的赔偿风险将会对公司净利润产生一定影响。

正文目录

一、 全球领先覆铜板厂商，全品类布局打开成长空间.....5

1.1 行业深耕数十载，市场地位全球领先 5

1.2 股权构成均衡，子公司布局广泛 5

1.3 CCL 行业触底反弹，公司业绩迎来有效修复 6

二、 覆铜板：持续受益 AI 高景气，高速高频化趋势明确.....8

2.1 CCL 为 PCB 核心原材料，AI 助力打开成长空间..... 8

2.2 AI 高景气叠加数据传输速率提速，高速高频 CCL 渗透率稳步拉升11

三、 高端产品持续突破海外垄断，产品结构优化助力业绩增长.....14

3.1 覆铜板产品种类覆盖齐全，高研发投入助力新技术突破 14

3.2 高端 CCL 国产替代主力军，PTFE 技术有望迎来商业化拐点 15

四、 投资建议.....17

4.1 盈利预测 17

4.2 投资建议 17

五、 风险提示.....18

图表目录

图表 1	生益科技发展历程	5
图表 2	生益科技股权结构（截至 2024 年 9 月底）	6
图表 3	生益科技主要子公司情况（截至 2024 年 6 月底）	6
图表 4	生益科技营业收入情况	7
图表 5	生益科技归母净利润情况	7
图表 6	生益科技收入结构（按行业，单位：亿元）	7
图表 7	生益科技收入结构（按地区，单位：亿元）	7
图表 8	生益科技利润率情况	8
图表 9	生益科技利润率情况（按不同业务）	8
图表 10	覆铜板生产工艺流程图	8
图表 11	覆铜板主要产品类型	9
图表 12	覆铜板性能指标评价体系	9
图表 13	不同应用领域对覆铜板性能的需求	9
图表 14	覆铜板产业链情况	10
图表 15	2023-2029 年全球 CCL 市场规模预测	10
图表 16	2023 年刚性覆铜板市场份额情况	10
图表 17	覆铜板电性能等级划分及主要应用领域	11
图表 18	2022-2026 年全球 AI 服务器出货量预测	12
图表 19	2024-2025 年 AI 服务器市场规模情况	12
图表 20	AI 服务器 CCL/PCB 价值量较高	12
图表 21	服务器平台升级推动 CCL 等级不断提升	13
图表 22	PCIe 市场结构变化	13
图表 23	不同世代 PCIe 技术指标	13
图表 24	当前公司研发投入重点项目情况	14
图表 25	美国 Rogers 公司和生益科技 PTFE 覆铜板发展历程对比	16
图表 26	公司盈利预测	17
图表 27	过去 5 年生益科技 PE Band（TTM）情况	18

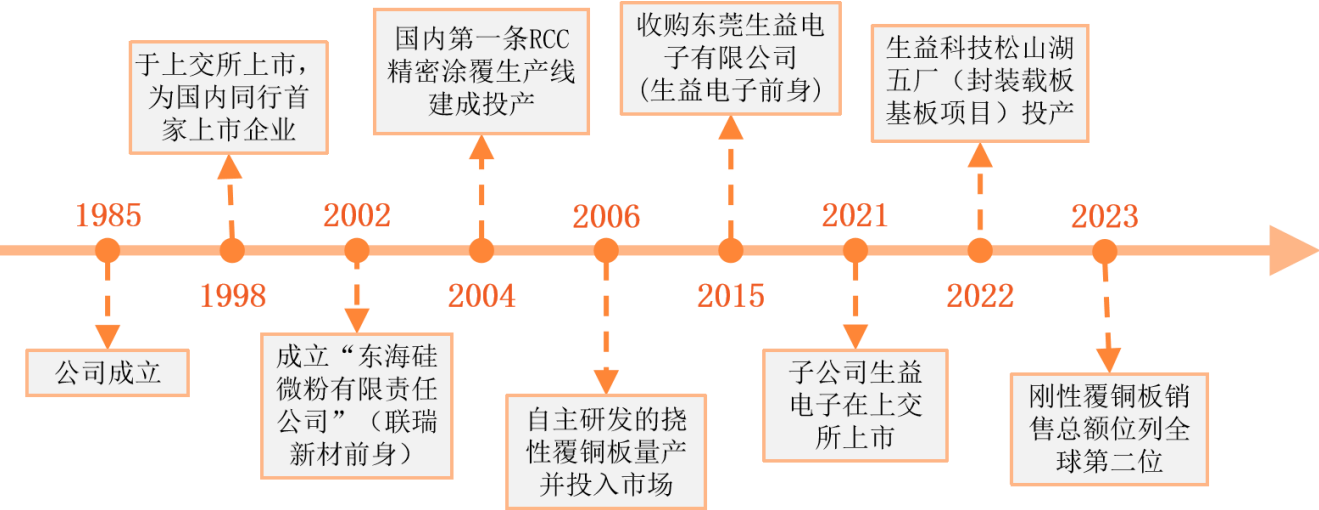
一、 全球领先覆铜板厂商，全品类布局打开成长空间

1.1 行业深耕数十载，市场地位全球领先

生益科技是全球领先的电子电路基材核心供应商，当前公司自主生产覆铜板、半固化片、绝缘层压板、金属基覆铜箔板、涂树脂铜箔、覆盖膜类等高端电子材料，相关产品主要供制作单、双面线路板及高多层线路板，广泛应用于高算力、AI 服务器、通讯网络、航空航天、芯片封装、汽车电子、智能家居、工控医疗设备以及各种中高档电子产品中。

生益科技创始于 1985 年，于 1998 年上市，为当时国内覆铜板行业内首家上市企业。公司总部坐落于广东东莞，并先后在咸阳、苏州、香港、台湾、常熟、南通和九江等地建立了全资子公司和控股子公司。2015 年，公司通过收购东莞生益电子有限公司（生益电子前身）切入 PCB 制造板块，随后在 2021 年，生益电子在上交所上市。根据 Prismark 数据，自 2013 年起，公司刚性覆铜板销售总额常年位列全球第二位，2023 年全球市占率稳定在 12%左右水平。

图表1 生益科技发展历程



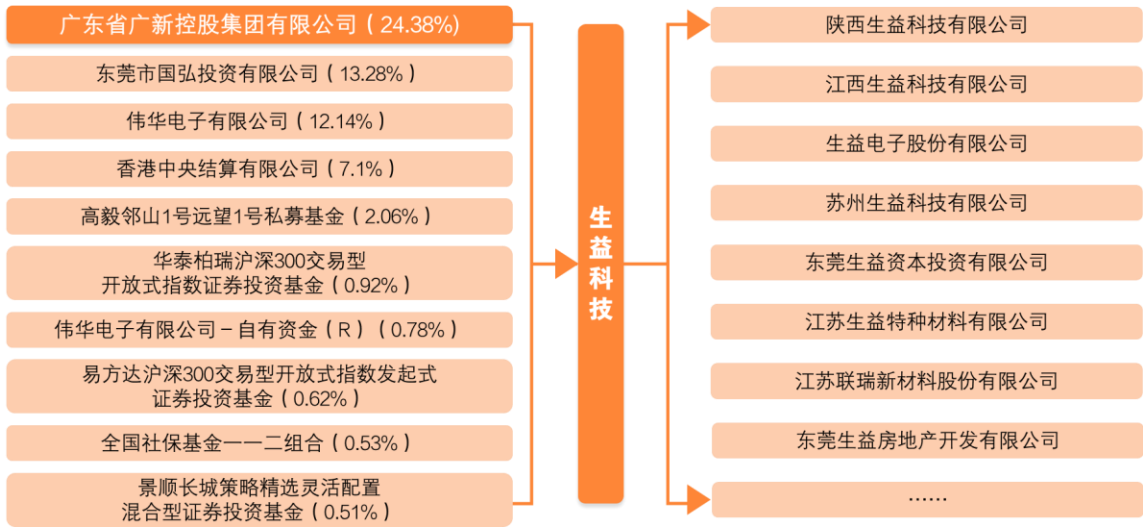
资料来源：生益科技官网，平安证券研究所

当前生益科技主营业务主要分为覆铜板和粘结片、印制线路板两大板块，其中，公司自成立以来一直深耕覆铜板领域，产品种类覆盖齐全，覆铜板产量也从建厂之初的年产 60 万平方米发展到 2023 年度的 1.2 亿平方米，当前公司的主导产品已获得博世、联想、索尼、飞利浦等国际、国内知名企业的认证，拥有较大的竞争优势，产品销美洲、欧洲、韩国、日本、东南亚等世界多个国家和地区。印制线路板业务方面，公司主要由通过生益电子实现 PCB 业务的战略布局，并依托其技术优势和产能扩张，持续夯实在产业链下游的竞争力。

1.2 股权结构均衡，子公司布局广泛

截至 2024 年 9 月底，公司前十大股东持股比例合计达 62.32%，其中，广东省广新控股集团有限公司为第一大股东，持股比例达 24.38%，其次为东莞市国弘投资有限公司，持股比例达 13.28%，两者均为国有法人。

图表2 生益科技股权结构（截至 2024 年 9 月底）



资料来源：Wind，平安证券研究所

生益科技覆铜板业务布局广泛，于广东东莞、陕西咸阳、江苏苏州、常熟、南通以及江西九江等地均设有生产基地，当前合计覆铜板年产能已达 1.2 亿平方米。目前，公司江西二期项目正在稳步推进，投资总额 13 亿元，其产品定位主要面向高端客户需求，产品应用于封装、汽车、智能终端、可穿戴设备等领域，项目建成后，将新增年产 1800 万平方米覆铜板以及 3400 万平方米商品粘结片，预计在 2025 年第四季度正式投产。此外，公司在南通新增软板产能，该生产基地产品主要用于汽车电子以及消费电子，将新增年产 1344 万平方米挠性材料，预计于 2025 年第三季度实现投产。

图表3 生益科技主要子公司情况（截至 2024 年 6 月底）

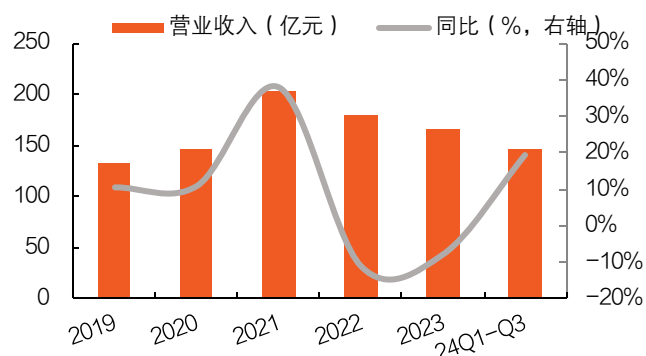
子公司	成立时间	注册资本	主营业务	24H1 营收	24H1 净利润
陕西生益	2000 年 12 月	13.5 亿元	公司主要研发、生产和销售复合基材环氧覆铜板、玻纤布基材环氧覆铜板、金属基覆铜板及多层板用半固化片	16.21 亿元	0.93 亿元
苏州生益	2002 年 7 月	8.4 亿元	公司主要研发、生产和销售环氧玻纤布基覆铜箔板及多层板用系列半固化片	17.03 亿元	0.83 亿元
江西生益	2017 年 11 月	14 亿元	公司自主研发、制造阻燃型覆铜板和多层板用半固化片，并将作为集团生产 HDI、Mini LED、封装用覆铜板的生产制造基地，满足封装、汽车、智能终端、可穿戴设备等高端领域使用的相关产品	6.62 亿元	0.55 亿元
生益电子	1985 年 8 月	8.3 亿元	公司是国家高新技术企业，自成立以来始终专注于各类印制电路板的研发、生产与销售业务	19.73 亿元	0.97 亿元

资料来源：Wind，生益科技半年报，平安证券研究所

1.3 CCL 行业触底反弹，公司业绩迎来有效修复

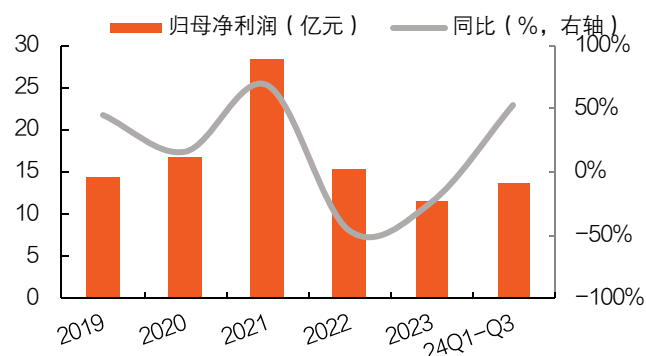
行业周期触底回升，公司业绩实现有效修复。受行业周期下行及市场竞争加剧双重影响，2023 年公司经营业绩受到冲击，2023 年公司实现收入 165.9 亿元，同比-8%，实现归母净利润 11.6 亿元，同比-24%。尽管 2023 年公司业绩承压，但是得益于产能释放、产品结构优化及高端市场的突破，2024 年公司经营业绩迎来有效修复，根据公司 2024 年业绩快报，预计 2024 年公司实现收入 203.9 亿元，同比+23%，预计实现归母净利润 17.4 亿元，同比+50%。考虑到 AI 等下游需求的持续拉动，高端产品出货有望进一步提升，将共同推动公司未来业绩持续增长。

图表4 生益科技营业收入情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

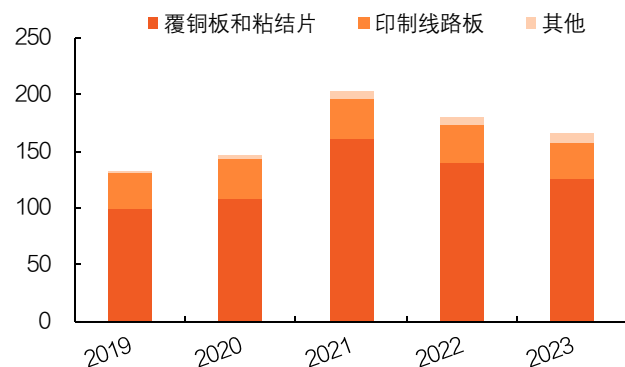
图表5 生益科技归母净利润情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

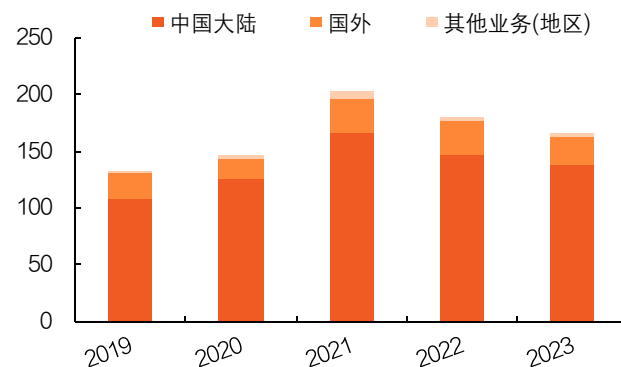
覆铜板为公司核心业务，收入主要集中在国内市场。分业务来看，覆铜板和粘结片为公司主要收入来源，2023 年占整体收入比例达 76%，对应收入达 126.3 亿元，相较 2022 年下降 10%，而印制线路板业务占比为 19%，对应收入达 31 亿元，相较 2022 年下降 8%。分地区来看，2023 年中国大陆地区收入达 137 亿元，占整体收入比例达 83%，相较 2022 年减少 7%，国外地区收入达 25.6 亿元，占整体收入比例达 15%，相较 2022 年减少 15%。

图表6 生益科技收入结构（按行业，单位：亿元）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

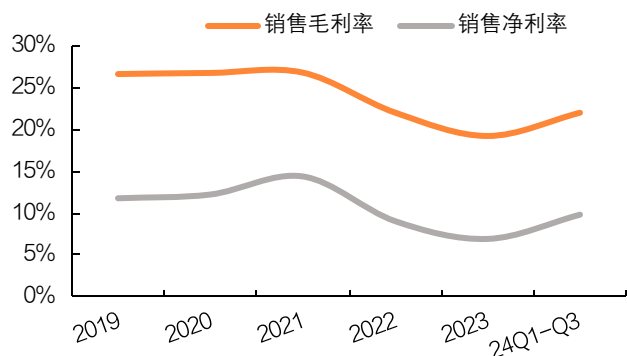
图表7 生益科技收入结构（按地区，单位：亿元）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

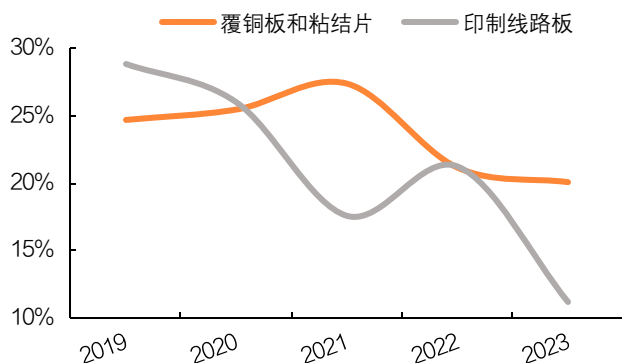
产品结构优化推动公司盈利能力持续改善。自 2022 年开始，由于需求疲软叠加价格竞争加剧，覆铜板行业进入到下行区间，导致公司利润率承压，2023 年公司销售毛利率和净利率分别为 19.2%和 6.9%，而 2024 年随着 PCB 库存去化以及需求回升，公司覆铜板销量逐步回升，且由于 AI 及高速通信对高速覆铜板等高端产品需求的进一步拉动，带动公司利润率持续回升，2024 年前三季度，公司销售毛利率和净利率分别达 22%和 9.8%，相较 2023 年同期分别增长 2.49pcts 和 2.65pcts，随着产品结构持续优化以及下游需求回升，公司利润率有望持续修复。

图表8 生益科技利润率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 生益科技利润率情况 (按不同业务)



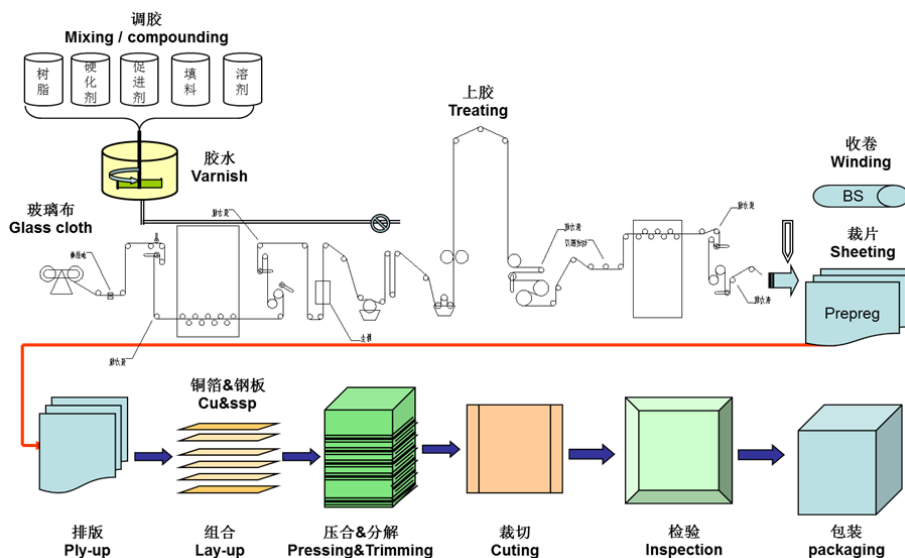
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、覆铜板：持续受益 AI 高景气，高速高频化趋势明确

2.1 CCL 为 PCB 核心原材料，AI 助力打开成长空间

覆铜板 (Copper Clad Laminate, 简称 CCL) 是制作 PCB 的核心材料, 通过将电子玻纤布或其它增强材料浸以树脂胶黏剂, 通过烘干、裁剪、叠合成坯料, 一面或双面覆以铜箔并经热压而制成的一种板状材料, 对 PCB 起互联导通、绝缘和支撑的作用。覆铜板及 PCB 是现代电子信息产品中不可或缺的重要部件, 被广泛应用于消费电子、计算机、通讯、汽车电子、航空航天和工业控制等领域。

图表10 覆铜板生产工艺流程图



资料来源: 南亚新材招股说明书, 平安证券研究所

根据构造和结构分类, CCL 可以划分为刚性 CCL、挠性 CCL 和特殊材料基 CCL。其中, 根据基材种类的不同, 刚性 CCL 又可进一步分为纸基 CCL、玻纤布基 CCL 和复合基 CCL, 而玻纤布基 CCL 是当前 PCB 制造中用量最大、应用最广的 CCL 产品。

图表11 覆铜板主要产品类型

种类	按基材分类	用途
刚性 CCL	纸基 CCL	通讯设备、家用电器、电子玩具、计算机周边设备等产品
	玻纤布基 CCL	计算机、游戏机、打印机、通讯设备、移动电话基站设备等产品
	复合基 CCL	电子产品、家用电器
	环氧树脂类 聚酯树脂类	通讯设备
挠性 CCL	聚酯树脂 CCL	汽车电子、办公自动化设备等领域
	聚酰亚胺 CCL	手机、数码相机、摄像机、笔记本电脑等便携式电子设备，汽车电子、办公自动化设备、仪器仪表、医疗器械、航空航天、国防等领域
特殊材料基 CCL	金属类基板	在大功率集成电路、汽车和摩托车、办公自动化、大功率电器设备和电源设备等领域
	陶瓷类基板	在大功率多芯片组件、高频开关电源、变频器、调速电机以及汽车、航天等领域
	耐热热塑性基板	无线网络、卫星通讯、移动电话接收基站等领域

资料来源：生益科技可转债募集说明书，平安证券研究所

CCL 的性能指标大致可以分为 4 类，包括物理性能、化学性能、电性能、环境性能等，其中，电性能是决定 CCL 综合性能的关键指标。不同领域对于 CCL 的性能需求各不相同，如通信领域往往需要 PCB 在高频环境下工作，因此要求 CCL 的介电常数（Dk）需要尽可能低，以减少信号传输延迟，而类似于数据中心、AI 服务器等领域，则需要介质损耗因子（Df）尽可能低，以减少信号传输过程中的损耗。

图表12 覆铜板性能指标评价体系

指标分类	主要指标	简单说明
物理性能	剥离强度、弯曲强度、热导率	剥离强度反映板材结合力，弯曲强度反映板材支撑性能，热导率反映板材散热性能
化学性能	玻璃态转化温度（Tg）、热分解温度（Td）、分层时间（T288 等）、Z 轴热膨胀系数（Z-CTE）、热应力	Tg、Td、T288、Z-CTE、热应力等从不同角度反映板材耐热性及其他可靠性
电性能	介电常数（Dk）、介质损耗因子（Df）、体积电阻率、表面电阻率	Dk、Df 与传输速度及损耗等相关，是高频高速板的核心指标，电阻率反映板材的绝缘性能
环境性能	耐电晕电极纤维丝生长（耐 CAF）、相对漏电起痕指数（CTI）、吸水率	耐 CAF、CTI、吸水率从不同角度反映在复杂使用环境下的稳定性

资料来源：南亚新材招股书，平安证券研究所

图表13 不同应用领域对覆铜板性能的需求

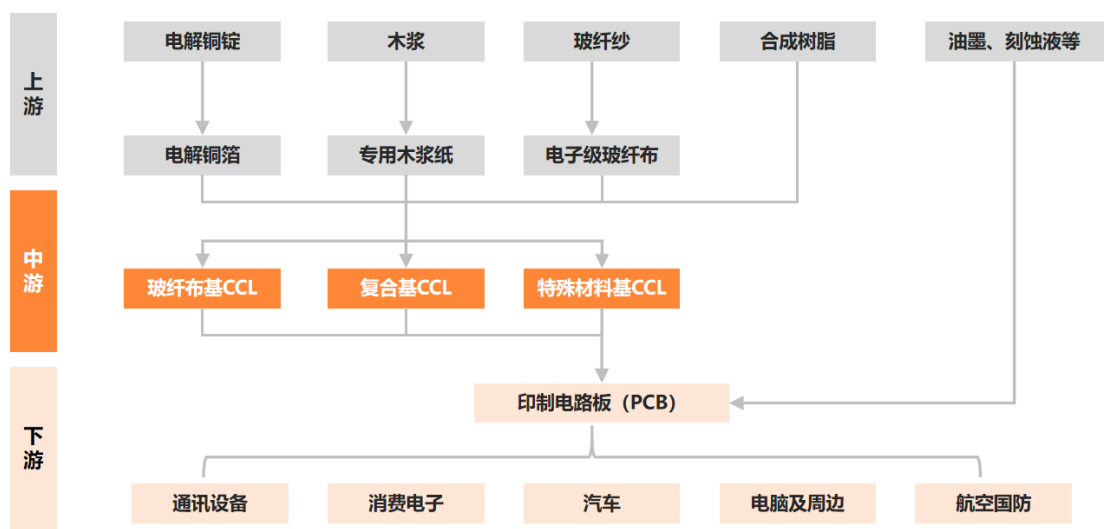
应用领域	覆铜板性能需求偏好
手机	智能手机整机：HDI 板，轻薄、低膨胀系数、高耐热、良好的刚性 手机天线：高频板，Low Dk、Low Df、薄型化
通信基站	基站天线：高频板，Dk 稳定、Low Df、厚度均一性好、耐 CAF 基站功放除上述要求外，还对热导率、尺寸稳定性及吸水率有严格要求
网络设备	通信网络设备（交换机/路由器/光模块等）：高速板，Low Dk、Low Df，高耐热、耐 CAF、TCT、尺寸稳定性等
服务器	服务器：高速板，Low Dk、Low Df，同时超薄、高耐热、耐 CAF、TCT、尺寸稳定性
计算机	计算机主板部分：优异的耐热性、良好的刚性 计算机显示部分：板材厚度均匀性、尺寸稳定性、优异的耐热性
汽车	汽车雷达单元：高频板，Low Dk 和 Low Df 且稳定、板厚均匀、耐 CAF、加工性能好 汽车安全单元：可靠性强、耐热、耐湿、低膨胀、耐 CAF、TCT 等
航天	雷达部分：高频板，Low Dk 和 Low Df 且稳定、板厚均匀性、耐 CAF、耐热、加工性好
家电	电视、空调、洗衣机、冰箱、音箱等：高可靠性、具备多层设计且具有抗漏电性能

资料来源：南亚新材招股书，平安证券研究所

CCL 正朝着高频高速化发展。覆铜板主要经历了由普通板——无铅无卤板——高频高速/车用/IC 封装/高导热板的技术演进过程。其中，传统普通覆铜板在生产制造中会对环境产生较大污染，为了满足现代电子产品的环保要求并提高产品性能，普通板开始向无铅无卤板转变，而随着芯片性能包括通信速率的不断提升，高频高速覆铜板等高端产品的需求也在逐步提高，尤其是在 AI 算力的高景气下，当前高频高速覆铜板的渗透率开始逐步加速。

从产业链角度来看，CCL 上游主要包括铜箔、树脂以及电子玻纤布，其中，铜箔是 CCL 最关键的原材料，根据生益科技可转债募集说明书数据，铜箔成本占原材料比例在 40%-50% 区间。下游方面，CCL 是 PCB 制造不可或缺的原材料，当前 PCB 广泛应用于各类电子信息产品中，涉及包括通讯设备、消费电子、汽车等终端领域。

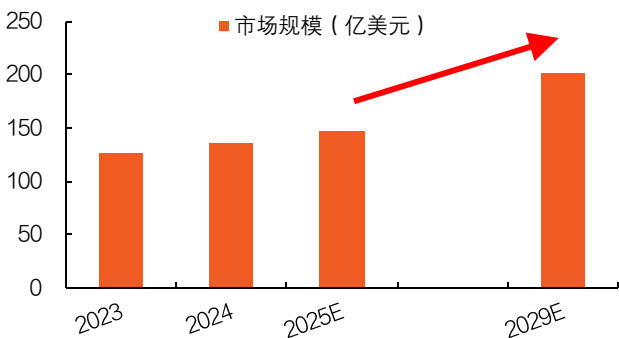
图表14 覆铜板产业链情况



资料来源：平安证券研究所

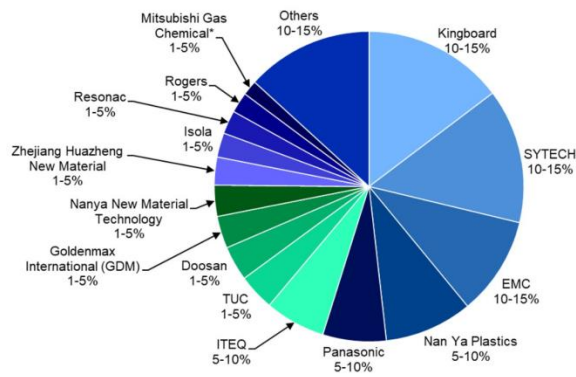
2029 年全球 CCL 市场规模将增长至 201.7 亿美元。根据 The Business Research Company 数据，2024 年全球 CCL 市场规模达 135.6 亿美元，预计 2025 年将同比+8%至 146.6 亿美元。随着 AI、5G 设备、汽车电子以及消费电子等领域需求的持续增加，预计 2029 年全球 CCL 市场规模将增长至 201.7 亿美元，2024-2029 年 CAGR 达 8.3%。从市场份额来看，2023 年建滔以 10%-15% 的市场份额位列全球刚性 CCL 市场首位，其次是生益科技、台光电子和南亚塑料，CR4 合计市场份额约 48%。

图表15 2023-2029 年全球 CCL 市场规模预测



资料来源：The Business Research Company，平安证券研究所

图表16 2023 年刚性覆铜板市场份额情况



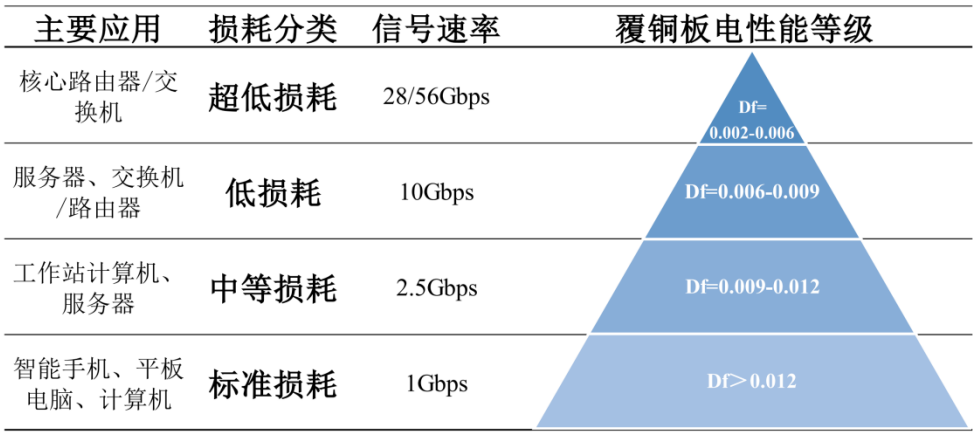
资料来源：Prismark，平安证券研究所

2.2 AI 高景气叠加数据传输速率提速，高速高频 CCL 渗透率稳步拉升

在电子行业以及通信技术快速发展背景下，CCL 产品电性能要求也在相应提高，整个行业正朝着高频高速化发展。高频高速覆铜板具有更低的介电常数（Dk）和介质损耗因子（Df），这使得信号在高频环境下能够更有效地传输，同时能够减少信号衰减和失真，其中，高频覆铜板主要应用于基站、卫星通讯的天线射频部分，以及汽车辅助驾驶的毫米波雷达，高速覆铜板则应用于服务器、交换机和路由器等网络设备的电路中。在当前 AI 算力快速发展下，硬件设备对于传输速率以及损耗等级的要求不断提高，相应不断推动高频高速 CCL 的需求增长。

当前降低 CCL 材料的 Dk 和 Df 值主要依靠树脂种类选择、玻璃纤维布种类选择及基板树脂含量调整来实现，根据 Df 值不同，可将覆铜板分为标准损耗、中等损耗、低损耗和超低损耗四个等级，传输速率越高对应需要的 Df 值越低。以 5G 通信为例，其理论传输速度 10-56Gbps，对应覆铜板的介质损耗性能至少需达到低损耗等级，而类似于高端路由器和交换机，则需要采用超低损耗等级的覆铜板材料。

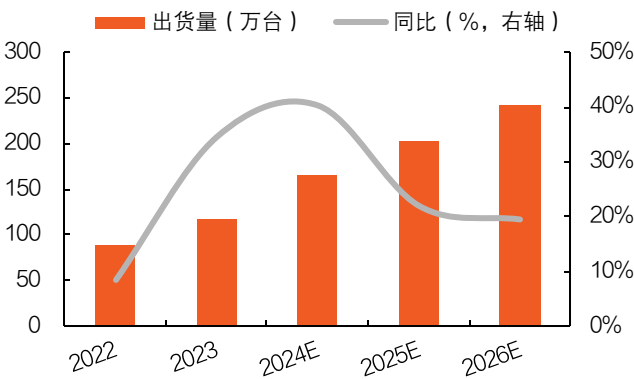
图表17 覆铜板电性能等级划分及主要应用领域



资料来源：同宇新材招股书，平安证券研究所

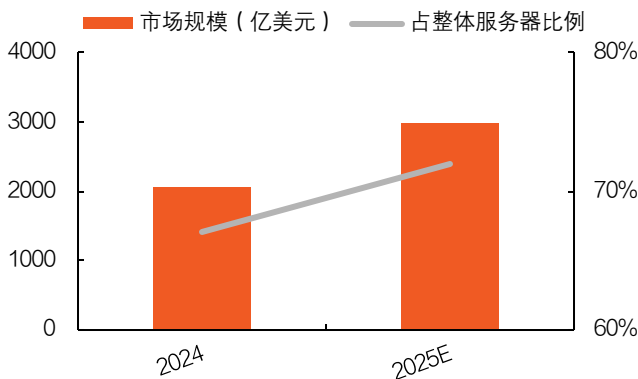
AI 服务器全球出货逐年增长，为高速高频 CCL 需求注入动力。根据 TrendForce 数据，2023 年全球 AI 服务器出货量达 118 万台，预计 2024 年将较 2023 年增长 40%至 165.5 万台，考虑到当前 AI 算力的强劲需求，预计到 2026 年全球 AI 服务器出货量将增长至 241.3 万台，2022-2026 年 CAGR 达 28.8%。由于 AI GPU 的高价质量，AI 服务器的市场规模明显高于传统服务器，2024 年全球 AI 服务器市场规模达 2050 亿美元，占服务器行业总价值 67%，预计 2025 年全球 AI 服务器市场规模将增长至 2980 亿美元，占服务器行业总价值 72%。

图表18 2022-2026 年全球 AI 服务器出货量预测



资料来源: TrendForce, 平安证券研究所

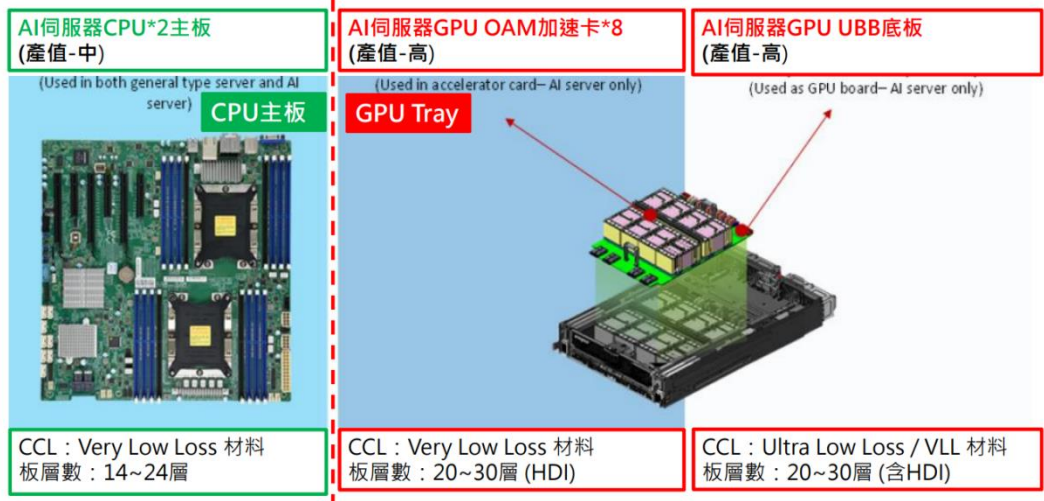
图表19 2024-2025 年 AI 服务器市场规模情况



资料来源: TrendForce, 平安证券研究所

AI 服务器: AI 高速高密特性推动 CCL 升级, 层数和用料全面提升驱动价值量增长。以英伟达八卡服务器为例, 其搭载了 8 颗 GPU 算力卡, AI 服务器的 PCB 价值增量主要集中于 GPU 模组, 其 GPU 模组板又可拆解为 GPU 载板、OAM、UBB、NVSwitch 四个部分, 相关主要 PCB 层数不仅提升至 20-30 层, 同时, CCL 材料等级也有望进一步提升至 Ultra Low Loss。考虑到 Blackwell 芯片平台的高速信号传输要求, Computer Tray 和 Switch Tray 模组板在用料、线路设计以及工艺制造方面均将全面升级, 高阶 HDI 用量有望迎来明显提升, 驱动 PCB/CCL 单机价值量实现进一步提升。

图表20 AI 服务器 CCL/PCB 价值量较高



资料来源: 聯茂電子官网, 平安证券研究所

传统服务器: 芯片平台更新迭代, CCL 等级迎来升级。随着服务器平台技术的不断进步和迭代, 对 PCB 的层数和材料质量的要求也在不断提高。其中, 以 Intel 为例, PCB 所需层数不仅从 Purley 平台的 8-12 层提升至 Birch Stream 的 18-22 层, 而且 CCL 材料等级也由 Mid Loss 提升至 Very Low Loss 甚至 Ultra Low Loss, 在用量及等级的双重提升下, CCL 单柜价值量正随着芯片平台的不断升级而相应提升。

图表21 服务器平台升级推动 CCL 等级不断提升

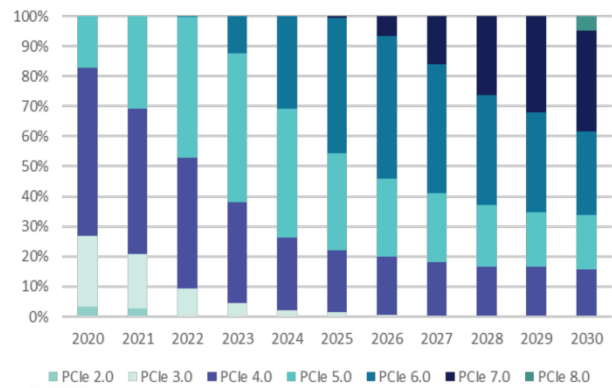
Intel	Platform	Purley		Whitley	Eagle Stream		Birch Stream
	CPU	Skylake	Cascade Lake	Ice lake	Sapphire Rapids	Emerald Rapids	Granite Rapids
	Nano Process	14 nm	14 nm+	10 nm	Intel 7	Intel 7	Intel 3
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2021 Q1	2023 H1	2023 H2	2024
	CCL Material	Mid Loss	Mid Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	VLL/ Ultra Low Loss
	Layer count	8 to 12	8 to 12	12 to 16	16 to 20	16 to 20	18 to 22

AMD	Architecture	Zen	Zen2	Zen3	Zen4		Zen5
	CPU	Naples	Rome	Milan	Genoa	Bergamo	Turin
	Nano Process	14 nm (Global Foundries)	7 nm (TSMC)	7 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	4 nm / 3 nm (TSMC)
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2020 Q4	2022 Q4	2023	2024
	CCL Material	Mid Loss	Low Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	VLL/ Ultra Low Loss
	Layer count	8 to 12	12 to 16	12 to 16	16 to 20	16 to 20	18 to 22

资料来源：联茂电子官网，平安证券研究所

随着芯片性能以及数据吞吐速率要求的提升,PCIe 技术加速向更高层级迭代。根据 FMS 数据,2024 年全球市场仍将以 PCIe 5.0 为主,预计 2025 年 PCIe 6.0 将超越 PCIe 5.0 成为市场主流总线标准,PCIe 技术的迭代基本遵循每代单通道带宽较上一代翻倍的规律,PCIe 7.0 的标称数据传输速率将达到 128 GT/s。数据传输速率的提升意味着相关硬件的 PCB/CCL 规格也要同步升级,以 Intel 芯片平台为例,其 Purley 平台主要采用 PCIe 3.0 总线标准,对应服务器主板的 CCL 材料等级为 Mid Loss,而 Eagle Stream 的 PCIe 5.0 总线标准主板 CCL 材料已升级至 Very/Ultra Low Loss 等级,未来随着 PCIe 6.0 渗透率提升,将进一步带动相关服务器主板 CCL 的等级升级。

图表22 PCIe 市场结构变化



资料来源：FMS，平安证券研究所

图表23 不同世代 PCIe 技术指标

	Bit Rate / Lane	Link BW	Lane BW	x16 bi BW
PCIe 1.x	2.5 GT/s	2.0 Gb/s	250 MB/s	8 GB/s
PCIe 2.x	5.0 GT/s	4.0 Gb/s	500 MB/s	16 GB/s
PCIe 3.x	8.0 GT/s	8.0 Gb/s	~1 GB/s	32 GB/s
PCIe 4.x	16.0 GT/s	16.0 Gb/s	~2 GB/s	64 GB/s
PCIe 5.x	32.0 GT/s	32.0 Gb/s	~4 GB/s	128 GB/s
PCIe 6.x	64.0 GT/s	64.0 Gb/s	~8 GB/s	256 GB/s
PCIe 7.x	128.0 GT/s	128.0 Gb/s	~16 GB/s	512 GB/s

资料来源：TIF，平安证券研究所

三、 高端产品持续突破海外垄断，产品结构优化助力业绩增长

3.1 覆铜板产品种类覆盖齐全，高研发投入助力新技术突破

生益科技作为全球覆铜板行业领军企业，已构建起全品类产品矩阵，涵盖常规 FR-4、中高 TG、无卤、高导热、汽车电子专用、高频高速及封装基板等产品。其中，在高速材料领域，公司持续投入研发超十数年，构建起 Mid-loss、Low-loss、Very Low-loss、Ultra Low-loss、Extreme Low-loss 及下一代超低损耗材料的完整技术储备。其中，Ultra Low-loss 产品已通过国内头部厂商及海外云计算厂商的材料认证，目前正处于多个项目的验证阶段；而代表行业顶尖水平的 Extreme Low-loss 材料已完成多家国内及北美终端客户的技术认证，配套的 PCB 样品正在进行测试。

随着全球 AI 技术快速发展，AI 算力相关产品的信号传输速率和带宽持续提升，对覆铜板提出了更低损耗、更高传输速率的严苛要求，公司前瞻性布局的高速覆铜板产品体系已形成差异化竞争优势，正积极与国内外各大终端就 GPU 和 AI 展开相关项目开发合作，并已有产品在批量供应。另外，公司在汽车电子领域已形成具有全球竞争力的产业布局，作为国内最早进入汽车级覆铜板市场的厂商，已构建起覆盖燃油车、混合动力及纯电车型的全场景解决方案，当前公司已认证进入了全球领先的十几家重要的 tier1 汽车零部件厂商，并且已形成批量稳定的供应。当前汽车类产品销售量占比稳定在 20%-25% 区间，基于汽车领域十几年的基础及对未来汽车市场的增长趋势，公司将持续深耕汽车领域并不断巩固原有领先优势。

近几年生益科技始终保持高研发投入水平，研发费用大幅领先国内同业企业，2024 年前三季度，公司研发费用同比+30.35% 至 7.95 亿元，凭借持续的研发高投入，公司大力开展自主创新，努力摆脱国外的技术和专利限制，2024 年上半年，公司共申请国内专利 21 件，境外专利 3 件，PCT 1 件；2024 年上半年，公司共授权专利 32 件，其中国内专利 21 件，境外专利 11 件。另外，公司现有授权有效专利达 682 件。

图表24 当前公司研发投入重点项目情况

项目	项目说明
下一代高速通信用高耐热性超低损耗覆铜板基材技术研究	为满足市场对下一代通用服务器、AI 服务器以及 112Gbps 传输链路等的需求，通过结合前期的技术积累，在超低损耗树脂技术开发、技术路线、工艺参数、应用评估等方面做了大量的实验、考察、验证。在满足下一代超低插损要求、高多层加工及多层 HDI 应用等方面取得了突破，陆续通过 PCB 和终端客户的技术认可。在 224Gbps 解决方案上，公司通过长期持续的研发创新，已初步确定可行的技术路线并完成相关技术开发，电性能已满足主要终端要求，预计未来不久将会进行技术验证。
高密度封装基板用覆铜板基材技术研究	高密度封装基板用覆铜板基材对板材性能提出了很高的要求，本项目在技术路线研究方面，通过对不同反应官能团结构及不同主链结构的树脂、树脂溶解特性、不同填料粒径及组分等进行技术研究；通过对不同改性 BMI 树脂、不同的工艺参数等进行工艺研究，开发了具有优异耐热性、较高的玻璃化转变温度、较低的热膨胀系数、优异的平整性，满足高密度封装基板用的覆铜板基材。针对配套封装基板用的封装胶膜进行了系统研究，对不同树脂、填料及固化体系进行研究，对工艺参数进行研究，开发了具有优异电性能、热膨胀系数、加工性，可以满足封装基板应用的封装胶膜技术平台，为后续系列化产品开发提供技术支撑。
汽车电子用高 Tg 高耐热覆铜板基材技术研究	：近几年新能源汽车对覆铜板基材的需求量明显提高，也进一步对基材的性能提出了更高要求。本项目在前期研究基础上，对树脂、填料、玻璃纤维布、铜箔进行性能筛选验证，找到了影响耐冷热冲击、Anti-CAF、耐高压 THB、耐 CTI 等性能的关键因素，确定了满足要求的技术路线和工艺参数。开发出的汽车电子用高 Tg 高耐热覆铜板技术平台具有高 Tg、低热膨胀系数、高耐热性、耐高压击穿、优异加工性等特点，为未来汽车电子用产品开发提供了技术支撑。
双界面智能卡用封装载带基材技术研究	随着国内金融卡、社保卡、交通卡等安全芯片卡的升级，IC 卡类材料产业对复合接触式和非接触式的双界面卡应用的需求进一步提升。本项目基于现有设备技术资源，在已有技术平台基础上，重点对胶层 Tg、剥离强度、耐高压蒸煮、芯片推力、滴胶流淌性等相关性能进行开发与工程化研究，使得产品具备类 Roll to Roll 的刚性承载基材。
涂布法无胶双面挠性覆	本项目在前期聚酰亚胺合成、涂布、亚胺化及板材辊压研究基础上，重点研究解决聚酰胺酸

铜板技术研究	消泡、铜箔匹配性、板材压合面剥离强度及耐撕裂强度等工艺性能问题，采用涂布法制备的无胶双面挠性覆铜板，耐热性能及尺寸稳定性优异，适合高端挠性印制电路应用领域。
超低模量金属基覆铜板	本项目主要针对汽车头灯及光伏功率优化器领域开发热导率 2W/m.K，同时具有超低模量的金属基覆铜板产品，目前已通过多家终端的认证，经验证该产品可以吸收基板与元器件之间因热膨胀系数差异而产生的涨缩应力，抑制基板与元器件之间焊接裂纹的产生，有效提高元器件与焊盘的连接可靠性，客户应用反馈良好。该产品生产制造过程稳定可控，满足批量化生产能力。
软硬结合板用低流胶半固化片的研究开发	刚挠结合印制电路板在加工制作时需要使用粘结材料将软板和硬板粘结起来，现阶段最常用的粘结材料是低流动度半固化片。目前，软硬结合印制电路板（又称刚挠结合板）是当下需求及发展正旺的印制电路板。刚挠结合板改变了传统的平面式的设计概念，扩大到立体的 3 维空间概念，在给产品设计带来巨大的方便的同时，也带来了巨大的挑战。本项目开发一种新的树脂组合物及使用其制作的低流胶半固化片，在提高低流胶半固化片和软板结合力的同时，还可以保证低流胶半固化片具备优异耐热性能、韧性及低掉粉性，且可以避免树脂体系对玻纤布的浸润性降低的问题，从而开发出一种综合性能优异且品质稳定的高性能不流动半固化片。
高耐热高可靠性无卤阻燃改性聚酰亚胺刚性基材的研究开发	电子产品的安全可靠关系到生命、财产的安全，而覆铜板是电子产品中印制线路板的重要组成部分。双马来酰亚胺（BMI）作为高性能热固性树脂之一，由于其具有突出的耐热性、介电性能、耐湿热性能以及优良的机械特性、耐药品性、耐放射性、耐磨性和尺寸稳定性，而被广泛地应用于航天航空、电子电器和交通运输等领域。本项目主要旨在开发高耐热高可靠性无卤阻燃改性聚酰亚胺刚性基材，应用高性能热固性树脂改性技术，产品性能达到对应应用领域要求。
高密度三维组装用不流动及低流动粘结片的研究开发	电子产品的不断微型化和集成化，半导体和其他电子元器件的尺寸不断减小，同时要求更高的组装密度。为了满足这种趋势，需要开发出能够在微观尺度下实现高精度、高可靠性组装的材料和技术。三维组装技术能够提供更高的组装密度和更好的性能，但这也对组装材料提出了更高的要求。在三维组装过程中，材料的流动性是一个关键因素。流动性过高的材料可能导致组装过程中的材料溢出、污染或短路等问题。本项目研究开发具有不流动或低流动特性的粘结片，以满足高精度组装的需求。
面向能源产品的耐压超 4242V 的印制电路板的研究	研究开发面向能源产品的耐压超 4242V 的印制电路板产品，提升公司在光伏新能源领域的市场竞争力，并实现产业化。

资料来源：生益科技 2023 年年报，平安证券研究所

3.2 高端 CCL 国产替代主力军，PTFE 技术有望迎来商业化拐点

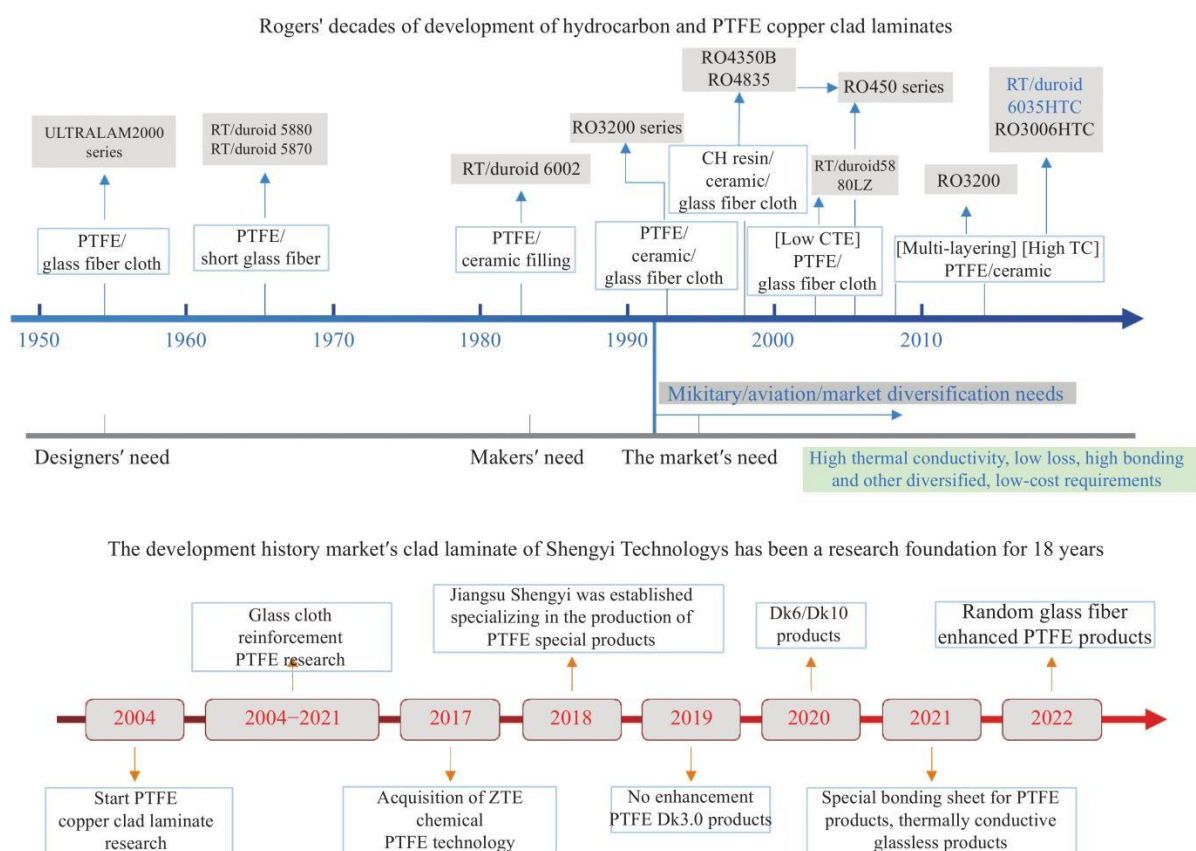
高端 CCL 国内仍有差距，公司为国产替代主力军。尽管国内覆铜板产量规模较大，但是从产品结构来看，在高端产品上依旧处于弱势，近些年，生益科技自主研发水平不断提高，不断缩短我国在该技术领域与世界先进水平的差距，除封装基板领域尚处于技术追赶阶段外，其余产品性能均达到国际一线厂商同等水平。其中，在封装覆铜板领域，公司于 2005 年便着手攻关高频高速封装基材技术难题，凭借深厚技术积累以及大量投入，目前已开发出不同介电损耗全系列高速产品和不同介电应用要求、多技术路线高频产品，并已实现多品种批量应用，相关产品已在卡类封装、LED、存储芯片类等领域批量使用，同时突破了关键核心技术，在更高端的以 FC-CSP、FC-BGA 封装为代表的 AP、CPU、GPU、AI 类产品进行开发和应用。

材料特性优势明显，支撑高频材料技术升级。PTFE 凭借其优异的绝缘性、介电特性、高耐热性、耐化学性及耐候性，已成为当前高频电路基板的树脂原材料首选。PTFE 除了是自动驾驶毫米波雷达、高精度卫星导航等技术升级所需的重要基板材料，还是 5G 通信基站在高功率射频环境下稳定运行的关键组件，同时，作为关键基础性材料，PTFE 技术在航空航天、国防军工等领域的战略价值也愈发凸显。

PTFE 海外厂商长期垄断，美日企业占据九成份额。PTFE 在 PCB 领域的应用可追溯至 1960 年，美国杜邦公司率先将其应用于耐高温、低介电常数印刷线路板的研发。上世纪末，美国 Rogers 公司成功开发出 PTFE 复合陶瓷微波介质基板，推动了高频基材技术的跨越式发展。当前，全球高频覆铜板市场呈现高度集中态势，根据《高功率射频微波用聚四氟乙烯及其复合材料关键技术》数据，美国罗杰斯、Taconic 及日本松下电工等海外企业凭借数十年技术积累，占据了全球约 90% 的市场份额，形成技术壁垒。

国内厂商持续突破，开启国产替代新篇章。近年来，国内高校及企业在高频覆铜板领域的研究逐步取得进展。其中，生益科技在 2004 年便开始了 PTFE CCL 的研究工作，2017 年，公司与日本中兴化成签订了技术合作协议，主要涉及 PTFE 高频材料的配方、生产工艺、专用设备技术及商标的转让，随后在 2018 年，江苏生益成立并聚焦于生产 PTFE 特种产品，凭借多年积累和技术进步，当前公司已推出毫米波雷达用低损耗 PTFE 覆铜板 mmWave77，以及天线射频电路用玻璃布增强 PTFE 覆铜板等相关产品，成功突破海外的技术垄断。

图表25 美国 Rogers 公司和生益科技 PTFE 覆铜板发展历程对比



资料来源：《高功率射频微波用聚四氟乙烯及其复合材料关键技术》，平安证券研究所

PTFE 有望成为未来 AI PCB 重要树脂材料，AI 算力强劲需求将打开新市场空间。Rubin 系列作为英伟达下一代 AI 计算平台，整体性能相较 Blackwell 架构实现进一步提升，意味着数据传输速率的要求也要相应升级，PTFE CCL 具有极低的介电常数和介质损耗，能显著降低高频信号在传输过程中的衰减和失真，确保信号完整性，基于此，PTFE 有望替代高速铜缆或普通 CCL 材料成为未来 AI PCB 的重要原材料。当前生益科技 PTFE 产品与海外龙头的性能差距正在逐步缩小，有望成为 PTFE 在 AI 应用领域的重要供应商，将打开公司新增长曲线。

四、 投资建议

4.1 盈利预测

盈利预测方面，核心假设如下：

我们预计公司 24-26 年营收分别为 203 亿元、244 亿元和 280 亿元，对应毛利率分别为 21%、24%和 24%。分业务来看：

1）覆铜板和粘结片：尽管 23 年受周期下行导致覆铜板业务发展短期承压，但随着下游需求逐步回暖，叠加 AI 等新兴市场对高端 CCL 需求的拉动，公司覆铜板业务收入有望迎来快速修复，预计 2024-2026 年公司覆铜板业务收入分别为 154 亿元、185 亿元和 210 亿元，对应增速分别为 15%、20%和 14%，毛利率分别为 20%、23%和 23%。

2）印制电路板：当前 AI、高速通信对高端 PCB 需求推动明显，公司 PCB 业务产品结构持续优化，有利于盈利能力改善，预计 2024-2026 年公司印制电路板业务收入分别为 41 亿元、51 亿元和 61 亿元，对应增速分别为 30%、25%和 20%，毛利率分别为 21%、25%和 26%。

图表26 公司盈利预测

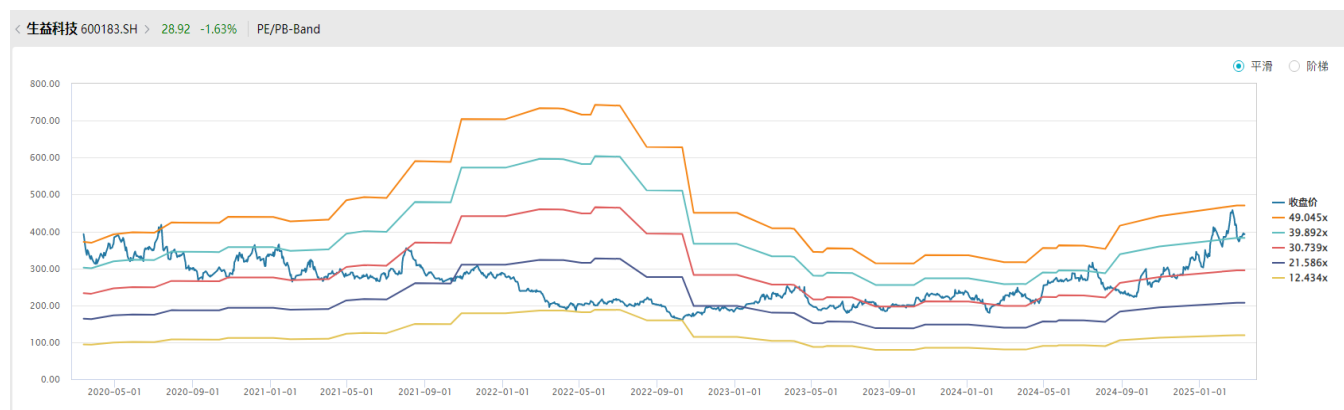
业务	项目	2023A	2024E	2025E	2026E
覆铜板和粘结片	收入（亿元）	126	154	185	210
	增速	-10%	15%	20%	14%
	毛利率	20%	20%	23%	23%
印制电路板	收入（亿元）	31	41	51	61
	增速	-8%	30%	25%	20%
	毛利率	11%	21%	25%	26%
其他业务	收入（亿元）	8	8	8	8
	增速	0%	0%	0%	0%
合计	收入（亿元）	166	203	244	280
	增速	-8%	23%	20%	15%
	毛利率	19%	21%	24%	24%

资料来源：IFIND，平安证券研究所

4.2 投资建议

一方面，当前覆铜板下游需求逐步回暖，行业筑底回升趋势逐步确立，相关产品有望迎来涨价，公司稼动水平亦有望同步提升。另一方面，AI 需求依旧强劲，不断催化高端 CCL/PCB 需求提升，公司作为全球领先的覆铜板厂商，积极把握市场结构性需求，高端产品占比持续提升，盈利能力有望实现快速修复，预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.73 元、1.12 元和 1.37 元，对应 2025 年 3 月 12 日收盘价 PE 分别为 40.5 倍、26.3 倍和 21.5 倍，当前 A 股中覆铜板企业主要包括南亚新材、华正新材和金安国际，但由于此前覆铜板行业周期下行，导致以上公司业绩承压，并无相关公开业绩预测，我们认为在 AI 浪潮以及行业周期向上背景下，公司经营业绩有望迎来积极修复，相应带动 EPS 提升，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表27 过去 5 年生益科技 PE Band (TTM) 情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

五、 风险提示

- (1) **原材料价格波动风险。**公司主要原材料涉及铜、树脂、玻璃布等，受大宗商品价格的影响，原材料价格波动以及供需失衡对公司的生产成本与生产经营带来较大的不确定性风险。
- (2) **市场竞争风险。**当前行业产能持续扩产，若下游需求恢复不及预期，将导致产能过剩，行业竞争加剧。
- (3) **产品质量控制风险。**覆铜板如果发生质量问题，则包含所有接插在其上的元器件在内的整块集成电路板会全部报废，所以客户对覆铜板的产品质量要求较高，如果公司不能有效控制产品质量，相应的赔偿风险将会对公司净利润产生一定影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13999	17437	20714	23680
现金	2775	4063	4878	5590
应收票据及应收账款	6534	7995	9597	10999
其他应收款	135	246	296	339
预付账款	33	31	37	42
存货	4271	4887	5661	6437
其他流动资产	251	215	245	272
非流动资产	10958	9482	7999	6508
长期投资	630	669	708	747
固定资产	9086	7702	6311	4913
无形资产	383	319	255	191
其他非流动资产	860	792	724	657
资产总计	24957	26919	28712	30188
流动负债	7297	9114	10414	11166
短期借款	1465	2343	2561	2237
应付票据及应付账款	3880	4427	5128	5831
其他流动负债	1953	2344	2726	3098
非流动负债	1959	1523	1119	748
长期借款	1326	890	487	116
其他非流动负债	633	633	633	633
负债合计	9256	10637	11534	11914
少数股东权益	1717	1766	1841	1933
股本	2355	2429	2429	2429
资本公积	4630	4556	4556	4556
留存收益	6998	7532	8353	9356
归属母公司股东权益	13983	14517	15338	16341
负债和股东权益	24957	26919	28712	30188

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2733	2115	2935	3760
净利润	1149	1813	2791	3411
折旧摊销	824	1515	1522	1530
财务费用	111	92	94	91
投资损失	-37	-41	-41	-41
营运资金变动	494	-1211	-1380	-1178
其他经营现金流	191	-53	-53	-53
投资活动现金流	-1162	54	54	54
资本支出	985	-0	0	-0
长期投资	-116	0	0	0
其他投资现金流	-2031	54	54	54
筹资活动现金流	-1919	-881	-2175	-3102
短期借款	-93	878	218	-324
长期借款	-688	-436	-404	-371
其他筹资现金流	-1139	-1323	-1989	-2407
现金净增加额	-349	1289	814	713

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	16586	20316	24388	27951
营业成本	13395	16036	18575	21122
税金及附加	103	127	152	174
营业费用	254	315	366	419
管理费用	701	853	1024	1146
研发费用	841	1036	1244	1398
财务费用	111	92	94	91
资产减值损失	-129	-81	-73	-56
信用减值损失	3	3	4	4
其他收益	191	120	120	120
公允价值变动收益	-3	0	0	0
投资净收益	37	41	41	41
资产处置收益	-5	75	75	75
营业利润	1273	2015	3099	3786
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	3	9	9	9
利润总额	1271	2009	3093	3779
所得税	123	196	301	368
净利润	1149	1813	2791	3411
少数股东损益	-15	49	75	92
归属母公司净利润	1164	1764	2716	3319
EBITDA	2207	3616	4709	5400
EPS (元)	0.48	0.73	1.12	1.37

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	-7.9	22.5	20.0	14.6
营业利润(%)	-28.7	58.4	53.8	22.2
归属于母公司净利润(%)	-24.0	51.6	54.0	22.2
获利能力				
毛利率(%)	19.2	21.1	23.8	24.4
净利率(%)	7.0	8.7	11.1	11.9
ROE(%)	8.3	12.2	17.7	20.3
ROIC(%)	6.7	10.0	14.5	17.0
偿债能力				
资产负债率(%)	37.1	39.5	40.2	39.5
净负债比率(%)	0.1	-5.1	-10.7	-17.7
流动比率	1.9	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.3	1.4	1.4	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	4.89	4.49	4.49	4.49
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.73	1.12	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	1.12	0.87	1.21	1.55
每股净资产(最新摊薄)	5.76	5.98	6.31	6.73
估值比率				
P/E	61.4	40.5	26.3	21.5
P/B	5.1	4.9	4.7	4.4
EV/EBITDA	22	21	16	14

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层