

生益科技 (600183.SH)

覆铜板龙头，高频高速产品跻身全球一流

优于大市

核心观点

2025 业绩预告超预期，订单饱满，NV 高速板材放量带动产品结构改善。公司发布业绩预告，预计 2025 实现 8.36-8.86 亿元利润，中值 8.61 亿元 (YoY +59.44%，QoQ +52.66%)。其中，公司持有生益电子 63% 股权，对应其业绩预告中值为 2.08 亿元，则覆铜板及粘结片业务实现净利润 6.53 亿元 (YoY +31.70%，QoQ +49.11%)。业绩高速增长主要驱动因素：1) 公司覆铜板销量和营业收入增加，同时持续优化产品结构提升毛利率，推动盈利水平提升；2) 下属子公司生益电子实现营业收入及净利润较上年同期大幅增长。

覆铜板全球市占率第二，普通覆铜板迎量价齐升。历经三十余年发展，Prismark 统计显示公司自 2013 年来，连续十年硬质覆铜板销售总额稳居全球第二。公司创立于 1985 年，最初为欧洲及美国品牌做代工生产，后靠着理念突破和技术创新，公司树立起了覆铜板行业的民族品牌。公司覆铜板产量从建厂之初的 60 万平米/年发展到 2024 年的 1.4 亿平方米/年。2024 年，公司抓住消费电子、汽车、矿机等阶段性亮点业绩重回增长；2025 年整体景气回升，公司订单饱满，并随着上游原材料涨价，覆铜板进入涨价周期。

长期大举投入研发，高频高速领域跻身全球一流。公司高度重视研发，2024 年研发费用率 5.7%，高于可比公司，研发费用也常年高于国内可比公司研发总和。2016 年公司成立江苏生益，开始涉足高频高速覆铜板领域，2017 年公司通过与日本中兴化成合作，引入了全套 PTFE 高频覆铜板生产技术，在国内率先实现了高频覆铜板产业化。我们对标了公司与罗杰斯的部分产品，核心参数已全面追平，公司在高频高速覆铜板领域跻身全球一流厂商之列。

AI 算力需求爆发，公司积极配合客户突破技术新高。AI 算力产品对信号传输速率和带宽要求较高，因此覆铜板材料需具备更低损耗，且 AI 服务器相关硬件设备升级迭代快，产品形态较传统有线产品亦有显著差异，公司依赖强大的管理体系和技术平台，能够快速迭代新架构、新材料。目前，公司正积极同国内外头部 AI 算力终端客户推进合作，并已有产品批量供应。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

AI 算力带动高频高速覆铜板材料需求大增，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润同比增长 78%/41%/28%至 31/44/56 亿元，当前股价对应 PE 为 29/21/16 倍。基于相对估值法，我们认为公司合理估值 1141-1228 亿元，对应股价 46.97~50.56 元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；公司新产品性能不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,586	20,388	27,377	35,188	43,993
(+/-%)	-7.9%	22.9%	34.3%	28.5%	25.0%
净利润(百万元)	1164	1739	3100	4357	5570
(+/-%)	-24.0%	49.4%	78.3%	40.6%	27.8%
每股收益(元)	0.49	0.72	1.28	1.79	2.29
EBIT Margin	7.8%	9.8%	14.1%	15.1%	15.4%
净资产收益率 (ROE)	8.3%	11.7%	18.8%	23.4%	26.0%
市盈率 (PE)	72.2	49.9	28.0	19.9	15.6
EV/EBITDA	44.1	34.2	20.7	16.2	13.5
市净率 (PB)	6.01	5.82	5.27	4.65	4.05

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·元件

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：张大为

021-61761072

zhangdawei1@guosen.com.cn

S0980524100002

证券分析师：李书颖

0755-81982362

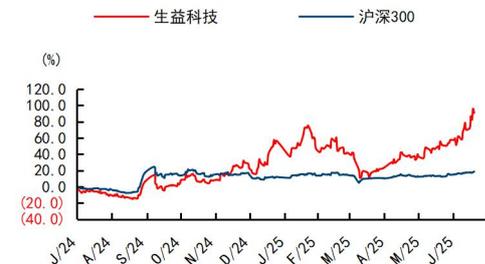
lishuying@guosen.com.cn

S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	36.50 元
总市值/流通市值	88668/87399 百万元
52 周最高价/最低价	37.80/16.47 元
近 3 个月日均成交额	835.80 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

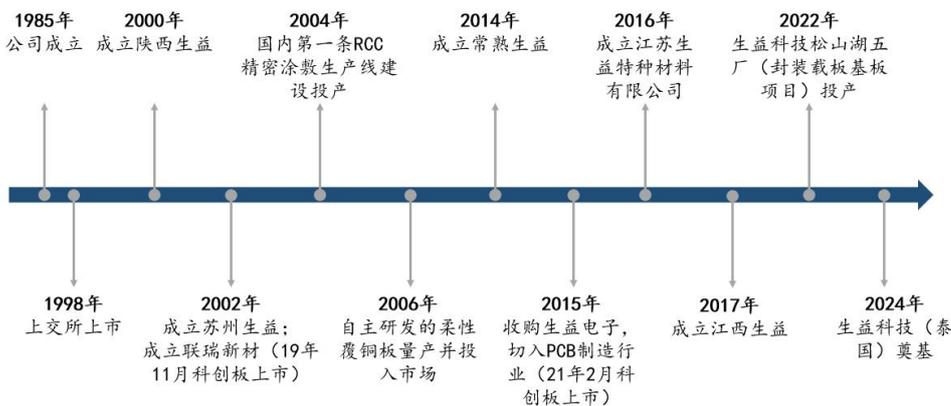
全球覆铜板龙头，高频高速产品进入高速增长

全球第二大覆铜板企业，2013 年切入高端 PCB 业务

生益科技成立于 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。公司从事的主要业务为：设计、生产和销售覆铜板和粘结片、印制线路板；产品主要供制作单、双面及多层线路板，广泛应用于手机、汽车、通讯设备、计算机以及各种高档电子产品中。

经过三十余年的发展，公司连续多年排名全球第二大覆铜板厂商。在 1985 年创立之初，公司花费 60 万美元从美国购买了一个覆铜板产品的生产配方，并开始为欧洲及美国品牌做代工生产。在经历了连续七年的经营亏损后，公司放弃了为外国品牌做贴牌生产的模式，注册了“SL”商标；靠着理念突破和技术创新，公司树立起了覆铜板行业的民族品牌，生益覆铜板板材产量从建厂之初的年产 60 万平方米发展到 2024 年度的 1.4 亿平方米。根据美国 Prismark 调研机构对于全球硬质覆铜板的统计和排名，从 2013 年至今，生益科技硬质覆铜板销售总额已持续保持全球第二。在稳固覆铜板行业领先地位的同时，2013 年公司收购生益电子，切入高端 PCB 制造行业；2016 年成立江苏生益，开始涉足高频高速覆铜板领域。

图1: 生益科技发展历程



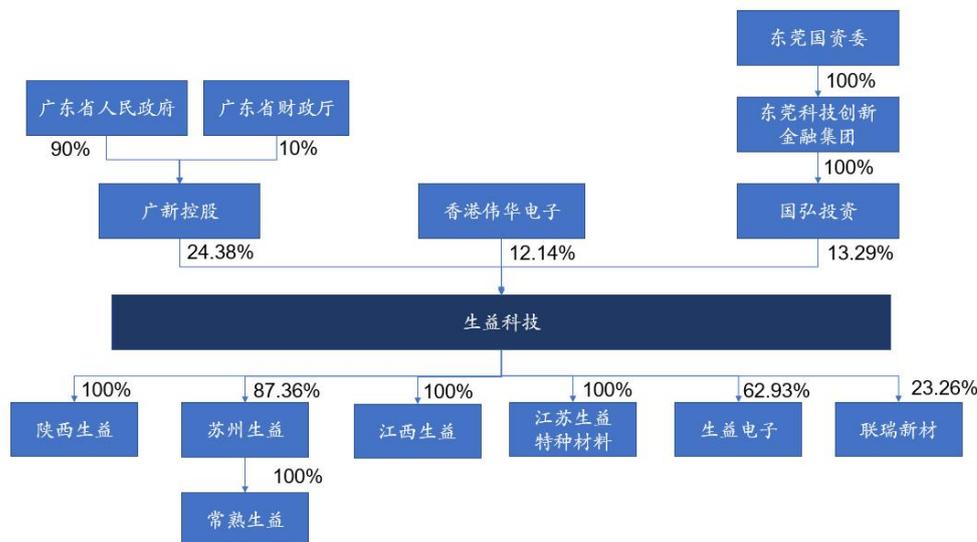
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

国资控股企业，由职业经理人团队经营管理

公司无控股股东，由职业经理人团队经营管理。截至 2025 年一季度，广东省广新控股集团有限公司持股比例 24.38% 为公司第一大股东；东莞市国弘投资有限公司持股比例 13.29% 为第二大股东；伟华电子有限公司持股比例 12.14% 为第三大股东。广东省广新控股集团有限公司、东莞市国弘投资有限公司和伟华电子有限公司均独立行使表决权，因此公司不存在控股股东。

公司没有单一股东可以对公司决策构成控制，由职业经理人团队经营管理。公司管理团队具有丰富的行业工作经验，前董事长刘述峰先生曾任广东省外贸局副处长、广东省外贸开发公司副总经理，于 1990 年进入公司，2024 年退休离任。现董事长陈仁喜先生，1990 年开始从事线路板相关工作，并于 1989 年进入公司，曾任公司技术总监、生产总监等职务，是教授级化工工艺工程师。

图2：生益科技股权结构



资料来源：公司 2025 年一季报，国信证券经济研究所整理

公司实施过多次股权激励计划。目标是调动公司管理团队和核心骨干员工的积极性，有效地将股东、公司和核心团队三方利益结合在一起，推动公司中长期目标的达成。本次激励计划向激励对象授予股票期权 5,893.8947 万份，占公司股本的 2.50%。业绩考核目标分别为：以 2023 年扣非净利润为基准，2024 年增长不低于 25%、2025 年增长不低于 44%、2026 年增长不低于 66%。

表1：公司股票期权激励计划业绩考核目标

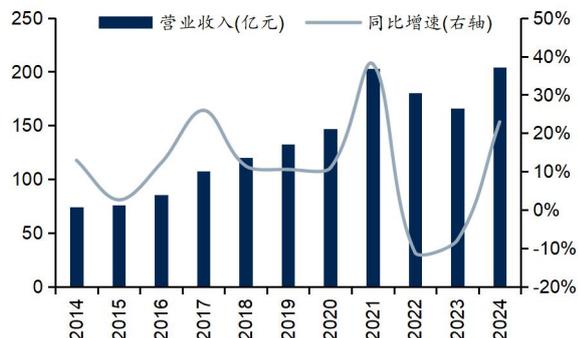
行权安排	业绩考核目标	对应业绩	是否达成
第一个解除限售期	以 2023 年度公司实现的扣除非经常性损益的净利润为基准，2024 年度扣除非经常性损益的净利润增长不低于 25%；	2024 年扣非净利润 ≥ 13.65 亿元	是
第二个解除限售期	以 2023 年度公司实现的扣除非经常性损益的净利润为基准，2025 年度扣除非经常性损益的净利润增长不低于 44%；	2025 年扣非净利润 ≥ 15.72 亿元	-
第三个解除限售期	以 2023 年度公司实现的扣除非经常性损益的净利润为基准，2026 年度扣除非经常性损益的净利润增长不低于 66%；	2026 年扣非净利润 ≥ 18.13 亿元	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

收入增长稳健，高端 PCB 业务提升公司整体毛利率

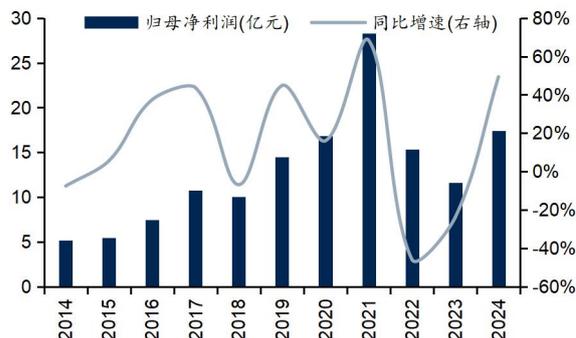
近十年公司营收稳健增长，归母净利润波动中成长。公司营收从 2014 年的 74.18 亿元稳步增长至 2024 年的 203.88 亿元，对应 CAGR 为 10.6%；与营收相比，受下游需求周期性影响，归母净利润波动相对较大，公司归母净利润从 2014 年的 5.15 亿元增长至 2024 年的 17.39 亿元，对应 CAGR 为 12.9%。2022-23 年受下游需求疲软以及行业新增产能持续导入的影响，行业竞争加剧，覆铜板价格持续下跌。2024 年，下游仍未全面复苏背景下，公司依靠自身的对原材料走势的精准研判和部署，紧抓阶段性市场亮点，助力公司重回增长。

图3: 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

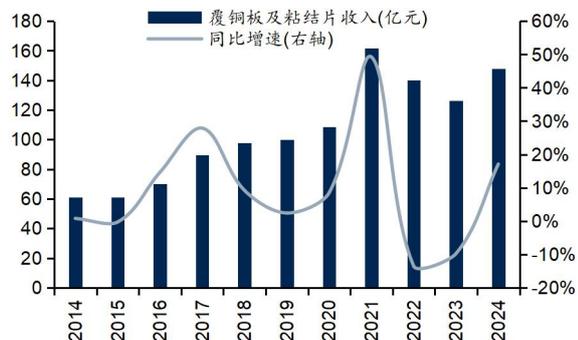
图4: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

覆铜板及粘结片业务: 2016-2020 年公司覆铜板及粘结片收入从 60 亿元逐步增长至超过 100 亿元, 主要得益于公司覆铜板产品的产能扩张及销量增长; 2021 年公司覆铜板及粘结片收入同比增长 49.2% 至 161.90 亿元, 主要得益于销售量的稳步增长及销售价格的大幅上涨。2014 年以来, 公司覆铜板及粘结片毛利率呈上升趋势, 从 14 年的 16.73% 增长至 21 年的 27.47%, 一方面得益于覆铜板产品价格的上涨, 另一方面得益于产品结构的优化及规模效应的显现。2022-23 年, 受需求萎缩、高库存、地缘政治的不确定性以及大宗商品涨价等影响, 该业务营收下滑。2024 年, 公司通过优化产品结构和采用灵活的价格策略, 有效平衡了客户订单需求和盈利, 在中低端覆铜板仍供大于求的背景下, 实现了收入和盈利能力回升, 同时高端产品在 4Q24 迎来 AI 手机、AI 服务器等高端新需求, 我们预计将在未来数年持续推动公司业绩向上突破。

图5: 公司覆铜板及粘结片业务收入及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司覆铜板及粘结片业务毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

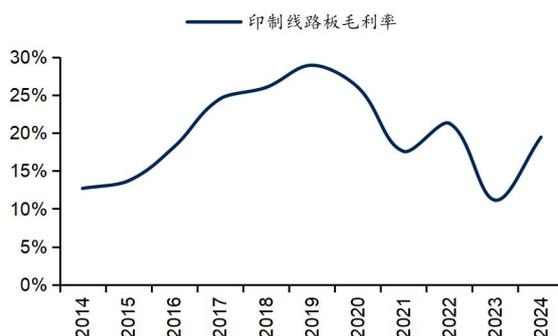
PCB 业务: 2021 年 2 月公司从事 PCB 业务的子公司生益电子于科创板上市, 代码为 688183.SH。公司 PCB 业务定位高端, 毛利率水平较高, 但 2021 年受基站 PCB 产品价格大幅下跌的影响, 公司 PCB 业务毛利率从 2020 年的 26.05% 下降至 2021 年的 17.57%。2022 年, 通过在采购环节对材料成本进行优化, 毛利率提高至 21.26%。2024 年, 公司成功推动服务器等关键项目的量产, 2024 年服务器产品订单占比提升至 48.96%。

图7: 公司 PCB 业务收入及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

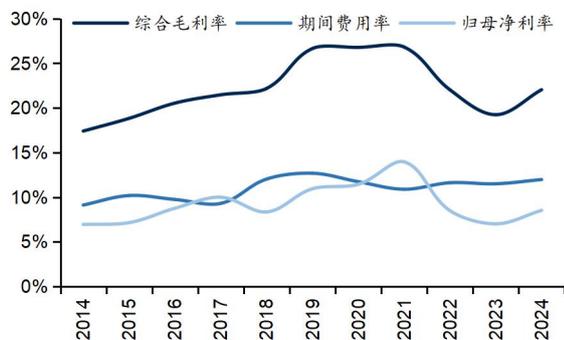
图8: 公司 PCB 业务毛利率和净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

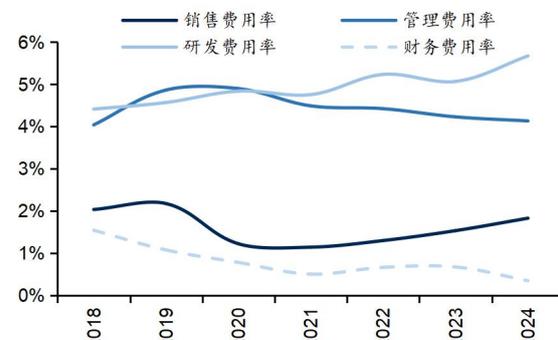
净利率方面，公司受到上游原材料价格和下游需求综合影响。14-19年，公司毛利率从17.41%提升至26.65%，净利率从6.95%提升至10.94%，主要得益于：1) 覆铜板产品毛利率上涨；2) 产品结构优化，规模效应显现；3) 毛利率相对较高的PCB业务营收占比提升。2021年，公司净利率达到历史较高位置，主要系：1) 疫情导致的低库存、宅家经济等因素带来传统行业需求从3Q21开始大幅改善，其中生益占据领先份额的汽车和家电客户需求尤其明显；2) 铜箔、玻璃布、树脂三大主材整体采购成本上升；3) 上半年5G基站、IDC等建设需求旺盛，中低端覆铜板全面涨价。22-23年公司净利率下滑主要系下游需求疲软、价格竞争加剧、原材料价格高企所致。

图9: 公司综合毛利率、期间费用率、归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司销售、管理、研发、财务费用率

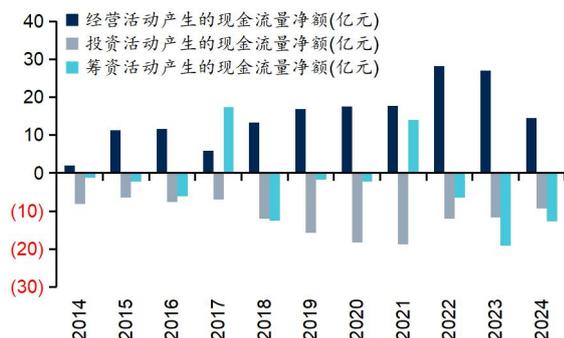


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司经营现金流稳定增长，资产负债率逐步降低。公司现金流情况良好，经营现金流净额从2017年的5.93亿元增长至2022年的28.20亿元；考虑到公司产能持续扩张，公司投资现金流净额从2017年的-6.96亿元下降至2021年的-18.80亿元。2017年11月公司发行6年期18亿元可转债，募集资金计划用于“高导热与高密度印制线路板用覆铜板产业化项目（二期）”、“年产3000万平方米覆铜板项目”、“研发办公大楼建设项目”三个项目，2019年8月1号可转债到期。由此公司资产负债率从17年的50.02%下降至22年的39.29%。

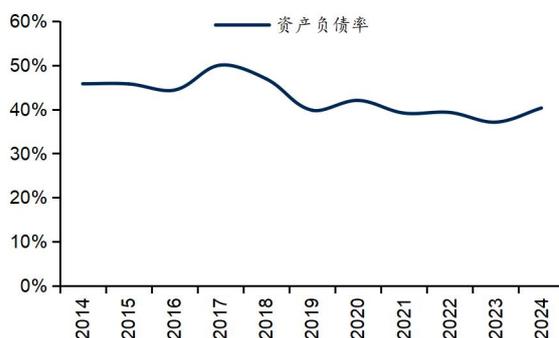
2025年，公司公告拟非公开发行可交换公司债券规模为不超过人民币20亿元（含20亿元），期限拟不超过5年（含5年），发行对象合计不得超过200名。

图11: 公司经营、投资、筹资现金流净额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

四大竞争优势形成良性循环

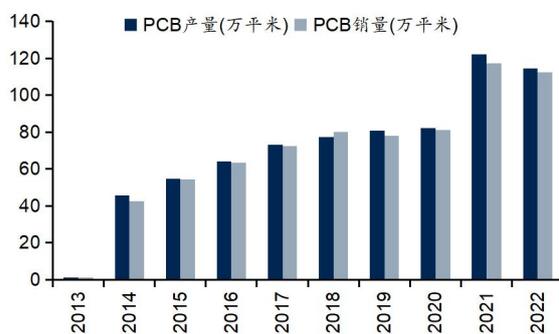
规模大: 覆铜板行业市占率全球第二。2024年公司销售各类覆铜板 14,348.54 万平方米, 同比增长 19.40%; 销售粘结片 18,820.27 万平米, 同比增长 11.50%; 销售印制电路板 145.69 万平方米, 同比增长 15.24%。根据美国 Prismark 调研机构对于全球刚性覆铜板的统计和排名, 从 2013 年至 2023 年, 生益科技刚性覆铜板销售总额稳居全球第二, 2023 年全球市场占有率达到 14%。

图13: 公司覆铜板产量及销量



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司PCB产量及销量



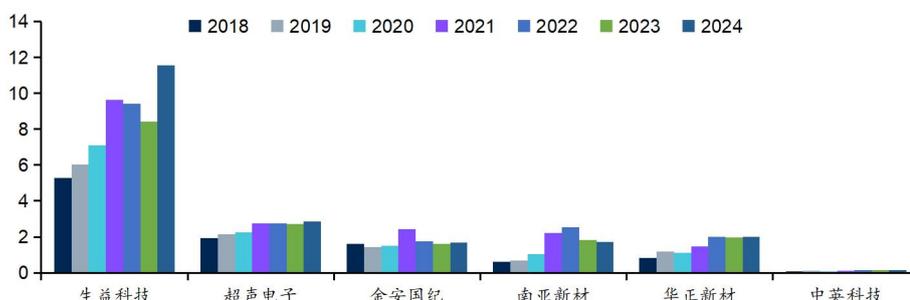
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

技术强: 公司技术对标海外、全国领先, 在国内率先实现高频覆铜板产业化。由于高频覆铜板的壁垒较高(体现为配方门槛、认证门槛), 一直以来都被美国、日本的厂商垄断, 高频覆铜板行业美、日厂商的市占率长期在 90% 以上。公司 2016 年布局高频高速覆铜板业务, 2017 年向日本中兴化成购买了全套 PTFE 高频覆铜板生产技术, 在国内率先实现了高频覆铜板产业化。公司自主研发的多系列新品参与市场竞争, 努力摆脱国外的技术和专利限制, 大大缩短我国在该技术领域与世界先进水平的差距。

生益科技研发支出显著高于国内其他覆铜板上市企业, 2024 年公司研发费用达到 11.57 亿元, 高于其余五家公司研发费用的总和。公司早在 2005 年着手攻关高频高速封装基材技术难题, 面临国外技术封锁的情况下, 凭借深厚的技术积累, 投入了大量的人力物力财力, 目前已开发出多系列产品, 并已实现多品种批量应用。

与此同时，在封装用覆铜板技术方面，公司产品已在卡类封装、LED、存储芯片类等领域批量使用，同时突破了关键核心技术，在更高端的以 FC-CSP、FC-BGA 封装为代表的 AP、CPU、GPU、AI 类产品进行开发和应用。

图15: 公司研发费用高于国内其他覆铜板厂商

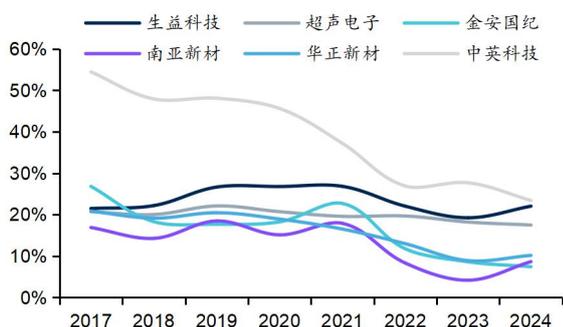


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

规模大+技术强造就公司优质的客户结构以及较强的供应链议价能力。公司产品广泛应用于通讯、汽车、智能家居、安防、工控、医疗设备、显示屏、LED 照明和芯片封装等领域，主导产品已获得英伟达、华为、中兴、诺基亚、博世、西门子、浪潮、三星、飞利浦等企业认证。覆铜板/PCB 行业厂家较多，但做得好的较少，规模大、技术强的优势造就了公司优质的下游客户结构以及较强的供应链议价能力。

优质的客户结构+较强的供应链议价能力增强了公司抵御行业周期的能力。电子行业存在较强的周期性，例如在 3G、4G、5G 通信网络建设期景气度较高，在通信代际切换期景气度较低，这种周期性的存在不可避免。由于公司下游客户相对优质，这些优质客户本身抵御行业周期的能力就比较强，再加上公司在供应链中具有较强的议价能力，使得公司相对于其他覆铜板厂商具有更强的抵御行业周期的能力。

图16: 公司毛利率稳定性强于国内其他竞争对手



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 公司四大竞争优势形成良性循环



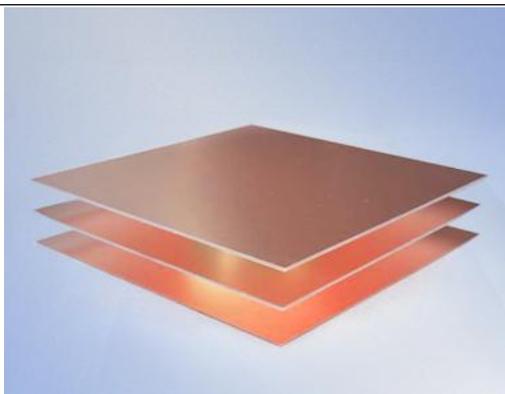
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

覆铜板属产业链中游，AI 推动高端需求爆发

覆铜板是 PCB 重要原材料，对 PCB 起互联导通、绝缘和支撑作用

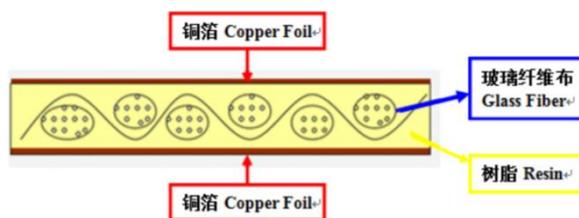
覆铜板简称 CCL (Copper Clad Laminate)，是将电子玻纤布或其它增强材料浸以树脂胶黏剂，通过烘干、裁剪、叠合成坯料，一面或双面覆以铜箔并经热压而制成的一种板状材料，主要用于制作印制电路板 (PCB)，对 PCB 起互联导通、绝缘和支撑的作用。PCB 被广泛应用于通讯、计算机、光电产品、消费电子、汽车、航空航天等众多领域，其技术水平随着电子产品日新月异的发展而不断提高。

图18: 生益科技覆铜板产品



资料来源：生益科技，国信证券经济研究所整理

图19: 覆铜板产品结构



资料来源：华正新材，国信证券经济研究所整理

覆铜板主要分为刚性、挠性、特殊材料基三大类。刚性覆铜板是指不易弯曲，并具有一定硬度和韧度的覆铜板；复合基覆铜板一般指由两种以上的补强材料（一般为纸、玻纤布或玻璃毡）与树脂经压合制成的刚性覆铜板；在刚性覆铜板中，FR-4 环氧玻纤布基覆铜板是目前 PCB 制造中用量最大、应用最广的产品。挠性覆铜板是用具有可挠性补强材料（薄膜）覆以电解铜箔或压延铜箔制成，其优点是可以弯曲，便于电器部件的组装。

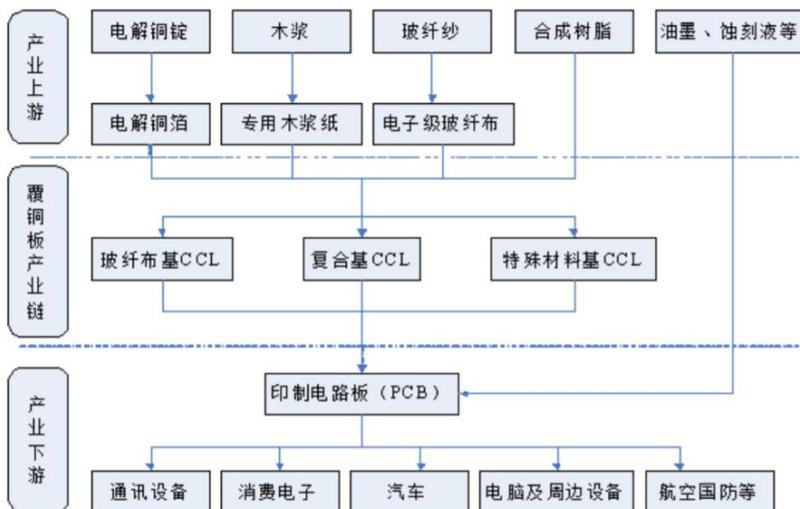
表2: 覆铜板主要产品分类和用途

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
挠性 CCL	环氧树脂类	通讯设备
	聚酯树脂类	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、调速电极以及汽车、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

资料来源：生益科技，国信证券经济研究所整理

从产业链来看，覆铜板处于行业中游，上游对应的主要原材料包括铜箔、玻璃纤维材料、树脂等，下游则主要用于制备印刷电路板，最终应用于消费电子、通讯电子、计算机、汽车电子、工业、医药电子、军事/太空等领域。

图20: 覆铜板处于产业链中游



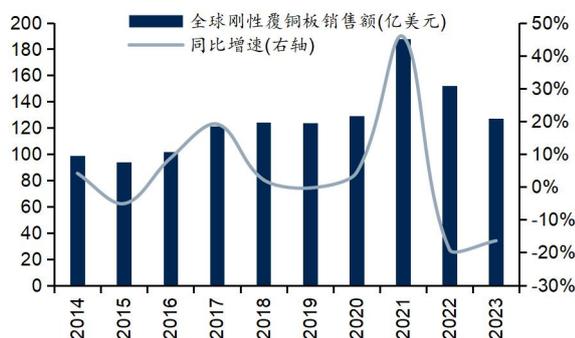
资料来源：生益科技，国信证券经济研究所整理

全球覆铜板市场规模稳步增长，2021年市场规模188亿美元

全球覆铜板行业规模稳定增长。根据 Prismaark 数据，全球刚性覆铜板销售额从2014年的99亿美元增长至2023年的127亿美元，对应CAGR为2.8%；中国（除港澳台地区）刚性覆铜板销售额从2014年的61亿美元增长至2023年93亿美元，对应CAGR为4.8%，增速高于全球；高端覆铜板2023年销售额达到41亿美元。

2024年，AI渗透带动全球电子产业结构性景气，扭转2022年以来的停滞态势。人工智能技术全面渗透，AI服务器、数据中心设备需求爆发，拉动全球半导体收入同比增长18.1%；消费电子市场迎来复苏，智能手机出货量增长7%，PC市场同比增长3.2%；新能源汽车市场延续高景气，智能座舱、自动驾驶技术迭代推动PCB需求攀升；医疗电子、工业自动化等领域保持稳健增长。

图21: 全球刚性覆铜板市场规模及同比增速



资料来源：Prismaark，国信证券经济研究所整理

图22: 中国（除港澳台地区）刚性覆铜板市场规模及同比增速



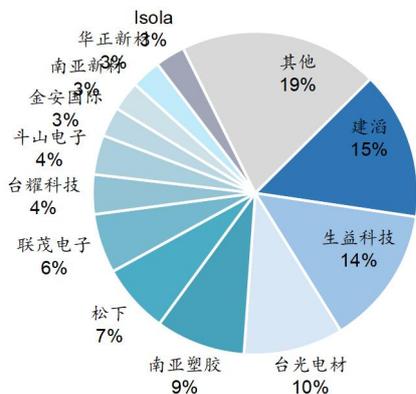
资料来源：Prismaark，国信证券经济研究所整理

刚性覆铜板行业竞争格局较为稳定。根据 Prismaark 数据，2008年全球刚性覆铜板行业CR5为52.6%，2023年CR5为55%。2023年全球前五大刚性覆铜板企业为建滔、生益科技、台光、南亚塑胶、松下，市场份额分别为15%、14%、10%、9%、

7%，其中生益科技的市场份额从 2008 年的 8.3% 增长至 2023 年的 14%。

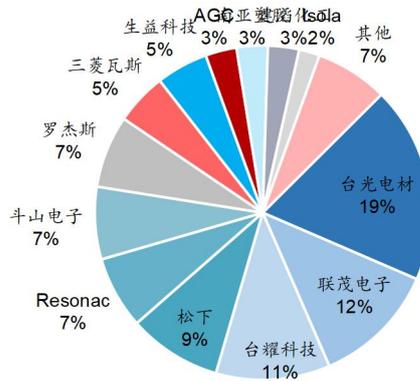
高端覆铜板领域（包括 IC 载板、高频、高速用覆铜板），国产化率低。高端覆铜板领域，以日系、台系、韩系主导，市场份额前十仅生益科技一家，国产替代空间大。

图23：2023 年全球刚性覆铜板市场份额



资料来源：Prismark，国信证券经济研究所整理

图24：2023 全球高端覆铜板市场份额

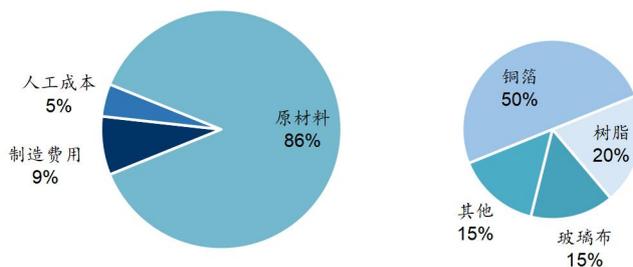


资料来源：Prismark，国信证券经济研究所整理

上游材料价格波动，下游结构性景气向上

覆铜板的主要原材料为铜箔、树脂及玻璃纤维布。以生益科技为例，覆铜板和粘结片的生产成本包括原材料（占比约 86%）、人工成本（占比约 5%）以及制造费用（占比约 9%）；其中原材料的占比为铜箔（50%）、树脂（20%）以及玻璃布（15%）。因此上游原材料的价格波动会较大幅度影响覆铜板产品的最终生产成本，并将通过涨价的形式完成对下游的传导。

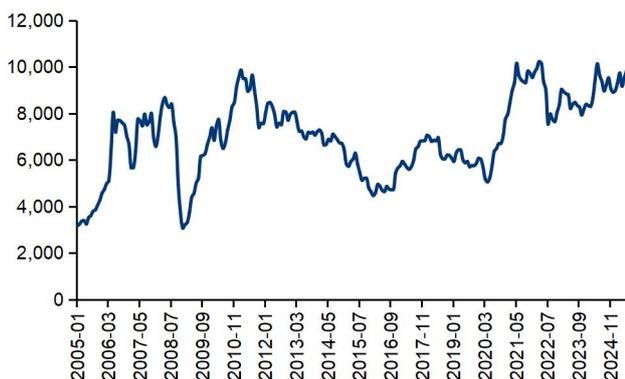
图25：覆铜板成本拆分



资料来源：生益科技，国信证券经济研究所整理

其中铜箔价格由原料铜价与加工费构成，受国际原铜价格波动影响较大。铜箔的价格走势具有明显的周期性，2016 年中-2017 年末涨价是由于供应的减少，表现为：（1）海外部分铜矿停产罢工，全球矿业投资放缓；（2）日本公司逐渐退出 FR-4 用铜箔的生产，转而生产软板、高频高速板用的高端铜箔；（3）铜箔厂商将产能转向锂电铜箔，造成普通电子铜箔的短缺。2020 年中以来铜箔价格再度走高，主要系新冠疫情导致大宗商品价格持续走高。根据我们分析，2015 年至今，铜箔价格和覆铜板厂商（生益科技、南亚新材、华正新材）的毛利率成正相关。

图26: 全球铜价走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 铜价走势和主要覆铜板厂商毛利率的对比 (元/吨, %)



资料来源: Prismark, 国信证券经济研究所整理

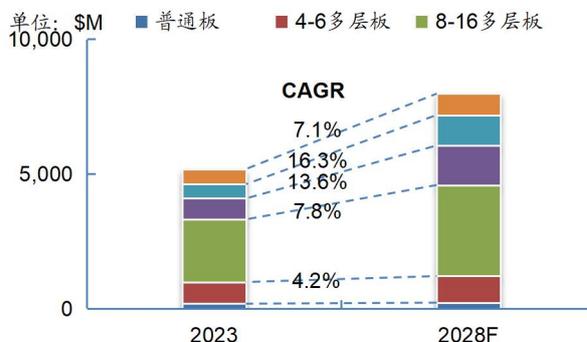
AI 算力基建推动 HDI 和高多层硬板的高频高速覆铜板需求大增。根据 Prismark 数据, 2023 年全球服务器及相关系统组件的 PCB 市场规模约为 51.77 亿美元, 预计未来将以 9% 的增速增长至 2028 年的 79.74 亿美元。未来五年 AI 系统、服务器、存储、网络设备是 PCB 需求增长的主要动能。AI 服务器主要涉及 3 块产品: GPU 的基板需要用到 20 层以上的高多层板, 并且使用高速材料; 而小型 AI 加速器模组通常使用 HDI 来达到高密度互联, 通常是 4-5 阶的 HDI; 传统的 CPU 的母板。并且, 随着 AI 服务器升级, GPU 主板也将逐步升级为 HDI, 因此 HDI 将是未来 5 年增速最快的 PCB, 根据 Prismark 预计, 2023-2028 年 HDI 的 CAGR 将达到 16.3%, 是增速最快的品类。

图28: 全球服务器系统及组件 PCB 市场规模



资料来源: Prismark, 国信证券经济研究所整理

图29: 服务器 PCB 市场分产品占比

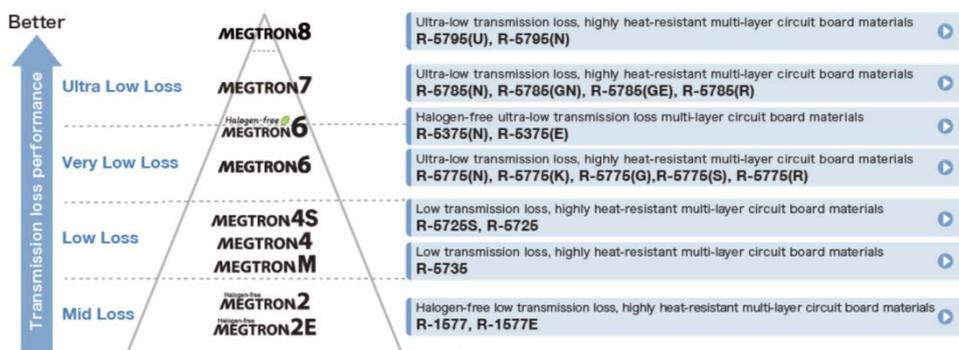


资料来源: Prismark, 国信证券经济研究所整理

服务器性能与 PCB 技术联系紧密, AI 服务器要求 PCB 板层数增加以及 CCL 介电损耗降低, 推动覆铜板量价齐升。PCB 在服务器中的特点主要体现在高层数、高纵横比、高密度及高传输速率。随着服务器升级, 覆铜板介电损耗降低是核心要求。

行业内根据 CCL 的介电损耗(Df)将 CCL 划分为 STD Loss 到 Ultra Low Loss 六个等级, 越高等级损耗越小。而 Mid Loss 以上的高速产品, 又常以松下电工 Megtron 系列的分级指标代表产品等级。目前, 通用 Eagle Stream 平台服务器中 M6 是主要材料, 而在英伟达 GB200 为代表的 AI 服务器领域, M7、M8 为主要材料。随着信号传输要求进一步提升, M9 等更高等级的产品有望在 2026 年投入应用。

图30: 松下 Megtron 系列 CCL 的等级分类



资料来源: Panasonic, 国信证券经济研究所整理

公司高频覆铜板国内领先, PCB 业务快速扩张

普通&高速覆铜板: 普通板、高速板产能可相互转换

普通覆铜板供应充分, 产能与高速覆铜板可共用。普通刚性覆铜板技术壁垒相对不高, 行业更偏周期性, 公司收入、利润受上下游影响较大。公司现有广东东莞万江、广东东莞松山湖、江苏苏州(含常熟)、陕西咸阳、江西九江等生产基地。其中广东生益刚性覆铜板年产能 4500 万平方米; 陕西生益 2774 万平方米; 苏州生益 1000 万平方米; 常熟生益 2200 万平方米; 江西生益为 2018 年建设, 一期项目于 2020 年投产, 年产能可为覆铜板 1200 万平方米, 二期于 2025 年 6 月投产, 新增年产能 600 万平米。此外, 公司的高速板可以与普通板共用产线, 产能可以相互转换。

随着 AI 算力基建推动高端 PCB 需求爆发, 公司于 2025 年 6 月公告增资生益科技(泰国)有限公司, 原本投资金额 14 亿元人民币, 注册资本 500 万泰铢, 增资后注册资本为 615,075 万泰铢。

图31: 公司刚性覆铜板产能分布



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

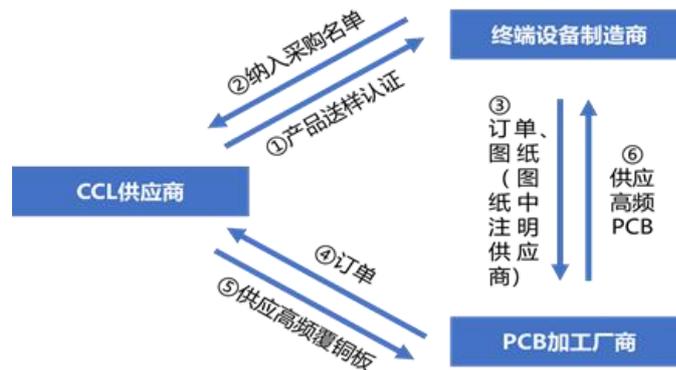
高频覆铜板：从追赶到超越，跻身全球一流

高频覆铜板的生产壁垒较高，主要体现在生产配方和下游客户认证两个方面。

生产配方门槛：高频覆铜板的设计流程，主要包括选择合适的树脂体系，原、辅材料；开发合理的配方；设计实用合理的工艺路线，解决好不同工序中各种界面问题；在制造过程中慎用各种助剂及添加剂，尽可能在体系中少引入杂质。以聚四氟乙烯树脂（PTFE）高频覆铜板为例，PTFE 具有低介电常数和低介电损耗因子的优点，但是成型温度过高、加工困难以及粘接能力差，需要采用共混改性、填料改性、高性能纤维增强及表面改性等方法对 PTFE 进行改性。每家高频覆铜板厂商都有独门的配方对其进行改性，如罗杰斯在 R03000 系列产品中增加了陶瓷填料。因此高频覆铜板的生产壁垒较高，需要持续的研发投入以及长期的技术积累。

下游客户认证门槛：由于覆铜板（尤其是高频高速覆铜板）的质量直接影响整个基站、服务器的性能和寿命，因此下游终端设备制造商对于覆铜板/PCB 供应商产品的认证较为严格和复杂。根据中英科技招股说明书，供应商进入下游设备商供应链的首次认证需要 24 个月，新产品认证需要 6-12 个月；而且下游设备商一旦确定供应商和相关产品后，不会轻易变更产品设计图纸和供应商。

图32：高频覆铜板下游客户认证门槛较高

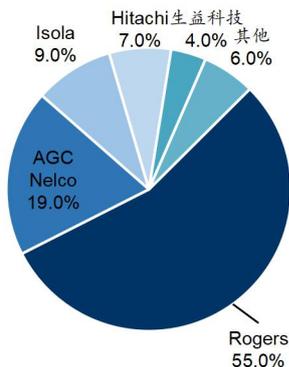


资料来源：中英科技招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司突破高频覆铜板技术难关，产品获得英伟达、华为、中兴、诺基亚等知名终端认证。公司 2016 年于江苏南通设立江苏生益特种材料有限公司，规划 150 万平方米/年高频覆铜板产能。2017 年 6 月公司与日本中兴化成签订了关于生产氟树脂覆铜板相关技术的框架协议，中兴化成向公司转让 PTFE 相关产品的完整配方、全流程生产工艺、专用设备技术、原材料厂家信息和相关商标。通过与中兴化成的合作，公司克服了高频板的技术难关，也获得了华为、中兴、诺基亚等知名设备商认证。目前，公司高频覆铜板分为 PTFE 和碳氢两大类。

高频覆铜板市场空间较小，历史上竞争格局较为稳定。高频覆铜板因此前市场规模仅 150 亿元，且研发难度高，供应格局较为稳定，罗杰斯、Nelco、松下等美日头部厂商占据市场 90% 市场份额。根据 Prismark 数据，2018 年罗杰斯市占率约为 55%，Nelcon 市占率 19%，生益科技市占率低于 4%。

图33: 高频覆铜板市场



资料来源: Prisma, 国信证券经济研究所整理

公司高频覆铜板技术指标对标海外, 抓住 AI 升级窗口, 从追赶者到全球领先者。随着 AI 服务器对数据损耗要求超越已有高速材料的极限, 以 PTFE 为代表的高频材料有望打开更大的市场空间。根据产业链了解, 英伟达服务器 PCB 正尝试引入 PTFE 等 Df 值更低的材料。我们对比了生益科技和罗杰斯官网的部分产品参数, 在最为核心的 Dk、Df 值上, 公司已全面追平, 公司有望抓住 AI 带来的高频材料市场增长窗口, 实现跨越式的份额提升。

表3: Rogers、生益科技部分类似产品参数对比

产品特征	厂家	代表产品	Dk	Df	其他参数
天线射频电路用玻璃布增强 PTFE 覆铜板	罗杰斯	CuClad® 217 层压板	2.17~2.20	0.0009	
	生益科技	SCGA-500 GF220	2.20	0.0009	
高导热射频材料	罗杰斯	TC350™ 层压板	3.5	0.002	热导率 0.72W/m-K
	生益科技	SG7350D2	3.55	0.002	热导率 1.23W/m-K
高频碳氢覆铜板	罗杰斯	R04500™ 层压板	3.3~3.5	0.0020~0.0037	
	生益科技	LNB33C	3.3	0.003	

资料来源: 罗杰斯, 生益科技, 国信证券经济研究所整理

挠性覆铜板: AI 眼镜、AI 手机支撑长期成长

挠性覆铜板 (FCCL) 主要有层压法和涂覆法两种生产方式。层压法需要购买铜箔和 TPI 膜进行压合, 技术门槛较低、投入产出快, 但受原材料制约大, 竞争激烈; 公司此前的挠性覆铜板产品主要是使用层压法生产。涂覆法技术门槛更高, 现主要掌握者为新日铁和 LG, 该技术为 FCCL 的主流生产技术; 公司之前跟新日铁合作, 进行销售合资, 后来因为各种原因, 合作没有继续; 2017 年 7 月公司与 LG 化学签署了涂覆法 FCCL 技术、专利、设备及商标等转让合同, 公司向 LG 化学购买了整条生产线 (年产能 450 万平米)、100 多条专利、全套工艺技术等并要求 LG 保证指导生产达到约定合格率的产品。

挠性覆铜板主要应用于智能手机等便携式电子产品, 未来将广泛应用于物联网终端。挠性覆铜板除了具有一般覆铜板电气连接、绝缘、机械支撑三大功能外, 还具有既可静态弯曲, 也可动态反复弯曲的优点。使用挠性覆铜板可以使电子产品的布线更合理、结构更紧凑, 节省了安装空间, 满足了电子产品轻、薄、短、小化的要求。目前挠性覆铜板广泛应用于手机、笔记本电脑等便携式电子设备; 随着 AI 赋能终端进程推进, 挠性覆铜板仍有较大的发展空间。

图34: 苹果 iPhone XS MAX 用 FPC



资料来源: iFixit, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

覆铜板及粘结片：考虑到 AI 算力相关需求对覆铜板信号传输损耗要求快速提升，高频高速产品需求迅速增长，公司作为国内高频高速覆铜板龙头，积极配合国内外头部客户开发新产品，叠加上游原材料持续涨价，公司有望迎来产品量价齐升。我们预计 25-27 年公司覆铜板及粘结片业务营业收入同比增长 25.0%/27.6%/23.6%至 184.9/235.9/291.6 亿元。随着中低端产品涨价，以及 M8 级覆铜板、PTFE 高频覆铜板等高端产品出货，我们预计高端产品毛利率有望达到 30%以上，预计 25-27 年覆铜板及粘结片业务毛利率将逐步提升，分别为 24.8%/26.1%/26.4%。

印刷线路板：2024 年以来，AI 算力相关 PCB 需求供不应求，公司已进入头部客户供应链，随着公司吉安生益二期、东莞五厂、泰国基地等扩产项目投产，我们预计 25-27 年公司印刷线路板业务营收同比增长 67.2%/33.3%/30.0%至 75/100/130 亿元。随着高端产品占比提升及稼动率回升，公司毛利率改善显著，1Q25 生益电子毛利率已达到 29.84%，预计 25-27 年公司印刷线路板业务毛利率将逐步提升，分别为 29.0%/30.0%/30.0%。

表4：公司营业收入及毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18014.44	16586.07	20388.33	27376.69	35187.89	43992.71
覆铜板及粘结片	13998.02	12631.53	14790.87	18487.50	23590.33	29155.51
印刷线路板	3406.90	3136.22	4486.11	7500.00	10000.00	13000.00
其他	609.52	818.32	1111.35	1389.19	1597.57	1837.20
同比增速(%)	-11.1%	-7.9%	22.9%	34.3%	28.5%	25.0%
覆铜板及粘结片	-13.5%	-9.8%	17.1%	25.0%	27.6%	23.6%
印刷线路板	-2.9%	-7.9%	43.0%	67.2%	33.3%	30.0%
其他	5.6%	34.3%	35.8%	25.0%	15.0%	15.0%
毛利率(%)	22.7%	19.2%	22.0%	26.5%	27.7%	27.9%
覆铜板及粘结片	21.2%	20.1%	21.5%	24.8%	26.1%	26.4%
印刷线路板	21.3%	11.1%	19.4%	29.0%	30.0%	30.0%
其他	64.7%	36.9%	39.5%	36.5%	36.5%	36.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

我们预计公司 25-27 营收同比增长 34.3%/28.5%/25.0%至 273.77/351.88/439.93 亿元；预计 25-27 年公司归母净利润同比增长 78.3%/40.6%/27.8%至 31.0/43.6/55.7 亿元。

销售费用：考虑到 AI 带来全新的高端产品市场，公司将维持略高的销售费用率支持开拓新市场，预计公司 25-27 年销售费用率分别为 1.81%/1.83%/1.81%；

管理费用：我们预计公司 25-27 年管理费用率与历史水平基本持平，分别为 4.09%/4.15%/4.13%；

研发费用：考虑到 AI 算力产品迭代快、性能要求高，为配合头部客户高端产品开发，我们预计公司将小幅增长研发费用率，预计 25-27 年分别为 5.84%/5.90%/5.90%。

财务费用：我们预计公司 25-27 年管理费用率与历史水平基本持平，保持在 0.36%/0.36%/0.36%。

表5: 公司未来3年盈利预测表(单位:百万元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	16586.07	20388.33	27376.69	35187.89	43992.71
营业成本	13394.91	15894.74	20110.10	25439.77	31713.74
销售费用	254.22	372.67	495.40	643.11	795.99
管理费用	701.45	842.66	1145.21	1485.79	1839.89
研发费用	840.79	1156.64	1599.68	2076.67	2596.30
财务费用	111.37	70.34	129.45	170.24	205.45
营业利润	1272.53	2072.43	3692.86	5185.89	6629.80
利润总额	1271.19	2067.93	3686.84	5181.94	6624.98
归母净利润	1164.00	1738.67	3099.82	4356.86	5570.13

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

估值: 合理估值区间 46.97-50.56 元

公司主要从事覆铜板和粘结片、PCB的设计、生产和销售,考虑公司的业务特点,我们采用相对估值来估算公司的合理估值区间。

相对估值: 合理估值区间 46.97-50.56 元

我们分别对公司两大业务选择可比公司,覆铜板领域,我们选取南亚新材,PCB领域我们选择了深南电路、胜宏科技、沪电股份、鹏鼎控股作为可比公司。由于其他覆铜板厂商缺少wind一致预期,因此我们仅参考南亚新材26年平均PE为19倍;PCB行业26年平均PE为23倍。

考虑到公司是覆铜板龙头,在高端覆铜板领域技术领先,且覆铜板竞争格局优于PCB,因此给予公司覆铜板业务2026年27-29倍PE,对应公司覆铜板业务的合理估值为938.5-1008.0亿元。考虑到公司PCB业务切入龙头客户,且随着扩产项目逐步投产业绩高增长,给予公司PCB业务2026年23-25倍PE,对应公司PCB业务的合理估值为202.6-220.3亿元。

综上,通过覆铜板及PCB业务分部估值的方式得到相对估值法下公司估值的合理区间为1141.1-1228.3亿元,对应股价为46.97-50.56元,相对于当前市值有25%-35%空间。

表6: 可比公司估值比较(股价为2025年7月17日数据)

代码	简称	股价(元)	EPS(元)				CAGR (24-27E)	PE(倍)				PEG (2026E)	总市值 (亿元)
			2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E		
600183	生益科技	37.46	0.72	1.28	1.79	2.29	47.4%	52.34	29.36	20.89	16.34	0.44	910
覆铜板行业													
688519	南亚新材	42.94	0.22	1.06	2.22	3.44	150.1%	195.18	40.48	19.38	12.48	0.13	102
覆铜板行业平均			0.22	1.06	2.22	3.44	150.1%	195.18	40.48	19.38	12.48	0.13	
PCB行业													
002916	深南电路	130.90	3.66	3.80	4.63	5.49	14.5%	35.77	34.48	28.27	23.83	1.95	873
300476	胜宏科技	169.87	1.34	5.40	7.38	9.00	88.7%	126.77	31.46	23.02	18.88	0.26	1465
002463	沪电股份	53.11	1.35	1.90	2.47	2.99	30.2%	39.29	28.01	21.49	17.79	0.71	1022
002938	鹏鼎控股	45.94	1.56	1.85	2.19	2.53	17.4%	29.45	24.77	20.98	18.18	1.20	1065
PCB行业平均			1.98	3.24	4.17	5.00	37.7%	57.82	29.68	23.44	19.67	1.03	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测 注: 可比公司盈利预测均基于Wind一致预期

风险提示

估值风险

我们采取绝对估值得出公司的合理估值在 46.97-50.56 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观的判断：

相对估值法中我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，通过对覆铜板及 PCB 业务分部估值的方式得到相对估值法下公司估值的合理区间，如果市场整体风险偏好发生变化、估值中枢向下调整，公司有可能面临估值下调的风险。

盈利预测风险

在盈利预测中，我们预计：1) AI 算力相关需求爆发，带动 PCB 需求量大幅提升；2) AI 服务器对 PCB 和覆铜板的信号传输能力提出了新的要求；3) 汽车电动化和智能化加速，带动车用 PCB 量价齐升；4) 公司覆铜板生产基地、PCB 生产基地产能持续扩张。如果这些盈利预测的假设条件不成立，我们预计 25-27 年公司归母净利润同比增长 78.3%/40.6%/27.8%的盈利预测存在出现偏差的风险。

经营风险

1、原材料价格波动风险。公司主要原材料涉及铜、树脂、玻璃布等，受大宗商品价格的影响，原材料价格波动以及供需失衡对公司的生产成本与生产经营带来较大的不确定性风险。

2、产品开发风险。公司根据行业技术发展趋势和市场需求情况确定新产品和新技术的研究开发课题，研发项目虽紧贴市场需求，但由于下游印制电路板行业为了适应消费者需求，广泛采用新技术、新材料和新工艺，导致覆铜板生产企业也必须进行相应的技术更新和产品升级，因此公司存在产品开发不确定性的风险。

3、股权分散风险。公司不存在控股股东及实际控制人，截至 2025 年一季末，广东省广新控股集团有限公司持股比例 24.38%为公司第一大股东；东莞市国弘投资有限公司持股比例 13.29%为第二大股东；伟华电子有限公司持股比例 12.14%为第三大股东，公司股权结构分散，不存在控股股东和实际控制人。

市场风险

1、全球贸易政策、贸易摩擦的风险。目前全球地缘政治摩擦频现，若全球政治环境进一步恶化，可能对电子产品需求带来一定不利影响，进而影响公司业绩。

2、市场需求下滑带来产能释放压力风险。公司覆铜板的直接下游为印制电路板行业，若 AI 算力建设、消费类电子终端产品、汽车等相关领域需求下滑，将导致覆铜板行业需求减少。如果短期内下游部分领域的市场需求下滑，将导致未来公司新增覆铜板产能或面临一定的消化压力。

3、行业竞争加剧的风险。随着电子工业技术的发展和全球环保意识的提高，市场要求 PCB 具有较高集成度、多功能化、超薄化、高多层超厚化及环保等特点，因此对覆铜板技术的要求亦不断提高。若公司不具备持续技术开发能力，生产规模不能有效扩大，产品质量和性能不能有效提升，公司将面临较大的市场竞争风险，进而给生产经营带来不利影响。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2775	2016	2707	3212	3323	营业收入	16586	20388	27377	35188	43993
应收款项	5666	7408	9346	12273	15449	营业成本	13395	15895	20110	25440	31714
存货净额	4271	5119	5300	6744	8450	营业税金及附加	103	123	166	215	267
其他流动资产	1225	1939	2156	2905	3760	销售费用	254	373	495	643	796
流动资产合计	13999	16613	19643	25273	31125	管理费用	701	843	1145	1486	1840
固定资产	9347	9105	9657	10121	10642	研发费用	841	1157	1600	2077	2596
无形资产及其他	383	626	601	576	551	财务费用	111	70	129	170	205
投资性房地产	598	611	611	611	611	投资收益	37	55	39	43	46
长期股权投资	630	689	767	852	926	资产减值及公允价值变动	(132)	(64)	(110)	(51)	(38)
资产总计	24957	27643	31278	37433	43854	其他收入	188	154	33	36	47
短期借款及交易性金融负债	2532	2994	4332	5787	6460	营业利润	1273	2072	3693	5186	6630
应付款项	3880	5012	5860	7701	9725	营业外净收支	(1)	(4)	(6)	(4)	(5)
其他流动负债	886	1843	1679	2295	3106	利润总额	1271	2068	3687	5182	6625
流动负债合计	7297	9849	11870	15783	19291	所得税费用	123	200	357	502	641
长期借款及应付债券	1306	558	446	312	219	少数股东损益	(15)	129	230	324	414
其他长期负债	653	731	834	930	1023	归属于母公司净利润	1164	1739	3100	4357	5570
长期负债合计	1959	1289	1281	1243	1241	现金流量表 (百万元)					
负债合计	9256	11138	13151	17026	20532	净利润	1149	1868	3330	4680	5984
少数股东权益	1717	1600	1673	1774	1904	资产减值准备	18	(66)	6	2	3
股东权益	13983	14905	16455	18633	21418	折旧摊销	824	863	956	1063	1164
负债和股东权益总计	24957	27643	31278	37433	43854	公允价值变动损失	132	64	110	51	38
关键财务与估值指标						财务费用	111	70	129	170	205
每股收益	0.49	0.72	1.28	1.79	2.29	营运资本变动	50	(1216)	(1544)	(2564)	(2807)
每股红利	0.55	0.49	0.64	0.90	1.15	其它	459	(127)	(293)	(394)	(492)
每股净资产	5.94	6.14	6.77	7.67	8.82	经营活动现金流	2743	1456	2693	3008	4095
ROIC	10%	15%	24%	28%	31%	资本开支	(1109)	(926)	(1597)	(1556)	(1700)
ROE	8%	12%	19%	23%	26%	其它投资现金流	(54)	(8)	(82)	(89)	(78)
毛利率	19%	22%	27%	28%	28%	投资活动现金流	(1162)	(934)	(1679)	(1645)	(1778)
EBIT Margin	8%	10%	14%	15%	15%	权益性融资	(1)	773	0	0	0
EBITDA Margin	13%	14%	18%	18%	18%	负债净变化	(369)	(248)	(112)	(134)	(94)
收入增长	-8%	23%	34%	29%	25%	支付股利、利息	(1287)	(1192)	(1550)	(2178)	(2785)
净利润增长率	-24%	49%	78%	41%	28%	其它融资现金流	(262)	(609)	1338	1455	673
资产负债率	44%	46%	47%	50%	51%	融资活动现金流	(1919)	(1276)	(323)	(858)	(2205)
息率	1.5%	1.4%	1.8%	2.5%	3.2%	现金净变动	(339)	(752)	691	505	111
P/E	72.2	49.9	28.0	19.9	15.6	货币资金的期初余额	3095	2756	2004	2695	3200
P/B	6.0	5.8	5.3	4.7	4.0	货币资金的期末余额	2756	2004	2695	3200	3311
EV/EBITDA	44.1	34.2	20.7	16.2	13.5	企业自由现金流	0	526	1300	1754	2781
						权益自由现金流	0	(332)	2410	2922	3175

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032