

生益科技 (600183.SH)

强烈推荐 (维持)

Q3 业绩高增符合预期，源于 AI 需求向上、产品结构持续优化

事件：公司公告 25 年前三季度收入 206.1 亿同比+39.8%，归母净利 24.4 亿同比+78%，扣非归母 23.8 亿同比+81.3%，毛利率 26.7%同比+4.7pct，净利率 13.9%同比+4.1pct。结合公司及行业近况，我们点评如下：

□ Q3 业绩符合市场预期，高增源于 AI 需求向上、产品结构持续优化。单 Q3 收入 79.3 亿同比+55%环比+12%，归母净利 10.2 亿同比+131%环比+18%，扣非归母 10.0 亿同比+148%环比+22%，毛利率 28.1%同比+5.3pct 环比+1.3pct，净利率 15.6%同比+6.4pct 环比+1.7pct。业绩同比高速增长源于：1) CCL 销量同比上升，产品结构持续优化推动毛利率提升；2) 子公司生益电子在 AI 服务器、高速交换机等 AI 领域 PCB 市场市占率持续提升，AI 业务占比提升带动产品结构优化，盈利大幅增长。

□ 利润结构分析：生益科技持有子公司生益电子 62.9%的股权，25Q3 归母利润结构来看，PCB 业务利润在 3.7 亿，CCL 业务利润在 6.5 亿左右同比+70%环比基本持平。市场普遍对 CCL 利润环比增速有所疑虑，我们认为原因在于两点：1) 公司 Q2 推动 CCL 涨价并在 Q3 落实，但 Q3 上游原材料价格仍在上行，导致 Q2 涨价可能未能 Cover 后续成本增加，故公司在 10 月又落实了新一轮更大幅度的快速涨价；2) 目前处于 N 客户 Rubin 新品的打样测试阶段，公司参与了 NV M8、M9 等级全部料号的打样，相关的研发费用投入较大，对利润有一点影响，但这是公司对未来高速材料领域的重要投资，公司明年有望拿到更多新料号。

□ AI 相关高速材料逐月放量向上增长，新客户有望不断认证导入，高速市场份额将持续提升。目前公司 S8/S9 高速材料伴随海外 N 客户 GB300 快速爬坡上量呈现逐月环比增长态势，后续凭借领先的技术能力及充足产能，25 年及中长期在 N 客户体系有望取得更多高速材料份额，带动高速占比持续提升。此外，公司积极开拓 AWS、Meta、谷歌等海外 ASIC 客户。我们认为公司技术能力领先，前瞻布局 M9 等级、PTFE 等新材料的技术开发，其自身高速产能供给不存在瓶颈，将凭借其在算力头部客户的标杆效应，公司未来有潜在 ASIC 领域斩获大单，高速材料市场份额持续提升。

□ 维持“强烈推荐”评级。综上，我们认为 CCL 行业景气持续向上，公司客户及产品矩阵优秀，稼动率望保持在较高水平，且公司成长属性凸显，看好其高端产品在 AI 算力、端侧、自主可控等领域不断取得新进展，驱动新一轮高质量成长。考虑到 H2 CCL 行业价格持续上行，且公司高速材料产能及出货规模快速增长，盈利能力有望得到进一步提升，我们进一步上调 25-27 年营收 295.6/413.9/562.9 亿，归母净利 37.5/58.0/82.0 亿，对应 PE 44.9/29.0/20.5 倍，PB 9.8/7.7/5.9 倍。我们坚定看好公司在 PCB 上游材料的技术引领、核心卡位和长线空间以及优秀管理能力会持续被市场认知和发掘，25 年开始高速板材放量将驱动新一轮高质量成长，中长线有望超预期兑现，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：原材料价格波动、行业竞争加剧、需求不达预期、地缘政治风险加剧、技术升级不达预期。

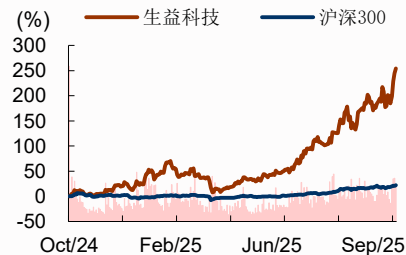
TMT 及中小盘/电子
当前股价：69.32 元

基础数据

总股本 (百万股)	2429
已上市流通股 (百万股)	2395
总市值 (十亿元)	168.4
流通市值 (十亿元)	166.0
每股净资产 (MRQ)	6.4
ROE (TTM)	18.1
资产负债率	45.4%
主要股东 广东省广新控股集团有限公司	
主要股东持股比例	24.38%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	192	248
相对表现	17	168	229



相关报告

- 1、《生益科技 (600183) —乘 AI 算力东风，高速板材放量叠加涨价动能望共驱生益新成长》2025-08-17
- 2、《生益科技 (600183) —Q2 大超预期，Q3 望延续高景气，高速材料放量份额持续提升》2025-07-15
- 3、《生益科技 (600183) —订单满载 Q3 望延续高景气，高速材料放量份额持续提升》2025-07-09

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 S1090523070013

✉ chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

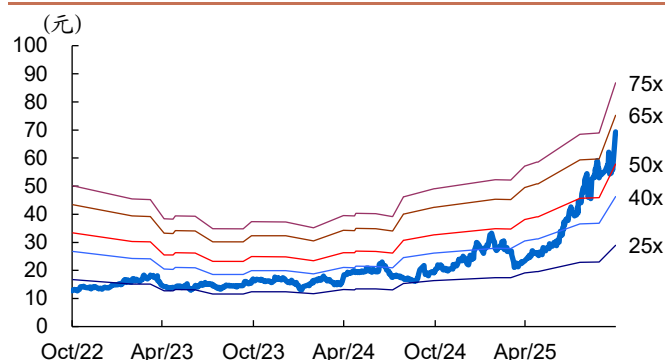
✉ tukunshan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	16586	20388	29563	41388	56288
同比增长	-8%	23%	45%	40%	36%
营业利润(百万元)	1273	2072	4469	6920	9784
同比增长	-29%	63%	116%	55%	41%
归母净利润(百万元)	1164	1739	3748	5799	8198
同比增长	-24%	49%	116%	55%	41%
每股收益(元)	0.48	0.72	1.54	2.39	3.37
PE	144.7	96.9	44.9	29.0	20.5
PB	12.0	11.3	9.8	7.7	5.9

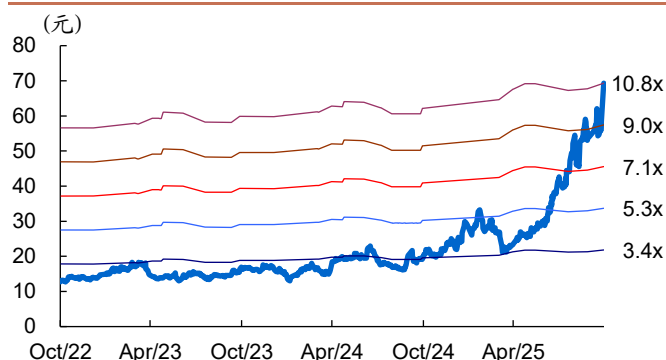
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 生益科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 生益科技历史 PB Band



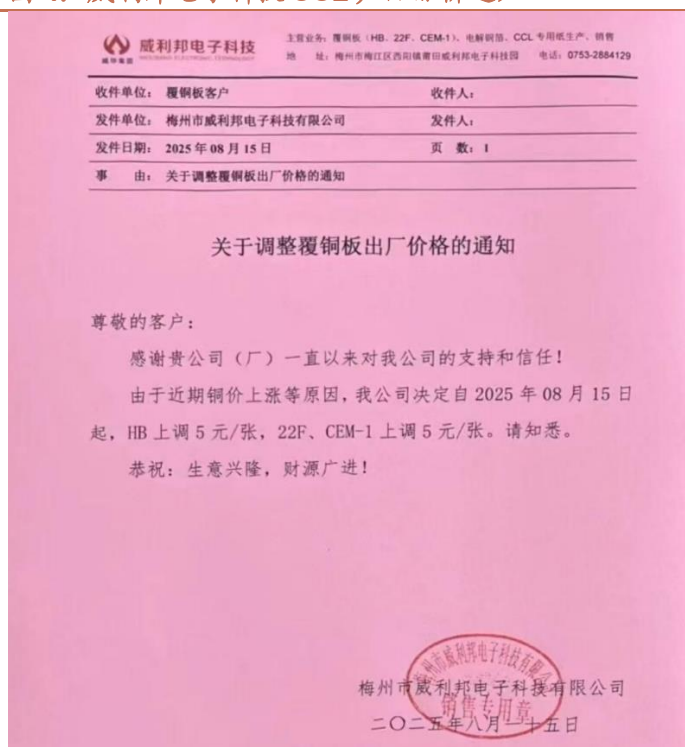
资料来源：公司数据、招商证券

图 3: 建滔积层板 CCL 产品涨价通知



资料来源：建滔积层板，招商证券

图 4: 威利邦电子科技 CCL 产品涨价通知



资料来源：威利邦电子科技，招商证券

参考报告:

- 1、《生益科技（600183）—前三季度业绩高增，仍望把握结构性增长机会》2021-10-19
- 2、《生益科技（600183）—覆铜板驱动业绩高增，仍望把握行业结构性增长机会》2021-10-29
- 3、《生益科技（600183）—CCL 有周期压力但结构升级仍可期，PCB 望迎拐点》2022-03-30
- 4、《生益科技（600183）—上下游挤压致 Q1 业绩下滑，下半年望迎拐点》2022-05-01
- 5、《生益科技（600183）—供需两端承压拖累 H1 业绩，中高端产品升级助力长线成长》2022-08-18
- 6、《生益科技（600183）—22Q4 盈利能力环比向好，高算力需求有望打开长线空间》2023-03-30
- 7、《生益科技（600183）跟踪报告—深度布局多领域高端 CCL 材料，受益高算力与进口替代大势》2023-04-20
- 8、《生益科技（600183）—投资泰国新建产能加速海外布局，关注 H2 中高端产品放量》2023-07-30
- 9、《生益科技（600183）—Q2 环比改善源于稼动率回升，H2 望迎来边际向好趋势》2023-08-12
- 10、《生益科技（600183）—Q3 业绩符合市场预期，关注 Q4 产品高端化升级进展》2023-10-27
- 11、《生益科技（600183）—23 年需求低迷致业绩承压，持续关注产品高端化升级新突破》2024-01-31
- 12、《生益科技（600183）—看好公司持续受益产品高端化升级及 AI 算力大势》2024-02-28
- 13、《生益科技（600183）—23 年受需求疲软拖累，24 年看好周期向上及 AI 算力需求》2024-03-29
- 14、《生益科技（600183）—Q1 业绩大超市场预期，稼动率提升+结构优化驱动盈利上行》2024-04-27
- 15、《生益科技（600183）—周期与成长共振，三年期激励开启公司发展新篇章》2024-05-26
- 16、《生益科技（600183）—Q2 业绩预增再超预期，继续看好周期+成长共振》2024-07-10
- 17、《生益科技（600183）—Q2 利润位于预告中上限，关注公司高端化产品进展》2024-08-28
- 18、《生益科技（600183）—Q3 因需求波动增速放缓，看好公司经营穿越行业短期波动》2024-10-29
- 19、《生益科技（600183）—Q4 新品研发大幅投入，25 年高速板材放量驱动新一轮高成长》2025-01-24
- 20、《生益科技（600183）—Q4 符合预期，Q1 趋势向好，高端板材放量打开业绩增量新空间》2025-03-02
- 21、《生益科技（600183）—Q1 趋势向好，25 年公司高速板材放量驱动新一轮高质量成长》2025-03-30
- 22、《生益科技（600183）—Q1 业绩超预期，看好高速板材放量驱动公司持续高质量成长》2025-04-29
- 23、《生益科技（600183）—Q2 订单饱满、结构优化及涨价共驱业绩趋势向上》2025-05-14
- 24、《生益科技（600183）—订单满载 Q3 望延续高景气，高速材料放量份额持续提升》2025-07-09
- 25、《生益科技（600183）—Q2 大超预期，Q3 望延续高景气，高速材料放量份额持续提升》2025-07-15
- 26、《生益科技（600183）—乘 AI 算力东风，高速板材放量叠加涨价动能望共驱生益新成长》2025-08-17

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13999	16613	23159	32442	43264
现金	2775	2016	2537	3896	4676
交易性投资	62	130	130	130	130
应收票据	11	8	12	16	22
应收款项	5520	7305	10593	14830	20169
其它应收款	135	95	137	192	261
存货	4271	5119	6951	9464	12690
其他	1225	1939	2799	3912	5315
非流动资产	10958	11031	10579	10170	9798
长期股权投资	630	689	689	689	689
固定资产	9064	8635	8246	7893	7573
无形资产商誉	383	626	563	507	456
其他	881	1081	1081	1081	1081
资产总计	24957	27643	33738	42611	53063
流动负债	7297	9849	13376	17144	20528
短期借款	1465	1837	4639	5825	5896
应付账款	3880	5012	6805	9267	12425
预收账款	92	232	315	428	575
其他	1861	2768	1617	1624	1633
长期负债	1959	1289	1289	1289	1289
长期借款	806	558	558	558	558
其他	1153	731	731	731	731
负债合计	9256	11138	14665	18433	21817
股本	2355	2429	2429	2429	2429
资本公积金	4630	4791	4791	4791	4791
留存收益	6998	7684	9974	14649	21107
少数股东权益	1717	1600	1878	2309	2918
归属于母公司所有者权益	13983	14905	17195	21869	28328
负债及权益合计	24957	27643	33738	42611	53063

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2743	1456	588	1573	2753
净利润	1149	1868	4026	6229	8807
折旧摊销	824	863	860	817	779
财务费用	177	130	120	120	150
投资收益	(37)	(58)	(273)	(253)	(253)
营运资金变动	664	(1321)	(4144)	(5341)	(6729)
其它	(34)	(25)	0	0	0
投资活动现金流	(1162)	(934)	(135)	(155)	(155)
资本支出	(1109)	(926)	(408)	(408)	(408)
其他投资	(54)	(8)	273	253	253
筹资活动现金流	(1919)	(1276)	68	(58)	(1819)
借款变动	(920)	36	1645	1186	71
普通股增加	27	75	0	0	0
资本公积增加	336	161	0	0	0
股利分配	(1047)	(1060)	(1458)	(1124)	(1740)
其他	(315)	(488)	(120)	(120)	(150)
现金净增加额	(338)	(754)	521	1360	779

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16586	20388	29563	41388	56288
营业成本	13395	15895	21581	29386	39402
营业税金及附加	103	123	178	249	339
营业费用	254	373	532	828	1126
管理费用	701	843	1242	1738	2364
研发费用	841	1157	1715	2401	3377
财务费用	111	70	120	120	150
资产减值损失	(131)	(122)	0	0	0
公允价值变动收益	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收益	191	213	220	200	200
投资收益	37	55	55	55	55
营业利润	1273	2072	4469	6920	9784
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	4464	6915	9779
所得税	123	200	438	686	972
少数股东损益	(15)	129	278	431	609
归属于母公司净利润	1164	1739	3748	5799	8198

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-8%	23%	45%	40%	36%
营业利润	-29%	63%	116%	55%	41%
归母净利润	-24%	49%	116%	55%	41%
获利能力					
毛利率	19.2%	22.0%	27.0%	29.0%	30.0%
净利率	7.0%	8.5%	12.7%	14.0%	14.6%
ROE	8.5%	12.0%	23.3%	29.7%	32.7%
ROIC	6.5%	9.9%	18.6%	23.1%	26.2%
偿债能力					
资产负债率	37.1%	40.3%	43.5%	43.3%	41.1%
净负债比率	13.4%	12.8%	15.4%	15.0%	12.2%
流动比率	1.9	1.7	1.7	1.9	2.1
速动比率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2
存货周转率	3.2	3.4	3.6	3.6	3.6
应收账款周转率	3.0	3.2	3.3	3.3	3.2
应付账款周转率	3.5	3.6	3.7	3.7	3.6
每股资料(元)					
EPS	0.48	0.72	1.54	2.39	3.37
每股经营净现金	1.13	0.60	0.24	0.65	1.13
每股净资产	5.76	6.14	7.08	9.00	11.66
每股股利	0.44	0.60	0.46	0.72	1.01
估值比率					
PE	144.7	96.9	44.9	29.0	20.5
PB	12.0	11.3	9.8	7.7	5.9
EV/EBITDA	83.6	61.2	33.5	23.2	17.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。