

## 生益科技 (600183.SH)

强烈推荐 (维持)

## 全年业绩翻番创新高, CCL 涨价+AI 放量驱动 Q1 盈利再上台阶

事件: 公司公告 25 年报及 26Q1 季报: 25 年营收 284.31 亿元同比+39.45%; 归母净利 33.34 亿元同比+91.75%; 扣非归母净利 31.75 亿元; 26Q1 实现营收 81.41 亿元, 同比+45.09%, 环比+4.1%; 归母净利 11.58 亿元, 同比+105.47%, 环比+30.0%; 扣非归母净利 10.83 亿元。结合公司及行业近况, 我们点评如下:

□ 25 年全年营收增长 39%、归母净利翻番, 盈利能力全面跃升。2025 年公司实现营业收入 284.31 亿元, 同比+39.45%; 归母净利润 33.34 亿元, 同比+91.75%, 创历史新高; 扣非归母净利润 31.75 亿元; 合并净利润 38.92 亿元, 同比+108.37%。毛利率 26.47%, 同比+4.43pcts (24 年为 22.04%), 受益于 CCL 涨价周期叠加 AI 高端产品结构升级。净利率 11.73%, 同比+3.20pcts (24 年为 8.53%), 利润增速大幅跑赢收入增速, 规模效应与产品结构优化共同驱动盈利质量显著提升。加权 ROE 为 21.25%, 同比+9.08pcts (24 年为 12.17%), 资产回报能力大幅改善。费用端控制优异: 销售费用 5.37 亿元(费率 1.89%, 同比+0.06pcts), 管理费用 10.88 亿元(费率 3.83%, 同比-0.30pcts), 研发费用 14.50 亿元(费率 5.10%, 同比-0.57pcts), 绝对额同比+25.4%), 财务费用 9722 万元(费率 0.34%), 四项费用率合计 11.16%, 同比-0.81pcts, 规模效应显著。经营活动现金流量净额 52.74 亿元(24 年为 14.56 亿元), 同比+262.1%, 经营活动现金流/经营活动净收益为 1.30, 现金回款质量优异。基本每股收益 1.39 元(24 年为 0.74 元)。

□ CCL 业务全年量价齐升贡献核心利润增量, 子公司生益电子 PCB 业务营收翻倍。分业务看: (1) CCL 业务(含母公司其他收入): 25 年母公司营收同比+23.27%, 母公司毛利率 21.42%(同比+1.09pcts)。全年传统 CCL 推进"小步快跑"式涨价策略, 在上游铜箔、玻纤布等原材料成本波动背景下, 凭借龙头议价能力实现成本传导并获取超额涨价收益。AI CCL 方面, M8 产品在 N 客户交换板已取得主要份额, M9 产品(石英基低损耗 CCL)获 N 客户认证, AI-CCL 出货占比持续提升, 驱动产品结构高端化。分季度看, 25Q4 单季营收 78.18 亿元(同比+38.52%), 25Q4 单季营业利润 11.99 亿元, 全年呈逐季上行态势。(2) PCB 业务(子公司生益电子): 25 年实现营收 94.94 亿元(同比+102.57%), 归母净利润 14.73 亿元(同比+343.76%), 毛利率 31.16%(同比+8.43pcts), 净利率 15.52%(同比+8.44pcts), 受益于全球 AI 算力大规模扩张实现量价齐升, AI 服务器及交换机用高多层 PCB 为核心增长引擎。产能端, 江西工厂二期持续爬坡, 2025 年总 CCL 产能约 1.6 亿平米。

□ 26Q1 营收同比增长 45%, 归母净利翻倍增长, 盈利能力显著跃升。26Q1 公司实现营业收入 81.41 亿元, 同比+45.09%, 环比+4.1%; 归母净利润 11.58 亿元, 同比+105.47%, 环比+30.0%; 扣非归母净利润 10.83 亿元。毛利率约 28.10%, 同比+3.5pcts, 环比+2.3pcts, 创近年单季新高, 盈利能力持续攀升。加权 ROE 为 6.68%, 同比+2.8pcts。费用端, 销售费用 1.35 亿元(同比+15.5%)、管理费用 2.71 亿元(同比+11.4%), 增速均显著低于收入端, 规模效应明显; 研发费用 3.99 亿元(同比+35.5%), 研发费率 4.90%(同比-0.35pcts), 持续加码 AI 高端 CCL 及 FC-BGA 等前沿领域。财务费用 3829 万元(同比+172.5%), 主要系新增产能投资对应借款利息增加所致。经营活动现金流量净额 5.72 亿元, 同比+110.8%, 经营质量持续改善。

□ CCL 业务受益涨价周期叠加 AI 产品结构升级, PCB 业务维持高景气。分业务看: (1) CCL 业务: 26Q1 公司传统 CCL 持续推进"小步快跑"式涨价策略, 在上游铜箔、玻璃布等原材料成本高企背景下, 凭借龙头议价能力实现成本

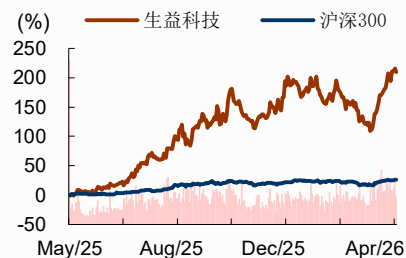
TMT 及中小盘/电子  
当前股价: 76.51 元

## 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)	185.9
流通市值(十亿元)	183.2
每股净资产(MRQ)	7.4
ROE(TTM)	21.9
资产负债率	44.0%
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	22.56%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	39	10	227
相对表现	31	6	199



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《生益科技(600183)—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》2026-02-04
- 《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
- 《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

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 S1090523070013

chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

tukunshan@cmschina.com.cn

顺畅传导并获取超额涨价收益。AI CCL 方面，M8 产品在 N 客户交换板已取得主要份额，其他料号及 ASIC 客户按计划陆续导入；M9 产品（石英基低损耗 CCL）已取得 N 客户认证，未来随着 1.6T 交换机、下一代 AI 服务器的量产，M9 需求有望迎来爆发。AI-CCL 出货占比提升驱动产品结构持续高端化。（2）PCB 业务：子公司生益电子 26Q1 营收 24.11 亿元（同比+52.6%），归母净利 4.45 亿元（同比+122.2%），毛利率 35.2%（同比+5.4pcts），AI 算力 PCB 需求强劲，AWS T3 客户 Q1 重新开启拉货，全年 A 客户营收有望超 50 亿元。产能端，江西工厂二期（新增 1500 万张 CCL 产能）持续爬坡，2026 年总产能预计提升至 1.15 亿张以上。

□ **CCL 涨价超周期演绎，52 亿东莞项目打开远期成长空间。**4 月以来覆铜板行业涨价节奏超预期，建滔月内两次涨价合计 20%，台光 M6+ 产品涨价 15%。上游铜箔加工费上涨、玻璃布供给偏紧（薄型布被 AI 专用低 Dk 布需求挤占），成本支撑叠加供需偏紧推动 CCL 涨价周期的持续时间和幅度均可能超出前期预期。公司宣布投资 52 亿元建设东莞高端 CCL 项目（新增约 4800 万平方米产能），约为当前产能的 30%，中长期产能瓶颈有望逐步缓解。同时 M10 材料亦在推进中，后续择机推向市场。子公司生益电子东莞、吉安两大 AI PCB 基地产能陆续开出，有望新增产值 80 亿元以上。公司兼具 CCL 涨价周期弹性与 AI 新品放量的双重成长逻辑，作为全球 CCL 龙头及国产 AI 材料替代核心标的，中长期增长确定性强。

□ **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 26-28 年营收 412.3/587.5/822.4 亿，归母净利 57.1/87.4/128.2 亿，对应 PE 32.6/21.3/14.5 倍，PB 9.5/7.0/5.1 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。

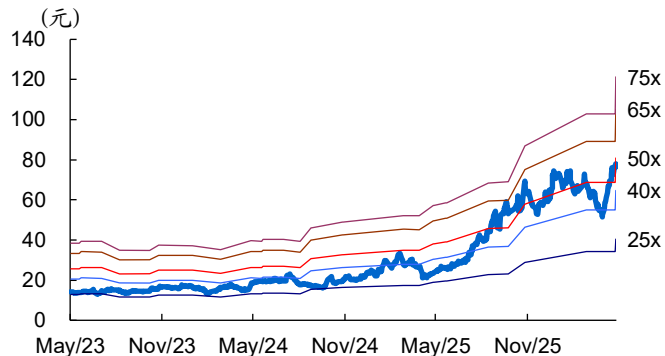
□ **风险提示：原材料价格波动、行业竞争加剧、需求不达预期、地缘政治风险加剧、技术升级不达预期。**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	20388	28431	41225	58746	82244
同比增长	23%	39%	45%	43%	40%
营业利润(百万元)	2072	4434	7592	11626	17050
同比增长	63%	114%	71%	53%	47%
归母净利润(百万元)	1739	3334	5707	8739	12815
同比增长	49%	92%	71%	53%	47%
每股收益(元)	0.72	1.37	2.35	3.60	5.28
PE	106.9	55.7	32.6	21.3	14.5
PB	12.5	11.1	9.5	7.0	5.1

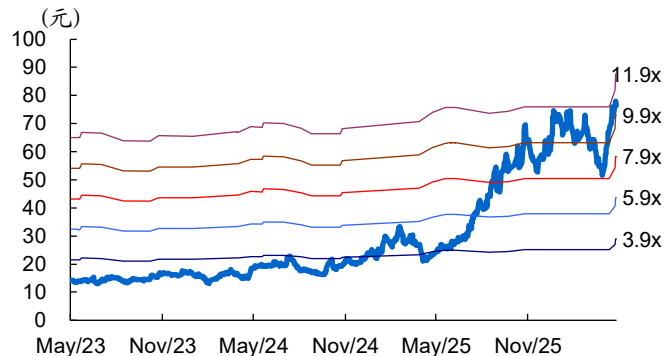
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 生益科技历史 PE Band



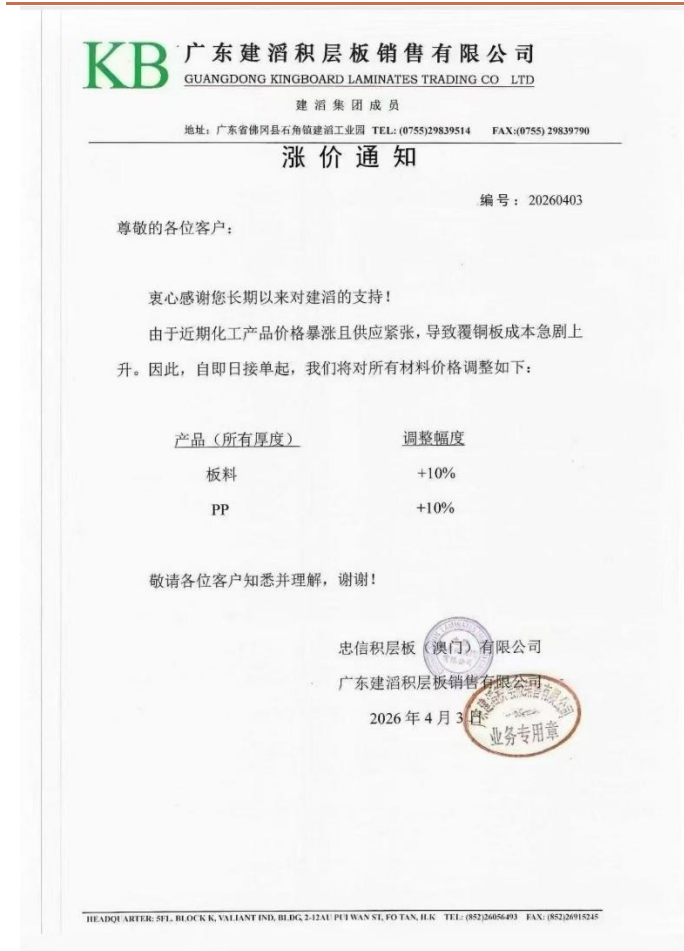
资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 生益科技历史 PB Band



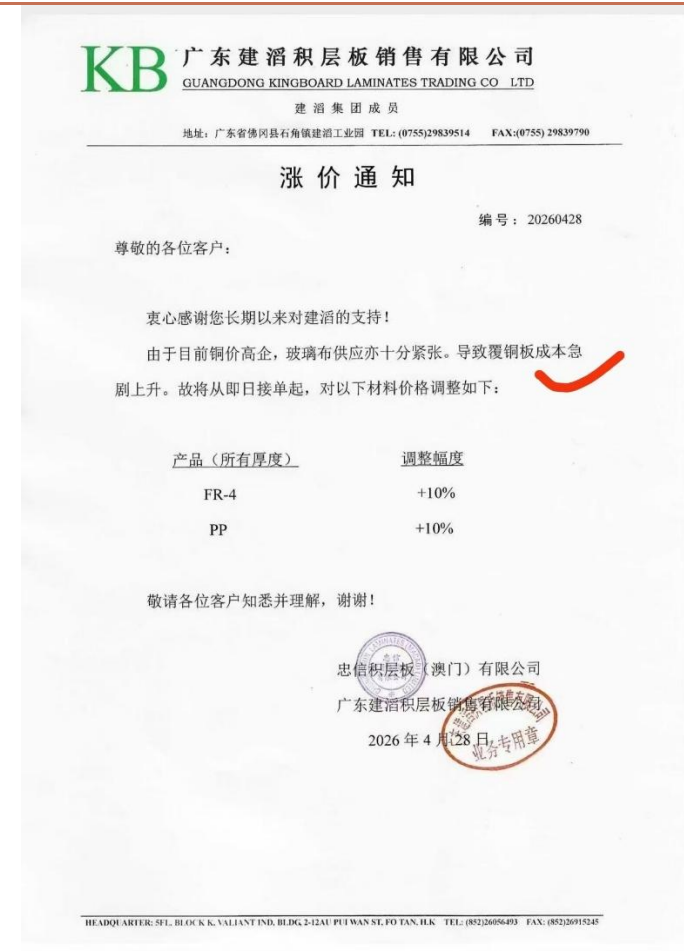
资料来源: 公司数据、招商证券

图 3: 建滔积层板 CCL 产品 4 月涨价通知



资料来源: 建滔积层板, 招商证券

图 4: 建滔积层板 CCL 产品 4 月涨价通知



资料来源: 建滔积层板, 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
- 29、《生益科技（600183）—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》2026-02-04

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	16613	19389	28963	39821	52866
现金	2016	1744	3948	4737	4278
交易性投资	130	748	748	748	748
应收票据	8	11	15	22	31
应收款项	7305	9526	13812	19682	27555
其它应收款	95	73	106	152	212
存货	5119	5786	8158	11382	15707
其他	1939	1501	2175	3098	4335
<b>非流动资产</b>	11031	13381	14300	15125	15865
长期股权投资	689	812	812	812	812
固定资产	8635	9729	10711	11592	12382
无形资产商誉	626	620	558	502	452
其他	1081	2220	2220	2220	2220
<b>资产总计</b>	<b>27643</b>	<b>32770</b>	<b>43263</b>	<b>54946</b>	<b>68732</b>
<b>流动负债</b>	9849	12080	18826	22019	23467
短期借款	1837	2305	6414	5429	1271
应付账款	5012	7222	10183	14206	19604
预收账款	232	264	372	518	715
其他	2768	2289	1858	1866	1876
<b>长期负债</b>	1289	1780	1780	1780	1780
长期借款	558	903	903	903	903
其他	731	877	877	877	877
<b>负债合计</b>	<b>11138</b>	<b>13859</b>	<b>20606</b>	<b>23799</b>	<b>25247</b>
股本	2429	2429	2429	2429	2429
资本公积金	4791	5693	5693	5693	5693
留存收益	7684	8602	11394	18421	28614
少数股东权益	1600	2187	3142	4604	6749
归属于母公司所有者权益	14905	16724	19516	26543	36736
<b>负债及权益合计</b>	<b>27643</b>	<b>32770</b>	<b>43263</b>	<b>54946</b>	<b>68732</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1456	5274	3176	5245	8100
净利润	1868	3892	6662	10201	14960
折旧摊销	863	913	1061	1156	1241
财务费用	130	93	150	180	200
投资收益	(58)	(148)	(402)	(402)	(402)
营运资金变动	(1321)	487	(4296)	(5890)	(7899)
其它	(25)	37	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(934)	(2933)	(1579)	(1579)	(1579)
资本支出	(926)	(2376)	(1981)	(1981)	(1981)
其他投资	(8)	(557)	402	402	402
<b>筹资活动现金流</b>	(1276)	(2616)	606	(2877)	(6980)
借款变动	36	(1126)	3671	(985)	(4158)
普通股增加	75	(0)	0	0	0
资本公积增加	161	902	0	0	0
股利分配	(1060)	(2429)	(2915)	(1712)	(2622)
其他	(488)	37	(150)	(180)	(200)
<b>现金净增加额</b>	<b>(754)</b>	<b>(275)</b>	<b>2204</b>	<b>790</b>	<b>(459)</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	20388	28431	41225	58746	82244
营业成本	15895	20905	29476	41122	56748
营业税金及附加	123	151	220	313	438
营业费用	373	537	701	999	1398
管理费用	843	1088	1360	1939	2714
研发费用	1157	1450	1979	2820	3948
财务费用	70	97	150	180	200
资产减值损失	(122)	(171)	(150)	(150)	(150)
公允价值变动收益	(2)	17	17	17	17
其他收益	213	242	242	242	242
投资收益	55	143	143	143	143
<b>营业利润</b>	2072	4434	7592	11626	17050
营业外收入	2	5	5	5	5
营业外支出	6	22	22	22	22
<b>利润总额</b>	2068	4416	7574	11609	17033
所得税	200	524	912	1407	2073
少数股东损益	129	558	955	1462	2145
<b>归属于母公司净利润</b>	1739	3334	5707	8739	12815

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	23%	39%	45%	43%	40%
营业利润	63%	114%	71%	53%	47%
归母净利润	49%	92%	71%	53%	47%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.0%	26.5%	28.5%	30.0%	31.0%
净利率	8.5%	11.7%	13.8%	14.9%	15.6%
ROE	12.0%	21.1%	31.5%	37.9%	40.5%
ROIC	9.9%	18.7%	25.9%	30.7%	36.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.3%	42.3%	47.6%	43.3%	36.7%
净负债比率	12.8%	11.1%	16.9%	11.5%	3.2%
流动比率	1.7	1.6	1.5	1.8	2.3
速动比率	1.2	1.1	1.1	1.3	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3
存货周转率	3.4	3.8	4.2	4.2	4.2
应收账款周转率	3.2	3.4	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.72	1.37	2.35	3.60	5.28
每股经营净现金	0.60	2.17	1.31	2.16	3.33
每股净资产	6.14	6.88	8.03	10.93	15.12
每股股利	0.60	1.20	0.70	1.08	1.58
<b>估值比率</b>					
PE	106.9	55.7	32.6	21.3	14.5
PB	12.5	11.1	9.5	7.0	5.1
EV/EBITDA	69.0	38.0	23.4	15.9	11.1

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。