

2025 年 07 月 30 日

生益科技（600183.SH）

公司快报

AI 浪潮下，PCB&覆铜板业务有望持续增长

投资要点

◆ **覆铜板营收增加&子公司生益电子业绩大幅增长，共促公司业绩提升。**根据公司于 2025 年半年度业绩预增公告，2025H1，预计公司实现归母净利润 14.00 亿元-14.50 亿元，较去年同期将增长 4.68 亿元-5.18 亿元，同比增长 50%-56%；实现扣除非经常性损益净利润 13.50 亿元-14.00 亿元，较去年同期将增长 4.41 亿元-4.91 亿元，同比增长 49%-54%；2025Q2，预计公司实现归母净利润 8.36 亿元-8.86 亿元，环比增长 48.38%-57.25%，同比增长 54.77%-64.02%；实现扣除非经常性损益净利润 7.90 亿元到 8.40 亿元，环比增长 41.26%-50.20%，同比增长 51.26%-60.83%；2025H1，公司覆铜板销量同比上升，覆铜板产品营业收入增加，同时持续优化产品结构提升毛利率，推动盈利水平提升。下属子公司生益电子紧抓行业发展机遇，持续优化产品结构、稳步推进产能布局调整，着力提升高附加值产品占比，进一步巩固了在中高端市场的竞争优势，实现营业收入及净利润较上年同期大幅增长。

◆ **覆铜板为 PCB 重要组成，公司已有 GPU/AI 相关产品批量供应。**印刷电路板主要由覆铜箔层压板（CCL）、半固化片（PP）、铜箔（Copper Foil）、阻焊层（Solder Mask）组成。覆铜板（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。覆铜板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。覆铜板下游应用领域众多且性能需求各有差异，AI 大算力的相关产品对信号传输速率和带宽都提出了新的要求，对承载信号通道的覆铜板材料也提出了更低损耗的要求，AI 服务器相关硬件设备升级迭代非常快，产品形态也同以往有线产品有较大差异，配合客户提出的新架构和新的材料需求。受益于人工智能、数据中心、高性能计算等技术的驱动，服务器市场的强劲需求将带动高多层板、高阶 HDI 等高端 PCB 产品市场的增长。根据 Prismark 数据，2024 年全球服务器/数据存储领域 PCB 市场规模为 109.16 亿美元，同比增长 33.1%，远超 PCB 其他应用领域增速；预计 2029 年全球服务器/数据存储领域 PCB 市场规模将达到 189.21 亿美元，2024 年-2029 年将以 11.6% 的复合增长领跑 PCB 其他应用领域。在公司强大的管理体系，技术平台上，一直快速给予解决方案，同客户一起攻关，在新品验证上给予及时交付，可以很好的响应客户的要求。公司正积极同国内外各大终端就 GPU 和 AI 展开相关项目开发合作，并已有产品在批量供应，公司将持续为终端和 PCB 客户提供更具有性能挑战的材料。根据 Prismark 数据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已跃升全球第二，2023 年全球市场占有率达到 14%。

◆ **深耕汽车领域二十余年，产品全系列/全方位覆盖。**随着汽车电动化和智能化水平的不断提高，车用 PCB 价值量快速增长。传统燃油汽车 PCB 使用量是 0.6-1 平方米/车，高端车型用量是 2-3 平方米/车，而新能源汽车则达到 5-8 平方米/车，根据佐思汽研数据，特斯拉 Model3 的 PCB 总价值量在 3,000-4,000 元之间，约为普通燃油车的 5-6 倍。根据 Prismark 数据，2024 年全球车用 PCB 市场规模为 91.95 亿美元，同比增长 0.5%；到 2029 年，全球车用 PCB 市场规模将增长

电子 | PCBIII

增持(首次)

投资评级

股价(2025-07-30)

41.35 元

交易数据

总市值（百万元）	100,450.02
流通市值（百万元）	99,012.64
总股本（百万股）	2,429.26
流通股本（百万股）	2,394.50
12 个月价格区间	40.66/16.97

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	31.3	65.42	86.49
绝对收益	37.15	75.39	108.92

分析师

熊军

 SAC 执业证书编号：S0910525050001
 xiongjun@huajinsc.cn

分析师

宋鹏

 SAC 执业证书编号：S0910525040001
 songpeng@huajinsc.cn

相关报告



到 112.05 亿美元，2024 年-2029 年将保持 4.0%的复合增长。公司在汽车领域深耕二十余年，无论是日韩系、欧美系，还是国内新势力造车，均有明确的市场布局 and 稳定增长的市场拓展。随着新能源汽车的发展，持续开发对应产品并获得新的市场增长和批量应用。在汽车领域公司是全系列、全方位的覆盖，供应的产品包括高速材料、毫米波材料、HDI、高 Tg FR-4、高导热、高 CTI，挠性材料、金属基等材料等，汽车类相关的产品销售量占比约 25%。

◆ **投资建议:** 我们预测公司 2025 年至 2027 年营业收入分别为 255.10/307.47/354.39 亿元，增速分别为 25.1%/20.5%/15.3%；归母净利润分别为 28.32/36.97/45.03 亿元，增速分别 62.9%/30.5%/21.8%；对应 PE 分别 35.5/27.2/22.3 倍。考虑到公司自主研发的多个种类的产品取得先进终端客户的认证，产品全系列布局，覆盖常规、中高 TG、无卤、高导热、汽车、高频高速、封装等，有望持续受益 AI 发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险提示:** 全球宏观经济波动加大及行业去库存水平不达预期的风险；行业变化较快及市场竞争加剧的风险；新产品、新技术的开发进展不及预期；新建生产基地投产进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	16,586	20,388	25,510	30,747	35,439
YoY(%)	-7.9	22.9	25.1	20.5	15.3
归母净利润(百万元)	1,164	1,739	2,832	3,697	4,503
YoY(%)	-24.0	49.4	62.9	30.5	21.8
毛利率(%)	19.2	22.0	24.7	25.7	26.7
EPS(摊薄/元)	0.48	0.72	1.17	1.52	1.85
ROE(%)	7.3	11.3	16.4	18.7	19.7
P/E(倍)	86.3	57.8	35.5	27.2	22.3
P/B(倍)	7.2	6.7	6.2	5.4	4.6
净利率(%)	7.0	8.5	11.1	12.0	12.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

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。生益科技立足于终端功能需求的解决者，始终坚持高标准、高品质、高性能，高可靠性，自主生产覆铜板、半固化片、绝缘层压板、金属基覆铜箔板、涂树脂铜箔、覆盖膜类等高端电子材料。产品主要供制作单、双面线路板及高多层线路板，广泛应用于高算力、AI 服务器、5G 天线、新一代通讯基站、大型计算机、高端服务器、航空航天工业、芯片封装、汽车电子、智能家居、工控医疗设备、家电、消费类终端以及各种中高档电子产品中。

覆铜板是用于制造 PCB 板的核心材料，下游面向通讯设备、消费电子、计算机、汽车电子、工控医疗、航空航天等多个领域。当覆铜板用在制作多层 PCB 时，被称为“芯板”，其担负着 PCB 板的导电、绝缘和支撑三大功能。覆铜板的性能对 PCB 板的性能、品质、可加工性、制造成本都有着很大的影响，是电子工业的基础。根据普华有策数据，2023 年全球覆铜板市场规模大约为 21,014 百万美元，预计 2030 年将达到 28,145 百万美元。我们预计 2025-2027 年公司覆铜板和粘结片业务营业收入为 183.75/216.61/245.31 亿元。

印制电路板应用领域广泛，涵盖通信设备、网络设备、计算机/服务器、消费电子、汽车电子、工业控制、医疗、航空航天等。根据 Prismark 数据，2024 年全球 PCB 市场产值同比增长 5.8%，达 735.65 亿美元。从中长期来看，随着人工智能发展、消费电子回暖等因素的影响下，进而直接或间接地带动了 PCB 产业的发展，全球 PCB 行业在 2024 年至 2029 年复合增长率为 5.2%，总体保持平稳增长；从产品结构上看，中长期来看，18 层以上多层板、HDI 和封装基板将保持相对较高的增长，预测 2024 年至 2029 年复合增长率将分别达到 15.7%、6.4%和 7.4%，高于总体增长率。我们预计 2025-2027 年公司印制线路板业务营业收入为 59.00/78.16/97.71 亿元。

表 1：公司业务盈利预测（百万元/%）

产品	指标	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
覆铜板和 粘结片	收入	16,189.62	13,998.02	12,631.53	14,790.87	18,374.77	21,661.30	24,530.92
	YoY	49.23%	-13.54%	-9.76%	17.09%	24.23%	17.89%	13.25%
	成本	11,741.91	11,029.76	10,091.77	11,607.60	14,065.88	16,304.46	18,199.49
	毛利率	27.47%	21.20%	20.11%	21.52%	23.45%	24.73%	25.81%
印制线路 板	收入	3,507.62	3,403.77	3,134.72	4,483.89	5,900.43	7,815.90	9,770.55
	YoY	-1.43%	-2.96%	-7.90%	43.04%	31.59%	32.46%	25.01%
	成本	2,891.50	2,680.12	2,785.67	3,612.71	4,408.69	5,664.18	7,010.37
	毛利率	17.57%	21.26%	11.13%	19.43%	25.28%	27.53%	28.25%
废弃资源 综合利用	收入		304.46	517.34	709.93	778.05	916.26	800.92
	YoY			69.92%	37.22%	9.60%	17.76%	-12.59%
	成本		311.36	493.54	651.61	713.16	840.67	735.89
	毛利率		-2.27%	4.60%	8.21%	8.34%	8.25%	8.12%
其他	收入	577.02	308.19	302.49	403.64	456.63	353.59	336.67
	YoY	106.03%	-46.59%	-1.85%	33.44%	13.13%	-22.56%	-4.79%
	成本	203.66	23.97	24.16	23.41	26.85	20.86	19.96
	毛利率	64.70%	92.22%	92.01%	94.20%	94.12%	94.10%	94.07%
总计	收入	20,274.26	18,014.44	16,586.07	20,388.33	25,509.88	30,747.06	35,439.06
	YoY	38.04%	-11.15%	-7.93%	22.92%	25.12%	20.53%	15.26%
	成本	14,837.07	14,045.20	13,395.14	15,895.33	19,214.58	22,830.18	25,965.71
	毛利率	26.82%	22.03%	19.24%	22.04%	24.68%	25.75%	26.73%

资料来源：Wind、华金证券研究所

二、可比估值

我们选取以下公司为可比公司：南亚新材是国内专业从事覆铜箔板设计和粘结片等复合材料的高新技术企业，产品广泛应用于消费电子、计算机、通讯、汽车电子等终端领域，形成了以 CCL 行业制造与方案解决的业务架构；胜宏科技专业从事高密度印制线路板的研发、生产和销售，产品覆盖刚性电路板（多层板和 HDI 为核心）、柔性电路板（单双面板、多层板、刚挠结合板）全系列，广泛应用于人工智能、汽车电子（新能源）、新一代通信技术、大数据中心、工业互联、医疗仪器、计算机、航空航天等领域；沪电股份 PCB 产品以通信通讯设备、数据中心基础设施、汽车电子为核心应用领域，辅以工业设备、半导体芯片测试等应用领域；生益电子为客户提供定制化 PCB 产品；景旺电子产品覆盖多层板、类载板、厚铜板、高频高速板、金属基电路板、双面/多层柔性电路板、高密度柔性电路板、HDI 板、刚挠结合板、特种材料 PCB 等，是国内少数产品类型覆盖刚性电路板、柔性线路板和金属基电路板的厂商。

我们预测公司 2025 年至 2027 年营业收入分别为 255.10/307.47/354.39 亿元，增速分别为 25.1%/20.5%/15.3%；归母净利润分别为 28.32/36.97/45.03 亿元，增速分别 62.9%/30.5%/21.8%；对应 PE 分别 35.5/27.2/22.3 倍。考虑到公司自主研发的多个种类的产品取得先进终端客户的认

证，产品全系列布局，覆盖常规、中高 TG、无卤、高导热、汽车、高频高速、封装等，有望持续受益 AI 发展，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值	归母净利润（亿元）			PE		
		（亿元）	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688519.SH	南亚新材	111.51	2.53	5.28	8.21	44.08	21.10	13.59
300476.SZ	胜宏科技	1,656.97	46.51	63.45	77.26	35.64	26.12	21.45
002463.SZ	沪电股份	1,048.04	36.49	47.60	57.62	28.72	22.02	18.19
688183.SH	生益电子	416.83	9.90	14.21	18.59	42.13	29.34	22.42
603228.SH	景旺电子	624.12	15.20	19.40	23.58	41.05	32.18	26.47
	均值		22.12	29.99	37.05	38.32	26.15	20.42
600183.SH	生益科技	1,004.50	28.32	36.97	45.03	35.47	27.17	22.31

资料来源：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期，公司盈利预测来自华金证券研究所，股价为 2025 年 07 月 30 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13999	16613	20808	24094	26780
现金	2775	2016	2551	3075	3544
应收票据及应收账款	5531	7313	9039	10671	11479
预付账款	33	132	235	287	380
存货	4271	5119	6506	7265	8358
其他流动资产	1389	2031	2477	2796	3019
非流动资产	10958	11031	12914	14680	16072
长期投资	630	689	811	936	1059
固定资产	9064	8635	10267	11788	12980
无形资产	383	626	640	652	676
其他非流动资产	881	1081	1195	1305	1357
资产总计	24957	27643	33722	38774	42852
流动负债	7297	9849	14410	16836	17572
短期借款	1465	1837	4852	5506	5930
应付票据及应付账款	3880	5012	5749	7048	7498
其他流动负债	1953	3000	3809	4282	4144
非流动负债	1959	1289	1313	1360	1290
长期借款	1306	558	638	670	598
其他非流动负债	653	731	675	690	692
负债合计	9256	11138	15723	18196	18862
少数股东权益	1717	1600	1719	1878	2092
股本	2355	2429	2429	2429	2429
资本公积	4630	5374	5374	5374	5374
留存收益	6976	7650	8132	8713	9451
归属母公司股东权益	13983	14905	16279	18700	21897
负债和股东权益	24957	27643	33722	38774	42852

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2743	1456	2760	3989	4159
净利润	1149	1868	2951	3855	4717
折旧摊销	824	863	799	991	1181
财务费用	111	70	159	220	233
投资损失	-37	-55	-44	-46	-47
营运资金变动	494	-1798	-1149	-1034	-1935
其他经营现金流	201	509	43	3	9
投资活动现金流	-1162	-934	-2650	-2718	-2539
筹资活动现金流	-1919	-1276	-4428	-1401	-1575

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.48	0.72	1.17	1.52	1.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	0.60	1.14	1.64	1.71
每股净资产(最新摊薄)	5.76	6.14	6.70	7.70	9.01

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16586	20388	25510	30747	35439
营业成本	13395	15895	19215	22830	25966
营业税金及附加	103	123	155	187	215
营业费用	254	373	472	550	620
管理费用	701	843	969	1168	1382
研发费用	841	1157	1327	1568	1807
财务费用	111	70	159	220	233
资产减值损失	-126	-114	-171	-190	-231
公允价值变动收益	-3	-2	-6	-4	-4
投资净收益	37	55	44	46	47
营业利润	1273	2072	3261	4265	5217
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	3	6	6	6	6
利润总额	1271	2068	3257	4261	5213
所得税	123	200	305	406	495
税后利润	1149	1868	2951	3855	4717
少数股东损益	-15	129	119	158	215
归属母公司净利润	1164	1739	2832	3697	4503
EBITDA	2187	3018	4210	5503	6662

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-7.9	22.9	25.1	20.5	15.3
营业利润(%)	-28.7	62.9	57.4	30.8	22.3
归属于母公司净利润(%)	-24.0	49.4	62.9	30.5	21.8
获利能力					
毛利率(%)	19.2	22.0	24.7	25.7	26.7
净利率(%)	7.0	8.5	11.1	12.0	12.7
ROE(%)	7.3	11.3	16.4	18.7	19.7
ROIC(%)	6.7	10.2	13.7	15.9	17.0
偿债能力					
资产负债率(%)	37.1	40.3	46.6	46.9	44.0
流动比率	1.9	1.7	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.0	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	3.0	3.2	3.1	3.1	3.2
应付账款周转率	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6
估值比率					
P/E	86.3	57.8	35.5	27.2	22.3
P/B	7.2	6.7	6.2	5.4	4.6
EV/EBITDA	47.4	34.5	25.1	19.3	15.9

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

熊军、宋鹏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn