

## 深南电路：AI 周期赋能，高端产能持续扩张

投资评级：买入

首次覆盖

报告日期：2025-12-30

收盘价 (元) 233.75  
近 12 个月最高/最低 (元) 243.91/75.09  
总股本 (百万股) 667  
流通股本 (百万股) 665  
流通股比例 (%) 99.74  
总市值 (亿元) 1,559  
流通市值 (亿元) 1,554

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

联系人：闫春旭

执业证书号：S0010125060002

邮箱：yanchunxu@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 四十年专注电子互联，AI 驱动业绩高增

公司深耕电子互联领域近四十年，从 PCB 起步，已构建起覆盖印制电路板、封装基板及电子装联的“3-In-One”协同业务布局。公司股权结构稳定，具备央企背景。业绩层面，充分受益于 AI 浪潮，公司在 2023 年短暂调整后于 2024 年创下历史新高，实现营收 179.1 亿元（同比+32.4%），归母净利润 18.8 亿元（同比+34.3%）。2025 年前三季度增长势头更加强劲，营收达 167.5 亿元（同比+28.4%），归母净利润 23.3 亿元（同比+56.3%），利润率持续改善，2025Q3 销售毛利率提升至 28.2%。

#### ● PCB：AI 算力与汽车业务协同并进

PCB 市场于 2024 年确立复苏态势，全球规模达 880 亿美元（同比+12%），并在 AI 服务器及高速运算需求驱动下开启新一轮增长周期。AI 服务器是核心增长引擎，其内部加速板、UBB 交换板、CPU 主板等对高端 PCB 需求旺盛。以英伟达产品迭代为例，单 GPU 对应 PCB 价值量从 DGX A100 的 175 美元显著提升至 GB200 NVL 72 的 346 美元。同时，通用服务器平台架构持续迭代，高速交换机向 800G/1.6T 升级，汽车电子随新能源车及智能化渗透而稳步放量，共同推动高多层、高性能 PCB 需求。公司 PCB 业务以通信设备为核心，深度布局数据中心与汽车电子，产能通过南通四期、泰国基地及老厂技改持续扩张，有望实现量价齐升。

#### ● 封装基板：国产化进程加速，高端产品持续突破

封装基板是封装环节关键材料，具有高密度、高精度等技术壁垒。全球市场由台日韩企业主导，但国产化进程正在加速。按基材可分为 BT 载板、ABF 载板和 MIS 载板，分别应用于存储/射频、CPU/GPU 等高运算芯片、以及功率 IC 等领域。全球封装基板市场规模预计从 2024 年的 126 亿美元增长至 2029 年的 180 亿美元（CAGR 7%）。深南电路的封装基板产品种类齐全，已具备包括 FC-BGA 在内的主流封装技术能力，相关客户认证与产能建设取得进展，正卡位半导体国产化关键环节，有望实现高端产品的持续突破与份额提升。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 223.32、287.79、350.73 亿元；归母净利润分别为 32.06、48.10、63.02 亿元，对应 EPS 为 4.81、7.21、9.45 元，对应 2025 年 12 月 30 日收盘价 PE 分别为 48.61、32.40、24.73 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

下游需求不及预期风险，技术迭代不及预期风险，新产品导入不及预期风险，产能建设不及预期风险。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 17907 | 22332 | 28779 | 35073 |
| 收入同比 (%)  | 32.4% | 24.7% | 28.9% | 21.9% |
| 归属母公司净利润  | 1878  | 3206  | 4810  | 6302  |
| 净利润同比 (%) | 34.3% | 70.8% | 50.0% | 31.0% |
| 毛利率 (%)   | 24.8% | 28.0% | 30.3% | 31.4% |
| ROE (%)   | 12.8% | 19.4% | 24.8% | 27.3% |
| 每股收益 (元)  | 3.66  | 4.81  | 7.21  | 9.45  |
| P/E       | 34.15 | 48.61 | 32.40 | 24.73 |
| P/B       | 4.39  | 9.43  | 8.04  | 6.75  |
| EV/EBITDA | 18.31 | 29.11 | 21.47 | 17.05 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 1 四十年专注电子互联，AI 驱动业绩高增 .....   | 5  |
| 1.1 深耕电子互联领域，技术驱动业绩长青 .....   | 5  |
| 1.2 公司由国资控股，股权架构稳定 .....      | 6  |
| 1.3 受益 AI 浪潮，公司业绩创新高 .....    | 6  |
| 2 PCB：AI 算力与汽车业务协同并进 .....    | 8  |
| 3 封装基板：国产化进程加速，高端产品持续突破 ..... | 15 |
| 4 盈利预测 .....                  | 18 |
| 风险提示： .....                   | 18 |
| 财务报表与盈利预测 .....               | 19 |

## 图表目录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图表 1 公司发展历程 .....                               | 5  |
| 图表 2 公司股权架构 .....                               | 6  |
| 图表 3 公司营收及同比增速（2021-2025Q3） .....               | 7  |
| 图表 4 公司归母净利润及增速（2021-2025Q3） .....              | 7  |
| 图表 5 公司销售毛利率及销售净利率情况（2021-2025Q3） .....         | 7  |
| 图表 6 公司三费率情况（2021-2025Q3） .....                 | 7  |
| 图表 7 全球 PCB 市场规模（2020-2025E） .....              | 8  |
| 图表 8 中国 PCB 市场规模（2020-2025E） .....              | 8  |
| 图表 9 全球 AI 服务器市场规模（2025E-2028E） .....           | 8  |
| 图表 10 中国 AI 服务器市场规模（2021-2026E） .....           | 8  |
| 图表 11 AI 服务器 PCB 主要板卡示意图 .....                  | 9  |
| 图表 12 部分英伟达 AI 服务器机架 PCB 方案变迁 .....             | 10 |
| 图表 13 英伟达 AI 服务器单 GPU 对应 PCB 价值量持续通胀 .....      | 10 |
| 图表 14 全球通用服务器出货量（2024-2029E） .....              | 10 |
| 图表 15 通用服务器 PCB 示意图 .....                       | 11 |
| 图表 16 服务器芯片平台升级趋势 .....                         | 11 |
| 图表 17 博通 Tomahawk 系统芯片带宽升级趋势 .....              | 12 |
| 图表 18 Top5 云厂商的以太网光模块销售额情况（2016-2026 年） .....   | 12 |
| 图表 19 采用 BroadcomTomaHawk5 交换芯片的 800G 交换机 ..... | 12 |
| 图表 20 全球新能源汽车出货量（2020-2029E） .....              | 13 |
| 图表 21 全球新能源汽车出货量（2020-2029E） .....              | 13 |
| 图表 22 汽车电子 PCB 示意图 .....                        | 14 |
| 图表 23 汽车电子 PCB 市场规模（2020-2029） .....            | 14 |
| 图表 24 公司 PCB 领域布局 .....                         | 15 |
| 图表 25 封装基板与其他类型 PCB 产品对比 .....                  | 15 |
| 图表 26 按基材分类，IC 载板可分为 BT 载板、ABF 载板、MIS 载板 .....  | 16 |
| 图表 27 按封装工艺分类，IC 载板可分为 WB 载板与 FC 载板 .....       | 16 |
| 图表 28 2023 年全球 IC 载板行业市场区域分布 .....              | 17 |
| 图表 29 全球封装基板市场规模（2024-2029E） .....              | 17 |
| 图表 30 盈利预测和估值（百万元）（2024-2029E） .....            | 18 |

# 1 四十年专注电子互联，AI 驱动业绩高增

## 1.1 深耕电子互联领域，技术驱动业绩长青

1984 年成立以来，深南电路始终专注于电子互联领域，主营业务涵盖印制电路板、封装基板及电子装联的研发、生产与销售。公司从印制电路板起步，逐步扩展至封装基板与电子装联，形成覆盖设计、制造、组装、测试的全价值链服务能力。凭借与全球领先通信设备及医疗设备厂商的长期战略合作，深南电路已成为中国电子电路行业领先企业，并主导或参与制定多项行业标准。坚持以互联为核心、技术驱动发展，致力于成为世界级电子电路技术与解决方案的集成商。

**深南电路的成长并非一蹴而就，而是经历了几个关键的战略跨越阶段：**

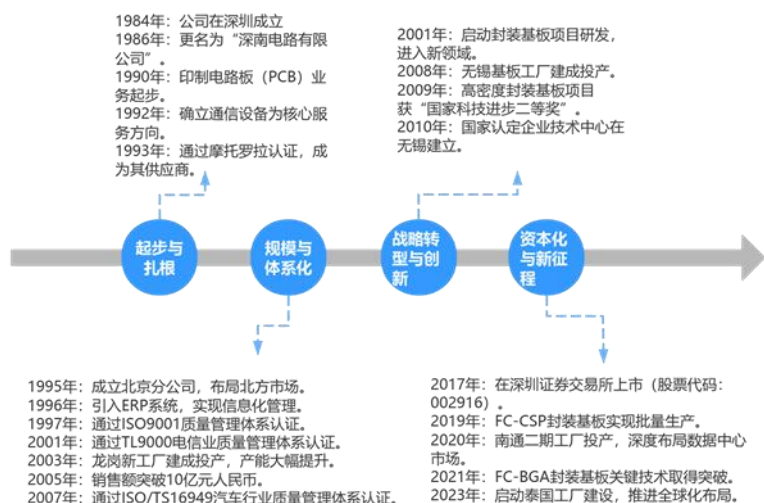
**初创与扎根（1984 年-1990 年代初期）：**公司成立于 1984 年 7 月 3 日。成立初期，深南电路便致力于高技术起点的电路板生产。

**规模扩张与体系建立（1990 年代中期-2000 年代初期）：**1995 年，公司搬迁至南山区沙河工业区，生产面积和产能大幅提升。1997 年，启动“跨世纪扩展工程”（CEP），并通过了 ISO9002 质量管理体系认证，标志着质量管理进入新阶段。2001 年，公司成为国内首家能够制作通信背板的 PCB 企业，奠定了在通信领域的领先地位。

**战略转型与多核创新（2000 年代中期-2010 年代）：**2008 年，公司提出围绕电子互联布局 PCB、封装基板、电子装联以及设计服务的“3-in-One”战略，此举对其后续发展产生了深远影响。2017 年 12 月 13 日，公司在深圳证券交易所成功上市，开启了发展的新纪元。

**技术引领与全球拓展（2010 年代末期至今）：**2019 年，公司最高加工层数突破到 120 层，并成立了智能制造研究院和先进技术应用研究院。近年来，公司紧跟技术前沿，其 FC-BGA 封装基板产品能力建设稳步推进，并积极布局 AI 服务器、下一代数据中心等新兴领域。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

深南电路以“3-In-One”战略为核心，构建了覆盖印制电路板（PCB）、封装基板及电子装联三项协同发展的业务布局。在 PCB 领域，公司专注于背板、高速多层板等高端产品，技术领先，样品最高层数达 120 层，主要服务于通信、数据中心及汽车电子等领域。封装基板业务聚焦半导体产业链关键环节，已具备 FC-CSP、FC-BGA 等主流封装技术的量产或样品制造能力，正加速客户认证与产能建设。电子装联业务则提供从 PCBA 到系统总装的增值服务，与 PCB、封装基板形成“技术同根、客户同源”的协同效应，为客户提供从设计、制造到组装测试的一站式解决方案。这一布局使深南电路成为全球领先的电子电路技术与解决方案集成商。

## 1.2 公司由国资控股，股权架构稳定

深南电路的股权结构集中且稳定，具备鲜明的央企背景。公司的绝对控股股东为深天科技控股（深圳）有限公司，持股比例 63.97%，保证了公司战略的稳定性和长期性，赋予了公司强大的央企资源和支持。

图表 2 公司股权架构



资料来源：iFinD，华安证券研究所

## 1.3 受益 AI 浪潮，公司业绩创新高

受益于 AI 浪潮，公司营收与净利润在经历平台期后，于 2024 年创下历史新高。在 2023 年经历短暂调整后（营收 135.3 亿元，同比下降 3.3%；归母净利润 14.0 亿元，同比下降 14.8%），2024 年公司营收同比增长 32.4%至 179.1 亿元，归母净利润同比增长 34.3%至 18.8 亿元。这一增长势头在 2025 年得到进一步增强，公司 2025 年前三季度营收达 167.5 亿元，同比增长 28.4%，归母净利润 23.3 亿元，同比大幅增长 56.3%，利润增速远超营收。

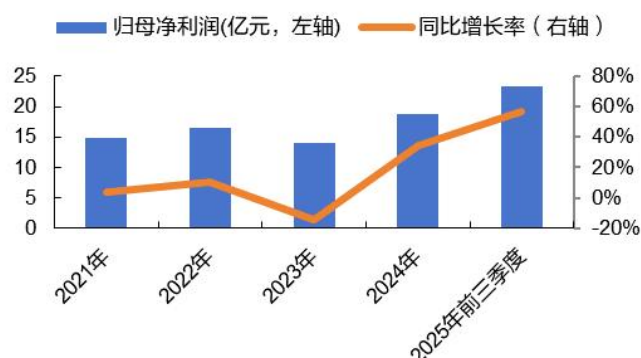


图表 3 公司营收及同比增速 (2021-2025Q3)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

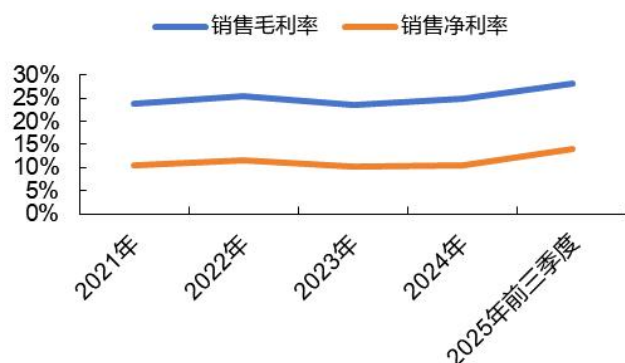
图表 4 公司归母净利润及增速 (2021-2025Q3)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

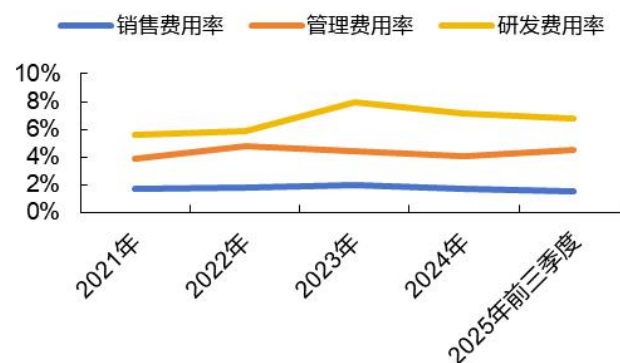
公司利润率持续改善,费率结构优化明显。公司销售毛利率从2021年的23.7%波动上升至2025年前三季度的28.2%;销售净利率也从10.6%提升至13.9%,盈利质量不断优化。费用端,2025Q3公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为1.5%、4.5%、6.8%。

图表 5 公司销售毛利率及销售净利率情况 (2021-2025Q3)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 6 公司三费费率情况 (2021-2025Q3)

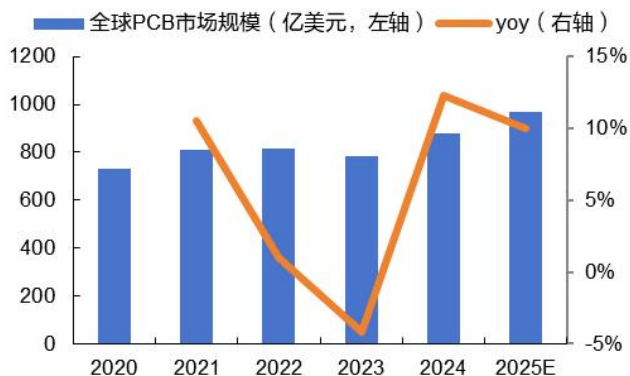


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

## 2 PCB：AI 算力与汽车业务协同并进

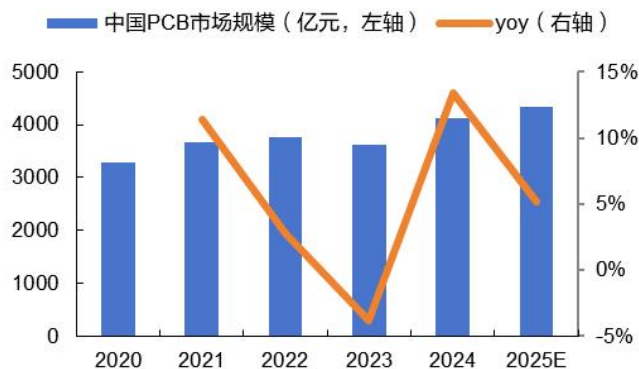
PCB 市场在经历 2023 年的触底调整后，于 2024 年成功确立强劲复苏态势，并正式在 AI 服务器及高速运算需求爆发的驱动下开启新一轮高速增长周期。2023 年，全球及中国市场规模曾因宏观环境承压，分别回落至 783 亿美元和 3633 亿元。随着行业去库存结束，市场在 2024 年实现超预期反弹：全球规模同比大增 12% 至 880 亿美元，中国产值亦同比增长 13% 至 4121 亿元，产能利用率大幅修复。从更长周期看，以 2020 年为基期、2025 年（预测）为终点，全球 PCB 市场的年复合增长率（CAGR）预计达 5.7%，中国市场则达 5.6%，均印证了稳健的长期增长趋势。展望 2025 年，PCB 行业增长逻辑有望持续兑现，全球市场规模预计将保持约 10% 的增速，达到 968 亿美元；中国 PCB 产值也有望稳步攀升至 4333 亿元，AI 驱动的增长动力将持续释放。

图表 7 全球 PCB 市场规模 (2020-2025E)



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

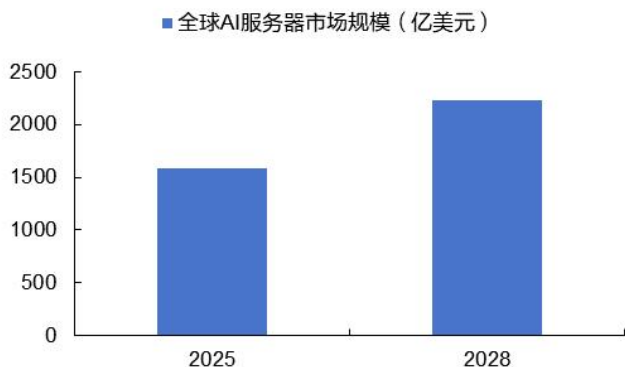
图表 8 中国 PCB 市场规模 (2020-2025E)



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

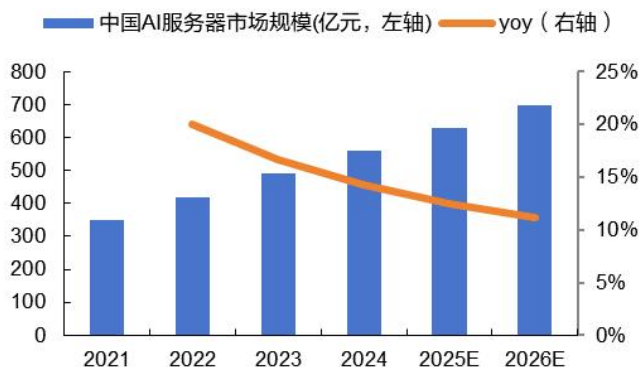
AI 算力指数级增长带来全球 AI 服务器市场规模持续提升。根据中研网数据，2025 年全球 AI 服务器市场规模将增至 1587 亿美元，2028 年有望达到 2227 亿美元，25-28 年 CAGR 达 12%。根据中商产业研究院数据，2021-2026 年中国 AI 服务器市场规模将由 350 亿元增至 700 亿元，5 年 CAGR 达 15%。

图表 9 全球 AI 服务器市场规模 (2025E-2028E)



资料来源：中研网，华安证券研究所

图表 10 中国 AI 服务器市场规模 (2021-2026E)

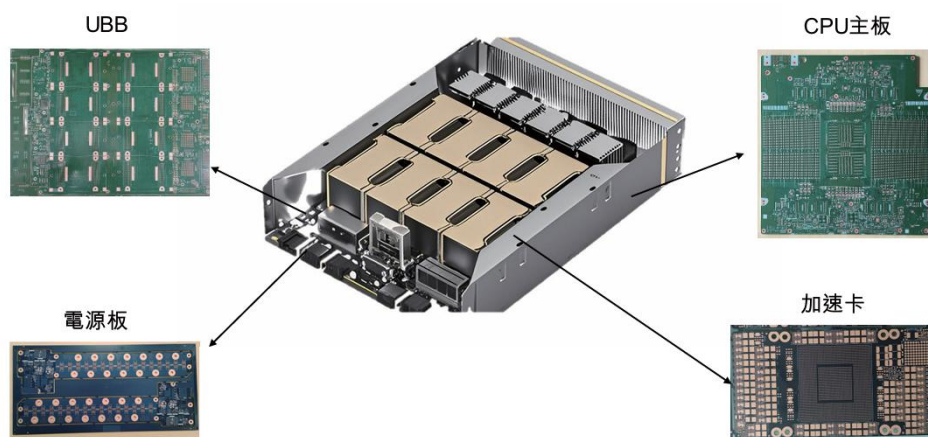


资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所



AI 服务器中，PCB 主要应用于 AI 服务器加速板、UBB 及交换板、CPU 主板及电源板及其他配板。1) AI 服务器加速板是 AI 服务器中 GPU 加速器模块的接口载体，旨在满足深度学习和其他计算密集型 AI 应用对稳定高效数据传输的需求。2) UBB 及交换板 PCB 专为支持 GPU 等高性能芯片而设计，主要功能是将多个加速器模块互连起来，以最大限度地提高计算能力，通常采用高速连接器或 SMT 安装到 UBB 上，再将 8 个 GPU 互连起来的架构。3) CPU 主板为 AI 服务器提供中央计算平台，支持密集数据处理及物流算任务。4) 电源板及其他配板主要包括电源板、风扇控制板、Riser 卡、I/O 模块、硬盘背板等等，在系统内发挥不同功能。比如电源板专为 AI 服务器工作负载优化，提供电源分配及组件互连等核心支持功能。

图表 11AI 服务器 PCB 主要板卡示意图



资料来源：广合科技 H 股招股说明书，华安证券研究所

AI 服务器升级迭代驱动单芯片对应 PCB 价值量持续通胀。以英伟达为例，其 OAM、UBB、Bianca 板、交换板等设计的创新和性能的提升，对高多层、HDI 的需求迅速提升，其生产工艺、上游材料性能也持续提升，带动单 GPU 对应 PCB 价值量持续通胀：

- DGX A100 AI 服务器单机 PCB 价值量约为 1400 美元，对应单 GPU PCB 价值量约为 175 美元；
- DGX H100 AI 服务器单机 PCB 价值量约为 1688 美元，对应单 GPU PCB 价值量为 211 美元，较 DGX A100 提升 21%；
- GB200 NVL 72 AI 服务器单机 PCB 价值量保守估计约为 24900 美元，对应单 GPU PCB 价值量为 346 美元，较 DGX H100 提升 64%，较 DGX A100 提升 98%。

图表 12部分英伟达 AI 服务器机架 PCB 方案变迁

| *Red and bolded = main share |                | DGX/HGX Hopper                    | DGX/HGX Blackwell                 | GB200                           |
|------------------------------|----------------|-----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|
| CCL                          |                |                                   |                                   |                                 |
| OAM/SXM                      | CCL Grade      | M6                                | M7                                | M7/M5                           |
|                              | Supplier       | <b>EMC</b>                        | <b>Doosan (80%)</b> , EMC (20%)   | <b>Doosan (80%)</b> , EMC (20%) |
| UBB                          | CCL Grade      | M7                                | M7                                | -                               |
|                              | Supplier       | <b>EMC</b> , TUC, Doosan          | Doosan, EMC, TUC                  | -                               |
| NVSwitch                     | CCL Grade      | -                                 | -                                 | M7                              |
|                              | Supplier       | -                                 | -                                 | <b>EMC</b>                      |
| Mainboard                    | CCL Grade      | M6                                | M6                                | -                               |
| Peripheral                   | CCL Grade      | M5                                | M5                                | M5/M6                           |
| PCB                          |                |                                   |                                   |                                 |
| OAM/SXM                      | PCB Technology | 16/18L HDI (5+n+5)                | 20L HDI (5+n+5)                   | 24L HDI (6+n+6)                 |
|                              | Supplier       | <b>Unimicron</b> , WUS, TTM       | <b>Unimicron</b> , WUS, TTM       | <b>Unimicron</b> , WUS, TTM     |
| UBB                          | PCB Technology | 26L-28L                           | 28L-30L                           | -                               |
|                              | Supplier       | <b>WUS</b> , TTM, ISU, GCE        | <b>WUS</b> , TTM, ISU, GCE        | -                               |
| NVSwitch                     | PCB Technology | -                                 | -                                 | 20L HDI (5+n+5)                 |
|                              | Supplier       | -                                 | -                                 | <b>Unimicron</b> , WUS, TTM     |
| Mainboard                    | PCB Technology | 16-18L                            | 16-20L                            | -                               |
| Peripheral                   | PCB Technology | less                              | less                              | 12L-14L                         |
| ABF Substrate                |                |                                   |                                   |                                 |
| GPU                          |                | 3,190 sq mm (14 layers)           | 4,785 sq mm (16 layers)           | 4,785 sq mm (16 layers)         |
|                              | Supplier       | <b>Ibiden</b>                     | <b>Ibiden</b> , Unimicron         | <b>Ibiden</b> , Unimicron       |
| CPU                          | x-86           | CPU:GPU = 1:4                     | CPU:GPU = 1:4                     | -                               |
|                              | Supplier       | <b>Ibiden</b> , Shinko, Unimicron | <b>Ibiden</b> , Shinko, Unimicron | -                               |
|                              | ARM            | -                                 | -                                 | CPU:GPU = 1:2                   |
|                              | Supplier       | -                                 | -                                 | <b>Unimicron</b> , Ibiden       |

资料来源：Semi Analysis，华安证券研究所

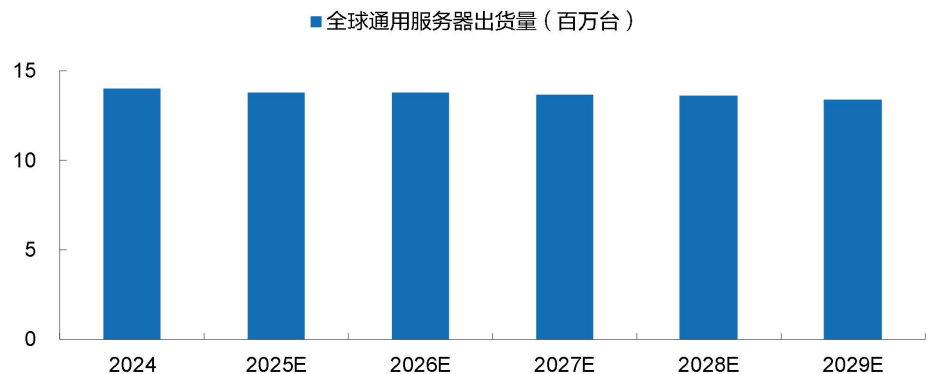
图表 13英伟达 AI 服务器单 GPU 对应 PCB 价值量持续通胀

|                  | DGX A100 | DGX H100 | GB200 NVL 72 |
|------------------|----------|----------|--------------|
| PCB 价格           | 1400 美元  | 1688 美元  | 24900 美元     |
| GPU 数量           | 8 颗      | 8 颗      | 72 颗         |
| 单 GPU 对应 PCB 价值量 | 175 美元   | 211 美元   | 346 美元       |

资料来源：Prismark, Cmoney，联茂法说会，先进功能材料，云边学堂，Semi Analysis，华安证券研究所

全球通用服务器出货量占全球算力服务器出货量的 70%左右，近年来出货较为平稳。根据弗若斯特沙利文数据，2024 年全球通用服务器出货量约 1400 万台左右；预计 2025-2029 年，全球通用服务器出货仍将保持较为平稳的水平，始终保持在 1300 万台以上。

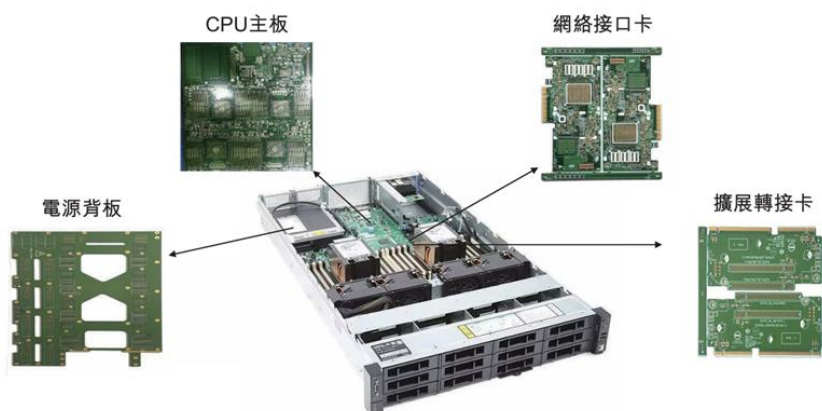
图表 14全球通用服务器出货量（2024-2029E）



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

通用服务器中，CPB 主要用于 CPU 板及配板。1) 通用服务器主板作为通用服务器内的中央计算平台，支持数据处理和网络管理任务。2) 通用服务器配板 PCB 主要为标准计算操作承担电源分配、网络连接及垂直组件扩展等通用任务。这类 PCB 包含电源背板、网络接口卡和扩展转接卡等典型产品，通过紧凑精密的布线方案确保稳定的电气性能和高效的热管理能力。

图表 15通用服务器 PCB 示意图



资料来源：广合科技 H 股招股说明书，华安证券研究所

随着服务器芯片平台的持续迭代，CPU 主板的工艺和材料技术经历了显著升级，以满足更高的信号传输速度、更低的数据传输损耗及更复杂的布线密度需求。因此，CPU 主板的产品单价随着其工艺、材料的升级，逐步提升。以 Intel X86 架构举例，根据弗若斯特沙利文数据，Purley 平台 CPU 主板单价约为 280 美元/平方米，而 Birch Stream 平台 CPU 主板单价已增至 1400 美元/平方米。

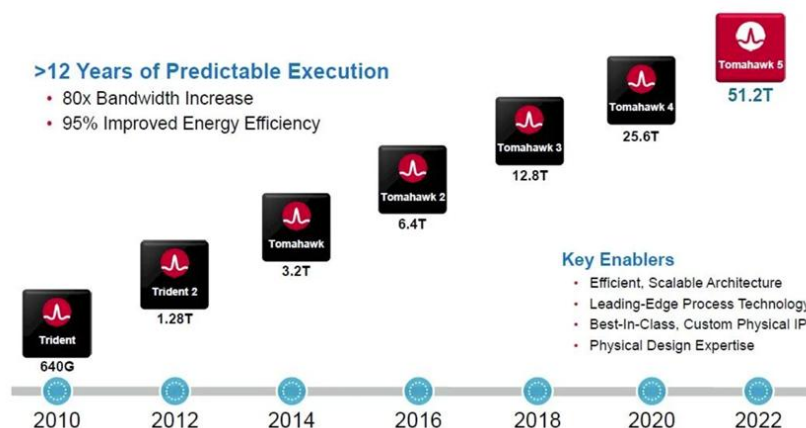
图表 16服务器芯片平台升级趋势

| 指令集架构                | 服务器芯片平台      | CPU 主板单价<br>(美元/平方米) | 层数     | 信号需求<br>传输速率 | 量产时间      |
|----------------------|--------------|----------------------|--------|--------------|-----------|
| Intel X86 架构 . . . . | Purley       | 约 280                | 10-12L | PCIe3.0      | 2018-2019 |
|                      | Whitley      | 约 700                | 12-18L | PCIe4.0      | 2022      |
|                      | Eagle Stream | 约 1,250              | 14-20L | PCIe5.0      | 2023      |
|                      | Birch Stream | 约 1,400              | 14-20L | PCIe5.0      | 2024      |
|                      | Oak Stream   | 不适用                  | 22L    | PCIe6.0      | 不适用       |
| AMD X86 架构 . . . .   | Rome         | 约 350                | 12-14L | PCIe4.0      | 2020-2021 |
|                      | Milan        | 约 835                | 14-16L | PCIe4.0      | 2022      |
|                      | Genoa        | 约 2,100              | 14-18L | PCIe5.0      | 2023      |
|                      | Turin        | 约 2,785              | 14-18L | PCIe5.0      | 2024      |
|                      | Venice       | 不适用                  | 22-24L | PCIe6.0      | 不适用       |
| AWS ARM 架构 . . . .   | Graviton3.0  | 不适用                  | 20L    | PCIe5.0      | 2023      |
|                      | Graviton4.0  | 不适用                  | 16L    | PCIe5.0      | 2024      |
|                      | Graviton5.0  | 不适用                  | 20L    | PCIe5.0      | 不适用       |

资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

**交换芯片容量持续提升。**博通始终代表着交换芯片的最先进解决方案，Tomahawk 系统芯片是高带宽交换机平台芯片，Tomahawk 5 是 Broadcom 推出的 5 纳米工艺的 51.2T 交换容量的芯片，主要针对超大规模企业和云服务商用交换机和路由器芯片市场。Tomahawk 5 可以驱动 51.2TB/秒的总带宽，64 个以 800Gb/秒运行的端口、128 个以 400Gb/秒运行的端口和 256 个以 200Gb/秒运行的端口，超大规模企业和云服务商会喜欢具有 128 端口基数、每端口运行速度为 400Gb/秒的交换机，其中 64 个端口向下连接到机架中的服务器，64 个端口向上连接到网络结构的主干层。人工智能服务器集群可以使用 256 个以 200Gb/秒运行的端口，可以极大满足人工智能计算的数据交换需求。

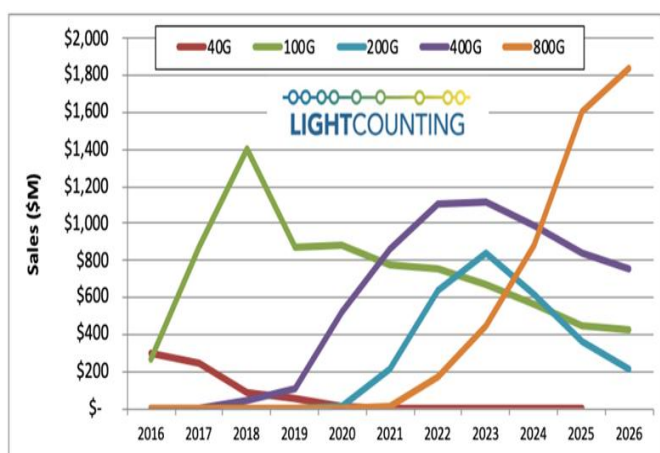
图表 17 博通 Tomahawk 系统芯片带宽升级趋势



资料来源：明阳电路官网，华安证券研究所

AI 集群网络架构的升级正驱动交换机端口速率正向 800G、1.6T 演进，交换机采用的多层 PCB 规格随带宽跃进而显著提升。Dell'Oro Group 预测，2021-2026 年全球以太网交换机数据中心市场预计将以接近两位数的复合年增长率增长，未来 5 年累计支出将接近 1000 亿美元；预计 400Gbps 及更高的速度将占支出的一半，到 2025 年 800Gbps 交换机市场规模将超过 400Gbps。为实现 25.6T 总带宽，交换机需采用约 30 层、Ultra Low Loss 等级的覆铜板（CCL）；而实现 51.2T 带宽则要求使用 38 至 46 层、Super Ultra Low Loss 等级的 CCL，这标志着高多层、高性能 PCB 的需求将随 800G、1.6T 交换机的渗透而大幅放量。

图表 18 Top5 云厂商的以太网光模块销售额情况 (2016-2026 年)



资料来源：LightCounting，华安证券研究所

图表 19 采用 Broadcom Tomahawk5 交换芯片的 800G 交换机

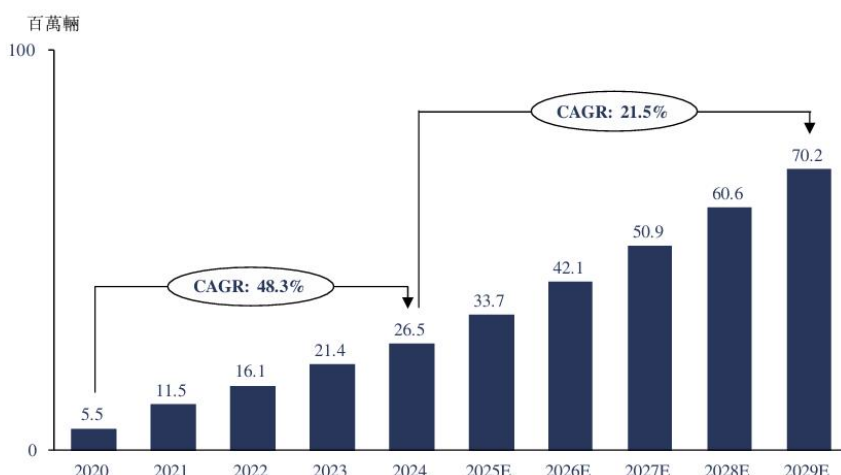


资料来源：明阳电路，华安证券研究所

全球新能源汽车市场规模高速增长。受益于新能源汽车行业的技术进步和创新、行业产业链的进一步改善、有利的政策以及正在从化石燃料能源向可再生能源过渡驱动，全球新能源汽车销量自 2020 年的 550 万辆增至 2024 年的 2650 万辆，年复合增长率为 48%，预计到 2029 年将进一步增至 7020 万辆，年复合增长率为约 22%。



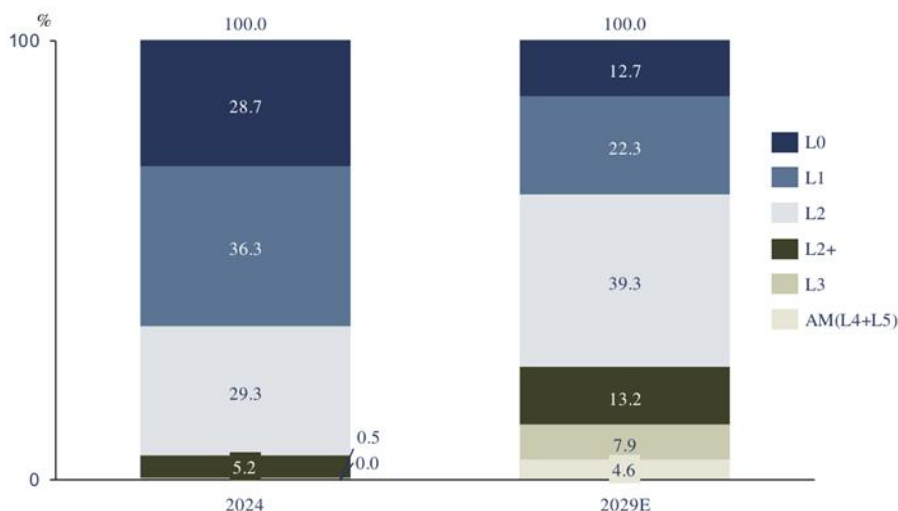
图表 20 全球新能源汽车出货量 (2020-2029E)



资料来源：其他主要国家资料统计局，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

自动驾驶已实现转向与制动的全场景自动化，显著提升驾驶的安全性与便利性。智能座舱融合 AI 大模型，实现更自然的人机交互；OTA 支持系统持续升级，增强整车进化能力。预计到 2029 年，L2/L2+ 将成为主流，L3 级发展趋势逐步显现。

图表 21 全球新能源汽车出货量 (2020-2029E)



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

**PCB 在汽车领域应用广泛，涵盖动力系统、智能驾驶、车载娱乐等领域。**

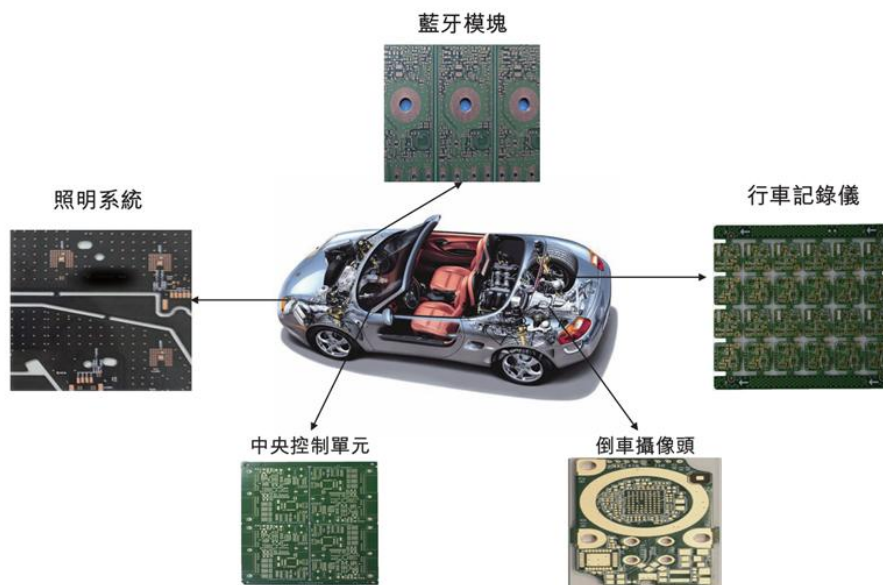
1) 在汽车动力控制系统中，PCB 主要应用于电池管理系统（“电池管理系统”）、电机控制器和车辆控制单元，分别通过多层厚铜板、陶瓷基板和高可靠性多层板，实现电量监测、高压大电流适应及整车动力协调。

2) 在智能驾驶系统中，PCB 广泛用于域控制器、雷达和摄像头模块。域控制器通过多层 HDI 板 PCB 集成传感器数据，激光雷达模块采用高频基板提升测距精度，摄像头系统则结合低噪声 PCB 设计保障图像精准识别。

3) 车身电子系统中，PCB 应用于车灯控制板、安全气囊系统及门窗与座椅控制单元等多种模块，车灯控制板采用铝基材提升散热性能，安全气囊系统配备高可靠性多层板保障快速响应，门窗与座椅控制单元则通过柔性电路板适应复杂结构布局。

4) 在车载娱乐中，PCB 主要用于驱动高分辨率显示、提升信号稳定性，并保障系统长期可靠运行。

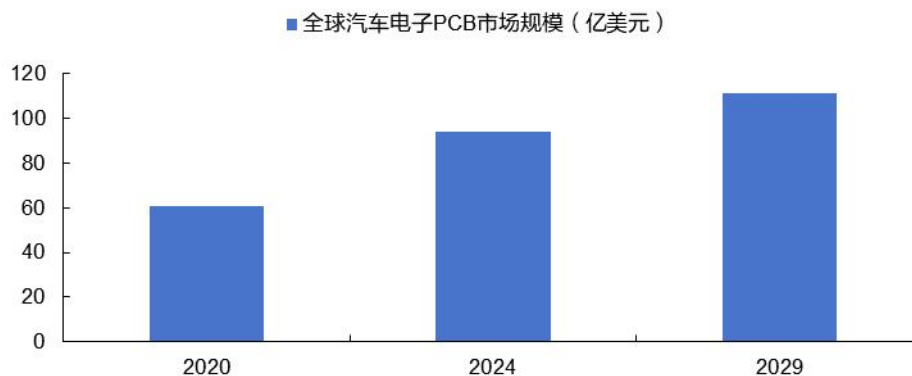
图表 22 汽车电子 PCB 示意图



资料来源：广合科技招股说明书，华安证券研究所

随着新能源车与自动驾驶渗透率的不断增长，预计将为汽车电子 PCB 带来增长。按销售额计，全球汽车电子 PCB 市场规模从 2020 年的 61.0 亿美元增长至 2024 年的 94.0 亿美元，期间年复合增长率为 11.2%；预计于 2029 年达到 111.0 亿美元，2024 年至 2029 年年复合增长率为 3.4%。

图表 23 汽车电子 PCB 市场规模 (2020-2029)



资料来源：广合科技招股说明书，华安证券研究所

公司在印制电路板业务方面专业从事高中端印制电路板的设计、研发及制造等相关工作，产品下游应用以通信设备为核心，重点布局数据中心（含服务器）、汽车电子等领域，并长期深耕工控、医疗等领域。产品布局方面，公司 PCB 业务在深圳、无锡、南通及泰国均设有工厂。PCB 新增产能主要来自新建工厂和原有工厂技术改造，其中新建工厂包括南通四期和泰国工厂。截至 2025 年 12 月，公司泰国工厂目前已连续试生产，南通四期有望于 25 年 Q4 连线；同时，公司也通过对现有成熟 PCB 工厂进行技术改造和升级，打开瓶颈，提升产能。



图表 24公司 PCB 领域布局

| 应用领域 | 主要设备                               | 相关 PCB 产品       | 特征描述                                   |
|------|------------------------------------|-----------------|----------------------------------------|
| 通信   | 无线网                                | 通信基站            | 背板、高速多层板、高频微波板、多功能金属基板                 |
|      | 传输网                                | OTN 传输设备、微波传输设备 | 背板、高速多层板、高频微波板                         |
|      | 核心网                                | 路由器、交换机、光模块     | 背板、高速多层板、高频微波板、HDI                     |
|      | 固网宽带                               | OLT、ONU 等光纤到户设备 | 背板、高速多层板                               |
| 数据中心 | 交换机、光模块、服务器/存储设备、电源                | 背板、高速多层板、HDI    | 高速材料、大尺寸、高多层、高密度、多种背钻、刚挠结合、多阶 HDI、细密线路 |
| 工控医疗 | 工控、医疗系统                            | 高速多层板           | 高可靠性、多层板、刚挠结合                          |
| 消费电子 | 电池保护、光学摄像、无线耳机等                    | 刚挠结合板、HDI       | 高密度、轻薄、立体组装、高可靠性                       |
| 汽车电子 | 毫米波雷达、激光雷达、摄像头、新能源汽车三电系统（电池、电机、电控） | 高频微波板、刚挠结合板、厚铜板 | 高频材料及混压、高可靠性、HDI、刚挠结合、多层板、厚铜           |

资料来源：深南电路 2024 年报，华安证券研究所

### 3 封装基板：国产化进程加速，高端产品持续突破

IC 载板，即 IC 封装基板（IC Package Substrate），是连接并传递裸芯片与 PCB 之间信号的载体，是封装环节最关键的原材料之一。它是在 PCB 板的相关技术基础上发展而来的，具有高密度、高精度、高性能、小型化及轻薄化的特点，可为芯片提供支撑、散热和保护作用，同时也可作为芯片与 PCB 母板之间提供电气连接及物理支撑。有别于传统 PCB，高加工难度与高投资门槛是封装基板的两大核心壁垒。从产品层数、板厚、线宽与线距、最小环宽等维度看，封装基板更倾向于精密化与微小化，而且单位尺寸小于 150\*150mm，是一类更高端的 PCB，其中线宽/线距是产品的核心差异，封装基板的最小线宽/线距范围在 10~130um，远远小于普通多层硬板 PCB 的 50~1000um。

图表 25封装基板与其他类型 PCB 产品对比

| 技术参数      | 封装基板        | 类载板 SLP    | 高密度互连板 HDI   | 普通多层硬板 PCB |
|-----------|-------------|------------|--------------|------------|
| 层数        | 2-10 层      | 2-110 层    | 4-16 层       | 1-90 + 层   |
| 板厚        | 0.08~11.2mm | 0.2~11.5mm | 0.25~12mm    | 0.3~17mm   |
| 最小线宽 / 线距 | 10~130um    | 20~130um   | 40~160um     | 50~1000um  |
| 最小环宽      | 12.5~130um  | 50~160um   | 75um         | 75um       |
| 单位尺寸      | <150*150mm  | -          | 300*210mm 左右 | /          |
| 制程工艺      | 减成法 / 半加成法  | 半加成法       | 半加成法 / 减成法   | 减成法        |

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

按基材材料分类，IC 载板刚性载板、柔性载板和陶瓷载板，而硬质基板又可进一步分为 BT 载板、ABF 载板和 MIS 载板。BT 载板主要用于封装手机 MEMS、通信及存储芯片，ABF 载板主要用于封装 CPU、GPU、FPGA、ASIC 等高运算性能芯片，MIS 载板主要用于数字货币芯片、功率 IC、模拟芯片。

图表 26按基材分类, IC 载板可分为 BT 载板、ABF 载板、MIS 载板

|        | BT 载板                                                            | ABF 载板                             |
|--------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------|
| 基材材料   | BT 树脂 (双马来酰亚胺三嗪树脂)                                               | ABF 材料                             |
| 主要供应商  | 日本三菱瓦斯化学、日立化成、日矿金属                                               | 日本味之素公司研发                          |
| 优势     | 高 Tg (255~330℃)、耐热性 (160~230℃)、抗湿性、低介电常数 (Dk) 和低散失因素 (Df), 可靠性更高 | 导电性好、线宽线距小、引脚多。减少载板总体的厚度和降低镭射钻孔的难度 |
| 劣势     | 布线复杂、钻孔难度高、I/O 数稍逊                                               | 材料易受热胀冷缩影响, 可靠性较低                  |
| 适用下游领域 | MEMS 芯片、存储芯片、射频芯片、LED 芯片                                         | CPU、GPU、FPGA、ASIC 等运算芯片 FC 封装      |

资料来源: 华经情报网, 华安证券研究所

根据封装工艺不同, IC 载板可以分为引线键合 (WB) 载板和倒装 (FC) 载板。引线键合载板通过金属线将芯片与基板连接, 而倒装载板则通过芯片上的凸点与基板的电路直接连接。

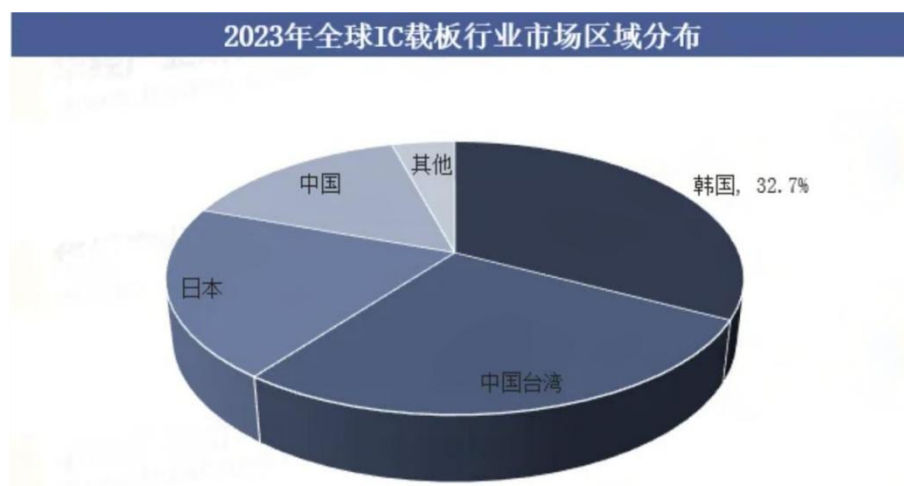
图表 27按封装工艺分类, IC 载板可分为 WB 载板与 FC 载板

| 封装工艺    | 类型     | 简称             | 产品应用领域                           | 终端产品                     |
|---------|--------|----------------|----------------------------------|--------------------------|
| 打线 (WB) | 球栅阵列   | BGA            | 微处理器、南桥芯片、网络芯片                   | 平板电脑、笔电、手机、游戏机等          |
|         | 芯片级封装  | CSP            | 电脑内存、手机、闪存内存卡                    | 电脑、手机、照相机、摄像机、便携式旅游机、MP3 |
|         | 射频模块   | RF Module      | 无线射频功率放大器、收发器、前端接收模块             | 手机、平板电脑、游戏机、电脑等端接收模块     |
|         | 数字模块   | Digital Module | 数码相机内存卡                          | 数码相机                     |
| 倒装 (FC) | 球栅阵列   | FC BGA         | 微处理器、图形处理器、基带芯片、应用处理器、游戏机处理器等    | 电脑、平板电脑、游戏机等             |
|         | 针栅格阵列  | FC PGA         | 微处理器                             | 电脑、平板电脑、游戏机等             |
|         | 触点栅格阵列 | FC LGA         | 微处理器                             | 电脑、平板电脑、游戏机等             |
|         | 芯片级封装  | FC CSP         | 应用处理器、基带芯片、智能手机加速处理器、电源管理、电力线收发器 | 手机、平板电脑、照相机、摄像机、数字电视等    |

资料来源: 华经情报网, 华安证券研究所

IC 载板行业竞争格局呈现高度集中的特点, 头部企业主要分布在东亚地区。2024 年, 全球前十大 IC 载板企业的市占率合计达到 85%。其中, 台湾地区、日本和韩国的企业占据绝对主导地位, 如台湾欣兴电子、日本揖斐电、韩国三星电机等, 形成三足鼎立的竞争格局。大陆企业起步较晚, 全球份额相对较低, 但深南电路、兴森科技等企业通过产能扩张和技术突破, 市场份额正逐步提升。

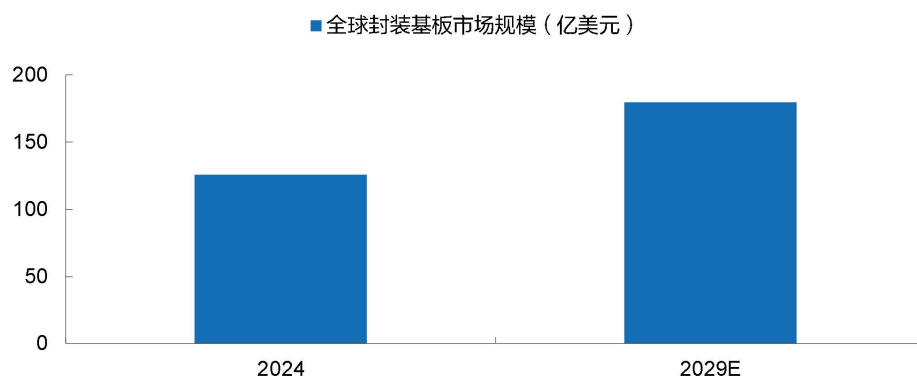
图表 28 2023 年全球 IC 载板行业市场区域分布



资料来源：华经情报网，华安证券研究所

受益数据中心、汽车电子等下游市场技术升级与规模扩张，全球 IC 载板市场有望保持稳健增长态势。根据 Prismark 数据，全球封装基板市场规模将由 2024 年的 126 亿美元增至 180 亿美元，5 年 CAGR 达 7%。

图表 29 全球封装基板市场规模（2024-2029E）



资料来源：Prismark，华安证券研究所

深南电路生产的封装基板产品覆盖种类广泛多样，包括模组类封装基板、存储类封装基板、应用处理器芯片封装基板等，主要应用于移动智能终端、服务器/存储等领域。公司目前已形成具有自主知识产权的封装基板生产技术和工艺，建立了适应集成电路领域的运营体系，具备了包括 WB、FC 封装形式全覆盖的封装基板技术能力，覆盖了包括半导体垂直整合制造商、半导体设计商以及封测厂商等主要客户群，并与多家全球领先厂商建立了长期稳定的合作关系，在部分细分市场上拥有领先的竞争优势。其中，针对 FC-BGA 封装基板产品，公司通过近年来持续的技术研发工作，已实现部分产品的技术能力突破，相关客户认证及产能建设工作取得进展。

## 4 盈利预测

公司主营业务包括印制电路板、封装基板及电子装联业务三大类：

**印制电路板：**在 AI 服务器、高速交换机与光模块的高景气叠加汽车电子稳步放量的驱动下，公司依托深圳老厂技改+南通四期+泰国基地的产能释放，实现向高多层/高阶 HDI/MSAP 的结构升级与盈利改善，PCB 订单能见度高，业绩有望持续高增。我们预测 2025-2027 年公司 PCB 业务收入增速分别为 36%/30%/20%。

**封装基板：**受存储需求回暖与 BT 材料紧缺导致的备货推动稼动率与价格上行，同时广州工厂已具备 20 层及以下 FC-BGA 批量能力并向 22 - 26 层推进，伴随产能爬坡与客户导入，2025-2027 年公司 IC 载板业务收入增速分别为 8%/43%/37%。

**电子装联：**依托“3-In-One”协同紧抓数据中心与汽车电子需求，公司电子联装业务作为 PCB 下游的一站式增值服务稳步扩张、增强客户粘性，2025-2027 年公司电子装联业务收入增速分别为 24%/13%/13%。

综上，我们预计公司 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 223.32、287.79、350.73 亿元；归母净利润分别为 32.06、48.10、63.02 亿元，对应 EPS 为 4.81、7.21、9.45 元，对应 2025 年 12 月 30 日收盘价 PE 分别为 48.61、32.40、24.73 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 30 盈利预测和估值（百万元）（2024-2029E）

| 主要财务指标    | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 17907 | 22332 | 28779 | 35073 |
| 收入同比 (%)  | 32.4% | 24.7% | 28.9% | 21.9% |
| 归属母公司净利润  | 1878  | 3206  | 4810  | 6302  |
| 净利润同比 (%) | 34.3% | 70.8% | 50.0% | 31.0% |
| 毛利率 (%)   | 24.8% | 28.0% | 30.3% | 31.4% |
| ROE (%)   | 12.8% | 19.4% | 24.8% | 27.3% |
| 每股收益 (元)  | 3.66  | 4.81  | 7.21  | 9.45  |
| P/E       | 34.15 | 48.61 | 32.40 | 24.73 |
| P/B       | 4.39  | 9.43  | 8.04  | 6.75  |
| EV/EBITDA | 18.31 | 29.11 | 21.47 | 17.05 |

资料来源：Wind，华安证券研究所

## 风险提示：

下游需求不及预期风险，技术迭代不及预期风险，新产品导入不及预期风险，产能建设不及预期风险。

## 财务报表与盈利预测

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 10854 | 13823 | 18906 | 25187 |
| 现金             | 1553  | 2395  | 4589  | 8021  |
| 应收账款           | 3806  | 4938  | 6345  | 7729  |
| 其他应收款          | 42    | 53    | 68    | 83    |
| 预付账款           | 9     | 11    | 14    | 17    |
| 存货             | 3395  | 3923  | 4779  | 5629  |
| 其他流动资产         | 2049  | 2504  | 3111  | 3708  |
| <b>非流动资产</b>   | 14448 | 15044 | 14936 | 14520 |
| 长期投资           | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 固定资产           | 12396 | 11674 | 10881 | 10002 |
| 无形资产           | 585   | 591   | 595   | 598   |
| 其他非流动资产        | 1464  | 2775  | 3457  | 3917  |
| <b>资产总计</b>    | 25302 | 28867 | 33842 | 39706 |
| <b>流动负债</b>    | 7489  | 8973  | 11005 | 13043 |
| 短期借款           | 10    | 22    | 27    | 32    |
| 应付账款           | 2687  | 3214  | 4010  | 4810  |
| 其他流动负债         | 4792  | 5737  | 6968  | 8201  |
| <b>非流动负债</b>   | 3167  | 3326  | 3426  | 3526  |
| 长期借款           | 2577  | 2677  | 2777  | 2877  |
| 其他非流动负债        | 590   | 649   | 649   | 649   |
| <b>负债合计</b>    | 10656 | 12300 | 14431 | 16569 |
| 少数股东权益         | 29    | 33    | 37    | 44    |
| 股本             | 513   | 667   | 667   | 667   |
| 资本公积           | 6196  | 6042  | 6042  | 6042  |
| 留存收益           | 7908  | 9826  | 12665 | 16384 |
| 归属母公司股东权益      | 14617 | 16535 | 19374 | 23093 |
| <b>负债和股东权益</b> | 25302 | 28867 | 33842 | 39706 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2982  | 4465  | 6138  | 7791  |
| 净利润            | 1879  | 3210  | 4814  | 6308  |
| 折旧摊销           | 1511  | 1892  | 2003  | 2111  |
| 财务费用           | 48    | 79    | 82    | 86    |
| 投资损失           | -4    | -4    | -6    | -7    |
| 营运资金变动         | -460  | -829  | -937  | -890  |
| 其他经营现金流        | 2347  | 4157  | 5933  | 7382  |
| <b>投资活动现金流</b> | -1925 | -2537 | -1998 | -1797 |
| 资本支出           | -2523 | -2043 | -1844 | -1644 |
| 长期投资           | 0     | -100  | -100  | -100  |
| 其他投资现金流        | 598   | -394  | -54   | -53   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -389  | -1101 | -1947 | -2562 |
| 短期借款           | -390  | 12    | 5     | 5     |
| 长期借款           | 170   | 100   | 100   | 100   |
| 普通股增加          | 0     | 154   | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 6     | -154  | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -175  | -1213 | -2052 | -2667 |
| <b>现金净增加额</b>  | 701   | 842   | 2193  | 3433  |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 17907 | 22332 | 28779 | 35073 |
| 营业成本            | 13460 | 16072 | 20052 | 24049 |
| 营业税金及附加         | 130   | 162   | 209   | 255   |
| 销售费用            | 305   | 335   | 432   | 526   |
| 管理费用            | 725   | 893   | 1151  | 1403  |
| 财务费用            | 47    | 48    | 35    | -6    |
| 资产减值损失          | -189  | -145  | -155  | -165  |
| 公允价值变动收益        | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 投资净收益           | 4     | 4     | 6     | 7     |
| <b>营业利润</b>     | 2028  | 3455  | 5179  | 6787  |
| 营业外收入           | 6     | 6     | 6     | 5     |
| 营业外支出           | 11    | 9     | 9     | 9     |
| <b>利润总额</b>     | 2023  | 3452  | 5176  | 6783  |
| 所得税             | 145   | 242   | 362   | 475   |
| <b>净利润</b>      | 1879  | 3210  | 4814  | 6308  |
| 少数股东损益          | 1     | 4     | 4     | 7     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1878  | 3206  | 4810  | 6302  |
| EBITDA          | 3597  | 5392  | 7213  | 8888  |
| EPS (元)         | 3.66  | 4.81  | 7.21  | 9.45  |

主要财务比率

| 会计年度            | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入            | 32.4% | 24.7% | 28.9% | 21.9% |
| 营业利润            | 45.1% | 70.3% | 49.9% | 31.0% |
| 归属于母公司净利润       | 34.3% | 70.8% | 50.0% | 31.0% |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 24.8% | 28.0% | 30.3% | 31.4% |
| 单位:百万元          | 10.5% | 14.4% | 16.7% | 18.0% |
| ROE (%)         | 12.8% | 19.4% | 24.8% | 27.3% |
| ROIC (%)        | 10.8% | 16.2% | 21.0% | 23.5% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 42.1% | 42.6% | 42.6% | 41.7% |
| 净负债比率 (%)       | 72.8% | 74.2% | 74.3% | 71.6% |
| 流动比率            | 1.45  | 1.54  | 1.72  | 1.93  |
| 速动比率            | 0.89  | 1.01  | 1.20  | 1.43  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.75  | 0.82  | 0.92  | 0.95  |
| 应收账款周转率         | 5.19  | 5.11  | 5.10  | 4.98  |
| 应付账款周转率         | 5.70  | 5.45  | 5.55  | 5.45  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 3.66  | 4.81  | 7.21  | 9.45  |
| 每股经营现金流(摊薄)     | 4.47  | 6.70  | 9.21  | 11.69 |
| 每股净资产           | 28.50 | 24.80 | 29.06 | 34.64 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| P/E             | 34.15 | 48.61 | 32.40 | 24.73 |
| P/B             | 4.39  | 9.43  | 8.04  | 6.75  |
| EV/EBITDA       | 18.31 | 29.11 | 21.47 | 17.05 |



## 分析师与研究助理简介

分析师：陈耀波，华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士，有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管，博时基金投资部等，具有 8 年买方投研经验。

联系人：闫春旭，华安证券电子行业研究助理。西南财经大学金融学学士，香港理工大学会计学硕士，2025 年加入华安证券，覆盖 AI 算力硬件方向。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。