

生益科技 (600183 CH)

三季度业绩表明 AI 周期全面启动，目标价上调至 90 元人民币

生益科技发布了强劲的 2025 年三季度业绩。公司收入达 79 亿元人民币（同/环比增长 55%/12%），毛利率大幅提升至 28.1%（去年同期/上季度分别为 22.9%/26.9%）。净利润同/环比大幅增长 131%/18%至 10 亿元人民币，推动净利率提升至 12.8%（去年同期/上季度分别为 8.6%/12.2%）。出色的业绩凸显了公司作为 AI 基础设施核心供应商的战略地位。我们预计公司 2025/26 年收入将同比增长 41%/38%，净利润同比增长 102%/79%。重申“买入”评级，目标价上调至 90 元人民币（基于 2026 年估值），上调盈利预测以反映公司在 AI 驱动下的强劲增长势头（本次为更强劲的上升周期）和利润率的持续改善。

- **印制电路板：受益于 AI 服务器的强劲需求。**子公司生益电子（688183 CH，未评级）业绩创单季度新高，印刷电路板收入达 31 亿元人民币（同/环比增长 154%/40%）。季度收入接近 2023 年全年水平（33 亿元人民币），凸显了 AI 服务器市场对高层数 HDI 板的强劲需求。我们看到主要大型云厂商持续加大对 AI 基础设施的投资。作为 AI 供应链的主要受益者，我们预测生益电子全年印刷电路板收入将接近 100 亿元人民币（增长逾一倍），成为集团主要的增长引擎。
- **覆铜板：在成本压力下稳健前行。**覆铜板业务（含其他）实现收入 49 亿元人民币（同比增长 23%，环比持平）。虽然面临铜价上涨（自 7 月以来伦敦金属交易所铜价上涨 15%）带来的短期压力，但我们预计平均售价的上调将抵消成本通胀的大部分影响。我们预测 2025 年公司覆铜板收入将增长 18%，并带动公司收入增长约 41%。
- **利润率：产品组合优化推动利润率的结构性提升。**2025 年前三季度，集团毛利率分别环比上升 2.5/2.3/1.3 个百分点，在三季度达到 28.1%。这反映印刷电路板业务向高价值 HDI 产品的快速转变（生益电子三季度毛利率：33.9%，同/环比上升 9.0/3.1 个百分点）。我们预计随着潜在的价格调整，四季度利润率有望进一步改善，预计 2025 年公司毛利率为 27.3%。
- **重申“买入”评级，目标价上调至 90 元人民币，基于 35 倍 2026 年预测市盈率（此前为 30 倍 2025 年市盈率），**接近其 5 年历史远期市盈率 2 个标准差以上的水平，主要由于：1) 公司在 AI 上升周期中的结构性定位；2) 印刷电路板业务盈利贡献的持续增长以及其相较覆铜板业务的估值溢价。我们将 2025/26 年收入预测上调 1%/16%，净利润预测上调 5%/46%，以反映公司强劲的增长和显著的利润率改善。主要风险包括：产能爬坡不及预期、市场竞争加剧、地缘政治风险升级等。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	16,586	20,388	28,775	39,631	50,221
同比增长 (%)	(7.9)	22.9	41.1	37.7	26.7
毛利率 (%)	19.2	22.0	27.3	30.5	32.3
净利润(百万人民币)	1,164.0	1,738.7	3,508.5	6,272.3	8,786.4
同比增长 (%)	(24.0)	49.4	101.8	78.8	40.1
每股收益(人民币)	0.50	0.74	1.44	2.58	3.62
市盈率(倍)	139.0	93.9	48.1	26.9	19.2
股本回报率 (%)	8.5	12.0	21.6	32.6	38.8

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价 **90.00 人民币**
潜在升幅 **40.0%**
当前股价 **64.30 人民币**

中国半导体

杨天薇, Ph.D
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

张元圣
(852) 3761 8727
kevinzhang@cmbi.com.hk

蒋嘉豪
(852) 39163739
JiangJiahao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币) 163,311.1
3 月平均流通量(百万人民币) 2,613.0
52 周内股价高/低(人民币) 69.50/20.40
总股本(百万) 2349.8

资料来源：FactSet

股东结构

广东省广新控股集团有限公司 24.4%
东莞市国弘投资有限公司 13.3%

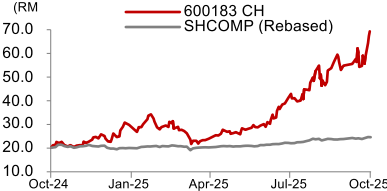
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	28.7%	25.3%
3 - 月	68.1%	52.4%
6 - 月	186.1%	135.3%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 招银国际最新预测 vs. 过往预测

人民币百万元	最新预测			过往预测			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	28,775	39,631	50,221	28,380	34,134	38,486	1%	16%	30%
毛利	7,853	12,084	16,230	7,278	8,943	10,210	8%	35%	59%
净利润	3,508	6,272	8,786	3,330	4,289	5,002	5%	46%	76%
每股收益 (人民币)	1.44	2.58	3.62	1.37	1.77	2.06	5%	46%	76%
毛利率	27.3%	30.5%	32.3%	25.6%	26.2%	26.5%	1.7 ppt	4.3 ppt	5.8 ppt
净利率	12.2%	15.8%	17.5%	11.7%	12.6%	13.0%	0.5 ppt	3.2 ppt	4.5 ppt

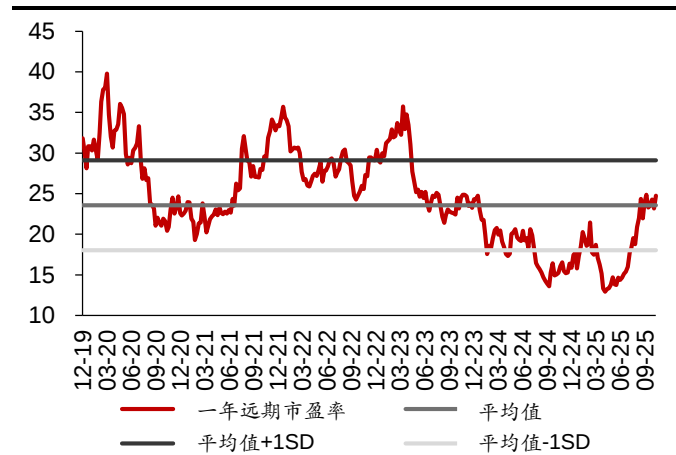
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际预测 vs. 彭博一致预期

人民币百万元	招银国际预测			彭博一致预期			对比 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	28,775	39,631	50,221	26,553	32,759	39,783	8%	21%	26%
毛利	7,853	12,084	16,230	6,857	8,832	10,966	15%	37%	48%
净利润	3,508	6,272	8,786	3,086	4,037	5,074	14%	55%	73%
每股收益 (人民币)	1.44	2.58	3.62	1.28	1.69	2.12	12%	53%	71%
毛利率	27.3%	30.5%	32.3%	25.8%	27.0%	27.6%	1.5 ppt	3.5 ppt	4.8 ppt
净利率	12.2%	15.8%	17.5%	11.6%	12.3%	12.8%	0.6 ppt	3.5 ppt	4.7 ppt

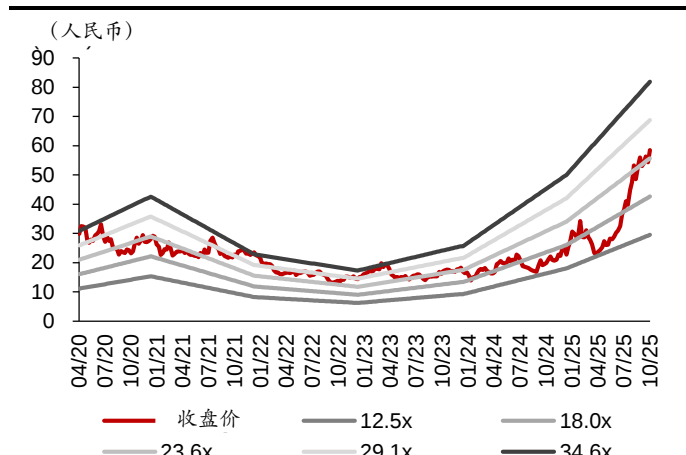
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

图 3: 生益科技一年远期市盈率区间



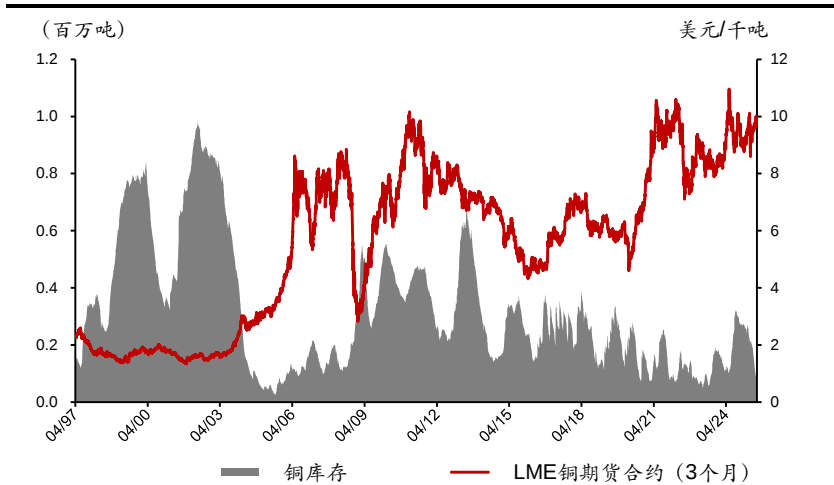
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 4: 生益科技动态市盈率



资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

图 5: 铜库存及价格变化趋势



资料来源: 万得, 招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	18,014	16,586	20,388	28,775	39,631	50,221
销售成本	(14,045)	(13,395)	(15,895)	(20,923)	(27,547)	(33,991)
毛利	3,969	3,191	4,493	7,853	12,084	16,230
运营费用	(2,105)	(1,821)	(2,352)	(3,070)	(3,776)	(4,619)
销售费用	(341)	(358)	(495)	(691)	(813)	(965)
行政费用	(797)	(701)	(843)	(1,065)	(1,347)	(1,657)
研发费用	(943)	(841)	(1,157)	(1,439)	(1,783)	(2,210)
其他	(24)	79	143	125	168	213
运营利润	1,785	1,273	2,072	4,724	8,248	11,553
其他收入	2	2	2	3	4	5
其他费用	(14)	(3)	(6)	(7)	(11)	(13)
以公允价值计量的盈亏	(23)	(3)	(2)	18	27	42
其他盈亏	(82)	(131)	(122)	(154)	(177)	(204)
息税前利润	1,773	1,271	2,068	4,719	8,241	11,544
利息收入	56	49	29	23	39	75
利息支出	(171)	(162)	(118)	(106)	(108)	(113)
税前利润	1,773	1,271	2,068	4,719	8,241	11,544
所得税	(141)	(123)	(200)	(543)	(948)	(1,328)
税后利润	1,632	1,149	1,868	4,177	7,293	10,217
非控股权益	101	(15)	129	668	1,021	1,430
净利润	1,531	1,164	1,739	3,508	6,272	8,786
资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	14,232	13,999	16,613	20,083	25,385	31,790
现金与现金等价物	3,095	2,756	2,004	2,586	5,217	9,741
限定用途现金	11	19	12	11	11	11
应收账款	6,809	6,669	9,041	11,095	12,624	13,787
存货	4,084	4,271	5,119	5,886	6,944	7,584
预付款项	24	33	132	117	161	204
其他流动资产	210	251	304	388	428	464
非流动资产	10,963	10,958	11,031	12,582	12,826	13,098
物业及厂房及设备 (净额)	7,866	9,064	8,635	8,911	8,996	9,007
使用权资产	44	22	35	43	55	70
递延税项	220	269	315	264	372	400
合资及联营公司投资	671	783	836	969	1,010	1,033
无形资产	2,128	666	1,095	2,305	2,147	2,167
商誉	0	0	0	0	0	0
以公允价值计入损益的资产	25	30	11	20	134	307
其他非流动资产	10	124	103	70	112	113
总资产	25,196	24,957	27,643	32,664	38,211	44,888
流动负债	7,377	7,297	9,849	10,858	11,361	12,687
短期债务	1,558	1,465	1,837	2,157	1,808	1,669
应付账款	3,984	4,152	5,968	7,241	7,970	9,091
应付税款	50	82	113	234	215	287
其他流动负债	1,237	1,072	1,172	250	252	257
合同负债	20	92	232	228	314	398
应计费用	529	435	528	747	802	985
非流动负债	2,522	1,959	1,289	1,968	2,659	3,053
长期债务	1,175	806	558	1,137	1,667	1,899
应付公司债	800	500	0	0	0	0
融资租赁承担	39	21	32	34	42	48
递延收入	108	118	113	109	142	159
其他非流动负债	400	515	586	688	807	947
总负债	9,899	9,256	11,138	12,826	14,020	15,739
股本	2,327	2,355	2,429	2,429	2,429	2,429
留存收益	5,366	5,357	5,902	7,964	11,295	14,823
其他储备	5,805	6,272	6,574	7,176	7,176	7,176
股东权益总额	13,498	13,983	14,905	17,570	20,901	24,429
少数股东权益	1,798	1,717	1,600	2,268	3,290	4,720
总负债和股东权益	25,196	24,957	27,643	32,664	38,211	44,888

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	1,632	1,149	1,868	4,177	7,293	10,217
折旧摊销	726	835	870	887	952	1,011
税款	4	(34)	(25)	147	12	108
营运资金变化	104	494	(1,798)	(1,384)	(1,835)	(660)
其他	354	300	542	225	5	234
净经营现金流	2,820	2,743	1,456	4,052	6,428	10,909
投资现金流						
资本开支	(1,534)	(1,109)	(926)	(2,395)	(906)	(1,074)
收购与投资	377	64	47	93	106	121
处理短期投资所得现金	(36)	(116)	(55)	(192)	(86)	(132)
其他	(0)	(2)	(0)	2	(41)	(23)
净投资现金流	(1,193)	(1,162)	(934)	(2,492)	(928)	(1,107)
融资现金流						
已支付股息	(1,619)	(1,287)	(1,192)	(1,564)	(3,050)	(5,371)
净借贷	800	(935)	(281)	(28)	182	93
发行股票所得现金	192	318	773	614	0	0
其他	(21)	(15)	(577)	0	0	0
净融资现金流	(648)	(1,919)	(1,276)	(978)	(2,868)	(5,278)
净现金流变动						
年初现金	2,105	3,095	2,756	2,004	2,586	5,217
汇率变动	11	(1)	3	0	0	0
其他	979	(338)	(754)	582	2,631	4,523
年末现金	3,095	2,756	2,004	2,586	5,217	9,741
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	(11.1%)	(7.9%)	22.9%	41.1%	37.7%	26.7%
毛利润	(27.0%)	(19.6%)	40.8%	74.8%	53.9%	34.3%
经营利润	(46.2%)	(28.7%)	62.9%	127.9%	74.6%	40.1%
EBIT	(46.4%)	(28.3%)	62.7%	128.2%	74.6%	40.1%
净利润	(45.9%)	(24.0%)	49.4%	101.8%	78.8%	40.1%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	22.0%	19.2%	22.0%	27.3%	30.5%	32.3%
营业利润率	9.9%	7.7%	10.2%	16.4%	20.8%	23.0%
股本回报率	11.5%	8.5%	12.0%	21.6%	32.6%	38.8%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.5)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.4)	(0.2)
流动比率 (倍)	1.9	1.9	1.7	1.8	2.2	2.5
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	105.3	139.0	93.9	48.1	26.9	19.2
市盈率 (摊薄)	106.9	141.8	95.2	48.1	26.9	19.2

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。