

天承科技(688603)

报告日期: 2026年04月28日

PCB 迎风起舞，半导体蓄势待发

——天承科技年报、一季报点评报告

投资要点

□ 2025年，公司实现营业收入4.71亿元，同比增长23.72%，归母净利润8667.91万元，同比增长16.07%，扣非归母净利润7442.69万元，同比增长19.83%。2026年第一季度，公司实现营业收入1.45亿元，同比增长42.41%，归母净利润2993.86万元，同比增长57.79%，扣非归母净利润2812.66万元，同比增长67.17%。

□ 精准卡位 HDI 赛道，PCB 业务确立业绩爆发拐点

2025年，AI服务器领域的HDI需求迎来爆发，据Prismark统计，2025年全球PCB产值约为848.91亿美元，同比增长15.4%，其中HDI的产值约为157.17亿美元，同比增长25.6%，增速明显高于行业水平。在高层PCB中，不同电路层之间的连接一般通过通孔实现，通孔的填孔工艺一般为水平沉铜+VCP垂直电镀，其中沉铜的目的是为后续电镀铜提供导电种子层，而在HDI板中，电路层之间的连接升级为盲孔，而且为了改善电气性能和导热性，从而加强高频设计能力，以便于设计叠孔和盘上孔，需要尽可能减少孔内空洞，甚至完全填满铜，以降低传输信号损失，而为了实现这一目标，需要将垂直电镀工艺升级为水平电镀工艺，即盲孔填孔工艺一般为“水平沉铜+水平电镀”的组合。

过去国内PCB企业主要占据高多层市场，HDI市场更多被日、韩、台资企业垄断，因此水平电镀设备和添加剂市场被安美特所垄断，天承科技于2020年打破安美特在材料端的垄断，过去几年一直在逐步抢占安美特的份额，近两年胜宏、超毅、方正、兴森、广合等内资企业开始在HDI领域发力，新建HDI产线中，国产设备实现了零的突破，而天承科技是目前国内为数不多具备材料配套供给能力的企业，随着上述内资企业新建产线逐步投产和爬坡，公司“沉铜电镀专用化学品”业务收入和业绩的成长有望迎来加速。

□ 半导体业务前景明朗，进阶成长渐行渐近

目前公司已完成大马士革电镀铜、硅通孔(TSV)电镀铜、再布线层(RDL)电镀铜、凸点(bumping)电镀铜/镍/锡银和玻璃基板通孔TGV金属化等工艺所需电镀液产品的研发和技术储备：(1)在半导体先进封装领域的硅通孔电镀铜、再布线层电镀铜和凸点电镀系列产品得到了知名封装厂的肯定，性能达到国际先进水平；(2)玻璃基板通孔TGV金属化技术已获得产业链广泛认可，与京东方等顶级OEM企业建立了深入合作关系，共同推进产业化进程；(3)同步研发大马士革工艺、混合键合工艺等相关添加剂产品和应用技术。

半导体材料的替代过程是较为漫长的，产品性能验证通过并不意味着即时订单的获取，尤其是在实际应用中，应用工艺的参数，如药水浓度、药水搭配组合、生产设备运行参数等均将影响功能性湿电子化学品的应用效果，国产材料要在“海外设备”上替代“海外材料”的难度可想而知，所幸，国内核心半导体设备公司正逐步布局先进制程和先进封装相关的电镀设备，如北方华创于2025年推出首款用于12英寸晶圆TSV制备的电镀设备，后续亦有望布局先进制程领域大马士革电镀设备。随着国产半导体电镀设备的成长，公司半导体电镀添加剂业务的未来前景值得期待。

从PCB到载板、半导体封装、晶圆制造领域，对配方型材料而言不仅仅是纯度需求的提升，而是技术维度的升级，是较难跨越的鸿沟，公司落地上海后，正加速转型成为一家集成电路领域核心材料研发、销售的平台型上市公司，为国内集成电路的补链强链提供全力支持。

□ 投资建议：

当下PCB材料业务已经可以贡献稳定的收入、利润和现金流，公司在布局先进封装和晶圆制造业务时，并无后顾之忧。而一旦半导体材料订单进入放量阶段，

投资评级：买入(维持)

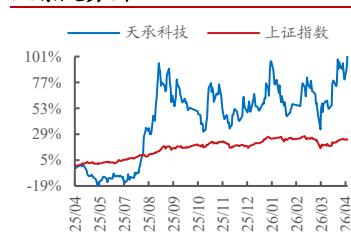
分析师：王凌涛
执业证书号：S1230523120008
wanglingtao@stocke.com.cn

分析师：沈钱
执业证书号：S1230524020001
shenqian01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥99.80
总市值(百万元)	12,447.51
总股本(百万股)	124.72

股票走势图



相关报告

- 《HDI业务迎爆发良机，半导体业务前景可期》2025.10.31
- 《PCB业务定成长基调，半导体业务拓进阶空间》2025.04.30
- 《PCB业务根基稳固，半导体业务蓄势待发》2024.10.30

公司的成长有望进入双轮驱动阶段，弹性相当可观。预计公司 2026-2028 年的净利润分别为 1.61 亿和 2.63 亿元和 4.12 亿，当前股价对应 PE 77.17、47.36 和 30.24 倍，维持买入评级。

□ **风险提示:**

1、高端 PCB 材料国产替代进展放缓；2、先进封装电镀添加剂放量周期延后。

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	470.96	743.21	1081.68	1548.68
(+/-) (%)	23.72%	57.81%	45.54%	43.17%
归母净利润	86.68	161.30	262.85	411.61
(+/-) (%)	16.07%	86.09%	62.95%	56.59%
每股收益(元)	0.69	1.29	2.11	3.30
P/E	143.60	77.17	47.36	30.24

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,136	1,249	1,493	1,867
现金	105	330	441	661
交易性金融资产	643	520	489	423
应收账款	248	291	418	592
其它应收款	1	3	4	6
预付账款	39	5	7	10
存货	65	74	105	144
其他	34	27	29	32
非流动资产	218	259	309	375
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	66	83	103	124
无形资产	74	84	99	126
在建工程	26	21	17	13
其他	52	70	89	111
资产总计	1,354	1,509	1,802	2,242
流动负债	126	80	104	130
短期借款	12	6	9	7
应付款项	41	40	53	73
预收账款	0	0	0	0
其他	74	34	42	49
非流动负债	11	29	36	39
长期借款	0	0	0	0
其他	11	29	36	39
负债合计	138	110	139	169
少数股东权益	21	21	21	20
归属母公司股东权益	1,195	1,379	1,641	2,053
负债和股东权益	1,354	1,509	1,802	2,242

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	471	743	1,082	1,549
营业成本	282	405	572	786
营业税金及附加	1	4	5	8
营业费用	34	54	76	101
管理费用	32	51	65	93
研发费用	34	52	76	101
财务费用	(1)	(2)	(5)	(8)
资产减值损失	4	3	1	2
公允价值变动损益	7	0	0	0
投资净收益	2	4	4	4
其他经营收益	8	1	5	4
营业利润	101	182	301	474
营业外收支	0	7	7	7
利润总额	101	189	307	481
所得税	14	27	45	70
净利润	86	161	263	411
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	87	161	263	412
EBITDA	111	195	313	485
EPS (最新摊薄)	0.69	1.29	2.11	3.30

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	23.72%	57.81%	45.54%	43.17%
营业利润	15.79%	80.04%	65.34%	57.74%
归属母公司净利润	16.07%	86.09%	62.95%	56.59%
获利能力				
毛利率	40.04%	45.46%	47.12%	49.28%
净利率	18.35%	21.70%	24.30%	26.55%
ROE	7.42%	12.34%	17.17%	22.04%
ROIC	7.08%	11.24%	15.31%	19.25%
偿债能力				
资产负债率	10.16%	7.27%	7.74%	7.52%
净负债比率	9.18%	9.25%	9.47%	7.52%
流动比率	9.00	15.54	14.42	14.39
速动比率	8.49	14.62	13.40	13.28
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.52	0.65	0.77
应收账款周转率	2.52	2.96	3.16	3.14
应付账款周转率	8.56	10.00	12.22	12.43
每股指标(元)				
每股收益	0.69	1.29	2.11	3.30
每股经营现金	0.49	0.85	0.87	1.59
每股净资产	9.58	11.05	13.16	16.46
估值比率				
P/E	143.60	77.17	47.36	30.24
P/B	10.41	9.03	7.58	6.06
EV/EBITDA	77.84	59.88	37.04	23.55

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	61	106	109	199
净利润	86	161	263	411
折旧摊销	11	9	11	12
财务费用	(1)	(2)	(5)	(8)
投资损失	(2)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	(33)	(56)	(116)	(156)
其它	(1)	(2)	(40)	(57)
投资活动现金流	(150)	98	(6)	14
资本支出	(48)	(17)	(22)	(25)
长期投资	0	0	0	0
其他	(102)	115	16	39
筹资活动现金流	10	22	8	7
短期借款	12	(6)	3	(1)
长期借款	0	0	0	0
其他	(2)	28	5	8
现金净增加额	(79)	225	111	220

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>