沪电股份（002463.SZ）

强烈推荐（维持）

AI 需求驱动公司继续高速增长，国内外新增产能释放望驱动业绩向上

事件：公司公告 25 年一季报，Q1 收入 40.38 亿同比+56.25%环比-6.77%，归母净利 7.62 亿同比+48.11%环比+3.20%，扣非归母净利 7.45 亿同比+50.07%环比+0.71%，毛利率 32.75%同比-1.11pct 环比+0.96pct，净利率 18.82%同比-0.84pct 环比+1.82pct。我们点评如下：

- **AI 算力需求驱动公司业绩保持高速增长。**Q1 收入端同比继续提速增长趋势，显示下游 AI 高算力计算场景对 PCB 的结构性需求持续旺盛，环比小幅下滑主因春节因素以及产能方面有一定的瓶颈限制。利润端增速低于收入增速，盈利能力同比下滑主因：1）股权激励费用同比增加约 6,000 万；2）汇兑收益同比减少约 4,900 万；3）公司泰国工厂仍处于爬坡期有一定的折旧拖累，亏损约 5,100 万；4）国内加速产能的扩充，期间费用同比有增加。
- **展望 Q2：预计高阶交换机及 AI 服务器相关产品保持放量态势，驱动业务结构优化带动毛利率向上，且国内外新增产能持续爬坡带来经营层面的改善。**尽管市场担忧关税对于算力方面需求将产生负面影响，但据我们对产业链的跟踪来看，实际上国内外 AI 算力需求依旧保持强劲态势，结合国内外核心算力厂商的需求指引，头部 PCB 厂商均在加速国内以及海外匹配算力要求的高端产能的扩产。目前公司的 800G 领域的订单处于快速放量阶段，AI 相关的订单能见度很长，公司积极采购上游高端产能所需的关键瓶颈制程设备，加速扩充国内产能，并推动海外产能的快速爬坡上量，业绩有望呈现环增趋势。
- **研发投入助力公司保持前沿技术卡位。**在算力产品部分，GPU 平台产品已批量生产，可支持 112/224Gbps 的速率，下一代 GPU 平台的产品以及 XPU 等芯片架构的算力平台产品也正与客户共同开发；在网络交换产品部分，用于 Scale Up 的 NPC/CPC 交换机产品开始批量生产，用于 Scale Out 的以太网 112Gbps/Lane 盒式交换机与框式交换机已批量交付，224Gbps 的产品目前已配合客户进行开发，NPO 和 CPO 架构的交换机目前也正持续配合客户进行开发。在汽车电子领域，公司继续在智能驾驶和电动化方向深耕，在电动化方面已实现埋嵌低压功率芯片技术的批量导入，同时和国内外头部企业合作开发埋嵌高压碳化硅芯片的主驱逆变器线路板。
- **展望 25-26 年，公司国内及海外产能持续扩建，逐步打破产能瓶颈，AI 算力+汽车板将继续推动业绩高速增长。**短期来看，AI 服务器及高阶交换机等高毛利高速高多层板和 HDI 板需求仍保持旺盛，公司订单排产能见度较长，公司泰国厂以及国内新增产能预计 25H1 加速爬坡和建设。中长期，全球通用 AI 技术加速演进推动算力领域需求快速增长，公司卡位北美算力头部客户群，400G/800G/1.6T 交换机、AI 服务器用高价值量的高多层板、高阶 HDI 出货占比有望大幅提升，泰国以及国内新建产能稳步扩充，将进一步推动公司业绩释放；汽车领域，公司在 ADAS、智能座舱域控、电机电控板、雷达板等高端 PCB 环节具备优势资源，产能持续释放，望推动汽车业务快速增长，同时子公司胜伟策加大下一代核心技术 48V p2Pack 市场开拓，并持续推进 800V 高压 p2Pack 技术产品的商用化，胜伟策经营有望逐步向好。

TMT 及中小盘/电子
当前股价：29.2 元

基础数据

总股本（百万股）	1923
已上市流通股(百万股)	1921
总市值（十亿元）	56.1
流通市值（十亿元）	56.1
每股净资产（MRQ）	6.6
ROE（TTM）	22.4
资产负债率	44.8%
主要股东	BIGGERING(BVI) HOLDINGS CO., LTD.
主要股东持股比例	19.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	-31	-6
相对表现	-12	-27	-13

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《沪电股份（002463）—继续受益 AI 算力需求增长，关注公司国内外新增产能扩建释放节奏》2025-03-26
2、《沪电股份（002463）—收入利润高速增长符合预期，看好公司高端产能持续释放弹性业绩》2025-01-27
3、《沪电股份（002463）—Q3 收入利润均保持高速增长，积极加码高端产能助 AI 算力业务发展》2024-10-26

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
程鑫 S1090523070013
chengxin2@cmschina.com.cn
涂锟山 S1090525040004
tukunshan@cmschina.com.cn

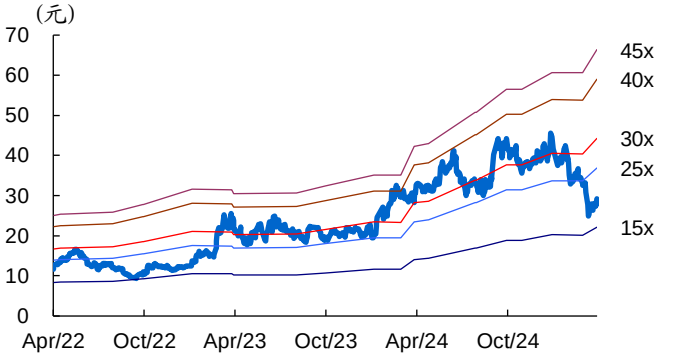
- **维持"强烈推荐"投资评级。**公司长线增长逻辑清晰，顺下游 AI 算力高速发展趋势稳步推进国内及海外高端产能扩张进程，高端产品占比不断提升，有望打开业绩向上成长空间。我们最新预测 25-27 年营收为 166.8/200.1/230.1 亿，归母净利润为 35.2/43.4/50.2 亿，对应 EPS 为 1.83/2.26/2.61 元，对应当前股价 PE 为 15.9/12.9/11.2 倍，维持"强烈推荐"评级。
- **风险提示：客户需求低于预期、同行竞争加剧、地缘政治风险加剧、新增产能爬坡不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8938	13342	16677	20012	23014
同比增长	7%	49%	25%	20%	15%
营业利润(百万元)	1706	2956	4020	4956	5728
同比增长	8%	73%	36%	23%	16%
归母净利润(百万元)	1513	2587	3521	4343	5021
同比增长	11%	71%	36%	23%	16%
每股收益(元)	0.79	1.35	1.83	2.26	2.61
PE	37.1	21.7	15.9	12.9	11.2
PB	5.7	4.7	3.9	3.2	2.6

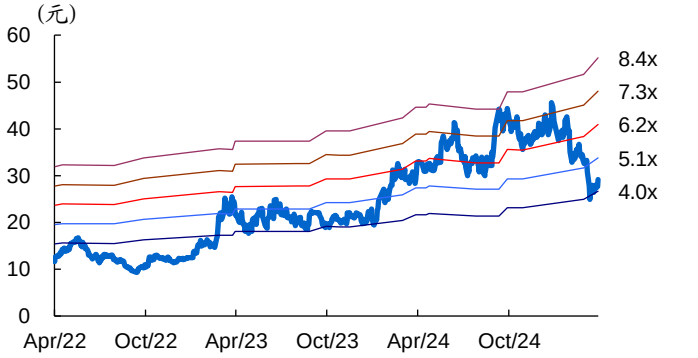
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：沪电股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：沪电股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

1、《沪电股份（002463）—20 年业绩符合预期，青淞厂开启新一轮扩产计划》2021-02-03
2、《沪电股份（002463）—入股胜伟策，长线卡位汽车板下一代技术》2022-01-12
3、《沪电股份（002463）—今年有望迎增长拐点，汽车+数通长线逻辑清晰》2022-03-24
4、《沪电股份（002463）—Q1 迎来经营拐点，疫情担忧不改长期趋势》2022-04-25
5、《沪电股份（002463）—H1 业绩逆势增长，创新需求持续驱动产品产能结构升级》2022-08-24
6、《沪电股份（002463）—Q3 业绩稳中向好，源于产品结构升级、稼动率提升及汇兑收益》2022-10-25
7、《沪电股份（002463）点评报告—Q4 业绩优于市场预期，数通及汽车板仍为成长主线》2023-02-01
8、《沪电股份（002463）点评报告—盈利能力持续改善，数通+汽车双轮驱动打开长线空间》2023-03-24
9、《沪电股份（002463）—Q1 业绩短期承压，AI 算力+汽车打开长线增长空间》2023-04-26
10、《沪电股份（002463）：Q2 业绩符合预期，关注 AI 算力+汽车相关产品持续放量》2023-08-27
11、《沪电股份（002463）—Q3 业绩符合市场预期，产品结构持续优化带动盈利提升》2023-10-26
12、《沪电股份（002463）—AI 需求持续推动产品结构优化、盈利提升，看好公司业绩向上弹性》2024-02-03
13、《沪电股份（002463）—业绩受益 AI 结构性需求持续高增，看好公司 AI 及汽车板结构优化》2024-03-26
14、《沪电股份（002463）—Q1 业绩接近指引上限，看好公司 AI 及汽车板增长趋势》2024-04-23
15、《沪电股份（002463）—Q2 业绩预增符合预期，受益 AI 需求持续推动》2024-07-14
16、《沪电股份（002463）—Q2 业绩接近指引上限，继续看好公司 AI 服务器及高阶交换机放量》2024-08-24
17、《沪电股份（002463）—Q3 收入利润均保持高速增长，积极加码高端产能助 AI 算力业务发展》2024-10-26
18、《沪电股份（002463）—收入利润高速增长符合预期，看好公司高端产能持续释放弹性业绩》2025-01-27

19、《沪电股份（002463）—继续受益 AI 算力需求增长，关注公司国内外新增产能扩建释放节奏》2025-03-26

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7841	9678	11344	14598	19008
现金	2098	1543	1245	2507	5103
交易性投资	50	0	0	0	0
应收票据	6	0	0	0	1
应收款项	2687	4043	5054	6065	6975
其它应收款	23	451	563	676	778
存货	1749	2436	2977	3545	4076
其他	1227	1204	1504	1805	2075
非流动资产	8195	11502	11764	11992	12190
长期股权投资	49	25	25	25	25
固定资产	3689	4033	4332	4594	4822
无形资产商誉	375	365	329	296	266
其他	4081	7079	7079	7078	7077
资产总计	**16035**	**21180**	**23109**	**26590**	**31198**
流动负债	5023	7577	6972	7201	8132
短期借款	1434	1655	764	0	0
应付账款	2624	4237	5178	6165	7090
预收账款	23	29	35	42	48
其他	942	1656	994	994	994
长期负债	1175	1702	1702	1702	1702
长期借款	846	1310	1310	1310	1310
其他	329	392	392	392	392
负债合计	**6198**	**9279**	**8674**	**8903**	**9834**
股本	1909	1919	1919	1919	1919
资本公积金	557	763	763	763	763
留存收益	7319	9159	11721	15008	18726
少数股东权益	53	61	32	(3)	(44)
归属于母公司所有者权益	9785	11841	14403	17690	21408
负债及权益合计	**16035**	**21180**	**23109**	**26590**	**31198**

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2243	2325	2789	3678	4525
净利润	1490	2566	3493	4308	4980
折旧摊销	414	489	552	586	616
财务费用	3	(58)	(200)	(180)	(150)
投资收益	(22)	20	(39)	(39)	(39)
营运资金变动	339	(629)	(1017)	(998)	(883)
其它	19	(63)	0	0	0
投资活动现金流	(1870)	(3035)	(775)	(775)	(775)
资本支出	(810)	(2148)	(814)	(814)	(814)
其他投资	(1060)	(887)	39	39	39
筹资活动现金流	428	71	(2312)	(1641)	(1153)
借款变动	450	616	(1552)	(764)	0
普通股增加	12	10	0	0	0
资本公积增加	201	206	0	0	0
股利分配	(284)	(954)	(959)	(1056)	(1303)
其他	50	194	200	180	150
现金净增加额	802	(638)	(298)	1262	2597

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8938	13342	16677	20012	23014
营业成本	6152	8733	10673	12708	14614
营业税金及附加	66	99	124	149	171
营业费用	280	366	457	549	598
管理费用	196	323	404	485	529
研发费用	539	790	987	1184	1362
财务费用	(68)	(182)	(200)	(180)	(150)
资产减值损失	(163)	(295)	(250)	(200)	(200)
公允价值变动收益	1	(9)	(9)	(9)	(9)
其他收益	75	70	70	70	70
投资收益	19	(22)	(22)	(22)	(22)
营业利润	1706	2956	4020	4956	5728
营业外收入	6	1	1	1	1
营业外支出	7	8	8	8	8
利润总额	1705	2950	4014	4950	5721
所得税	216	383	521	641	741
少数股东损益	(23)	(21)	(28)	(35)	(41)
归属于母公司净利润	1513	2587	3521	4343	5021

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	7%	49%	25%	20%	15%
营业利润	8%	73%	36%	23%	16%
归母净利润	11%	71%	36%	23%	16%
获利能力					
毛利率	31.2%	34.5%	36.0%	36.5%	36.5%
净利率	16.9%	19.4%	21.1%	21.7%	21.8%
ROE	16.8%	23.9%	26.8%	27.1%	25.7%
ROIC	12.9%	17.3%	20.8%	23.4%	23.3%
偿债能力					
资产负债率	38.7%	43.8%	37.5%	33.5%	31.5%
净负债比率	16.2%	17.1%	9.0%	4.9%	4.2%
流动比率	1.6	1.3	1.6	2.0	2.3
速动比率	1.2	1.0	1.2	1.5	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	3.5	4.2	3.9	3.9	3.8
应收账款周转率	3.6	4.0	3.7	3.6	3.5
应付账款周转率	2.7	2.5	2.3	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	0.79	1.35	1.83	2.26	2.61
每股经营净现金	1.17	1.21	1.45	1.91	2.35
每股净资产	5.09	6.16	7.49	9.20	11.13
每股股利	0.50	0.50	0.55	0.68	0.78
估值比率					
PE	37.1	21.7	15.9	12.9	11.2
PB	5.7	4.7	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	31.2	19.6	14.5	11.8	10.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。