

电子行业|公司深度研究报告

证券研究报告

2025/05/22

生益科技深度报告——

覆铜板头部厂商，高端高速产品放量
可期

证券分析师： 张世杰
分析师登记编号： S1190523020001
证券分析师： 李珏晗
分析师登记编号： S1190523080001

报告摘要

覆铜板行业核心厂商，盈利能力不断优化。公司为全球覆铜板核心企业，深耕行业40年，下游覆盖服务器、通信、汽车电子和消费电子等领域头部客户。根据Prismark数据，公司自13年至今硬质覆铜板销售总额已持续保持全球第二。受益传统市场回暖+AI需求爆发，公司24年业绩高速反弹。伴随高端品类出货占比增加，公司产品结构优化，带动盈利能力提升。

行业下游受AI爆发结构性增长，上游受铜价波动变化。印制电路板下游应用场景多元化，伴随AI需求持续攀升，全球算力基础设施建设投入加速，服务器及数据中心应用领域增速预计显著提升，成为下游增速最快市场，24-29年5年复合增速预计约12%。铜箔作为覆铜板核心原材料，覆铜板成本受到铜价格波动影响。LME铜价自20年开始攀升至9000-10000美元/吨左右。覆铜板作为PBC制造的关键材料，行业集中度高，CR5超55%，远高于下游PCB厂商，覆铜板厂商通过提价等方式，向下游传导成本。

算力体系覆铜板量价齐升，公司高速覆铜板实现突围。根据北美四大云厂商最新财报，资本开支整体仍延续高位扩张，全年capex指引超预期，亚马逊预计突破千亿美元。算力需求爆发拉动AI服务器出货量提升，800G交换机有望迎来结构性出货爆发，叠加AI服务器对高传输速率的诉求，催生高频高速CCL需求，驱动单机价值量提升。高速覆铜板市场虽长期由海外厂商占据主导，但伴随新技术、新应用的出现，行业格局呈现不断变化的特点。公司extreme low-loss、ultra low-loss产品突破，正积极配合PCB厂商和海内外终端客户的新品交付和项目认证，实现内资替代突围。

报告摘要

盈利预测与投资建议：预计2025-2027年营业总收入分别为238.53、278.73、316.50亿元，同比增速分别为16.99%、16.85%、13.55%；归母净利润分别为27.48、34.45、41.28亿元，同比增速分别为58.03%、25.37%、19.83%，对应25-27年PE分别为24X、19X、16X，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；地缘政治风险。

图表1：盈利预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,388	23,853	27,873	31,650
营业收入增长率(%)	22.92%	16.99%	16.85%	13.55%
归母净利（百万元）	1,739	2,748	3,445	4,128
净利润增长率(%)	49.37%	58.03%	25.37%	19.83%
摊薄每股收益（元）	0.74	1.13	1.42	1.70
市盈率（PE）	32.50	23.98	19.13	15.96

资料来源：携宁，太平洋证券

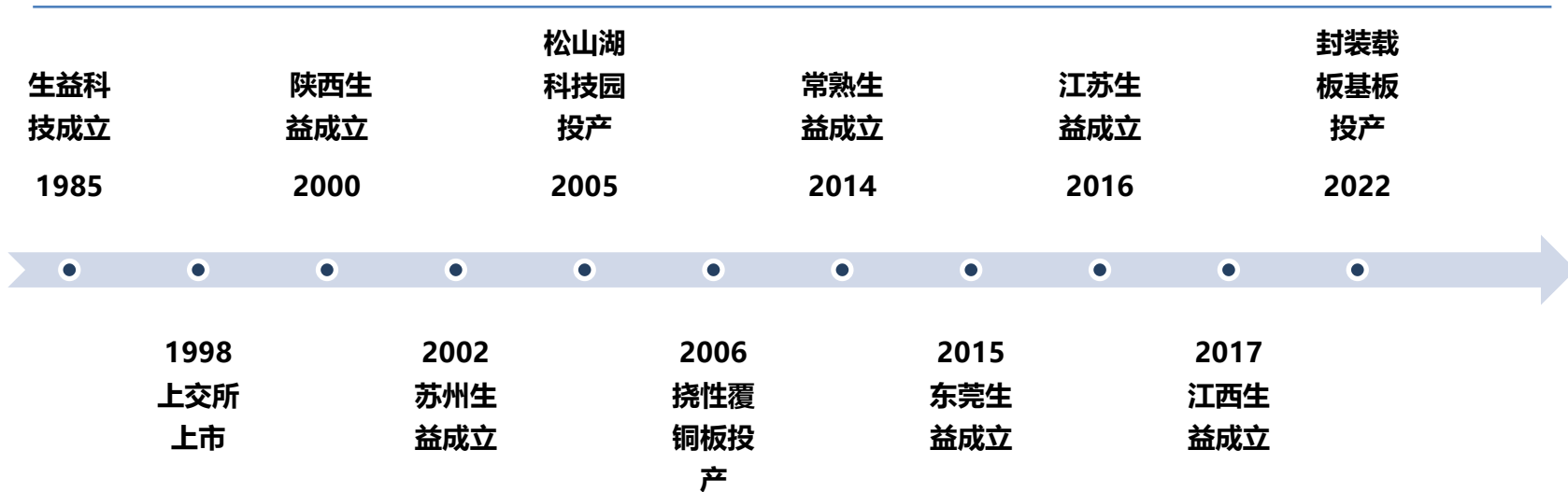
目录

- I 覆铜板行业核心厂商，盈利能力不断优化
- II 行业下游受AI爆发结构性增长，上游受铜价波动变化
- III 算力体系覆铜板量价齐升，公司高速覆铜板实现突围
- IV 盈利预测与投资建议

1.1. 公司概况：四十年深耕缔造全球覆铜板领航企业

➤ **全球覆铜板核心企业，深耕行业40年。**公司成立于1985年，1998年在上交所上市，为国内覆铜板行业首家上市公司，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。根据Prismark数据，公司自2013年至今硬质覆铜板销售总额已持续保持全球第二。公司下游市场辐射至服务器、通信、汽车电子和消费电子等领域。公司覆铜板板材产量从建厂之初的年产60万平方米发展到2023年度的1.2亿平方米。

图表2：公司发展历程

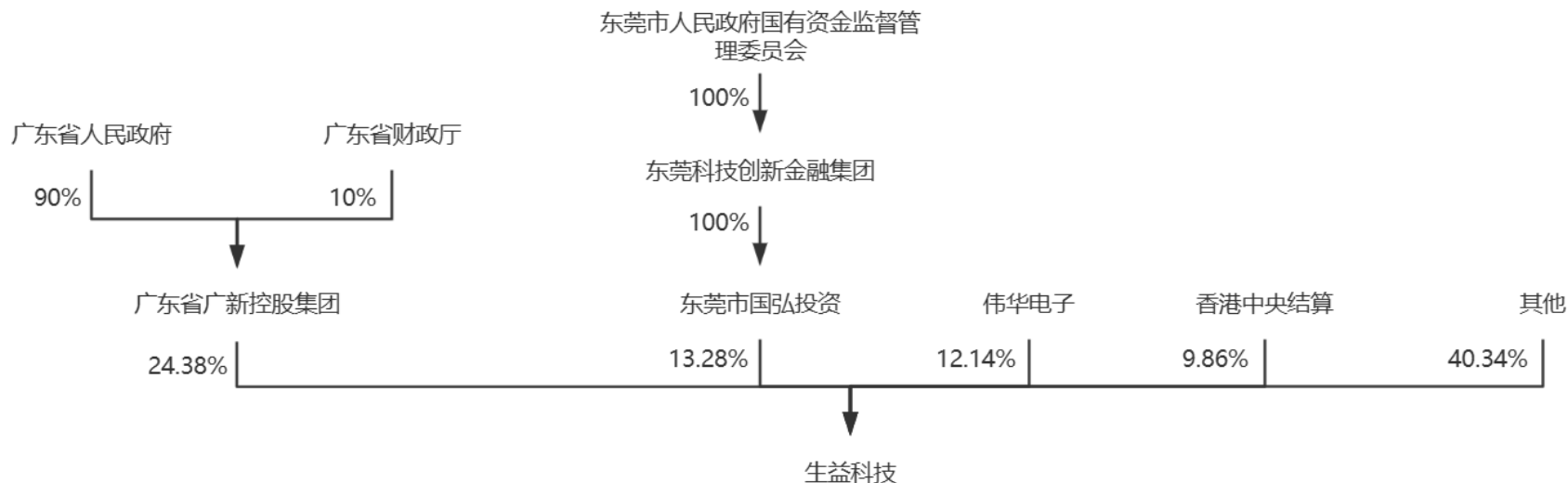


资料来源：公司官网，太平洋证券

1.2. 股权结构：国资背景股东，股权结构分散

➤ **国资背景股东，股权结构分散。**公司股权结构较为分散，无控股股东及实控人。截至2024年年报，公司第一大股东为广东省广新控股集团有限公司，持股比例24.38%，该公司由广东省人民政府持股90%，广东省财政厅持股10%；第二大股东为东莞市国弘投资有限公司，持股比例13.26%，由东莞科技创新金融集团100%持股，隶属东莞市国资委；第三大股东为伟华电子有限公司，持股比例12.14%；第四大股东为香港中央结算有限公司，持股比例9.86%。

图表3：公司股权结构图（截至24年年报）



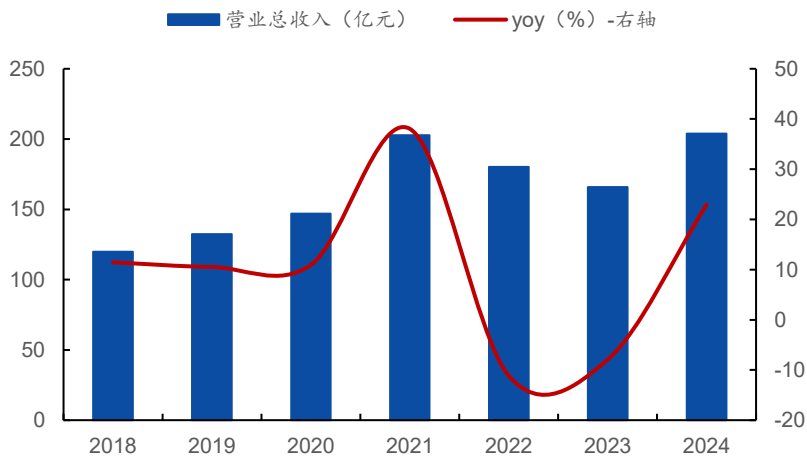
资料来源：公司公告，太平洋证券

1.3 经营情况：营收业绩强势反弹，拐点趋势向上

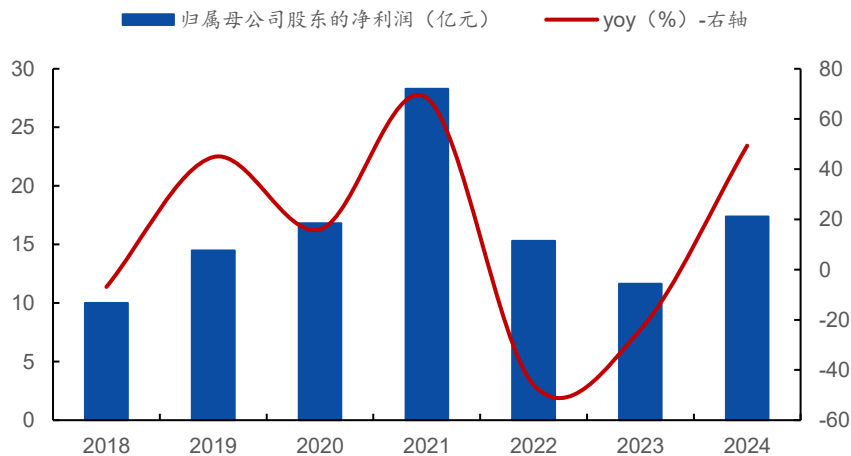
► **下游传统市场回暖+AI需求爆发，公司24年业绩大幅反弹。**公司23、24年受到下游市场景气度下滑影响，业绩承压，24年公司产销结构大幅优化，业绩迎来高速反弹。公司24年实现营业总收入203.88亿元，同比增长22.92%；归母净利润17.39亿元，同比增长49.37%。公司24年业绩实现增长迅速，主要由于：下游传统消费电子产品如智能手机、家电、可穿戴设备等受益国补政策刺激，销量增加，景气度回升；AI服务器、通讯及相关领域需求爆发，驱动高速材料及高端产品的需求旺盛。

图表4：公司2018-2024年营业收入

图表5：公司2018-2024年归母净利润



资料来源：iFind, 太平洋证券

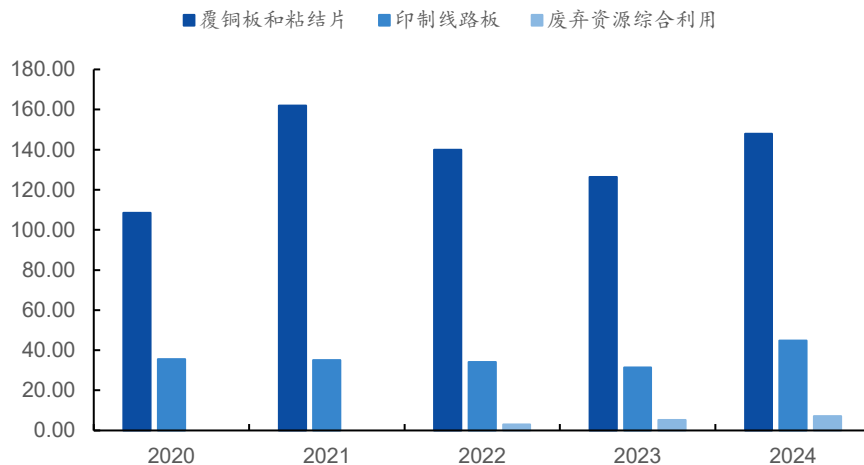


资料来源：iFind, 太平洋证券

1.3 经营情况：营收业绩强势反弹，拐点趋势向上

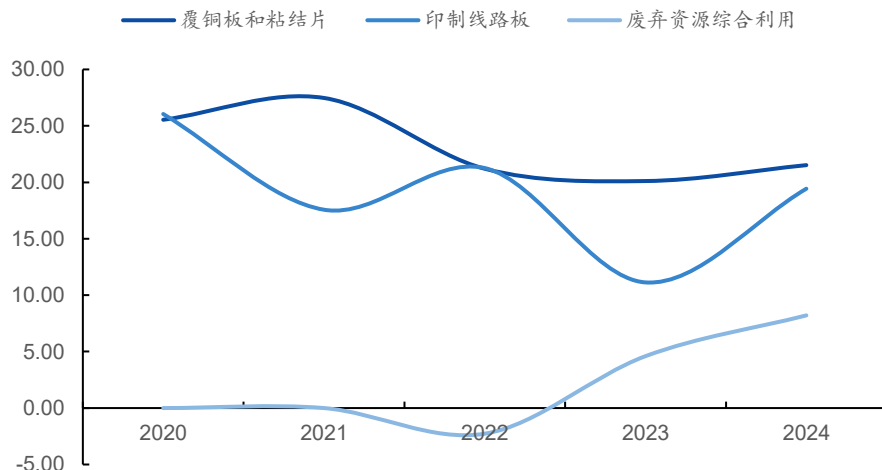
►公司核心产品包括覆铜板和粘结片，以及印制线路板。公司主营业务包括设计、生产以及销售覆铜板和粘结片以及印制线路板，还有废弃资源综合利用等业务。覆铜板和粘结片为公司销售规模占比最高产品，印制线路板业务规模近年来亦有不断提升。分产品来看，覆铜板和粘结片业务/印制线路板业务/废弃资源综合利用业务24年营业收入分别为147.91/44.84/7.10亿元，同比增速分别为17.09%/43.04%/37.22%，占比分别为72.55%/21.99%/3.48%；毛利率分别为21.52%/19.43%/8.21%，同比增加1.41pct/8.58pct/3.61pct。

图表6：公司各业务2020-2024年营业收入（单位：亿元）



资料来源：iFind，太平洋证券

图表7：公司各业务2020-2024年毛利率（单位：亿元）

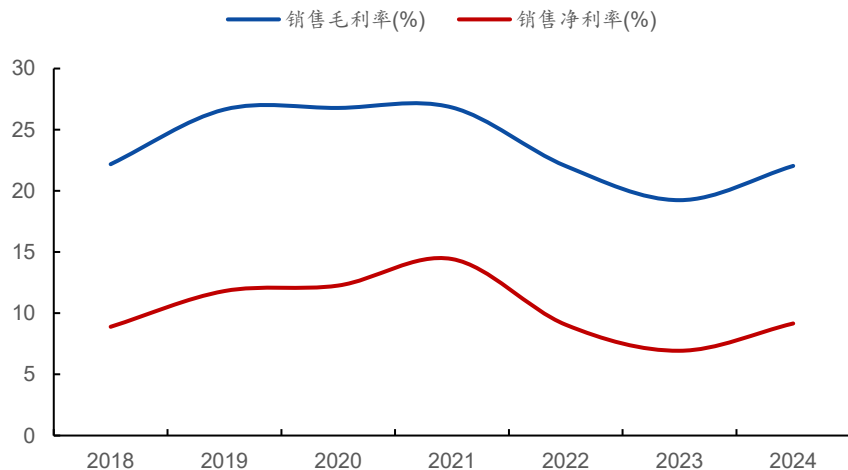


资料来源：iFind，太平洋证券

1.4 财务分析：产品结构优化，盈利能力提升

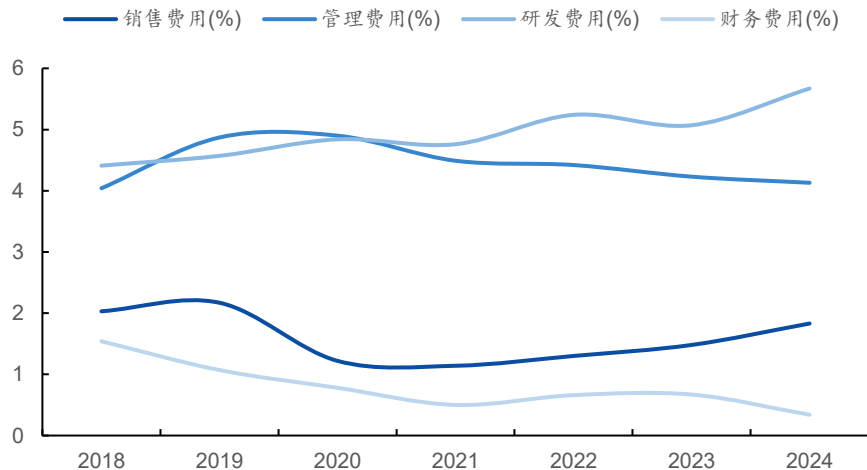
►伴随高端品类出货占比增加，产品结构优化，带动盈利能力提升。公司24年毛利率22.04%，同比增长2.80pct，毛利率大幅提升，主要源自高端产品及高速材料出货占比提升，带动产品结构优化，Q4虽受原材料价格波动的扰动，但毛利率仍有显著提升。毛利率提升，叠加成熟的费用管理能力，带来整体盈利能力优化，24年净利率9.16%，同比增长2.23pct。公司销售、管理、研发、财务费用率分别为1.83%、4.13%、5.67%、0.34%，同比变动+0.30、-0.10、+0.60、-0.33pct，研发费用提升，助力后续向高端品类规模持续扩大转化。

图表8：公司2018-2024年毛利率、净利率



资料来源：iFind，太平洋证券

图表9：公司2018-2024年期间费用率



资料来源：iFind，太平洋证券

目录

I 覆铜板行业核心厂商，盈利能力不断优化

II 行业下游受AI爆发结构性增长，上游受铜价波动变化

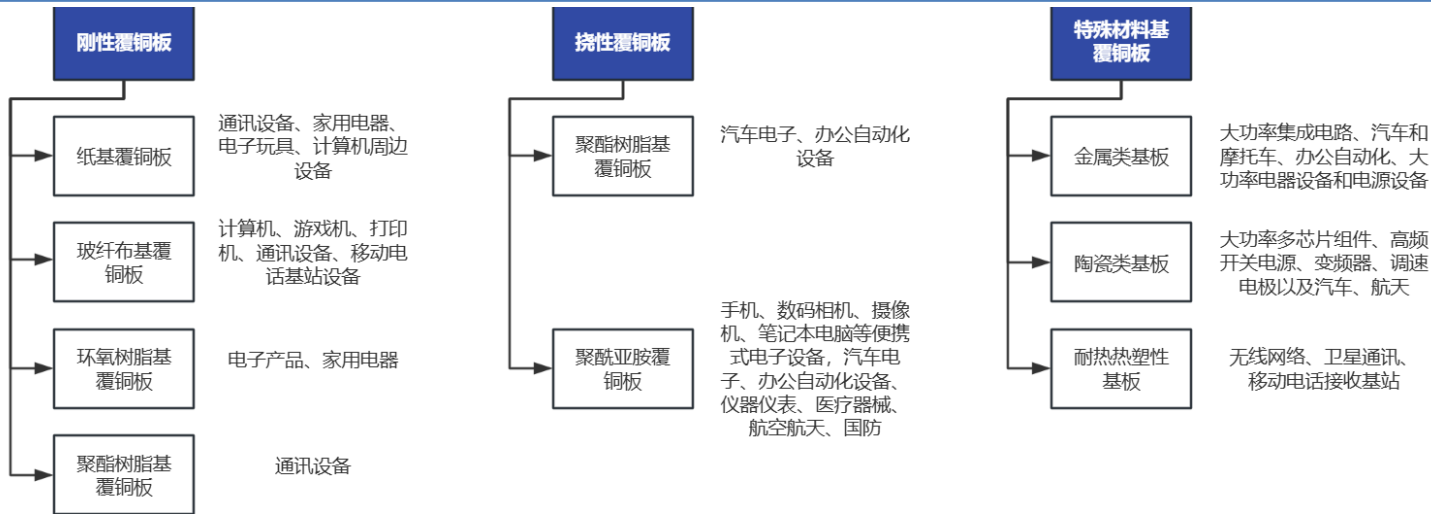
III 算力体系覆铜板量价齐升，公司高速覆铜板实现突围

IV 盈利预测与投资建议

2.1 行业概况：覆铜板为印制电路板核心原材料

►覆铜板为印制电路板的主要原材料，主要分为刚性和挠性两大类。覆铜板，即覆铜箔层压板（Copper Clad Laminate），是将电子玻纤布或其它增强材料浸以树脂，单面或双面覆以铜箔，通过热压工艺制成的板状材料，以实现电子元器件电气连接、不同线路绝缘隔离、和电子元器件支撑等功能，是印制电路板的核心原材料。覆铜板按照机械刚性可分为刚性覆铜板（RigidCCL）和挠性覆铜板（FlexibleCCL），刚性覆铜板具有一定硬度与韧性，应用于通讯服务、计算机、消费电子、汽车电子等场景；挠性覆铜板具有弯曲性和柔韧性，应用于消费电子软性链接需求的场景。

图表10：主要覆铜板类型



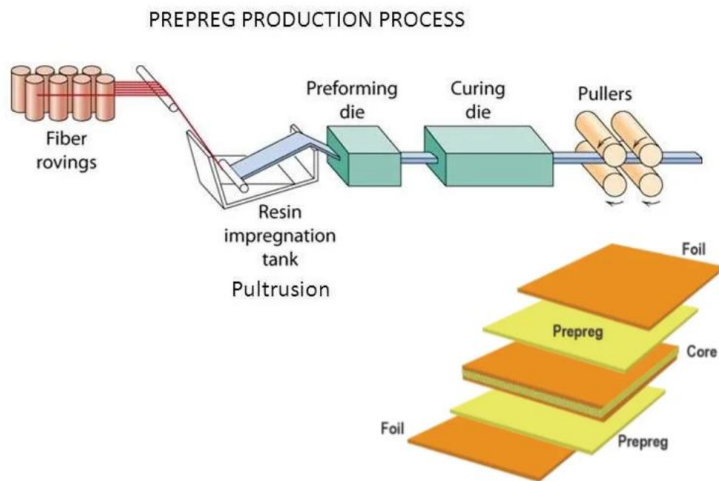
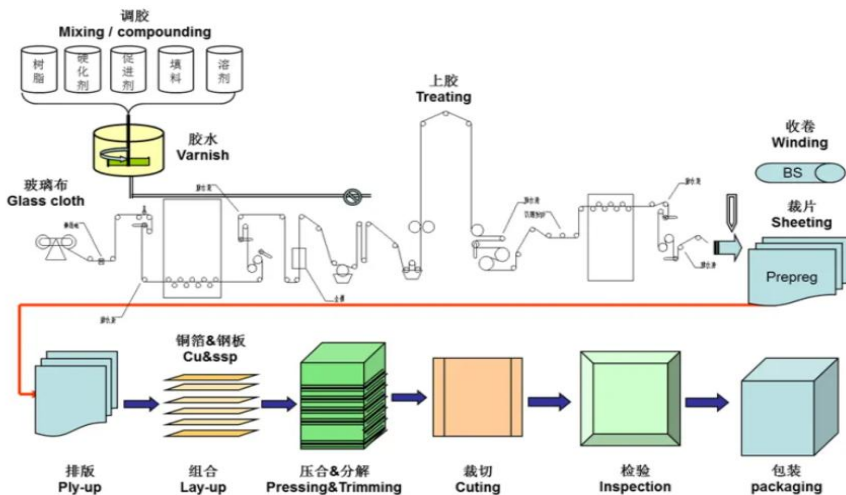
资料来源：公司公告，太平洋证券

2.1 行业概况：覆铜板为印制电路板核心原材料

►覆铜板生产流程包括调胶、涂胶、高温压合等。覆铜板生产工艺主要包含调胶、涂胶、裁片、排版、组合、压合&分解、裁切和检验等步骤。1) 调胶：将环氧树脂与溶剂、固化剂等混合成胶液；2) 涂胶、烘干、裁片：将胶液均匀涂布在玻璃纤维布上，经高温烘干形成半固化片；3) 组合、高温压合、裁切：将半固化片与铜箔叠合，中间夹入不锈钢板，将叠合材料热压成型，树脂完全固化并与铜箔紧密结合，压合后的覆铜板再进行裁切、清洗和表面防氧化处理。其中，经过调胶、涂胶、烘干、裁片形成的半固化片即为粘结片。

图表11：覆铜板生产工艺

图表12：粘结片形态及生产工艺

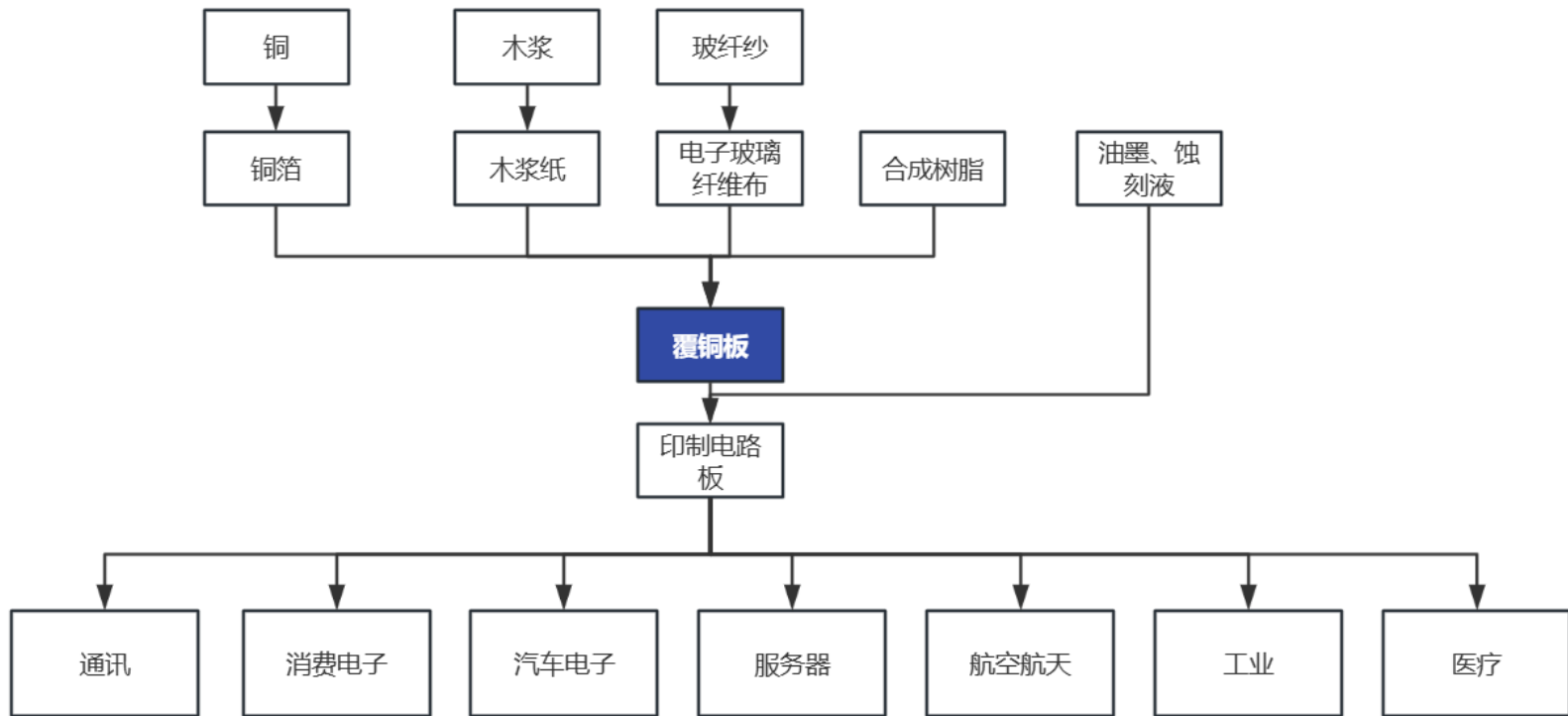


资料来源：南亚新材招股说明书，太平洋证券

资料来源：明阳电路官网，太平洋证券

2.2 产业链上下游：需求端受算力爆发结构性增长，成本端受铜价波动影响

图表13：覆铜板产业链上下游示意图



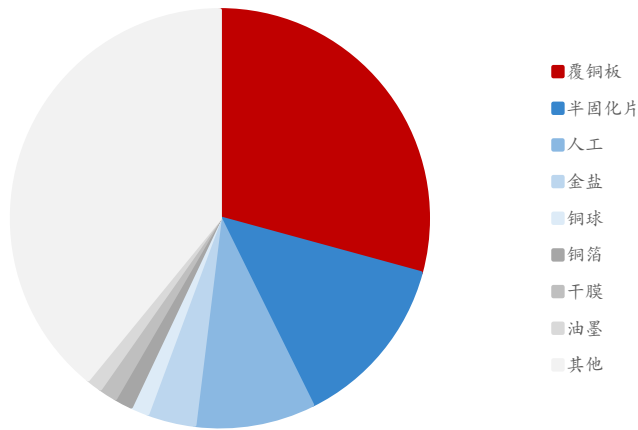
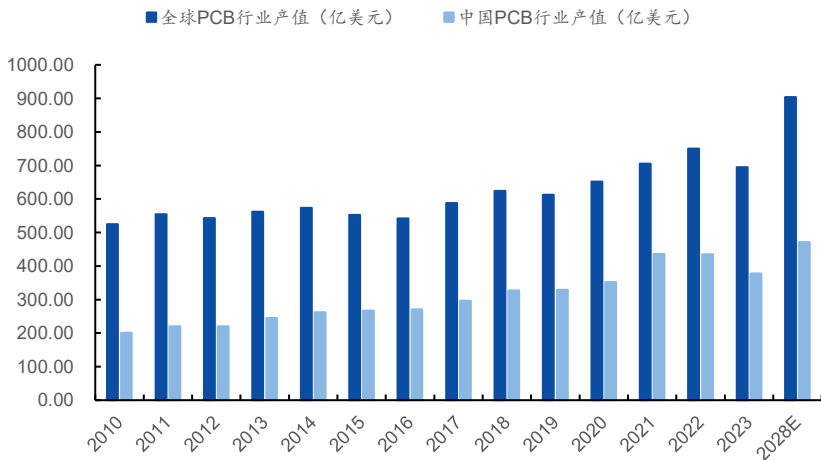
资料来源：iFind，太平洋证券

2.2 产业链上下游：需求端受算力爆发结构性增长，成本端受铜价波动影响

►覆铜板直接下游为印制电路板，全球行业规模23-28年复合增速预计5.4%。覆铜板为印制电路板的核心原材料，为印制电路板第一大成本项，占比接近30%左右。印制电路板下游应用场景多元化，辐射领域可以穿透至覆盖通讯、计算机、消费电子、汽车电子、工业、以及新兴场景等。行业23年受到疫情影响，传统领域下游需求景气度低迷，24年AI算力等新兴市场需求爆发，叠加下游需求回暖，迎来行业结构分化式复苏。根据Prismark数据，预计28年全球PCB规模将达到905亿美元，年复合增长率5.4%，预计中国PCB规模将达到471亿美元，年复合增长率4.5%。

图表14：全球/中国2010-2023年PCB市场规模

图表15：印制电路板各成本项占比



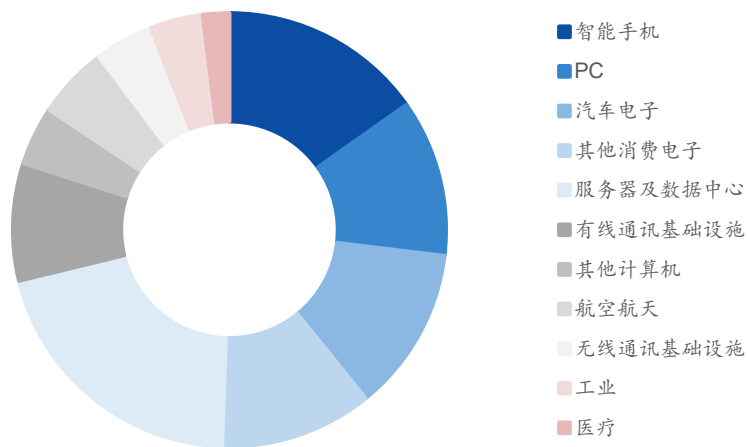
资料来源：iFind, Prismark, 太平洋证券

资料来源：中商产业研究院, 太平洋证券

2.2 产业链上下游：需求端受算力爆发结构性增长，成本端受铜价波动影响

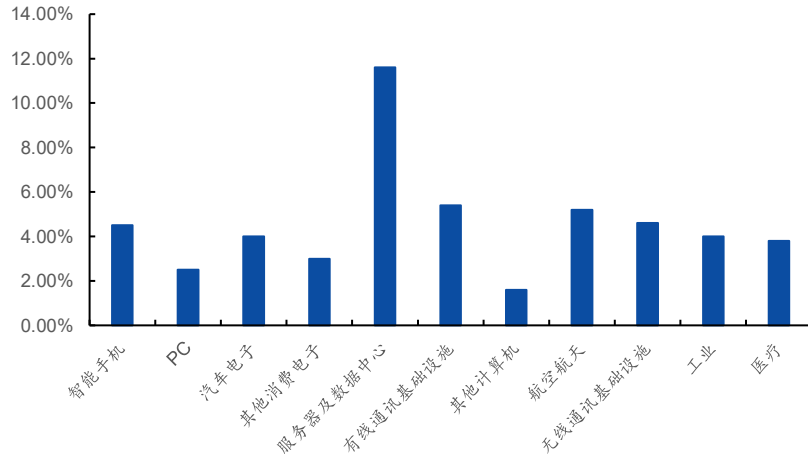
► **通讯、消费电子、服务器/数据中心为主要应用领域，服务器/数据中心需求爆发。**根据Prismark数据，下游应用领域按规模占比来看，智能手机占比19%，PC占比14%，其他消费电子占比13%，服务器及数据中心占比12%，通讯合计占比14%。各应用领域下游需求分化显著，伴随AI需求持续攀升，全球算力基础设施建设投入加速，服务器及数据中心应用领域增速预计显著提升，至24-29年5年复合增速预计约12%。通讯、汽车电子、消费电子领域24-29年符合增速预计分别为5%、4%、4%。

图表16：各下游应用规模占比



资料来源：Prismark，太平洋证券

图表17：各下游应用24-29年复合增速预期

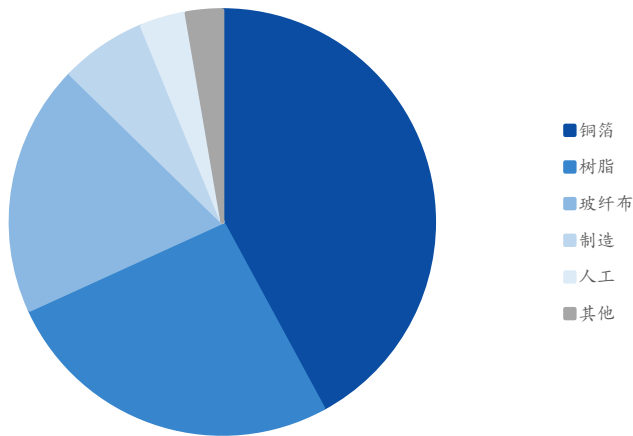


资料来源：Prismark，太平洋证券

2.2 产业链上下游：需求端受算力爆发结构性增长，成本端受铜价波动影响

►铜箔为覆铜板核心材料，覆铜板成本受铜价格波动影响。覆铜板成本中原材料成本占比最高，其中铜箔、树脂和玻璃纤维布是成本的三大核心构成，分别占成本的42.1%、26.1%和19.1%，合计达87.3%。铜箔作为覆铜板核心原材料，覆铜板成本受到铜价格波动影响。LME铜价自20年开始显著提升，受到新能源转型及新兴市场基建扩张刺激，铜需求激增，驱动铜价中枢上行，由20年的4300美元/吨左右攀升至25年初的9000美元/吨左右。覆铜板作为PBC制造的关键材料，厂商通过提价等方式，向下游传导成本。

图表18：覆铜板成本拆分



资料来源：中商产业研究院，太平洋证券

图表19：LME铜价价格变化

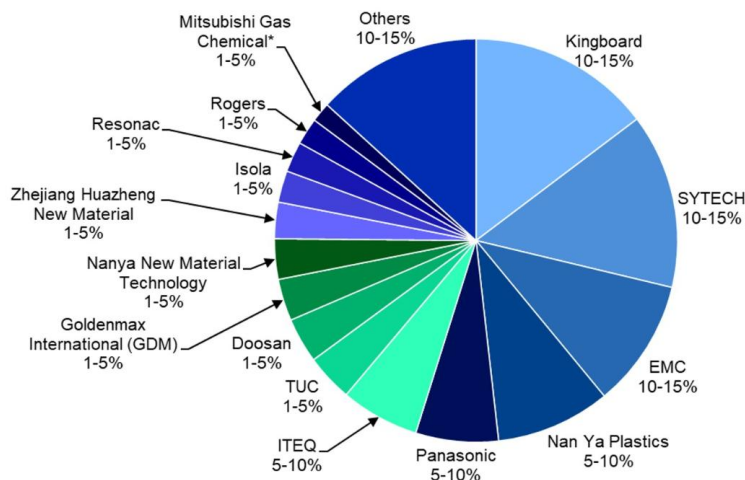


资料来源：iFind，太平洋证券

2.3 竞争格局：相较印制电路板行业，覆铜板行业集中度高

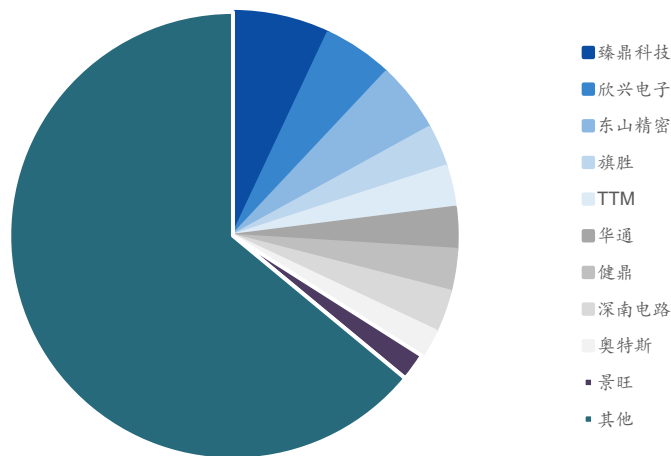
►覆铜板行业集中度高，CR5市场份额超55%。覆铜板行业集中度较高，全球市场主要由建滔积层板、生益科技、台光、南亚塑料、松下等头部企业主导，根据Prismark数据，建滔积层板份额约10-15%，生益科技份额约10-15%，台光电子份额约10-15%，南亚塑料份额约5-10%，松下份额约5-10%，CR5市场份额超过55%。覆铜板下游印制电路板的格局则较为分散，根据Prismark数据，臻鼎科技份额约7%，欣兴电子份额约5%，东山精密份额约5%，旗胜份额约3%，TTM份额约3%，CR5市场份额不足30%，CR10市场份额不足40%。

图表20：2023年全球主要覆铜板厂商份额



资料来源：Prismark，太平洋证券

图表21：2023年全球主要印制电路板厂商份额



资料来源：Prismark，太平洋证券

目录

I 覆铜板行业核心厂商，盈利能力不断优化

II 行业下游受AI爆发结构性增长，上游受铜价波动变化

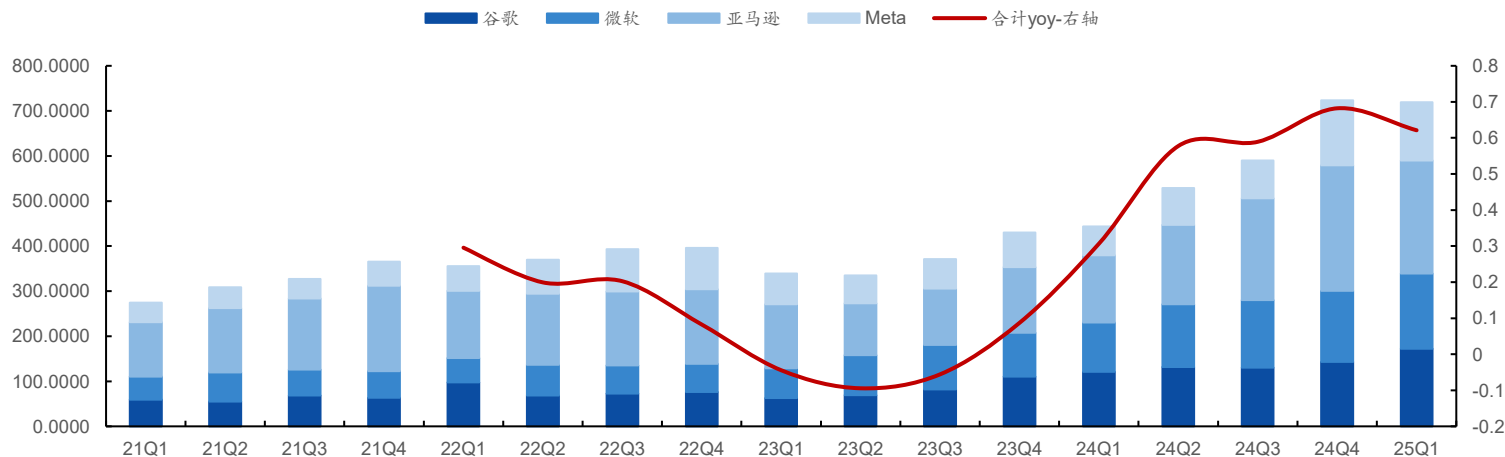
III 算力体系覆铜板量价齐升，公司高速覆铜板实现突围

IV 盈利预测与投资建议

3.1 需求端：AI基础建设高景气，覆铜板量价齐升

►海外云厂商capex高位扩张，算力军备竞赛逻辑不改。根据北美四大云厂商最新财报，2025自然年一季度，资本开支整体持续高位扩张，AI基础设施投入仍是核心方向。微软受Azure云业务持续超预期增长驱动，FY25Q3资本支出167亿美元，同比增速53%；亚马逊AWS基础设施扩建需求延续，FY25Q1资本支出243亿美元，同比增速74%；谷歌FY25Q1资本支出172亿美元，同比增速43%；Meta的Llama大模型迭代与智能眼镜生态构建驱动投入激进，FY25Q1资本支出137亿美元，同比增速104%。整体来看，海外云厂商算力军备竞赛逻辑延续，驱动算力基础设施需求增加。

图表22：四大云厂商单季度Capex（单位：亿美元）

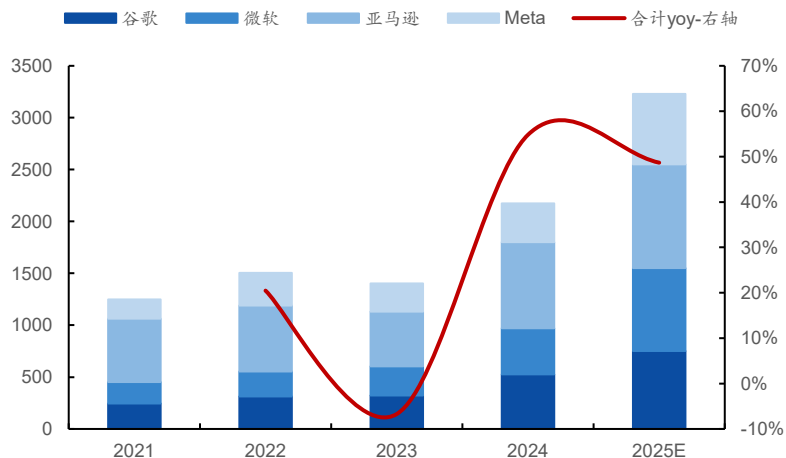


资料来源：iFind, 太平洋证券

3.1 需求端：AI基础建设高景气，覆铜板量价齐升

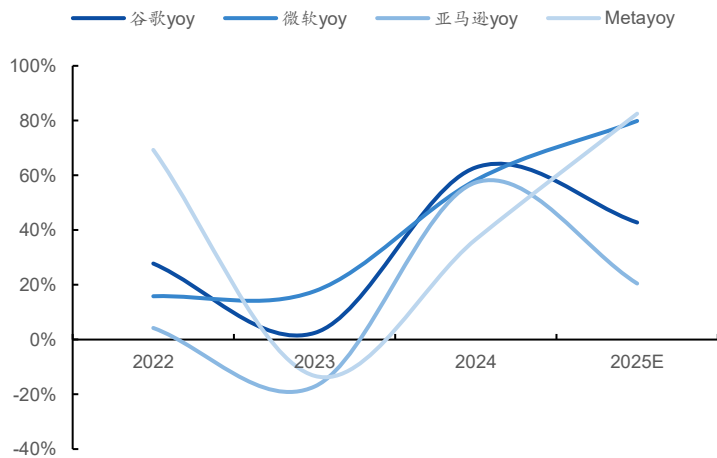
►海外云厂capex指引超预期，亚马逊预计突破千亿美元。亚马逊延续激进投资策略，2025年资本开支指引上调至1000亿美元，领跑云厂商，同比增幅超20%，其中讲义AI和AWS云通入为主。谷歌25年资本开支计划750亿美元不变，同比涨幅43%，超市场预期27%，资本开支侧重以服务器为主的算力基础设施，服务器占比或超60%，推进Gemini大模型训练及搜索广告算法优化；Meta大幅上调资本开支指引至640-720亿美元，原指引为600-650亿美元，中值同比增幅突破80%；微软25年资本支出预计超800亿美元。整体来看，四大云厂商25年capex有望突破3200亿美元，同比增速约50%。

图表23：四大云厂商25年Capex指引（单位：亿美元）



资料来源：iFind, 太平洋证券

图表24：四大云厂商Capex增速

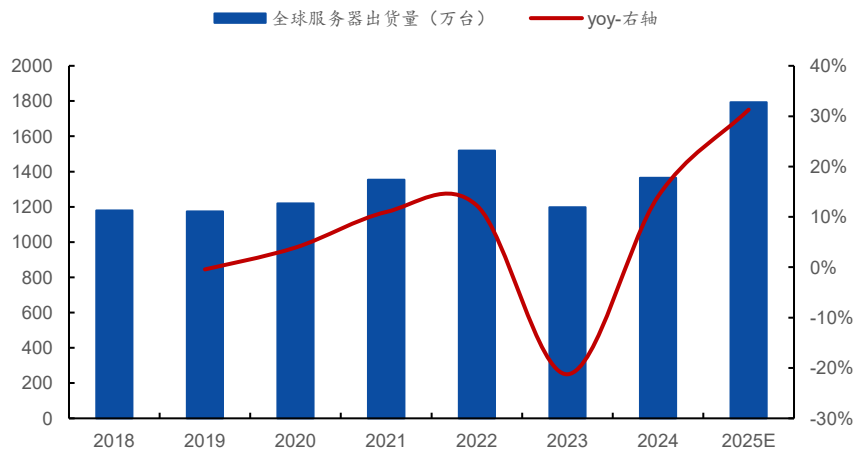


资料来源：iFind, 太平洋证券

3.1 需求端：AI基础建设高景气，覆铜板量价齐升

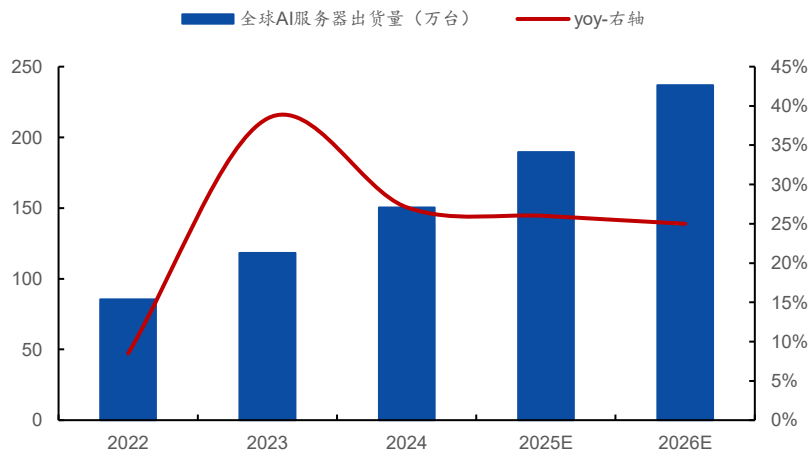
► **算力需求爆发拉动AI服务器出货量提升。**全球算力基础设施建设的加速推进，显著拉动服务器市场整体出货量，2024年全球服务器出货量约1365万台，同比增速约14%，已走出上一年服务器市场低迷景气度，服务器市场明显回暖，趋势向上，其中24Q4全球服务器出货量396万台，同比增速约25%。AI服务器的需求成为核心驱动力，根据Trendforce数据预测，预计到2026年AI服务器出货突破200万台，22-26年年复合增长率26%，技术迭代与政策支持双重助力下，云计算、边缘计算及绿色数据中心建设催生高密度服务器需求，超大规模数据中心数量增加，有望进一步释放市场潜力。

图表25：全球服务器出货量



资料来源：IDC，太平洋证券

图表26：全球AI服务器出货量



资料来源：Trendforce，太平洋证券

3.1 需求端：AI基础建设高景气，覆铜板量价齐升

►服务器升级催生高频高速CCL需求，驱动单机价值量提升。相较于通用服务器，AI服务器对高频信号传输的需求凸显，AI服务器用PCB层数明显增加，同时CCL材料呈现高频高速性能显著提高的提点，具体体现在介电损耗因子、介电常数的全面降低。通用服务器板层数通常低于20层，CCL通常为Megtron-4类型，low loss级别，AI服务器层数约20-30层，通用型覆铜板FR4、Low Loss级别板材性能已经不足以应对高数据传输速率，需要更低损耗的材料，常用Megtron-7类型，为Ultra Low Loss级别。

图表27：服务器覆铜板材料类型

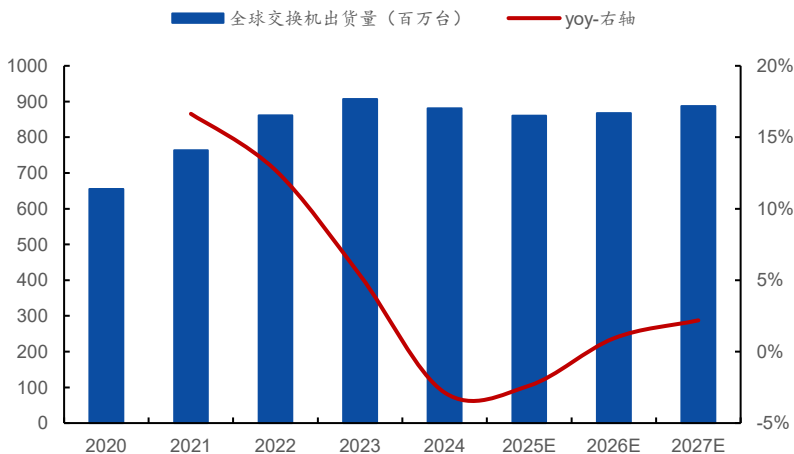
类型	材料	性能指标	传输速率	价值增量
FR-4	Standard Loss	Df>0.02	5Gpbs	
高速	Mid Loss	Df: 0.014-0.02	8Gpbs	
Megtron-4	Low Loss	Df: 0.008-0.014	10Gpbs	\$10-\$20
Megtron-6	Very Low Loss	Df: 0.004-0.008	25Gpbs	\$100-\$175
Megtron-7	Ultra Low Loss	Df: 0.0015-0.004	56Gpbs	\$180-\$324
Megtron-8	Super Ultra Low Loss	Df<0.0015	112Gpbs	

资料来源：Astera Labs，太平洋证券（价值增量为“相较M2板的价值量提升”）

3.1 需求端：AI基础建设高景气，覆铜板量价齐升

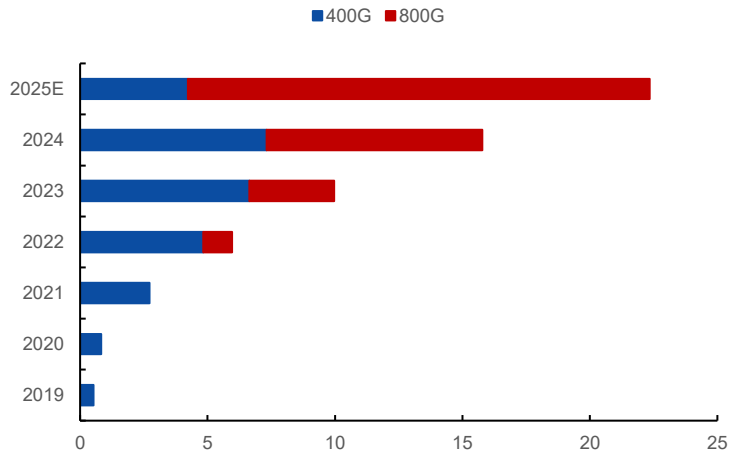
➤**800G交换机有望迎来结构性出货爆发。**国产替代根据IDC数据，2024年交换机出货量接近9亿台，高速交换机市场受AI算力需求爆发及大模型训练对网络架构的升级驱动。其中，800G交换机升级换代，有望迎来结构性出货爆发。根据Dell’ Oro Group数据，23年800G交换机市场处于早期阶段，出货量约1.5万台，伴随国内外大厂陆续布局，预计到25年800G交换机的出货量将超过400G端口成为主流，占400G+800G合计比例预计达到3/4。

图表28：全球交换机出货量



资料来源：IDC，太平洋证券

图表29：交换机出货量（单位：百万台）



资料来源：IDC，太平洋证券

3.1 需求端：AI基础建设高景气，覆铜板量价齐升

➤**800G交换机匹配更高传输速率，催生覆铜板向M8等级迭代。**交换机市场由400G向800G升级，对板材损耗的要求提高，催生高速覆铜板向高多层、更低损耗的方向迭代。为了匹配更高的传输速率，800G交换机板材层数有明显提升，相较400G交换机的20-26层，800G交换机板材层数在26层至30层以上。同时400G交换机的M6/M7材料已经无法满足800G交换机对插损的标准，需要M8等级材料。未来交换机市场向1.6T迭代，板材的层数有望进一步提升，同时有望采用M9材料。

图表30：交换机覆铜板材料类型

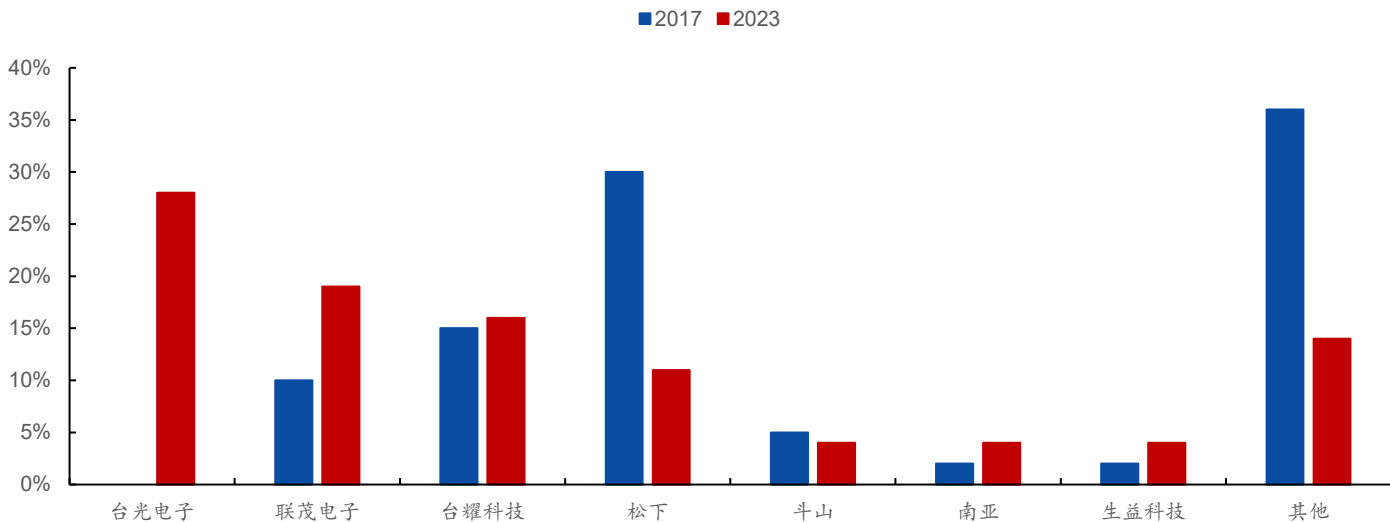
类型	材料	交换机
Megtron-6	Very Low Loss	100G
Megtron-7	Ultra Low Loss	400G
Megtron-8	Super Ultra Low Loss	800G

资料来源：松下，太平洋证券

3.2 供给端：内资替代空间广阔，公司高速覆铜板加速突围

►伴随新材料、新应用的出现，高速覆铜板市场格局不断变化，内资替代空间广阔。整体来看，覆铜板全球市场主要由建滔积层板、生益科技、台光、南亚塑料、松下等头部企业主导。细分领域来看，高速覆铜板市场虽长期由海外厂商占据主导，但伴随新技术、新应用的出现，行业格局呈现不断变化的特点。早期高速覆铜板日本松下市场份额领先，伴随台系覆铜板厂商高阶化，以及与下游海外大厂深度绑定，高速覆铜板产业链重心转移至中国台湾。

图表31：高速覆铜板市场格局



资料来源：Prismark，太平洋证券

3.2 供给端：内资替代空间广阔，公司高速覆铜板加速突围

►公司高速覆铜板产品矩阵逐步完备，在高速覆铜板市场实现内资替代突围。公司依托在覆铜板行业四十年技术沉淀，高速覆铜板产品矩阵逐步完备，extreme low-loss、ultra low-loss产品突破，在介电损耗等核心参数表现优异，产品应用主要针对AI算力和互联网运营商，正积极配合PCB厂商和海内外终端客户的新品交付和项目认证，实现内资替代突围。

图表32：公司高速覆铜板产品

产品型号	类型	Dk	Df	应用场景
SYNAMIC 9GN	ULTRA HIGH SPEED & ULTRA LOW LOSS	3.34	0.0014	High Speed Servers (25 – 50 Gbs/channel) High Speed SANs (25 – 50 Gbs/channel) Switches & Routers (25 – 50 Gbs/channel)
SYNAMIC 6N	ULTRA HIGH SPEED & ULTRA LOW LOSS	3.35	0.0026	High Speed Servers (25 – 50 Gbs/channel) High Speed SANs (25 – 50 Gbs/channel) Switches & Routers (25 – 50 Gbs/channel)
SYNAMIC 6	ULTRA HIGH SPEED & ULTRA LOW LOSS	3.5	0.0046	High Speed Servers (25 Gbs+/channel) High Speed SANs (25 Gbs+/channel) Switches & Routers (25 GBs+/channel)
SYNAMIC 8G	HALOGEN-FREE HIGH SPEED & ULTRA LOW LOSS	3.68	0.0032	High Speed Servers High Speed SANs Switches & Routers
S7439	HIGH SPEED & LOW LOSS	3.8	0.0068	High Speed Servers High Speed SANs Switches & Routers

资料来源：公司官网，太平洋证券

3.2 供给端：内资替代空间广阔，公司高速覆铜板加速突围

➤PTFE有望成为高速覆铜板新材料，公司在聚四氟乙烯PTFE材料已有布局。从材料体系来看，高速覆铜板常用材料为聚苯醚（PPO），用于112Gbps传输场景，其介电损耗因子和介电常数均显著优于通用服务器使用的环氧树脂。伴随算力提升，下一代800G交换机/GB300需要高传输速率及低损耗。聚四氟乙烯PTFE材料目前为行业最低损耗等级材料，介电损耗仅为2.1，材料体系有望向聚四氟乙烯PTFE迭代升级。

图表33：不同材料Dk/Df值对比

材料	Dk	Df
环氧树脂 EP	4.5	0.022
聚苯醚 PPO	2.5	0.0007
碳氢树脂 CH	2.6	0.005
聚四氟乙烯 PTFE	2.1	0.0004

图表34：不同材料对应应用场景

参数	FR-4	M6	M7
Dk/Df	4.0-4.7	≤3.6	≤3.0
Df	0.02	0.004-0.008	≤0.004
应用场景	消费电子 工控	AI服务器 5G通信	超算
树脂体系	环氧树脂	PPO 碳氢树脂	PTFE 碳氢树脂

资料来源：materialsnet，太平洋证券

3.2 供给端：内资替代空间广阔，公司高速覆铜板加速突围

►公司产能有序扩张，以匹配下游旺盛需求。

图表35：公司各基地产能

生产基地	产品	覆铜板产能 (万平方米)	粘结片 (万平方米)
广东生益	阻燃型环氧玻纤布覆铜板、复合基材环氧覆铜板、多层板用系列半固化片、软性材料	4500	7400
陕西生益	复合基材环氧覆铜板、玻纤布基材环氧覆铜板、金属基覆铜板、多层板用半固化片	2774	2289
常熟生益	环氧玻纤布基覆铜箔板、多层板用系列半固化片	2200	4800
苏州生益	环氧玻纤布基覆铜箔板、多层板用系列半固化片	1000	1700
江苏生益	高频电子电路基材用PTFE（聚四氟乙烯）系列、碳氢系列和其他热固性树脂体系覆铜板材料、多层线路板压合用粘结片	150 (高频通讯基板)	50 (商品粘结片)
江西生益（一期）	阻燃型覆铜板和多层板用半固化片	1200	2200
江西生益（二期）		1800	3400

资料来源：公司官网，太平洋证券

目录

- I 覆铜板行业核心厂商，盈利能力不断优化
- II 行业下游受AI爆发结构性增长，上游受铜价波动变化
- III 算力体系覆铜板量价齐升，公司高速覆铜板实现突围
- IV 盈利预测与投资建议

4. 盈利预测及投资建议

► **盈利预测与投资建议：**公司为覆铜板行业头部厂商，在高速覆铜板方面实现内资厂商突围，深度受益算力基础设施需求爆发，有望迎来下游客户的出货放量。预计2025-2027年营业总收入分别为238.53、278.73、316.50亿元，同比增速分别为16.99%、16.85%、13.55%；归母净利润分别为27.48、34.45、41.28亿元，同比增速分别为58.03%、25.37%、19.83%，对应25-27年PE分别为24X、19X、16X，维持“买入”评级。

图表36：主营业务预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
覆铜板和粘结片业务					
收入（百万元）	12632	14791	16987	19232	21677
yoy	-9.76%	17.09%	14.85%	13.22%	12.71%
印制线路板业务					
收入（百万元）	3135	4484	6121	7880	9198
yoy	-7.90%	43.04%	36.50%	28.75%	16.73%

资料来源：携宁，太平洋证券

图表37：盈利预测

资产负债表（百万）						利润表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,775	2,016	2,531	3,606	5,944	营业收入	16,586	20,388	23,853	27,873	31,650
应收和预付款项	5,564	7,446	7,575	8,189	7,702	营业成本	13,404	15,895	18,117	20,970	23,507
存货	4,271	5,119	4,965	5,656	5,926	营业税金及附加	103	123	145	170	192
其他流动资产	1,389	2,031	2,063	2,162	2,589	销售费用	245	373	387	465	532
流动资产合计	13,999	16,613	17,133	19,613	22,162	管理费用	701	843	933	1,070	1,238
长期股权投资	630	689	767	832	858	财务费用	111	70	60	59	61
投资性房地产	153	147	140	134	131	资产减值损失	-129	-62	-55	-35	-30
固定资产	9,064	8,635	8,217	7,757	7,258	投资收益	37	55	55	68	77
在建工程	283	470	368	296	236	公允价值变动	-3	-2	1	-3	2
无形资产开发支出	383	626	688	781	863	营业利润	1,273	2,072	3,159	3,969	4,777
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	-1	-4	1	1	1
其他非流动资产	14,444	17,077	17,672	20,139	22,690	利润总额	1,271	2,068	3,160	3,970	4,779
资产总计	24,957	27,643	27,852	29,939	32,036	所得税	123	200	296	378	454
短期借款	1,465	1,837	1,885	2,026	2,198	净利润	1,149	1,868	2,863	3,592	4,325
应付和预收款项	3,880	5,012	5,395	6,338	7,121	少数股东损益	-15	129	116	147	197
长期借款	806	558	508	458	438	归母股东净利润	1,164	1,739	2,748	3,445	4,128
其他负债	3,106	3,731	3,002	3,350	3,648						
负债合计	9,256	11,138	10,789	12,172	13,404	预测指标					
股本	2,355	2,429	2,429	2,429	2,429		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	4,630	5,374	5,374	5,374	5,374	毛利率	19.19%	22.04%	24.05%	24.76%	25.73%
留存收益	6,976	7,650	8,096	8,653	9,320	销售净利率	7.02%	8.53%	11.52%	12.36%	13.04%
归母公司股东权益	13,983	14,905	15,347	15,904	16,571	销售收入增长率	-7.93%	22.92%	16.99%	16.85%	13.55%
少数股东权益	1,717	1,600	1,716	1,863	2,060	EBIT 增长率	-27.16%	50.15%	53.44%	25.16%	20.11%
股东权益合计	15,700	16,505	17,063	17,767	18,631	净利润增长率	-23.96%	49.37%	58.03%	25.37%	19.83%
负债和股东权益	24,957	27,643	27,852	29,939	32,036	ROE	8.32%	11.67%	17.90%	21.66%	24.91%
						ROA	4.58%	7.10%	10.32%	12.43%	13.96%
现金流量表（百万）						ROIC	6.46%	9.43%	14.51%	17.45%	19.99%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EPS (X)	0.50	0.74	1.13	1.42	1.70
经营性现金流	2,743	1,456	3,969	4,359	6,071	PE (X)	36.62	32.50	23.98	19.13	15.96
投资性现金流	-1,162	-934	-548	-431	-370	PB (X)	3.08	3.92	4.29	4.14	3.98
融资性现金流	-1,919	-1,276	-2,908	-2,854	-3,362	PS (X)	2.60	2.87	2.76	2.36	2.08
现金增加额	-339	-752	515	1,075	2,339	EV/EBITDA (X)	19.80	20.22	16.49	13.42	11.06

资料来源：携宁，太平洋证券

风险提示

- 下游需求不及预期风险；
- 行业竞争加剧风险；
- 地缘政治风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。