

生益电子 (688183.SH)

老牌技术尖兵，聚焦AI开启新征程

推荐 (首次)

股价：100.12元

主要数据

行业	电子
公司网址	www.sye.com.cn
大股东/持股	广东生益科技股份有限公司/62.93%
实际控制人	
总股本(百万股)	832
流通A股(百万股)	832
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	874
流通A股市值(亿元)	874
每股净资产(元)	6.20
资产负债率(%)	54.0

行情走势图



证券分析师

杨钟	投资咨询资格编号 S1060525080001 yangzhong035@pingan.com.cn
郭冠君	投资咨询资格编号 S1060524050003 GUOQUANJUN625@pingan.com.cn
徐勇	投资咨询资格编号 S1060519090004 XUYONG318@pingan.com.cn



平安观点：

- 行业深耕三十载，技术与客户优势突出。**生益电子成立1985年，于2021年上市，通过三十多年行业深耕，公司逐步发展成为国内领先的PCB供应商，当前公司将发展重心聚焦于通讯网络、计算机/服务器、汽车电子等应用领域，同时兼顾部分高难度高要求的特种产品。凭借创新能力、产品质量和服务效率，公司成功通过国内外多家知名企业的审核认证，多次被核心客户授予“优秀供应商”、“金牌供应商”、“最佳质量表现奖”、“年度最佳合作奖”等荣誉称号。根据Prismark数据，2024年公司在全球PCB企业中排名第35位。
- 持续加码前沿领域，高端业务持续突破。**近几年公司产品应用领域持续向高附加值方向升级，重点拓展AI服务器、高端交换机、低轨卫星等前沿市场，其中，公司延续服务器领域积累的优势，率先实现从传统服务器向AI算力基础设施的延伸，成功切入多家国内外通用及AI服务器头部客户的供应链，并不断优化和升级服务器领域产品结构，当前公司AI服务器主板与加速卡产品已实现大规模量产交付。此外，公司在通信网络等关键领域也与领先企业保持长期战略合作，当前公司持续深耕800G高速交换机，同时协同核心客户加速推进下一代224G产品研发进程，并逐步开始打样工作。随着公司高附加值PCB产品布局效果逐步显现，公司业绩增长在内资PCB厂商中表现突出。
- 高价值产品占比提升，业绩步入高增阶段。**当前AI、高速通信等创新领域持续驱动高端PCB需求提升，公司紧抓高端PCB结构性需求，积极布局高端产品线，并同步提升高频、高速、高密及高多层PCB技术升级，持续满足市场和客户需求，助力公司经营业绩稳步提升，2025年前三季度，公司实现营收68.29亿元，同比+114.79%。得益于高附加值产品占比的持续增加，公司利润率水平得到进一步加强，2025年前三季度，公司归母净利润达11.15亿元，同比+497.61%，考虑到当前公司高端产能逐步释放，公司净利润有望延续快速增长态势。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,273	4,687	10,830	14,306	17,900
YOY(%)	-7.4	43.2	131.1	32.1	25.1
净利润(百万元)	-25	332	1,676	2,351	3,105
YOY(%)	-108.0	1,428.2	404.7	40.3	32.1
毛利率(%)	14.6	22.7	32.0	32.7	33.3
净利率(%)	-0.8	7.1	15.5	16.4	17.3
ROE(%)	-0.6	7.8	31.2	34.0	34.8
EPS(摊薄/元)	-0.03	0.40	2.01	2.83	3.73
P/E(倍)	-3,332.1	250.9	49.7	35.4	26.8
P/B(倍)	21.2	19.5	15.5	12.1	9.3

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **定增继续加码高端布局，长期发展基础持续夯实。**2025年11月，公司发布《2025年度向特定对象发行A股股票预案》，为满足市场对高端PCB的需求，公司拟通过该募集资金进一步提高高端PCB产能，通过行业领先的技术优势，突破行业同质化竞争，不断提高公司产品技术实力和品质质量，并全面瞄准下一代产品技术要求，致力于拓展并深化对国内外AI服务器、高端交换机等新兴领域战略客户的服务覆盖与合作层次。该项目募集资金计划投资于人工智能计算HDI生产基地建设项目、智能制造高多层算力电路板项目以及补充流动资金，预计项目总投资金额将达45亿元，拟投入募集资金金额26亿元。未来定增项目的落地，将进一步强化公司技术成果转化和商业化应用能力，为公司长期发展奠定坚实基础。
- **投资建议：**当前AI发展如火如荼，AI数据中心等基础设施加速扩建，不断催生高端PCB需求，高端PCB呈现量价提升趋势。生益电子作为国内领先PCB厂商，凭借出色的技术实力和深厚的客户资源，已在AI服务器和高端交换机等领域实现持续突破，在AI高景气背景下，公司经营业绩有望迎来快速提升，预计公司2025-2027年EPS分别为2.01元、2.83元和3.73元，对应2025年12月25日收盘价PE分别为49.7倍、35.4倍和26.8倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 行业与市场竞争风险；2) 技术创新风险；3) 原材料供应紧张及价格波动的风险。

正文目录

一、 行业深耕三十载，聚焦高端助力业绩高增	5
1.1 行业深耕三十载，技术与客户优势突出	5
1.2 高端产品持续放量，业绩步入高增阶段	6
二、 AI 持续高景气，PCB 迎来行业升格	7
2.1 创新领域景气向好，PCB 产值稳步提升	7
2.2 AI 需求旺盛，高端 PCB 迎来量价齐升	10
三、 聚焦高端效果显现，扩产项目有序推进	13
3.1 产品技术实力出众，高端产品持续放量	13
3.2 定增加码高端投入，奠定长期发展基础	14
四、 投资建议	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资建议	16
五、 风险提示	16

图表目录

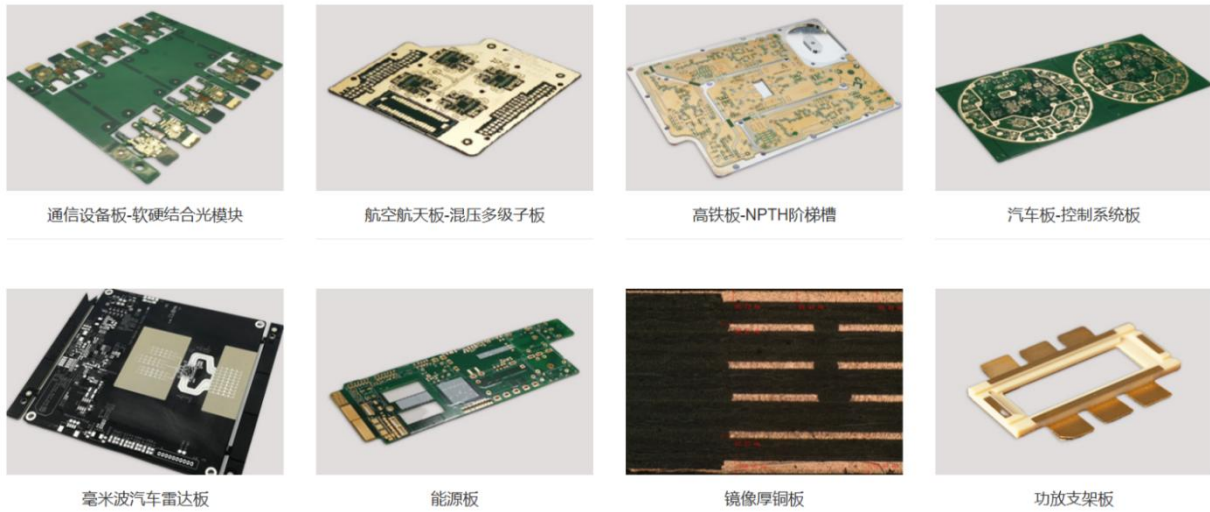
图表 1 生益电子产品展示	5
图表 2 生益电子发展历程	5
图表 3 生益电子前十股东情况（截至 2025 年三季报）	6
图表 4 生益电子营收情况	6
图表 5 生益电子营收结构情况（单位：亿元）	6
图表 6 生益电子期间费用率情况	7
图表 7 生益电子研发费用情况	7
图表 8 生益电子利润率情况	7
图表 9 生益电子归母净利润情况	7
图表 10 不同种类 PCB 产品特征及应用领域	8
图表 11 2024-2029 年全球 PCB 产值情况	8
图表 12 2024-2029 年中国 PCB 产值情况	8
图表 13 2024 年全球 PCB 产值情况（按不同地区）	9
图表 14 2024 年全球前十 PCB 厂商市场份额（按收入）	9
图表 15 不同种类 PCB 产品特征及应用领域	9
图表 16 全球不同种类 PCB 产值（单位：亿美元）	10
图表 17 中国不同种类 PCB 产值（单位：亿美元）	10
图表 18 2021-2026 年全球八大 CSP 资本支出预测	10
图表 19 全球服务器出货量（按服务器类型拆分）	11
图表 20 AI 服务器 PCB 价值量较高	11
图表 21 服务器平台升级推动 PCB 规格/层数不断提升	1
图表 22 交换机处理能力不断提升	1
图表 23 全球前五大以太网交换机供应商营收情况	1
图表 24 以太网光模块市场规模预测	1
图表 25 400G-800G 光模块 PCB 技术特征	1
图表 26 生益电子技术能力	1
图表 27 生益电子《2025 年度向特定对象发行 A 股股票预案》募集资金规模及用途	1
图表 28 公司盈利预测	1
图表 29 可比公司盈利预测与估值	1

一、行业深耕三十载，聚焦高端助力业绩高增

1.1 行业深耕三十载，技术与客户优势突出

生益电子成立于 1985 年，于 2021 年上市，通过三十多年行业深耕，公司逐步发展成为国内领先的 PCB 供应商，当前公司将发展重心聚焦于通讯网络、计算机/服务器、汽车电子等应用领域，同时兼顾部分高难度高要求的特种产品。凭借创新能力、产品质量和服务效率，公司成功通过国内外多家知名企业的审核认证，多次被核心客户授予“优秀供应商”、“金牌供应商”、“最佳质量表现奖”、“年度最佳合作奖”等荣誉称号。

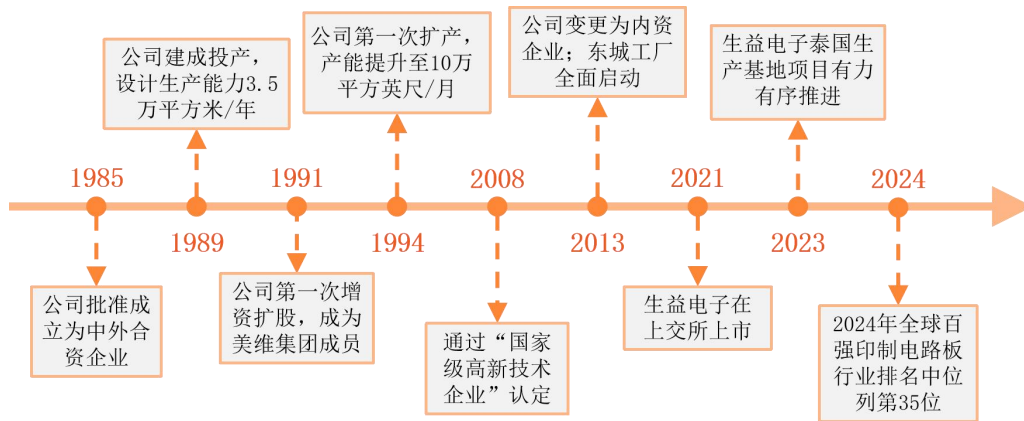
图表 1 生益电子产品展示



资料来源：生益电子官网，平安证券研究所

公司前身生益电子有限公司成立于 1985 年，由中国对外经济贸易部批准设立的中外合资经营企业。在 1989 年公司建成投产，设计生产能力达 3.5 万平方米/年，随后公司开始步入扩产发展阶段，并于 2008 年获得了“国家级高新技术企业”认定，2013 年公司变更为内资企业，同时全面启动东莞东城工厂项目。2021 年，生益电子在科创板分拆上市，经过三十余年发展，2024 年公司已成为全球排名第 35 位的 PCB 企业。

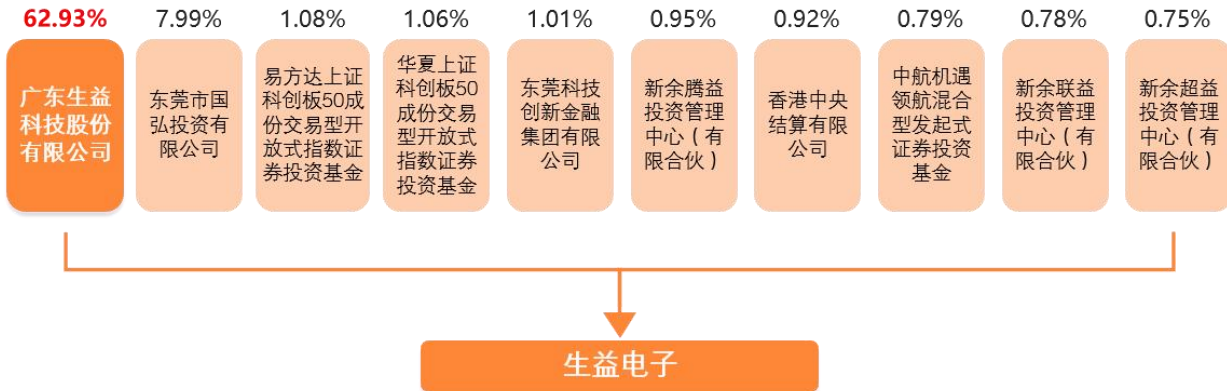
图表 2 生益电子发展历程



资料来源：生益电子官网，生益电子 25 年半年报，平安证券研究所

截至 2025 三季度末，公司前十大股东持股比例合计达 78.26%。其中，生益科技为公司第一大股东，其于 2015 年收购生益电子，后于 2021 年将生益电子分拆上市，截至 25Q3 末，生益科技持股比例达 62.93%。另外，腾益投资、联益投资和超益投资为公司员工持股平台。

图表 3 生益电子前十股东情况（截至 2025 年三季报）

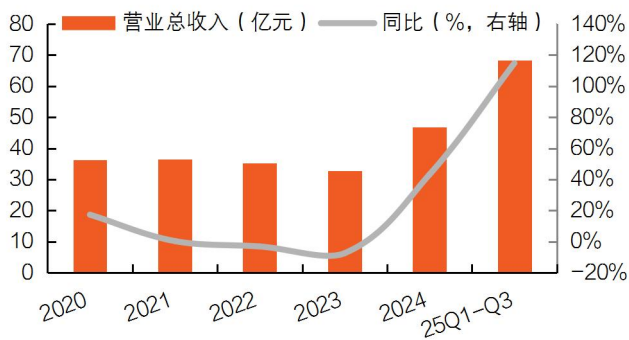


资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2 高端产品持续放量，业绩步入高增阶段

AI 景气持续向好，公司紧抓高端需求迎业绩高增。当前 AI、高速通信等创新领域持续驱动高端 PCB 需求提升，公司紧抓高端 PCB 结构性需求，积极布局高端产品线，并同步提升高频、高速、高密及高多层 PCB 技术升级，持续满足市场和客户需求，助力公司经营业绩稳步提升，2025 年前三季度，公司实现营收 68.29 亿元，同比+114.79%，其中，25Q3 公司实现营收 30.6 亿元，同比+153.71%，环比+39.78%，主要得益于高附加值产品占比的提升。

图表 4 生益电子营收情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

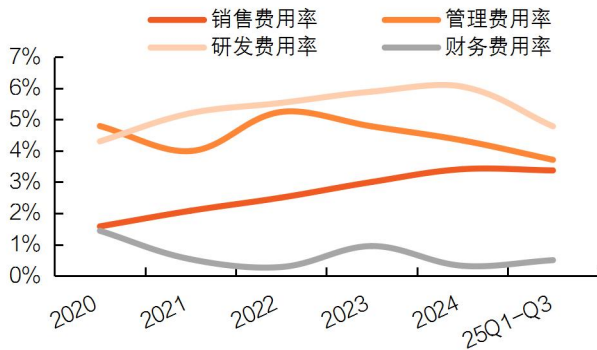
图表 5 生益电子营收结构情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

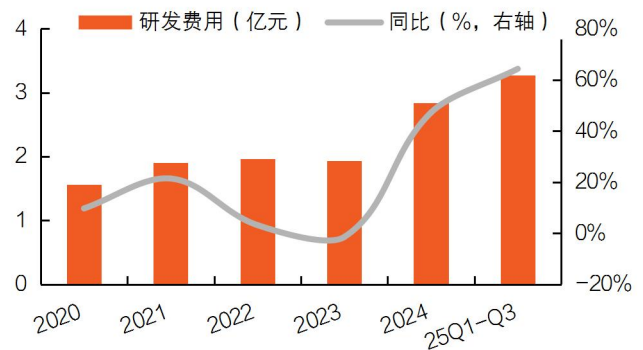
持续加码研发投入，产品技术实力持续夯实。公司整体费用率与经营发展相匹配，其中，公司将重心聚焦于高端领域，通过加大研发投入持续巩固公司技术和产品优势，2024 年公司研发费用同比+47.16%至 2.84 亿元，2025 年前三季度公司研发费用进一步增长至 3.27 亿元，已超过去年全年水平。

图表 6 生益电子期间费用率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

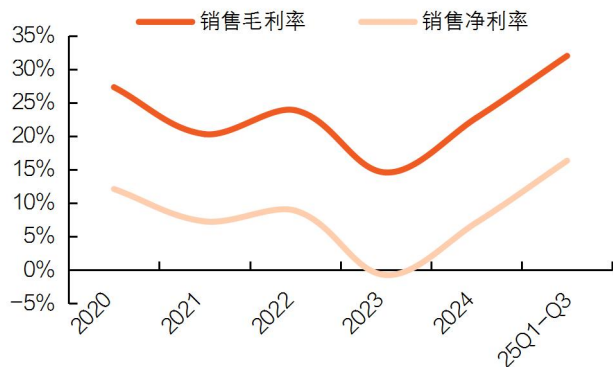
图表 7 生益电子研发费用情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

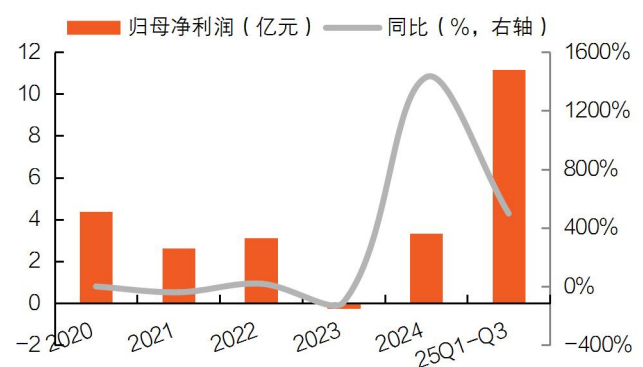
高端产品持续放量，盈利水平不断提升。在 AI、高速通信等创新领域景气持续向上背景下，PCB 行业发展得到持续改善，推动产业链公司盈利水平稳步提升，2024 年公司销售毛利率和净利率分别达 22.73%和 7.08%，得益于高附加值产品占比的持续增加，公司利润率水平得到进一步加强，2025 年前三季度，公司销售毛利率和净利率分别增长至 31.98%和 16.32%，对应归母净利润达 11.15 亿元，同比+497.61%，考虑到当前公司高端产能逐步释放，公司净利润有望延续快速增长态势。

图表 8 生益电子利润率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 9 生益电子归母净利润情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 AI 持续高景气，PCB 迎来行业升级

2.1 创新领域景气向好，PCB 产值稳步提升

PCB 是电子产业的基础，承载电子元器件并连接电路，广泛应用于通信设备、网络设备、计算机/服务器、消费电子、汽车电子、工业控制、医疗、航空航天等领域，是全球电子元件细分产业中产值占比最大的行业。根据产品类型划分，PCB 又可进一步划分为刚性板、挠性板、刚挠结合板、HDI 板和封装基板。

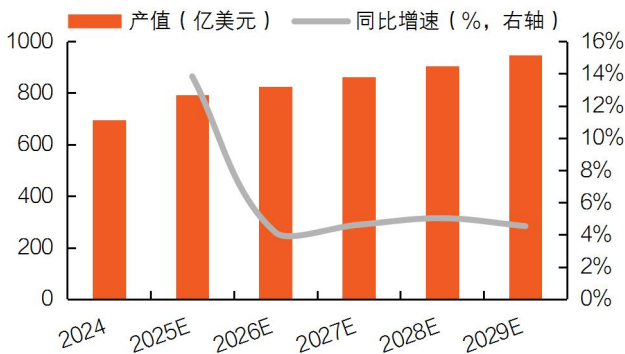
图表 10 不同种类 PCB 产品特征及应用领域

产品种类	产品特性	应用领域
刚性板（硬板）	由不易弯曲、具有一定强韧度的刚性基材制成，具有抗弯能力，可以为附着其上的电子元件提供一定的支撑。刚性基材包括玻纤布基板、纸基板、复合基板、陶瓷基板、金属基板、热塑性基板等。	广泛分布于计算机及网络设备、通信设备、工业控制、消费电子和汽车电子等行业。
挠性板（软板）	指用柔性的绝缘基材制成的印制电路板。它可以自由弯曲、卷绕、折叠，可依照空间布局要求任意安排，并在三维空间任意移动和伸缩，从而达到元器件装配和导线连接一体化。	智能手机、笔记本电脑、平板电脑及其他便携式电子设备等领域。
刚挠结合板	指在一块印制电路板上包含一个或多个刚性区和挠性区，将薄层状的挠性印制电路板底层和刚性印制电路板底层结合层压而成。其优点是既可以提供刚性板的支撑作用，又具有挠性板的弯曲特性，能够满足三维组装需求。	先进医疗电子设备、便携摄像机和折叠式计算机设备等。
HDI 板	HDI 即高密度互连技术，是印制电路板技术的一种。HDI 板一般采用积层法制造，采用激光打孔技术对积层进行打孔导通，使整块印刷电路板形成了以埋、盲孔为主要导通方式的层间连接。相较于传统多层印制板，HDI 板可提高板件布线密度，有利于先进封装技术的使用；可使信号输出品质提升；还可以使电子产品在外观上变得更为小巧方便。	主要是高密度需求的消费电子领域，广泛应用于手机、笔记本电脑、汽车电子和其他数码产品等，其中以手机的应用最为广泛。目前通信产品、网络产品、服务器产品、汽车产品甚至航空航天产品都有用到 HDI 技术。
封装基板	即 IC 封装载板，直接用于搭载芯片，可为芯片提供电连接、保护、支撑、散热、组装等功效，以实现多引脚化，缩小封装产品体积、改善电性能及散热性、超高密度或多芯片模块化的目的。	在智能手机、平板电脑等移动通信产品领域，封装基板得到了广泛的应用。如存储用的存储芯片、传感用的微机电系统、射频识别用的射频模块、处理器芯片等器件均要使用封装基板。而高速通信封装基板已广泛应用于数据宽带等领域。

资料来源：生益电子 24 年年报，平安证券研究所

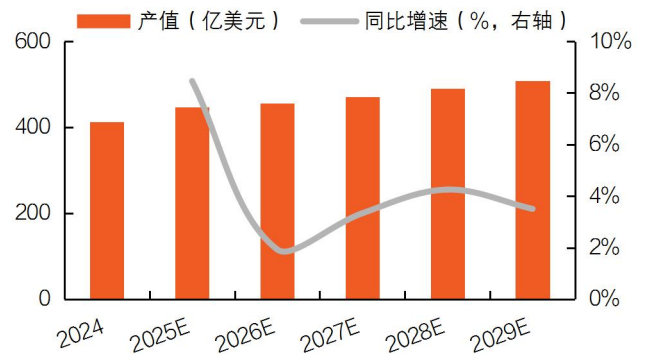
新兴领域需求向好，PCB 产值稳步增长。当前 AI 产业的快速发展持续推动 PCB 产值规模增长，根据 Prismark 数据，2024 年全球 PCB 产值规模达 695.17 亿美元，预计 2025 年将同比+13.8%至 791.28 亿美元，从中长期来看，全球 PCB 产值将呈现稳定增长态势，预计到 2029 年将增长至 946.61 亿美元，2024-2029 年 CAGR 将达 5.2%。中国市场方面，预计 2025 年国内 PCB 产值规模将同比+8.5%至 447 亿美元，占全球市场比例达 56.5%，预计到 2029 年国内 PCB 产值规模将增长至 508.04 亿美元，2024-2029 年 CAGR 达 4.3%。

图表 11 2024-2029 年全球 PCB 产值情况



资料来源：Prismark，生益电子 2025 年半年报，平安证券研究所

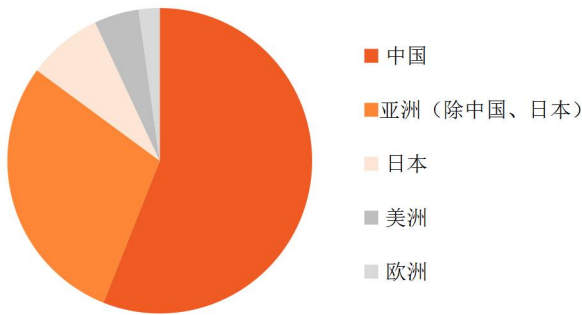
图表 12 2024-2029 年中国 PCB 产值情况



资料来源：Prismark，生益电子 2025 年半年报，平安证券研究所

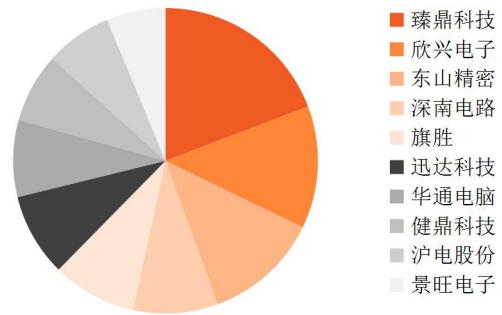
中国为全球最大的 PCB 市场，中国厂商行业地位全球领先。从地区来看，中国为全球最大的 PCB 市场，2024 年中国 PCB 产值同比+9%至 412.13 亿美元，占全球市场比例达 56%。竞争格局方面，当前全球 PCB 厂商众多，但中国地区厂商市场地位处于行业领先地位，根据 Prismark 数据，2024 年全球前十 PCB 厂商营收合计达 277.7 亿美元，其中，臻鼎科技以 53.4 亿美元年营收位列全球首位，其次是欣兴电子和东山精密，在全球排名前十的厂商中，中国大陆厂商占据 3 席，中国台湾厂商占据 5 席。

图表 13 2024 年全球 PCB 产值情况（按不同地区）



资料来源：Prismark，平安证券研究所

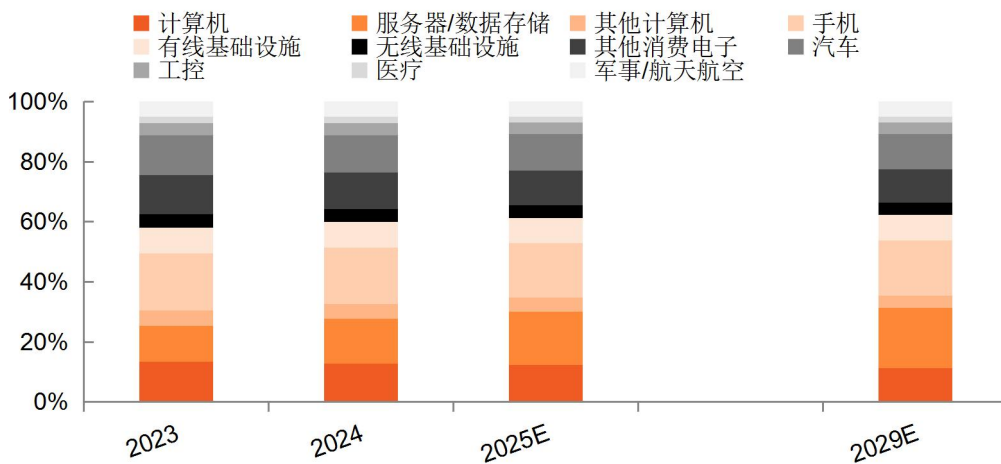
图表 14 2024 年全球前十 PCB 厂商市场份额（按收入）



资料来源：Prismark，PCB 网城，平安证券研究所

得益 AI 基础设施的加速扩建，服务器有望成为 PCB 增速最快的细分下游。从下游应用领域来看，由于 AI 高景气持续推动 AI 服务器、高速通信等基础设施需求增长，高层数、高精度、高密度、高可靠性 PCB 产品需求得到相应拉升，服务器领域有望成为未来增速最快的 PCB 应用下游，根据 Prismark 预测数据，2025 年全球服务器 PCB 产值有望达 140.07 亿美元，同比+28.32%，预计到 2029 年将进一步增长至 189.21 亿美元，2024-2029 年 CAGR 达 11.6%。

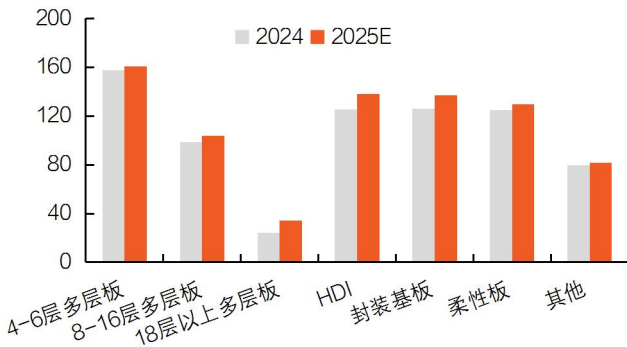
图表 15 不同种类 PCB 产品特征及应用领域



资料来源：Prismark，广合科技 24 年年报，平安证券研究所

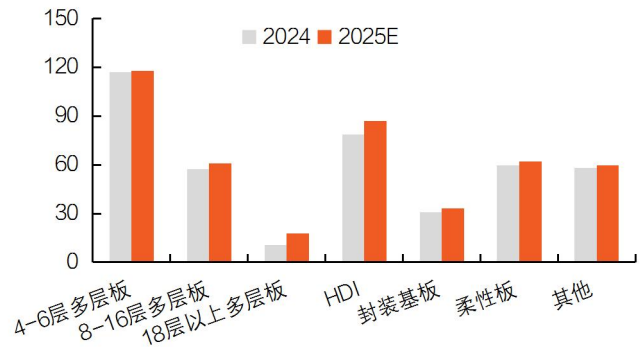
AI 持续高景气，PCB 高端化结构性需求凸显。当前 AI 高景气持续推动 HDI 和 18 层以上多层板的需求增长，根据 Prismark 数据，预计 2025 年全球 HDI 和 18 层以上多层板产值将分别达 138.16 亿美元和 34.31 亿美元，同比增速分别达 10%和 42%，预计到 2029 年两者产值将分别增长至 170.37 亿美元和 50.2 亿美元，2024-2029 年 CAGR 分别为 6.4%和 15.7%。

图表 16 全球不同种类 PCB 产值 (单位: 亿美元)



资料来源: Prisma, 沪电股份 2024 年年报, 平安证券研究所

图表 17 中国不同种类 PCB 产值 (单位: 亿美元)

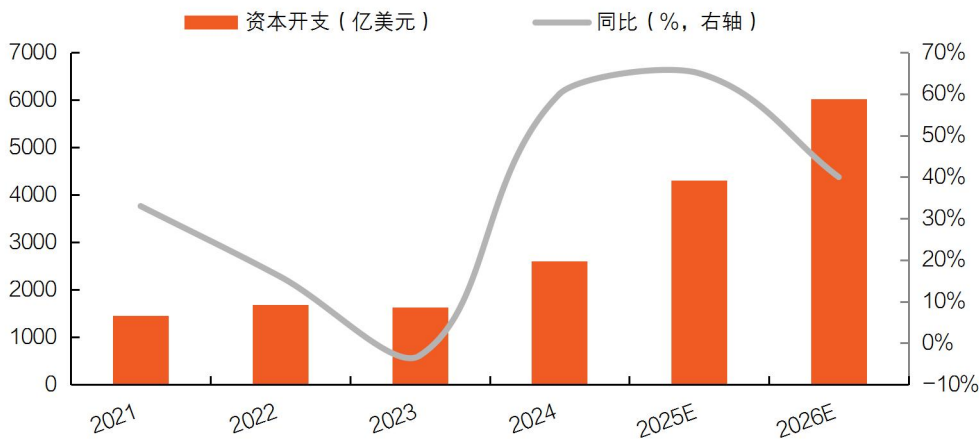


资料来源: Prisma, 沪电股份 2024 年年报, 平安证券研究所

2.2 AI 需求旺盛, 高端 PCB 迎来量价齐升

当前全球大型 CSP 厂商积极扩建数据中心等基础设施,除了采购英伟达 GBVR 等 AI 机柜方案之外,同时还加速自研 AI ASIC,将持续推动 CSP 厂商资本开支增加,根据 TrendForce 预测,2025 年全球八大 CSP 厂商合计资本开支将达 4306 亿美元,同比+65%,预计 2026 年将同比+40%至 6020 亿美元。随着 CSP 资本开支的持续增长,有望推动 AI 硬件生态链步入新一轮结构性成长周期。

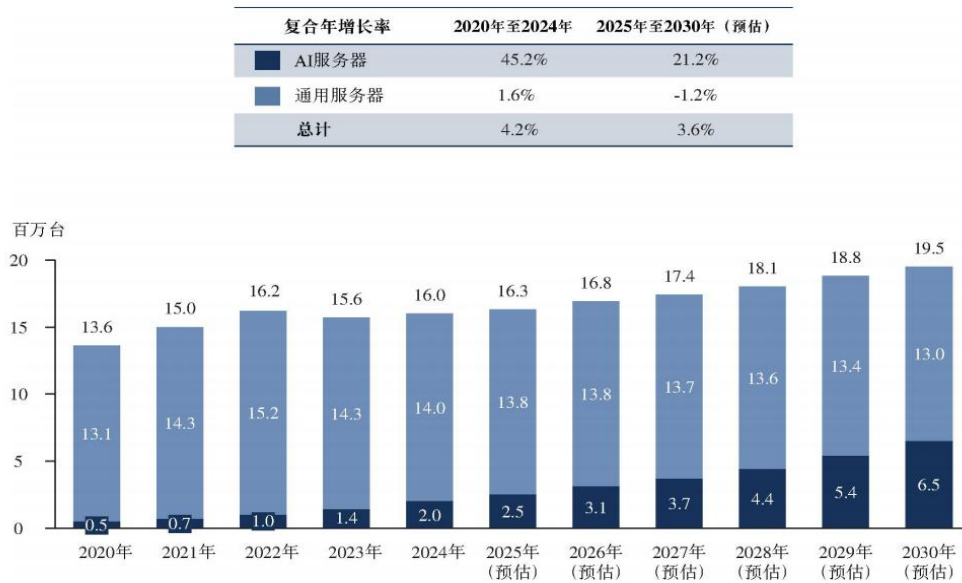
图表 18 2021-2026 年全球八大 CSP 资本支出预测



资料来源: TrendForce, 平安证券研究所

服务器整体出货呈现稳定增长态势, AI 服务器出货提速 根据弗若斯特沙利文预测,全球整体服务器有望保持稳定增长态势,预计 2025 年全球服务器出货量将达 1630 万台,到 2030 年有望增长至 1950 万台,2025-2030 年 CAGR 达 3.6%。其中,由于 AI 需求旺盛,助推 AI 服务器快速增长,预计 2025 年 AI 服务器出货量将达 250 万台,到 2030 年有望进一步增长至 650 万台,2025-2030 年年复合增长率达 21.2%。

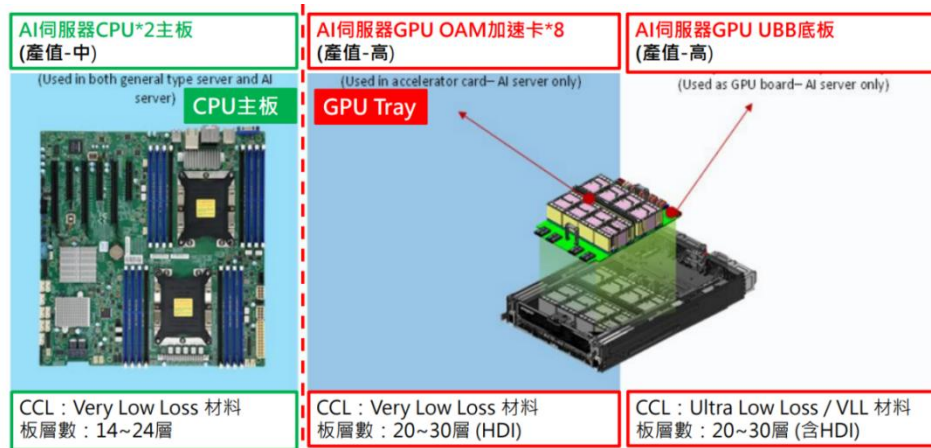
图表 19 全球服务器出货量（按服务器类型拆分）



资料来源：弗若斯特沙利文，澜起科技 25 年半年报，平安证券研究所

AI 高速高密特性推动 PCB 升级，层数和用料全面提升驱动价值量增长。相较传统 PCB，AI PCB 通常需要采用更高等级的高速材料以满足对损耗、阻抗等信号完整性的标准，同时产品制程能力和规格要求也相应提升。以英伟达八卡服务器为例，其搭载了 8 颗 GPU 算力卡，主要部件增量集中于 GPU 模组，相关 PCB 层数不仅提升至 20~30 层，同时，CCL 材料等级也有望进一步提升至 Ultra Low Loss，单机价值量迎来明显提升。考虑到当前 AI 算力的强劲需求，以及 AI 芯片的持续更迭，未来 AI PCB 的规格和用料也有望同步升级，AI PCB 的高价值量将更为突出。

图表 20 AI 服务器 PCB 价值量较高



资料来源：聯茂電子官网，平安证券研究所

传统服务器：芯片平台更新迭代，CCL 等级迎来升级。随着服务器平台技术的不断进步和迭代，对 PCB 的层数和材料质量的要求也在不断提高。其中，以 Intel 为例，PCB 所需层数不仅从 Purley 平台的 8-12 层提升至 Birch Stream 的 18-22 层，而且 CCL 材料等级也由 Mid Loss 提升至 Very Low Loss 甚至 Ultra Low Loss，在用量及等级的双重提升下，PCB 单柜价值量正随着芯片平台的不断升级而相应提升。

图表 21 服务器平台升级推动 PCB 规格/层数不断提升

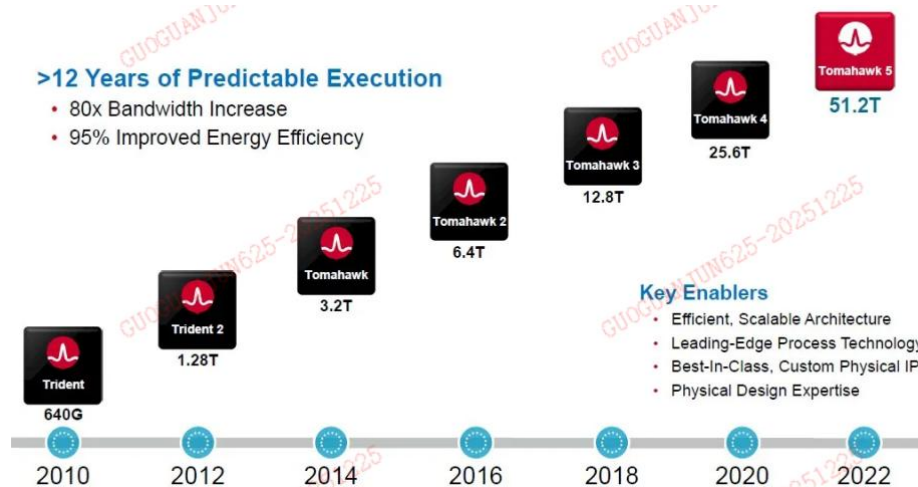
Platform	Purley		Whitley	Eagle Stream		Birch Stream
	CPU	Skylake	Cascade Lake	Ice lake	Sapphire Rapids	Emerald Rapids
Nano Process	14 nm	14 nm+	10 nm	Intel 7	Intel 7	Intel 3
PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2021 Q1	2023 H1	2023 H2	2024
CCL Material	Mid Loss	Mid Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	VLL/ Ultra Low Loss
Layer count	8 to 12	8 to 12	12 to 16	16 to 20	16 to 20	18 to 22

Architecture	Zen	Zen2	Zen3	Zen4		Zen5
	CPU	Naples	Rome	Milan	Genoa	Bergamo
Nano Process	14 nm (Global Foundries)	7 nm (TSMC)	7 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	4 nm / 3 nm (TSMC)
PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2020 Q4	2022 Q4	2023	2024
CCL Material	Mid Loss	Low Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	VLL/ Ultra Low Loss
Layer count	8 to 12	12 to 16	12 to 16	16 to 20	16 to 20	18 to 22

资料来源：联茂电子官网，平安证券研究所

随着数据中心处理的应用变得越来越复杂，对网络传输速度的要求也在持续上升，这促使数据中心网络的更新换代步伐加快。在过去十几年间，交换机的处理能力得到了显著提升，其中，2022 年博通公司推出的 Tomahawk 5 产品成为了 800G 以太网技术发展的重要里程碑，交换机芯片处理能力也从 2010 年的 640G 发展到 2022 年的 51.2T，带宽的增长幅度高达 80 倍，此外，根据 LightCounting，2025 年博通发布 Tomahawk 6，其速率高达 102.4T。考虑到日益增长的 AI 工作负载，数据中心网络正逐步迈向更高效的传输技术，800G/1.6T 交换机有望迎来渗透加速。

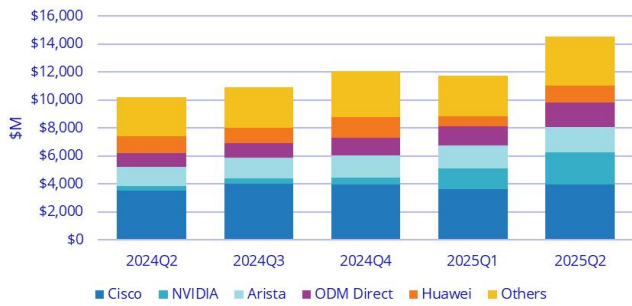
图表 22 交换机处理能力不断提升



资料来源：博通官网，平安证券研究所

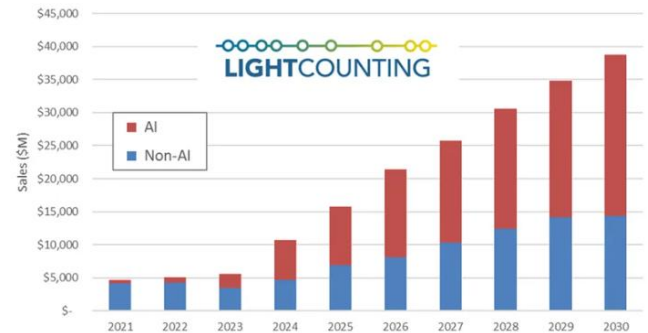
高速网络基础设施加速部署，持续推动交换机、光模块需求增长。随着大型科技厂商和云服务提供商积极推进 AI 数据中心容量扩建，驱动低延时、高带宽网络基础设施加速部署，相应带动高速率交换机和光模块需求增长，其中，根据 IDC 数据，25Q2 全球以太网交换机市场规模同比+42.1%至 145 亿美元。光模块方面，LightCounting 预计 2026 年全球以太网光模块市场规模将超过 200 亿美金，且 AI 相关光模块的市场占比有望持续提升。

图表 23 全球前五大以太网交换机供应商营收情况



资料来源: IDC, 平安证券研究所

图表 24 以太网光模块市场规模预测



资料来源: LightCounting, 平安证券研究所

通信速率的持续提升不断驱动通信 PCB 规格升级。在交换机和光模块领域，PCB 不仅承载着高速信号传输的作用，同时对系统整体功耗、互联效率起着关键性作用，随着通信速率的提升，高速通信 PCB 规格和标准也在不断提高。以光模块为例，相较 400G 光模块 PCB，800G 产品不仅材料由 400G 的 M6 提升到了 M7，而且叠层结构更加复杂，普遍采用三阶 HDI 或任意互联 HDI 技术，涉及高端 HDI 结构、薄板激光钻孔、超低损耗材料处理、分段金手指等系统技术门槛，因此价值量也会相对较高。考虑到高速通信对于算力密度提高、端口部署等方面具有关键意义，在 AI 基建大幅扩张背景下，高速通信 PCB 有望迎来量价提升。

图表 25 400G-800G 光模块 PCB 技术特征

带宽	材料等级	铜箔	叠层结构	最小孔	线宽/线距	阻抗控制	表面处理
400GbE	Very low loss M6 等级	RTF2/HVLP	8-12L, 2+N+2	4mil	4/4mil-3/3mil	± 8-10%	沉金/镍钯金+硬金、镍钯金
800GbE	Ultra low loss M7 等级	RTF3/HVLP2	8-14L, 3+N+3,4+N+4	3-4mil	3/3mil-2.5/2.5mil	±7%	沉金/镍钯金+硬金、镍钯金

资料来源: 迅捷兴公众号, 平安证券研究所

三、 聚焦高端效果显现，扩产项目有序推进

3.1 产品技术实力出众，高端产品持续放量

核心工艺技术优势明显，成果转化和商业落地进程顺利。通过三十余年深耕积累和技术创新，公司已在 PCB 制造全链条上构建起自主知识产权的完整技术体系，整体技术实力稳居行业前列，当前公司以传统优势的通讯网络行业、长期深耕的服务器行业、快速发展的汽车电子行业作为战略发展方向，不断加大研发投入，推动产品持续升级与迭代。

公司已掌握多项行业领先的核心工艺技术，包括大尺寸印制电路制造技术、高阶微盲孔制造技术 (HDI)、高速信号损耗控制技术、混压技术、N+N 双面盲压技术、内置电容技术、散热技术、立体结构 PCB 制造技术、分级金手指制造技术、微通孔制造技术、微通孔局部绝缘技术、内置导电介质热电一体式 PCB 制作技术等。累计完成 19 项科技成果鉴定，其中 14 项

达国际先进水平，5项居国内领先水平。相关技术成果已广泛应用于AI服务器、超级计算机、高端交换机、企业级服务器、高速光模块等高端场景，并持续驱动公司技术体系的优化升级，帮助公司精准对接时代发展需求。

图表 26 生益电子技术能力

主要能力指标	单板	背板	服务器板	HDI	软硬结合
层数	2-40	2-56	20-40	4-30	4-20
PCB 板厚 (mm)	0.3-5.0	1.0-10	2.5-5.7	0.4-4.0	0.4-3.0
内层最小线宽/线距 (mil)	2.4/2.4	3/3.5	3/3	1.6/1.6	1.6/1.6
外层最小线宽/线距 (mil)	3/3	4/5	3/4	3/3	3/3
激光孔径 (mm)	≥0.075	/	/	≥0.075	≥0.075
PTH 孔纵横比 (最大)	40/1	40/1	30/1	25/1	25/1
表面处理方式	无铅喷锡, 化学镍金, 化学锡, OSP, 化学银, 金手指, 选择性 OSP, 化学镍钯金等				
结构	通孔, 3+N+3	/	3+N+3	3+N (N+M) +3 (叠孔或错孔)	NR-2F-NR 对称等
埋入类 PCB	埋入平面电容、埋入平面电阻、埋子板、埋磁芯等				
阶梯类 PCB 产品	PTH 阶梯槽板, NPTH 阶梯槽板, 阶梯位金手指板, 底图形的阶梯槽板等				
散热类 PCB	压合金属基板, 焊接金属基板, 埋铜块板, 嵌铜块板、埋陶瓷基板等				
高密 PCB	0.9mm pitch BGA 单孔背钻内层走 2 线, 6mil 过孔背钻板 (D+6mil), 高阶深微孔系统板, (AR=0.8) 0.65mm pitch BGA 系统板等				

资料来源: 生益电子官网, 平安证券研究所

高附加值产品出货占比持续提升, 季度归母净利润逐季增长。近几年公司产品应用领域持续向高附加值方向升级, 重点拓展 AI 服务器、高端交换机、低轨卫星等前沿市场, 其中, 公司延续服务器领域积累的优势, 率先实现从传统服务器向 AI 算力基础设施的延伸, 成功切入多家国内外通用及 AI 服务器头部客户的供应链, 并不断优化和升级服务器领域产品结构, 当前公司 AI 服务器主板与加速卡产品已实现大规模量产交付。此外, 公司在通信网络等关键领域也与领先企业保持长期战略合作, 当前公司持续深耕 800G 高速交换机, 同时协同核心客户加速推进下一代 224G 产品研发进程, 并逐步开始打样工作。随着公司高附加值 PCB 产品布局效果逐步显现, 公司业绩增长在内资 PCB 厂商中表现突出, 自 2024 年以来, 公司季度归母净利润逐季增加, 其中, 25Q3 单季度归母净利润达 5.84 亿元, 创下近几年新高。

3.2 定增加码高端投入, 奠定长期发展基础

生产制造能力扎实, 扩厂项目稳步推进。生益电子现拥有东莞东城、江西吉安两大制造厂区, 其中, 东莞东城生产基地为生益电子总部, 厂房面积达 10 万平方米, 具有高多层、高厚径比、大尺寸等高难度生产加工能力, 是一座各产品种类全覆盖的综合性工厂。江西吉安工厂拥有高度自动化产线, 聚焦于汽车电子与服务器产品制造, 厂房面积达 11.9 万平方米。2023 年公司新建泰国生产基地项目, 随后 2024 年公司将该项目计划投资额从 1 亿美元增加至 1.7 亿美元, 于 2024 年 11 月正式动工, 预计 2026 年试生产。此外, 公司募投项目东城四期 (三厂、四厂) 持续推进, 目前已规模量产 HDI、光模块及软硬结合板等高端产品, 随着相关高端产能逐步释放, 公司盈利水平有望持续提升。

定增继续加码高端布局, 长期发展基础持续夯实。2025 年 11 月, 公司发布《2025 年度向特定对象发行 A 股股票预案》, 为满足市场对高端 PCB 的需求, 公司拟通过该募集资金进一步提高高端 PCB 产能, 通过行业领先的技术优势, 突破行业同质化竞争, 不断提高公司产品技术品质, 并全面瞄准下一代产品技术要求, 致力于拓展并深化对国内外 AI 服务器、高端交换机等新兴领域战略客户合作层次。该项目募集资金计划投资于人工智能计算 HDI 生产基地建设

项目、智能制造高多层算力电路板项目以及补充流动资金，预计项目总投资金额将达 45 亿元，拟投入募集资金金额 26 亿元。未来定增项目的落地，将进一步强化公司技术成果转化和商业化应用能力，为公司长期发展奠定坚实基础。

图表 27 生益电子《2025 年度向特定对象发行 A 股股票预案》募集资金规模及用途

项目名称	项目总投资金额	拟投入募集资金金额	项目概况
人工智能计算 HDI 生产基地项目	20.32 亿元	10 亿元	项目规划建设期 36 个月，第三年开始试生产，至第五年达产。本项目的实施主体为生益电子，地点位于广东省东莞市，拟建设生产人工智能用高阶 HDI 板，计划年产能 16.72 万平方米。
智能制造高多层算力电路板项目	19.37 亿元	11 亿元	项目分两阶段建设，规划建设期合计 30 个月，第一阶段于第二年开始试生产，至第三年达产，第二阶段于第三年开始试生产，至第四年达产。本项目的实施主体为吉安生益，地点位于江西省吉安市，拟建设生产高多层板，计划年产能 70 万平方米。
补充流动资金和偿还银行贷款	5 亿元	5 亿元	本次募集资金拟使用 5 亿元用于补充流动资金和偿还银行贷款，有助于解决公司经营发展过程中对流动资金的需求，改善财务结构，提升抗风险能力，保障公司可持续发展。
合计	44.69 亿元	26 亿元	/

资料来源：生益电子《2025 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，平安证券研究所

四、投资建议

4.1 盈利预测

盈利预测方面，核心假设如下：

- **印制电路板业务假设：**考虑到当前 AI PCB 的旺盛需求，结合公司突出的产品技术和优质的客户资源，未来公司高端产品出货占比有望持续提升，将对公司业务营收产生积极影响。2025 年前三季度公司合计营收达 68.29 亿元，其中，25Q3 公司营收达 30.6 亿元，我们预计 25Q4 公司收入有望延续增长态势，当前公司主要收入来源为印制电路板业务，因此我们预计公司 2025–2027 年印制电路板业务营收分别为 106 亿元、139 亿元和 174 亿元，对应增速分别为 136%、32%和 25%。25H1 公司印制电路板业务毛利率达 27.8%，随着当前公司高端产品出货持续提升，结合高端 PCB 的高盈利性，有望不断提高公司印制电路板业务毛利率水平，预计 2025–2027 年公司印制电路板毛利率分别为 30%、31%和 32%。
- **费用率假设：**1) 销售费用率：2025 年前三季度公司销售费用率为 3.37%，预计公司销售费率将随着公司正常经营稳定发展，预计 2025–2027 年公司销售费用率分别为 3.6%、3.5%和 3.4%；2) 管理费用率：2025 年前三季度公司管理费用率为 3.71%，随着在建项目筹建期储备人员增加、业绩提升以及股权激励费用增加，预计 2025–2027 年公司管理费用率分别为 4.2%、4.1%和 4.1%；3) 研发费用率：2025 年前三季度公司研发费用率为 4.78%，为巩固公司产品竞争力以及把握 AI 发展机遇，公司持续加大高端产品布局，推动研发费用持续加大，叠加股权激励费用增加，预计 2025–2027 年公司研发费用率分别为 5.8%、5.7%和 5.7%。
- 综上所述，预计 2025–2027 年公司合计营收为 108 亿元、143 亿元和 179 亿元，对应增速分别为 131%、32%和 25%，对应毛利率分别为 32%、33%和 33%。

图表 28 公司盈利预测

业务	项目	2024A	2025E	2026E	2027E
印制电路板	收入（亿元）	45	106	139	174
	增速	43%	136%	32%	25%
	毛利率	19%	30%	31%	32%
其他业务	收入（亿元）	2	2.6	3.7	4.8
	增速	47%	30%	40%	30%
	毛利率	97%	95%	95%	95%
合计	收入（亿元）	47	108	143	179
	增速	43%	131%	32%	25%
	毛利率	23%	32%	33%	33%
	销售费用率	3.4%	3.6%	3.5%	3.4%
	管理费用率	4.3%	4.2%	4.1%	4.1%
	研发费用率	6.1%	5.8%	5.7%	5.7%

资料来源：Wind，平安证券研究所

4.2 投资建议

当前 AI 发展如火如荼，AI 数据中心等基础设施加速扩建，不断催生高端 PCB 需求，高端 PCB 呈现量价提升趋势。生益电子作为国内领先 PCB 厂商，凭借出色的技术实力和深厚的客户资源，已在 AI 服务器和高端交换机等领域实现持续突破，在 AI 高景气背景下，公司经营业绩有望迎来快速提升，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.01 元、2.83 元和 3.73 元，对应 2025 年 12 月 25 日收盘价 PE 分别为 49.7 倍、35.4 倍和 26.8 倍。生益电子为国内 PCB 领先企业，参考其主营业务，我们选取主营业务同为 PCB 制造的胜宏科技、景旺电子和方正科技作为可比公司，由于方正科技短期估值过高，剔除后 2025 年另外两家公司平均预测 PE 为 49.8 倍，考虑到当前公司高端 PCB 持续放量，公司利润有望持续释放，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表 29 可比公司盈利预测与估值

股票名称	股价（元）		EPS（元）			PE（倍）			
	2025/12/25	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
胜宏科技	299.51	1.33	6.41	10.66	16.93	225.9	46.7	28.1	17.7
景旺电子	76.85	1.19	1.46	1.86	2.28	64.7	52.8	41.4	33.7
方正科技	12.28	0.06	0.09	0.13	0.17	203.9	133.9	94.8	71.9
平均值	-	-	-	-	-	164.8	77.8	54.8	41.1
生益电子	100.12	0.40	2.01	2.83	3.73	250.9	49.7	35.4	26.8

资料来源：Wind，平安证券研究所（注：方正科技盈利预测为 Wind 一致预期，其余公司业绩为平安电子团队预测）

五、风险提示

（1）行业与市场竞争风险。PCB 行业供求变化受宏观经济形势的影响较大，同时 PCB 行业集中度较低、市场竞争较为激烈，如果公司不能有效应对日益激烈的市场竞争，将会对公司的业绩产生不利影响。

（2）技术创新风险。若公司未来不能持续开发新产品、新工艺，则存在丧失技术优势，市场竞争力、盈利能力出现下滑的风险。

（3）原材料供应紧张及价格波动的风险。公司生产所需的原材料主要为覆铜板、半固化片、铜球以及铜箔等，上述主要原材料价格受国际市场铜、石油、黄金等大宗商品价格、市场供求关系等因素影响较大，若未来公司主要原材料采购价格大幅上涨或原材料供应紧张，可能会对公司经营情况产生影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3559	7594	10004	12487
现金	410	1083	1431	1790
应收票据及应收账款	1854	4285	5660	7082
其他应收款	2	61	80	100
预付账款	6	14	19	24
存货	1208	1996	2609	3234
其他流动资产	80	155	205	257
非流动资产	4126	4487	4739	4828
长期投资	2	2	2	2
固定资产	3510	3281	3274	3437
无形资产	175	146	117	89
其他非流动资产	439	1058	1346	1301
资产总计	7686	12082	14743	17316
流动负债	3030	6363	7529	8125
短期借款	1073	2846	2932	2425
应付票据及应付账款	1651	2889	3776	4681
其他流动负债	306	628	821	1019
非流动负债	383	351	309	255
长期借款	253	221	179	125
其他非流动负债	130	130	130	130
负债合计	3412	6714	7838	8380
少数股东权益	0	0	0	0
股本	832	832	832	832
资本公积	2413	2413	2414	2416
留存收益	1028	2123	3658	5687
归属母公司股东权益	4273	5368	6905	8935
负债和股东权益	7686	12082	14743	17316

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	344	583	2204	3055
净利润	332	1676	2351	3105
折旧摊销	332	639	751	917
财务费用	15	61	76	47
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-571	-1801	-982	-1021
其他经营现金流	236	9	8	7
投资活动现金流	-417	-1009	-1010	-1011
资本支出	402	1000	1003	1006
长期投资	-2	0	0	0
其他投资现金流	-816	-2009	-2013	-2017
筹资活动现金流	60	1099	-847	-1685
短期借款	211	1773	86	-507
长期借款	52	-32	-42	-54
其他筹资现金流	-203	-642	-891	-1124
现金净增加额	-12	673	348	359

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4687	10830	14306	17900
营业成本	3621	7367	9629	11938
税金及附加	39	90	118	148
营业费用	160	390	501	609
管理费用	203	455	587	734
研发费用	284	628	815	1020
财务费用	15	61	76	47
资产减值损失	-37	-85	-112	-140
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	31	27	27	27
公允价值变动收益	-0	0	1	2
投资净收益	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	-8	-8	-8	-8
营业利润	351	1774	2488	3285
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	1	3	3	3
利润总额	351	1771	2485	3282
所得税	19	95	134	177
净利润	332	1676	2351	3105
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	332	1676	2351	3105
EBITDA	698	2471	3312	4246
EPS (元)	0.40	2.01	2.83	3.73

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	43.2	131.1	32.1	25.1
营业利润(%)	723.0	405.4	40.2	32.0
归属于母公司净利润(%)	1428.2	404.7	40.3	32.1
获利能力				
毛利率(%)	22.7	32.0	32.7	33.3
净利率(%)	7.1	15.5	16.4	17.3
ROE(%)	7.8	31.2	34.0	34.8
ROIC(%)	7.3	31.3	28.9	31.6
偿债能力				
资产负债率(%)	44.4	55.6	53.2	48.4
净负债比率(%)	21.5	37.0	24.3	8.5
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.5
速动比率	0.7	0.9	1.0	1.1
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	2.51	2.76	2.76	2.76
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	2.01	2.83	3.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.70	2.65	3.67
每股净资产(最新摊薄)	5.14	6.45	8.30	10.74
估值比率				
P/E	250.9	49.7	35.4	26.8
P/B	19.5	15.5	12.1	9.3
EV/EBITDA	49	35	26	20

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层