

## AI需求驱动产品升级，高端材料与PCB共振成长

### ——生益科技25年年报及26Q1季报点评

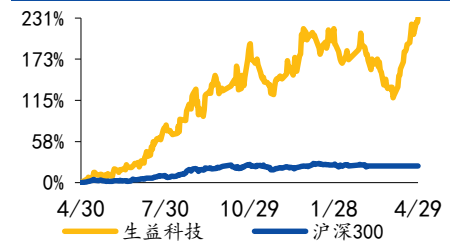
买入|维持

当前价：78.00元

#### 基本数据

52周最高/最低价(元):	78.0 / 24.29
A股流通股(百万股):	2394.50
A股总股本(百万股):	2429.12
流通市值(百万元):	186771.12
总市值(百万元):	189471.30

#### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

#### 相关研究报告

《国元证券行业研究-2026年电子行业策略报告: AI主导的上行景气周期,寻找结构性投资机会》2026.02.02

#### 报告作者

分析师	彭琦
执业证书编号	S0020523120001
电话	021-51097188
邮箱	pengqi@gyzq.com.cn
联系人	李聪
电话	021-51097188
邮箱	licong@gyzq.com.cn

#### ● 报告要点:

公司25年营收284.31亿元(YoY+39.45%),归母净利33.34亿元(YoY+91.75%),毛利率和净利率分别为26.47%和13.69%。26Q1,公司营收81.41亿元(YoY+45.09%,QoQ+4.14%),归母净利11.58亿元(YoY+105.47%,QoQ+30.01%),毛利率和净利率分别为28.10%和16.36%。营收增长以及产品毛利率提升带动公司扣非净利润实现高增长。

AI算力基础设施需求带动高端CCL、粘结片和PCB产品结构升级,产品涨价,以及江西二厂、生益电子等产能释放是公司营收和利润增长的主要原因。

CCL方面,我们预计公司26年业务收入超过210亿元,同比增加超过30%。需求主要来自AI服务器、高速网络、汽车电子等对高速、高频、低损耗等高端材料需求持续提升。公司产品销售单价有望进一步提升,有利于传导因上游原材料价格上涨而形成的压力;此外,江西二厂等新增产能逐步释放,保障订单交付。

PCB方面,我们预计公司26年业务收入超过140亿,同比增长超过50%。在AI服务器、高速交换机、光模块等需求拉动下,中高端PCB订单有望延续高景气。公司明确PCB业务锚定中高端市场,通过加大研发投入和扩产巩固竞争优势。随着高端产品占比持续提升,公司盈利能力有望持续走强。

AI基建需求带动公司业务向高端材料和高端PCB方向发展,盈利中枢有望持续上移。

我们预测公司26-27年营收390.55/514.43亿元,归属母公司净利润为55.45/78.87亿元,对应PE分别为34/24倍,维持“买入”评级。

#### 财务数据和估值

	2025A	2026E		2027E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业收入(百万元)	28431	39055	39317	51443	50528
增长率(%)	39.5%	37.4%	38.3%	31.7%	28.5%
归母净利(百万元)	3334	5545	5611	7887	7710
增长率(%)	91.8%	66.3%	68.3%	42.2%	37.4%
EPS(元/股)	1.39	2.28	2.31	3.25	3.18
市盈率(P/E)	51	34	34	24	25
市净率(P/B)	10.37	8.49	9.35	6.27	7.72

资料来源: iFind, 国元证券研究所

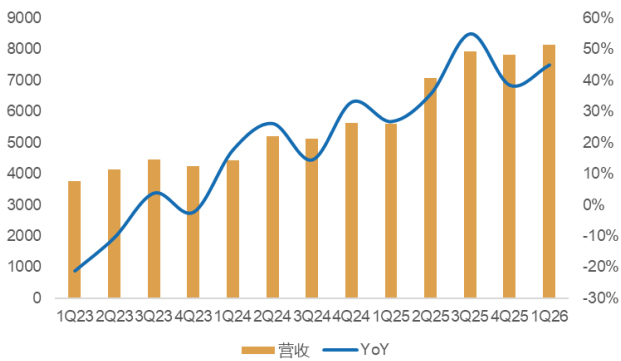
注: 市场预期为 iFind 一致预期, 股价为 2026 年 4 月 29 日收盘价

#### ● 风险提示

上行风险: AI服务器需求超预期; 产能释放超预期; 产品结构加速优化

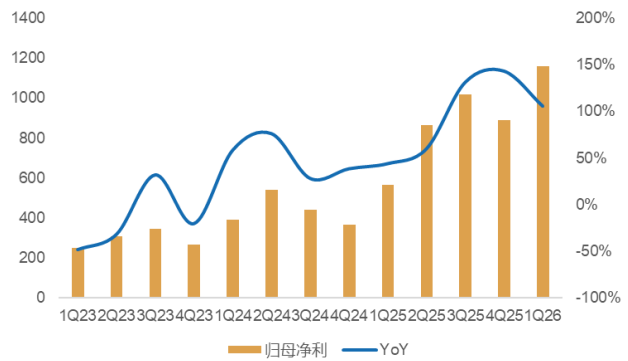
下行风险: 原材料价格大幅波动; 产能释放不及预期; 其他系统性风险

图 1：公司各季度营收及增速（百万元）



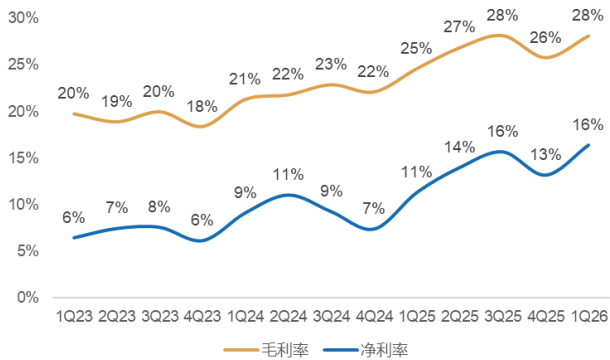
资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及增速（百万元）



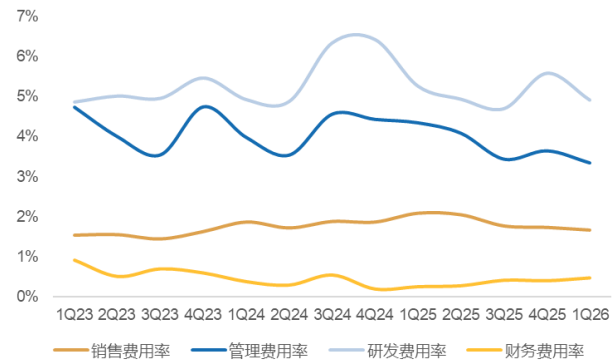
资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

图 3：公司各季度毛利率及净利率



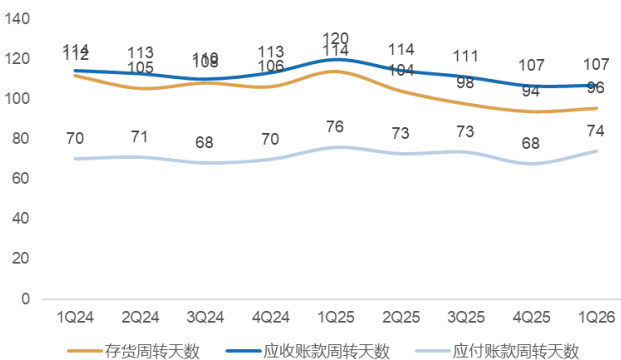
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 4：公司费用情况



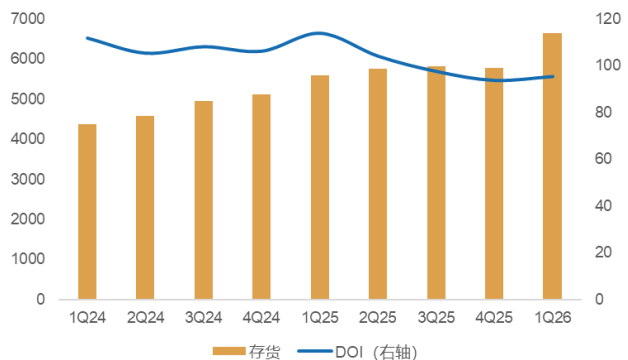
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 5：公司经营情况



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 6：公司存货及 DOI（百万元&天）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 风险提示

### 上行风险：

**AI 服务器需求超预期：**若全球云厂商资本开支持续上修，AI 服务器、交换机、光模块等需求强于预期，公司高速/高频 CCL、高多层 PCB 及配套粘结片订单有望超预期释放。

**新增产能释放超预期：**若江西二期、生益电子扩产项目、泰国基地等项目投产及爬坡进展快于预期，公司订单交付能力提升，收入增长或超预期。

**产品结构加速优化：**若公司在高速低损耗材料、HDI、封装基材、汽车电子材料及高端 PCB 等领域导入进展快于预期，产品结构改善或带动 ASP 和毛利率进一步上行。

### 下行风险：

**原材料价格大幅波动：**若铜箔、玻纤布、树脂等主要原材料价格快速上涨且传导不及时，可能压缩公司毛利率；若原材料价格快速回落，也可能带动 CCL 价格下行并影响收入增速。

**产能释放不及预期：**若江西二期、泰国基地、生益电子扩产项目建设、认证、良率或客户导入进度慢于预期，可能影响公司收入增长和规模效应释放。

**其他系统性风险：**中美贸易摩擦、边缘地域摩擦等

资产负债表		单位:百万元			
	2025A	2026E	2027E	2028E	
货币资金	1,744	7,074	14,215	24,307	
交易性金融资产	748	1,448	1,648	1,748	
应收账款及应收票据	9,536	13,010	17,116	20,622	
存货	5,786	7,813	10,167	12,244	
预付账款	45	142	187	226	
其他流动资产	1,530	2,216	2,867	3,427	
流动资产合计	19,389	31,703	46,200	62,574	
长期股权投资	812	912	1,012	1,112	
投资性房地产	140	140	140	140	
固定资产合计	9,729	7,701	5,415	2,995	
无形资产	620	615	610	605	
商誉	0	0	0	0	
递延所得税资产	601	538	538	538	
其他非流动资产	1,479	1,953	2,158	2,262	
<b>资产总计</b>	<b>32,770</b>	<b>43,562</b>	<b>56,073</b>	<b>70,226</b>	
短期借款	2,305	1,805	1,805	1,805	
应付票据及应付账款	7,222	9,495	12,441	15,053	
预收账款	0	0	0	0	
应付职工薪酬	951	997	1,306	1,581	
应交税费	195	234	309	372	
其他流动负债	1,407	2,332	2,898	3,396	
流动负债合计	12,080	14,864	18,759	22,206	
长期借款	903	803	753	723	
应付债券	0	1,894	1,894	1,894	
递延所得税负债	124	136	136	136	
其他非流动负债	753	751	751	750	
<b>负债合计</b>	<b>13,859</b>	<b>18,449</b>	<b>22,293</b>	<b>25,710</b>	
归属于母公司的所有者权益	16,724	22,310	30,197	40,074	
少数股东权益	2,187	2,803	3,583	4,442	
<b>股东权益</b>	<b>18,910</b>	<b>25,113</b>	<b>33,780</b>	<b>44,516</b>	
<b>负债及股东权益</b>	<b>32,770</b>	<b>43,562</b>	<b>56,073</b>	<b>70,226</b>	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>5,274</b>	<b>5,715</b>	<b>7,984</b>	<b>10,595</b>	
投资	-616	-800	-300	-200	
资本性支出	-2,371	-845	-543	-345	
其他	54	-92	103	124	
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2,933</b>	<b>-1,737</b>	<b>-740</b>	<b>-421</b>	
债权融资	136	1,369	-51	-31	
股权融资	35	93	0	0	
支付股利及利息	-2,727	-58	-52	-51	
其他	-59	-49	0	0	
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2,616</b>	<b>1,356</b>	<b>-102</b>	<b>-82</b>	
<b>现金净流量</b>	<b>-273</b>	<b>5,330</b>	<b>7,141</b>	<b>10,092</b>	

资料来源: iFind, 国元证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>营业总收入</b>	<b>28,431</b>	<b>39,055</b>	<b>51,443</b>	<b>62,034</b>	
%同比增速	39%	37%	32%	21%	
营业成本	20,905	28,486	37,322	45,158	
毛利	7,526	10,569	14,121	16,876	
%营业收入	26%	27%	27%	27%	
税金及附加	151	195	257	310	
%营业收入	1%	1%	1%	1%	
销售费用	537	664	823	931	
%营业收入	2%	2%	2%	2%	
管理费用	1,088	1,328	1,646	1,861	
%营业收入	4%	3%	3%	3%	
研发费用	1,450	1,757	2,161	2,481	
%营业收入	5%	5%	4%	4%	
财务费用	97	61	81	69	
%营业收入	0%	0%	0%	0%	
资产减值损失	-141	-100	-100	-100	
信用减值损失	-20	-30	-30	-30	
其他收益	242	273	309	341	
投资收益	143	78	103	124	
净敞口套期收益	0	0	0	0	
公允价值变动收益	17	0	0	0	
资产处置收益	-10	-12	-10	-12	
<b>营业利润</b>	<b>4,434</b>	<b>6,774</b>	<b>9,424</b>	<b>11,546</b>	
%营业收入	16%	17%	18%	19%	
营业外收支	-17	-3	-3	-3	
<b>利润总额</b>	<b>4,416</b>	<b>6,771</b>	<b>9,421</b>	<b>11,543</b>	
%营业收入	16%	17%	18%	19%	
所得税费用	524	609	754	808	
净利润	3,892	6,161	8,667	10,735	
%营业收入	14%	16%	17%	17%	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,334</b>	<b>5,545</b>	<b>7,887</b>	<b>9,877</b>	
%同比增速	92%	66%	42%	25%	
少数股东损益	558	616	780	859	
EPS (元/股)	1.39	2.28	3.25	4.07	

主要财务比率					
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
EPS	1.39	2.28	3.25	4.07	
BVPS	6.88	9.18	12.43	16.50	
PE	51.37	34.17	24.02	19.18	
PEG	0.56	0.52	0.57	0.76	
PB	10.37	8.49	6.27	4.73	
EV/EBITDA	33.08	19.96	14.88	11.93	
ROE	20%	25%	26%	25%	
ROIC	17%	21%	23%	22%	

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注: 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现, 其中 A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数, 新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的), 北交所基准指数为北证 50 指数。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(台湾、香港、澳门地区除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务, 上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址: [www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 邮编: 230000	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编: 200135	地址: 北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼 中建财富国际中心 5 层 邮编: 100029