

生益科技：业绩高速增长，充分受益于算力时代

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-05

主要观点：

● 事件点评：公司发布 2024 年年报和 2025 年第一季度报告

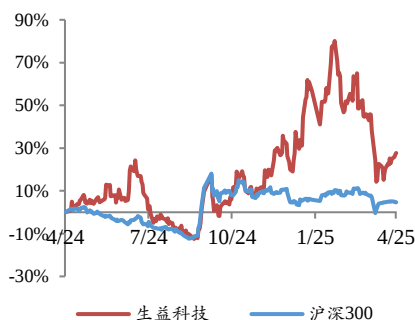
收盘价（元）	24.29
近 12 个月最高/最低（元）	35.38/16.47
总股本（百万股）	2429
流通股本（百万股）	2371
流通股比例（%）	97.61
总市值（亿元）	590.1
流通市值（亿元）	576.0

公司 2024 年营业收入为 203.88 亿元，同比 2023 年增长 22.92%；归母净利润 2024 年实现 17.39 亿元，同比 2023 年的归母净利润的 11.64 亿元增长 49.37%。

公司 2025 年第一季度实现营业收入 56.11 亿元，同比 2024 年第一季度同期增长 26.86%；归母净利润 2025 年第一季度实现 5.64 亿元，同比 2024 年第一季度同期增长 43.76%。

● 历经三十余载风雨兼程，公司成为领先的覆铜板核心供应商，产品应用领域广泛

公司价格与沪深 300 走势比较



生益科技立足于终端功能需求的解决者，始终坚持高标准、高品质、高性能，高可靠性，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。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、5G 天线、新一代通讯基站、大型计算机、高端服务器、航空航天工业、芯片封装、汽车电子、智能家居、工控医疗设备、家电、消费类终端以及各种中高档电子产品中。

在市场地位方面，根据美国 Prismark 调研机构对于全球刚性覆铜板的统计和排名，从 2013 年至 2023 年，生益科技刚性覆铜板销售总额已跃升全球第二，2023 年全球市场占有率达到 14%。

公司早在 2005 年着手攻关高频高速封装基材技术难题，面临国外技术封锁的情况下，凭借深厚的技术积累，投入了大量的人力物力财力，目前已开发出不同介电损耗全系列高速产品，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。与此同时，在封装用覆铜板技术方面，公司产品已在卡类封装、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。

分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：李元晨

执业证书号：S0010524070001

邮箱：liyc@hazq.com

● 公司持续投入研发，沉淀技术积累

相关报告

1. 生益科技：覆铜板核心供应商，充分受益于算力时代 20250331

公司于 2011 年获得国家发改委认定的“国家认定企业技术中心”，于 2011 年获国家科技部批准组建“国家电子电路基材工程技术研究中心”，是行业唯一的国家级工程技术研究中心，中心愿景是成为世界先进水平的电子电路基材研发工程化平台、中国高端电子电路基材技术标准的主导者。针对行业、领域发展中的重大关键性、基础性和共性技术问题，持续不断地对具有重要应用前景的科研成果进行系统化、配套化和工程化研究开发，为适合企业规模生产提供成熟配套的技术工艺和技术装备，不断地推出具有高增值效益的系列新产品。企业经过持续二十余年的技术研发，已沉淀了深厚的技术积累。公司可以配合到用户的各种需求，及时推出满足客户需求的一代代产品。

研发方面公司投入新一代服务器平台用无卤甚低损耗覆铜板的技术研究，为满足市场对下一代通用 OKS 服务器、AI 服务器以及 224Gbps 传

输链路等的需求，在超低损耗树脂、铜箔技术开发、混压翘曲、HDI 应用等方面做了大量的应用研究实验、考察、验证，满足终端客户的性价比要求，并解决了混压翘曲等结构性问题；在应用于云服务器超算的高端 AI 服务器方面，研究开发应用于云服务器超算的高端 AI 服务器的高端印制电路板，并实现产业化；在下一代网络技术 1.6T 以太网主板的研究开发方面，公司研究对高速信号传输、信号完整性、可加工性、可靠性超高要求的印制电路板产品，抢占下一代 1.6T 以太网产品市场、确保公司长期在核心网络主板加工的技术优势。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 238.87 亿元，275.52 亿元，309.7 亿元，对比此前预期公司 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 232.16 亿元，264.81 亿元，294.56 亿元的原预期有所提升；归母净利润预计公司 2025/2026/2027 年分别实现利润 26.17 亿元，33.59 亿元和 38.69 亿元，对比此前原预期的 2025/2026/2027 的 23.70 亿元，29.70 亿元和 33.93 亿元有所提升。对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 22.55/17.57/15.25 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

AI 需求不及预期，公司研发不及预期，PCB 行业竞争激烈，PCB 核心上游材料成本高企。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20388	23887	27552	30972
收入同比 (%)	22.9%	17.2%	15.3%	12.4%
归属母公司净利润	1739	2617	3359	3869
净利润同比 (%)	49.4%	50.5%	28.3%	15.2%
毛利率 (%)	22.0%	24.0%	25.0%	25.0%
ROE (%)	11.7%	14.8%	16.0%	15.5%
每股收益 (元)	0.74	1.08	1.38	1.59
P/E	32.50	22.55	17.57	15.25
P/B	3.92	3.34	2.81	2.37
EV/EBITDA	20.22	14.96	11.57	9.66

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	16613	19908	25524	31684	营业收入	20388	23887	27552	30972
现金	2016	3969	7498	11719	营业成本	15895	18154	20664	23229
应收账款	7305	7299	8419	9464	营业税金及附加	123	96	110	124
其他应收款	95	106	122	138	销售费用	373	430	468	496
预付账款	132	163	186	209	管理费用	843	955	1075	1177
存货	5119	6051	6888	7743	财务费用	70	55	29	-24
其他流动资产	1945	2319	2410	2412	资产减值损失	-62	0	0	0
非流动资产	11031	10916	10678	10436	公允价值变动收益	-2	1	1	0
长期投资	689	749	809	869	投资净收益	55	2	15	15
固定资产	8635	8175	7699	7209	营业利润	2072	3064	3931	4527
无形资产	626	621	615	609	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	1081	1372	1556	1750	营业外支出	6	6	6	6
资产总计	27643	30824	36202	42120	利润总额	2068	3059	3926	4523
流动负债	9849	10254	11998	13641	所得税	200	275	353	407
短期借款	1837	2187	2537	2887	净利润	1868	2784	3573	4116
应付账款	3423	3782	4592	5162	少数股东损益	129	167	214	247
其他流动负债	4590	4285	4870	5592	归属母公司净利润	1739	2617	3359	3869
非流动负债	1289	1145	1205	1365	EBITDA	2968	3896	4768	5326
长期借款	558	408	458	608	EPS (元)	0.74	1.08	1.38	1.59
其他非流动负债	731	737	747	757					
负债合计	11138	11398	13203	15005					
少数股东权益	1600	1767	1982	2229					
股本	2429	2429	2429	2429					
资本公积	5374	5512	5512	5512					
留存收益	7102	9717	13076	16945					
归属母公司股东权	14905	17659	21018	24886					
负债和股东权益	27643	30824	36202	42120					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	成长能力				
经营活动现金流	1456	2979	3833	4452	营业收入	22.9%	17.2%	15.3%	12.4%
净利润	1868	2784	3573	4116	营业利润	62.9%	47.8%	28.3%	15.2%
折旧摊销	870	782	813	828	归属于母公司净利	49.4%	50.5%	28.3%	15.2%
财务费用	130	96	108	126	获利能力				
投资损失	-58	-2	-15	-15	毛利率 (%)	22.0%	24.0%	25.0%	25.0%
营运资金变动	-1456	-687	-641	-598	净利率 (%)	8.5%	11.0%	12.2%	12.5%
其他经营现金流	3427	3477	4208	4709	ROE (%)	11.7%	14.8%	16.0%	15.5%
投资活动现金流	-934	-744	-606	-616	ROIC (%)	9.4%	12.5%	13.5%	13.1%
资本支出	-915	-510	-511	-521	偿债能力				
长期投资	-55	-130	-110	-110	资产负债率 (%)	40.3%	37.0%	36.5%	35.6%
其他投资现金流	36	-104	15	15	净负债比率 (%)	67.5%	58.7%	57.4%	55.3%
筹资活动现金流	-1276	-283	302	384	流动比率	1.69	1.94	2.13	2.32
短期借款	372	350	350	350	速动比率	1.14	1.32	1.52	1.72
长期借款	-248	-150	50	150	营运能力				
普通股增加	75	0	0	0	总资产周转率	0.78	0.82	0.82	0.79
资本公积增加	743	139	0	0	应收账款周转率	3.18	3.27	3.51	3.46
其他筹资现金流	-2219	-622	-98	-116	应付账款周转率	5.16	5.04	4.94	4.76
现金净增加额	-752	1954	3529	4221	每股指标 (元)				
					每股收益	0.74	1.08	1.38	1.59
					每股经营现金流	0.60	1.23	1.58	1.83
					每股净资产	6.14	7.27	8.65	10.24
					估值比率				
					P/E	32.50	22.55	17.57	15.25
					P/B	3.92	3.34	2.81	2.37
					EV/EBITDA	20.22	14.96	11.57	9.66

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

陈耀波 (执业证书号: S0010523060001): 北京大学管理学硕士, 香港大学金融学硕士, 华中科技大学电信系学士。8年买方投研经验, 历任广发资管电子研究员, TMT组组长, 投资经理助理; 博时基金投资经理助理。行业研究框架和财务分析体系成熟, 擅长买方视角投资机遇分析对比, 全面负责团队电子行业研究工作。

李元晨 (执业证书号: S0010524070001): 墨尔本大学会计和金融学本科, 悉尼大学数据分析和金融学硕士。2022年加入华安证券研究所, 目前重点覆盖 MEMS 和传感器、AI 芯片、PCB、代工及封装测试等板块。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括中国香港、中国澳门、中国台湾省)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。