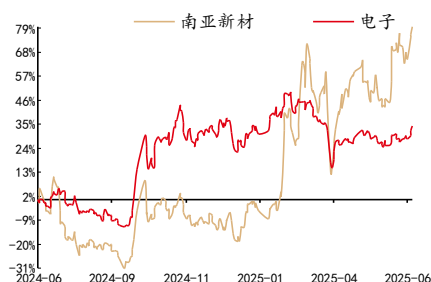


股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	42.07
总股本/流通股本(亿股)	2.38 / 2.32
总市值/流通市值(亿元)	100 / 98
52周内最高/最低价	42.07 / 16.68
资产负债率(%)	46.9%
市盈率	191.23
第一大股东	上海南亚科技集团有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

南亚新材(688519)

高端产品放量驱动盈利高增，全球化布局深化成长动能

● 投资要点

高速等高端产品放量，驱动盈利高增。2024 年公司营收同比增长 12.70%至 33.62 亿元，归母净利润同比增长 138.86%至 5032 万元，主要系针对高端市场产能严重不足，中低端市场持续内卷的情形，公司深化与中高端市场客户的合作，持续推动中高阶产品的市场认证，特别是在通讯、AI、服务器、数据中心、交换机、光模块等应用领域市场份额不断提升，2024 年报告期内，公司高速等高端产品整体营收占比同比提升显著。分产品看，2024 年覆铜板/粘结片分别实现营收 26.03/6.97 亿元，分别同比增长 11.82%/18.11%，覆铜板毛利率同比提升 4.32 个百分点至 3.07%，粘结片毛利率同比提升 4.30 个百分点至 30.22%。同时，公司积极开拓海外市场，已在海外的中高端市场集聚区域设立了代表处，并招募本土化专业人才积极拓展海外市场，提升公司全球竞争力。

稼动率饱满，产能扩张支撑长期增长。截至目前，公司上海生产基地设有 N1-N3 工厂，江西生产基地设有 N4 -N6 工厂，其中，N1-N2 工厂因能耗、人耗高，效率低已停产，N3 工厂 80 万张左右/月，N4 工厂 100 万张左右/月，N5 工厂 120 万张左右/月；N6 工厂 2025 年 3 月末新增产能 60 万张/月，已累计释放产能约 90 万张/月。目前 N3-N6 工厂生产线均能支持高速产品生产，预备产能充足，且产能切换灵活。截止目前，公司整体达产产能约 390 万张/月，N6 剩余一条线约 30 万张/月预计下半年落地，到今年年底，公司产能将突破 400 万张/月。当前产能稼动率约 9 成，同比提升明显。除 N1-N6 工厂外，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 B01 证书并取得工业地块地契。

AI、算力等驱动高速高频、HDI、封装基板等需求，高端产品多领域布局。应用场景的多元化对材料技术持续提出新挑战，受益于 AI、算力等驱动，高速高频、HDI、封装基板等需求增速迅猛，将成为未来 5 年内复合增长率最快的材料市场方向。1) 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。2) 在高速覆铜板领域，公司高端高速产品已在全球知名终端 AI 服务器取得认证，目前起量较为明显。3) 在 HDI 材料领域，针对适用于智能终端、AI 服务器、AI PC 和 AI 手机应用的高集成化、高密度互联的电子材料，掌握配方核心技术，已开发出一系列具有优秀的电性能与尺寸稳定性、低热膨胀系数、高耐热、高可靠性的性能特点 HDI 材料，并已在终端客户取得认可，部分领域产品已进入量产阶段。4) 在 IC 载板材料领域，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&NAND Flash 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，预计 2025 年实现批量量产。5) 在汽车材料领域，在智能电驱动方面，随着新能源汽车 400V 到 800V 快充，公司推出的无卤素高 Tg、无卤素高 TgCTI600 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需求。前述产品认证有序推进，部分领域已实现量产。6) 在高导热高散热材料领域，整机电子产品对功率元器件的功率要求越来越高。针对适用于多种应用场景的高导热高散热材料，公司已开发出一系列针对普通 FR-4、高频高速、低膨胀系数和载板等高导热材料，适用于各领域的需求，部分应用领域已实现量产。

● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 48.51/62.80/78.60 亿元，实现归母净利润分别为 2.27/5.28/8.34 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 44 倍、19 倍、12 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

技术创新的风险，技术失密和核心技术人员流失的风险，原材料供应及价格波动风险，质量控制风险，存货跌价和周转率下降风险，应收账款的坏账风险，行业竞争风险，宏观环境风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3362	4851	6280	7860
增长率(%)	12.70	44.30	29.48	25.15
EBITDA（百万元）	182.98	450.10	841.92	1230.18
归属母公司净利润（百万元）	50.32	226.99	528.45	833.94
增长率(%)	138.86	351.10	132.80	57.81
EPS(元/股)	0.21	0.95	2.22	3.50
市盈率（P/E）	199.38	44.20	18.99	12.03
市净率（P/B）	4.13	4.08	3.99	3.85
EV/EBITDA	26.72	23.50	12.87	9.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	3362	4851	6280	7860	营业收入	12.7%	44.3%	29.5%	25.2%
营业成本	3071	4220	5180	6300	营业利润	130.7%	436.6%	132.3%	57.7%
税金及附加	10	15	19	24	归属于母公司净利润	138.9%	351.1%	132.8%	57.8%
销售费用	45	60	77	94	获利能力				
管理费用	65	92	116	141	毛利率	8.6%	13.0%	17.5%	19.9%
研发费用	171	245	314	389	净利率	1.5%	4.7%	8.4%	10.6%
财务费用	-1	10	27	36	ROE	2.1%	9.2%	21.0%	32.0%
资产减值损失	-16	-30	-40	-50	ROIC	1.9%	6.7%	13.6%	19.0%
营业利润	50	268	623	982	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	46.9%	56.8%	62.9%	66.0%
营业外支出	1	2	2	2	流动比率	1.48	1.30	1.25	1.24
利润总额	50	267	622	981	营运能力				
所得税	-1	40	93	147	应收账款周转率	2.63	2.85	2.76	2.70
净利润	50	227	528	834	存货周转率	7.49	9.29	9.06	9.66
归母净利润	50	227	528	834	总资产周转率	0.74	0.95	1.01	1.09
每股收益(元)	0.21	0.95	2.22	3.50	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.21	0.95	2.22	3.50
货币资金	422	496	740	637	每股净资产	10.19	10.30	10.54	10.92
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1900	2683	3505	4357	PE	199.38	44.20	18.99	12.03
预付款项	6	8	9	11	PB	4.13	4.08	3.99	3.85
存货	350	558	586	718	现金流量表				
流动资产合计	2796	3920	5065	6006	净利润	50	227	528	834
固定资产	1362	1398	1416	1415	折旧和摊销	133	173	193	213
在建工程	207	147	87	27	营运资本变动	101	-794	-400	-716
无形资产	55	56	58	59	其他	40	52	84	112
非流动资产合计	1775	1764	1721	1658	经营活动现金流净额	325	-342	405	442
资产总计	4572	5684	6786	7664	资本开支	-140	-151	-151	-151
短期借款	175	975	1475	1875	其他	37	-9	-1	0
应付票据及应付账款	1292	1521	2023	2366	投资活动现金流净额	-103	-160	-152	-151
其他流动负债	417	523	567	612	股权融资	99	4	0	0
流动负债合计	1884	3020	4065	4853	债务融资	-194	798	500	400
其他	258	206	206	206	其他	3	-226	-509	-795
非流动负债合计	258	206	206	206	筹资活动现金流净额	-92	576	-9	-395
负债合计	2142	3226	4272	5059	现金及现金等价物净增加额	131	73	245	-103
股本	238	238	238	238					
资本公积金	1936	1940	1940	1940					
未分配利润	551	542	519	484					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	-297	-263	-184	-58					
所有者权益合计	2429	2458	2514	2604					
负债和所有者权益总计	4572	5684	6786	7664					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048