

公司研究

全球覆铜板王者归来，铜价上行赋能盈利+AI 高端材料开启成长新周期

——建滔积层板（1888.HK）首次覆盖报告

要点

建滔积层板是全球领先的具备垂直产业链布局的覆铜板制造企业。公司前身建滔集团于1988年在深圳市成立首间覆铜板厂房，1989年开始生产纸覆铜板。2006年公司独立拆分后在香港联合交易所主板上市。公司专注生产各类覆铜板及铜箔、树脂、玻纤纱等上游原材料，生产基地以华南及华东地区为核心，并向东南亚拓展，在全球范围内拥有超60家工厂。基于产能规模和垂直产业链优势，公司连续20年市占率稳居全球覆铜板行业榜首。

下游PCB行业需求稳健增长，AI服务器催生高端高频高速覆铜板需求。覆铜板是PCB的关键原材料，PCB广泛运用于服务器、消费电子、汽车电子、通讯设备等领域。据Prismark预计，2029年全球PCB总产值将达946.61亿美元，对应2024-2029年复合增长率为5.2%。AI服务器领域的迅猛发展将显著提升高多层板、HDI板等高端PCB产品需求，进而推动高频高速覆铜板需求。

2024年公司覆铜板市场份额全球第一，实现基础市场与高附加值领域全覆盖。根据CCLA数据，2024年按全球刚性覆铜板销售额计，前四大厂商合计占据约50%的市场份额，公司占全球覆铜板市场份额14.4%，份额位列第一。公司凭借纸质覆铜板（FR-1、FR-2）等经济型产品满足消费电子等领域低成本的需求；作为业务支柱的FR-4系列环氧玻璃纤维覆铜板则广泛应用于计算机、通信及汽车电子等主流市场，是公司营收与利润的核心来源。在高端化市场，公司布局高频高速产品，低介电常数（Dk）与低损耗因子（Df）性能直指5G通信与AI算力硬件需求。

公司覆铜板具备较强议价能力与成本传导能力，供给偏紧+铜价上行周期利好价格和盈利。公司下游客户分散，2024年前五大客户销售额合计占比低于30%，约78%的收入来源于非关联交易的第三方市场，具备较强的议价能力与成本传导力。我们认为当前覆铜板行业供给偏紧、叠加铜价处于上行周期，有望驱动覆铜板价格和盈利双升。

深度布局覆铜板上游原材料，高附加值低介电玻纤纱有望打开成长空间。公司深度布局覆铜板上游原材料，2025年于广东持续扩产低介电玻纤纱（5G、6G通信和AI服务器等高端通信领域需求）工厂以缓解产能瓶颈；于广东连州月产1,500吨的最新铜箔产能全面投产使用，直接响应数据中心及云计算带来的厚铜箔激增的需求。产业链垂直布局有助于降低上游原材料价格波动风险，高附加值低介电玻纤纱有望打开公司成长空间。

盈利预测、估值与评级：我们预测公司2025-2027年归母净利润分别为21.70亿、39.52亿、48.37亿港元，同比增长64%、82%、22%。公司2026年2月11日股价18.78港元对应2025-2027年PE分别为27x、15x、12x，低于可比公司平均PE估值水平。公司是市场稀缺的具有垂直产业链布局的覆铜板龙头制造企业，成本控制与供应链稳定性行业领先。同时考虑到公司：1）铜价上行周期中盈利弹性提升，2）上游原材料深度布局，高端电子布有望打开成长空间，**我们认为公司具备一定的标的稀缺性和估值提升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。**

风险提示：下游市场需求不及预期风险、原材料价格波动风险、产能扩充与技术推进不及预期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	16,750	18,541	20,445	27,621	31,864
营业收入增长率（%）	(25.1)	10.7	10.3	35.1	15.4
归母净利润（百万港元）	907	1,326	2,170	3,952	4,837
归母净利润增长率（%）	(52.5)	46.1	63.6	82.2	22.4
EPS（港元）	0.291	0.425	0.692	1.261	1.543
P/E	65	44	27	15	12

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测。注：股价时间为2026年2月11日，2023-2024年末股本数为3,120百万股，25-27年末实际/预测股本数为3,135百万股

买入（首次）

当前价：18.78 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：王贇

执业证书编号：S0930522120001

021-52523862

yunwang@ebscn.com

联系人：沈昱恒

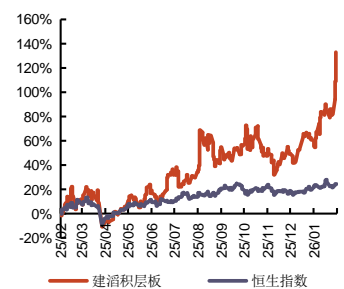
021-52523686

shenyuheng@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	31.35
总市值(亿港元):	588.81
一年最低/最高(港元):	6.7-19.3
近3月换手率(%) :	52.14%

股价相对走势



收益表现

	1M	3M	1Y
相对%	43.1	57.9	123.8
绝对%	45.6	59.1	151.8

资料来源：Wind

目 录

1、建滔积层板：覆铜板龙头制造企业，垂直一体化产业链布局	5
1.1 公司简介及主营业务	5
1.2 股权结构与管理层情况.....	9
2、覆铜板行业与公司分析	10
2.1 产业链下游需求高景气：覆铜板为 PCB 关键原材料，多应用领域增长驱动 PCB 行业规模持续扩张.....	10
2.2 覆铜板产业上游：成本受铜价影响大，铜价上行周期利好覆铜板价格和盈利.....	12
2.3 覆铜板行业：市场集中度高，高端化需求带动 ASP 提升	15
2.4 公司深度布局高速高频覆铜板产品；上下游集中度低，价格传导机制顺畅	16
3、财务分析	19
4、盈利预测与估值	21
4.1 盈利预测	21
4.2 相对估值	23
4.3 投资建议	24
5、风险提示	25

图目录

图 1: 建滔积层板工厂及分布图.....	5
图 2: 建滔积层板认证与质量管理体系.....	6
图 3: 公司发展历程.....	7
图 4: 公司产品矩阵.....	7
图 5: 覆铜板产业链.....	8
图 6: 2020-25H1 建滔积层板净利润&净利率	9
图 7: 建滔积层板股权架构 (截至 2025 年 6 月 30 日)	9
图 8: 覆铜板基本构成	11
图 9: PCB 基本构成.....	11
图 10: 2024 年全球 PCB 下游应用领域占比	11
图 11: 2029 年 PCB 下游应用领域市场规模及 2024-2029 年 CAGR 预测.....	12
图 12: 覆铜板生产流程	13
图 13: 公司上游原材料	13
图 14: 覆铜板成本拆分情况	14
图 15: 2020 年-2025 年 LME 铜现货结算价 (美元/吨) 与覆铜板出口平均单价 (美元/吨)	14
图 16: LME 铜现货结算价 (美元/吨) 与覆铜板出口平均单价 (美元/吨) 月平均值环比走势图.....	14
图 17: 覆铜板分类.....	15
图 18: 2024 年全球覆铜板市场份额占比 (按照总销售额计)	16
图 19: 公司玻璃纤维布基覆铜基板 (FR-4) 产品系列	17
图 20: 建滔积层板覆铜板及原材料工厂分布.....	18
图 21: 2024 年公司客户销售额占比	19
图 22: 2024 年公司供应商采购占比	19
图 23: FY2020-FY25H1 公司营业收入及同比 (亿港元)	20
图 24: FY2020-FY25H1 公司营业收入结构	20
图 25: FY2020-FY25H1 公司毛利润和毛利率 (亿港元)	20
图 26: FY2020-FY25H1 公司销售费用与管理费用 (亿港元)	20
图 27: FY2020-FY25H1 公司销售费用率与管理费用率.....	21
图 28: FY2020-FY25H1 公司净利润与净利率 (亿港元)	21

表目录

表 1: 建滔积层板管理层简介	10
表 2: 覆铜板不同类型材料性能表	15
表 3: 建滔积层板产品类型	17
表 4: 建滔积层板盈利预测 (单位: 百万港元)	23
表 5: 建滔积层板及可比公司相对估值	24
表 6: 公司盈利预测与估值简表	25

1、建滔积层板：覆铜板龙头企业，垂直一体化产业链布局

1.1 公司简介及主营业务

建滔积层板控股有限公司（后文简称为“建滔积层板”或“公司”）是全球领先的具有垂直产业链布局的覆铜板制造企业。公司前身建滔集团，于 1988 年在深圳市成立首间覆铜板厂房，1989 年开始生产纸覆铜板。2006 年，建滔积层板独立拆分后在香港联合交易所主板上市，目前公司专注生产覆铜板，包括环氧玻璃纤维覆铜板、纸覆铜板及复合覆铜板。经过近四十年的积累与发展，公司目前的生产基地以华南及华东地区为核心，并向东南亚拓展。基于强大的产能规模和垂直产业链优势，公司在全球覆铜板领域占据重要地位，连续 20 年保持全球市占率第一，稳居行业榜首。

图 1：建滔积层板工厂及分布图



资料来源：公司官网

公司已建立全面且领先的产品认证与质量管理体系：在市场准入层面，取得了 UL、VDE、JET、CQC 等主流市场的安全认证，构成了覆盖北美、欧洲、日本及中国的市场准入网络；在质量体系层面，公司已获得 ISO 认证及 IATF 16949 汽车质量管理体系认证，是其打入高端汽车供应链的关键资质；在环境保护层面，其产品已取得 ROHS、REACH 环保报告，符合国际绿色环保要求，这些共同构成公司的系统性竞争力。

图 2：建滔积层板认证与质量管理体系



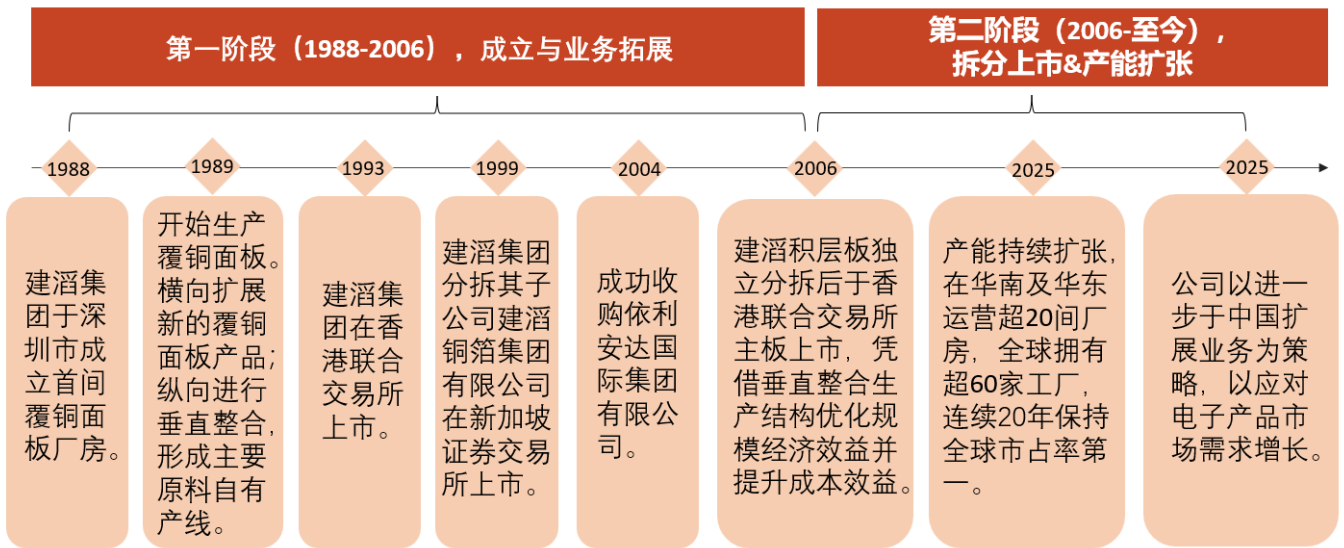
资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

公司发展历程如下：

第一阶段：成立与业务拓展（1988-2006）。建滔集团于 1988 年于中国深圳市成立首间覆铜板厂房，并于 1989 年开始生产纸覆铜板。其后，建滔集团横向及纵向发展迅速。横向方面，建滔积层板产品线逐步扩展至新的覆铜板产品，包括环氧玻璃纤维覆铜板和防火纸覆铜板。纵向方面，建滔积层板不断进行垂直整合，形成了包括铜箔、玻璃纱、玻璃纤维布、漂白木浆纸以及环氧树脂在内的主要原料自有产线。1993 年，建滔集团在香港联合交易所上市。1999 年，建滔集团分拆其子公司建滔铜箔集团有限公司在新加坡证券交易所上市。2004 年成功收购依利安达国际集团有限公司。

第二阶段：拆分上市&产能扩张（2006-至今），2006 年 12 月，建滔积层板独立分拆后于香港联合交易所主板上市。此等发展令建滔积层板可凭借垂直整合生产结构，得以优化规模经济效益、并提升成本效益，从而具备极强竞争力。公司目前于华南及华东营运超过 20 间厂房，在全球范围内拥有超 60 家工厂，用于生产覆铜板及上游物料，已然成为全球覆铜板行业的领军企业。公司以进一步于中国扩展业务为策略，应付因全球电子产品市场增长而推动对覆铜板及有关产品日益增长的需求。

图 3：公司发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

公司业务分为三个板块：

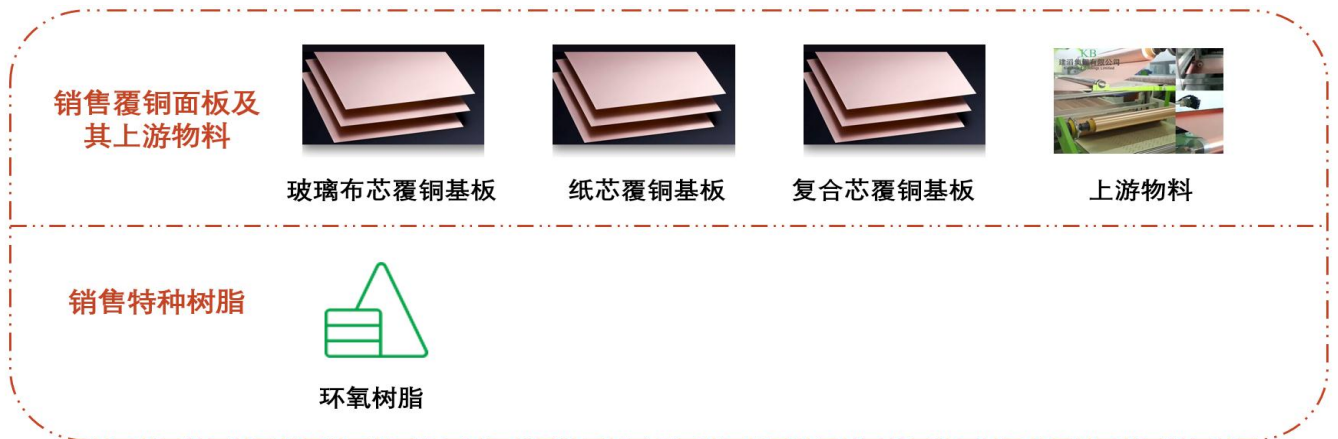
一、制造及销售覆铜板业务：销售覆铜板及其上游物料、销售特种树脂、其他。其中，制造及销售的覆铜板分为三种：

- 1) **玻璃布芯覆铜基板 (FR-4)：**常规刚性材料、汽车材料、智能终端、高速材料、高频材料。
- 2) **纸芯覆铜基板 (XPC, FR-1, FR-2)。**
- 3) **复合芯覆铜基板：**布、纸组合覆铜基板 (22F, CEM-1)、布、毡组合覆铜基板 (CEM-3)。

二、物业业务：租金收入、随时间确认的收入、销售物业。

三、投资业务：股息收入、债务工具利息收入。

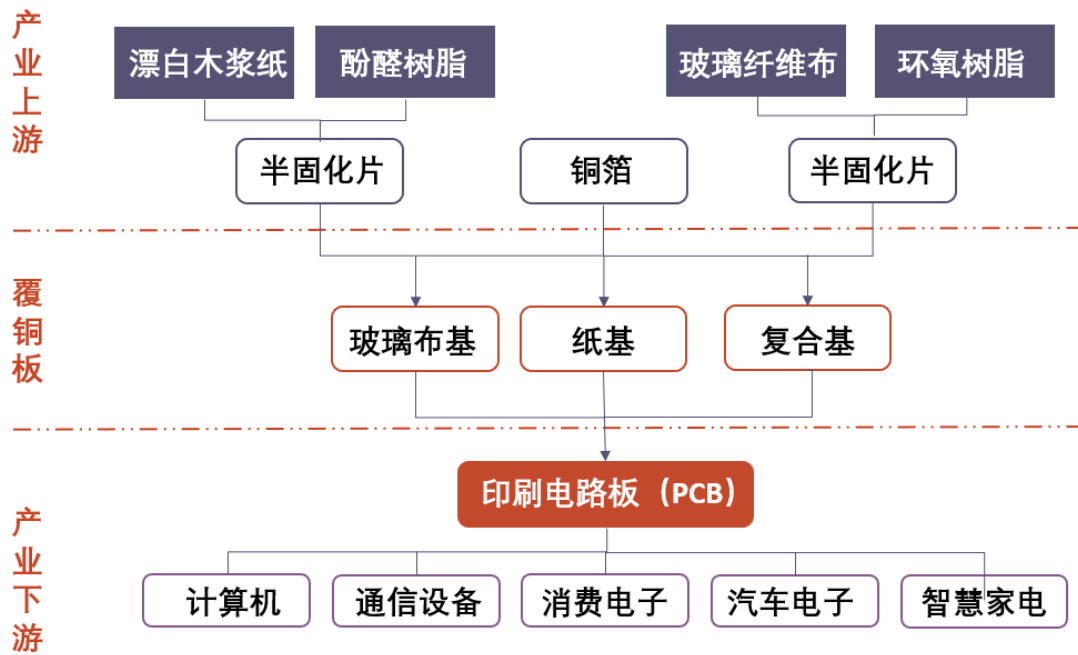
图 4：公司产品矩阵



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

公司致力于打造垂直一体化供应链，实现了多种关键材料的自主生产。覆铜板的产业链从上到下依次为“原材料-覆铜板-PCB-电子产品”。上游原材料主要包括铜箔、玻璃纤维布、树脂、漂白木浆纸等材料。直接下游为 PCB，其广泛运用于计算机、通信设备、消费电子、汽车电子、智慧家电等终端领域。公司目前已实现包括高性能覆铜箔板基纸、玻璃纤维布、玻璃砂-电子级纺织纱、环氧树脂及聚乙烯醇缩醛在内的多类上游关键材料的自主生产。

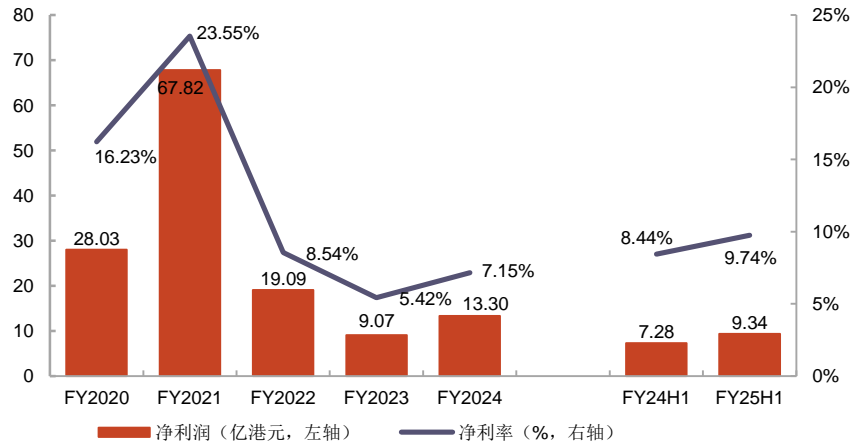
图 5：覆铜板产业链



资料来源：公司官网，光大证券研究所整理

公司利润呈周期性波动，制造及销售覆铜板业务为公司业绩核心支柱。2022-2023 年公司营收同比下滑，2024 年开启新一轮复苏期。2024 年/25H1 营收 185.41 亿/95.88 亿港元，同比增长 10.69%/11.00%，净利润 13.30 亿/9.34 亿港元，同比增长 46.39%/28.00%，主要系电子行业迎来新一轮增长周期，叠加中央政府利好政策落地，下游客户积极备货，推动覆铜板销售量大幅提升；同时铜价的大幅提升，推动产品有序加价。2024/25H1 公司制造及销售覆铜板业务收入 183.05 亿/94.97 亿港元，占总收入比重 98.69%/99.05%，为公司业绩核心贡献来源。

图 6：2020-25H1 建滔积层板净利润&净利率

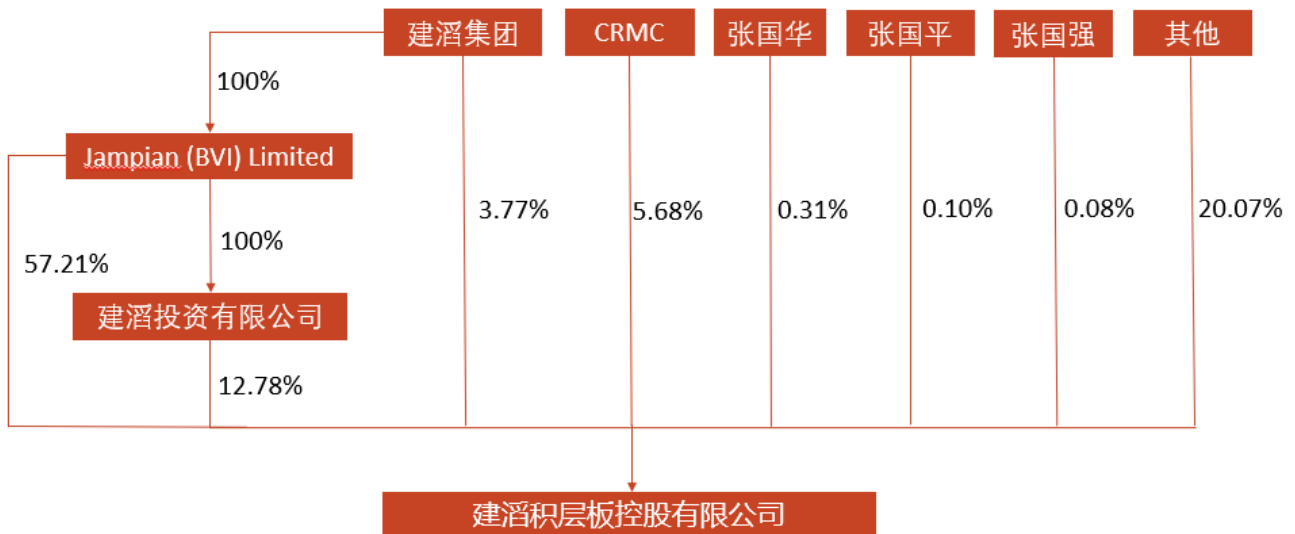


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

1.2 股权结构与管理层情况

公司股权高度集中，Jampian (BVI) Limited 为其控股股东。截至 2025 年 6 月，公司直属母公司为 Jampian (BVI) Limited，最终控制方为建滔集团，其通过自身及两家主体持有公司股份共 230,143.40 万股，占总股本 73.76%。其中，Jampian (BVI) Limited（建滔集团全资控股）、建滔投资有限公司（Jampian (BVI) Limited 全资控股）分别持股 57.21%、12.78%。全球知名资产管理公司 Capital Research and Management Company 持股 5.68%，此外，公司的家族成员兼管理层成员张国华先生、张国平先生、张国强先生分别持股 0.31%/0.10%/0.08%。

图 7：建滔积层板股权架构（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理 注：CRMC 为 Capital Research and Management Company，是全球知名资产管理公司

公司管理层具有鲜明的家族化与代际传承特征，确保公司战略的一致性和执行的连贯性。公司有 7 名执行董事，其中 5 名互为亲属关系。创始人一代中，执行董事兼主席张国华则掌舵集团整体战略规划，其兄执行董事兼董事总经理张国强与执行董事张国平分别负责执行策略计划目标与市场推广。三人均在集团内工作超过 30 年，具有丰富从业经验；均于 2006 年前后集体进入董事会，完成了近 20 年的稳固共治。下一代家族成员已进入管理层，并承担具体职责。张家豪于 2004 年加入，至今已有逾 20 年经验，现负责华南市场及泰国核心生产基地，是国际化与生产运营重要角色。张颂鸣于 2018 年加入并负责关键原材料采购，体现出供应链管理权交接工作的开始。

表 1：建滔积层板管理层简介

姓名	职位	背景简介
张国华	执行董事、主席	1988 年加盟建滔集团有限公司（“建滔集团”），2006 年 7 月获委任为执行董事，对多种工业产品的市场推广，拥有逾 36 年经验，负责集团整体策略规划，为集团设定总体方针及目标。
张国强	执行董事、董事总经理	1991 年加盟建滔集团，2006 年 7 月获委任为执行董事，在覆铜板行业有逾 33 年经验，负责整体执行集团的策略计划及目标的工作。
张国平	执行董事	1988 年加入建滔集团，2006 年 5 月获委任为执行董事，对市场推广有超过 36 年的经验，主要负责集团的市场推广业务，并为中华人民共和国佛冈及韶关覆铜板厂房总经理。
林家宝	执行董事	1988 年加入建滔集团，为建滔集团联合创始人之一，2006 年 11 月获委任为执行董事，在销售及分销覆铜板方面有逾 36 年经验。
张家豪	执行董事	2004 年加盟建滔集团，2006 年 7 月获委任为执行董事，现参与华南地区覆铜板市场推广的工作，并担任泰国环氧玻璃纤维覆铜板厂的总经理。
张颂鸣	执行董事	2017 年毕业于英国创作艺术大学，获得时尚营销及管理学士学位，2018 年加入建滔集团，2024 年 5 月获委任为执行董事，负责采购覆铜板相关原材料。
周培峰	执行董事	1999 年加盟建滔集团，2006 年 11 月获委任为执行董事，现为中国深圳、佛冈、江门及江阴四家环氧玻璃纤维覆铜板厂的总经理。持有重庆大学的机械工程学士学位及吉林工业大学（现称吉林大学）的材料加工工程硕士学位。

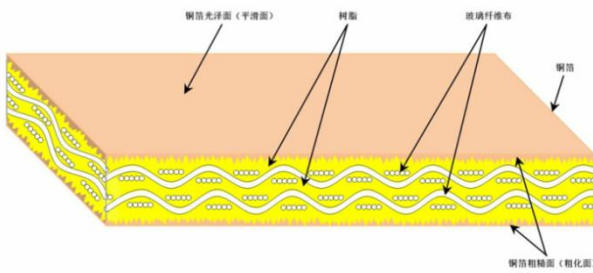
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2、覆铜板行业与公司分析

2.1 产业链下游需求高景气：覆铜板为 PCB 关键原材料，多应用领域增长驱动 PCB 行业规模持续扩张

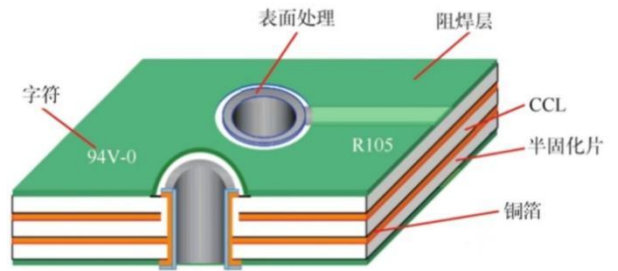
覆铜板作为 PCB 的关键原材料，其终端产品广泛运用于服务器、消费电子、汽车电子、通讯设备等领域。印制电路板（PCB），是组装电子元器件的基板，是在通用基材上按预定设计形成点间连接及印刷元件的印制板，其下游广泛应用于消费电子、通讯设备、计算机、汽车电子、服务器、工业控制、医疗设备、航空航天等众多电子信息制造业领域，是电子信息产品的重要组件。覆铜板，是用增强材料浸以树脂胶黏剂，通过烘干、裁剪、叠合成坯料，然后覆上铜箔，在热压机中经高温高压成型加工而制成，是制作 PCB 的核心原材料。

图 8: 覆铜板基本构成



资料来源: 南亚新材招股说明书

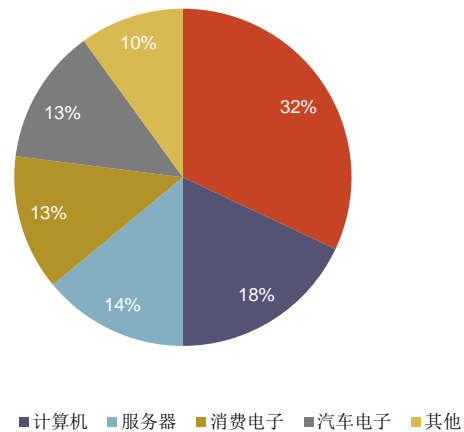
图 9: PCB 基本构成



资料来源: 江西省电子电路行业协会; 注: CCL 为覆铜板简称

PCB 下游应用领域广泛, AI 服务器催生 PCB 高端化发展。根据 Prismaark 数据, 2024 年全球 PCB 总产值为 735.65 亿美元, 同比增长 5.8%; 2029 年预计将达 946.61 亿美元, 对应 2024-2029 年复合增长率为 5.2%。2024 年全球 PCB 下游应用领域中占比较大的是通讯设备、计算机、服务器、消费电子和汽车电子, 市场比重分别为 32%、18%、14%、13%和 13%。

图 10: 2024 年全球 PCB 下游应用领域占比



资料来源: 超颖电子招股说明书, 光大证券研究所整理

服务器领域: 随着 AI 技术迅速发展, 服务器领域对高多层板、HDI 板、多层刚挠结合板等高端 PCB 产品需求逐步提升。根据 Prismaark 数据, 2029 年全球服务器市场总量将达 4,950 亿美元, 2024-2029 年复合增长率达 11.2%。

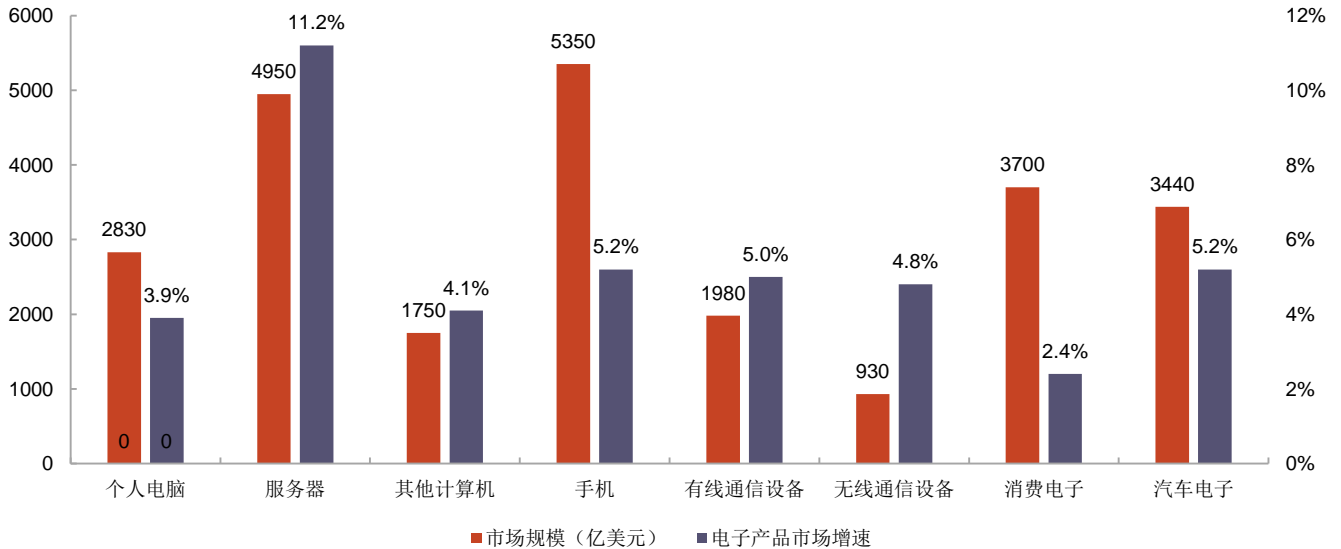
汽车电子领域: 随着新能源汽车渗透率提升, 三电系统、智驾辅助、智能座舱等设备需求的增加均带动了 PCB 产品的需求。根据 Prismaark 数据, 2029 年全球汽车电子市场总量将达 3,440 亿美元, 2024-2029 年复合增长率达 5.2%。

通讯领域: 随着 5G、6G 技术的快速发展, 通讯领域对于高多层板、HDI 板、多层刚挠结合板等的需求逐步提升。根据 Prismaark 数据, 2029 年全球有线通讯设备市场总量将达 1,980 亿美元, 2024-2029 年复合增长率达 5.0%; 全球

无线通讯设备市场总量将达 930 亿美元，2024-2029 年复合增长率达 4.8%。

消费电子领域：存量较大，但增速相对较慢，根据 PrismaMark 数据，2029 年全球消费电子市场总量将达 3,700 亿美元，2024-2029 年复合增长率 2.4%。

图 11：2029 年 PCB 下游应用领域市场规模及 2024-2029 年 CAGR 预测

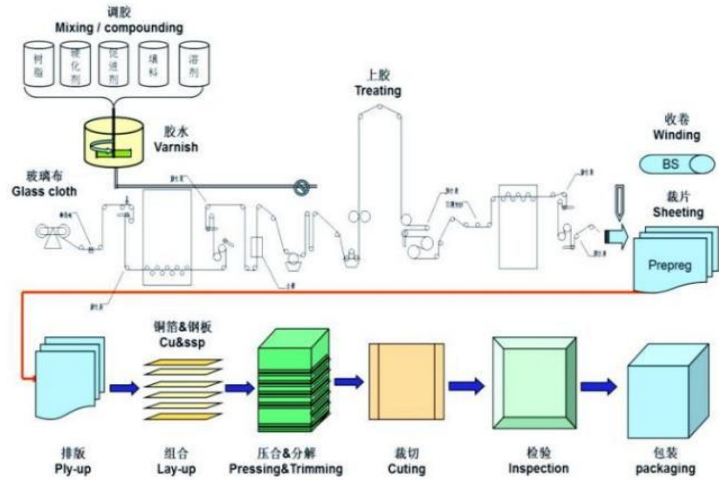


资料来源：本川智能向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书，光大证券研究所整理

2.2 覆铜板产业上游：成本受铜价影响大，铜价上行周期利好覆铜板价格和盈利

覆铜板是 PCB 的主要上游原材料，是一种由基材与铜箔通过粘合剂在高温高压下压合而成的复合材料。覆铜板全称为覆铜箔层压板（Copper Clad Laminate），以电子玻璃纤维布或其他增强材料为基底，浸渍树脂后在单面或双面覆合铜箔，经热压成型制得板状成品。以实现电子元器件电气互联、线路间绝缘隔离，为元器件提供结构支撑等功能。覆铜板原材料包括：1) 基材：提供机械强度和绝缘性能，常见类型有 FR-4、CEM-1 等；2) 铜箔：通常为电解铜或压延铜，用于形成电路走线；3) 粘合剂：将铜箔与基材牢固结合，同时具备耐热、耐湿和电气绝缘特性。覆铜板的性能直接影响 PCB 的电气特性、热稳定性、机械强度和可靠性，是电子制造产业链中的关键基础材料。

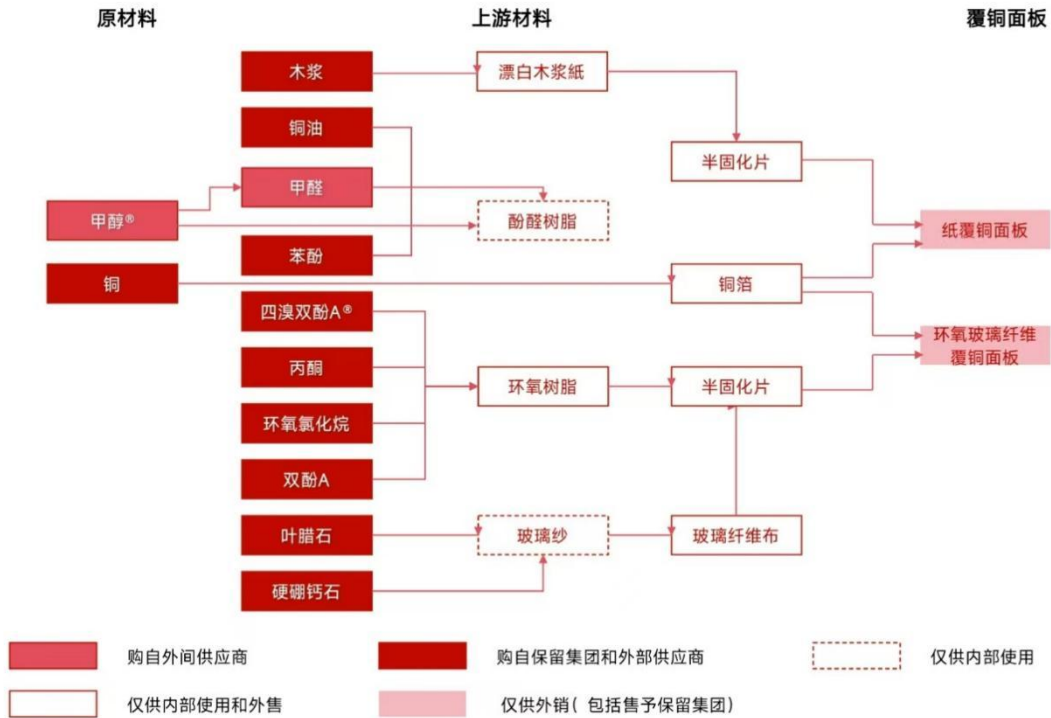
图 12: 覆铜板生产流程



资料来源: 南亚新材招股说明书, 光大证券研究所整理

覆铜板的生产工艺流程主要包括调胶、上胶、裁片、排版、热压、裁切与检验等核心环节。1) 调胶: 将环氧树脂与溶剂、固化剂等原料按配比混合, 制备成均匀胶液; 2) 上胶与裁片: 将胶液均匀涂覆于玻璃纤维布表面, 经高温烘干处理后形成半固化片, 再对其进行裁切加工; 3) 排版、高温压合与裁切工序: 将半固化片与铜箔逐层叠合, 中间夹入不锈钢板, 随后对叠合材料进行热压成型处理, 使树脂充分固化并与铜箔紧密结合; 压合完成后, 对覆铜板进行裁切、清洗及表面防氧化处理。

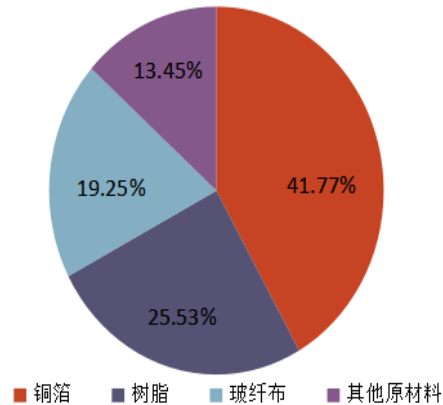
图 13: 公司上游原材料



资料来源: 公司官网

覆铜板产业链上游物料由铜，电子布、树脂等组成，成本受铜价影响大。根据南亚新材招股说明书中 2019 年度南亚新材主要原材料采购的金额及占当期采购总额的比重，铜箔/树脂/玻纤布成本占比分别为 41.77%/25.53%/19.25%。铜箔作为覆铜板核心原材料，铜价变动对于覆铜板成本影响大。1) 覆铜板出口平均单价与 LME 铜现货结算价走势呈正相关；2) 覆铜板出口平均单价相较于铜价波动更大。覆铜板比 PCB 竞争格局更加集中，具备议价能力，价格传导机制顺畅。因此铜价上行周期中，覆铜板企业通常能实现单张覆铜板盈利的提升。

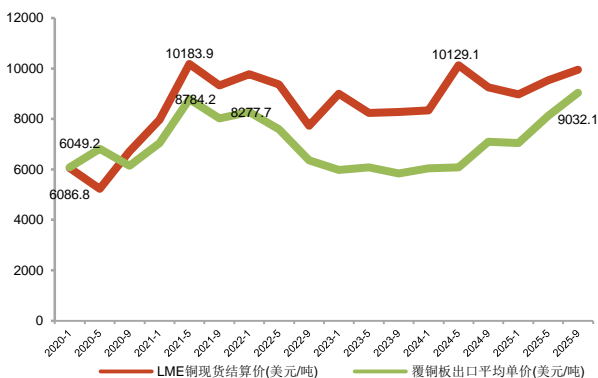
图 14：覆铜板成本拆分情况



资料来源：南亚新材招股说明书所披露 2019 年主要原材料采购情况，光大证券研究所整理

当前铜供需矛盾仍在加剧。供应端，铜矿新增产能释放不及预期，南美主产区扰动加之当地政府环保约束，根据光大证券金属团队预测，2025-2026 年全球精炼铜产量为 2,793/2,790 万吨，同比+0.8%/-0.1%，2025-2026 年供给紧张延续。需求端，考虑到 1) 全球制造业复苏；2) 新能源汽车、光伏、风电及 AI 算力基础设施（高速传输铜缆）的快速扩张，根据光大证券金属团队预测，2025/2026 年全球精炼铜需求量为 2,877/2,920 万吨，同比增长 4.4%/1.5%。短期铜价受库存低位支撑，中长期供需缺口，预计 26 年铜价有望持续上行。

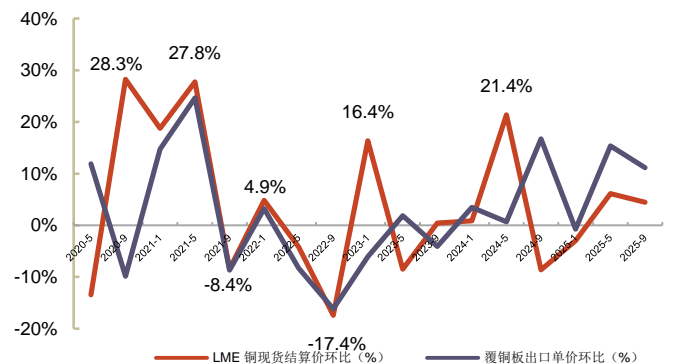
图 15：2020 年-2025 年 LME 铜现货结算价（美元/吨）与覆铜板出口平均单价（美元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

注：数据统计时间为 2020 年 1 月到 2025 年 9 月

图 16：LME 铜现货结算价（美元/吨）与覆铜板出口平均单价（美元/吨）月平均值环比走势图



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

注：数据统计时间为 2020 年 1 月到 2025 年 9 月

2.3 覆铜板行业：市场集中度高，高端化需求带动 ASP 提升

PCB 覆铜板按机械刚性可分为刚性覆铜板和挠性覆铜板。1) 刚性覆铜板具备一定硬度与韧性，广泛应用于通信、计算机、消费电子、汽车电子等领域；2) 挠性覆铜板具有优异的弯曲性与柔韧性，主要适配消费电子领域中软性连接的应用需求。按照增强材料可分为玻璃纤维布基覆铜板、纸基覆铜板和复合基覆铜板。1) 玻璃纤维布基覆铜板以玻璃纤维布为增强材料，具有优异的机械强度和电气性能，是最常用的覆铜板类型；2) 纸基覆铜板以纸为增强材料，成本较低，但机械强度和电气性能相对较差，通常用于低端电子产品；3) 复合基覆铜板结合了多种增强材料，如玻璃纤维和纸，以平衡成本和性能。

图 17：覆铜板分类



资料来源：智研咨询、光大证券研究所

AI 服务器升级催生高频高速覆铜板需求：AI 服务器用 PCB 层数增加，所需覆铜板的介电损耗因子、介电常数全面降低。AI 服务器层数通常为 20-30 层，通用型覆铜板 FR-4 类型、Low Loss 级别的板材性能已经不足以应对高数据传输速率，需要更低损耗的材料。由松下公司开发的 Megtron-8 多层电路板材料，具有低传输损耗特性，适用于高速通信网络设备。

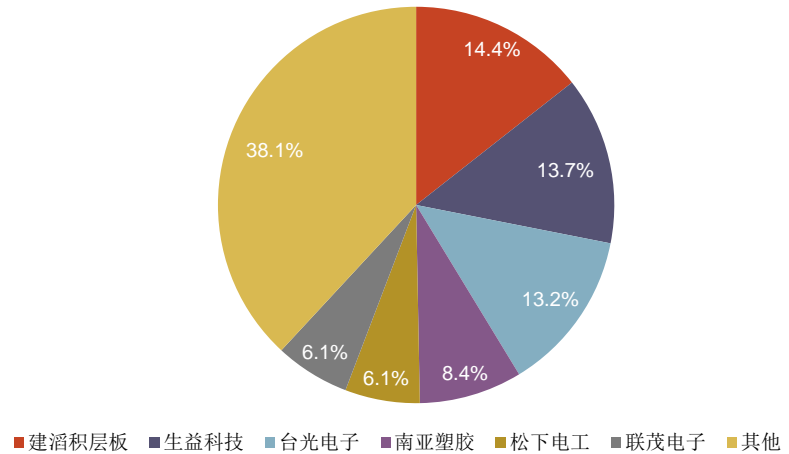
表 2：覆铜板不同类型材料性能表

类型	材料	性能指标 (Df)	传输速率
FR-4	Standard Loss	>0.02	5Gpbs
高速	Mid Loss	0.014-0.02	8Gpbs
Megtron-4	Low Loss	0.008-0.014	10Gpbs
Megtron-6	Very Low Loss	0.004-0.008	25Gpbs
Megtron-7	Ultra Low Loss	0.0015-0.004	56Gpbs
Megtron-8	Super Ultra Low Loss	<0.0015	112Gpbs
Megtron-9	Super Ultra Low Loss	<0.0007	224Gpbs

资料来源：松下电器官网、光大证券研究所整理

全球覆铜板市场集中度较高，具备高准入壁垒和议价能力。根据 CCLA 数据，2024 年，前四大厂商合计占据约 50% 的市场份额，其中，公司占全球覆铜板市场份额 14.4%，其次是生益科技、台光电子、南亚塑胶，分别占比 13.7%、13.2%、8.4%。前十大供应商占据总销售额的 77%，市场份额高度集中，表明覆铜板行业已形成深厚壁垒，公司对上下游均具备较强的议价能力与价格传导力，有助于维持行业整体盈利水平。

图 18：2024 年全球覆铜板市场份额占比（按照总销售额计）



资料来源：CCLA，光大证券研究所整理

覆铜板行业进入壁垒高：该行业属于技术与资本密集型行业，随着国内外环保要求的不断提高以及终端电子产品的升级换代，覆铜板生产企业需不断推出如无铅无卤、高频高速等高性能且环保的产品。在研发方面，企业需要持续给予较大规模的投入，以保障产品符合下游行业持续提高的性能需求。在人才方面，企业需要拥有一支涵盖电子、材料、机械等多领域专家在内的技术生产队伍，从而保障产品质量。同时，该行业属于资金密集型行业，高端覆铜板的生产对生产工艺与设备的要求严格、产能爬坡慢，建立及运营生产体系需要投入大量的资金。

2.4 公司深度布局高速高频覆铜板产品；上下游集中度低，价格传导机制顺畅

公司的产品矩阵实现基础市场与高附加值领域全覆盖，高端产品扩展有望打开业绩成长空间。公司凭借纸质覆铜板（FR-1、FR-2）等经济型产品满足消费电子等领域低成本的需求；作为业务支柱的 FR-4 系列环氧玻璃纤维覆铜板则广泛应用于计算机、通信及汽车电子等主流市场，是公司营收与利润的核心来源。在高端化市场，公司重点布局高频高速材料，其低介电常数（Dk）与低损耗因子（Df）性能直指 5G 通信与 AI 算力硬件需求。

公司产能扩充紧扣 AI 算力革命与供应链安全，纵向深化关键材料布局，横向拓展海外制造基地。公司精准把握 AI 科技与高速网络升级驱动的结构性能机遇，进行前瞻性产能扩张，以抢占高频高速、中高耐热性、无卤素和半固化片等中高端产品的市场份额。本轮产能扩张通过在上游瓶颈材料与海外关键节点的同步加码，不仅巩固了其全产业链的成本与韧性优势，更为承接下一轮高端化、全球化的订单增长奠定了坚实基础。

上游关键材料扩产：注重解决高端供应瓶颈，提升成本效益。 1) **低介电玻纤纱**：为了应对 5G、6G 通信和 AI 服务器等高端通信领域对低介电玻纤纱的供不应求的局面，位于广东清远年产 500 吨低介电玻纤纱项目已于 2025 年上半年实现第一个窑炉投产，2025 年下半年将再增加三个窑炉生产低介电玻纤纱，产品将包括更高附加值的第二代低介电玻纤纱。2026 年将在园区内再建一个特种玻纤纱工厂，投产六个窑炉，生产低介电、低膨胀及石英玻纤纱，扩大集团高端产品市场占有率。此外，广东省韶关市建设的年产 70,000 吨电子级玻纤纱及年产 9,600 万米电子级玻纤布将于 2026 年下半年投产，以缓解下游产品的产能瓶颈，满足市场对覆铜板及相关电子产品不断的需求增长，保持公司核心竞争力。2) **厚铜箔**：位于广东连州最新一期月产 1,500 吨的铜箔产能已于 2025 年上半年全面投入使用，直接响应数据中心及云计算带来的厚铜箔激增的需求，在保障自供的同时提升成本效益。

海外生产基地拓展：匹配客户需求，构建全球供应链网络。 2024 年，泰国基地覆铜板月产能已成功提升至 100 万张。未来计划分两期再各增 40 万张/月，最终实现 180 万张/月的总产能，巩固集团作为东南亚最大及最有经验的覆铜板生产商的地位，旨在紧密配合海外客户，协同母公司建滔集团的海外 PCB 业务，增强国际市场的交付能力。

图 20：建滔积层板覆铜板及原材料工厂分布



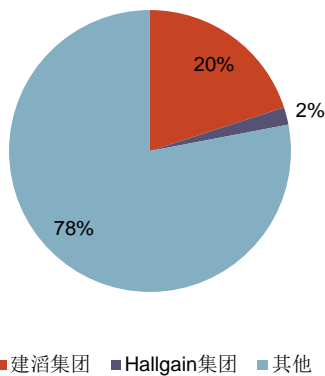
资料来源：公司官网

研发与产能协同：确保高端产能转化为市场价值。公司已成功研发应用于 AI 服务器 GPU 主板的高频高速覆铜板，以及配套的 HVLP3 铜箔和 IC 载板用超薄 VLP 铜箔。同时，公司与优质客户推进产品认证，实现从技术突破、产能建设到市场导入的价值闭环。目前，集团的高端覆铜板产品已认证进入多家全球领先的一级汽车零部件厂商和国内及海外重要通信终端客户，未来将能实现全方位覆盖不同下游客户的产品需求。

公司下游结构具有低集中度与高度市场化特征，价格传导机制顺畅。2024 年，公司前五大客户销售额合计占比低于 30%，其中对建滔集团及 Hallgain 集团的关联销售合计约 22%，其余约 78% 的收入来源于完全独立的第三方市场，充分体现了其强大的公开市场竞争力。

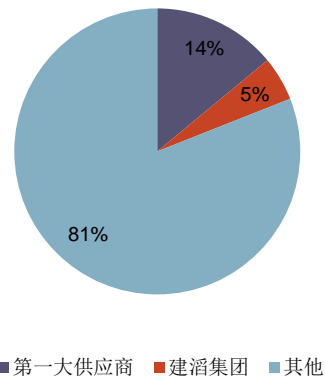
公司上游供应商结构分散。2024 年，公司前五大供应商采购占比为 33%，最大供应商采购占比仅 14%，从建滔集团的采购占比仅 5%，表明公司在关键原材料采购上拥有高度自主权，供应链安全且富有韧性。高度分散且市场化的上下游结构，增强了公司的谈判地位，保障了成本传导机制顺畅，能够有效规避因单一节点变动带来的重大经营风险，构筑起公司穿越周期、稳健经营的基石。

图 21：2024 年公司客户销售额占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 22：2024 年公司供应商采购占比



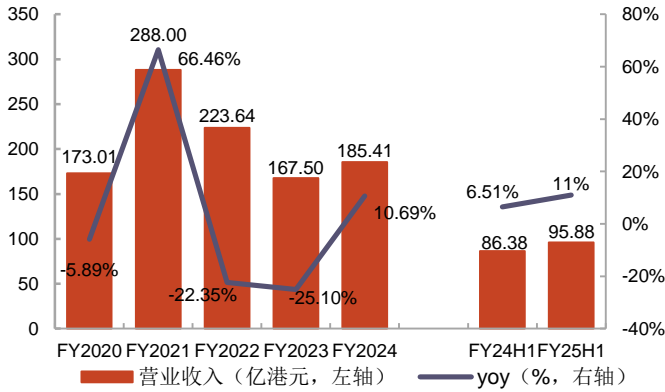
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3、财务分析

2020-2024 年公司营业收入呈现波动较大的特征。2021 年受电子行业景气度提升与上游原材料自供红利影响，营业收入大幅增长至 288.00 亿港元，为历史峰值，同比+66.46%。此后受下游需求疲软影响，2022 年、2023 年营业收入连续下滑。2024 年因人工智能及汽车电子行业迅速发展带动覆铜板需求增长，营业收入反弹至 185.41 亿港元，同比+10.69%。25H1 公司营收 95.9 亿港元，同比+11.0%。

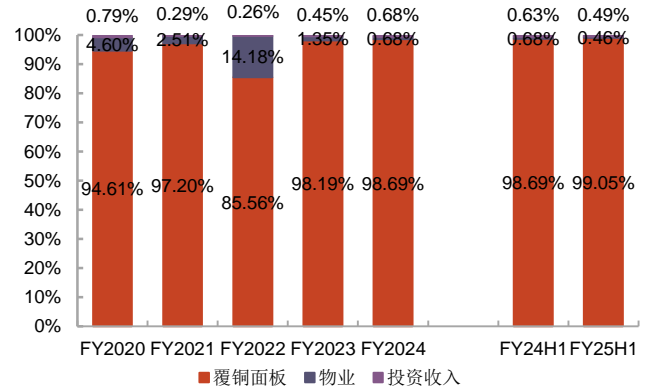
公司覆铜板业务收入占比较高且持续提升。覆铜板业务占总收入比重常年维持在 85% 以上，是公司营收核心支柱。覆铜板业务占比持续提升，2024 年达 98.69%，显示公司战略聚焦主业，非核心业务持续剥离或萎缩。其他业务如物业和投资收入占比低。2022 年物业收入占比异常升高至 14.18%，因该年公司房地产板块的阶段集中交付。投资收入占比持续低于 1%，对整体收入贡献微弱。25H1 公司覆铜板业务占比 99.05%，同比上升 0.36pct。

图 23: FY2020-FY25H1 公司营业收入及同比 (亿港元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

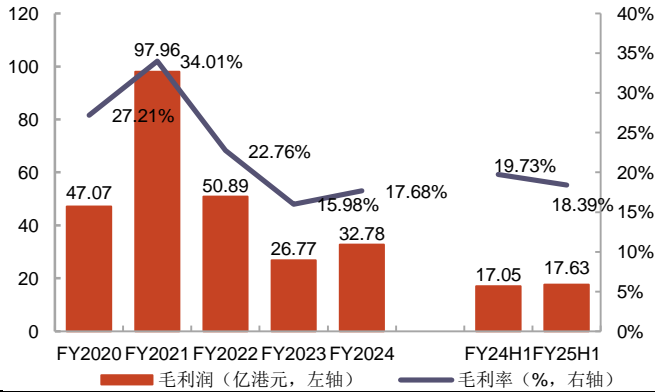
图 24: FY2020-FY25H1 公司营业收入结构



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

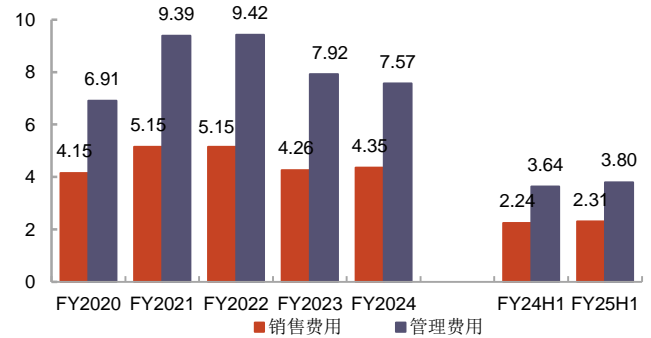
公司毛利润与毛利率波动较大: 2021 年公司毛利润为 97.96 亿港元, 毛利率为 34.01%, 同比上升 6.80pct; 2021 年高盈利主要受益于全球芯片短缺带动 PCB 上游材料覆铜板价格大幅上涨, 公司作为行业龙头获得超额利润。2023 年受到下游电子行业需求疲软影响公司毛利率下降至 15.98%。2024 年受益于电子行业需求上升公司毛利率回升至 17.68%, 同比上升 1.70 pct。25H1 公司毛利率为 18.39%, 同比下降 1.34pct。

图 25: FY2020-FY25H1 公司毛利润和毛利率 (亿港元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 26: FY2020-FY25H1 公司销售费用与管理费用 (亿港元)



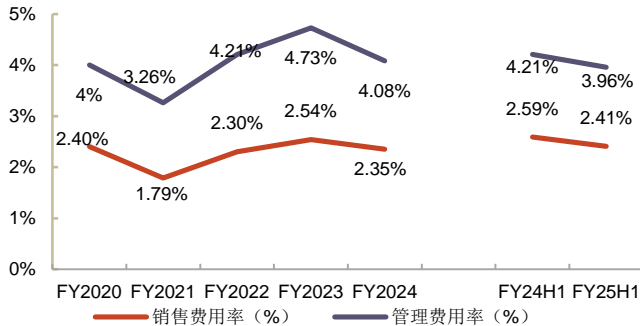
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

销售费用率保持稳定, 管理费用率先升后降: 1) 公司销售费用在 2022 年达到 5.15 亿港元为历史高点, 销售费用率为 2.30%。2023 年受营收萎缩影响销售费用率上升至 2.54%, 同比上升 0.24pct。2024 年公司销售费用率略有下降至 2.35%, 25H1 销售费用率略回升至 2.41%。2) 公司在 2022 年受海外项目前期管理投入影响, 管理费用达到 9.42 亿港元的历史高点, 2024 年受营收上升影响, 管理费用率下降至 4.08%。25H1 继续下降至 3.96%。

公司净利润与净利率呈现波动, 在 21 年达到峰值。 2021 年公司净利润为 67.82 亿港元, 净利率为 23.55%, 同比上升 7.32pct。得益于营收规模扩张带来的协同效应, 公司该年销售、管理费用率分别下降 0.6、0.7 个百分点, 带动净利润达到峰值。2022 年-2023 年电子行业需求疲软, 公司由于前期产能扩张,

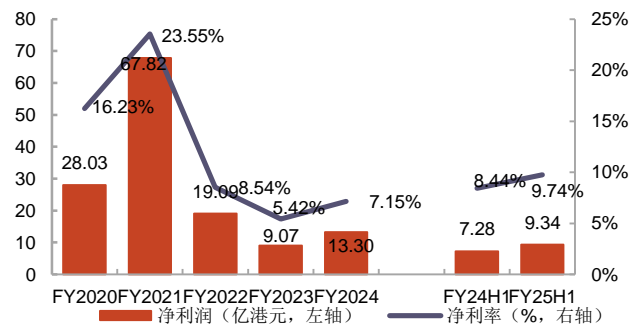
管理协调成本增加，净利率逐年下滑，在 2023 年下滑至 5.42%。2024 年下游需求复苏带动营收增加，费用端维持稳定，净利率回升至 7.15%。25H1 公司净利率升至 9.74%，同比上升 1.3pct。

图 27: FY2020-FY25H1 公司销售费用率与管理费用率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 28: FY2020-FY25H1 公司净利润与净利率 (亿港元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

4、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司收入可分为覆铜板及原材料、物业、投资共三大板块。我们结合公司历史数据，预测 2025-2027 年公司整体营业收入分别为 204.45 亿、276.21 亿、318.64 亿港元，同比增长 10%、35%、15%。具体拆分如下：

一、覆铜板及原材料：该业务为公司收入的主要来源，2023-2024 年收入分别为 164.48 亿元、183.05 亿元人民币，营收占比分别为 98.2%、98.7%，包含销售覆铜板（环氧玻璃纤维覆铜板&纸质覆铜板）、销售原材料（电子布）产生的收入。

我们预计 1) 覆铜板：下游 PCB 行业需求稳健，且公司有望维持行业龙头地位，25-27 年公司覆铜板出货量有望维持小幅增长；公司于 25 年 12 月先后发布两次涨价通知函，分别将覆铜板产品价格全系上调 5%-10%、10%。当前铜供需矛盾仍在加剧，26 年铜价有望持续上行，考虑到覆铜板成本中铜箔占比较高，且公司成本传导机制顺畅，铜价提升将带动覆铜板持续涨价。量价齐升下，25-27 年公司覆铜板收入有望维持双位数增长。2) 原材料：5G、6G 通信和 AI 服务器等高端通信领域对低介电玻纤纱需求旺盛，考虑到 2025-2026 年公司积极布局上游原材料，位于广东的玻纤纱工厂持续投产，以缓解玻纤纱供应紧张的现状，预计随产能爬坡，26-27 年原材料销售收入将持续提升。

2024 年起公司收入披露口径调整，不再分别披露覆铜板和原材料收入情况，我们与公司披露数据保持相同口径进行盈利预测。我们预测 25-27 年公司覆铜板及原材料收入分别为 202.55 亿、274.30 亿 316.73 亿港元，收入增速分别为 11%、35%、15%。

二、物业：该业务收入来自物业租金等收入，2023-2024 年收入分别为 2.27 亿、1.27 亿港元，同比下降 93%、44%，收入占比 1.4%、0.7%，非公司核心业务。25H1 公司物业收入 0.44 亿港元，同比下降 25%。结合 25H1 数据，预计 2025 年物业收入同比下降、预计 26-27 年收入维持稳定。预测 2025-2027 年

物业收入分别为 0.95 亿、0.95 亿、0.95 亿港元，收入增速分别为-25%、0%、0%。

三、投资：该业务收入来自股息&利息等收入，2023-2024 年收入分别为 0.76 亿、1.10 亿港元，同比增长 28%、45%，收入占比 0.5%、0.6%，非公司核心业务。25H1 公司投资收入 0.47 亿港元，同比下降 13%。结合 25H1 数据，预计 2025 年投资收入同比下降、预计 26-27 年收入维持稳定。**预测 2025-2027 年投资收入分别为 0.95 亿、0.95 亿、0.95 亿港元，收入增速分别为 -13%、0%、0%。**

毛利率：2023-2024 年整体毛利率分别为 16.0%、17.7%，2025H1 公司整体毛利率为 18.4%。**公司未披露各业务板块毛利率情况。预测 2025-2027 年公司整体毛利率分别为 19.9%、24.3%、25.5%。**

分业务看：**1) 覆铜板及原材料：**考虑到覆铜板行业集中度较高且上下游较分散，公司具有较高的议价权，并积极布局上游原材料，成本传导机制顺畅。公司于 25 年 12 月先后发布两次涨价通知函，分别将覆铜板产品价格全系上调 5%-10%、10%。我们认为公司覆铜板产品价格上涨幅度有望超过主要原材料价格上涨幅度，另外，原材料中特种电子布销售占比有望扩大，进一步带动该板块毛利率提升。**预计 2025-2026 年覆铜板及原材料毛利率将持续上升，2027 年维持稳定。****2) 物业毛利率：**根据公司 25 半年报，25H1 物业分部经营溢利率 23%，预计 2025 全年毛利率上行，2026-2027 年该业务板块利润贡献作用较小，毛利率下降。**3) 投资业务毛利率：**根据公司 25 半年报，25H1 投资分部经营溢利率 253%，预计 2025 全年毛利率上行，2026-2027 年该业务板块利润贡献作用较小，毛利率下降。

OPEX 费用率：公司费用披露口径细分为：**销售费用和行政费用。**2023-2024 年整体 OPEX 费用率分别为 7.3%、6.4%，呈逐年下降趋势。**预测 2025-2027 年公司 OPEX 费用率分别为 6.1%、5.4%、5.4%。**细分来看：

1) 销售费用率：2023-2024 年销售费用率分别为 2.5%、2.3%，我们认为主要系收入规模提升。考虑到公司行业领先的地位，预计未来客户持续高粘性，且考虑到公司收入增长，规模效应持续发挥。另外，考虑到公司高端覆铜板&特种电子布等新产品扩展推向市场，公司仍将付出一定销售费用。预计销售费用率将于 26 年小幅下降后持平。**预测 2025-2027 年公司销售费用率分别为 2.2%、1.7%、1.7%。**

2) 行政费用率：2023-2024 年行政费用率分别为 4.7%、4.1%，我们认为主要系收入规模提升。预计未来公司收入将持续增长，规模效应持续发挥，行政费用率将小幅下降后趋稳。**预测 2025-2027 年公司行政费用率分别为 3.9%、3.7%、3.7%。**

表 4：建滔积层板盈利预测（单位：百万港元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,750	18,541	20,445	27,621	31,864
覆铜板及原材料	16,448	18,305	20,255	27,430	31,673
物业	227	127	95	95	95
投资	76	110	95	95	95
收入同比增速	-25%	11%	10%	35%	15%
覆铜板及原材料	-14%	11%	11%	35%	15%
物业	-93%	-44%	-25%	0%	0%
投资	28%	45%	-13%	0%	0%
毛利润	2,677	3,278	4,059	6,701	8,117
毛利率	16.0%	17.7%	19.9%	24.3%	25.5%
OPEX 费用率	7.3%	6.4%	6.1%	5.4%	5.4%
行政费用率	4.7%	4.1%	3.9%	3.7%	3.7%
销售费用率	2.5%	2.3%	2.2%	1.7%	1.7%
经营利润	1,459	2,086	2,812	5,209	6,412
归母净利润	907	1,326	2,170	3,952	4,837

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测。注：公司未披露细分业务板块毛利率。费用披露口径未行政费用和销售费用

综上，我们预测公司 2025-2027 年经营利润分别为 28.12 亿、52.09 亿、64.12 亿港元，预测 2025-2027 年归母净利润分别为 21.70 亿、39.52 亿、48.37 亿港元。

4.2 相对估值

考虑到公司涉足覆铜板制造与电子布供应两个业务领域，所以选择可比公司方面，我们选取与公司在业务重叠度高、业务属性上接近的可比公司进行相对估值分析。

生益科技(600183.SH)是全球领先的电子电路基材核心供应商，主营业务包括设计、生产以及销售覆铜板和粘结片。生益科技具备全系列高速覆铜板，极低损耗产品已通过多家国内及海外终端客户的材料认证，并已有产品在批量供应。生益科技与建滔主营业务处于同一赛道，在高速覆铜板领域布局广泛，具有可比性。

华正新材(603186.SH)是国内领先的覆铜板供应商，主营业务是高端电子基础材料与特种复合材料的研发、生产与销售，主要产品包括覆铜板、复合材料及膜材料等；公司高频覆铜板业务已与华为达成合作。华正新材是建滔在覆铜板领域的同业竞争对手之一，具有可比性。

菲利华(300395.SZ)是国内少数具备从石英砂到石英纤维、电子布、复合材料全链条生产能力的企业，主营业务为高性能石英玻璃材料及制品、石英玻璃纤维材料、织物及其复合材料的研发、生产与销售，产品覆盖半导体、航空航天、光学、光伏、光通讯等高端领域，是国内航空航天领域用石英玻璃纤维的主导供应商。菲利华石英电子布已向覆铜板厂商客户开拓，截止 25 年 12 月处于客户小批量测试及认证阶段。菲利华和公司在电子布领域业务具备重叠度，具有可比性。

中材科技(002080.SZ)是国内领先的复合材料制造商，主营业务涵盖风电叶片、玻璃纤维及制品、锂电池隔膜三大主导产业，同时布局高压复合气瓶、特

种纤维复合材料及膜材料等高附加值领域。中材科技已实现从传统玻纤制造向高端电子材料与先进复合材料的转型升级，尤其在 AI 服务器用特种纤维布领域取得突破性进展。其中，特种纤维及制品（含低介电、低膨胀、超低损耗电子布）作为 AI 时代核心增长引擎，2025 年 1-9 月特种纤维布实现销售收入 4.17 亿元，销量超 1,400 万米，中材科技已通过台光电子、生益科技、松下集团等头部覆铜板厂商认证，并批量供货于英伟达、华为等全球科技巨头的 AI 服务器与先进封装产品。和公司电子布业务重叠度高，具有可比性。

台光电子 (2383.TW) 是全球领先的覆铜板与粘结片制造商，主营业务聚焦于电子工业基础材料，主力产品包括多层印刷电路板基材之铜箔基板及粘结片，并提供 PCB 多层板压合代工服务。台光电子与建滔主营业务相似，但是台光电子聚焦于高速覆铜板领域，建滔则专注 FR4 等通用型覆铜板，具有可比性。

表 5：建滔积层板及可比公司相对估值

公司代码	公司名称	最新市值 (亿)	归母净利润 (百万)				CAGR (25-27E)	PE				PEG	
			2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E	2026E	2027E
600183.SH	生益科技	1,633	1,739	3,483	5,312	7,445	46%	94	47	31	22	0.7	0.5
603186.SH	华正新材	109	-97	325	200	261	-10%	/	34	55	42	/	/
300395.SZ	菲利华	517	314	472	828	1,241	62%	165	110	62	42	1.0	0.7
002080.SZ	中材科技	761	892	1,904	2,733	3,707	40%	85	40	28	21	0.7	0.5
2383.TW	台光电子	7,685	9,578	14,851	21,513	30,914	44%	80	52	36	25	0.8	0.6
平均	/	/	/	/	/	/	36%	106	56	42	30	0.8	0.6
1888.HK	建滔积层板	589	1,326	2,170	3,952	4,837	49%	44	27	15	12	0.3	0.2

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测

注：建滔积层板归母净利润为光大证券研究所预测，其余公司归母净利润为 Bloomberg 一致预期。生益科技、华正新材、菲利华、中材科技市值、归母净利润以 CNY 计价；台光电子市值、归母净利润以 TWD 计价；建滔积层板市值、归母净利润以 HKD 计价。股价日期为 2026 年 2 月 11 日。

可比公司 25-27 年平均 PE 分别为 56x/42x/30x，26-27 年平均 PEG 分别为 0.8x/0.6x。公司 2026 年 2 月 11 日股价对应 25-27 年平均 PE 分别为 27x/15x/12x，26-27 年平均 PEG 分别为 0.3x/0.2x。公司相对估值：1) 显著低于覆铜板可比公司生益科技、华正新材、台光电子，分析由于可比公司在 AI 覆铜板领域布局较为领先，高增速的 AI 敞口更大；2) 显著低于电子布可比公司中材科技、菲利华，分析由于中材科技、菲利华分别在特种玻纤纱、石英电子布领域较为领先，当前受市场认可度更高。考虑到公司高端电子布处于前中期扩产阶段，我们认为市场尚未给予充分定价。鉴于公司：1) 是市场稀缺的具有垂直产业链布局的覆铜板龙头制造企业，成本控制与供应链稳定性行业领先；2) 铜价上行周期中盈利弹性提升，3) 上游原材料深度布局，高端电子布有望打开成长空间，我们预测净利润增速高于行业平均水平，估值具备提升空间。

4.3 投资建议

我们预测 2025-2027 年公司整体营业收入分别为 204.45 亿、276.21 亿、318.64 亿港元，同比增长 10%、35%、15%；预测 2025-2027 年归母净利润分别为 21.70 亿、39.52 亿、48.37 亿港元，同比增长 64%、82%、22%。公司 2026 年 2 月 11 日股价 18.78 港元对应 2025-2027 年 PE 分别为 27x、15x、12x，可比公司 2025-2027 年平均预测 PE 分别为 56x、42x、30x，公司 PE 估值低于可比公司平均 PE 估值水平。公司 2026 和 2027 年的 PEG 估值分别为 0.3、0.2，低于可比公司 PEG 均值。结合 PE 和 PEG 估值，基于公司：1) 铜价上涨周期中盈利弹性提升，2) 上游原材料深度布局，高端电子布有望打开成

长空间，我们认为公司具备一定的标的稀缺性和估值提升空间，首次覆盖，给予建滔积层板“买入”评级。

表 6：公司盈利预测与估值简表

指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入（百万港元）	16,750	18,541	20,445	27,621	31,864
营业收入增长率（%）	(25.1)	10.7	10.3	35.1	15.4
归母净利润（百万港元）	907	1,326	2,170	3,952	4,837
归母净利润增长率（%）	(52.5)	46.1	63.6	82.2	22.4
EPS（港元）	0.291	0.425	0.692	1.261	1.543
P/E	65	44	27	15	12

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测。注：股价时间为 2026 年 2 月 11 日，2023-2024 年末股本数为 3,120 百万股，25-27 年末实际/预测股本数为 3,135 百万股

5、风险提示

一、下游市场需求不及预期风险：覆铜板下游 PCB 行业作为电子工业的基础元器件行业，如果终端电子产品市场景气度不及预期，PCB 行业的发展速度会出现放缓或出现下滑，公司存在主营业务收入及净利润同比增速放缓或下滑的风险。

二、原材料价格波动风险：铜价波动直接影响覆铜板成本，进而影响覆铜板价格和需求量。若铜价涨幅不及预期，则覆铜板面临涨价空间收窄和需求下降的双重压力，可能导致公司盈利承压。

三、产能扩充与技术推进不及预期风险：公司正积极推进高速高频覆铜板、AI 服务器用高端材料等新产品开发与产能扩张，若技术认证、产能扩充或市场导入进度不顺畅，可能影响该业务的贡献。

财务报表与盈利预测 (单位: 百万港元)

利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	16,750	18,541	20,445	27,621	31,864
营业成本	(14,073)	(15,263)	(16,387)	(20,920)	(23,747)
毛利	2,677	3,278	4,059	6,701	8,117
其它收入	8	(13)	125	150	100
营业开支	(1,227)	(1,251)	(1,212)	(1,414)	(1,660)
营业利润	1,458	2,015	2,972	5,437	6,557
财务成本净额	(274)	(255)	(214)	(206)	(156)
应占利润及亏损	0	0	0	0	0
税前利润	1,193	1,735	2,757	5,231	6,401
所得税开支	(284)	(405)	(579)	(1,177)	(1,440)
税后经营利润	909	1,330	2,178	4,054	4,961
少数股东权益	(1)	(4)	(9)	(101)	(124)
归母净利润	907	1,326	2,170	3,952	4,837
息税折旧前利润	2,459	3,042	3,966	6,441	7,572
息税前利润	1,559	2,093	2,972	5,437	6,557
每股收益 (港元)	0.29	0.43	0.69	1.26	1.54
每股股息 (港元)	0.16	0.62	0.45	0.71	0.87

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

(单位: 百万港元)

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	23,563	23,110	25,804	28,554	29,343
流动资产	13,817	13,800	17,330	20,515	22,073
现金及短期投资	2,027	1,924	5,111	6,905	7,966
有价证券及短期投资	1,681	1,540	1,500	1,400	1,300
应收账款	3,765	4,252	4,702	5,193	5,449
存货	2,734	2,655	2,770	3,495	3,947
其它流动资产	3,609	3,429	3,247	3,522	3,411
非流动资产	9,746	9,311	8,474	8,040	7,270
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产净额	7,333	6,921	6,000	5,070	4,130
其他非流动资产	2,413	2,390	2,474	2,970	3,139
总负债	8,588	7,740	11,033	11,146	9,203
流动负债	5,595	5,763	9,042	9,153	7,209
应付账款	2,257	2,314	2,458	3,138	3,562
短期借贷	1,760	1,663	4,648	3,805	1,298
其它流动负债	1,578	1,786	1,936	2,210	2,349
长期负债	2,992	1,977	1,992	1,993	1,994
长期债务	2,692	1,615	1,615	1,615	1,615
其它	300	361	376	377	378
股东权益合计	14,975	15,370	14,770	17,408	20,140
股东权益	14,951	15,342	14,734	17,271	19,878
少数股东权益	24	27	36	137	262
负债及股东权益总额	23,563	23,110	25,804	28,554	29,343
净现金/(负债)	(2,725)	(1,716)	(1,528)	1,107	4,674
营运资本	4,242	4,592	5,014	5,550	5,834
长期可运用资本	17,968	17,347	16,762	19,401	22,133
股东及少数股东权益	14,975	15,370	14,770	17,408	20,140

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

(单位: 百万港元)

现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	824	2,708	3,170	4,227	5,802
净利润	907	1,326	2,170	3,952	4,837
折旧与摊销	900	949	994	1,004	1,015
营运资本变动	(426)	(434)	(422)	(536)	(284)
其它	(558)	866	428	(194)	235
投资活动现金流	(739)	(810)	16	32	152
资本性支出净额	(565)	(748)	(100)	(100)	(100)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其它资产变化	(174)	(62)	116	132	252
自由现金流	1,940	1,325	2,542	2,593	4,779
融资活动现金流	(1,321)	(1,928)	2	(2,465)	(4,894)
股本变动	0	0	0	0	0
净债务变化	51	(1,173)	2,984	(842)	(2,507)
派发红利	0	0	(1,934)	(1,416)	(2,230)
其它长期负债变化	(1,372)	(754)	(1,048)	(207)	(157)
净现金流	(1,236)	(29)	3,187	1,794	1,061

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司

香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼