

南亚新材（688519）

高端覆铜板领跑行业复苏，南亚新材成长加速度

买入（首次）

2025 年 05 月 28 日

证券分析师 陈海进

执业证书：S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

研究助理 解承堯

执业证书：S0600125020001

xiechy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,983	3,362	5,136	7,001	8,162
同比（%）	(21.05)	12.70	52.78	36.32	16.58
归母净利润（百万元）	(129.49)	50.32	288.18	549.70	855.29
同比（%）	(387.95)	138.86	472.69	90.75	55.59
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.54)	0.21	1.21	2.30	3.59
P/E（现价&最新摊薄）	(61.83)	159.10	27.78	14.56	9.36

投资要点

覆铜板行业领军企业，近年盈利能力稳步提升。南亚新材成立于 2000 年，从事覆铜箔板和粘结片等复合材料及其制品设计、研发、制造及服务。2024 年起，公司加强内部管理，降本增效，产能持续扩张，随着通讯、服务器、AI 等市场的发展与深化，高端产品放量，业绩逐步改善，盈利能力稳步提升：2024 年，公司实现营业收入 33.62 亿元，同比增长 12.70%，实现归母净利润 5032.02 万元，扭亏为盈；2025 年 Q1，公司实现毛利率 9.97%，同比+1.67pct，实现销售净利率 2.22%，同比+0.68pct。

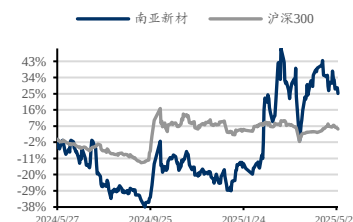
覆铜板行业兼具周期性和成长性，AI 高景气带来新机遇。覆铜板产业链上下游特性导致覆铜板行业周期性波动，当下周期呈修复态势：上游原材料价格稳中有升，覆铜板销售单价提高；下游主要产品需求回暖，推动覆铜板需求增长。同时 AI 产业蓬勃发展，为高频高速覆铜板成长注入新的动力，带来结构性成长机遇：AI 服务器持续升级，覆铜板单机价值量提升显著；800G 交换机将迎来大规模放量，为高频高速覆铜板价值量提升赋能。

公司全品类布局，受益行业周期性回暖和结构性成长双重机遇。公司高端覆铜板产品矩阵完善，随着 AI 服务器、交换机和路由器等硬件需求有望大幅提升，公司有望实现高频高速覆铜板规模放量，带来业绩成长新增长极。此外在普通板系列、无卤板系列、无铅板系列等基本盘业务方面，我们认为随着覆铜板行业周期性修复，整体销售额有望迎来扩张，带动公司业绩提升。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025/2026/2027 年实现营业收入 51.36/70.01/81.62 亿元，归母净利润分别达到 2.88/5.50/8.55 亿元，归母净利润同比增速达到 473%/91%/56%，2025-2027 年归母净利润对应 5 月 27 日 PE 倍数为 28/15/9 倍。可比公司方面，目前 A 股覆铜板企业主要包括生益科技、南亚新材、华正新材及金安国纪，但目前暂无华正新材及金安国纪盈利预测，万得一致预期下，生益科技 2025-2027 年归母净利润对应 5 月 27 日 PE 倍数为 23/19/15 倍，考虑公司高端覆铜板逐步放量带来的成长性，我们认为南亚新材应享有估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，上游原材料波动影响成本，市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.57
一年最低/最高价	16.39/41.26
市净率(倍)	3.26
流通 A 股市值(百万元)	7,798.10
总市值(百万元)	8,005.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.29
资产负债率(%，LF)	50.51
总股本(百万股)	238.48
流通 A 股(百万股)	232.29

相关研究

内容目录

1. 覆铜板行业领军企业，高端产品放量带动业绩提升	4
1.1. 公司深耕覆铜板行业多年，产业规划清晰，产能稳步推进.....	4
1.2. 下游新兴产业驱动，公司经营业绩迎来改善.....	5
2. 覆铜板行业兼具周期性和成长性，AI 高景气带来新机遇.....	7
2.1. 覆铜板为 PCB 主要原材料，终端应用领域广泛.....	7
2.2. 覆铜板上下游齐发力，周期呈修复态势.....	10
2.3. 高频高速覆铜板带来行业结构性成长，国产替代迎来窗口期.....	12
3. 公司全品类布局，受益行业周期性回暖和结构性成长双重机遇	15
4. 盈利预测与投资评级	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 南亚新材股权结构图（截至 2025 年第一季度末）	4
图 2: 南亚新材主要产品型号和终端应用领域	5
图 3: 2020-2024 年南亚新材营业收入情况	6
图 4: 2020-2024 南亚新材归母净利润情况	6
图 5: 2020-2025Q1 南亚新材覆铜板产品毛利率与销售净利率情况	6
图 6: 南亚新材 2020-2025Q1 研发投入情况	7
图 7: 覆铜板制作流程	7
图 8: 覆铜板产业链	7
图 9: 覆铜板产品分类标准	8
图 10: 2023 年覆铜板成本构成	8
图 11: 2023-2028 年全球 PCB 市场规模预测	8
图 12: 2022 年 PCB 行业下游应用领域	9
图 13: 2004-2023 年全球刚性覆铜板市场规模	9
图 14: 2019-2023 年全球刚性覆铜板市场结构	9
图 15: 2019-2023 年玻纤布基覆铜板市场结构	10
图 16: 2019-2023 年全球各类覆铜板销售额增速	10
图 17: 2019-2023 年覆铜板行业集中度情况	10
图 18: 2014-2023 年全球刚性覆铜板销售量	10
图 19: 2023 年至今 LME 铜现货结算价	11
图 20: 2023 年至今环氧树脂市场价	11
图 21: 2023 年 1 月-2024 年 9 月宏和科技电子级玻璃纤维布平均售价	11
图 22: 2023-2024 年每季度全球智能手机出货量	12
图 23: 2023-2024 年每季度全球 PC 出货量	12
图 24: 覆铜板行业发展情况	12
图 25: 移动通信发展历程	12
图 26: 覆铜板电性能等级划分	13
图 27: 2022-2025 年全球 AI 服务器出货量及预测	13
图 28: 2024-2025 年全球 AI 服务器产值情况	13
图 29: 2019-2024 全球以太网交换机市场规模	14
图 30: AI 服务器中覆铜板单机价值量高	14
图 31: 2023-2029 年以太网交换机市场结构变化	15
图 32: PCB 规格与 CCL 材料等级随着传输速率提升	15
图 33: 南亚新材高速覆铜板领域产品图	16
图 34: 南亚新材高频覆铜板领域产品图	16
图 35: 南亚新材封装材料路线图	16
图 36: 南亚新材车载材料领域产品图	17
图 37: 重点公司估值（收盘日期：2025 年 5 月 27 日）	18

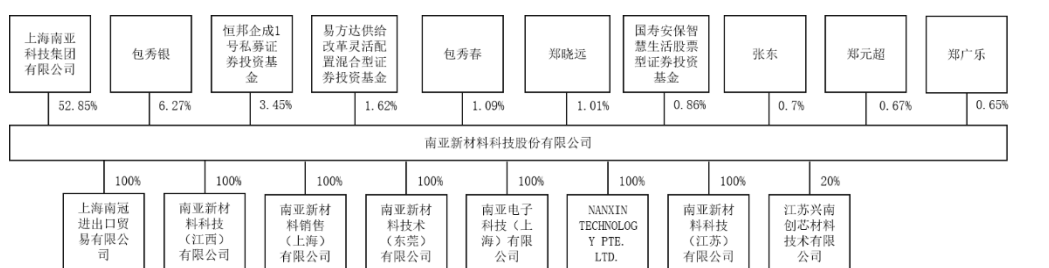
1. 覆铜板行业领军企业，高端产品放量带动业绩提升

1.1. 公司深耕覆铜板行业多年，产业规划清晰，产能稳步推进

公司产品聚焦覆铜板，产业布局珠三角、长三角两大电子信息集聚区。南亚新材料科技股份有限公司创立于 2000 年，是国内专业从事覆铜板箔和粘结片等复合材料及其制品设计、研发、制造及服务于一体的高新技术企业。公司产品广泛应用于消费电子、计算机、通讯、数据中心、汽车电子、安防、航空航天和工业控制等终端领域，形成了 CCL 行业制造与方案解决的业务架构。公司以上海总部为中心，设立有研发中心及华东生产基地，在广东东莞设有研发测试中心，在江西设有研发分中心及华南生产基地，围绕长三角、珠三角两个电子信息最为集聚的区域形成生产与研发“一体两翼”的发展新格局。

公司股权结构集中，核心管理层经验丰富。截至 2025 年 Q1，公司前五大股东持股比例为 65.28%，实际控制人为包秀银、包秀春、郑广乐，股权结构稳定且集中。公司核心管理层背景专业，行业经验丰富。其中副董事长张东、财务总监解汝波曾就职于华立达覆铜箔板有限公司，副总经理席奎东、刘涛曾任职于联茂电子股份有限公司，副总经理李巍则在本公司任职超 25 年。

图1：南亚新材股权结构图（截至 2025 年第一季度末）



数据来源：IFind，东吴证券研究所

公司产品种类多样，终端应用领域覆盖广泛。公司的产品种类多样，按树脂配方体系可以分为普通 FR-4、无铅兼容型 FR-4、无卤无铅兼容型 FR-4、HDI、高频高速、能源及 IC 载板材料等，广泛应用于消费电子、计算机、通讯、数据中心、汽车电子、安防、航空航天和工业控制等终端领域。公司与奥士康、方正科技、广东骏亚、沪电股份、瀚宇博德、健鼎科技等知名 PCB 厂商建立了长期良好的合作关系，并与华为、浪潮、三星、中兴等一大批知名终端客户保持着密切的技术交流与合作。

图2：南亚新材主要产品型号和终端应用领域

类别	代表型号 / 品牌系列	终端应用领域
普通板系列	NY1140、NY1600	家电、电视、电脑、游戏机等
无铅板系列	NY2140、NY2150、NY2150H、NY2170、NY2170H、NY2600	手机、电脑、仪表仪器、汽车电子等
无卤板系列	NY3150HF、NY3150HC、NY3170HF、NY3170HC、NY3150HF FR-15、NY3170HF FR-15	智能终端、笔记本电脑、硬盘、内存、服务器、汽车电子等
高速板系列	NOUYA2G+、NOUYA4G、NOUYA4G+、NOUYA6G、NOUYA6G+、NOUYA6GN+、NOUYA44、NOUYA6、NOUYA7、NOUYA7N、NOUYA7N+、NOUYA8U、NOUYA8N、NOUYA9、NOUYA2L、NOUYA3、NOUYA4L、NOUYA4GL、NOUYA7GL、NOUYA7G+、NOUYA7GNL、NOUYA8GNL、NOUYA8GUL、NOUYA4L+、NOUYA8GQL	AI服务器 UBB、AI服务器加速卡、核心网、承载网、核心路由、交换机、服务器、光模块、Trx、数据中心等
高频板系列	RF-FA220、RF-FA225、RF-FA265、RF-FA300、RF-HCA300、RF-HCA300H、RF-HCA330、RF-LA366、RF-LA438、RF-PA06、RF-PA08、RF-PA12、RF-MW-P、RF-MW	天线、功放、雷达、射频模组等
车用板系列	NY2150、NY-A1、NY3150HF、NY3150HC、NY2170、NY-A2、NY3170HC、NY3170M、NY-A3HF、NY-A5HF、NY-A5HC、NY-A6HF	智能电动（OBC、DCDC、高压电驱）充电桩、智能座舱、智能网联等
能源板系列	NY2150H、NY2170H、NY3150HC	光伏逆变器、储能、二次电源等
HDI 板系列	NY3150HF、NY3170HF、NY3170M、NY6180LL、NY3170LK、NY6180、NY3188HF、NY3198HF、NY3198HF(N)	手机、平板电脑、SSD、Ultra book、ETC 等
IC 封装基材系列	NY8320 ED、NY6600、NY8720、NY8720 LD、NY8320 LD、NY8320 NSA、NY8320 NSB、NY8320 NS、NY8320 NSC、NY8320 NSF、NY8320 NSF(LC)、NY8320、NSF(LCA)、NY8320 HD6、NY8320 HD6(LD)、NY8320 HD8、NY8320 HD8(LD)	射频模组、手机、硬盘、内存、CPU、GPU 等

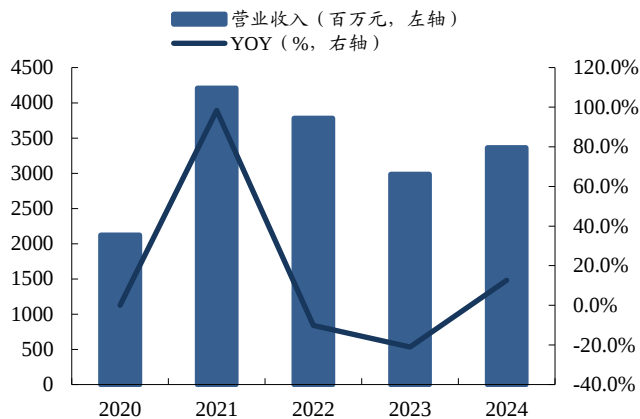
数据来源：南亚新材年报，东吴证券研究所

2017 年以来，公司在江西、江苏、泰国持续进行产能布局。2017 年、2020 年，公司在江西井开区先后拿地 400 余亩，规划建设四个工厂，2021 年江西南亚承建的公司 N4 工厂最后一条产线于当年二季度达产，二季度初公司进一步开始建设 N5、N6 工厂，至 2021 年年末，公司合并产能达到 240 万平/月。2022 年公司 N5 工厂全面投产，新增产能 120 万平/月。2024 年公司江西 N6 工厂全面建成，截至 2025 年 3 月末已累计释放产能约 90 万张/月，剩余一条产线 30 张/月预计将于 2025 年下半年落地，到 2025 年年底，公司产能将突破 400 万张/月。此外公司已在江苏南通生产基地投建首个高端电子基材工厂，建设有序开展中，第一批产能有望在明年年底落地。公司已在泰国购地规划海外生产基地，并将视行业趋势和地缘政治节奏推进，目前已办结 BOI 证书并取得工业地块地契。

1.2. 下游新兴产业驱动，公司经营业绩迎来改善

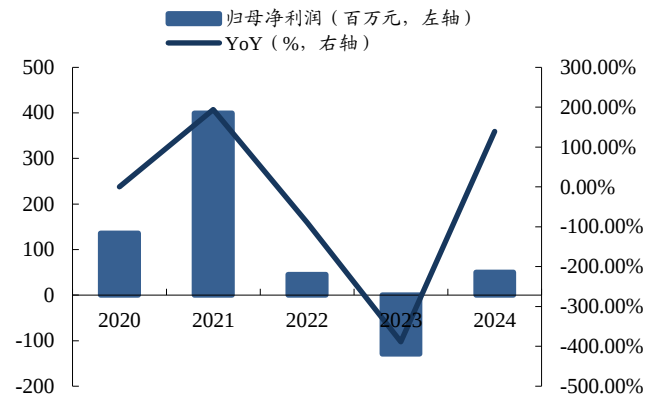
AI、智驾等下游驱动，公司 2024 年实现扭亏为盈。2023 年，受宏观经济环境等因素的影响，终端市场需求疲软，产品价格及销量下降，公司营业收入和归母净利润有所回落：较 2022 年，公司营业收入减少 7.95 亿元，同比下降 21.05%；归母净利润则由盈转亏。而 2024 年，随着人工智能、新能源汽车、智能驾驶产业的蓬勃发展，给覆铜板材料带来了全新的发展机遇。2024 年公司实现营业收入 33.62 亿元，同比增长 12.70%；实现归母净利润 5032.02 万元，扭亏为盈，整体业绩有所回暖。

图3：2020-2024 年南亚新材营业收入情况



数据来源：IFind，东吴证券研究所

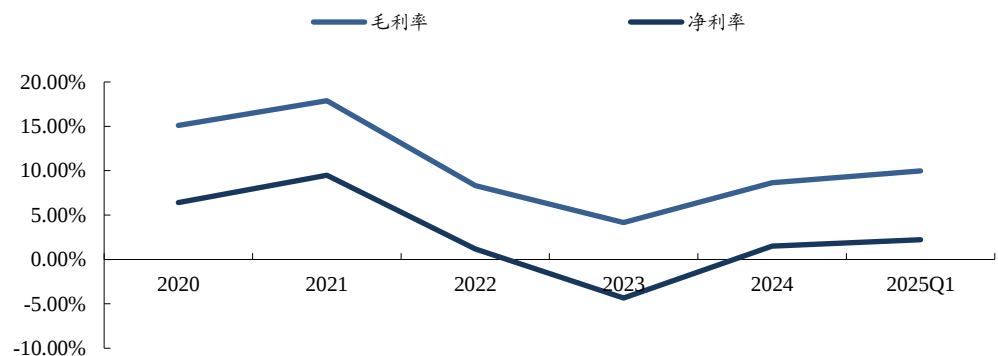
图4：2020-2024 南亚新材归母净利润情况



数据来源：IFind，东吴证券研究所

公司高端产品放量，盈利能力持续提升。2023 年，由于覆铜板原材料价格降低幅度小于产品价格下降幅度，公司产品毛利率下滑，从而导致净利率降低。2024 年起，公司加强内部管理，降本增效，提升内部业务协同管理能力和运营效率；同时积极调整营销策略。随着通讯、服务器、AI 等市场的发展，公司高端市场竞争优势将进一步释放，高毛利产品销量的占比提高，利润率稳步提升。2025 年第一季度，公司实现毛利率 9.97%，同比+1.67pct，实现销售净利率 2.22%，同比+0.68pct，盈利能力显著提高。

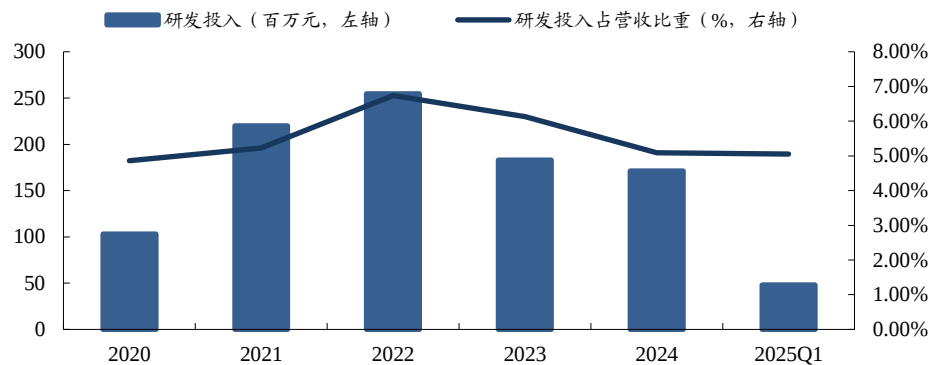
图5：2020-2025Q1 南亚新材覆铜板产品毛利率与销售净利率情况



数据来源：IFind，东吴证券研究所

公司注重技术与产品自研，部分研发项目已取得显著成果。2021-2022 年，公司在高端消费电子、通讯及数据中心、车载及新能源、高端显示、IC 载板等领域不断拓展产品应用，并持续开发新材料，研发投入显著上升；2023-2025 年 Q1，随着高速系列新品前期研发取得显著成果，转为量产交付，阶段性研发投入减少。整体来看，公司研发投入占营收比重稳定在 5%-6%，坚持核心技术自研，持续提升技术和产品竞争力，部分高端研发项目已取得阶段性成果。

图6：南亚新材 2020-2025Q1 研发投入情况



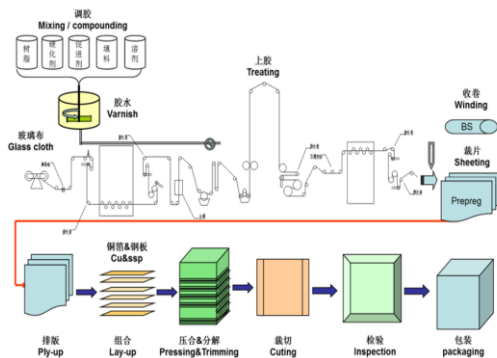
数据来源：南亚新材季报、南亚新材年报，东吴证券研究所

2. 覆铜板行业兼具周期性和成长性，AI 高景气带来新机遇

2.1. 覆铜板为 PCB 主要原材料，终端应用领域广泛

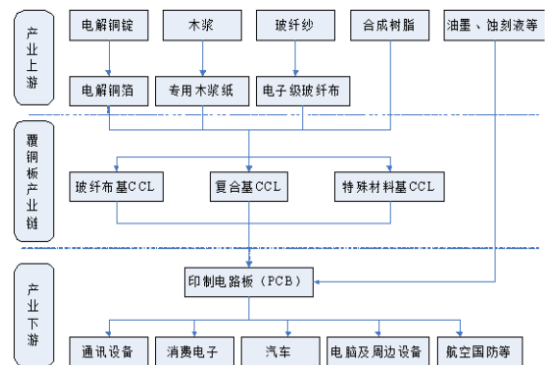
覆铜板（CopperCladLaminate，简称 CCL）全称为覆铜箔层压板，是将增强材料浸以树脂胶液，一面或两面覆以铜箔，经热压而成的一种板状材料，是制作印制电路板的核心材料，担负着印制电路板导电、绝缘、支撑三大功能，对电路中信号的传输速度、能量损失和特性阻抗等有很大的影响，被广泛应用于消费电子、计算机、通讯、汽车电子、航空航天和工业控制等终端领域。

图7：覆铜板制作流程



数据来源：南亚新材年报，东吴证券研究所

图8：覆铜板产业链



数据来源：生益科技可转债说明书，东吴证券研究所

覆铜板细分种类多样，应用场景针对性强。从基材的物理特性加以区分，覆铜板可大致分为刚性覆铜板和挠性覆铜板，其中刚性覆铜板为市场主流需求；按基材增强材料进行分类，刚性覆铜板大致可分为纸基 CCL、玻纤布基 CCL、复合基 CCL、特殊材料基 CCL。其中，玻纤布基 CCL 因其制作工艺不同，可进一步分为常规 FR-4CCL、高

TgFR-4CCL、无卤化 FR-4CCL，特殊材料基按使用场景可分为高速基板、封装基板、射频基板。

从终端应用场景来看，纸基 CCL、玻纤布基 CCL、复合基 CCL 下游聚焦以计算机、通讯、消费电子为主的中低端市场；而特殊材料基 CCL 服务于汽车电子、航空航天、AI 等高端应用场景。

图9：覆铜板产品分类标准

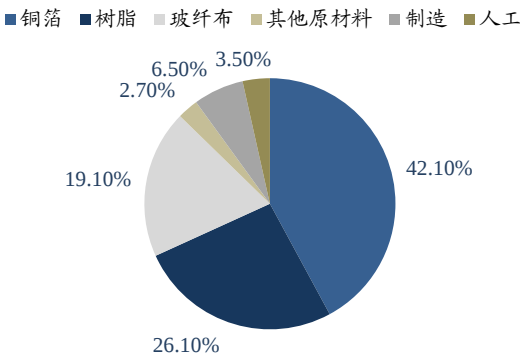
按构造、结构分类	按基材分类	用途
刚性CCL	纸基CCL	通讯设备、家用电器、电子玩具、计算机周边设备等产品。
	玻纤布基CCL	计算机、游戏机、打印机、通讯设备、移动电话基站设备等产品
	复合基CCL	电子产品、家用电器
	环氧树脂类 聚酯树脂类	通讯设备
挠性CCL	聚酯树脂CCL	汽车电子、办公自动化设备等领域
	聚酰亚胺CCL	手机、数码相机、摄像机、笔记本电脑等便携式电子设备，汽车电子、办公自动化设备、仪器仪表、医疗器械、航空航天、国防等领域
特殊材料基CCL	金属类基板	在大功率集成电路、汽车和摩托车、办公自动化、大功率电器设备和电源设备等领域
	陶瓷类基板	在大功率多芯片组件、高频开关电源、变频器、调速电机以及汽车、航天等领域
	耐热热塑性基板	无线网络、卫星通讯、移动电话接收基站等领域

数据来源：生益科技可转债说明书，东吴证券研究所

从产业链上看，覆铜板行业上游主要系铜箔、树脂、玻纤布、专用木浆纸等原材料，材料成本占覆铜板制造成本超过 90%，其中铜箔、树脂和玻纤布占覆铜板材料成本分别在 42%、26%和 19%，价格受大宗商品周期波动显著。

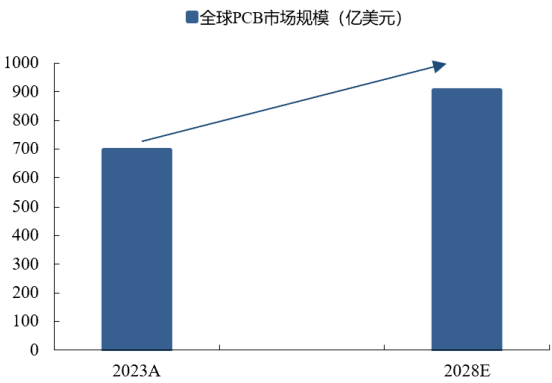
覆铜板是制作印制电路板的核心材料，行业下游以 PCB 为主。根据 Prismark 预测，未来五年，全球 PCB 市场将有望从 2023 年的 695 亿美元扩大到 2028 年的 904 亿美元，复合增长率达 5.4%，发展空间广阔。

图10：2023 年覆铜板成本构成



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

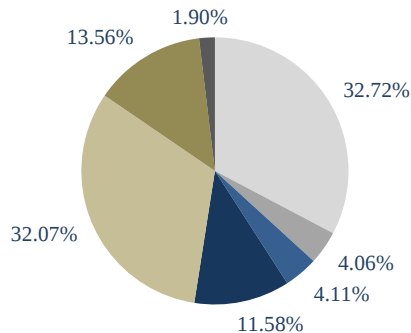
图11：2023-2028 年全球 PCB 市场规模预测



数据来源：Prismark，南亚新材年报，东吴证券研究所

图12: 2022 年 PCB 行业下游应用领域

■ 计算机 ■ 工业领域 ■ 军事/太空 ■ 汽车电子 ■ 通讯 ■ 消费电子 ■ 医药领域

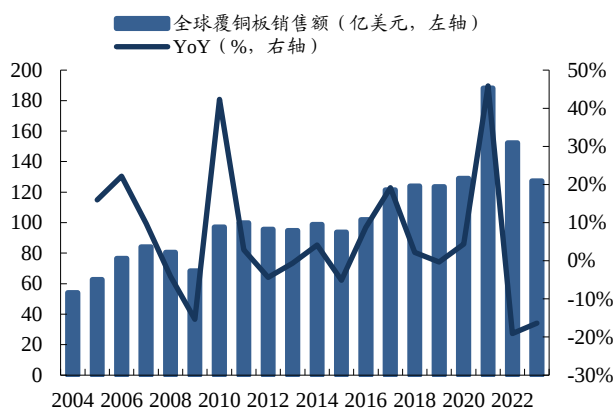


数据来源: 南亚新材招股说明书, 东吴证券研究所

行业销售额周期性波动, 但产品价格中枢稳步上移。根据覆铜板资讯援引 Prismark 数据, 2023 年, 全球刚性覆铜板行业销售额达 127 亿美元; 2004-2023 年间, 全球刚性覆铜板行业整体复合增长率为 4.6%。整体来看, 市场规模虽呈现周期性波动, 但价格中枢稳步上移。

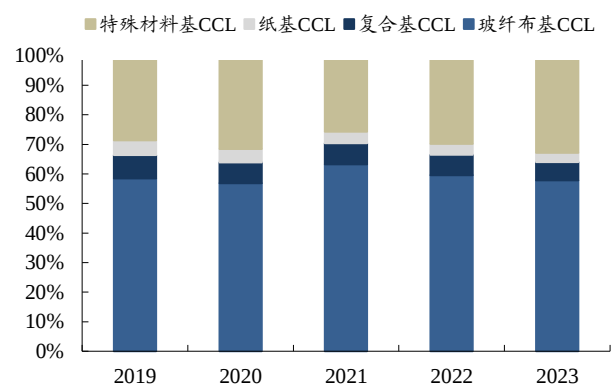
从市场结构来看, 以常规 FR-4CCL 为主的玻纤布基 CCL, 2019-2023 年间市场份额稳定在 60%左右, 为下游市场主要需求。特殊材料基 CCL 市场份额则从 2019 年的 28.59% 增长到 2023 年的 32.89%; 销售额 YoY 普遍高于刚性覆铜板整体销售额 YoY, 向上增速趋势明显。

图13: 2004-2023 年全球刚性覆铜板市场规模



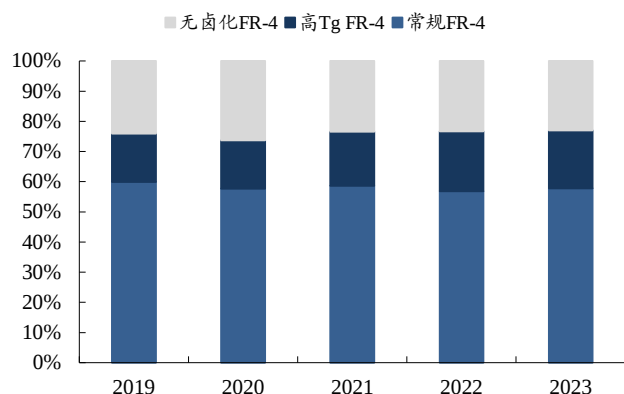
数据来源: Prismark, 覆铜板资讯, 东吴证券研究所

图14: 2019-2023 年全球刚性覆铜板市场结构



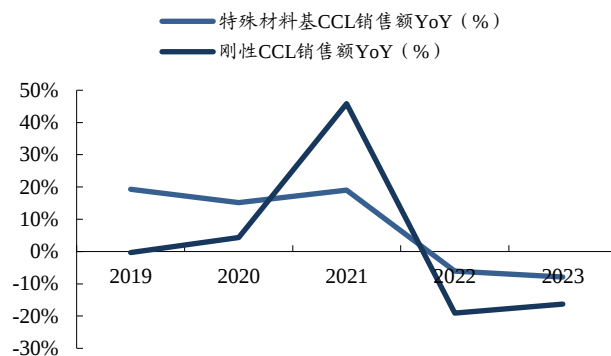
数据来源: Prismark, 覆铜板资讯, 东吴证券研究所

图15：2019-2023 年玻纤布基覆铜板市场结构



数据来源：Prismark，覆铜板资讯，东吴证券研究所

图16：2019-2023 年全球各类覆铜板销售额增速

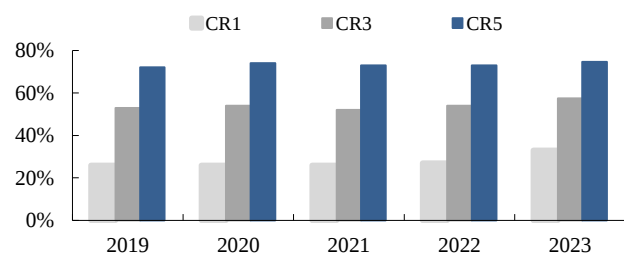


数据来源：Prismark，覆铜板资讯，东吴证券研究所

2.2. 覆铜板上下游齐发力，周期呈修复态势

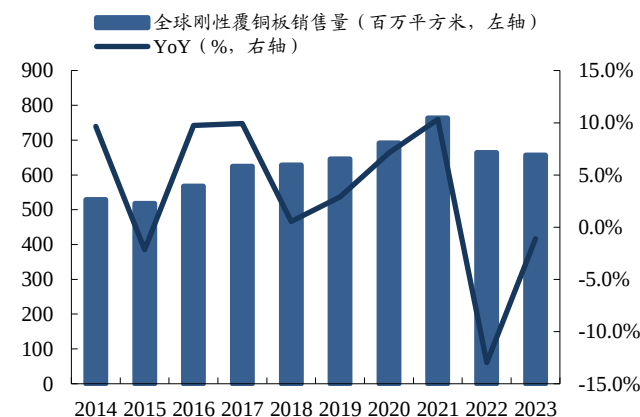
产业链上下游特性导致覆铜板行业周期性波动。从产业链上游来看，覆铜板成本受原材料成本影响较大，由于行业集中度高，头部厂商议价能力突出，若上游大宗商品价格出现波动，可通过提价将成本压力传导至下游 PCB 厂商并增厚自身利润，引起覆铜板销售单价周期性上升。从产业链下游来看，PCB 主要应用于计算机、通讯、消费电子、汽车电子等终端领域，以智能手机、PC 为代表的中低端产品市场渗透率已近饱和，需求与宏观经济强相关，下游传导导致覆铜板需求跟随周期波动。

图17：2019-2023 年覆铜板行业集中度情况



数据来源：Prismark，覆铜板资讯，东吴证券研究所

图18：2014-2023 年全球刚性覆铜板销售量



数据来源：Prismark，覆铜板资讯，东吴证券研究所

上游原材料价格稳中有升，覆铜板销售单价提高。根据 IFind 数据，2024 年 LME 铜价显著上涨，全年累计涨幅达 4.1%，2025 年开年以来，铜价稳定在 9500 美元/吨左右，随着美联储降息周期开始，美元长期走弱趋势增强铜的金融属性吸引力，预期铜价有望进入上行周期。2024 年环氧树脂价格稳定在 12000-13000 元/吨；2025 年 1 月，环

氧树脂市场价回升至 14400 元/吨，价格中枢有望上移。2024 年电子玻纤布受供需失衡及成本压力影响，在 2024 年呈现低位运行，平均售价仅为 3-4 元/平米；2025 年第一季度，玻纤主要下游应用领域需求增加，玻纤产品价格逐步走出周期底部，同比明显提升。上游原材料价格企稳，有望带动覆铜板销售单价上升。

图19：2023 年至今 LME 铜现货结算价



数据来源：IFind，东吴证券研究所

图20：2023 年至今环氧树脂市场价



数据来源：IFind，东吴证券研究所

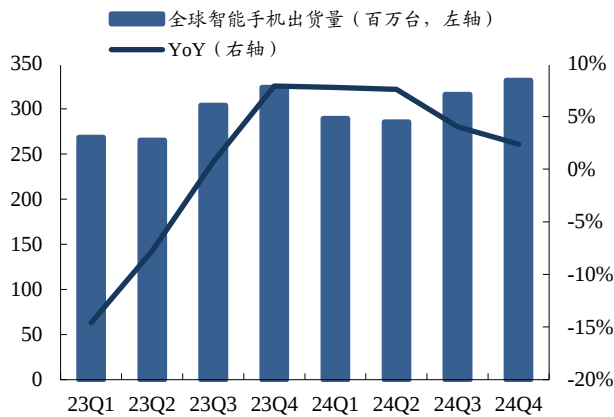
图21：2023 年 1 月-2024 年 9 月宏和科技电子级玻璃纤维布平均售价



数据来源：IFind，东吴证券研究所

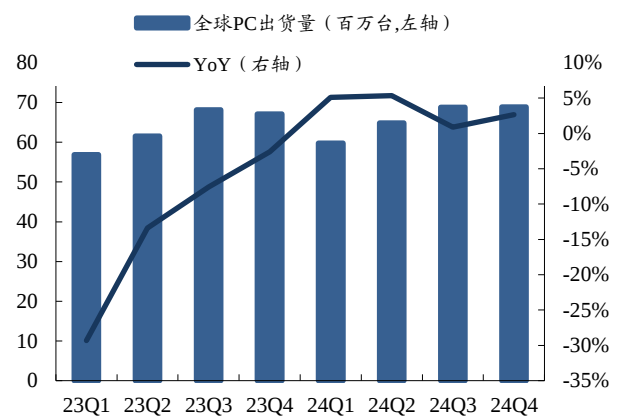
下游主要产品需求回暖，推动覆铜板需求增长。根据 IFind 数据，2023 年全球智能手机市场增速陷入停滞，Q1-Q2 出货量均同比下降超 7%；2024 年出货量回升，Q1-Q4 同比增速分别为 7.74%、7.58%、4.01%、2.38%。2023 年全球 PC 市场规模萎缩，Q1-Q4 出货量较 2022 年均有所下降；2024 年出货量回升，每季度同比增速分别为 5.01%、5.36%、0.88%、2.68%。下游主要产品需求回暖，有望带动覆铜板需求上升。

图22：2023-2024 年每季度全球智能手机出货量



数据来源：IFind，东吴证券研究所

图23：2023-2024 年每季度全球 PC 出货量

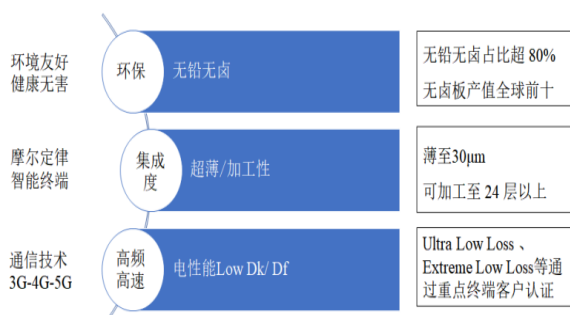


数据来源：IFind，东吴证券研究所

2.3. 高频高速覆铜板带来行业结构性成长，国产替代迎来窗口期

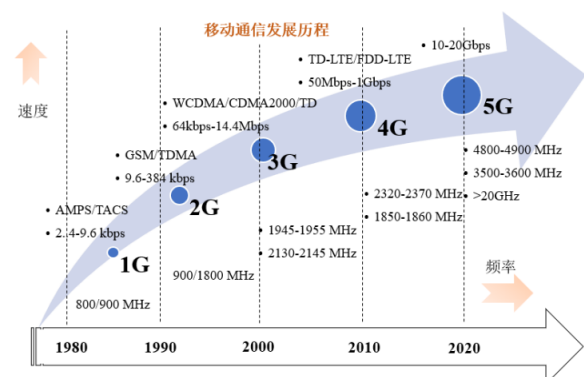
5G 通信技术对电性能要求高，引领覆铜板高频高速化。5G 时代，通信频率已上升到 20GHz 以上频段，传输速率达到 10-20Gbps 以上。在传统的电子产品应用中，应用频率大多数集中在 1GHz 以下，普通覆铜板的电性能可满足其要求。但是高频高速环境下，高频信号本身的衰减严重，叠加其在介质中的传输会受到覆铜板特性的影响，将造成信号失真甚至丧失，因此高频高速应用领域对于覆铜板电性能的要求非常高。为解决高频高速的需求，应对高频信号穿透力差、衰减速度快的问题，5G 通信设备对于覆铜板电性能的主要要求是低介电常数 (Dk)、低介质损耗因子 (Df)。业内根据 Df 将覆铜板分为六个等级，传输速率越高对应需要的 Df 值越低，以 5G 通信为例，其理论传输速度 10-20Gbps，对应覆铜板的介质损耗性能至少需达到中低损耗等级。

图24：覆铜板行业发展情况



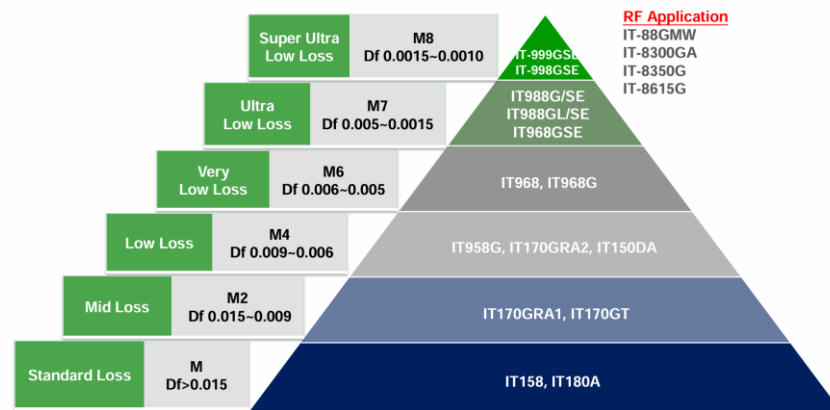
数据来源：南亚新材招股书，东吴证券研究所

图25：移动通信发展历程



数据来源：南亚新材招股书，东吴证券研究所

图26：覆铜板电性能等级划分

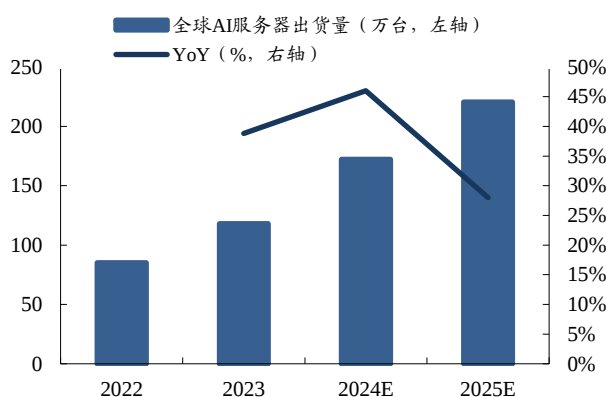


数据来源：联茂电子投资人简报，东吴证券研究所

AI 产业蓬勃发展，为高频高速覆铜板成长注入新的动力。随着 AI 产业深入发展，AI 服务器、以太网交换机成为终端市场新的增长极，市场规模快速拓展，高频高速覆铜板成长空间广阔。根据 Trendforce 数据，2023 年 AI 服务器出货量为 118 万台，预计 2024 年出货量较 2023 年增长 46%，达 172.28 万台，考虑到终端客户对 AI 服务器的强劲需求，2025 年有望年增 28%，出货量增长至 220.52 万台；2024 年全球 AI 服务器产值为 2050 亿美元，占服务器行业总产值的 67%，预计 2025 年 AI 服务器产值达 2980 亿美元，占整体服务器产值比例进一步提升至 72%。

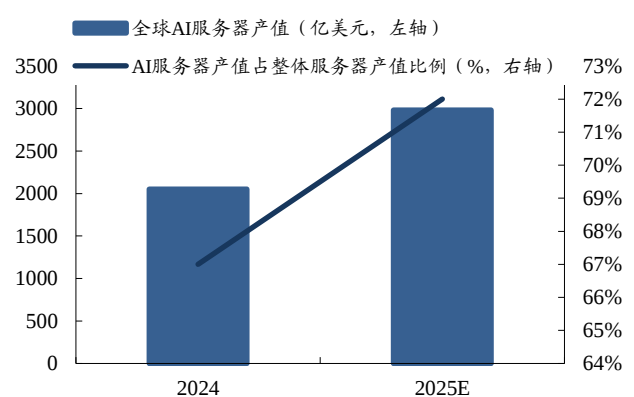
交换机方面，根据 IDC 数据，2023 年全球以太网交换机市场规模达 442 亿美元，同比增长 20.1%；2024 年市场规模为 418 亿美元，因 2023 年供应链异常及积压订单释放导致同期基数过高，全年呈现约 5.4% 的降幅。虽然市场规模有所下滑，但市场对超高速设备需求依旧迫切，2024 年 Q4，200/400GbE 高速交换机收入季度同比增长 147.5%，环比增长 25.9%，预计 2025 年超高速以太网交换机会持续放量，带动产值中枢上移。

图27：2022-2025 年全球 AI 服务器出货量及预测



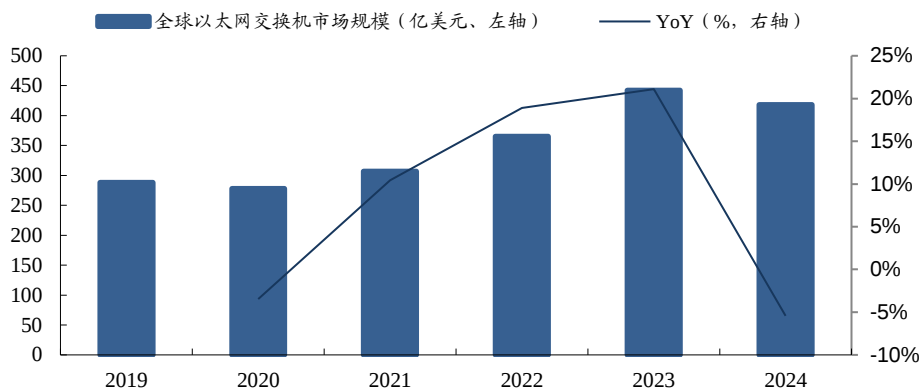
数据来源：Trendforce，东吴证券研究所

图28：2024-2025 年全球 AI 服务器产值情况



数据来源：Trendforce，东吴证券研究所

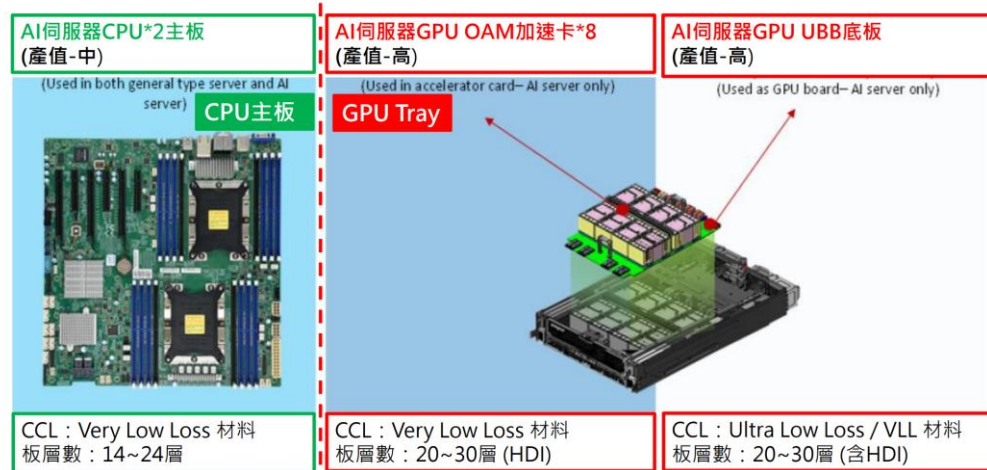
图29：2019-2024 全球以太网交换机市场规模



数据来源：IDC，中商产业研究院，东吴证券研究所

AI 服务器持续升级，覆铜板单机价值量提升显著。AI 大模型应用推动 AI 服务器需求激增，AI 服务器内部 GPU 的更新换代与传输速度的优化是推动人工智能技术发展的核心因素，具备极低损耗，更复杂的加工条件和更高的耐热性的高速材料才能适配 GPU 内部的 UBB，OAM 单元。目前 AI 服务器内部 GPU 需要采用 Very Low Loss 甚至 Ultra Low Loss 材料等级的高频高速覆铜板，覆铜板单机价值量提升显著。

图30：AI 服务器中覆铜板单机价值量高



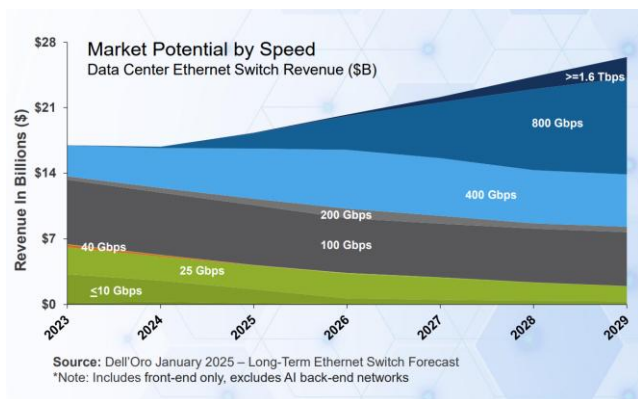
数据来源：联茂电子投资人简报，东吴证券研究所

800G 交换机将迎来大规模放量，为高频高速覆铜板价值量提升赋能。未来随着 AI 技术不断发展，对高性能计算集群提出更高要求，而数据中心内 200/400G 交换机会遇到一定性能瓶颈，交换机向更大的带宽发展已成为必然趋势。目前，业内已有多个企业发布 800Gbps 交换机，2023 年 6 月，华为推出面向多元算力的 800GE 数据中心交换机 CloudEngine16800-X。2023 年 11 月，浪潮信息发布旗舰级 51.2T 高性能交换机 (SC8670EL-128QH)。2024 年 3 月，英伟达推出了适用于 InfiniBand 的 Quantum-X800 和适用于标准以太网的 Spectrum-X800 两大平台。根据 Arista 援引的 Dell'Oro 的报告，

2025 年 800G 交换机将迎来放量，并在 2026 年成为以太网交换机市场的主流选择；1.6T 交换机会紧随着 800G 交换机的渗透，于近几年推出。

随着以太网交换机对传输速率的要求越来越高，PCB 潜在的损耗会更大，需要使用更低损耗的高频高速覆铜板：800G 的以太网交换机内部主芯片的 PCB 需要采用 M8 或以上等级的覆铜板材料。而制作低耗覆铜板难度较大，高频高速覆铜板价值量有望持续上升。

图31：2023-2029 年以太网交换机市场结构变化



数据来源：Dell'Oro，东吴证券研究所

注：2025 年及 2025 年之后为预测值

图32：PCB 规格与 CCL 材料等级随着传输速率提升

	Platform	Purley	Whitley	Eagle Stream	Birch Stream	
Intel	CPU	Skylake	Cascade Lake	Ice Lake	Sapphire Rapids	Emerald Rapids
	Nano Process	14 nm	14 nm+	10 nm	Intel 7	Intel 7
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2021 Q1	2023 H1	2023 H2
	CCL Material	Mid Loss	Mid Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss
AMD	Architecture	Zen	Zen2	Zen3	Zen4	Zen5
	CPU	Naples	Rome	Milan	Genoa	Bergamo
	Nano Process	14 nm (Global Foundries)	7 nm (TSMC)	7 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2020 Q4	2022 Q4	2023
	CCL Material	Mid Loss	Low Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss
	Layer count	8 to 12	8 to 12	12 to 16	16 to 20	16 to 20
	CCL Material	Mid Loss	Low Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss
	Layer count	8 to 12	12 to 16	12 to 16	16 to 20	16 to 20

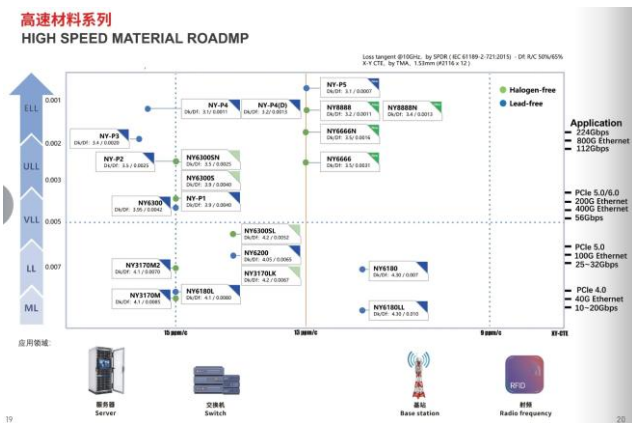
数据来源：联茂电子投资人简报，东吴证券研究所

3. 公司全品类布局，受益行业周期性回暖和结构性成长双重机遇

公司高端覆铜板产品矩阵完善，结构性成长潜力强。在高速覆铜板领域，公司系列产品在 Dk/Df 参数上具有明显优势，是国内率先在各介质损耗等级高速产品全系列通过华为认证的国内覆铜板企业，特别是高端高速产品已在全球知名终端 AI 服务器取得认证，目前已有起量。随着 AI 应用兴起和国内对数字基础设施建设力度加大，算力需求持续增加，AI 服务器、交换机和路由器等硬件需求有望大幅提升，随着公司产能不断扩张，公司有望实现高频高速覆铜板规模放量，带来业绩成长新增长极。

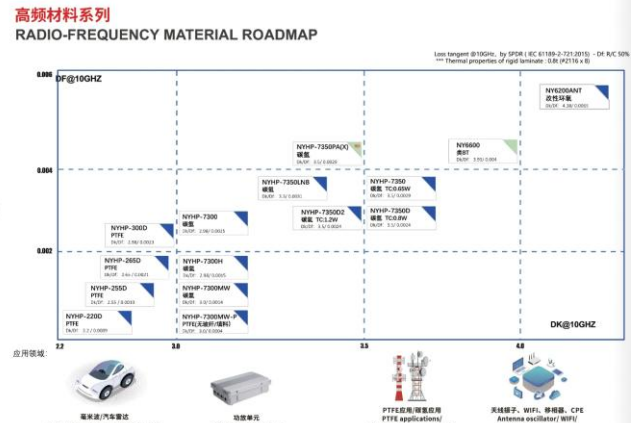
覆铜板周期性回暖，有望带动公司业绩上升。2000 年到 2007 年，公司主要产品为普通 FR-4 覆铜板；2008 年-2014 年，受欧盟法规影响，适应无铅制程、无卤化的环保型覆铜板得到迅速发展。公司把握风口，投入环保化覆铜板的研发及市场化，通过了 Sony Green Partner、台湾欣兴电子、超声电子等客户认证。目前在无铅、无卤覆铜板领域，公司产品技术成熟，综合性能优异，下游 PCB 客户供应链体系较为完善。我们认为随着覆铜板行业周期性修复，覆铜板产品销售额有望迎来扩张，带动公司业绩上升。

图33: 南亚新材高速覆铜板领域产品图



数据来源：南亚新材官网，东吴证券研究所

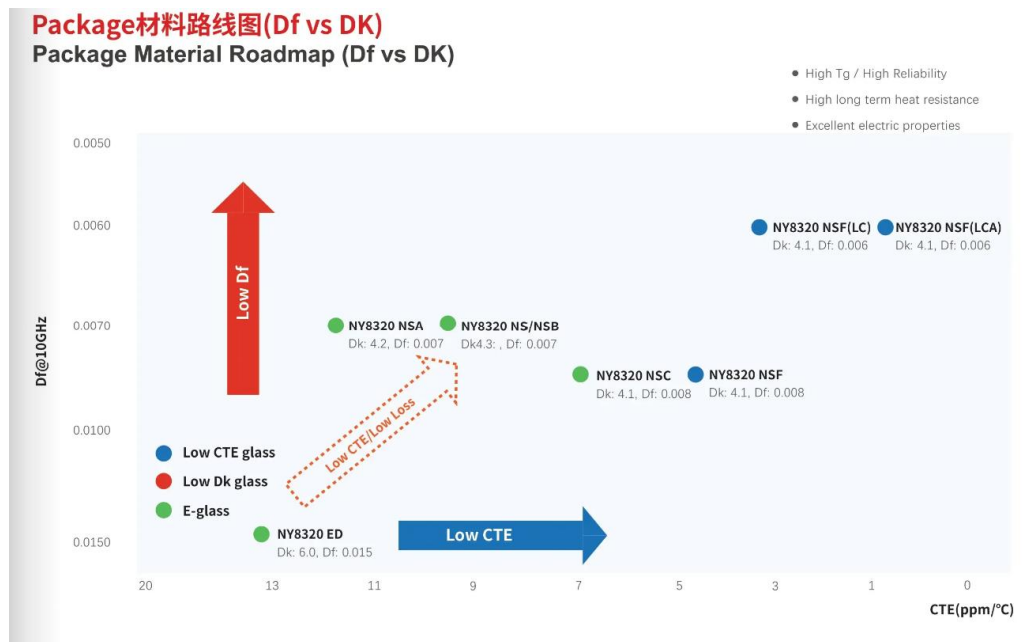
图34: 南亚新材高频覆铜板领域产品图



数据来源：南亚新材官网，东吴证券研究所

IC 封装基板材料已获得多重认证，有望打破日韩企业垄断。目前全球市场几乎由日韩企业垄断，公司针对存储和 ETS 等无芯板领域，已开发优秀的电性能/高刚性低膨胀系数的产品通过 ICS 及终端认证；在手机 DRAM&NANDFlash 上，得到全球手机重要终端客户旗舰版手机的认证以及小批量量产。初期公司聚焦在模块类和 Memory 芯片上起量，下一步侧重高端的 mDRAM、NANDFlash 和处理器芯片，如 LPDDR、UFS、AP 等。

图35: 南亚新材封装材料路线图



数据来源：南亚新材官网，东吴证券研究所

智能驾驶引领汽车材料领域发展，公司提前布局已实现部分量产。在智能电驱动方面，随着新能源汽车 400V 到 800V 快充，公司推出的新材料，经过多家知名终端客户的多次验证，能完全满足其性能符合要求；在智能驾驶方面，汽车智能化的发展，对摄像头、高速算力、激光雷达、毫米波雷达等产品有不同的需求，公司研制出不同等级及类型

材料,可满足其不同应用领域的要求。前述产品认证有序推进,部分领域已实现量产。

图36: 南亚新材车载材料领域产品图



数据来源: 南亚新材官网, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

覆铜板业务: 行业β方面, 覆铜板行业进入周期复苏通道, 产品价格在终端需求回暖驱动下呈现上行趋势。公司α方面, 随着人工智能等前沿技术催生中高端覆铜板增量需求, 公司精准把握产业结构升级机遇, 依托技术优势加速布局高频高速 CCL 等高附加值产品线。双轮驱动下, 我们预计公司覆铜板业务有望在 2025/2026/2027 年实现营业收入 39.79/54.38/62.26 亿元, 同比增速将达到 52.84%/36.67%/14.49%, 对应毛利率将达到 7%/12%/14%。

粘结片业务: 粘结片作为覆铜板配套产品, 有望跟随公司覆铜板销量同步提升。我们预计公司粘结片业务有望在 2025/2026/2027 年实现营业收入 11.07/15.16/18.88 亿元, 同比增速将达到 58.94%/36.92%/24.56%, 对应毛利率将达到 30%/30%/30%。

投资建议: 我们预计公司 2025/2026/2027 年实现营业收入 51.36/70.01/81.62 亿元, 归母净利润分别达到 2.88/5.50/8.55 亿元, 归母净利润同比增速达到 473%/91%/56%, 2025-2027 年归母净利润对应 5 月 27 日 PE 倍数为 28/15/9 倍。可比公司方面, 目前 A 股覆铜板企业主要包括生益科技、南亚新材、华正新材及金安国纪, 但目前暂无华正新材及金安国纪盈利预测, 万得一致预期下, 生益科技 2025-2027 年归母净利润对应 5 月 27 日 PE 倍数为 23/19/15 倍, 考虑公司高端覆铜板逐步放量带来的成长性, 我们认为南亚新材应享有估值溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图37：重点公司估值（收盘日期：2025 年 5 月 27 日）

代码	公司	总市值（百万元）	归母净利润（百万元）			PE			投资评级
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
600183.SH	生益科技	61,924.40	1738.67	2646.10	3346.28	35.62	23.40	18.51	未评级
603186.SH	华正新材	3,648.29	(97.43)			-			未评级
002636.SZ	金安国纪	6,144.32	37.06			165.79			未评级
	均值					100.70	23.40	18.51	
688519.SH	南亚新材	8,005.90	50.32	288.18	549.70	159.10	27.78	14.56	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所，华正新材、金安国纪目前暂无万得盈利预测，生益科技盈利预测来自万得一
致预期

5. 风险提示

下游需求不及预期：服务器/AI 服务器是公司高端覆铜板需求的核心下游应用之一，若下游算力需求不及预期，或导致公司高端覆铜板放量受阻。

上游原材料波动影响成本：覆铜板核心原材料铜箔、玻纤布、树脂周期波动显著，若原材料价格波动传导不畅，或将造成公司营收、利润低于预期。

市场竞争加剧：国内覆铜板行业产能仍在扩张，若终端数据中心建设、消费电子及汽车电子市场回暖不及预期，或将加剧覆铜板供需失衡压力。

南亚新材三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,796	3,858	5,085	6,409	营业总收入	3,362	5,136	7,001	8,162
货币资金及交易性金融资产	422	1,093	1,376	2,140	营业成本(含金融类)	3,071	4,528	5,897	6,727
经营性应收款项	2,023	2,264	3,073	3,563	税金及附加	10	15	21	24
存货	350	499	635	705	销售费用	45	65	94	107
合同资产	0	0	0	0	管理费用	65	103	140	163
其他流动资产	1	1	1	1	研发费用	171	282	420	531
非流动资产	1,775	1,761	1,730	1,686	财务费用	(1)	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4	加:其他收益	84	51	70	82
固定资产及使用权资产	1,377	1,360	1,329	1,285	投资净收益	(1)	2	(1)	0
在建工程	207	207	207	207	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	55	55	55	55	减值损失	(35)	(35)	(40)	(50)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	50	161	458	641
其他非流动资产	132	135	135	135	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	4,572	5,618	6,815	8,095	利润总额	50	161	458	641
流动负债	1,884	2,903	4,038	5,222	减:所得税	(1)	(127)	(92)	(214)
短期借款及一年内到期的非流动负债	183	528	1,028	1,828	净利润	50	288	550	855
经营性应付款项	1,292	1,905	2,481	2,830	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2	3	3	4	归属母公司净利润	50	288	550	855
其他流动负债	408	468	525	560	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.21	1.21	2.30	3.59
非流动负债	258	253	253	253	EBIT	50	161	458	641
长期借款	45	45	45	45	EBITDA	183	319	629	825
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	8.65	11.84	15.76	17.58
租赁负债	13	13	13	13	归母净利率(%)	1.50	5.61	7.85	10.48
其他非流动负债	200	195	195	195	收入增长率(%)	12.70	52.78	36.32	16.58
负债合计	2,142	3,157	4,291	5,476	归母净利润增长率(%)	138.86	472.69	90.75	55.59
归属母公司股东权益	2,429	2,462	2,523	2,620					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,429	2,462	2,523	2,620					
负债和股东权益	4,572	5,618	6,815	8,095					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	325	727	411	863	每股净资产(元)	10.19	10.32	10.58	10.98
投资活动现金流	(103)	(140)	(141)	(140)	最新发行在外股份(百万股)	238	238	238	238
筹资活动现金流	(92)	84	12	41	ROIC(%)	1.80	10.08	16.51	21.07
现金净增加额	131	671	282	764	ROE-摊薄(%)	2.07	11.71	21.78	32.65
折旧和摊销	133	157	171	184	资产负债率(%)	46.86	56.18	62.97	67.64
资本开支	(140)	(140)	(140)	(140)	P/E(现价&最新股本摊薄)	159.10	27.78	14.56	9.36
营运资本变动	101	249	(350)	(226)	P/B(现价)	3.30	3.25	3.17	3.06

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>