

生益科技 (600183.SH)

强烈推荐 (维持)

25 年业绩预告高增, AI 高速业务长线结构性升级趋势仍明确

事件: 公司公告 25 年业绩预增: 归母净利润 32.5-34.5 亿元同比+87%~98%, 扣非归母净利润 30.8-32.8 亿元同比+84%~96%。结合公司及行业近况, 我们点评如下:

□ **Q4 业绩环比下滑, 源于 PCB 业务大客户拉货放缓和中低阶 CCL 价格传导不充分。**单看 Q4 业绩, 归母净利中值 9.1 亿元, 同比+147.5%环比-10.8%; 扣非归母净利中值 8.0 亿元, 同比+121.0%环比-20.1%。环比业绩表现下滑, 不及市场预期, 我们分析主因: 1) 子公司生益电子 Q4 业绩中值 3.6 亿环比下滑 2.3 亿, 对母公司生益科技的业绩环比角度产生的拖累约 1.4 亿; 2) 10 月的 CCL 涨价未能 Cover 26Q4 上游原材料的价格成本的上涨, 其中 Q4 LME 铜价涨幅超过 20%, 铜箔加工费及玻纤布价格均有不同幅度的上涨, 这意味着 CCL 利润增加更多来源于公司高速材料的放量, 而中低端 CCL 的盈利改善表现不及市场预期。全年来看, 业绩增长主要源于: 1) CCL 销量增长, 产品结构优化带动毛利率提升; 2) 子公司生益电子在 AI PCB 领域获得大客户突破, 持续扩张高端产能, 高端 PCB 业务占比大幅提升, 收入及利润大幅增长。

□ **展望 26 年, 我们仍看好公司的高速材料以及 AI PCB 的成长逻辑。**一方面, 子公司生益电子 AI PCB 持续加速产能扩充, 大客户需求仍旺盛向上, 且有望导入更多新的算力客户; 另一方面, 公司在高速 CCL 领域, 有望在 N 客户市场份额的持续提升, 以及在 G 客户、A 客户等体系实现新的突破。此外, 我们认为仍需关注公司今年为应对上游原材料成本上涨压力在市场策略方面或将变得更加积极。

□ **维持“强烈推荐”评级。**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, S8/S9/S10 及 PTFE 等高速材料卡位优势凸显, 看好其高端产品在 AI 算力、端侧、自主可控等领域不断取得积极进展。26H1 CCL 行业价格望持续上行, 且公司高速材料产能及出货规模快速增长, 盈利能力有望得到持续提升。我们最新预测 25-27 年营收 295.6/413.9/562.9 亿, 归母净利润 33.5/52.8/79.6 亿, 对应 PE 47.7/30.3/20.1 倍, PB 9.5/7.6/5.8 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, 26 年高速板材放量将驱动新一轮高质量成长, 中长线业绩有望超预期兑现, 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。**

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	3996	6299	9502
同比增长	-29%	63%	93%	58%	51%
归母净利润(百万元)	1164	1739	3351	5279	7962
同比增长	-24%	49%	93%	58%	51%
每股收益(元)	0.48	0.72	1.38	2.17	3.28
PE	137.4	92.0	47.7	30.3	20.1
PB	11.4	10.7	9.5	7.6	5.8

资料来源: 公司数据、招商证券

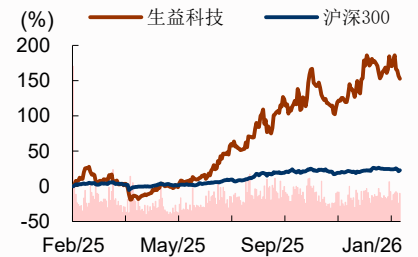
TMT 及中小盘/电子
当前股价: 65.86 元

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)	160.0
流通市值(十亿元)	157.7
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	-6	57	125
相对表现	-5	43	104



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《生益科技(600183)一拟 45 亿扩产高性能 CCL, AI 订单放量叠加涨价驱动高增长》2026-01-06
- 《生益科技(600183)一Q3 业绩高增符合预期, 源于 AI 需求向上、产品结构持续优化》2025-10-29
- 《生益科技(600183)一乘 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

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

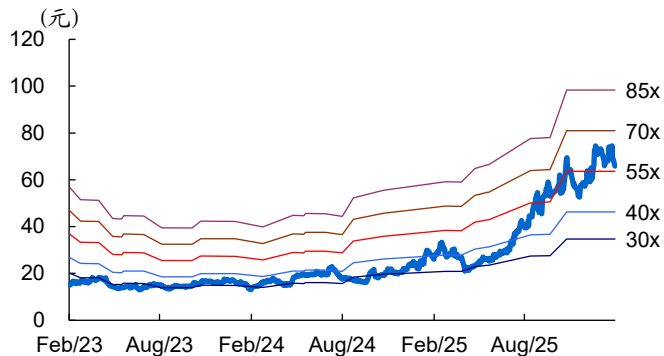
程鑫 S1090523070013

chengxin2@cmschina.com.cn

涂锟山 S1090525040004

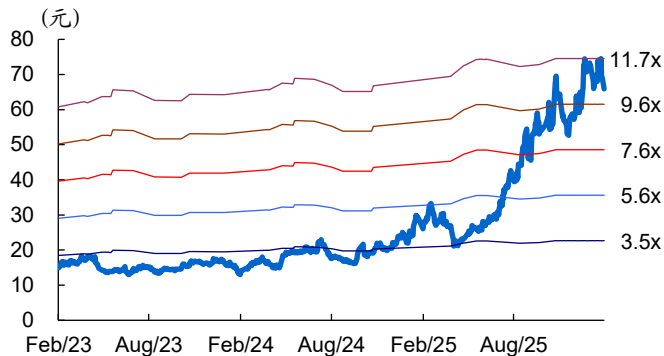
tukunshan@cmschina.com.cn

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 12 月涨价通知

KB 广东建滔积层板销售有限公司
GUANGDONG KINGBOARD LAMINATES TRADING CO., LTD
建滔集团成员
地址: 广东省佛山市南海区建滔工业园 TEL: (0755)29839514 FAX: (0755) 29839790

涨价通知

编号: 20251201

各尊敬的客户:

衷心感谢各客户长期以来对建滔的支持!

由于目前铜价高企, 原钢难求, 玻璃布供应亦十分紧张。迫于成本压力, 故将从即日起接单起, 对所有材料价格调整如下:

产品 (所有厚度)	加价幅度 (RMB)
CEM-1/22F/V0/HB	+5%
FR-4	+10%
PP	+10%

请各位尊敬的客户知悉并理解, 谢谢!

忠信积层板(澳门)有限公司
广东建滔积层板销售有限公司
2025年12月1日 业务专用章

图 4: 建滔积层板 CCL 产品 12 月涨价通知

KB 广东建滔积层板销售有限公司
GUANGDONG KINGBOARD LAMINATES TRADING CO., LTD
建滔集团成员
地址: 广东省佛山市南海区建滔工业园 TEL: (0755)29839514 FAX: (0755) 29839790

涨价通知

编号: 20251202

各尊敬的客户:

衷心感谢各客户长期以来对建滔的支持!

由于目前铜价暴涨, 玻璃布供应亦十分紧张。迫于成本压力, 故将从即日起接单起, 对所有材料价格上调 10%。

请各位尊敬的客户知悉并理解, 谢谢!

忠信积层板(澳门)有限公司
广东建滔积层板销售有限公司
2025年12月26日 业务专用章

资料来源: 建滔积层板, 招商证券

资料来源: 南亚塑胶, 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
- 27、《生益科技（600183）—Q3 业绩高增符合预期，源于 AI 需求向上、产品结构持续优化》2025-10-29
- 28、《生益科技（600183）—拟 45 亿扩产高性能 CCL，AI 订单放量叠加涨价驱动高增长》2026-01-06

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	23362	32670	43385
现金	2775	2016	2584	3920	4704
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	7103	9664	12781
其他	1225	1939	2803	3917	5318
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	33941	42840	53184
流动负债	7297	9849	14005	18238	21613
短期借款	1465	1837	5112	6714	6887
应付账款	3880	5012	6955	9462	12514
预收账款	92	232	322	438	579
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	15294	19527	22901
股本	2355	2429	2429	2429	2429
资本公积金	4630	4791	4791	4791	4791
留存收益	6998	7684	9578	13851	20230
少数股东权益	1717	1600	1849	2241	2832
归属于母公司所有者权益	13983	14905	16798	21072	27450
负债及权益合计	24957	27643	33941	42840	53184

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2743	1456	163	1014	2500
净利润	1149	1868	3600	5671	8553
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)	(6730)
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)	541	477	(1561)
借款变动	(920)	36	2118	1602	173
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)	(1005)	(1584)
其他	(315)	(488)	(120)	(120)	(150)
现金净增加额	(338)	(754)	568	1336	784

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	22054	30007	39683
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	3996	6299	9502
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	3991	6295	9498
所得税	123	200	391	624	944
少数股东损益	(15)	129	249	392	591
归属于母公司净利润	1164	1739	3351	5279	7962

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%	93%	58%	51%
归母净利润	-24%	49%	93%	58%	51%
获利能力					
毛利率	19.2%	22.0%	25.4%	27.5%	29.5%
净利率	7.0%	8.5%	11.3%	12.8%	14.1%
ROE	8.5%	12.0%	21.1%	27.9%	32.8%
ROIC	6.5%	9.9%	16.7%	21.0%	25.4%
偿债能力					
资产负债率	37.1%	40.3%	45.1%	45.6%	43.1%
净负债比率	13.4%	12.8%	16.7%	17.0%	14.0%
流动比率	1.9	1.7	1.7	1.8	2.0
速动比率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
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	3.5
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	1.38	2.17	3.28
每股经营净现金	1.13	0.60	0.07	0.42	1.03
每股净资产	5.76	6.14	6.92	8.67	11.30
每股股利	0.44	0.60	0.41	0.65	0.98
估值比率					
PE	137.4	92.0	47.7	30.3	20.1
PB	11.4	10.7	9.5	7.6	5.8
EV/EBITDA	80.0	58.6	35.1	24.1	16.7

资料来源：公司数据、招商证券

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。