

聚焦汽车+AI 双驱动，产能扩充打开成长上限

买入|维持

——公司 25 年中报业绩点评

● 报告要点：

8月26日，公司发布2025年中报。2025H1，公司营收实现25.79亿元，YoY+7.64%；归母净利实现3.84亿元，YoY+26.89%；毛利率和净利率分别为22.72%和14.38%。单季度2Q25来看，公司营收实现13.61亿元，YoY+4.55%，QoQ+11.83%；归母净利实现2.04亿元，YoY+5.23%，QoQ+13.59%；毛利率和净利率分别为22.75%和14.62%。

汽车产品矩阵逐步完善，成功导入多家头部企业。公司实现高速3阶/4阶HDI及HDI软硬结合板量产，并研发多款毫米波雷达PCB，产品矩阵不断完善。依托技术积累，公司成功导入吉利极氪、奇瑞知行、理想智驾等头部车企供应链，并通过电装、美蓓亚三美和海拉等国际Tier 1的认证，叠加北美新能源补贴退坡刺激及大客户新车型放量，带动公司业绩弹性预期。

拓展人工智能领域，客户导入顺利。公司通过OEM方式进入英伟达、AMD供应链实现量产交付。此外，公司获得人形机器人客户F公司新产品定点，并获得国内头部客户新一代项目定点；公司在低空飞行器领域与国内外客户合作顺利推进，目前推进小批量交付；公司为AI智能眼镜头部客户提供一站式供应，海外M客户项目已量产，国内头部A客户进入认证阶段。

两大生产基地即将落地，扩产打破产能瓶颈。公司规划建设泰国工厂和鹤山新制造基地，泰国工厂一期规划产能100万平米/年，产品包括高多层和中高阶HDI，预计2025年末投产。鹤山新制造基地规划产能66万平米/年，产品为芯片内嵌式PCB和高阶HDI，预计2025年下半年建设，2026年中投产。

我们预测公司25-26年归母净利8.62/11.67亿元，对应PE为30x/22x，给予公司2026年25x估值，对应目标价41元，维持“买入”评级。

财务数据和估值

	2024A	2025E		2026E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业收入（百万元）	5,022	6127	6368	7756	8033
增长率（%）	11.1%	22.0%	26.8%	26.6%	26.2%
归母净利（百万元）	675	862	904	1167	1204
增长率（%）	36.2%	27.8%	34%	35.4%	33.1%
EPS（元/股）	1.09	1.20	1.26	1.62	1.67
市盈率（P/E）	27	30	28	22	21
市净率（P/B）	3.27	3.49	3.83	3.01	3.45

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：市场预期为Wind一致预期，股价为2025年8月27日收盘价

● 风险提示

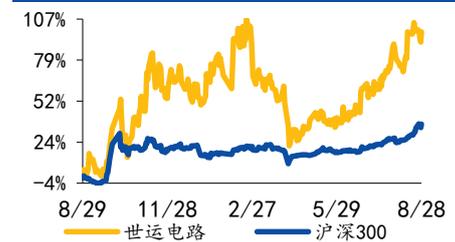
上行风险：下游景气度加速提升；导入客户进展加速；公司产能释放加速
下行风险：下游需求不及预期；客户导入不及预期；其他系统性风险

当前价：37.02元

基本数据

52周最高/最低价（元）：39.52 / 19.11
A股流通股（百万股）：720.55
A股总股本（百万股）：720.55
流通市值（百万元）：26674.65
总市值（百万元）：26674.65

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-2025年电子行业策略报告：电子行业有望迎来新一轮大周期拐点》2025.01.26

《国元证券行业研究-半导体行业报告之人形机器人篇：半导体需求攀升，人形机器人驱动行业新拐点》2024.12.31

报告作者

分析师 彭琦
执业证书编号 S0020523120001
电话 021-51097188
邮箱 pengqi@gzq.com.cn

1.主要观点

公司 2025 年上半年营收实现 25.79 亿元，YoY+7.64%，归母净利达到 3.84 亿元，YoY+26.89%，扣非归母净利为 3.57 亿元，YoY+19.55%，毛利率达到 22.72%，YoY-0.04 pct，净利率达到 14.38%，YoY+2.37 pct。

具体来看 25Q2，单季度营收实现 13.61 亿元，YoY+4.55%，QoQ+11.83%；归母净利达到 2.04 亿元，YoY+5.23%，QoQ+13.59%；扣非归母净利实现 1.86 亿元，YoY-2.00%，QoQ+9.03%；毛利率实现 22.75%，YoY-1.92 pct，QoQ+0.08 pct；净利率达到 14.62%，YoY+0.45 pct，QoQ+0.51 pct。

汽车领域：公司上半年汽车用高速 3 阶、4 阶 HDI PCB 和 HDI 软硬结合板实现量产，且成功研发了自动驾驶 77GHz 毫米波雷达 PCB、4D 高精度毫米波雷达 PCB 及自动驾驶数据中心服务器 PCB 等。公司充分利用在汽车 PCB 领域已积累的经验 and 资源，积极开拓新能源汽车市场。公司在上半年获得吉利极氪、奇瑞知行、理想智驾等客户智能驾驶项目定点并进入量产供应；海外客户方面，公司通过全球第二大 Tier 1 客户电装、美蓓亚三美和海拉的认证。公司持续深耕大客户产业链，北美新能源汽车补贴截至三季度，叠加大客户即将推出多款车型，将带动公司业绩弹性。

此外，在储能方面，公司核心大客户在 2024 年的储能业务翻倍提升，从 2023 年的 14.7GWh 提升至 2024 年的 31.4GWh，公司储能 PCB 产品大幅放量，随着客户上海储能超级工厂的投产，预计公司储能产品出货量将保持快速增长态势。

AI 服务器领域：公司深耕 HDI 技术，目前公司已实现 28 层 AI 服务器用线路板、5 阶 HDI（包括任意层互连）、6oz 厚铜多层板、多层软板、多层 HDI 软硬结合板的批量生产，基本覆盖主流 AI 服务器所需 PCB 的工艺要求。公司通过 OEM 方式进入英伟达和 AMD 的供应链体系并实现量产交付，同时参与下一代新产品的研发测试认证。

AI 端侧：目前公司产品已覆盖人形机器人中央控制系统、视觉感知系统、关节驱动系统等全系 PCB 需求，在上半年公司获得人形机器人 F 客户的新产品定点和设计冻结进入转量产准备，同时积极推进与国内人形机器人头部客户合作，通过客户认证获得新一代人形机器人的项目定点。

此外，公司在低空飞行器领域也有进展，上半年公司与海外和国内企业进展顺利，目前推进小批量交付，航空体系认证已顺利完成。

公司同样布局 AI 眼镜领域，上半年公司与国内外头部 AI 智能眼镜客户展开合作，提供一站式供应服务，积极参与新开发研发和推进量产供应，目前在海外头部 M 客户的定点项目已进入量产供应，在国内头部 A 客户处于新产品认证阶段。

公司拟在泰国投资建设新厂，投资金额不超过 2 亿美元，产品包括高多层和中高阶 HDI 产品，项目一期产能规划约 100 万平方米/年，预计 2025 年末正式投产运营。此外，公司拟投资 15 亿元建设“芯创智载”新一代 PCB 制造基地，主要产品为芯片内嵌式 PCB 和高阶 HDI，设计产能约 66 万平方米/年，项目预计 2025 年下半年建设，2026 年中开始投产。

2. 公司估值及业绩图表

我们预测公司 25-26 年归母净利润为 8.62 亿元和 11.67 亿元，目标股价为 41 元，维持“买入”评级。

图 1：公司未来股价上下行风险



目标股价 41 元/股

基于 1) 公司新工厂产能持续释放，下游客户项目进展顺利，公司 2026 年收入端实现 25% 以上增长。2) 公司产品结构优化，整体毛利率稳定在 23% 以上。3) 公司大客户汽车和储能业务持续扩大，人工智能客户拓展和导入顺利。给予 25x 2026e EPS 为合理估值。

上行风险场景 49 元/股

基于 1) 公司新产能加速释放，客户导入顺利，公司 2026 年收入端实现 35% 以上增长。2) 下游需求持续回暖，公司产品结构持续优化，公司整体毛利率达到 25% 以上。3) 公司新领域进展顺利，持续导入新客户。给予 30x 2026e EPS 为合理估值。

下行风险场景 32 元/股

基于 1) 公司产能释放不及预期，下游客户项目进展不及预期，公司 2026 年收入端增速低于 20%。2) 行业竞争加剧，下游需求复苏缓慢，产品毛利率低于 20%。给予 20x 2026e EPS 为合理估值。

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：公司各季度营收及增速（百万元）



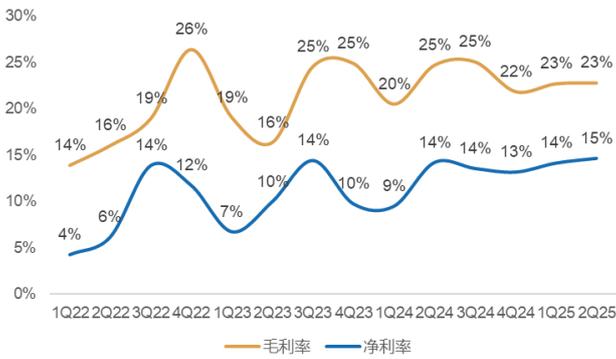
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：公司各季度归母净利润及增速（百万元）



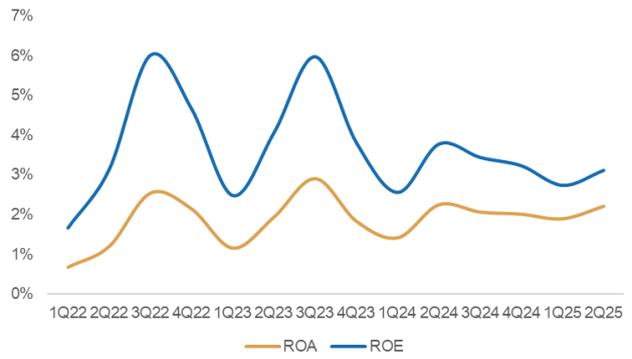
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司各季度毛利率及净利率



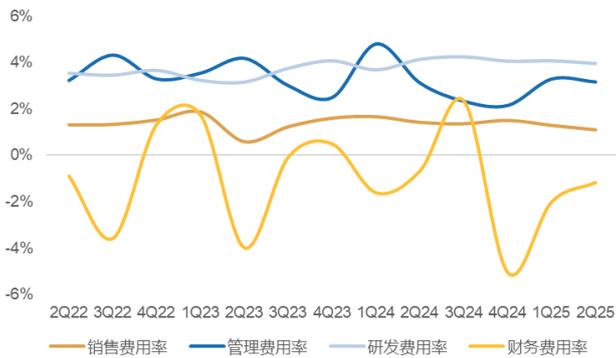
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司各季度 ROA/ROE 变动



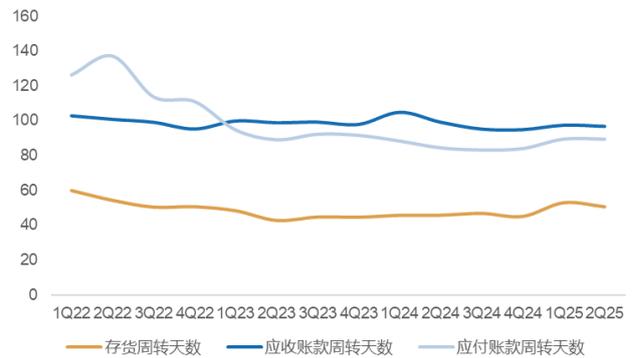
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：公司各季度费用率变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：公司各季度运营情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.风险提示

上行风险：

下游景气度加速提升：目前全球宏观经济持续改善，将带动各行业发展，宏观环境进一步改善将对公司业绩产生利好。

导入客户进展顺利：公司持续导入汽车和人工智能领域客户中，若客户进展顺利，带动公司产品出货量提升。

公司产能释放加速：公司规划建设两大生产基地，若产能释放顺利，则打破公司产能瓶颈，带动业绩增长预期。

下行风险：

下游需求不及预期：公司主要产品为移动终端、汽车领域和散热器业务，若下游需求不及预期，则会影响公司产品出货。

客户导入不及预期：若公司导入新客户进展较慢，则对公司产品出货产生不利影响。

其他系统性风险：中美贸易摩擦、边缘政治摩擦等

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
货币资金	1,932	2,287	3,074	4,248	
交易性金融资产	2,605	2,905	3,205	3,505	
应收账款及应收票据	1,373	1,702	2,154	2,518	
存货	548	605	726	807	
预付账款	11	12	15	17	
其他流动资产	152	203	261	312	
流动资产合计	6,621	7,714	9,435	11,406	
长期股权投资	1	1	1	1	
投资性房地产	0	0	0	0	
固定资产合计	2,183	2,342	2,285	2,115	
无形资产	146	146	146	146	
商誉	0	0	0	0	
递延所得税资产	10	11	11	11	
其他非流动资产	29	33	28	27	
资产总计	8,989	10,247	11,907	13,707	
短期借款	437	437	437	437	
应付票据及应付账款	1,493	1,834	2,314	2,679	
预收账款	0	0	0	0	
应付职工薪酬	126	141	179	207	
应交税费	37	49	62	73	
其他流动负债	64	78	98	114	
流动负债合计	2,157	2,539	3,090	3,508	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
递延所得税负债	82	74	74	74	
其他非流动负债	67	86	86	86	
负债合计	2,306	2,699	3,250	3,668	
归属于母公司的所有者权益	6,471	7,378	8,545	9,927	
少数股东权益	212	169	112	112	
股东权益	6,683	7,547	8,657	10,039	
负债及股东权益	8,989	10,247	11,907	13,707	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流净额	988	1,063	1,338	1,615	
投资	-2	-300	-300	-300	
资本性支出	-296	-502	-301	-200	
其他	-2,504	35	54	63	
投资活动现金流净额	-2,803	-767	-547	-437	
债权融资	359	-1	0	0	
股权融资	1,848	13	0	0	
支付股利及利息	-344	-4	-4	-4	
其他	-113	29	0	0	
筹资活动现金流净额	1,750	36	-4	-4	
现金净流量	-19	358	786	1,174	

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	5,022	6,127	7,756	9,064	
%同比增速	11%	22%	27%	17%	
营业成本	3,863	4,715	5,951	6,888	
毛利	1,159	1,412	1,805	2,176	
%营业收入	23%	23%	23%	24%	
税金及附加	33	37	47	54	
%营业收入	1%	1%	1%	1%	
销售费用	75	74	85	100	
%营业收入	1%	1%	1%	1%	
管理费用	152	184	209	236	
%营业收入	3%	3%	3%	3%	
研发费用	204	221	252	290	
%营业收入	4%	4%	3%	3%	
财务费用	-65	-54	-64	-88	
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	
资产减值损失	-50	-50	-50	-50	
信用减值损失	4	0	0	0	
其他收益	15	21	26	28	
投资收益	26	43	54	63	
净敞口套期收益	0	0	0	0	
公允价值变动收益	7	0	0	0	
资产处置收益	0	0	0	0	
营业利润	762	965	1,306	1,626	
%营业收入	15%	16%	17%	18%	
营业外收支	-23	-1	-1	0	
利润总额	740	964	1,305	1,626	
%营业收入	15%	16%	17%	18%	
所得税费用	102	145	196	244	
净利润	638	819	1,109	1,382	
%营业收入	13%	13%	14%	15%	
归属于母公司的净利润	675	862	1,167	1,382	
%同比增速	36%	28%	35%	18%	
少数股东损益	-37	-43	-58	0	
EPS (元/股)	1.09	1.20	1.62	1.92	

主要财务比率					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
EPS	1.09	1.20	1.62	1.92	
BVPS	9.00	10.24	11.86	13.78	
PE	26.97	29.85	22.05	18.62	
PEG	0.75	1.08	0.62	1.01	
PB	3.27	3.49	3.01	2.59	
EV/EBITDA	19.24	19.01	14.41	11.49	
ROE	10%	12%	14%	14%	
ROIC	8%	10%	12%	12%	

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027