

2025 年 04 月 29 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

国产 AI 算力东风已至，高端覆铜板迈入高景气度通道

—南亚新材（688519.SH）公司事件点评报告 买入(首次) 事件

分析师：高永豪 S1050524120001

gaoyh7@cfsc.com.cn

联系人：何鹏程 S1050123080008

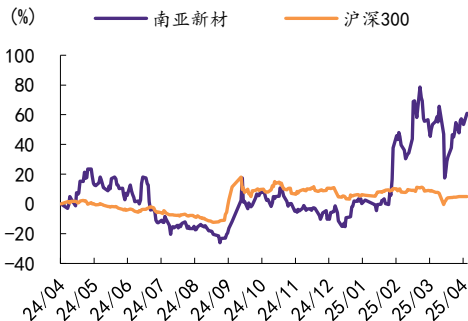
hepc@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-28

当前股价（元）	37.04
总市值（亿元）	88
总股本（百万股）	238
流通股本（百万股）	232
52 周价格范围（元）	16.68-40.29
日均成交额（百万元）	73.31

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

公司发布 2024 年年报以及 2025 年一季报：2024 年全年实现营业收入 33.62 亿元，同比增长 12.70%；归母净利润 0.5 亿元，同比扭亏为盈；2025 年第一季度实现营业收入 9.52 亿元，同比增长 45.04%；归母净利润 0.21 亿元，同比增长 109.04%。

投资要点

■ 业绩拐点已到，高端覆铜板为业绩赋能

公司 2024 年实现营业收入 33.62 亿元，同比增长 12.70%。其中，覆铜板业务实现营业收入 26.03 亿元，同比增长 11.82%，毛利率为 3.07%，同比增加 4.32 个百分点；粘结片实现营业收入 6.97 亿元，同比增加 18.11%，毛利率为 30.22%，同比增加 4.30 个百分点。公司 2025 年第一季度实现归母净利润 0.21 亿元，同比增加 109.04%，主要系 2025 年第一季度公司产品结构优化，毛利率提升影响所致。

■ 英伟达 H20 进入美国限制出口名单，国产 AI 芯片迎来曙光，公司 CCL 业务业绩赋能

美国商务部于美东时间 4 月 15 日宣布，NVIDIA H20、AMD MI308 以及同类型的 AI 芯片，都增加了新的中国出口许可要求。美国政府通知英伟达，向中国（包括香港和澳门）及 D:5 国家或地区，或向总部位于或最终母公司位于这些国家的公司出口 H20 芯片，以及任何其他性能达到 H20 内存带宽、互连带宽或其组合的芯片，都必须获得出口许可，且许可证要求将无限期生效。

国产目前头部 AI 芯片昇腾 910C 将两颗独立的 910B 芯片分别放置在各自的硅中介层上，再通过有机基板将两个硅中介层连接起来。这样更成熟的封装方式能够有效保证更低的成本，更高的芯片效率，进而提高芯片量产的速度，国产芯片在追赶全球顶尖 AI 芯片英伟达的阶段，稳定量产比追求极致的算力性能更加重要，昇腾 910C 晶体管数量达到 530 亿，半精度（FP16）算力提升至 800+TFLOPS，昇腾 910C 系列芯片的在推理任务中能够达到英伟达 H100 60 至 80%的水准，但是由于双 DIE 方案，芯片面积比 H100 单 DIE 要大，但这也是

国产 AI 芯片追赶全球顶级 AI 算力所必须付出的代价以及必经之路。

目前国产高端 AI 服务器 8 卡机柜 PCB 仍采用 UBB+OAM 方案，公司已与奥士康、方正科技、广东骏亚、沪电股份、瀚宇博德、健鼎科技、景旺电子、胜宏科技、深南电路、生益电子等知名 PCB 厂商建立了长期良好的合作关系。并与华为、浪潮、三星、中兴、曙光、新华三等一大批知名终端客户保持密切的技术交流与合作。

■ 聚焦覆铜板和粘黏剂业务，国产 AI 算力产业链重要一环

覆铜板（Copper Clad Laminate，简称 CCL）全称为覆铜箔层压板，是将增强材料浸以树脂胶液，一面或两面覆以铜箔，经热压而成的一种板状材料，是制作印制电路板的核心材料。粘结片（Prepreg，简称 PP）又称半固化片，系覆铜板生产过程中的前道产品，粘结片在较大程度上决定了覆铜板的整体性能，系覆铜板产品的配方技术与核心附加值之体现。下游多层板或 HDI 客户向覆铜板厂商采购覆铜板的同时，往往需要配套采购同厂商同规格的粘结片产品，用其作为多层板或 HDI 层与层之间的粘结和绝缘材料。

配方技术是覆铜板企业最主要的技术，基本体现覆铜板的核心性能，是本行业最大的技术门槛，公司积极建立国内供应链体系，系国内率先实现 ELL 等级及以下高速产品关键原材料国产化的内资企业，真正实现材料进口替代，为国内电子基础材料供应链实现安全自主可靠提供保障。公司顺应历次行业技术的发展，迭代升级自身技术，逐步形成了无铅、无卤、高频高速、车载、高导热、Low CTE、IC 封装、HDI 等一系列核心配方技术。公司江西 N6 厂剩余产线全面建成，同时有序推进华东高端产品生产基地及海外生产基地的建设。公司位于江苏南通的高端电子电路基材基地项目首个年产 360 万平方米 IC 载板材料智能工厂建设稳步推进中。随着 N5 厂、N6 厂的投产，公司产能充足，具备各类产品尤其是高端覆铜板的批量稳定交付能力。公司积累了方正、沪电、深南、奥士康、景旺、胜宏、世运、健鼎等众多优质直接客户。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 47.40、59.96、75.55 亿元，EPS 分别为 0.89、2.06、3.42 元，当前股价对应 PE 分别为 41.6、18.0、10.8 倍。英伟达 H20 进入美国限制出口名单，国内互联网厂商对于开启 AI 算力大规模建设，国产 AI 算力渗透率将逐步提升，有望为公司高端覆铜板业绩赋能，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

原材料供应及价格波动风险；技术失密和核心技术人员流失的风险；国内互联网大厂资本开支不及预期风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	3,362	4,740	5,996	7,555
增长率（%）	12.7%	41.0%	26.5%	26.0%
归母净利润（百万元）	50	212	492	814
增长率（%）		322.2%	131.5%	65.6%
摊薄每股收益（元）	0.21	0.89	2.06	3.42
ROE（%）	2.1%	8.1%	16.2%	21.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	3,362	4,740	5,996	7,555
现金及现金等价物	422	558	968	1,770	营业成本	3,071	4,076	4,887	5,930
应收款	1,900	2,169	2,267	2,297	营业税金及附加	10	14	18	23
存货	350	403	484	587	销售费用	45	62	78	98
其他流动资产	124	175	222	280	管理费用	65	90	114	144
流动资产合计	2,796	3,306	3,941	4,934	财务费用	-1	-7	-18	-41
非流动资产：					研发费用	171	242	306	385
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	280	387	480	587
固定资产	1,362	1,089	871	697	资产减值损失	-16	-16	-16	-16
在建工程	207	207	207	207	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	55	52	49	47	投资收益	-1	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	营业利润	50	267	616	1,019
其他非流动资产	149	149	149	149	加：营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	1,775	1,500	1,280	1,103	减：营业外支出	1	2	2	2
资产总计	4,572	4,806	5,220	6,037	利润总额	50	266	615	1,018
流动负债：					所得税费用	-1	53	123	204
短期借款	175	175	175	175	净利润	50	212	492	814
应付账款、票据	1,292	1,345	1,344	1,468	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	416	416	416	416	归母净利润	50	212	492	814
流动负债合计	1,884	1,938	1,935	2,059					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	45	45	45	45	成长性				
其他非流动负债	213	213	213	213	营业收入增长率	12.7%	41.0%	26.5%	26.0%
非流动负债合计	258	258	258	258	归母净利润增长率		322.2%	131.5%	65.6%
负债合计	2,142	2,196	2,193	2,317	盈利能力				
所有者权益					毛利率	8.6%	14.0%	18.5%	21.5%
股本	238	238	238	238	四项费用/营收	8.3%	8.2%	8.0%	7.8%
股东权益	2,429	2,610	3,028	3,720	净利率	1.5%	4.5%	8.2%	10.8%
负债和所有者权益	4,572	4,806	5,220	6,037	ROE	2.1%	8.1%	16.2%	21.9%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	46.9%	45.7%	42.0%	38.4%
净利润	50	212	492	814	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.7	1.0	1.1	1.3
折旧摊销	129	275	220	177	应收账款周转率	1.8	2.2	2.6	3.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	8.8	10.1	10.1	10.1
营运资金变动	146	-319	-228	-67	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	325	168	484	924	EPS	0.21	0.89	2.06	3.42
投资活动现金净流量	-103	272	218	174	P/E	175.5	41.6	18.0	10.8
筹资活动现金净流量	-86	-32	-74	-122	P/S	2.6	1.9	1.5	1.2
现金流量净额	136	408	628	976	P/B	3.6	3.4	2.9	2.4

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 电子组介绍

高永豪：复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所，重点覆盖泛半导体领域。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、先进封装。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。