

生益电子 (688183.SH)

增持 (维持)

Q1 毛利率突破 35%创新高, 客户切换过渡期后增长有望再提速

事件: 公司公告 25 年报及 26Q1 季报: 25 年营收 94.94 亿元同比+102.57%; 归母净利润 14.73 亿元同比+343.76%; 扣非归母净利润 14.68 亿元; 26Q1 实现营收 24.11 亿元同比+52.62%; 归母净利润 4.45 亿元同比+122.16%; 扣非归母净利润 4.41 亿元同比+122.83%。结合公司近况, 我们点评如下:

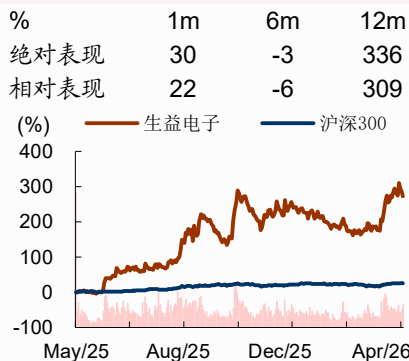
- 25 年全年营收翻倍增长、归母净利增长 344%, 盈利能力全维度大幅跃升。2025 年公司实现营业收入 94.94 亿元同比+102.57%; 归母净利润 14.73 亿元同比+343.76%, 创历史新高; 扣非归母净利润 14.68 亿元。毛利率 31.16%, 同比+8.43pcts (24 年为 22.73%), 受益于 AI 高多层 PCB 产品结构升级及良率持续改善。净利率 15.52%, 同比+8.44pcts (24 年为 7.08%), 利润增速大幅跑赢收入增速, 高端产品占比提升驱动盈利质量显著改善。加权 ROE 为 29.74%, 同比+21.50pcts (24 年为 8.24%), 资产回报能力大幅跃升。费用端控制优异: 销售费用 3.07 亿元 (费率 3.23%, 同比-0.18pcts), 管理费用 3.27 亿元 (费率 3.44%, 同比-0.89pcts), 研发费用 4.88 亿元 (费率 5.14%, 同比-0.91pcts, 绝对额同比+72.0%), 财务费用 0.58 亿元 (费率 0.61%, 同比+0.29pcts), 四项费用率合计 12.42%, 同比-1.69pcts, 规模效应显著。经营活动现金流量净额 16.21 亿元 (24 年为 3.51 亿元), 同比+362%, 现金回款质量大幅改善。基本每股收益 1.80 元 (24 年为 0.40 元)。
- AI 服务器及交换机用高多层 PCB 驱动全年量利齐升, 产品结构高端化趋势持续演绎。公司 PCB 业务收入占比约 96%, AI 服务器及交换机用高多层 PCB 为核心增长引擎。受益于全球 AI 算力大规模扩张, 公司 AI PCB 收入实现翻倍以上增长, 高层数 (50 层以上)、高附加值产品占比显著提升, ASP 提升与良率改善共同驱动毛利率从 24 年的 22.73% 大幅跃升至 31.16%。分季度看, 毛利率呈前高后低再回升态势: 25Q1 (29.8%) → 25Q2 (30.8%) → 25Q3 (33.9%) → 25Q4 (29.1%), Q4 毛利率环比回落主要系核心海外 AI 客户从上一代平台向新一代平台的产品切换导致短期产品结构变化所致。25Q4 单季营收 26.65 亿元 (同比+76.80%), 虽较 25Q3 环比放缓, 但绝对体量仍处高位。客户端, 公司深度绑定全球主要 AI 芯片及服务器客户, AWS 等 T1 客户贡献核心收入增量, 同时积极拓展全球 ASIC 客户及国内 AI 芯片客户, 客户结构持续多元化。研发端, 全年研发投入 4.88 亿元 (同比+72.0%), 持续加码布局新一代 AI 平台所需高阶 PCB 产品。
- 26Q1 营收同比增长 53%, 归母净利翻倍以上增长。26Q1 公司实现营业收入 24.11 亿元同比+52.62%; 归母净利润 4.45 亿元同比+122.16%; 扣非归母净利润 4.41 亿元同比+122.83%。毛利率约 35.2%, 同比+5.4pcts, 创历史新高, 盈利能力大幅跃升。加权 ROE 为 7.47%, 同比+2.91pcts。费用端, 销售费用 0.73 亿元 (同比+28.93%)、管理费用 0.85 亿元 (同比+22.73%), 增速均低于收入端; 研发费用 1.26 亿元 (同比+38.36%), 研发费率 5.23% (同比-0.54pcts), 规模效应带动费率稀释。财务费用 0.24 亿元 (同比+426.65%), 主要系新增借款利息增加所致。经营活动现金流量净额 6.15 亿元, 同比+236.63%, 销售收现 27.22 亿元 (同比+93.3%), 现金回款质量优异。

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 109.6 元

基础数据

总股本 (百万股)	832
已上市流通股 (百万股)	832
总市值 (十亿元)	91.2
流通市值 (十亿元)	91.2
每股净资产 (MRQ)	7.4
ROE (TTM)	28.0
资产负债率	47.5%
主要股东	广东生益科技股份有限公司
主要股东持股比例	59.85%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《生益电子 (688183) —Q4 环降源于下游大客户拉货放缓, 静待 Q2 新架构产品拉货》2026-02-04
- 《生益电子 (688183) —Q3 业绩大超预期, 新增算力产能爬坡顺利, 业务结构持续优化》2025-10-30
- 《生益电子 (688183) —19 亿投资加码算力 PCB 产能扩张, 加速推进 AI 算力客户导入》2025-08-17

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
程鑫 S1090523070013
chengxin2@cmschina.com.cn
涂银山 S1090525040004
tukunshan@cmschina.com.cn

□ **AI PCB 需求驱动产品结构持续优化，客户平台切换带来短期节奏扰动。**

26Q1 收入端增速较 25 年全年 (+102.6%) 有所放缓，主要系核心海外 AI 客户从上一代平台向新一代平台的产品切换压力自 25Q4 延续至 26Q1 所致。但毛利率从 25Q1 的 29.8% 大幅提升至 35.2%，反映产品结构向高层数、高附加值 PCB 持续优化的趋势不减，ASP 提升与良率改善共同驱动盈利能力显著改善。净利率约 18.5%，同比+5.8pcts，利润增速持续跑赢收入增速。公司深入贯彻“市场引领，双轮驱动”方针，精准锚定中高端市场，研发端持续加码布局新一代 AI 平台所需高阶 PCB 产品。

□ **AI 平台升级驱动增长再提速，东莞+吉安双基地打开远期成长空间。** 展望

2026 年，公司 AI PCB 业务增长逻辑持续强化：（1）平台升级：核心海外客户新一代 AI 平台于 2H26 加速放量，公司前期已完成新平台高层数 PCB 产品的研发储备和认证，收入增速有望在 Q2 起重新提速；（2）客户拓展：全球 ASIC 客户及国内 AI 芯片客户导入持续推进，预计将成为中期重要增量来源，全年 A 客户营收有望超 50 亿元；（3）产能扩张：东莞新基地及吉安基地二期产能陆续开出，有望新增产值 80 亿元以上，中长期产能瓶颈有望逐步缓解。母公司生益科技宣布投资 52 亿元建设东莞高端 CCL 项目，产业链纵向协同优势有望进一步强化。当前全球 AI 算力持续扩容驱动高端 PCB 需求结构性增长，公司作为国内稀缺的 AI PCB 核心标的，中长期成长确定性强。

□ **投资建议：**我们最新预计公司 26-28 年营收至 142.4/199.4/269.2 亿，归母净利至 27.1/42.0/60.7 亿，对应 PE 33.6/21.7/15.0 倍，我们看好公司中长期高端产能加速扩张并持续释放，产品结构不断优化，未来在算力市场的客户开拓及产品布局所带来的增长潜力，维持“增持”投资评级。

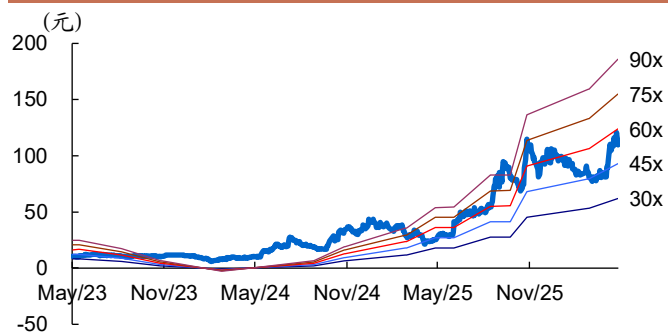
□ **风险提示：**新增产能释放不及预期；下游需求低于预期；行业竞争加剧；贸易摩擦加剧。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	4687	9494	14241	19937	26915
同比增长	43%	103%	50%	40%	35%
营业利润(百万元)	351	1657	3050	4723	6829
同比增长	-723%	372%	84%	55%	45%
归母净利润(百万元)	332	1473	2711	4197	6068
同比增长	-1428%	344%	84%	55%	45%
每股收益(元)	0.40	1.77	3.26	5.05	7.29
PE	274.6	61.9	33.6	21.7	15.0
PB	21.3	15.9	11.8	8.2	5.7

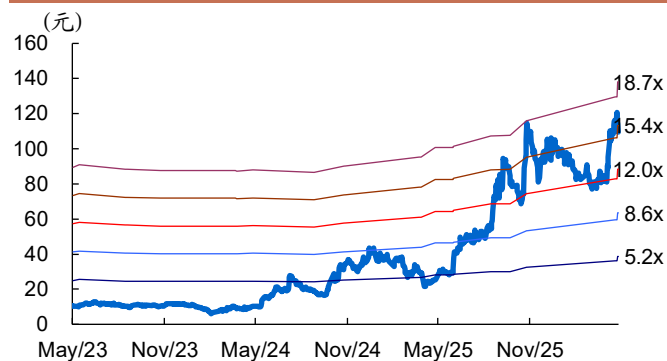
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 生益电子历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 生益电子历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	3559	5300	8017	10878	15333
现金	410	744	1261	1514	2786
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1747	2831	4247	5945	8026
其它应收款	2	4	6	8	11
存货	1208	1526	2211	3003	3959
其他	193	195	292	409	551
非流动资产	4126	5938	6688	7360	7963
长期股权投资	2	8	8	8	8
固定资产	3475	4330	5097	5785	6402
无形资产商誉	175	174	157	141	127
其他	474	1426	1426	1426	1426
资产总计	7686	11238	14705	18238	23296
流动负债	3030	5098	6602	6752	7001
短期借款	1073	1705	2409	1288	0
应付账款	1651	2445	3544	4812	6345
预收账款	17	5	7	10	13
其他	289	942	642	642	643
长期负债	383	395	395	395	395
长期借款	221	160	160	160	160
其他	162	235	235	235	235
负债合计	3412	5493	6997	7147	7396
股本	832	832	832	832	832
资本公积金	2263	2704	2704	2704	2704
留存收益	1178	2210	4172	7555	12364
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4273	5746	7708	11091	15900
负债及权益合计	7686	11238	14705	18238	23296

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	351	1621	2134	3469	5110
净利润	332	1473	2711	4197	6068
折旧摊销	332	370	463	540	610
财务费用	55	40	80	90	100
投资收益	0	0	(21)	(21)	(21)
营运资金变动	(384)	(292)	(1099)	(1338)	(1646)
其它	16	29	0	0	0
投资活动现金流	(417)	(1664)	(1192)	(1192)	(1192)
资本支出	(425)	(1640)	(1213)	(1213)	(1213)
其他投资	8	(24)	21	21	21
筹资活动现金流	60	382	(425)	(2025)	(2647)
借款变动	28	380	403	(1121)	(1288)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	10	441	0	0	0
股利分配	0	(458)	(749)	(813)	(1259)
其他	22	19	(80)	(90)	(100)
现金净增加额	(6)	339	517	252	1272

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4687	9494	14241	19937	26915
营业成本	3621	6535	9470	12859	16956
营业税金及附加	39	44	66	93	125
营业费用	160	307	427	598	807
管理费用	203	327	427	598	807
研发费用	284	488	641	897	1211
财务费用	15	58	80	90	100
资产减值损失	(44)	(99)	(100)	(100)	(100)
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	31	21	21	21	21
投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	351	1657	3050	4723	6829
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	351	1658	3051	4723	6829
所得税	19	185	340	527	761
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	332	1473	2711	4197	6068

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	43%	103%	50%	40%	35%
营业利润	-723%	372%	84%	55%	45%
归母净利润	-1428%	344%	84%	55%	45%
获利能力					
毛利率	22.7%	31.2%	33.5%	35.5%	37.0%
净利率	7.1%	15.5%	19.0%	21.1%	22.5%
ROE	8.1%	29.4%	40.3%	44.6%	45.0%
ROIC	6.6%	22.6%	30.6%	37.5%	43.1%
偿债能力					
资产负债率	44.4%	48.9%	47.6%	39.2%	31.7%
净负债比率	17.2%	19.3%	17.5%	7.9%	0.7%
流动比率	1.2	1.0	1.2	1.6	2.2
速动比率	0.8	0.7	0.9	1.2	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.0	1.1	1.2	1.3
存货周转率	3.9	4.8	5.1	4.9	4.9
应收账款周转率	3.4	4.1	4.0	3.9	3.9
应付账款周转率	2.8	3.2	3.2	3.1	3.0
每股资料(元)					
EPS	0.40	1.77	3.26	5.05	7.29
每股经营净现金	0.42	1.95	2.57	4.17	6.14
每股净资产	5.14	6.91	9.27	13.33	19.11
每股股利	0.25	0.90	0.98	1.51	2.19
估值比率					
PE	274.6	61.9	33.6	21.7	15.0
PB	21.3	15.9	11.8	8.2	5.7
EV/EBITDA	141.5	46.7	27.0	18.1	12.9

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。