



电源管理 PCB 冉冉之星，叠层/内埋工艺实现量产 ——中富电路首次覆盖

核心观点

深耕供电模块 PCB，电源领域的冉冉之星。中富电路主营高端定制化 PCB，其中内埋器件板独具特色。公司一直为相关细分领域的客户提供高可靠性、定制化 PCB 产品，产品覆盖高频高速板、金属基板、刚挠结合板、高阶 HDI 板、内埋器件板等类型，主要应用于通信、工业控制、汽车电子、消费电子、半导体封装及医疗电子等领域。公司的主要客户包括：多家全球领先的通信设备服务商、威迈斯、Vertiv、NCAB、AE、Asteelflash、Lacroix、Lenze、Schneider、台达、Flex Power、Jabil、嘉龙海杰、比亚迪、铂科新材、瑞声、歌尔、航嘉、立讯等。

PowerSiP 有望催生叠层/内埋工艺 PCB 的增量需求。随着 GPU/ASIC 功率与封装尺寸快速增长，芯片供电效率改善已迫在眉睫。为了提升三次电源的供电效率，PowerSiP 方案开始受到关注。根据 Yole 报道，半导体封测大厂日月光半导体 2024 年宣布推出 PowerSiP 创新供电平台，PowerSiP 的工艺路线可分为四个阶段，远期方案为内埋垂直供电方案。我们认为，通过叠层/内埋的垂直供电方案或将催生 PCB 的增量空间。垂直功率传输架构可以解决未来大电流 VR 和 GPU 的空间不足问题。随着 GPU、ASIC 的芯片功率不断增加，三次电源模块的数量与价值量也将不断提升，其中带来的 PCB 价值量有望加速成长。

积极布局海外产能，迎接三次电源先进封装需求增长。2025 年上半年，中富电路营收快速增长，与三次电源相关的半导体业务增长明显。目前公司形成了沙井工厂、松岗工厂、鹤山工厂、泰国工厂四个生产基地的产业布局。2024 年，公司在内埋器件取得突破，该领域实现营收约 2000 万余元。同时公司开发出适用于数据中心的埋电感、大电流高散热的高导热材料 PCB。我们认为，公司或将以内埋技术为重要突破口，积极突破海内外重要客户，随着公司继续加大在内埋器件、先进封装等前瞻性技术上的研究力度并拓展产业应用，公司业绩有望持续增长。

投资建议

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别实现 0.58、1.28、2.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.30、0.67、1.19 元。截至 9 月 16 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 值分别为 171.19、77.03、43.27 倍。我们看好公司受益 PCB 行业景气度持续提升，同时受益于产能扩张快速提升市场份额，通过积极导入 PowerSiP 先进封装产品进一步打开成长空间。

风险提示

下游需求不及预期、行业竞争加剧、产品新技术研发不及预期

盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,454	1,818	2,511	3,276
年增长率 (%)	17.2%	25.1%	38.1%	30.4%
归属于母公司的净利润	38	58	128	229
年增长率 (%)	45.0%	51.8%	122.3%	78.0%
每股收益 (元)	0.22	0.30	0.67	1.19
市盈率 (X)	147.36	171.19	77.03	43.27
净资产收益率 (%)	3.2%	4.8%	10.1%	16.6%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2025 年 09 月 16 日收盘价)

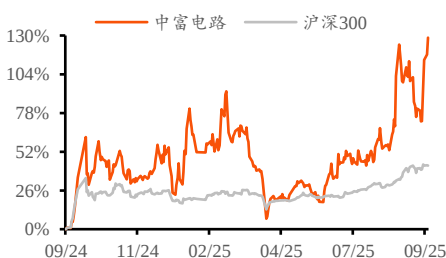
买入(首次)

行业：电子
日期：2025年09月17日
分析师：陈宇哲
E-mail: chenyzhe@yongxingsec.com
SAC 编号：S1760523050001
分析师：刘奕司
E-mail: liuyisi@yongxingsec.com
SAC 编号：S1760525030002
联系人：林致
E-mail: linzhi@yongxingsec.com
SAC 编号：S1760123070001

基本数据

09 月 16 日收盘价(元)	51.70
12mthA 股价格区间(元)	22.20-53.33
总股本(百万股)	191.43
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	98.97

最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

资产负债表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,448	1,836	2,182	2,585	2,967
货币资金	188	494	640	770	922
应收及预付	344	450	537	665	767
存货	298	415	519	641	743
其他流动资产	617	477	486	509	535
非流动资产	815	1,150	1,145	1,139	1,127
长期股权投资	7	5	5	5	5
固定资产	573	744	705	660	609
在建工程	127	280	320	360	400
无形资产	19	20	18	17	15
其他长期资产	88	102	98	98	98
资产总计	2,262	2,986	3,327	3,724	4,093
流动负债	568	1,236	1,573	1,906	2,161
短期借款	104	424	624	824	1,024
应付及预收	404	697	821	933	965
其他流动负债	60	114	127	149	172
非流动负债	533	555	552	552	552
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	487	507	507	507	507
其他非流动负债	46	48	44	44	44
负债合计	1,100	1,791	2,125	2,457	2,713
股本	176	176	176	176	176
资本公积	594	594	594	594	594
留存收益	353	372	402	466	580
归属母公司股东权益	1,162	1,195	1,203	1,267	1,380
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	2,262	2,986	3,327	3,724	4,093

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,241	1,454	1,818	2,511	3,276
营业成本	1,091	1,248	1,556	2,099	2,674
营业税金及附加	7	9	12	16	21
销售费用	25	25	30	40	49
管理费用	33	51	61	80	99
研发费用	54	77	109	151	197
财务费用	-2	2	0	0	0
资产减值损失	-13	-21	0	0	0
公允价值变动收益	1	7	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	24	37	68	151	269
营业外收支	-1	0	0	0	0
利润总额	22	36	68	151	269
所得税	-4	-2	10	23	40
净利润	26	38	58	128	229
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	26	38	58	128	229
EBITDA	115	134	169	258	381
EPS（元）	0.15	0.22	0.30	0.67	1.19

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	76	62	92	94	168
净利润	26	38	58	128	229
折旧摊销	92	102	101	106	112
营运资金变动	-49	-105	-64	-141	-173
其它	7	27	-3	0	0
投资活动现金流	-683	-55	-95	-100	-100
资本支出	-213	-245	-100	-100	-100
投资变动	-472	186	0	0	0
其他	2	4	5	0	0
筹资活动现金流	562	-85	148	135	85
银行借款	64	320	200	200	200
股权融资	0	0	0	0	0
其他	497	-405	-52	-65	-115
现金净增加额	-40	-64	146	130	153
期初现金余额	204	164	100	245	375
期末现金余额	164	100	245	375	528

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	-19.2%	17.2%	25.1%	38.1%	30.4%
营业利润增长	-74.2%	54.3%	85.4%	121.8%	77.9%
归母净利润增长	-73.4%	45.0%	51.8%	122.3%	78.0%
获利能力					
毛利率	12.1%	14.2%	14.4%	16.4%	18.4%
净利率	2.1%	2.6%	3.2%	5.1%	7.0%
ROE	2.3%	3.2%	4.8%	10.1%	16.6%
ROIC	1.5%	1.6%	2.4%	4.9%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	48.6%	60.0%	63.9%	66.0%	66.3%
净负债比率	36.3%	38.8%	43.2%	46.5%	46.1%
流动比率	2.55	1.49	1.39	1.36	1.37
速动比率	1.46	0.81	0.79	0.80	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.55	0.58	0.71	0.84
应收账款周转率	3.81	4.27	4.36	4.96	5.48
存货周转率	3.24	3.50	3.34	3.62	3.86
每股指标（元）					
每股收益	0.15	0.22	0.30	0.67	1.19
每股经营现金流	0.43	0.36	0.48	0.49	0.88
每股净资产	6.61	6.80	6.28	6.62	7.21
估值比率					
P/E	224.67	147.36	171.19	77.03	43.27
P/B	5.10	4.77	8.23	7.81	7.17
EV/EBITDA	55.25	45.88	61.71	40.70	27.63

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。