



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 06 月 03 日

基础数据

05 月 30 日收盘价（元）	25.20
总市值（亿元）	79.97
总股本（亿股）	3.17

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：姚康

S0190520080007

yaokang@xyzq.com.cn

分析师：王恬恬

S0190524040002

wangtiantian22@xyzq.com.cn

奥士康(002913.SZ)

牵手日本名幸，下游汽车、AI PC、服务器三翼齐飞

投资要点：

- **牵手日本名幸，积极布局 AI、汽车等高端领域。**奥士康从事 PCB 制造，产品广泛应用于通信、高端消费电子、汽车电子、数据存储及服务器等领域。凭借着丰富的产品和良好的服务，公司客户群体不断壮大，目前已积累了包括华为、中兴、Hitachi、比亚迪、索尼、三星、小米、霍尼韦尔等在内的一系列国内外头部客户。2025 年 2 月，奥士康与名幸电子签订《合资协议》，名幸对奥士康的泰国工厂进行增资，增资后奥士康持有泰国工厂 85.10%的股份、香港 Meiko 持有 14.90%的股份，名幸将为奥士康泰国基地注入强大的海外工厂管理智慧，有望推动公司在下游领域业务的高效布局，加速公司现有产品在 AI 服务器、AI PC、通信及网络设备、汽车电子等领域的推广与应用，有助于提升公司综合竞争力和市场地位。
- **AI PC+服务器推陈出新，带动 PCB 价值量提升。**随着 AI 逐渐渗透进各行各业，模型能力也日趋成熟，AI 赋能下，端侧硬件创新浪潮开启，AI PC 渗透率持续提升。同时 AI 应用端的放量需要算力基础设施的支持，海外云厂 Capex 指引保持乐观，带动 AI 服务器需求不断增长。算力的提升和结构设计的复杂化推动 PCB 规格向高多层、HDI 方向发展，所使用的 CCL 材料规格也进一步提升，PCB 价值量持续增长。公司在 AI PC 和 AI 服务器领域均有深入布局，产品多次获供应商高度认可，未来有望快速放量。
- **汽车智能化渗透，车用 PCB 需求快速增长。**2025 年伊始，比亚迪、吉利、奇瑞三大自主车企相继发布了重磅辅助驾驶方案，辅助驾驶平权时代开启，汽车智能化渗透率提升。相比传统燃油车，新能源汽车新增三电和智能化模块，辅助驾驶部分类似于服务器主板，产品规格高端，带动单车 PCB 价值量大幅增加。公司作为汽车行业的重要供应商，PCB 产品覆盖车身控制、照明系统、驾驶辅助、碰撞规避、雷达系统等，名幸电子的下游也以汽车为主，二者强强联合将进一步打开公司汽车板领域成长空间。
- **盈利预测与估值：**基于 AI PC 和汽车智能化渗透率持续提升，公司牵手日本名幸后有望在技术和客户方面都将更上一层楼，同时公司前期深入布局的 AI 服务器未来有望放量，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.29、7.20 和 8.65 亿元，对应 2025/5/30 收盘价 PE 为 15.1、11.1 和 9.2 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**AI PC 渗透进度不及预期，AI 服务器放量不及预期，原材料价格大幅上涨

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4566	5571	6654	7730
同比增长	5.5%	22.0%	19.4%	16.2%
归母净利润（百万元）	353	529	720	865
同比增长	-31.9%	49.9%	36.1%	20.1%
毛利率	23.2%	23.9%	26.0%	27.0%
ROE	8.1%	11.4%	14.5%	16.1%
每股收益（元）	1.11	1.67	2.27	2.73
市盈率	22.6	15.1	11.1	9.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 牵手日本名幸，积极布局 AI、汽车等高端领域.....	4
（一） 产品布局全面，客户持续开拓	4
（二） 牵手日本名幸，强强联合提升市场竞争力	5
（三） 产品结构不断升级，把握 AI、汽车领域成长机会.....	6
二、 AI PC+服务器推陈出新，带动 PCB 价值量提升.....	7
（一） 端侧 AI 开启硬件创新浪潮，算力需求高速增长	7
（二） 算力提升和结构设计复杂化，PCB 价值量提升.....	10
（三） 产品获客户广泛认可，服务器+AI PC 助力业绩增长.....	13
三、 汽车辅助驾驶渗透，车用 PCB 需求快速增长.....	15
（一） 辅助驾驶平权时代开启，汽车智能化持续渗透.....	15
（二） 受益于电动化、智能化，汽车板用量快速增长.....	16
（三） 名幸参股赋能，打开汽车板成长空间	18
四、 盈利预测与估值.....	19
五、 风险提示.....	20

图目录

图 1、 奥士康发展历程.....	4
图 2、 收入按产品规格分类（2024 年报数据）.....	4
图 3、 公司下游客户.....	5
图 4、 公司股权结构（截至 2025 年 4 月 10 日）.....	5
图 5、 公司营业收入情况	7
图 6、 公司归母净利润情况.....	7
图 7、 公司利润率水平变化.....	7
图 8、 公司费用率水平变化.....	7
图 9、 企业整体 AI 开支从 2023 年的 23 亿美金上升到 2024 年的 138 亿美金	8
图 10、 北美 CSP 云厂商季度资本开支快速增长（单位：亿美元）.....	8
图 11、 英伟达官方提供的 Rubin Ultra NVL144 和 Rubin Ultra NVL576 参数	9
图 12、 苹果 IOS 18.1 AI 相关功能	9
图 13、 2027 年 AI 手机存量规模有望破 10 亿部.....	10
图 14、 全球 2024 年和 2025 年 AI PC 预测.....	10
图 15、 通信板主要应用领域.....	11
图 16、 数据中心结构.....	11
图 17、 服务器用 PCB	11
图 18、 随着速率提升，PCB 规格也有明显升级	12
图 19、 AI 服务器中高多层板和 HDI 板.....	12
图 20、 SLP 线宽线距介于 HDI 和 IC 载板之间.....	13
图 21、 奥士康技术能力	14
图 22、 奥士康荣获超威半导体（AMD）两项荣誉认证.....	14
图 23、 比亚迪“天神之眼”覆盖全车型	15
图 24、 我国辅助驾驶 L2 及以上渗透率持续提升	16
图 25、 中国汽车月度销量	16
图 26、 我国新能源汽车销量.....	16

图 27、 全球汽车 PCB 应用及市场规模分布图 17

图 28、 电动化带动单车 PCB 价值量大幅提升（单位：元） 17

图 29、 博世毫米波雷达结构..... 18

图 30、 毫米波雷达 PCB 对基材要求很高 18

图 31、 特斯拉 HW4.0 正面 PCB 18

图 32、 公司汽车板客户 19

图 33、 名幸下游以汽车为主、产品类型高端 19

表目录

表 1、 公司产能分布情况 6

表 2、 公司收入分拆..... 20

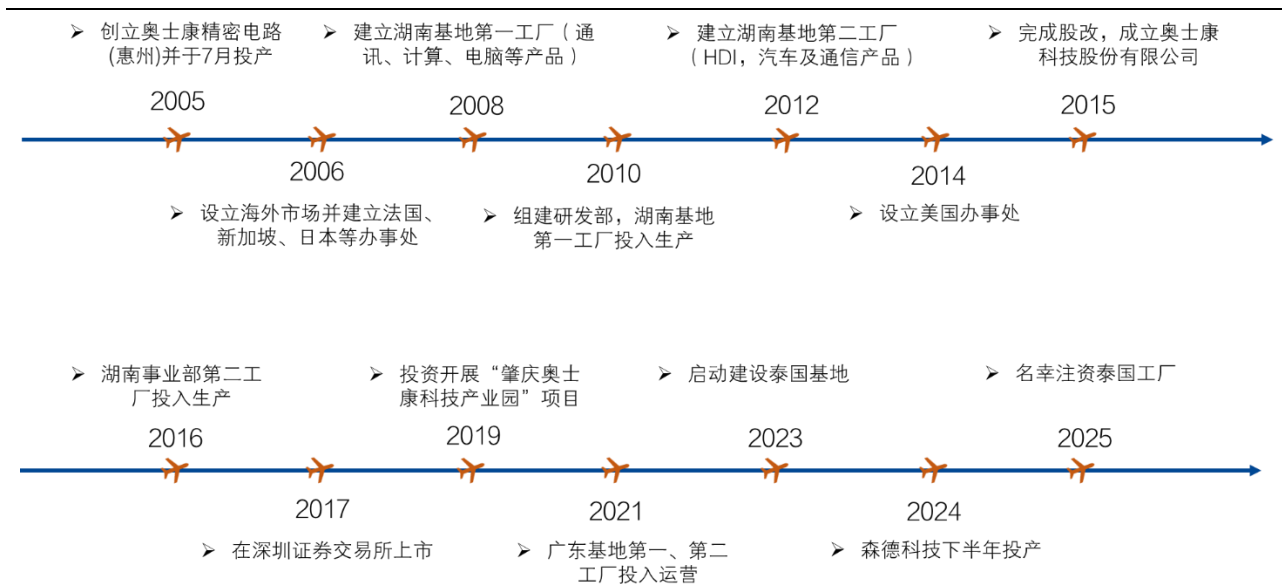
表 3、 可比公司盈利预测及估值（采用 2025 年 5 月 30 日的估值） 20

一、牵手日本名幸，积极布局 AI、汽车等高端领域

（一）产品布局全面，客户持续开拓

奥士康成立于 2005 年，2017 年 12 月上市，专注于高密度印制电路板（PCB）的研发、生产和销售。据《第二十三届（2023）中国电子电路行业主要企业榜单》，奥士康位于综合 PCB100 第十八位，内资 PCB100 第九位。

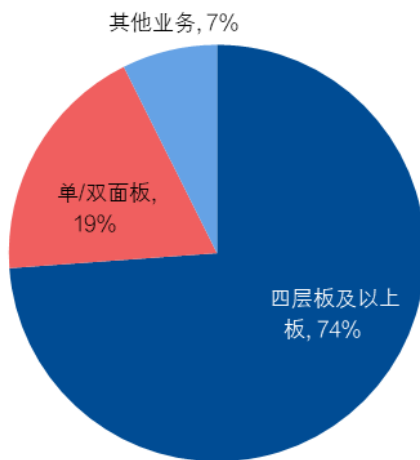
图1、奥士康发展历程



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司产品以四层及以上板为主，2024 年占比 74%，产品广泛应用于通信、高端消费电子、汽车电子、数据存储及服务器等领域。

图2、收入按产品规格分类（2024 年报数据）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

多年来，凭借着丰富的产品和良好的服务，公司客户群体不断壮大，目前已积累了包括华为、中兴、Hitachi、比亚迪、索尼、三星、小米、霍尼韦尔等在内的一系列国内外头部客户。同时，公司通过优化产品结构、提升服务质量，积极开拓新客户。

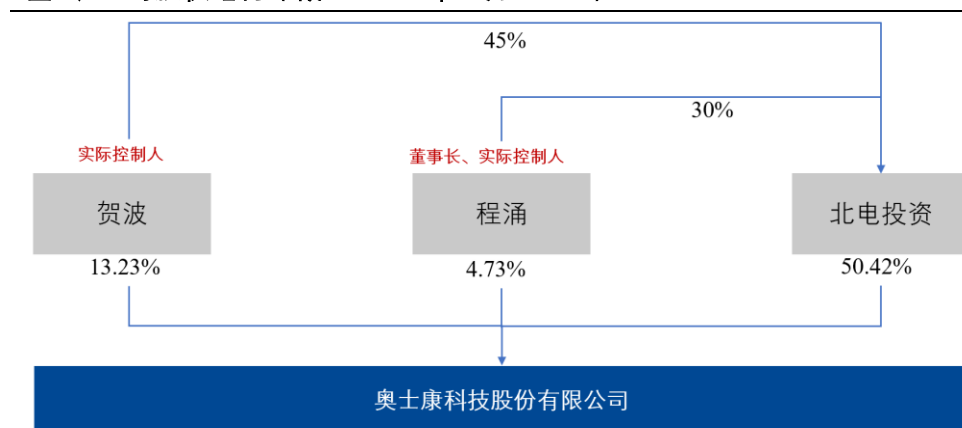
图3、公司下游客户

数据存储及服务器					数据存储及服务器				
wistron	ASUS	Inventec	Lenovo	HQ HONGKONG	H3C	HUAWEI	Sagemcom	AELETA	T&W
Fujitsu	Synaptics	COMPAL	USF	Quanta Computer	Ruckus	NEUBOT	FiberHome	中兴通讯	KAON
MINITECH	Great Wall	inspur	FOXCONN	ZTE中兴	Alcatel-Lucent	Accon			
HP/HPD/HPD Enterprise	H3C	HUAWEI			汽车				
					HITACHI Inspire the Next	FORVIA	BYD	HYUNDAI MOBIS	clarion
					SMIL	TEL	NIO	LITEON	SL Corporation
					YAZAKI	德赛西威	Pioneer	BorgWarner	
高端消费电子					数字能源及其他				
长虹 CHANGHONG	SIEMENS	Galileo	SONY	YAMAHA	Itron	SAGEM	JABIL	Honeywell	enics
SAMSUNG	EPSON	SHARP	Panasonic	CVTE					
B/S/H/	OPPO	SKYWORTH	MI						

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司股权结构集中，实际控制人为程涌和贺波夫妇，分别直接持有公司 4.73%和 13.23%的股份，持有北电投资间接持股 37.8%，二人合计持股共计 55.8%，能够对公司形成较好的管理。

图4、公司股权结构（截至 2025 年 4 月 10 日）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）牵手日本名幸，强强联合提升市场竞争力

公司目前有三大生产基地，分别位于广东肇庆、湖南益阳和泰国。其中，广东基地是公司目前最大的高端智能产业基地，主要生产高端汽车电子电路、任意互联 HDI、5G 通信、大数据、云储存等，月产能 54 万平方米；湖南益阳以创新见长，

成功量产的“25x37”，“25x43” PCB 大尺寸产品，打破了行业一直无法突破的速度瓶颈，生产速度大幅提升，产品广泛应用于通讯网络、高端消费电子、汽车、电脑、工控医疗等领域。

表1、公司产能分布情况

工厂	主要产品	月产能（万平方米/月）
广东基地	高端汽车电子、任意互联 HDI、5G 通信等	54
湖南基地	通讯网络、高端消费电子、汽车、工控等	20
泰国基地	汽车电子、NB、通讯网络、服务器、交换机、能源等	一期为每月 12 万平方米

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

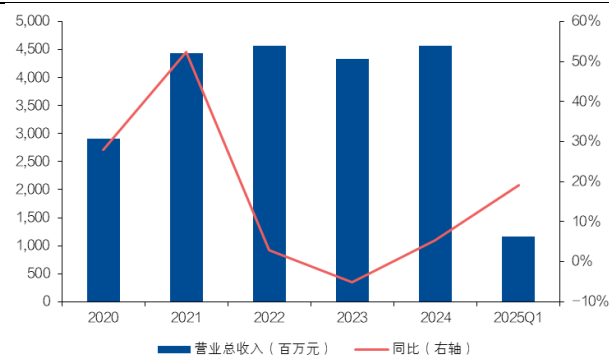
泰国生产基地成立于 2023 年 2 月，是奥士康打造的全新智能化 PCB 生产基地，一期建设产能为每月 12 万平方米，产品主要覆盖汽车电子、NB、通讯网络、服务器、交换机、能源等产品领域。

2025 年 2 月，奥士康与名幸电子（Meiko）及其全资子公司香港 Meiko 签订《合资协议》，名幸对奥士康的泰国工厂进行增资，增资后奥士康持有泰国工厂 85.10% 的股份、香港 Meiko 持有 14.90% 的股份。Meiko 成立于 1975 年，是日本知名的 PCB 厂商，产品种类丰富，包括双面板、多层板、HDI 板、Any-layer 板、软板、软硬结合板等，产品应用于车用电子、通讯设备、工业设备、娱乐/家用电器等领域。此次合作，Meiko 将以其卓越的海外管理经验和领先的行业地位，为奥士康泰国基地注入强大的海外工厂管理智慧，有望推动公司在下游领域业务的高效布局，加速公司现有产品在 AI 服务器、AI PC、通信及网络设备、汽车电子等领域的推广与应用，持续提升公司综合竞争力和市场地位。

（三）产品结构不断升级，把握 AI、汽车领域成长机会

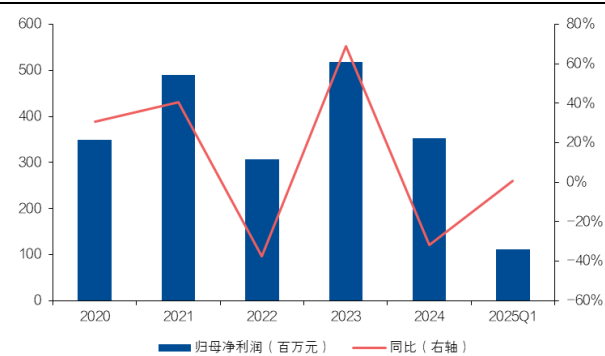
近年来，公司积极拓展客户、提升产品规格，经营业绩整体稳健提升，2018-2024 年收入 CAGR 为 11.65%。利润方面，2022 年利润下滑主要因为下游需求疲软，且公司确认股份支付费用和工厂搬迁影响，进入 2023 年，公司积极调整产品结构，利润已有明显改善。2024 年公司实现收入 45.66 亿元，同比增长 5.45%，实现归母净利润 3.53 亿元，同比下滑 31.88%，主要因为 24Q3 人民币大幅升值，汇兑损失较多；公司在 2025Q1 实现了向上拐点，实现营业收入 11.64 亿元，同比增长 19.16%，实现归母净利润 1.12 亿元，同比增长 0.61%。

图5、公司营业收入情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

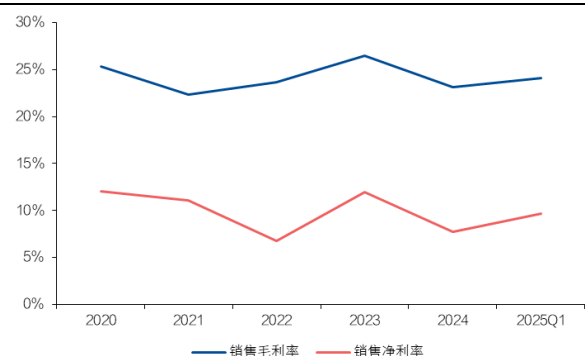
图6、公司归母净利润情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

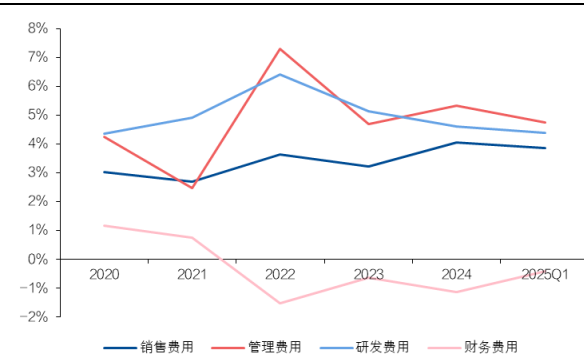
利润率方面，公司毛利率波动上升，2025Q1 公司毛利率为 24.06%，已有明显提升，随着未来产品结构升级，利润率有望继续增长。费用率方面，公司持续注重研发，推动产品创新，把握 AI 算力、AI PC 及汽车电子领域的增长机会。

图7、公司利润率水平变化



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司费用率水平变化



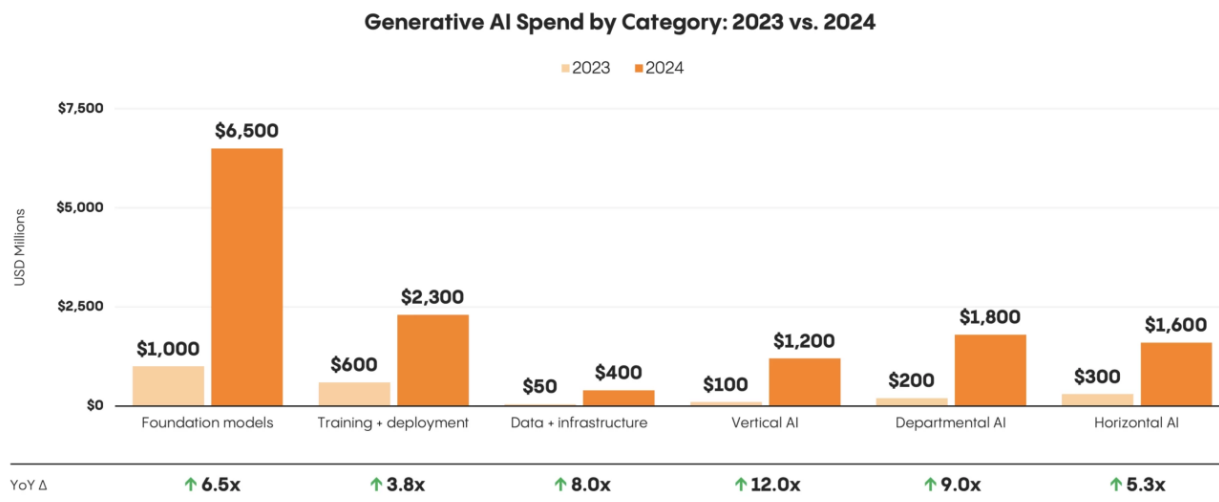
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、AI PC+服务器推陈出新，带动 PCB 价值量提升

（一）端侧 AI 开启硬件创新浪潮，算力需求高速增长

从 Chatgpt 引爆 AI 海啸至今，数据中心建设和端侧应用齐头并进，带动相关产业链需求强劲增长。根据信息平权援引 Menlo VC 的企业 AI 应用报告，企业整体 AI 开支从 2023 年的 23 亿美金上升到 2024 年的 138 亿美金。其中基础模型开支是最大部分，模型部署、应用层的增速更快。

图9、企业整体 AI 开支从 2023 年的 23 亿美金上升到 2024 年的 138 亿美金

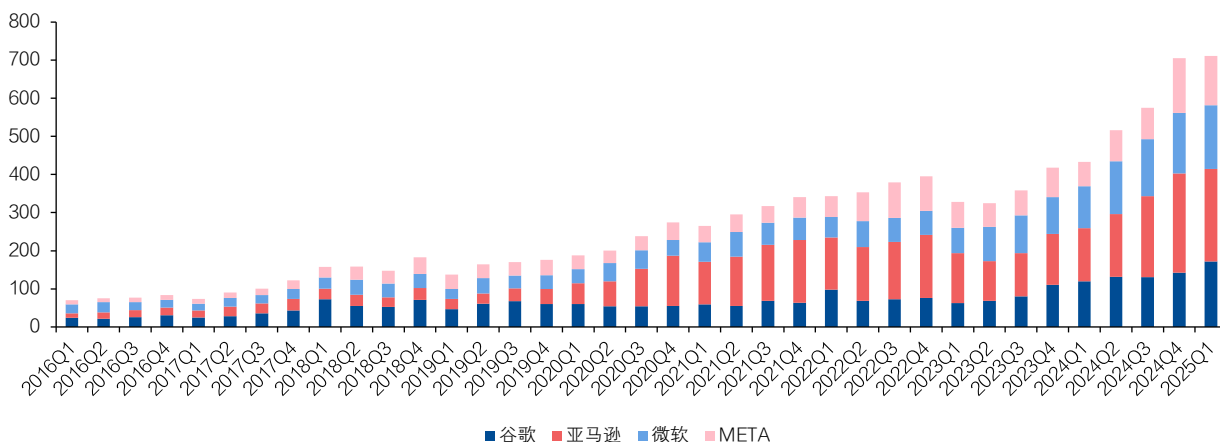


数据来源：信息平权，Menlo Ventures，兴业证券经济与金融研究院整理

首先，在算力基础设施需求方面，我们在专题《Deepseek 拉动推理需求爆发，服务器架构创新催生 PTFE PCB 需求》中有过论述，今年以来 Deepseek 的推出引起了市场对未来算力需求的担忧，我们认为，虽然 Deepseek 降低了 pre-training 阶段的成本，但加速应用落地后推理侧需求有望爆发，同时，海外巨头仍在探索大算力下更强大的模型。

近期北美 CSP 厂商陆续发布业绩，2025Q1 资本支出再创新高，且各家公司对于 capex 的指引也十分乐观，Meta 再次上修了全年 capex 指引，上调至 640~720 亿美元，高于上季度的全年 600~650 亿美元指引；微软也预计下个季度的 capex 将环比增加，证明了全球算力需求仍然在高速增长期，为算力链条带来机会。

图10、北美 CSP 云厂商季度资本开支快速增长（单位：亿美元）



数据来源：各公司财报、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：微软已根据实际日历年调整财年口径

在 3 月最新的 GTC 大会上，英伟达 CEO 黄仁勋推出全新旗舰芯片 Blackwell Ultra GPU，并分享了基于下一代 Rubin GPU 架构的 Vera Rubin 超级芯片、Vera Rubin NVL144 机架和 NVL576 机架设计，性能进一步升级。同时，黄仁勋还表示美国四大公有云供应商亚马逊、微软、谷歌和甲骨文在 2024 年购买了 130 万块英伟达老一代的 Hopper AI 芯片。2025 年迄今，这一阵营已购买 360 万块 Blackwell AI 芯片，预计 2028 年数据中心资本支出规模突破 1 兆美元，对未来算力需求相当看好。

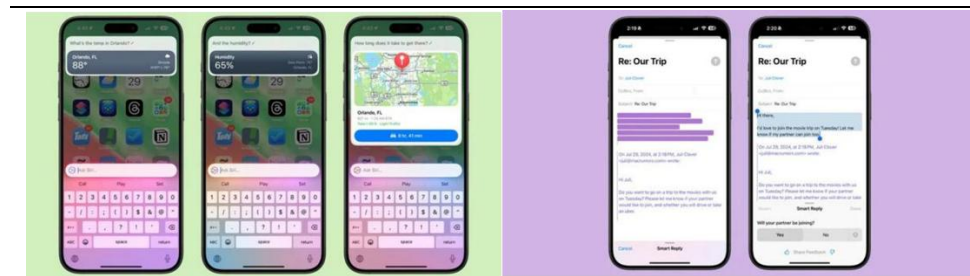
图11、英伟达官方提供的 Rubin Ultra NVL144 和 Rubin Ultra NVL576 参数



数据来源：腾讯科技，兴业证券经济与金融研究院整理

端侧方面，AI 手机、AI PC 层出不穷，消费终端进入 AI 时代。Apple Intelligence 陆续上线全球，有望推动销量增长。北京时间 2024 年 10 月 29 日，苹果面向用户推送 iOS 18.1 正式版系统更新，Apple Intelligence 功能正式上线。美东时间 2025 年 3 月 31 日，苹果在官网表示伴随着系统更新，Apple Intelligence 正式向全球更多用户开放，不再局限于早期的美英用户。

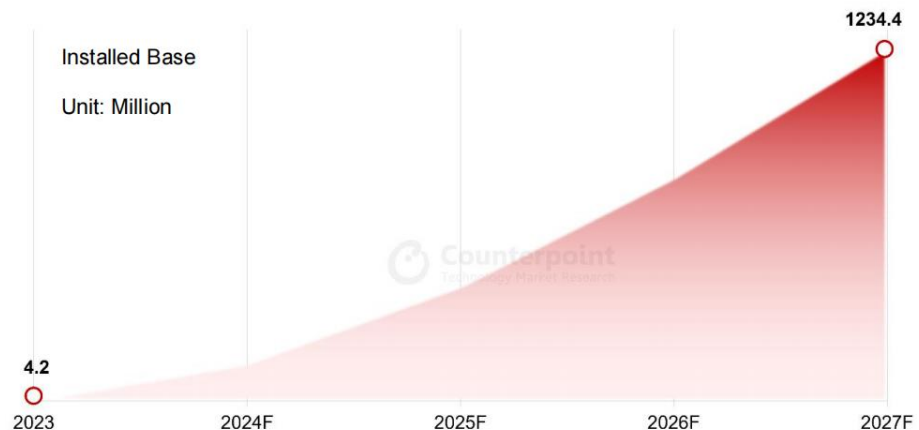
图12、苹果 IOS 18.1 AI 相关功能



数据来源：同顺号、快科技，兴业证券经济与金融研究院整理

IDC 预测 2024 年 AI 手机出货量为 1.7 亿部，渗透率为 15%，Counterpoint 预计 2027 年 AI 手机出货量超 5.5 亿部，渗透率达 43% 左右，存量规模预计达 12.3 亿部，出货量快速增长，市场空间广阔。

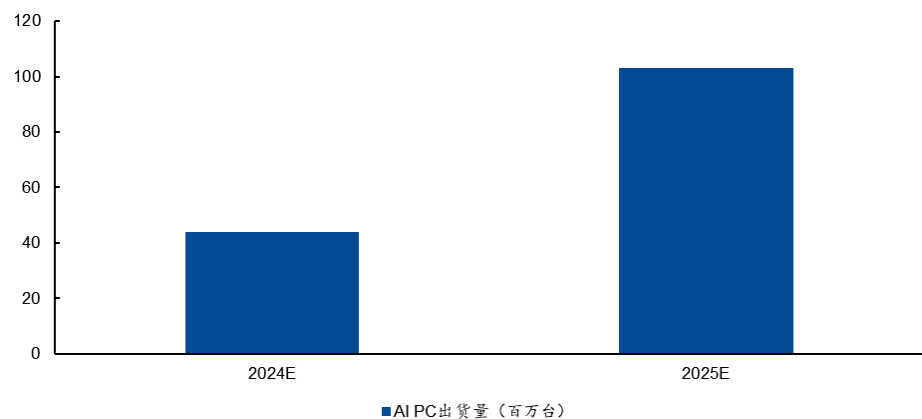
图13、2027 年 AI 手机存量规模有望破 10 亿部



数据来源：Counterpoint AI 360 Service，兴业证券经济与金融研究院整理

AI 加速落地 PC 端侧，AI PC 渗透率预计将快速提高。全球硬件龙头持续推出 AI 处理器、AI 大模型快速迭代，AI PC 出货量预计将快速增长。Canalys 预测，2024 年 AI PC 出货量将达到 4400 万台，2025 年有望达到 1.03 亿台。AI 加速落地笔电端侧，预计将带动笔电行业迎来一波换机潮，笔电行业迎新增长动力。

图14、全球 2024 年和 2025 年 AI PC 预测



数据来源：Canalys，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）算力提升和结构设计复杂化，PCB 价值量提升

通信板属于 PCB 的一种，主要用于无线网、传输网、数据通信和固网宽带领域，制造基站设备、OTN 传输设备、路由器、交换机、服务器和 OLT、ONU 等设备，产品以背板、高速多层板、高频微波板等为主。

图15、通信板主要应用领域

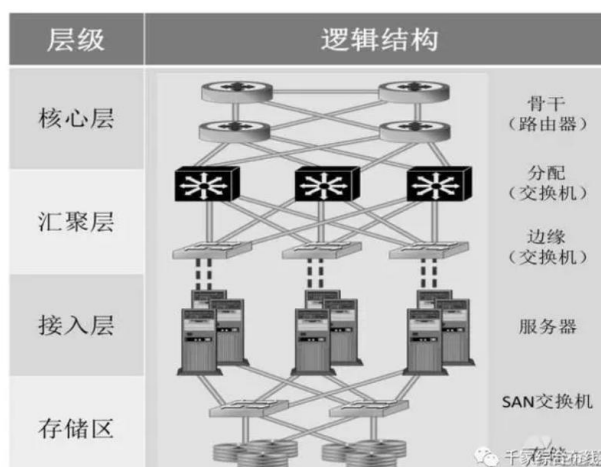
应用领域	主要设备	相关 PCB 产品	特征描述
通信	无线网	通信基站	背板、高速多层板、高频微波板、多功能金属基板
	传输网	OTN 传输设备、微波传输设备	背板、高速多层板、高频微波板
	数据通信	路由器、交换机、服务/存储设备	高速材料、大尺寸、高多层、高密度、多种背钻、刚挠结合、高频材料及混压
	固网宽带	OLT、ONU 等光纤到户设备	高速材料、大尺寸、高多层、高密度、多种背钻、刚挠结合 多层板、刚挠结合

数据来源：深南电路招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

数据中心是通信 PCB 的主要应用领域之一。数据中心三大件服务器、网络（交换机、路由器）、存储使用了大量的 PCB，以服务器为例，主要用到 4 类 PCB：

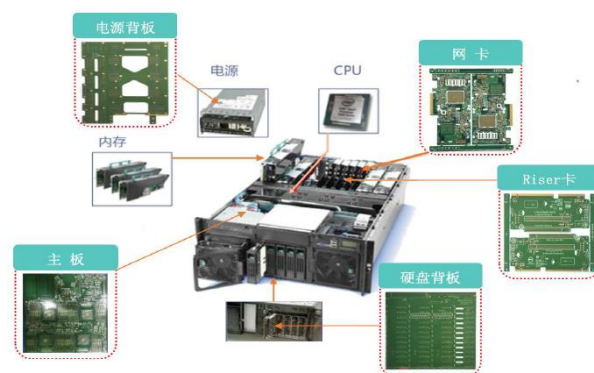
- 1) 背板，用于承载各类 Line cards，板厚 4mm 以上，层数往往超过 20 层，纵横比超过 14:1；
- 2) LC 主板，一般在 16 层以上，板厚在 2.4mm 以上，外层线路宽线距设计通常在 0.1mm 及以下，并对信号损耗有着较高的要求；
- 3) LC 以太网卡，10 层以上，板厚 1.6mm 左右；
- 4) Memory 卡，受面积限制，通常在 10 层以上，线宽线距 0.1mm 及以下。

图16、数据中心结构



数据来源：《数据中心综合布线系统应用技术》，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、服务器用 PCB



数据来源：广合科技招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

随着数据中心服务器、交换机的持续迭代升级，对传输速率的要求越来越高，PCB 的损耗会变大，因此需要采用更低损耗的 CCL 板材匹配设备需求，并增加层数。根据联茂的统计，每当通用服务器迭代一代，PCB 层数均会提升 4-6 层不等，CCL 的规格也会提升，会带来 PCB 价值量的显著增长。而相比通用服务器，AI 服务器算力更强，普通服务器仅有 Intel 的 CPU，AI 服务器一般采用 CPU+GPU 组合，具体到 PCB 价值量方面，相比通用服务器的主板，AI 服务器主板规格更高，且 AI 服务器增加了 OAM 加速卡部分，一般需使用 HDI 工艺，进一步带动 PCB 价值量提升。

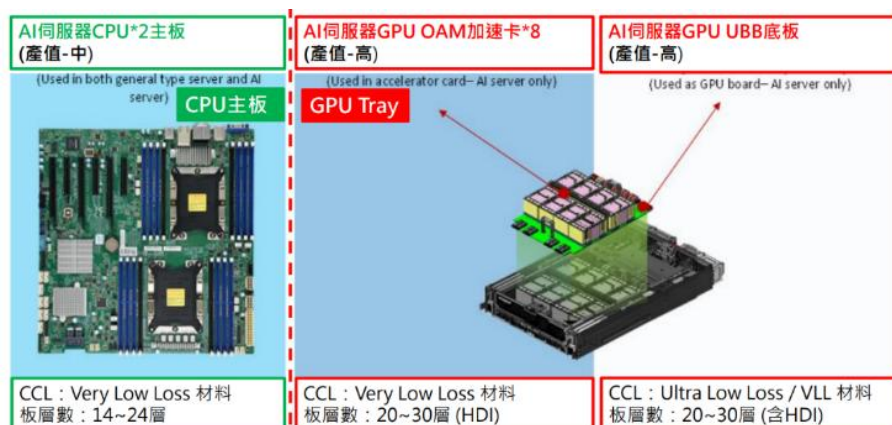
图18、随着速率提升，PCB 规格也有明显升级

Intel	Platform	Purley		Whitley	Eagle Stream		Birch Stream
	CPU	Skylake	Cascade Lake	Ice lake	Sapphire Rapids	Emerald Rapids	Granite Rapids
	Nano Process	14 nm	14 nm+	10 nm	Intel 7	Intel 7	Intel 3
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2021 Q1	2023 H1	2023 H2	2024
	CCL Material	Mid Loss	Mid Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	VLL/ Ultra Low Loss
	Layer count	8 to 12	8 to 12	12 to 16	16 to 20	16 to 20	18 to 22

AMD	Architecture	Zen	Zen2	Zen3	Zen4		Zen5
	CPU	Naples	Rome	Milan	Genoa	Bergamo	Turin
	Nano Process	14 nm (Global Foundries)	7 nm (TSMC)	7 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	4 nm / 3 nm (TSMC)
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2020 Q4	2022 Q4	2023	2024
	CCL Material	Mid Loss	Low Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	VLL/ Ultra Low Loss
	Layer count	8 to 12	12 to 16	12 to 16	16 to 20	16 to 20	18 to 22

数据来源：联茂业绩会 PPT，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、AI 服务器中高多层板和 HDI 板



数据来源：联茂业绩会 PPT，兴业证券经济与金融研究院整理

消费电子领域使用的 PCB 也类似，随着 AI 逐步落地端侧，手机、PC 所需要的 PCB 主板规格将持续升级，主要有以下几种可能的方式：

1) 和服务端类似，由于芯片尺寸增加，加速卡面积大幅增加，GB200 加速卡面积是 H100 的数倍，数据量增大后，主板层数也有望增加。

2) 目前手机主板主要采用 HDI 工艺, 电脑主板主要为多层通孔板。升级为 AI Phone/PC 后, 由于芯片制程的提升, 主板的线宽线距需要缩小, 普通 PCB 减成法最小线宽线距一般能做到 70-80 μm , HDI 在减成法基础上, 通过激光钻微通孔、堆叠的通孔将最小线宽线距降至 40 μm 左右, 采用 mSAP 工艺的 SLP 主板最小线宽线距则可以降至 20 μm 左右。根据目前已经上市的 AI Phone/PC 产品, 我们判断电脑主板未来采用 HDI 的比例有望上升。手机主板方面, 安卓主要采取高阶 HDI, 未来有望升级至 SLP, 苹果自 iPhoneX 后一直采用 SLP 主板, 线宽线距 30 μm 左右, 未来线宽线距有望进一步缩小。

图20、SLP 线宽线距介于 HDI 和 IC 载板之间



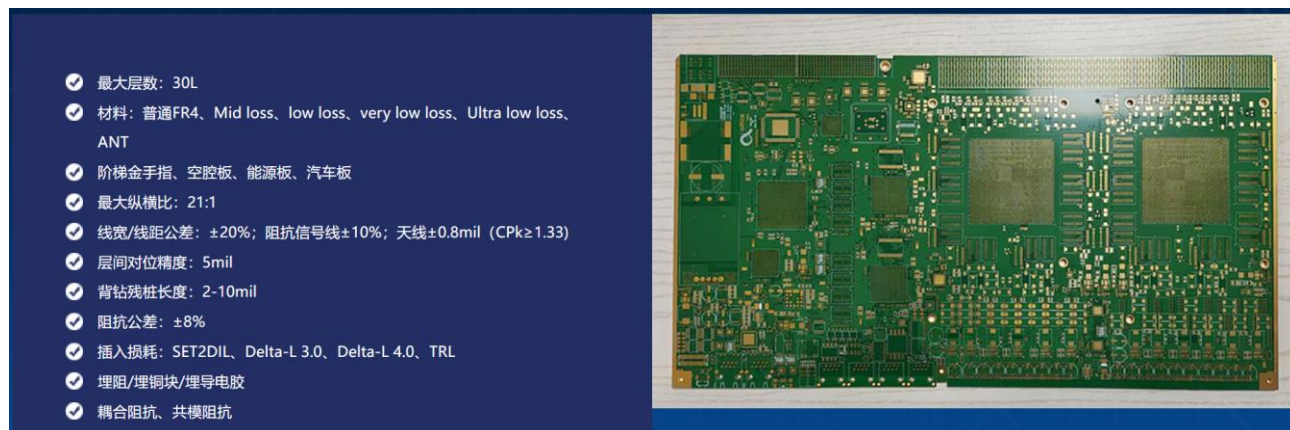
数据来源: Altium, 兴业证券经济与金融研究院整理

3) 材料角度, 高速化、轻薄化、散热性能好、省电、低损耗是发展方向。传统的电路板采用玻纤布当做核心层, 填充树脂固化, 然后覆盖铜箔, 厚度有一定限制。联茂开发出新一代 SLP/HDI 用材料 RCC (Resin Coated Copper, 背胶铜箔), 可不使用玻纤布, 直接用树脂固化然后上下覆盖铜箔, 这样减少了玻纤布的厚度, 可使得 PCB 更轻薄, 能够克服传统方案 15-20 微米最小厚度的限制, 还能提高信号质量和效率, 降低成本和重量。对于电脑主板而言, 电脑越来越接近小型服务器, 高速材料 M4、M6 也有望用于主板的制造。

(三) 产品获客户广泛认可, 服务器+AI PC 助力业绩增长

基于近 20 年对 PCB 行业的深耕, 公司在下游各个领域积累了核心技术, 并拥有自主知识产权, 生产技术位于行业前列, 能够生产最高 30 层的 PCB 产品, 并具备加工 very low loss、Ultra low loss 等多种高级别 CCL 的加工能力。

图21、奥士康技术能力



数据来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

AI 服务器是公司重点布局的战略性赛道, 公司持续深化服务器关键技术研发, 高端服务器领域围绕小间距 BGA 夹线、SI 数据库、背钻 stub 及对准度等关键技术升级。针对下一代服务器 OAK 平台开发混压工艺体系, 通过 Pin-lam 设备提升对准度控制水平, 部分订单控制到 4mil 的对准度偏差, 并展开 Pcle 6.0/7.0 配套的下一代基板 (Ultra low loss 3) 与玻布(Q-glass)、铜箔(RTF5、HVLP4) 的组合性能和加工研究。公司客户涵盖富士康、华勤、闻泰、伟创力等多家 ODM, 以及华为、中兴等终端, 还获得了全球知名芯片厂商 AMD 的荣誉认证, 进一步佐证了公司的产品力。

图22、奥士康荣获超威半导体 (AMD) 两项荣誉认证



数据来源: 广东省电路板行业协会 GPCA, 兴业证券经济与金融研究院整理

AIPC 领域方面，公司开发出 50/50um 小线宽/线距 HDI 产品，深入研究 BGA 覆盖 0.45CSP 封装、75μm 的微孔、skip via 跨层盲孔、薄板及平整度控制等技术，同步推进 5 阶 Anylayers、通孔填孔等技术开发，进一步提升高精度产品的制作能力。随着 AI PC 的渗透率逐步提升，公司有望持续受益。

三、汽车辅助驾驶渗透，车用 PCB 需求快速增长

（一）辅助驾驶平权时代开启，汽车智能化持续渗透

2025 年伊始，比亚迪、吉利、奇瑞三大自主车企相继发布了重磅辅助驾驶方案，不仅在技术上取得了显著突破，更将辅助驾驶价格平民化，大幅降低了成本，将辅助驾驶从高端体验，变成日常出行的标配。以比亚迪为例，比亚迪的“天神之眼”高阶辅助驾驶方案涵盖了三个级别，其中最亲民的“天神之眼 C”采用前视三目的纯视觉方案，配备 12 个摄像头、5 颗毫米波雷达，使用算力为 84TOPS 的 NVIDIA Orin-N 芯片（或地平线 J6M 芯片），能够实现高速 NOA 功能和自动泊车，适用于 10 万级别车型，甚至下探至 7 万元级别的海鸥车型。

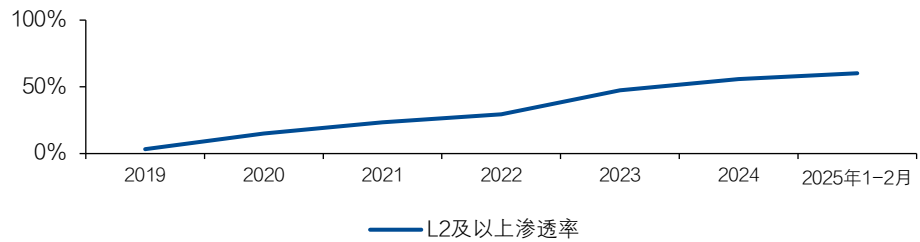
图23、比亚迪“天神之眼”覆盖全车型



数据来源：汽车商业评论，兴业证券经济与金融研究院整理

从辅助驾驶渗透率角度而言，根据 NE 时代新能源的统计，我国 2025 年 1-2 月 L2 及以上辅助驾驶渗透率超过 60%，L2++及以上辅助驾驶渗透率达到 15.09%，且随着比亚迪、长安、吉利、奇瑞等车企辅助驾驶普及的车型量产，将辅助驾驶的价位下一步下探，未来 20 万元以下辅助驾驶渗透率将快速提升。

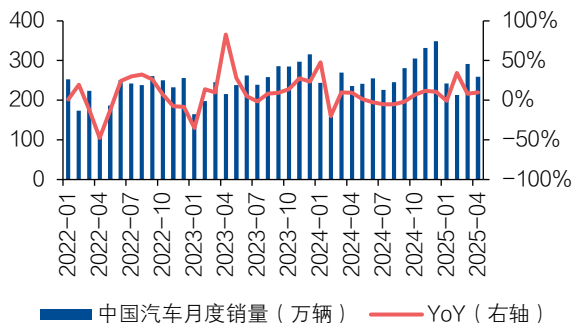
图24、我国辅助驾驶 L2 及以上渗透率持续提升



数据来源：NE 时代新能源，兴业证券经济与金融研究院整理

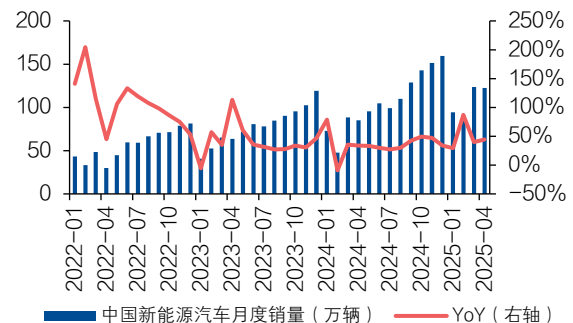
得益于辅助驾驶不断下沉，我国汽车销量持续增长，2025 年 1-4 月汽车和新能源汽车销量分别为 1005.7 万辆和 429.8 万辆，同比分别增长 11%和 46%。随着辅助驾驶程度的进一步加深和覆盖车型的拓宽，未来汽车销量有望继续增长。

图25、中国汽车月度销量



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、我国新能源汽车销量

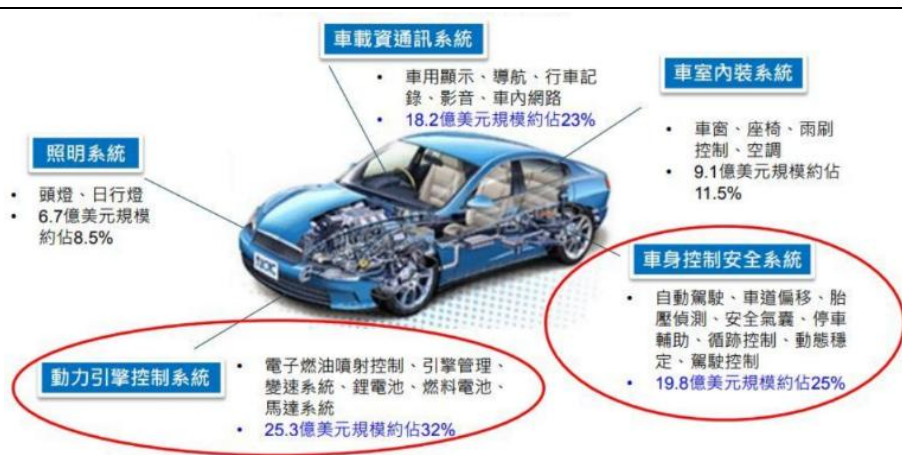


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 受益于电动化、智能化，汽车板用量快速增长

PCB 作为电子元器件电气连接的载体，车用 PCB 主要用于汽车电子系统中，以一般新能源汽车为例，PCB 在动力引擎控制系统用量最多，占比 32%，用于电子燃油喷射控制、引擎管理、变速系统、锂电池、燃料电池等；其次是车身控制安全系统，占比 25%，用于辅助驾驶、车道偏移等，车载资通讯系统占比 23%，车室内装系统和照明系统各占比 11.5%和 8.5%。

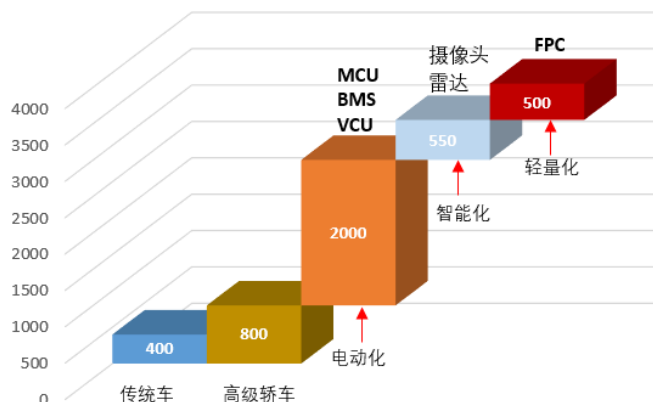
图27、全球汽车 PCB 应用及市场规模分布图



数据来源：pcbcity，兴业证券经济与金融研究院整理

新能源汽车能显著拉动 PCB 的使用需求，来自于其核心的三电系统：电机系统、电控系统和电池系统，主要包括电动引擎、控制器、直流转换器、逆变器、电池管理系统 (BMS)、充电系统等。其中车载充电机、电动引擎、控制器等设备的 PCB 用量基本在 0.15 平方米左右，BMS 对于 PCB 的用量较大，含有一块主板和若干块从板，以及继电器、传感器用板。从板数量取决于电池模块数量，Model S 一共有 16 块电池组，Model 3 则是 4 条电池模组，一般用量在 0.2 平方米以上。我们预估合计用量在 1 平方米左右，属于相比传统燃油车的增量部分。

图28、电动化带动单车 PCB 价值量大幅提升 (单位：元)



数据来源：PCB 行业融合，兴业证券经济与金融研究院整理

其次，随着 ADAS 的快速渗透，毫米波雷达等智能化应用拉动高频板需求。毫米波雷达有 24GHz 中短距和 77GHz 中长距两种，据 ittbank 的数据，24GHz 毫米波雷达单价在 500 元左右，77GHz 的毫米波雷达系统单价在 1000 元左右。MMIC 芯片和天线 PCB 板是毫米波雷达的硬件核心。其中，PCB 约占毫米波雷达总成本的 5-10% 左右，假设单车搭载 6 个毫米波雷达，则 PCB 板的单车价值量约 150-

300 元，77GHz 雷达需更高规格的高频 PCB 板，其大范围运用将带来相应高频 PCB 板的巨大需求。

图29、博世毫米波雷达结构



数据来源：Bosch，兴业证券经济与金融研究院整理

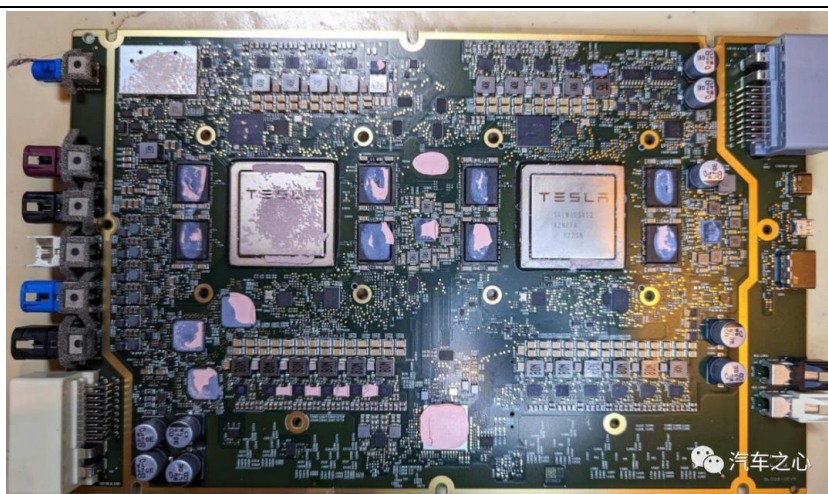
图30、毫米波雷达 PCB 对基材要求很高

	厂家	产品 牌号	树脂组成 类型	Dk (@10GHz 下)	Df (@10GHz 下)	Dk 热变化率, ppm/℃
对应 24GHz 系 统的高频 基材	Rogers	R04835	碳氢化合 物	3.48 ±0.05	0.0037	+50 (-50~150℃)
	Taconic	TLF-35A	PTFE	3.50	0.0016	
	生益科技	S7136H	碳氢化合 物	3.42 ±0.05	0.0030	
对应 77GHz (或 79GHz) 系统的高 频基材	Rogers	R03003	PTFE+陶瓷 (无玻纤)	3.00 ±0.04	0.0010	-3 (-50~150℃)
	Taconic	TSM-DS3	PTFE	3.00	0.0011	(Tk) 5.4 (-30~120℃)
		TAL-28	PTFE+纳米 填料	2.80	0.0012	(Tk) 2.24 (-30~120℃)
	生益科技	GF77G	PTFE	2.28 ±0.04	0.0012	

数据来源：中电材协，兴业证券经济与金融研究院整理

同时，域控制是辅助驾驶的核心组成，尤其是负责算法决策的模块。由于其芯片数据处理量相对于传统汽车有了几何倍数增长，因此其 PCB 也越来越多的必须使用 HDI 工艺。其中域控制主板一般为 1-2 阶 HDI，而部分高端要求小型化的模块板则将高达 5 阶甚至 6 阶。以特斯拉 HW4.0 为例，二代 FSD 的 CPU 内核由 12 个增加至 20 个，运行频率在 1.37GHz-2.35GHz 之间，PCB 整体设计复杂度也有显著提升，带动价值量大幅增加。因此，受益于新能源汽车智能化进程继续，汽车 PCB 的规模将持续增长。

图31、特斯拉 HW4.0 正面 PCB



数据来源：汽车之心，兴业证券经济与金融研究院整理

(三) 名幸参股赋能，打开汽车板成长空间

奥士康作为汽车行业的重要供应商，PCB 产品覆盖车身控制、照明系统、驾驶辅助、碰撞规避、雷达系统等，有能力完成用于新能源汽车的 6oz 厚铜产品、用于辅助驾驶的高频/高性能材料/雷达应用/先进驾驶辅助系统产品和用于智能座舱的高密度互联(HDI)/半软板(SEMI-FLEX)/车载 Mini-Led 灯等产品的生产制造，具有深厚的技术积累，同时公司的下游汽车客户也遍布海内外，终端-Tier1 客户均有覆盖。

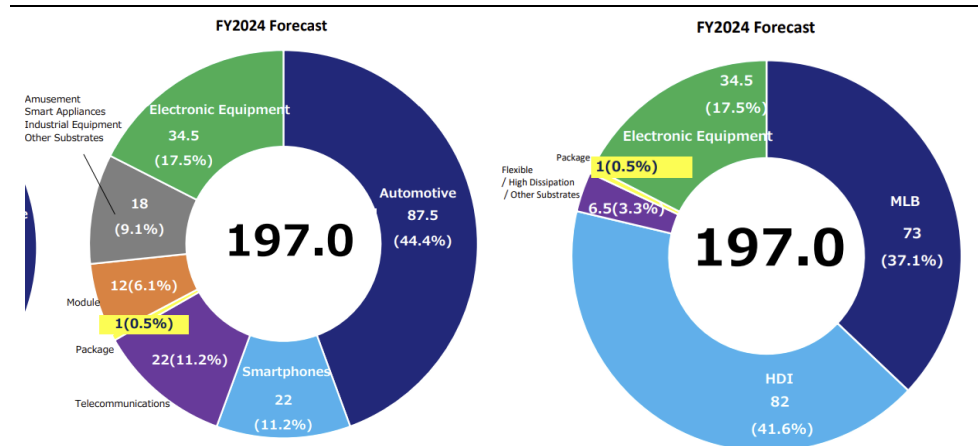
图32、公司汽车板客户



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，名幸作为全球知名 PCB 制造商，下游以汽车产品为主，在高层和 HDI 产品制造方面都有成熟的经验，公司牵手名幸后，名幸能够把先进技术、优质客户带给奥士康，双方强强联合创造出更大的价值。

图33、名幸下游以汽车为主、产品类型高端



数据来源：名幸官网，兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测与估值

- 核心假设
- PCB 业务: (1) 端侧 AI 方面, AI PC 渗透率持续提升, 带动 PCB 向高阶 HDI 方向发展, 价值量显著增加; (2) 汽车方面, 辅助驾驶平权下汽车销量和 PCB 价值量均有提升, 日本名幸增资泰国工厂后将为公司带来更好的客户资源; (3) 公司在 AI 服务器领域前瞻布局, 随着算力需求爆发, 未来有望充分受

益。预计 PCB 业务在 2025-2027 年的收入为 51.99、62.45 和 72.80 亿元，同比分别增长 23.0%、20.1%和 16.6%。

- 基于 AI PC 和汽车智能化渗透率持续提升，公司牵手日本名幸后有望在技术和客户方面都将更上一层楼，以及前期深入布局的 AI 服务器有望放量，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.29、7.20 和 8.65 亿元,对应 2025/5/30 收盘价 PE 为 15.1、11.1 和 9.2 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表2、公司收入分拆

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,330	4,566	5,571	6,654	7,730
YoY	-5.2%	5.5%	22.0%	19.4%	16.2%
毛利率	26.5%	23.2%	23.9%	26.0%	27.0%
PCB 业务					
收入（百万元）	4,035	4,228	5,199	6,245	7,280
YoY	2.6%	4.8%	23.0%	20.1%	16.6%
毛利率	21.2%	17.1%	17.4%	20.0%	21.3%
其他业务					
收入（百万元）	295	338	372	409	450
YoY	-1.4%	14.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	98.7%	98.8%	98.0%	98.0%	98.0%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、可比公司盈利预测及估值（采用 2025 年 5 月 30 日的估值）

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002463.SZ	沪电股份	596	34.78	44.63	54.13	17.1	13.4	11.0
002916.SZ	深南电路	562	25.24	30.44	36.04	22.3	18.5	15.6
300476.SZ	胜宏科技	746	42.36	55.02	70.16	17.6	13.6	10.6
603920.SH	世运电路	189	8.75	10.98	12.63	21.6	17.2	15.0
	平均值					19.6	15.6	13.0
002913.SZ	奥士康	80	5.29	7.20	8.65	15.1	11.1	9.2

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：盈利预测均来自于兴证电子团队预测值

五、风险提示

- **AI PC 渗透进度不及预期**：AI PC 渗透率提升将为公司成长带来新动能，若 AI 落地端侧不佳，可能影响公司业绩增长
- **AI 服务器放量不及预期**：AI 服务器的放量预期将增加公司营收，但若算力需求短期达到瓶颈，AI 服务器放量可能不及预期，导致公司业绩低于预期。

- **原材料价格大幅上涨：**覆铜板在 PCB 成本中占比较高，如果原材料价格大幅上涨，公司 PCB 产品成本端将面临压力。

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3576	3929	4684	5506
货币资金	1068	1169	1466	1825
交易性金融资产	0	10	20	30
应收票据及应收账款	1462	1710	2042	2373
预付款项	23	30	34	40
存货	598	559	634	714
其他	426	452	488	524
非流动资产	4469	4632	4736	4860
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3855	3925	3960	4042
在建工程	109	181	232	267
无形资产	345	362	377	389
商誉	0	0	0	0
其他	160	163	167	161
资产总计	8045	8560	9420	10366
流动负债	2914	3237	3714	4211
短期借款	736	836	936	1036
应付票据及应付账款	1959	2002	2325	2666
其他	219	399	452	509
非流动负债	752	698	749	799
长期借款	568	518	568	618
其他	184	180	181	181
负债合计	3666	3935	4463	5010
股本	317	317	317	317
未分配利润	1842	2011	2235	2504
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4378	4625	4957	5356
负债及权益合计	8045	8560	9420	10366

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	353	529	720	865
折旧和摊销	410	547	608	677
营运资金的变动	-31	-45	-86	-70
经营活动产生现金流量	850	1110	1310	1545
资本支出	-677	-704	-705	-795
长期投资	0	-12	-10	-10
投资活动产生现金流量	-300	-721	-720	-809
债权融资	159	51	151	151
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-105	-292	-293	-376
现金净变动	469	101	297	360

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4566	5571	6654	7730
营业成本	3509	4238	4923	5645
税金及附加	40	49	59	68
销售费用	185	206	253	286
管理费用	244	284	339	394
研发费用	211	279	373	402
财务费用	-51	-49	-48	-49
投资收益	10	6	7	8
公允价值变动收益	-1	0	0	0
信用减值损失	-3	5	5	5
资产减值损失	-71	-35	-25	-25
营业利润	408	594	808	971
营业外收支	-3	1	1	1
利润总额	405	595	809	972
所得税	52	65	89	107
净利润	353	529	720	865
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	353	529	720	865
EPS(元)	1.11	1.67	2.27	2.73

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	5.5%	22.0%	19.4%	16.2%
营业利润增长率	-29.7%	45.5%	36.2%	20.1%
归母净利润增长率	-31.9%	49.9%	36.1%	20.1%
盈利能力				
毛利率	23.2%	23.9%	26.0%	27.0%
归母净利率	7.7%	9.5%	10.8%	11.2%
ROE	8.1%	11.4%	14.5%	16.1%
偿债能力				
资产负债率	45.6%	46.0%	47.4%	48.3%
流动比率	1.23	1.21	1.26	1.31
速动比率	0.89	0.91	0.97	1.03
营运能力				
资产周转率	59.3%	67.1%	74.0%	78.1%
每股资料(元)				
每股收益	1.11	1.67	2.27	2.73
每股经营现金	2.68	3.50	4.13	4.87
估值比率(倍)				
PE	22.6	15.1	11.1	9.2
PB	1.8	1.7	1.6	1.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载侵权责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn