

**2025年07月31日**

## 南亚新材 (688519.SH)

# 高端高速产品获全球知名 AI 服务器认证，持续 受益国产算力发展

### 投资要点

- ◆ **销量增加&产品结构优化，带动公司整体效益有效改善。**根据公司 2025 年半年度业绩预告的自愿性披露公告，2025H1，预计公司实现归母净利润 0.80 亿元-0.95 亿元，同比增加 0.25 亿元-0.40 亿元，同比增长为 44.69%-71.82%；预计实现扣除非经常性损益的净利润 0.75 亿元-0.89 亿元，将增加 0.35 亿元-0.49 亿元，同比增长 89.20%-124.52%；2025Q2，预计公司实现归母净利润 0.59 亿元-0.74 亿元，同比增长为 30.30%-63.49%，环比增长 178.78%-249.80%；预计实现扣除非经常性损益的净利润 0.59 亿元-0.73 亿元，同比增长 88.10%-132.76%，环比增长 267.68%-354.98%。业绩变化主要原因系：2025H1，公司加强市场开拓，公司产品销量增加，同时积极调整营销策略，优化产品结构，高毛利产品销量的占比提升，带动公司整体效益的有效改善。
- ◆ **AI 带动上游高速覆铜板等材料应用，相关产品有望加速公司增长。**根据 Prismark 数据，受 AI、算力等驱动，服务器及存储实现了超预期的历史性增长，达到 2,910 亿美元，增幅同比达 45.5%，成为电子市场增幅最快的应用领域，且一跃成为全球第二大电子市场领域。服务器及存储市场的火爆也带来了 PCB 市场中服务器及存储应用基板的强劲，2024 年达到 109.16 亿美元，增幅同比达 33.1%。到 2025 年将达 140.07 亿美元，到 2029 年将达 189.21 亿美元，2024 至 2029 年年均复合增长率达到 11.6%，快速带动上游高速覆铜板等材料的应用。（1）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内资覆铜板企业，已实现进口替代，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，目前起量较为明显。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，有望提升公司增长点。（2）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，公司掌握配方核心技术，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的 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。

- ◆ **积极开拓海内外市场，稳步推进产能建设。**（1）**市场：**公司布局国内市场的同时，积极布局海外市场，主要聚焦于伺服器与高速网通应用，持续推广旗下的高速材料，特别是 NY6300S、NY6300SN、NY6666 以及 NY8888N 等核心产品。公司在中国台湾市场深耕多年，成立了海外技术推广和支持团队，并不断引进行业优秀人才全面布局，聚焦于伺服器与高速网通应用推广，目前已进入多家客户的设计阶段或正在进行导入认证。在海外其他市场方面，公司的高速材料能够支援包括 PCIe5.0/6.0、800G/1.6TEthernet、AI Server 等高端应用。在 Ultra Low Loss I 等级材料，已被多家客户纳入既有平台测试。在 Intel/AMD 两大主流新品的各平台认证，公司各等级都有亮眼的表现，且已开始通过 PCB 客户积极与全球 GPU 和 AI

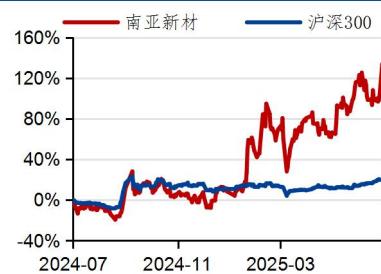
## 公司快报

**电子 | PCBIII**
**增持(首次)**
**股价(2025-07-30)**
**46.76 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	11,151.50
流通市值 (百万元)	10,862.05
总股本 (百万股)	238.48
流通股本 (百万股)	232.29
12 个月价格区间	47.00/17.43

### 一年股价表现


**资料来源：聚源**

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.89	17.38	113.96
绝对收益	4.96	27.34	137.17

**分析师**
**熊军**
**SAC 执业证书编号：S0910525050001**  
**xiongjun@huajinsec.cn**
**分析师**
**宋鹏**
**SAC 执业证书编号：S0910525040001**  
**songpeng@huajinsec.cn**

### 相关报告



计算技术为核心的知名科技公司展开产品的认证，为产品全面推广做好铺垫。**(2)**

**产能：**截至 2025 年 6 月底，公司已在上海、江西吉安、江苏海门、泰国巴真分别投建或规划生产基地。上海生产基地设有 N1-N3 工厂，N1-N2 工厂随着江西生产基地产能的释放，其因能耗、人耗高，效率低停产，N3 工厂设计月产能 80-90 万张左右（含 1 条试验线）。江西生产基地设有 N4-N6 工厂，N4 工厂设计月产能 100 万张左右，已达产，N5 工厂设计月产能 120 万张左右，已达产；N6 工厂设计月产能也是 120 万张，继去年三季度释放月产能 30 万张后，今年 3 月末又新增投入月产能 60 万张，5 月末新增投入月产能 30 万张，至此，N6 厂已全部建成投入。到今年年底公司整体月生产产能将达近 400 万张。江苏生产基地首个年产 360 万平米的高端 IC 封装材料智能工厂的各项建设工作有序推进中，预计到明年底前建成投产。泰国工厂已购地并办理地契，公司将视自身及行业发展趋势和地缘政治变化推进投建进度。

- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2025 年至 2027 年营业收入分别为 47.91/60.14/74.13 亿元，增速分别为 42.5%/25.5%/23.3%；归母净利润分别为 2.34/4.96/7.83 亿元，增速分别 365.0%/112.2%/57.7%；对应 PE 分别 47.7/22.5/14.2 倍。考虑到公司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内资覆铜板企业，产品性能与国际先进同行同类产品相比，水平相当或更为优异，已实现进口替代，特别是高端高速产品已在全球知名终端 AI 服务器大量应用，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)	2,983	3,362	4,791	6,014	7,413
YoY(%)	-21.1	12.7	42.5	25.5	23.3
归母净利润(百万元)	-129	50	234	496	783
YoY(%)	-388.5	138.9	365.0	112.2	57.7
毛利率(%)	4.2	8.6	11.9	14.6	16.5
EPS(摊薄/元)	-0.54	0.21	0.98	2.08	3.28
ROE(%)	-5.3	2.1	8.8	15.8	20.1
P/E(倍)	-86.1	221.6	47.7	22.5	14.2
P/B(倍)	4.6	4.6	4.2	3.6	2.9
净利率(%)	-4.3	1.5	4.9	8.3	10.6

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

公司主营业务系覆铜板和粘结片等复合材料及其制品的设计、研发、生产及销售。覆铜板是制作印制电路板的核心材料，印制电路板是电子元器件电气连接的载体。覆铜板及印制电路板是现代电子信息产品中不可或缺的重要部件，被广泛应用于消费电子、计算机、通讯、数据中心、汽车电子、航空航天和工业控制等终端领域。

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 年公司覆铜板业务营业收入为 37.05/46.32/56.52 亿元。

粘结片（Prepreg，简称 PP）又称半固化片，系覆铜板生产过程中的前道产品，粘结片在较大幅度上决定了覆铜板的整体性能，系覆铜板产品的配方技术与核心附加值之体现。下游多层板或 HDI 客户向覆铜板厂商采购覆铜板的同时，往往需要配套采购同厂商同规格的粘结片产品，用其作为多层板或 HDI 层与层之间的粘结和绝缘材料。粘结片的销售情况能很好地反映出覆铜板厂商服务于多层板或 HDI 等中高端领域的综合能力。我们预计 2025-2027 年公司粘结片业务营业收入为 10.12/13.11/16.73 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	收入	3,296.41	2,987.48	2,328.11	2,603.31	3,704.56	4,632.29	5,651.79
	YoY	97.67%	-9.37%	-22.07%	11.82%	42.30%	25.04%	22.01%
	成本	2,713.45	2,865.63	2,357.19	2,523.44	3,451.80	4,183.88	4,995.62
	毛利率	17.68%	4.08%	-1.25%	3.07%	6.82%	9.68%	11.61%
粘结片	收入	852.44	731.55	589.82	696.63	1,012.38	1,311.39	1,673.19
	YoY	101.70%	-14.18%	-19.37%	18.11%	45.33%	29.54%	27.59%
	成本	683.57	539.25	436.96	486.13	693.38	882.96	1,106.65
	毛利率	19.81%	26.29%	25.92%	30.22%	31.51%	32.67%	33.86%
其他	收入	58.26	59.18	64.90	61.60	74.26	70.72	88.37
	YoY	91.48%	1.57%	9.67%	-5.09%	20.56%	-4.78%	24.96%
	成本	57.49	59.25	64.57	61.21	73.79	70.27	87.82
	毛利率	1.32%	-0.12%	0.51%	0.63%	0.64%	0.63%	0.62%
总计	收入	4,207.12	3,778.21	2,982.83	3,361.54	4,791.20	6,014.40	7,413.35
	YoY	98.39%	-10.19%	-21.05%	12.70%	42.53%	25.53%	23.26%
	成本	3,454.52	3,464.14	2,858.72	3,070.78	4,218.97	5,137.12	6,190.08
	毛利率	17.89%	8.31%	4.16%	8.65%	11.94%	14.59%	16.50%

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：生益科技主要业务为设计、生产和销售覆铜板和粘结片、印制线路板；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 47.91/60.14/74.13 亿元，增速分别为 42.5%/25.5%/23.3%；归母净利润分别为 2.34/4.96/7.83 亿元，增速分别 365.0%/112.2%/57.7%；对应 PE 分别 47.7/22.5/14.2 倍。考虑到公司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内资覆铜板企业，产品性能与国际先进同行同类产品相比，水平相当或更为优异，已实现进口替代，特别是高端高速产品已在全球知名终端 AI 服务器大量应用，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 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600183.SH	生益科技	1,004.50	27.94	35.79	43.27	35.95	28.07	23.21
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			27.21	36.09	44.07	36.70	27.55	22.35
688519.SH	南亚新材	111.51	2.34	4.96	7.83	47.66	22.46	14.24

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)					利润表(百万元)						
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2743	2796	3720	4230	4957	营业收入	2983	3362	4791	6014	7413
现金	536	422	675	808	951	营业成本	2859	3071	4219	5137	6190
应收票据及应收账款	1620	1900	2266	2545	2946	营业税金及附加	10	10	14	17	22
预付账款	5	6	12	10	17	营业费用	42	45	64	79	96
存货	470	350	655	755	928	管理费用	42	65	91	112	137
其他流动资产	113	118	111	113	114	研发费用	183	171	249	307	378
非流动资产	1751	1775	2189	2522	2931	财务费用	1	-1	17	24	18
长期投资	1	4	5	6	8	资产减值损失	-49	-35	-37	-57	-81
固定资产	1243	1362	1739	2036	2405	公允价值变动收益	0	0	-1	-1	-1
无形资产	51	55	54	53	51	投资净收益	-1	-1	4	3	2
其他非流动资产	456	355	391	427	468	营业利润	-163	50	162	344	555
资产总计	4495	4572	5909	6752	7889	营业外收入	3	1	2	2	2
流动负债	1851	1884	2996	3376	3755	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	420	175	880	905	872	利润总额	-162	50	163	345	556
应付票据及应付账款	859	1292	1538	1943	2260	所得税	-32	-1	-71	-152	-227
其他流动负债	573	417	579	527	623	税后利润	-129	50	234	496	783
非流动负债	196	258	250	240	234	少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
长期借款	0	45	38	30	23	归属母公司净利润	-129	50	234	496	783
其他非流动负债	196	213	211	209	211	EBITDA	-36	181	308	544	790
负债合计	2047	2142	3246	3616	3989						
少数股东权益	-0	0	-0	-0	-0						
股本	235	238	238	238	238						
资本公积	1937	1936	1936	1936	1936						
留存收益	586	614	777	1131	1708						
归属母公司股东权益	2447	2429	2663	3137	3900						
负债和股东权益	4495	4572	5909	6752	7889						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
经营活动现金流	26	325	119	657	835						
净利润	-129	50	234	496	783						
折旧摊销	116	130	128	166	206						
财务费用	1	-1	17	24	18						
投资损失	1	1	-4	-3	-2						
营运资金变动	18	95	-264	-24	-172						
其他经营现金流	19	50	8	-2	1						
投资活动现金流	-80	-103	-541	-496	-614						
筹资活动现金流	133	-92	-29	-54	-44						
<b>每股指标(元)</b>											
每股收益(最新摊薄)	-0.54	0.21	0.98	2.08	3.28	P/E					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	1.36	0.50	2.75	3.50	P/B					
每股净资产(最新摊薄)	10.26	10.19	11.17	13.15	16.35	EV/EBITDA					
<b>主要财务比率</b>											
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
<b>成长能力</b>											
营业收入(%)						-21.1	12.7	42.5	25.5	23.3	
营业利润(%)						-1480.8	130.7	225.3	111.8	61.3	
归属于母公司净利润(%)						-388.5	138.9	365.0	112.2	57.7	
<b>获利能力</b>											
毛利率(%)						4.2	8.6	11.9	14.6	16.5	
净利率(%)						-4.3	1.5	4.9	8.3	10.6	
ROE(%)						-5.3	2.1	8.8	15.8	20.1	
ROIC(%)						-4.0	1.8	6.8	12.7	16.4	
<b>偿债能力</b>											
资产负债率(%)						45.6	46.9	54.9	53.5	50.6	
流动比率						1.5	1.5	1.2	1.3	1.3	
速动比率						1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	
<b>营运能力</b>											
总资产周转率						0.6	0.7	0.9	1.0	1.0	
应收账款周转率						1.6	1.9	2.3	2.5	2.7	
应付账款周转率						3.0	2.9	3.0	3.0	2.9	
<b>估值比率</b>											
P/E						-86.1	221.6	47.7	22.5	14.2	
P/B						4.6	4.6	4.2	3.6	2.9	
EV/EBITDA						-309.8	61.9	37.7	21.2	14.3	

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.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)