

沪电股份(002463)

报告日期: 2025 年 08 月 27 日

业绩高速释放, 加码资本开支

——沪电股份点评报告

投资要点

□ AI PCB 龙头, 业绩进入高速释放期

受益于人工智能、高速网络基础设施、智能驾驶等需求增长, 25H1 公司营收为 84.94 亿元, yoy+56.59%; 归母净利润为 16.83 亿元, yoy+47.50%。其中, PCB 业务收入为 81.52 亿元, yoy+57.20%, 毛利率为 36.46%, yoy-1.49pcts, 主要系沪士泰国尚处于产能爬坡阶段, 人工、折旧等费用大幅增加, 25H1 亏损 0.96 亿元, 拉低了通讯板业务毛利率; 同时股权激励费用有所增加。

□ 通讯: AI 产能持续释放, 800G 交换机加速渗透

截至 25H1, 公司企业通讯板营收为 65.32 亿元, yoy+70.63%, 毛利率 38.66%。其中, AI 服务器和 HPC 相关 PCB 收入占比约 23%, yoy+25.34%; 交换机及其配套路由相关 PCB 收入占比约 53%, yoy+161.46%。目前, 公司已与国内外多家头部客户合作开发基于 224Gbps 速率平台产品; 1.6T 交换机已进入客户打样及认证阶段; 沪士泰国在 AI 服务器和交换机等应用领域, 也已取得 2 家客户的正式认可, 4 家客户的认证与产品导入中预计 25H2 获得正式认可。

□ 汽车: 胜伟策年内有望扭亏, 产品结构持续优化

25H1, 公司汽车板营收为 14.22 亿元, yoy+24.18%, 毛利率 25.19%。其中, 毫米波雷达、采用 HDI 的自动驾驶辅助及智能座舱域控制器、埋陶瓷、厚铜、P2Pack 等新产品收入占比 49.34%。25H1, 胜伟策收入大幅增长, yoy+159.63%, 同比实现大幅减亏, 争取在 2025 年实现扭亏。其中, P2Pack 产品收入同比增长超 400%。随着, 汽车电子模块向中央控制架构整合及电气架构向 800V 更高压的平台迭代, 公司汽车板业务有望保持增长。

□ 加速资本开支投放, 推动产能升级及扩容

25H1, 公司加大投资力度, 升级瓶颈及关键制程产能, 调整产品及产能结构。其中, 43 亿昆山扩产项目已于 2025 年 6 月开工, 预计 2026H2 年开始试产; 沪士泰国已于 25Q2 小规模量产阶段; 2025 年 7 月公告, 拟投资不超过 36 亿元进行项目投资磋商, 以满足黄石沪士的经营发展需求。公司致力于平衡业务升级与规模扩充之间的关系, 既实现短期业绩稳步增长, 又完成长期战略关键卡位。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 179.7/227.8/284.6 亿元, 同比增速为 34.7%/26.8%/24.9%; 归母净利润为 37.9/51.0/64.5 亿元, 同比增速为 46.3%/34.7%/26.5%, 当前股价对应 PE 为 30/22/18 倍, EPS 为 1.97/2.65/3.35 元。2025 年, 800G 交换机加速放量及以 AI 算力需求高速增长, 公司业绩成长超预期。考虑到 AI 驱动高端 HDI、高多层 PCB 需求持续增长, 公司持续深耕中高阶产品与量产技术, 客户、产品等优势突出, 泰国、昆山产能持续释放等, 未来业绩有望进一步提升, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

下游需求不及预期、扩产不及预期、市场竞争加剧、原材料价格等风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王凌涛

执业证书号: S1230523120008

wanglingtao@stocke.com.cn

分析师: 褚旭

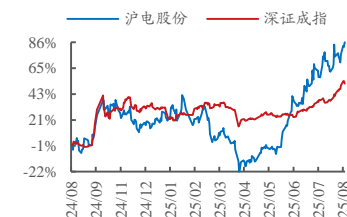
执业证书号: S1230523110002

chuxu@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|------------|
| 收盘价 | ¥ 58.89 |
| 总市值(百万元) | 113,303.38 |
| 总股本(百万股) | 1,923.98 |

股票走势图



相关报告

财务摘要

| (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 13341.54 | 17969.04 | 22778.27 | 28459.37 |
| (+/-) (%) | 49.26% | 34.68% | 26.76% | 24.94% |
| 归母净利润 | 2587.24 | 3785.01 | 5099.34 | 6452.68 |
| (+/-) (%) | 11.09% | 46.30% | 34.72% | 26.54% |
| 每股收益(元) | 1.34 | 1.97 | 2.65 | 3.35 |
| P/E | 43.82 | 29.96 | 22.24 | 17.57 |

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 9678 | 13560 | 18595 | 25360 |
| 现金 | 1543 | 3276 | 5763 | 9560 |
| 交易性金融资产 | 0 | 17 | 22 | 13 |
| 应收账款 | 4044 | 5397 | 7092 | 8829 |
| 其它应收款 | 451 | 202 | 342 | 570 |
| 预付账款 | 41 | 35 | 50 | 67 |
| 存货 | 2436 | 3373 | 4107 | 5107 |
| 其他 | 1163 | 1260 | 1219 | 1214 |
| 非流动资产 | 11502 | 11270 | 13369 | 15029 |
| 金融资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 25 | 39 | 38 | 34 |
| 固定资产 | 4033 | 4936 | 6028 | 7034 |
| 无形资产 | 365 | 441 | 544 | 595 |
| 在建工程 | 2048 | 2822 | 3440 | 3935 |
| 其他 | 5031 | 3032 | 3319 | 3431 |
| 资产总计 | 21180 | 24830 | 31964 | 40389 |
| 流动负债 | 7577 | 7508 | 9577 | 11592 |
| 短期借款 | 1655 | 1386 | 1491 | 1474 |
| 应付款项 | 4237 | 4816 | 6380 | 8026 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1685 | 1307 | 1705 | 2092 |
| 非流动负债 | 1702 | 1659 | 1667 | 1676 |
| 长期借款 | 1310 | 1310 | 1310 | 1310 |
| 其他 | 392 | 349 | 357 | 366 |
| 负债合计 | 9279 | 9167 | 11243 | 13268 |
| 少数股东权益 | 61 | 30 | (11) | (63) |
| 归属母公司股东权 | 11841 | 15633 | 20732 | 27185 |
| 负债和股东权益 | 21180 | 24830 | 31964 | 40389 |

现金流量表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 2325 | 3887 | 4611 | 5918 |
| 净利润 | 2566 | 3754 | 5058 | 6400 |
| 折旧摊销 | 490 | 302 | 384 | 471 |
| 财务费用 | (182) | 63 | 27 | (18) |
| 投资损失 | 22 | 20 | 8 | 17 |
| 营运资金变动 | 1173 | (1124) | 278 | 221 |
| 其它 | (1745) | 872 | (1143) | (1173) |
| 投资活动现金流 | (3035) | (1499) | (2310) | (2161) |
| 资本支出 | (1822) | (1966) | (2079) | (1956) |
| 长期投资 | 34 | (21) | 3 | 5 |
| 其他 | (1247) | 488 | (234) | (210) |
| 筹资活动现金流 | 71 | (655) | 187 | 39 |
| 短期借款 | 220 | (269) | 106 | (17) |
| 长期借款 | 463 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (612) | (386) | 81 | 56 |
| 现金净增加额 | (638) | 1733 | 2488 | 3797 |

利润表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 13342 | 17969 | 22778 | 28459 |
| 营业成本 | 8733 | 11623 | 14436 | 17949 |
| 营业税金及附加 | 99 | 135 | 170 | 213 |
| 营业费用 | 366 | 575 | 683 | 854 |
| 管理费用 | 323 | 395 | 501 | 626 |
| 研发费用 | 790 | 1078 | 1321 | 1594 |
| 财务费用 | (182) | 63 | 27 | (18) |
| 资产减值损失 | 289 | (148) | (131) | (65) |
| 公允价值变动损益 | (9) | 9 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | (22) | (20) | (8) | (17) |
| 其他经营收益 | 65 | 62 | 62 | 63 |
| 营业利润 | 2956 | 4299 | 5825 | 7353 |
| 营业外收支 | (6) | (2) | (3) | (4) |
| 利润总额 | 2950 | 4297 | 5822 | 7350 |
| 所得税 | 383 | 543 | 764 | 949 |
| 净利润 | 2566 | 3754 | 5058 | 6400 |
| 少数股东损益 | (21) | (31) | (41) | (52) |
| 归属母公司净利润 | 2587 | 3785 | 5099 | 6453 |
| EBITDA | 3578 | 4758 | 6328 | 7898 |
| EPS (最新摊薄) | 1.34 | 1.97 | 2.65 | 3.35 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 49.26% | 34.68% | 26.76% | 24.94% |
| 营业利润 | 87.97% | 45.43% | 35.49% | 26.24% |
| 归属母公司净利润 | 11.09% | 46.30% | 34.72% | 26.54% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 34.54% | 35.32% | 36.62% | 36.93% |
| 净利率 | 19.24% | 20.89% | 22.21% | 22.49% |
| ROE | 23.80% | 27.46% | 28.03% | 26.97% |
| ROIC | 17.37% | 20.86% | 21.54% | 21.24% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 43.81% | 36.92% | 35.17% | 32.85% |
| 净负债比率 | 39.09% | 33.02% | 28.82% | 24.59% |
| 流动比率 | 1.28 | 1.81 | 1.94 | 2.19 |
| 速动比率 | 0.96 | 1.36 | 1.51 | 1.75 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.72 | 0.78 | 0.80 | 0.79 |
| 应收账款周转率 | 3.96 | 3.88 | 3.79 | 3.73 |
| 应付账款周转率 | 2.98 | 3.02 | 3.04 | 2.93 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.34 | 1.97 | 2.65 | 3.35 |
| 每股经营现金 | 1.21 | 2.02 | 2.39 | 3.07 |
| 每股净资产 | 6.17 | 8.12 | 10.77 | 14.12 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 43.82 | 29.96 | 22.24 | 17.57 |
| P/B | 9.54 | 7.25 | 5.47 | 4.17 |
| EV/EBITDA | 21.86 | 23.78 | 17.51 | 13.55 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>