



# 建滔积层板 (01888.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

## 在涨价逻辑下兼具胜率和赔率的强者

### 公司简介

公司是全球主流覆铜板厂商，业务布局特点为垂直一体化（同时做覆铜板和上游原材料），公司基本面已经修复，2024年实现总营收185亿港元（YoY+11%）、实现归母净利润13亿港元（YoY+46%）。

### 投资逻辑

需求加速揭开涨价周期，高端品布局有望将盈利水平拔到新高度。

1) 根据沪电股份2024年年报引用的Prismark数据，下游PCB行业2024年同比+5.8%、2025年预计同比+6.8%；2) 台系企业的月度营收保持同比增长；3) IDC对消费类终端保持增长预期；4) 家电和汽车高频数据大幅增长，看好今年需求有望走出加速趋势。2月底覆铜板及上游原材料纷纷发出涨价函，打响了涨价周期的发令枪，在涨价逻辑的基础上公司盈利存在加速提升的基础，同时公司覆铜板已涉足高速领域、上游原材料已经涉足low dk玻纤布和HVL P3等级铜箔等高端产品，因此公司的盈利水平有望在本轮周期中拔高到新高度。

涨价胜率更高应将投资前置，当前基本面水平仍具高赔率。复盘2014~2021年两轮周期，我们认为公司在涨价逻辑下的股价和基本面胜率更高且对涨价的反应也更敏感，例如2016H1初始涨价开始公司股价就有大幅反应但可比公司滞后了半年，再如2020~2021年涨价周期中公司的基本面和股价在2020H2开始反应但可比公司是在2021H1才开始反应。在高胜率的情况下，公司当前还具有较高赔率，根据公司最新披露年报测算，1) 当前单位毛利为21港币/平方米，最大向下空间为-24%、最大向上空间为216%；2) 当前单位净利为8港币/平方米，最大向下空间为0（历史最低值高于最新值），最大向上空间为457%；3) 当前毛利率为16%，最大向下空间-2pct、最大向上空间为+18pct；4) 当前净利率为6%，最大向下空间为0（历史最低值高于最新值），最大向上空间为+18pct。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计公司2025~2027年实现归母净利润28亿港元、50亿港元和52亿港元，对应PE为10.7倍、6.0倍、5.8倍。考虑到公司涨价逻辑下的胜率和赔率高，我们看好公司在1年维度跟随周期的变化回归到历史较高的PB估值水平，按照2024年年报披露的股东权益给予3.0倍PB，对应目标市值461亿港元，对应目标价14.78港币/股，给予“买入”评级。

### 风险提示

需求修复不及预期；铜价下降导致供需两弱；DeepSeek等模型创新带来的变化；竞争加剧。

### 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（港币）：9.610元

目标价（港币）：14.78元



### 主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,750	18,541	21,905	27,961	31,897
营业收入增长率	-25.10%	10.69%	18.14%	27.64%	14.08%
归母净利润(百万元)	907	1,326	2,808	5,041	5,199
归母净利润增长率	-52.47%	46.14%	111.77%	79.49%	3.14%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.43	0.90	1.62	1.67
每股经营性现金流净额	0.26	0.00	0.90	1.43	0.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.07%	8.64%	16.93%	23.30%	20.57%
P/E	23.11	16.96	10.68	5.95	5.77
P/B	1.40	1.47	1.81	1.39	1.19

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、一体化龙头具备强阿尔法能力，涨价周期悄然启动助力基本面冲刺.....	4
1.1、全球覆铜板领域主要供应商，基础品+原材料布局能够享受周期带来的弹性.....	4
1.2、需求加速打响涨价周期发令枪，高端品布局有望将盈利水平拔到新高度.....	7
二、涨价胜率更高应将投资前置，当前基本面水平仍具高赔率.....	11
2.1、铜价上涨后基本面跟随的概率高，应将涨价投资逻辑前置.....	11
2.2、基本面已从底部修复，较历史可参考水平仍具备赔率.....	12
三、盈利预测及估值.....	13
3.1、盈利预测：涨价周期公司盈利有望非线性变化.....	13
3.2、估值：以 PB 为锚仍具赔率空间，高端产品布局有望突破估值顶.....	14
四、风险提示.....	15
4.1、需求修复不及预期.....	15
4.2、铜价下降导致供需两弱.....	15
4.3、DeepSeek 等模型创新带来的变化.....	15
4.4、竞争加剧.....	15

## 图表目录

图表 1：建滔积层板产品.....	4
图表 2：建滔积层板产品目录.....	4
图表 3：铜箔、玻纤布和树脂是覆铜板的三大主材.....	4
图表 4：全球覆铜板市场前五大厂商.....	5
图表 5：2023 年建滔化工占全球市场份额.....	5
图表 6：建滔化工营收中各类业务占比.....	5
图表 7：建滔积层板营收及增速.....	6
图表 8：建滔积层板归母净利润及增速.....	6
图表 9：建滔积层板营收结构分布（百万港币）.....	6
图表 10：建滔积层板上游物料占覆铜板营收比例.....	6
图表 11：建滔积层板毛利率和净利润.....	6
图表 12：建滔积层板 ROE 水平.....	6
图表 13：2024 年全球印制电路板产值情况.....	7
图表 14：2024 年建滔积层板和生益科技业绩增速.....	7
图表 15：2025 年全球印制电路板产值预测.....	7
图表 16：台系覆铜板厂商月度营收同比增速.....	7



图表 17: 台系电子铜箔厂商月度营收同比增速	8
图表 18: 台系电子玻纤布厂商月度营收同比增速	8
图表 19: 全球手机出货量增速预测	8
图表 20: 中国智能手机月度出货量增速	8
图表 21: 全球 PC 出货量增速预测	8
图表 22: 全球可穿戴设备出货量增速预测	8
图表 23: 国内空调出口数量同比增速	9
图表 24: 国内空调出口数量同比增速	9
图表 25: 国内乘用车销量同比增速	9
图表 26: 国内新能源车销量同比增速	9
图表 27: 覆铜板上游玻纤布涨价函	9
图表 28: 覆铜板涨价函	9
图表 29: LME 铜价走势	10
图表 30: 建滔积层板已经涉足高速覆铜板产品	10
图表 31: LME 铜价上涨时建滔积层板和生益科技的股价和基本面跟随变化情况	11
图表 32: 2016~2024 年建滔积层板和生益科技在铜涨价后股价和基本面跟随的次数	11
图表 33: 2016~2024 年建滔积层板和生益科技在铜涨价后股价和基本面跟随的概率	11
图表 34: 建滔积层板单价 (港币/平方米)	12
图表 35: 建滔积层板单位毛利 (港币/平方米)	12
图表 36: 建滔积层板单位净利 (港币/平方米)	12
图表 37: 建滔积层板毛利率和净利率	12
图表 38: 对比上两个周期, 建滔积层板当前的基本面数据向下和向上空间	13
图表 39: 建滔积层板盈利预测	14
图表 40: 建滔积层板和可比公司 PB 水平对比	14
图表 41: 建滔积层板当前 PB 和前两轮周期的 PB 对比	14
图表 42: 建滔积层板 PB Band	15

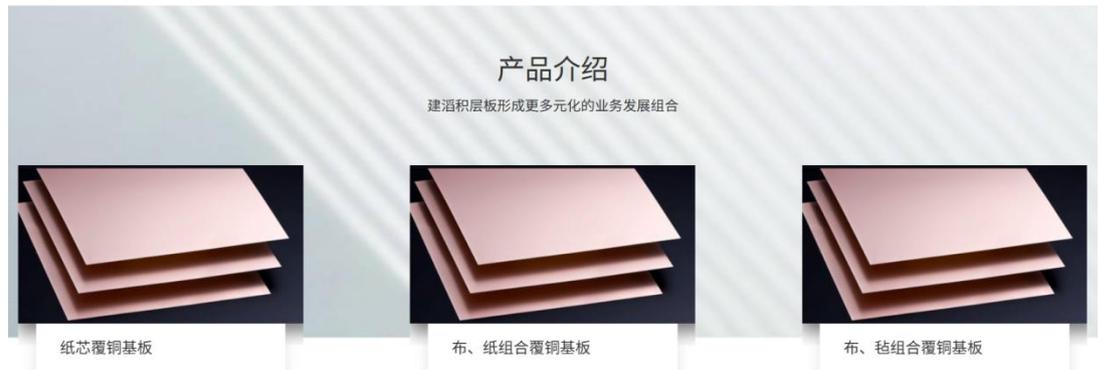


## 一、一体化龙头具备强阿尔法能力，涨价周期悄然启动助力基本面冲刺

### 1.1、全球覆铜板领域主要供应商，基础品+原材料布局能够享受周期带来的弹性

建滔积层板是全球主要的覆铜板及上游原材料生产厂商，垂直一体化布局是该公司业务布局的关键特点，其覆铜板产品覆盖环氧玻璃纤维覆铜板(FR4)、纸基覆铜板和复合基覆铜板等所有基础类别，同时上游原材料覆盖铜箔、玻纤布、树脂这三大覆铜板所需的主要原材料。

图表1：建滔积层板产品

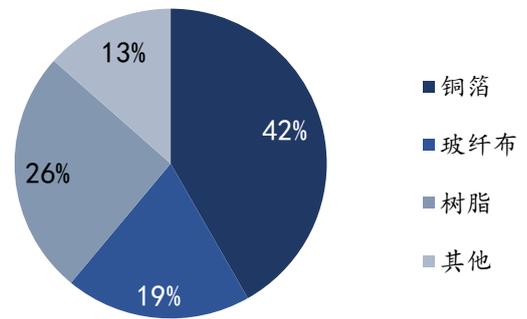


来源：建滔积层板官网，国金证券研究所

图表2：建滔积层板产品目录



图表3：铜箔、玻纤布和树脂是覆铜板的三大主材



来源：建滔积层板官网，国金证券研究所

来源：南亚新材招股说明书，国金证券研究所

根据覆铜板资讯，以公司母公司建滔化工（持股有公司股份 73.8%）参评的覆铜板市场排名中，建滔化工连续多年登顶全球覆铜板规模排名，至 2023 年市占率达到 14.7%，考虑到覆铜板业务在建滔化工总业务中营收占比超过 40%，可见公司在全球覆铜板市场规模排名中名列前茅。根据公司最新披露，公司 2024 年实现总营收 185 亿港元、实现同比增长 11%，实现归母净利润 13.3 亿港元、实现同比增长 46%。

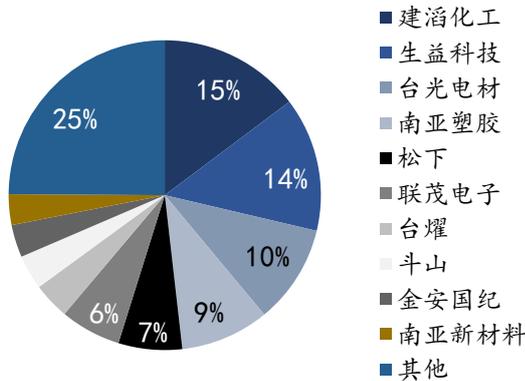


图表4: 全球覆铜板市场前五大厂商

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

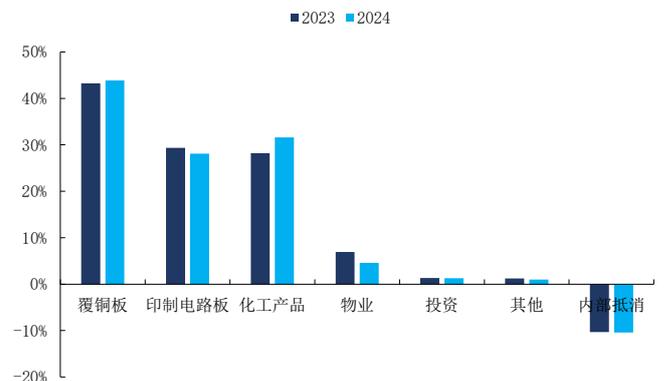
来源: 覆铜板资讯, 国金证券研究所

图表5: 2023年建滔化工占全球市场份额



来源: 覆铜板资讯, 国金证券研究所

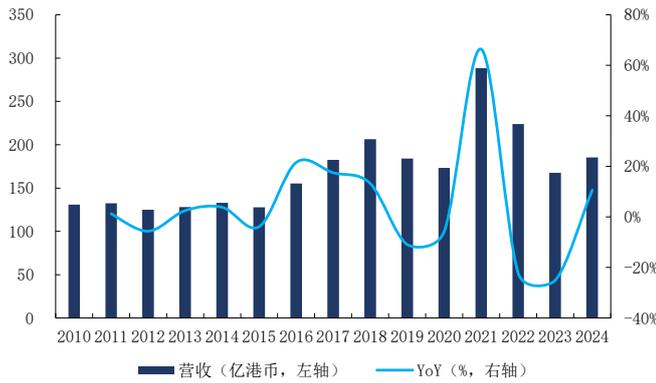
图表6: 建滔化工营收中各类业务占比



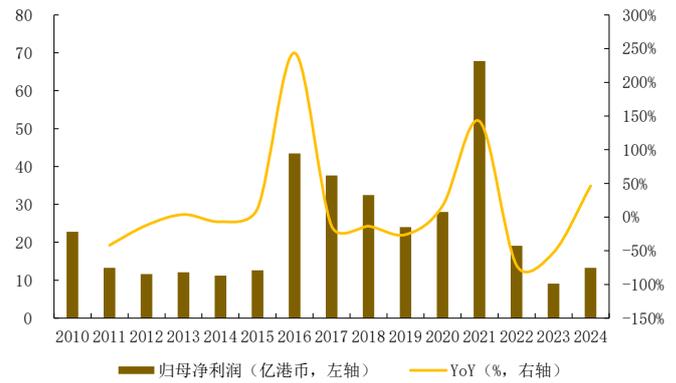
来源: Wind, 国金证券研究所



图表7: 建滔积层板营收及增速



图表8: 建滔积层板归母净利润及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

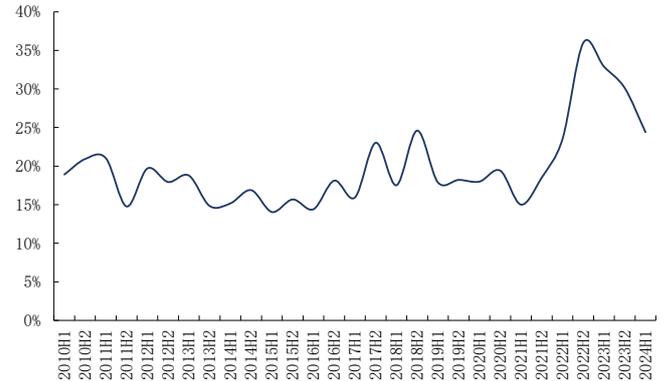
来源: Wind, 国金证券研究所

从公司披露的营收结构可以看出公司经营战略上的两大特点,其一公司布局的覆铜板产品主要集中在FR4和纸基板这两类覆铜板基础产品,其二公司“覆铜板+原材料”垂直一体化属性显著,截至2024年上半年公司原材料营收占覆铜板营收占比已经达到24%。这样的布局结构使得公司业务风格偏周期化,从公司毛利率、净利率和ROE水平可以看出公司盈利能力波动较大,近15年内毛利率/净利率/ROE水平最低至15%/5%/6%、最高至34%/28%/41%,可见我们在判断公司基本面趋势时应当着重从周期的角度出发,一旦行业周期来临,公司基本面将享受盈利弹性。

图表9: 建滔积层板营收结构分布 (百万港币)



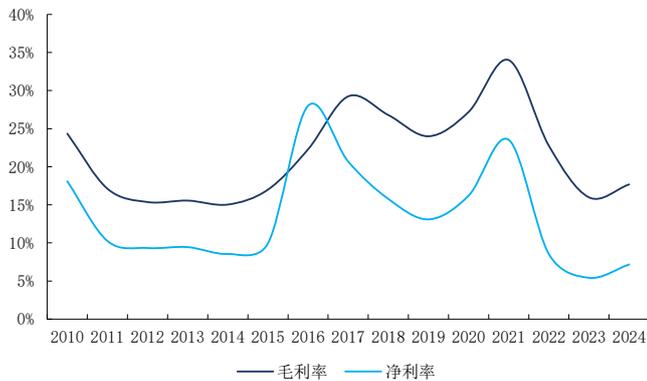
图表10: 建滔积层板上游物料占覆铜板营收比例



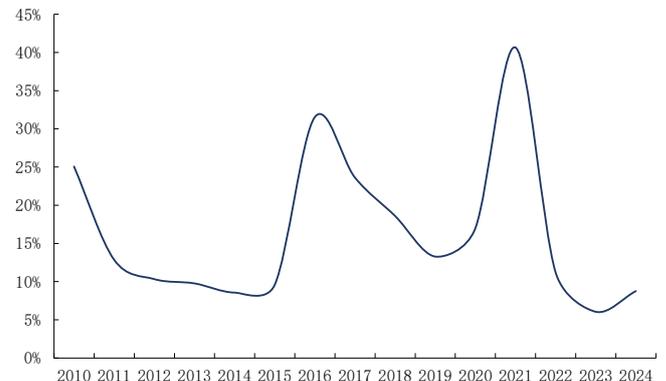
来源: 建滔积层板公告, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 建滔积层板毛利率和净利润



图表12: 建滔积层板 ROE 水平



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



## 1.2、需求加速打响涨价周期发令枪，高端品布局有望将盈利水平拔到新高度

覆铜板的周期判断主要取决于需求，我们观察到在 2023 年全球承压之后、2024 年覆铜板行业已经迎来了显著的修复，一方面从下游印制电路板披露数据可以看到 2024 年全球印制电路板产值同比增长 5.8%；另一方面公司和生益科技这两大全球最大的覆铜板厂商营收和归母净利润都实现了显著增长，可见 2024 年覆铜板的下游需求推进实现了修复。

图表13：2024 年全球印制电路板产值情况

图表14：2024 年建滔积层板和生益科技业绩增速

2024年区域PCB产值预测

产值单位：百万美元

产值	多层板			HDI	封装基板	柔性板	其他	总计
	4-6层	8-16层	18层以上					
美洲	698	1,223	454	359	19	436	305	3,493
欧洲	500	172	65	195	7	334	365	1,638
日本	841	698	197	410	2,525	899	270	5,840
中国	11,692	5,746	1,058	7,849	3,098	5,984	5,788	41,213
亚洲	2,006	1,999	648	3,706	6,954	4,851	1,218	21,382
总计	15,736	9,837	2,421	12,518	12,602	12,504	7,947	73,565

注：本表中亚洲指除中国、日本外的其他亚洲国家和地区

数据来源：Prismark2024Q4研究报告

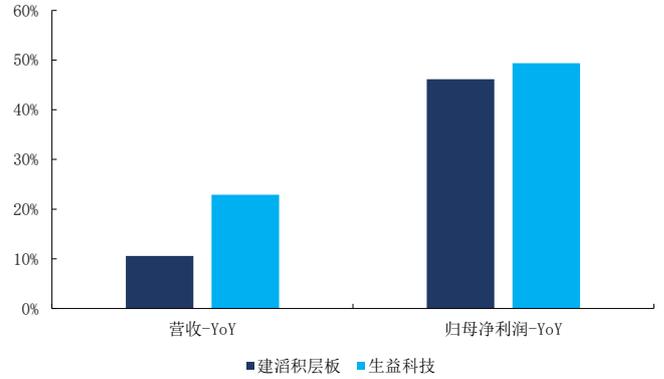
  

2024/2023区域PCB产值增长率预测

产值增长率	多层板			HDI	封装基板	柔性板	其他	总计
	4-6层	8-16层	18层以上					
美洲	10.4%	10.5%	9.0%	5.7%	13.7%	6.1%	7.2%	9.0%
欧洲	-11.8%	-8.3%	3.0%	-8.8%	-3.4%	7.9%	-4.2%	-5.3%
日本	2.9%	4.0%	3.1%	10.2%	-13.2%	5.5%	1.0%	-3.9%
中国	2.1%	5.5%	67.4%	21.0%	21.2%	6.7%	3.0%	9.0%
亚洲	1.7%	1.7%	52.7%	18.6%	-0.8%	-3.2%	1.2%	3.2%
总计	2.0%	4.9%	40.2%	18.8%	0.8%	2.6%	2.4%	5.8%

注：本表中亚洲指除中国、日本外的其他亚洲国家和地区

数据来源：Prismark2024Q4研究报告



来源：沪电股份年报，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

我们认为 2025 年增长将有望继续加速，一方面根据 Prismark 预测全球印制电路板在 2025 年的全球产值同比增长将达到 6.8%，不仅在 2024 年增长的基础上同比增速进一步提升，并且 18 层板以上增速将达到 41.7% 的高速增长，而多层板对覆铜板用量的拉动会更显著；另一方面，从台系覆铜板企业的月度跟踪数据来看，无论是覆铜板厂商还是覆铜板上游的原材料厂商，2025 年 1 月和 2 月的合并营收（规避春节放假影响）同比仍然持续增长，且增速相对去年同期更高，验证了今年需求持续加速的趋势。

我们认为今年启动的需求增长除了高速增长 AI 板块之外，消费类电子产品的增长也提供了支撑，从而才能够使得覆铜板行业整体需求增长。根据 IDC 对手机/PC/可穿戴的预测和跟踪、以及根据官方披露的国内家电出口和汽车销量数据，我们认为消费电子在今天的增速表现不俗，支撑了上游电子元器件的需求增长。

图表15：2025 年全球印制电路板产值预测

图表16：台系覆铜板厂商月度营收同比增速<sup>1</sup>

2025年区域PCB产值预测

产值单位：百万美元

产值	多层板			HDI	封装基板	柔性板	其他	总计
	4-6层	8-16层	18层以上					
美洲	716	1,279	478	395	20	433	312	3,632
欧洲	506	185	69	200	8	332	376	1,677
日本	860	732	214	422	2,745	907	277	6,157
中国	11,790	6,088	1,772	8,682	3,331	6,213	5,958	43,834
亚洲	2,197	2,119	898	4,117	7,592	5,075	1,265	23,263
总计	16,069	10,402	3,431	13,816	13,696	12,960	8,188	78,562

注：本表中亚洲指除中国、日本外的其他亚洲国家和地区

数据来源：Prismark2024Q4研究报告

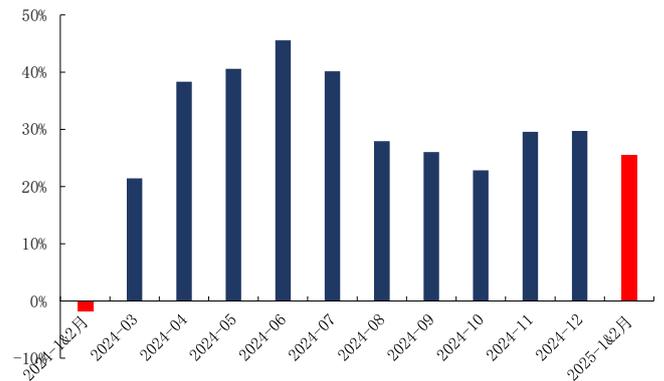
  

2025/2024区域PCB产值增长率预测

产值增长率	多层板			HDI	封装基板	柔性板	其他	总计
	4-6层	8-16层	18层以上					
美洲	2.6%	4.6%	5.4%	10.2%	5.9%	-0.8%	2.3%	4.0%
欧洲	1.2%	7.4%	7.3%	2.5%	23.1%	-0.5%	3.1%	2.4%
日本	2.3%	4.9%	8.6%	2.9%	8.7%	1.0%	2.3%	5.4%
中国	0.8%	6.0%	67.5%	10.6%	7.5%	3.8%	2.9%	6.4%
亚洲	9.5%	6.0%	38.6%	11.1%	9.2%	4.6%	3.8%	8.8%
总计	2.1%	5.7%	41.7%	10.4%	8.7%	3.7%	3.0%	6.8%

注：本表中亚洲指除中国、日本外的其他亚洲国家和地区

数据来源：Prismark2024Q4研究报告



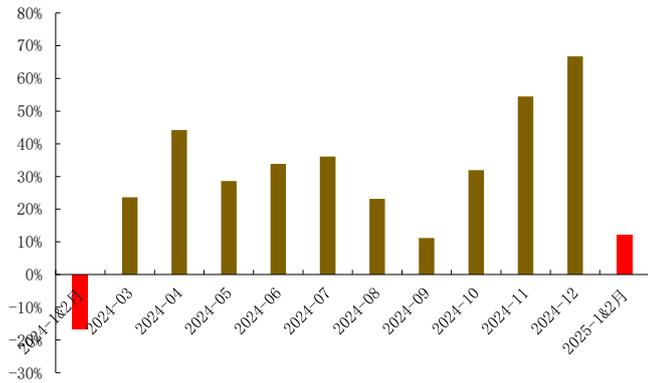
来源：沪电股份年报，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

<sup>1</sup> 台系覆铜板样本为：南亚塑胶、台光、台耀、联茂。

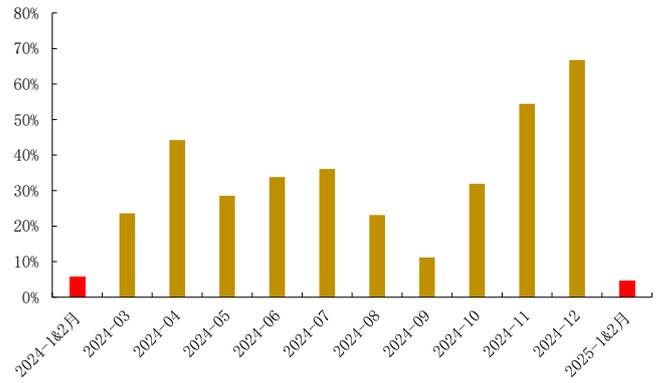


图表17: 台系电子铜箔厂商月度营收同比增速<sup>2</sup>



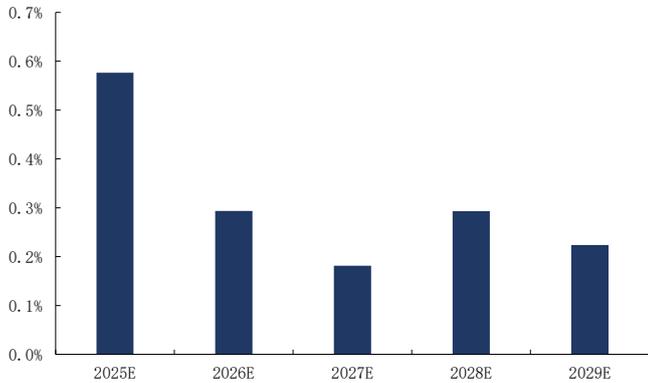
来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 台系电子玻纤布厂商月度营收同比增速<sup>3</sup>



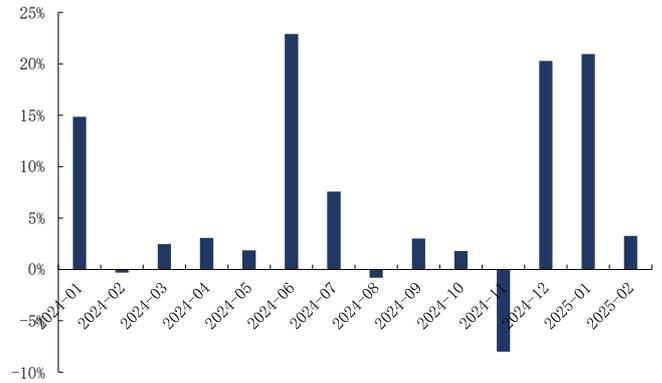
来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 全球手机出货量增速预测



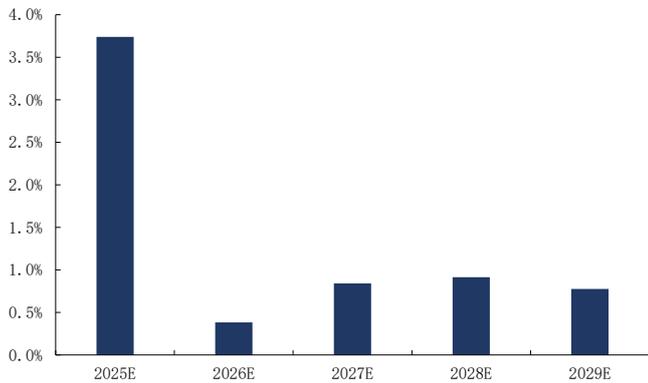
来源: IDC, 国金证券研究所

图表20: 中国智能手机月度出货量增速



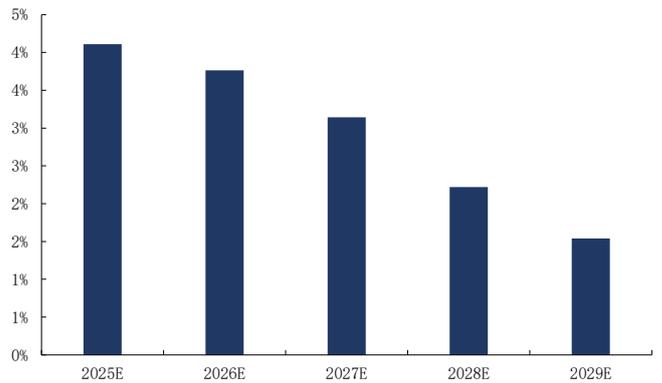
来源: IDC, 国金证券研究所

图表21: 全球 PC 出货量增速预测



来源: IDC, 国金证券研究所

图表22: 全球可穿戴设备出货量增速预测



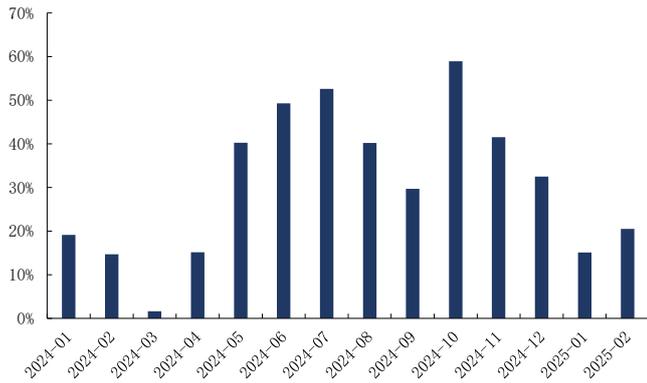
来源: IDC, 国金证券研究所

<sup>2</sup> 台系电子铜箔样本为: 金居开发。

<sup>3</sup> 台系电子玻纤布样本为: 台玻、德宏、富乔、建荣。

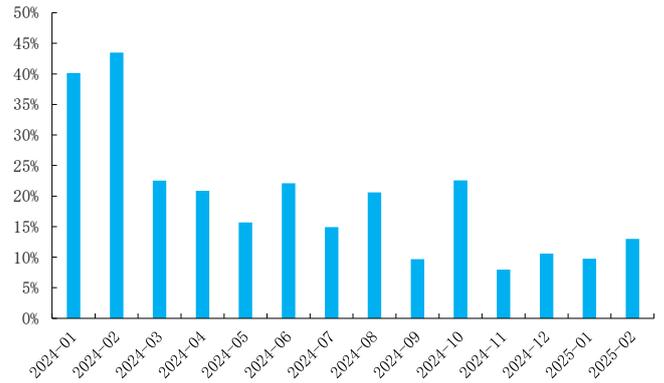


图表23: 国内空调出口数量同比增速



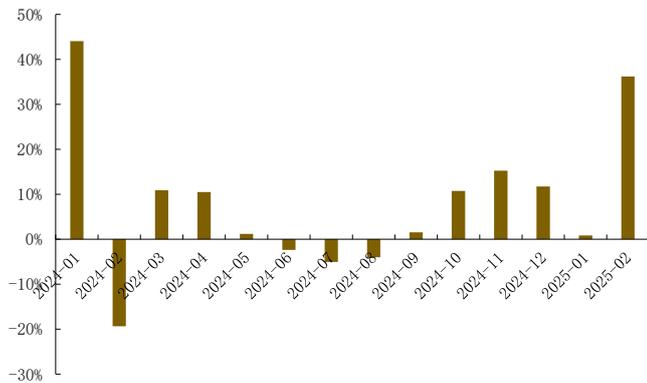
来源: Wind, 海关总署, 国金证券研究所

图表24: 国内空调出口数量同比增速



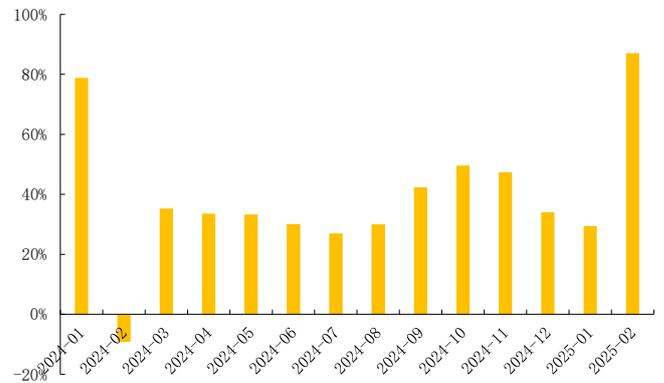
来源: Wind, 海关总署, 国金证券研究所

图表25: 国内乘用车销量同比增速



来源: Wind, 中国汽车工业协会, 国金证券研究所

图表26: 国内新能源车销量同比增速



来源: Wind, 中国汽车工业协会, 国金证券研究所

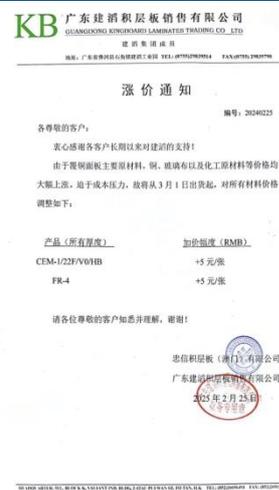
在这样的景气度支撑下,覆铜板行业已经进入了涨价的节奏,一方面上游电子玻纤布迎来了集体涨价,2月24日泰山玻纤、四川玻纤、广东建滔、江西华源等企业先后发布调价函,另一方面公司作为覆铜板龙头也在2月底发出对覆铜板相关产品进行涨价的通知函。考虑到上游铜价自2025年年初以来也迎来了较大幅度的上涨,在覆铜板的需求支撑下,我们认为覆铜板自今年起有望开启涨价周期。

图表27: 覆铜板上游玻纤布涨价函



来源: 重庆市电子电路制造行业协会公众号, 国金证券研究所

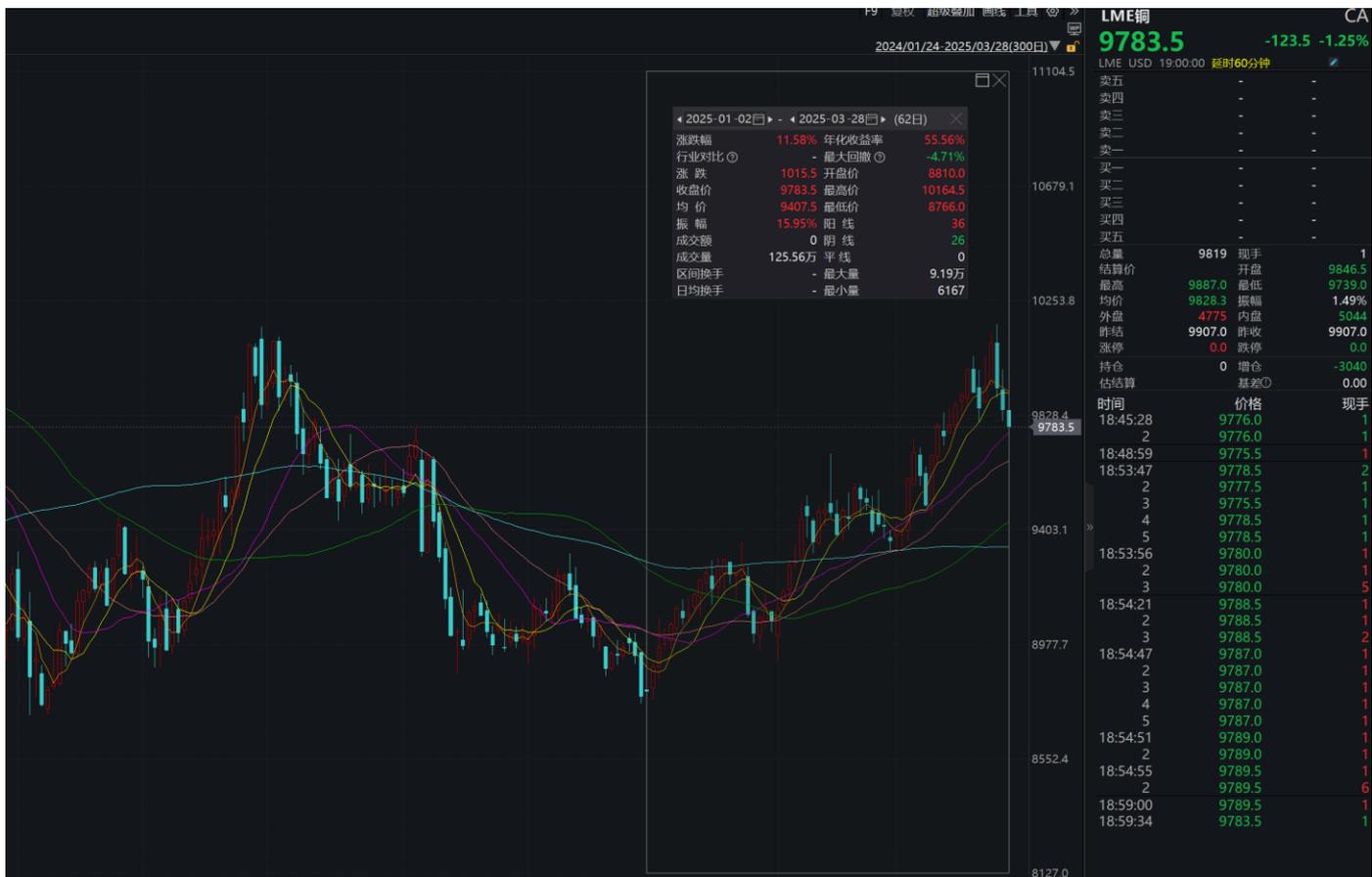
图表28: 覆铜板涨价函



来源: 重庆市电子电路制造行业协会公众号, 国金证券研究所



图表29: LME 铜价走势



来源: Wind, 国金证券研究所

我们认为覆铜板行业在今年开启涨价趋势的置信度提高,而公司作为对周期敏感度较高的厂商,是涨价逻辑下受益的标的,同时考虑到公司覆铜板已涉足高速领域、上游原材料已经涉足 low dk 玻纤布和 HVLP3 等级铜箔等高端产品,公司在本轮涨价周期中的盈利有望突破顶部水平,公司盈利有望释放较大弹性。我们将从胜率和赔率这两个角度分析公司在涨价逻辑下的投资逻辑。

图表30: 建滔积层板已经涉足高速覆铜板产品

### 高速系列

由玻纤布做增强材料,浸以树脂制,覆以铜箔经高温,热压而成的,是电子线路板用量最大的一种产品,简称FR-4。由于电子产品发展迅速,对覆铜板要求渐增,衍生出不同的FR-4材料,例如:无铅基板和高速高频板。此类板材单双面覆铜均有。

产品列表:

Model 产品型号	Tg (°C)	Td (°C)	CTE (%)	Dk/Df (@1Ghz)	Feature 特点
KB-6167GMD	178	387	2.1	4.1/0.008	• Anti-CAF • CTI 175V • Middle loss • HDI recommended
KB-6167GLD	220(DMA)	409	1.8	3.9/0.006	• Anti-CAF • CTI 175V • Middle loss • HDI recommended
KB-3200G	178	387	1.8	4.1/0.0075	• Anti-CAF • CTI 175V • Low loss • HDI recommended
KB-6165GMD	162	370	2.6	4.2/0.009	• Anti-CAF • CTI 175V • Low loss • HDI recommended

来源: 建滔积层板官网, 国金证券研究所



## 二、涨价胜率更高应将投资前置，当前基本面水平仍具高赔率

### 2.1、铜价上涨后基本面跟随的概率高，应将涨价投资逻辑前置

为了研究涨价逻辑下公司的投资和基本面的胜率，我们以LME铜价为“原材料涨价”的代表指标，观察在铜价上涨的阶段（底色标为红色）公司和可比公司生益科技的股价、单位毛利、单位净利的变化情况（有显著增速的部分标为黄色），并且通过“公司跟随铜价上涨次数/铜价上涨次数”来计算各公司在原材料涨价之后股价和基本面有所反应的胜率来观察原材料涨价逻辑下各公司的投资胜率，最终我们得出的结论是：

- 1) 公司在涨价逻辑下的股价和基本面胜率更高。在2016H1~2024H2区间，公司<sup>4</sup>和生益科技<sup>5</sup>的股价上涨/单位毛利同比增长/单位净利同比增长/单位毛利环比增长/单位净利环比增长的概率分别是73%/82%/73%/82%/64%和55%/73%/73%/55%/55%。并且值得注意的是，即使无法形成趋势性涨价（2022H2、2023H2、2024H1），公司的股价和基本面都或多或少有所反应，可见公司涨价逻辑的投资胜率较高，投资置信度应该前置。
- 2) 公司对涨价的反应更前置。2016H1初始涨价开始公司股价就有大幅反应但生益科技滞后了半年；2020~2021年涨价周期中，公司的基本面和股价在2020H2开始反应但生益科技是在2021H1才开始反应，同样滞后了半年。

图表31：LME铜价上涨时建滔积层板和生益科技的股价和基本面跟随变化情况

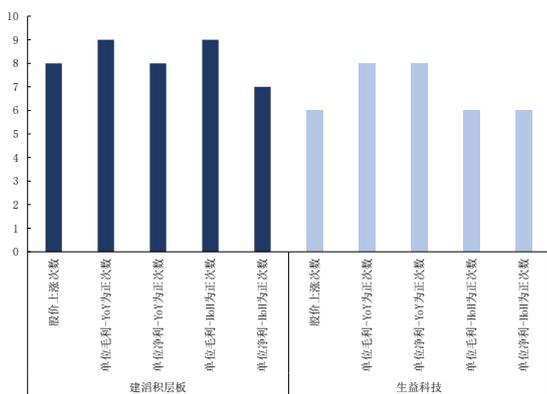
建滔积层板	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
LME铜区间涨跌幅	3%	14%	7%	21%	-7%	-10%	0%	3%	-2%	28%	21%	3%	-15%	2%	-2%	3%	12%	-9%
股价区间涨跌幅	35%	60%	24%	29%	-20%	-33%	11%	35%	-19%	63%	38%	-24%	-27%	-11%	-14%	-9%	25%	-13%
单位毛利-YoY	22%	60%	115%	58%	-13%	10%	-29%	-26%	-12%	5%	107%	77%	13%	-73%	-65%	9%	12%	8%
单位净利-YoY	31%	45%	159%	-35%	-16%	-22%	-39%	-26%	-32%	36%	226%	79%	-27%	-97%	-75%	403%	48%	17%
单位毛利-HoH	36%	17%	84%	-14%	2%	8%	-35%	13%	-22%	34%	54%	15%	-1%	-73%	29%	-16%	33%	-19%
单位净利-HoH	28%	14%	-26%	-13%	-4%	-19%	-25%	-2%	-31%	99%	64%	9%	-33%	-95%	448%	-8%	62%	-27%

生益科技	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
LME铜区间涨跌幅	3%	14%	7%	21%	-7%	-10%	0%	3%	-2%	28%	21%	3%	-15%	2%	-2%	3%	12%	-9%
股价区间涨跌幅	-6%	19%	12%	40%	-47%	10%	50%	39%	40%	-4%	-17%	1%	-28%	-15%	-1%	29%	15%	-13%
单位毛利-YoY	7%	8%	39%	2%	-18%	22%	16%	18%	24%	-14%	34%	49%	-24%	-38%	-30%	-8%	4%	6%
单位净利-YoY	23%	15%	67%	12%	-18%	-13%	13%	59%	29%	-11%	28%	75%	-27%	-60%	-42%	-9%	32%	18%
单位毛利-HoH	3%	5%	33%	-23%	7%	14%	2%	15%	7%	-20%	66%	-10%	-15%	-27%	-5%	-3%	8%	-1%
单位净利-HoH	1%	14%	47%	-23%	7%	-19%	40%	13%	14%	-22%	64%	7%	-32%	-42%	-1%	-8%	42%	-17%

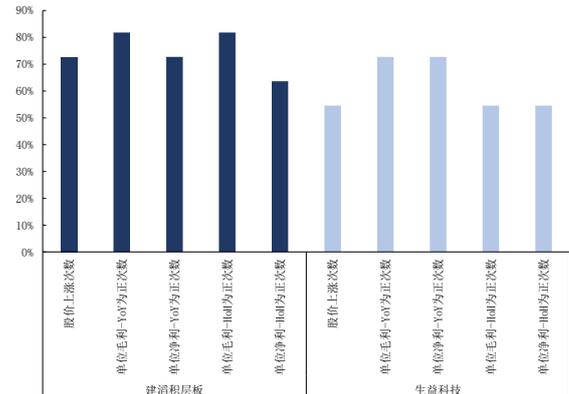
来源：建滔积层板半年报和年报，生益科技半年报和年报，国金证券研究所

图表32：2016~2024年建滔积层板和生益科技在铜涨价后股价和基本面跟随的次数



来源：建滔积层板半年报和年报，生益科技半年报和年报，国金证券研究所

图表33：2016~2024年建滔积层板和生益科技在铜涨价后股价和基本面跟随的概率



来源：建滔积层板半年报和年报，生益科技半年报和年报，国金证券研究所

<sup>4</sup> 公司基本面数据测算规则：公司单价、单位毛利、单位净利为我们根据公司公开披露报告计算而得，单价计算公式为“单价=（环氧玻璃纤维覆铜面板营收+纸覆铜面板营收）/覆铜板出货量”，单位毛利计算公式为“单位毛利=财报综合毛利额/覆铜板出货量”，单位净利计算公式为“单位净利=财报综合净利润额/覆铜板出货量”。公司2021年之前披露的出货量以平方米为单位、2021年之后披露的出货量以张为单位，为了统一，本文按照行业基本情况以1张=1.25平方米进行单位换算，最终以“港币/平方米”作为单位。后同。

<sup>5</sup> 生益科技基本面数据测算规则：生益科技单位毛利、单位净利为我们根据公司公开披露报告计算而得，考虑到覆铜板和粘结片的销售量单位之间无法换算，我们对单位毛利计算公式为“单位毛利=覆铜板和粘结片业务毛利额/覆铜板销售量”，单位净利计算公式为“单位净利=财报综合净利润额/覆铜板销售量”，其中覆铜板销售量披露单位为“平方米”，因此最终基本面数据以“元/平方米”作为单位。后同。

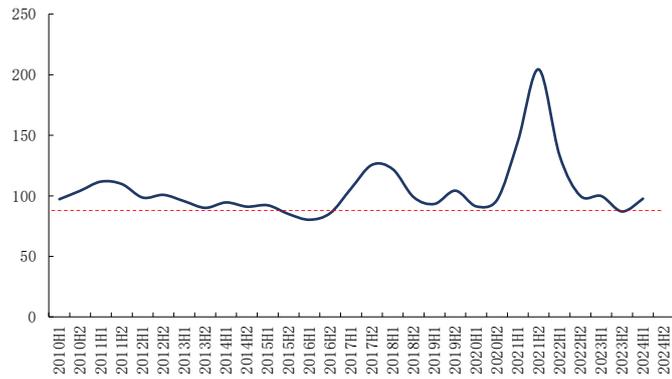


## 2.2、基本面已从底部修复，较历史可参考水平仍具备赔率

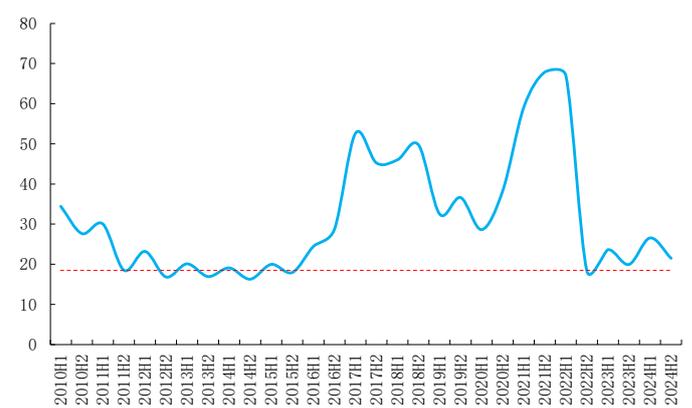
从公司单价、单位毛利、单位净利和盈利水平可以看到公司的基本面已经走出底部，但相对历史高位仍有较大空间，

- 1) 根据公司最新披露年报测算，当前单位毛利为 21 港币/平方米，2014~2017 年单位毛利最低值为 16 港币/平方米（对应向下空间-24%）、最高值为 53 港币/平方米（对应向上空间 145%），2018~2021 年单位毛利最低值为 29 港币/平方米（最低值高于当前毛利水平）、最高值为 68 港币/平方米（对应向上空间 216%）；
- 2) 根据公司最新披露年报测算，当前单位净利为 8 港币/平方米，2014~2017 年单位净利最低值为 9 港币/平方米（最低值高于当前净利水平）、最高值为 37 港币/平方米（对应向上空间 349%），2018~2021 年单位净利最低值为 13 港币/平方米（最低值高于当前净利水平）、最高值为 46 港币/平方米（对应向上空间 457%）；
- 3) 根据公司最新披露年报测算，当前毛利率为 16%，2014~2017 年毛利率最低值为 14%（对应向下空间-2pct）、最高值为 32%（对应向上空间 16pct），2018~2021 年毛利率最低值为 24%（最低值高于当前毛利率）、最高值为 34%（对应向上空间 18pct）；
- 4) 根据公司最新披露年报测算，当前净利率为 6%，2014~2017 年净利率最低值为 8%（最低值高于当前净利率）、最高值为 22%（对应向上空间 16pct），2018~2021 年净利率最低值为 11%（最低值高于当前净利率）、最高值为 24%（对应向上空间 18pct）。

图表34：建滔积层板覆铜板约当单价（港币/平方米）



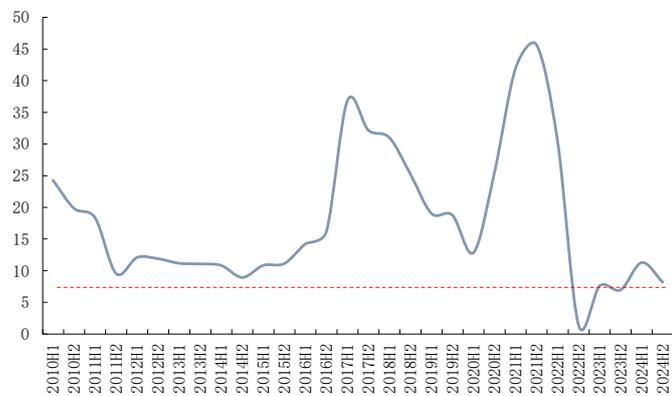
图表35：建滔积层板覆铜板约当单位毛利(港币/平方米)



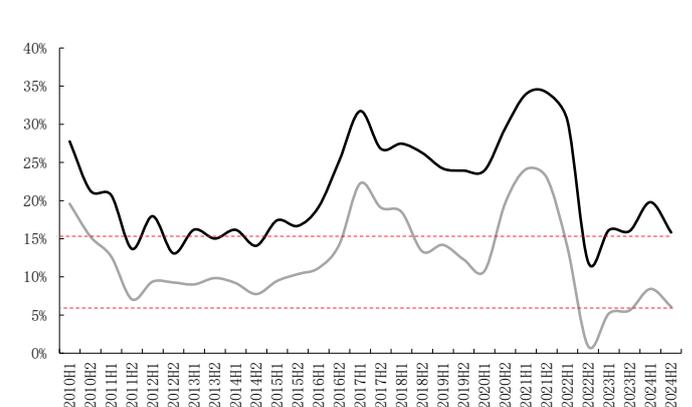
来源：建滔积层板半年报和年报，Wind，国金证券研究所

来源：建滔积层板半年报和年报，Wind，国金证券研究所

图表36：建滔积层板覆铜板约当单位净利(港币/平方米)



图表37：建滔积层板综合毛利率和综合净利率



来源：建滔积层板半年报和年报，Wind，国金证券研究所

来源：建滔积层板半年报和年报，Wind，国金证券研究所



图表38: 对比上两个周期, 建滔积层板当前的基本面数据向下和向上空间

	根据最新披露值 测算	2014~2017年				2018~2021年			
		Min	Max	向下空间	向上空间	Min	Max	向下空间	向上空间
单位毛利 (港币/平方米)	21	16	53	-24%	145%	29	68	33%	216%
单位净利 (港币/平方米)	8	9	37	9%	349%	13	46	57%	457%
毛利率	16%	14%	32%	-2%	16%	24%	34%	8%	18%
净利率	6%	8%	22%	2%	16%	11%	24%	5%	18%

来源: 建滔积层板半年报和年报, Wind, 国金证券研究所

综上, 我们认为在涨价逻辑下公司的基本面向上的胜率较高, 并且从最新公司的基本面数据来看, 相对于历史周期的底部和顶部而言, 公司当前基本面向下的风险可控、向上的空间可期, 因此我们认为公司是当前在涨价逻辑上胜率和赔率都更好的选择标的。

### 三、盈利预测及估值

#### 3.1、盈利预测: 涨价周期公司盈利有望非线性变化

综合上述逻辑, 我们认为在涨价逻辑下公司有望迎来基本面的快速变化, 考虑到公司在3月已经实行了涨价策略, 因此我们认为今年有望成为公司快速涨价的首年, 盈利能力有望非线性提升, 具体来看:

- 假设 1: 覆铜板和上游原材料的营收随着涨价的执行将大概率实现同比增长, 考虑到当前原材料玻纤布领涨后 LME 铜价开始接力涨价, 覆铜板涨价趋势越发明确, 并且后续有望再进一步实现涨价, 参考以往涨价周期公司的涨价幅度, 因此我们预计公司 2025~2027 年涨价幅度有望达到 20%、30%、10%, 因此我们预计公司覆铜板和上游原材料营收增幅为 2025~2027 年为 20%、30%、10%, 最终实现覆铜板和上游原材料业务营收 202 亿港币、262 亿港币和 302 亿港币。
- 假设 2: 其他业务包括投资、地产和特种树脂, 这些业务的波动性较大、可预测性较低, 我们保守假设其他业务营收保持在 2024 年水平, 即 2025~2027 年其他业务营收保持在 17 亿港币水平。
- 假设 3: 根据图表 11, 2014~2017 年涨价周期中铜价开始上涨的第一年 (2016 年) 毛利率为 22%、铜价开始上涨的第二年 (2017 年) 毛利率为 29%、第三年 (2018 年) 铜价开始下降后毛利率稳定为 27%, 2018~2021 年涨价周期中铜价开始上涨的第一年 (2019 年) 毛利率为 24%、铜价开始上涨的第二年 (2020 年) 毛利率为 27%、铜价开始上涨的第三年 (2021 年) 毛利率稳定为 34%, 考虑到今年年初以来铜价涨幅显著, 因此我们认为未来三年毛利率有望回归到涨价周期中的水平, 保守假设 2025~2027 年毛利率为 24%、30%、29%。
- 假设 4: 过去 3 年公司销售费用/收入比例较稳定, 平均值为 2.4%, 考虑到公司作为全球数一数二的覆铜板厂商具有一定的品牌知名度, 我们假设未来三年该比例稳定在过去三年平均值水平即 2.4%, 对应销售费用为 5.3 亿港币、6.7 亿港币和 7.3 亿港币。
- 假设 5: 过去 3 年公司管理费用/收入的比例较稳定, 平均值为 4.3%, 考虑到公司经营稳定, 我们假设未来三年该比例稳定在过去三年平均值水平即 4.3%, 对应管理费用为 9.4 亿港币、12 亿港币、13 亿港币。
- 假设 6: 其他损益过去波动较大, 保守起见我们按照其他损益同比增长 30%来预估, 则 2025~2027 年其他损益体现为损失 9.8 亿港币、12.7 亿港币和 16.5 亿港币。
- 假设 7: 2022~2024 年少数股东损益/净利润比例为 0.01%、0.14%、0.30%, 平均值为 0.15%, 假设在 2025~2027 年少数股东损益/净利润比例保持在 0.15%, 对应 2025~2027 年少数股东损益为 422 万港币、757 万港币、781 万港币。

综合上述假设, 我们预计公司 2025~2027 年实现总营收 219 亿港币、280 亿港币和 319 亿港币, 对应归母净利润 28 亿港币、50 亿港币和 52 亿港币。



图表39: 建滔积层板盈利预测

	单位	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
覆铜板和上游原材料							
营收	百万港币	18023	15228	16821	20185	26240	30176
YoY	%	-33%	-16%	10%	20%	30%	15%
其他业务							
营收	百万港币	4341	1522	1720	1720	1720	1720
YoY	%	128%	-65%	13%	0%	0%	0%
<b>总营收</b>	<b>百万港币</b>	<b>22364</b>	<b>16750</b>	<b>18541</b>	<b>21905</b>	<b>27961</b>	<b>31897</b>
YoY	%	-22%	-25%	11%	18%	28%	14%
毛利润	百万港币	5116	2695	3278	5257	8388	9250
毛利率	%	23%	16%	18%	24%	30%	29%
销售费用	百万港币	515	426	435	526	671	766
销售费用/收入	%	2.3%	2.5%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用	百万港币	942	792	757	942	1202	1372
管理费用/收入	%	4.2%	4.7%	4.1%	4.3%	4.3%	4.3%
其他损益 (收益以“-”列示)	百万港币	1749	567	752	978	1466	1906
少数股东损益	百万港币	0	1	4	4	8	8
少数股东损益/净利润	%	0.01%	0.14%	0.30%	0.15%	0.15%	0.15%
<b>归母净利润</b>	<b>百万港币</b>	<b>1909</b>	<b>909</b>	<b>1330</b>	<b>2808</b>	<b>5041</b>	<b>5199</b>
归母净利率	%	8.5%	5.4%	7.2%	12.8%	18.0%	16.3%
YoY	%	-72%	-52%	46%	111%	80%	3%

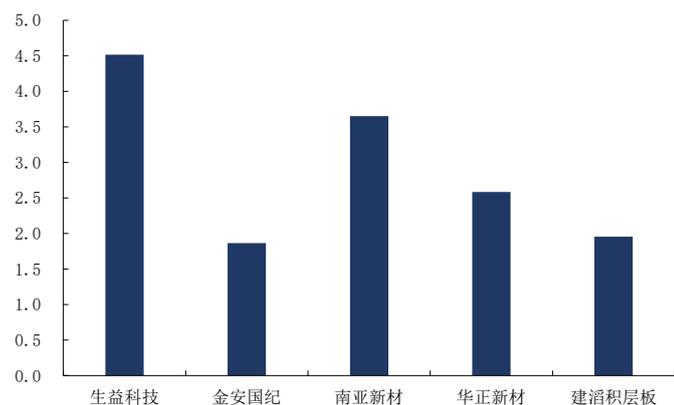
来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.2、估值: 以 PB 为锚仍具赔率空间, 高端产品布局有望突破估值顶

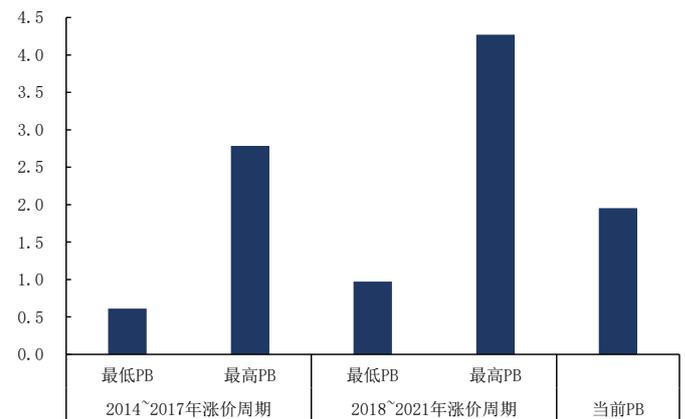
考虑到涨价周期的盈利波动大且 A 股中部分覆铜板公司盈利尚承压、无盈利预测, 因此我们认为以 PB 来观察估值水平更合理。我们认为公司的估值水平安全边际充足, 具体来看:

- 1) A 股主流覆铜板厂商 (生益科技、金安国纪、南亚新材、华正新材) 当前 PB<sup>6</sup>均值为 3.15 倍, 公司当前 PB 为 1.95 倍, 相距可比公司平均 PB 水平具有 62% 的空间;
- 2) 公司在 2014~2017 年最低 PB 为 0.6 倍、最高 PB 为 2.8 倍, 下行空间为-69%、上行空间为 43%; 2018~2021 年最低 PB 为 1.0 倍、最高 PB 为 4.3 倍, 下行空间为-50%、上行空间为 119%。考虑到公司当前基本面水平已经脱离底部区间, 涨价号角吹响导致后续环比有望持续提升, 因此我们认为公司基本面向下的概率在下降, 同时即使按照历史估值水平来看仍然有 43%~119% 的空间, 可见公司的估值具有一定的安全边际;
- 3) 公司当前已经布局了高速覆铜板、上游原材料已经涉足 low dk 玻纤布和 HVLP3 等级铜箔等高端产品, 高端产品的布局结构有望助力公司 PB 突破历史顶部。

图表40: 建滔积层板和可比公司 PB 水平对比



图表41: 建滔积层板当前 PB 和前两轮周期的 PB 对比



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

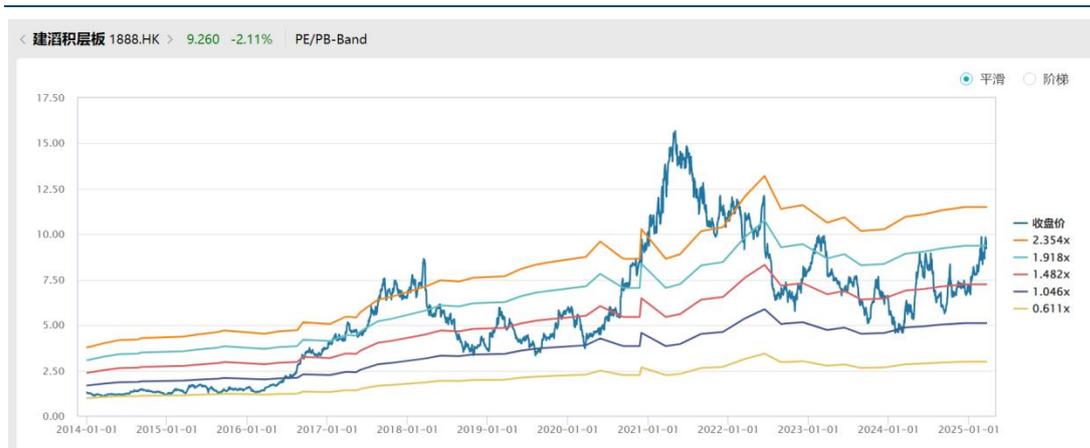
注: 行情数据截至 2025 年 4 月 2 日

<sup>6</sup> 当前 PB: 引用 Wind 数据库“市净率 PB(MRQ)”, 公式为总市值 2/指定日最新报告期股东权益(不含少数股东权益、优先股及永续债), 其中“总市值 2”选取 2025 年 4 月 2 日行情数据, “最新报告期股东权益”分别采用生益科技 2024 年年报数据、金安国纪 2024 年三季报数据、南亚新材 2024 年三季报数据、华正新材 2024 年年报数据、建滔积层板 2024 年年报数据。

<sup>7</sup> 公司在时间区间内的最低 PB 值和最高 PB 值: 根据 Wind 导出的 2014~2017 年和 2018~2021 年每日“市净率 PB(MRQ)” (每日行情总市值 2/即时可得最新资产负债表股东权益), 再通过“MIN()”和“MAX()”函数筛选出区间内最低 PB 值和最高 PB 值。



图表42: 建滔积层板 PB Band



来源: Wind, 国金证券研究所

综合来看,考虑到公司涨价逻辑下的胜率和赔率高,我们看好公司在1年维度跟随周期的变化至少回归到历史较高的PB估值水平,按照2024年年报披露的股东权益给予3.0倍PB,对应目标市值461亿港币,对应目标价为14.78港币/股,给予“买入”评级。

## 四、风险提示

### 4.1、需求修复不及预期

根据前述逻辑,行业需求加速增长是保证盈利快速提升的关键,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。

### 4.2、铜价下降导致供需两弱

铜价上涨会带来两方面影响,首先铜价上涨之后作为铜衍生品的覆铜板有了涨价的导火索,其次铜价上涨之后会带来挤兑备货的需求效应,从而才使得公司这一类公司在每一轮铜价上涨周期赚取丰厚利润。如若后续铜价因宏观等因素下降,则也会影响覆铜板行业的供需预期,从而导致供需两弱,公司盈利或不及预期。

### 4.3、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资本开支的影响。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,从而影响了覆铜板行业的需求增量,则会导致需求不及预期,从而导致公司盈利不及预期。

### 4.4、竞争加剧

覆铜板快速发展是行业内各大厂商都观察到的趋势,不少厂商开始做产能扩充、客户拓展等布局,如若未来覆铜板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(港币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	22,364	16,750	18,541	21,905	27,961	31,897
增长率	-22.3%	-25.1%	10.7%	18.1%	27.6%	14.1%
主营业务成本	17,274	14,073	15,263	16,648	19,572	22,647
%销售收入	77.2%	84.0%	82.3%	76.0%	70.0%	71.0%
毛利	5,089	2,677	3,278	5,257	8,388	9,250
%销售收入	22.8%	16.0%	17.7%	24.0%	30.0%	29.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	515	426	435	526	671	766
%销售收入	2.3%	2.5%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用	942	792	757	942	1,202	1,372
%销售收入	4.2%	4.7%	4.1%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	3,457	1,431	1,991	3,633	6,324	6,970
%销售收入	15.5%	8.5%	10.7%	16.6%	22.6%	21.9%
财务费用	99	238	255	193	159	158
%销售收入	0.4%	1.4%	1.4%	0.9%	0.6%	0.5%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	3,659	1,477	2,086	3,790	6,515	7,113
营业利润率	16.4%	8.8%	11.3%	17.3%	23.3%	22.3%
营业外收支						
税前利润	3,358	1,193	1,735	3,440	6,165	6,812
利润率	15.0%	7.1%	9.4%	15.7%	22.0%	21.4%
所得税	1,448	284	405	627	1,116	1,605
所得税率	43.1%	23.8%	23.4%	18.2%	18.1%	23.6%
净利润	1,909	909	1,330	2,813	5,048	5,207
少数股东损益	0	1	4	4	8	8
归属于母公司的净利润	1,909	907	1,326	2,808	5,041	5,199
净利率	8.5%	5.4%	7.2%	12.8%	18.0%	16.3%

现金流量表(港币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,909	907	1,326	2,808	5,041	5,199
投资活动现金流	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
筹资活动现金流	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
自由现金流	1,909	907	1,326	2,808	5,041	5,199

资产负债表(港币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,290	2,027	1,924	2,719	6,723	7,289
应收款项	7,251	7,263	7,576	8,195	10,066	12,546
存货	2,605	2,845	2,759	2,775	2,881	4,089
其他流动资产	576	1,681	1,540	1,540	1,540	1,540
流动资产	13,721	13,817	13,800	15,228	21,210	25,464
%总资产	56.5%	58.6%	59.7%	61.8%	69.0%	72.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	7,218	7,333	6,921	7,026	7,128	7,240
%总资产	29.7%	31.1%	29.9%	28.5%	23.2%	20.6%
无形资产	2	2	562	562	562	562
非流动资产	10,579	9,746	9,311	9,416	9,518	9,630
%总资产	43.5%	41.4%	40.3%	38.2%	31.0%	27.4%
资产总计	24,300	23,563	23,110	24,644	30,728	35,094
短期借款	200	1,759	1,663	1,663	1,663	1,663
应付款项	1,486	1,317	1,292	1,403	1,642	1,894
其他流动负债	3,021	2,519	2,809	2,979	3,775	4,242
流动负债	4,708	5,595	5,763	6,045	7,080	7,799
长期贷款	4,200	2,692	1,615	1,615	1,615	1,615
其他长期负债	320	300	361	361	361	361
负债	9,228	8,588	7,740	8,021	9,057	9,776
普通股股东权益	15,049	14,951	15,342	16,591	21,631	25,271
其中：股本	312	312	312	312	312	312
未分配利润	15,105	15,193	15,030	16,279	21,319	24,959
少数股东权益	23	24	27	32	39	47
负债股东权益合计	24,300	23,563	23,110	24,644	30,728	35,094

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.61	0.29	0.43	0.90	1.62	1.67
每股净资产	4.82	4.79	4.92	5.32	6.93	8.10
每股经营现金净流	1.92	0.26	0.00	0.90	1.43	0.81
每股股利	0.35	0.16	0.62	0.85	1.50	0.50
回报率						
净资产收益率	12.69%	6.07%	8.64%	16.93%	23.30%	20.57%
总资产收益率	7.86%	3.85%	5.74%	11.40%	16.40%	14.82%
投入资本收益率	10.10%	5.61%	8.18%	14.93%	20.76%	18.63%
增长率						
主营业务收入增长率	-22.35%	-25.10%	10.69%	18.14%	27.64%	14.08%
EBIT 增长率	-59.07%	-58.61%	39.10%	82.49%	74.08%	10.22%
净利润增长率	-71.85%	-52.47%	46.14%	111.77%	79.49%	3.14%
总资产增长率	-18.52%	-3.03%	-1.92%	6.64%	24.69%	14.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	131.7	141.2	126.2	108.6	97.9	107.3
存货周转天数	70.0	69.7	66.1	59.8	52.0	55.4
应付账款周转天数	32.7	35.9	30.8	29.1	28.0	28.1
固定资产周转天数	108.4	156.4	138.4	114.6	91.1	81.1
偿债能力						
净负债/股东权益	5.67%	6.96%	1.14%	-3.72%	-21.33%	-20.50%
EBIT 利息保障倍数	26.5	5.2	7.8	18.8	39.8	44.1
资产负债率	37.97%	36.45%	33.49%	32.55%	29.47%	27.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

注：公司 2024 年年报披露了利润表和资产负债表、未披露现金流量表，因此本文报表预测摘要删掉现金流量表内容。



**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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