

业绩好于预期，产品结构优化推动利润释放

投资要点

- **业绩总结：**2025 年第一季度，公司实现营业收入 56.1 亿元，同比增长 26.9%；实现归母净利润 5.6 亿元，同比增长 43.8%；实现扣非归母净利润 5.6 亿元，同比增长 45.0%。
- **盈利能力显著提升，产品结构优化成效显著。**公司 2025 年一季度毛利率达到 24.60%，较上年同期的 21.27%提升 3.33PP；归母净利率为 10.04%，较上年同期的 8.86%提升 1.18PP。盈利能力的提升主要得益于：1) 覆铜板业务产销量同比上升，同时公司持续优化销售结构，高附加值产品占比提升，推动覆铜板产品营收与毛利率同比上升；2) PCB 业务（生益电子）受益于市场对高层数、高精度、高密度和高可靠性多层印制电路板需求的增长，叠加公司持续降本增效，盈利能力同比大幅改善。
- **覆铜板与 PCB 业务双轮驱动，高端化趋势明确。**公司两大主营业务板块在报告期内均表现良好。1) 覆铜板业务：受益于下游市场需求回暖及结构优化，产销量及盈利能力均实现同比提升。公司在全球刚性覆铜板市场份额稳居第二，龙头地位稳固。2) PCB 业务：子公司生益电子持续优化产品结构，积极完善业务布局，抓住高阶 PCB 市场需求增长机遇，营收及净利润均实现同比大幅增长。
- **铜价上行奠定涨价基础，高端产品持续突破。**公司业绩增长的核心驱动力来自于产品结构的持续优化和高端市场的突破。1) 价格传导能力：覆铜板行业集中度较高，公司作为龙头具有较强议价能力。在近期铜等原材料价格上涨背景下，公司有望将部分成本压力向下游传导，保障盈利水平。2) 高速覆铜板：受益于 AI 服务器及传统服务器平台升级，高速超低损耗 CCL 需求旺盛。公司已构建起从 Mid-loss 到 ExtremeLow-loss 及下一代的完整技术储备，未来高速 CCL 有望在 AI 客户中持续提升份额。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.18 元、1.41 元、1.67 元，对应动态 PE 分别为 20 倍、17 倍、14 倍。公司高速覆铜板放量持续带动产品结构改善，首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动风险，市场竞争加剧风险，下游需求（AI 服务器、汽车电子等）不及预期、新产品或客户导入不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20388.33	24160.35	28113.35	32507.12
增长率	22.92%	18.50%	16.36%	15.63%
归属母公司净利润（百万元）	1738.67	2878.48	3414.65	4063.92
增长率	49.37%	65.56%	18.63%	19.01%
每股收益 EPS（元）	0.72	1.18	1.41	1.67
净资产收益率 ROE	11.32%	16.89%	18.52%	20.26%
PE	33.69	20.35	17.15	14.41
PB	3.93	3.55	3.30	3.05

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：王谋
执业证号：S1250521050001
电话：0755-23617478
邮箱：wangmou@swsc.com.cn

分析师：白加一
执业证号：S1250524070004
电话：0755-23617478
邮箱：bjy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	24.29
流通 A 股(亿股)	23.71
52 周内股价区间(元)	16.64-34.26
总市值(亿元)	585.72
总资产(亿元)	284.23
每股净资产(元)	6.42

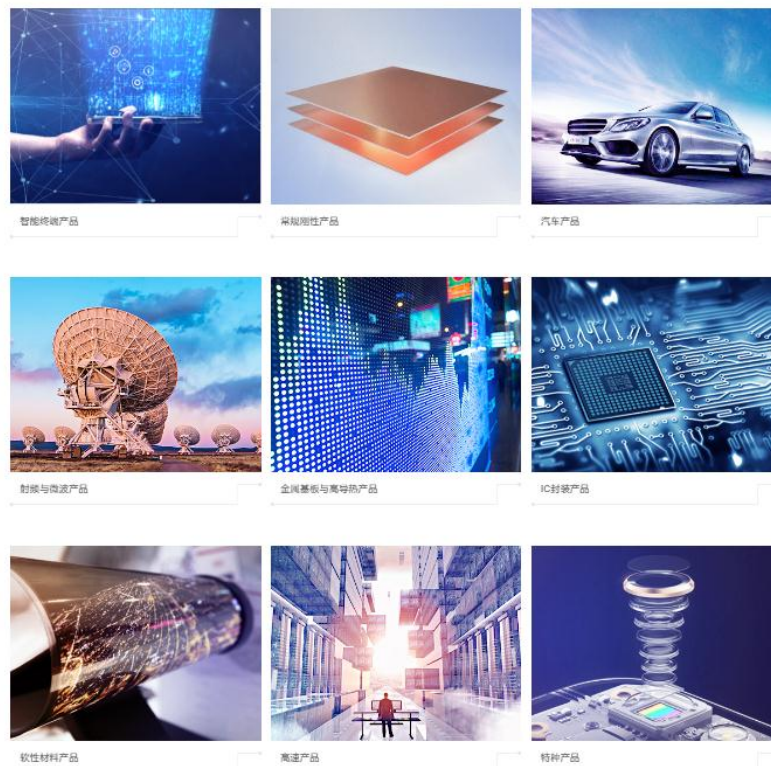
相关研究

1 公司概况：CCL 行业龙头，产品结构持续优化

生益科技创始于 1985 年，是集研发、生产、销售、服务为一体的全球电子电路基材核心供应商。公司主要从事覆铜板、粘结片和印制电路板的设计、生产与销售，目前可实现自主生产覆铜板、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。公司产品在下游主要被用于制作单、双面线路板及高多层线路板，被广泛应用于 5G 天线、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、消费类终端等领域。

技术保持领先优势，下游客户资源积累深厚。公司技术积累深厚，经营管理优势明显，率先在行业内通过 ISO9001、ISO14001、ISO/TS16949 和 BS7799 信息安全等管理体系认证。凭借多年与下游客户的深度合作，公司的主要产品已获得博世、联想、索尼、飞利浦等国际、国内知名企业的认证，产品竞争优势明显，在美洲、欧洲、韩国、日本、东南亚等世界多个国家和地区取得了广泛销售。

图 1：生益科技产品布局



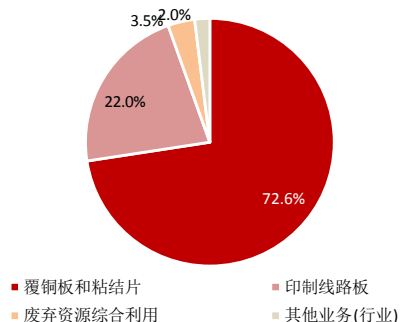
数据来源：公司公告，西南证券整理，截至 2023/03/31

公司业务包括：覆铜板和粘结片、印制线路板、废弃资源综合利用等。

从营收结构来看，2024 年公司营业总收入为 203.9 亿元，同比增长 22.9%；具体来看，覆铜板和粘结片达 147.9 亿元，同比增长 17.1%，占公司营业收入比重为 72.6%，贡献公司主要营收；印制线路板实现营业收入 44.8 亿元，同比增长 43.1%，占公司营业收入比重为 22.0%；废弃资源综合利用达 7.1 亿元，占公司营业收入 3.5%，同比增长 36.5%；其他业务收入 4.0 亿元，占公司收入 2.0%。

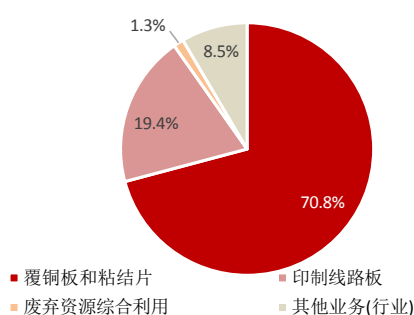
从毛利结构来看，2024 年公司整体毛利率为 22.0%，毛利总额 44.9 亿元，同比增长 54.3%。分业务来看，覆铜板和粘结片毛利率 21.5%（同比+1.4PP），贡献毛利 31.8 亿元（同比增长 25.3%），占比 70.8%；印制线路板业务毛利率 19.4%（同比+8.3PP），毛利 8.7 亿元（同比增长 149.6%），占比 19.4%；废弃资源综合利用业务毛利率 1.3%（同比+3.6PP），毛利 0.6 亿元（同比下降+145.0%），占比 1.3%；其他业务毛利率 94.2%，毛利 3.8 亿元，占比 8.5%。

图 2：公司 2024 年营业收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

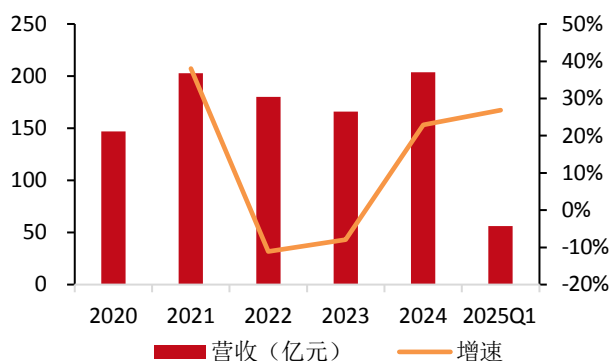
图 3：公司 2024 年业务毛利占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

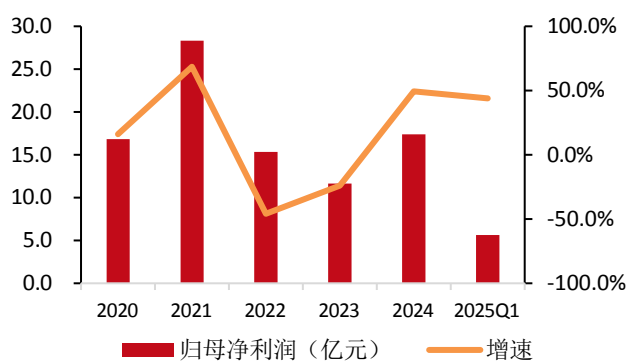
需求恢复强劲，业绩重回增长趋势。2020-2024 年，公司营业收入由 146.9 亿元增至 203.9 亿元，期间四年复合增速达 8.5%。其中 2024 年公司营业收入达 203.9 亿元，同比增长 22.9%。从利润端来看，2024 年公司归母净利润为 17.4 亿元，同比增长 49.4%。2025 年一季度，公司营收达 56.1 亿元，同比增长 26.9%，归母净利润为 5.6 亿元，同比增长 43.8%。

图 4：公司 2020-2025Q1 年营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2020-2025Q1 年归母净利润



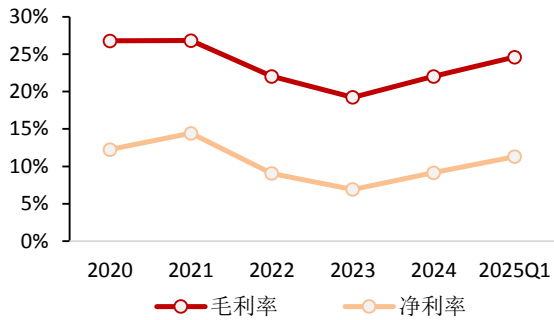
数据来源：公司公告，西南证券整理

费用端相对平稳，利润端稳步提升。1) 利润率方面：2020-2024 年公司毛利率在 19.2% 至 26.8% 间波动，2024 年公司毛利率为 22.0%，较去年同期提升 2.8pp；同期间，公司 2024 年净利率为 9.2%，同比提升 2.2pp。2025 年一季度，公司毛利率为 24.6%，较去年同期提升 1.6pp；净利率为 11.3%，较去年同期提升 2.7pp。

2) 费用率方面：2024 年公司销售费用率为 1.2%，较上年上升 0.3PP；同期间，公司管理费用率为 4.1%，同比下降 0.1PP；研发费用率为 5.7%，较去年同期上升 0.6PP。2025

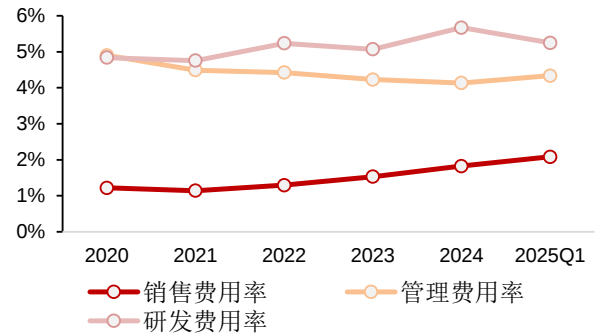
年一季度，公司销售费用率为 2.1%，较上年同期上升 0.2PP；管理费用率为 4.3%，同比上升 0.4PP；研发费用率为 5.2%，同比上升 0.3PP。

图 6：公司 2020-2025Q1 年毛利率和净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

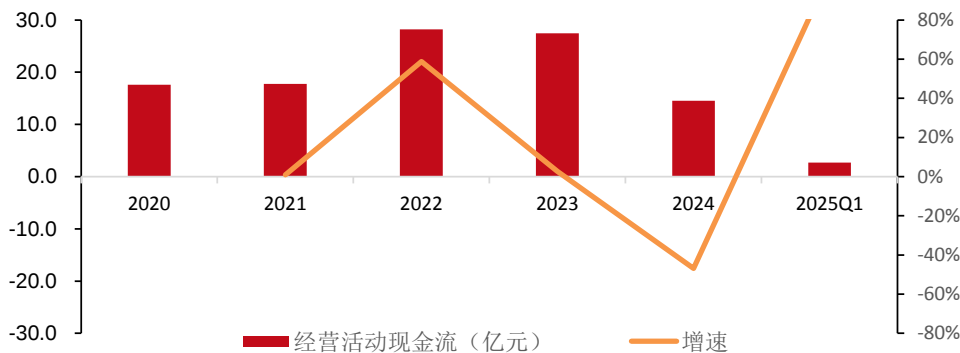
图 7：公司 2020-2025Q1 年费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

终端需求修复+回款管理加强，公司经营活动现金流回暖。2020-2024 年，公司经营活动现金流净额在 2.7 亿元至 28.2 亿元之间波动，2024 年公司经营活动现金流净额为 14.6 亿元，同比下降 46.9%。2025 年一季度公司经营活动现金流为 2.7 亿元，主要因为公司加强回款管理，叠加终端需求恢复，公司现金流逐步好转。

图 8：公司 2020-2025Q1 年经营活动现金流情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司覆铜板与粘结片业务受益于终端需求复苏，量价回暖，并且 AI 带动高端高速产品放量，整体产品结构持续优化。我们假设公司覆铜板与粘结片业务 2025-2027 年出货量分别增长 13.1%、10.7%、9.5%，价格分别上升 4.5%、5.1%、5.7%。

假设 2：公司 PCB 业务受海外 CSP 自研服务器需求带动，高多层产品快速放量，稼动率与产品结构大幅优化。我们假设 PCB 业务 2025-2027 年出货量分别增长 11.2%、10.9%、9.7%，价格分别上升 7.6%、5.0%、5.5%。

假设 3：我们假设废弃资源综合业务未来与覆铜板与 PCB 业务协同发展，整体增长趋势保持稳定，毛利率分别提升至 10.0%、10.5%、11.0%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
覆铜板与粘结片	收入	14790.9	17482.8	20332.5	23524.8
	增速	17.1%	18.2%	16.3%	15.7%
	毛利率	21.5%	23.0%	24.0%	24.5%
印制电路板	收入	4483.9	5367.2	6252.8	7234.5
	增速	43.0%	19.7%	16.5%	15.7%
	毛利率	19.4%	29.0%	30.5%	31.5%
废弃资源综合利用	收入	709.9	893.8	1100.2	1313.7
	增速	37.2%	25.9%	23.1%	19.4%
	毛利率	8.2%	10.0%	10.5%	11.0%
其他业务	收入	403.6	416.5	427.8	434.2
	增速	-	3.2%	2.7%	1.5%
	毛利率	94.2%	60.0%	45.0%	40.0%
合计	收入	20388.3	24160.4	28113.4	32507.1
	增速	22.9%	18.5%	16.4%	15.6%
	毛利率	22.0%	24.5%	25.2%	25.7%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 241.6 亿元(+18.5%)、281.1 亿元(+16.4%)和 325.1 亿元 (+15.6%)，归母净利润分别为 28.8 亿元 (+65.6%)、34.1 亿元 (+18.6%)、40.6 亿元 (+19.0%)，EPS 分别为 1.18 元、1.41 元、1.67 元，对应动态 PE 分别为 20 倍、17 倍、14 倍。

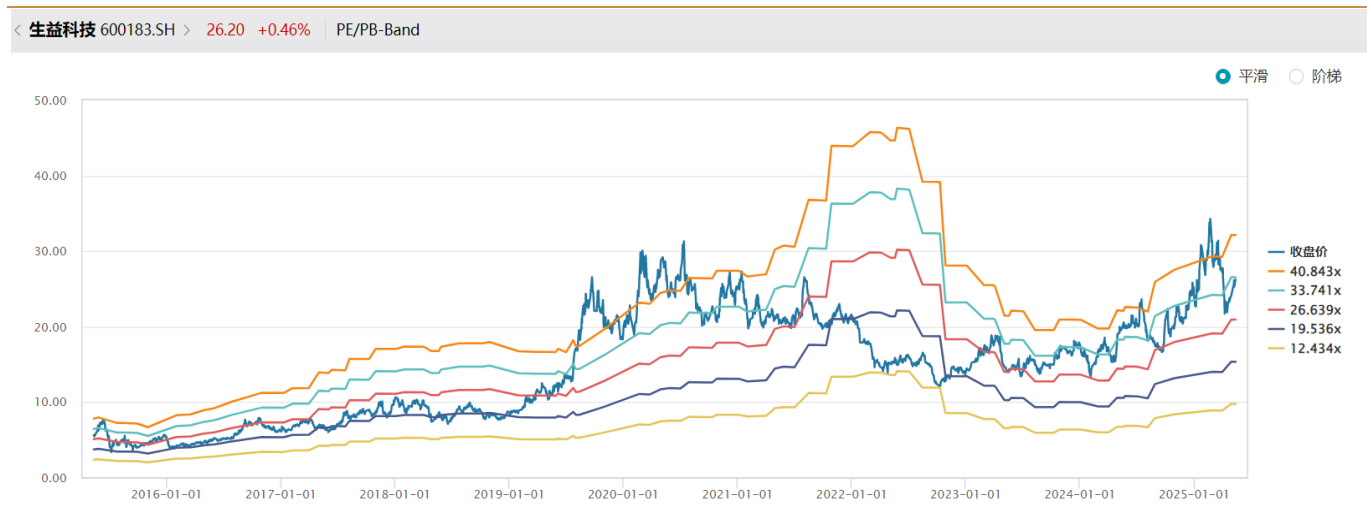
综合考虑业务范围，我们选取了覆铜板领域业务相近的南亚新材，并参考公司历史估值 PE Band 作为估值参考。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (亿元)				PE (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
688519.SH	南亚新材	36.80	0.21	1.05	2.22	3.39	100.76	34.96	16.59	10.85
平均值							100.76	34.96	16.59	10.85

数据来源：Wind，西南证券整理，截至2025/04/29

图 9：公司历史 PEBand



数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，2025 年可比公司估值为 35 倍 PE，公司过去十年历史 PE Band 估值中枢为 27 倍 PE。公司年内受益于宏观经济温和复苏带动，覆铜板产品量价齐升，AI 放量推动产品结构持续优化。我们给予公司 2025 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 29.50 元，首次覆盖予以“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20388.33	24160.35	28113.35	32507.12	净利润	1867.78	3092.23	3668.22	4365.70
营业成本	15895.33	18243.52	21018.42	24146.50	折旧与摊销	862.54	775.46	775.46	775.46
营业税金及附加	122.75	145.46	169.25	195.71	财务费用	70.34	-7.51	-11.20	-14.55
销售费用	372.67	396.50	473.79	550.78	资产减值损失	-62.08	-100.49	-97.04	-86.54
管理费用	1999.30	2201.59	2635.53	3042.39	经营营运资本变动	-1211.21	-1168.05	-735.58	-1500.56
财务费用	70.34	-7.51	-11.20	-14.55	其他	-71.25	131.74	114.74	104.49
资产减值损失	-62.08	-100.49	-97.04	-86.54	经营活动现金流净额	1456.12	2723.38	3714.60	3644.01
投资收益	55.05	0.00	0.00	0.00	资本支出	233.01	-105.26	-95.80	-124.30
公允价值变动损益	-2.28	-2.69	-9.32	-2.69	其他	-1166.99	-6.98	-8.25	-2.51
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-933.98	-112.24	-104.05	-126.81
营业利润	2072.43	3278.59	3915.29	4670.14	短期借款	372.12	107.12	-1032.04	136.79
其他非经营损益	-4.50	122.87	136.64	149.22	长期借款	-248.06	0.00	0.00	0.00
利润总额	2067.93	3401.46	4051.93	4819.36	股权融资	818.21	0.00	0.00	0.00
所得税	200.15	309.24	383.71	453.66	支付股利	-1064.05	-1260.25	-2161.46	-2627.43
净利润	1867.78	3092.23	3668.22	4365.70	其他	-1154.64	-1057.79	122.13	120.84
少数股东损益	129.11	213.75	253.57	301.78	筹资活动现金流净额	-1276.42	-2210.92	-3071.37	-2369.79
归属母公司股东净利润	1738.67	2878.48	3414.65	4063.92	现金流量净额	-751.67	400.22	539.17	1147.40
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2015.81	2416.04	2955.21	4102.61	成长能力				
应收和预付款项	7540.58	8911.34	10376.70	11996.84	销售收入增长率	22.92%	18.50%	16.36%	15.63%
存货	5119.49	5255.51	6028.26	6760.14	营业利润增长率	62.86%	58.20%	19.42%	19.28%
其他流动资产	1936.78	1567.43	1325.05	1695.80	净利润增长率	62.61%	65.56%	18.63%	19.01%
长期股权投资	688.88	688.88	688.88	688.88	EBITDA 增长率	36.09%	34.65%	15.64%	16.06%
投资性房地产	146.78	151.07	150.00	149.82	获利能力				
固定资产和在建工程	9105.03	8410.62	7716.22	7021.81	毛利率	22.04%	24.49%	25.24%	25.72%
无形资产和开发支出	625.75	649.96	664.70	707.95	三费率	11.98%	10.72%	11.02%	11.01%
其他非流动资产	464.14	464.14	464.14	464.14	净利率	9.16%	12.80%	13.05%	13.43%
资产总计	27643.25	28514.98	30369.17	33587.99	ROE	11.32%	16.89%	18.52%	20.26%
短期借款	1836.87	1943.99	911.95	1048.74	ROA	6.76%	10.84%	12.08%	13.00%
应付和预收款项	5653.46	6104.08	7190.23	8247.99	ROIC	10.82%	15.64%	18.09%	20.79%
长期借款	557.68	557.68	557.68	557.68	EBITDA/销售收入	14.74%	16.75%	16.65%	16.71%
其他负债	3090.27	1606.51	1899.82	2185.82	营运能力				
负债合计	11138.29	10212.27	10559.69	12040.24	总资产周转率	0.78	0.86	0.95	1.02
股本	2429.40	2429.36	2429.36	2429.36	固定资产周转率	2.30	2.92	3.70	4.71
资本公积	5373.81	5373.85	5373.85	5373.85	应收账款周转率	3.15	3.00	2.98	2.97
留存收益	7650.26	9268.49	10521.69	11958.18	存货周转率	3.26	3.41	3.62	3.68
归属母公司股东权益	14904.78	16488.79	17741.99	19178.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.80%	—	—	—
少数股东权益	1600.18	1813.93	2067.49	2369.27	资本结构				
股东权益合计	16504.96	18302.72	19809.48	21547.75	资产负债率	40.29%	35.81%	34.77%	35.85%
负债和股东权益合计	27643.25	28514.98	30369.17	33587.99	带息债务/总负债	21.50%	24.50%	13.92%	13.34%
					流动比率	1.69	2.06	2.29	2.36
					速动比率	1.17	1.47	1.62	1.71
					股利支付率	61.20%	43.78%	63.30%	64.65%
					每股指标				
					每股收益	0.72	1.18	1.41	1.67
					每股净资产	6.14	6.79	7.30	7.89
					每股经营现金	0.60	1.12	1.53	1.50
					每股股利	0.44	0.52	0.89	1.08
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	3005.31	4046.54	4679.54	5431.05					
PE	33.69	20.35	17.15	14.41					
PB	3.93	3.55	3.30	3.05					
PS	2.87	2.42	2.08	1.80					
EV/EBITDA	19.66	14.24	11.98	10.13					
股息率	1.82%	2.15%	3.69%	4.49%					

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn