



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	20.22
总股本/流通股本(亿股)	6.30 / 6.30
总市值/流通市值(亿元)	127 / 127
52周内最高/最低价	20.22 / 7.60
资产负债率(%)	57.3%
市盈率	2,022.00
第一大股东	徐缓

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com
分析师: 徐铭婉
SAC 登记编号: S1340526050001
Email: xumingwan@cnpsec.com

博敏电子(603936)

光模块 mSAP PCB、HDI、陶瓷 DPC 加速增长

● 投资要点

2025 年实现经营业绩扭亏为盈，并完成了高附加值赛道的战略卡位，形成技术迭代与市场拓展的良性循环。2025 年，公司实现营业收入为 36 亿元，同比增长 10.6%，归属于上市公司股东的净利润为 661 万元，同比增长 102.8%，主要得益于公司在 AI 算力和汽车电子等高附加值领域业务快速增长，带动 PCB 业务营收同比增长并推动销售毛利率上升 7.6 个百分点，合计贡献业务毛利增量 2 亿元。

光模块业务成为公司增长的核心亮点。公司充分发挥江苏博敏 HDI 产能与梅州基地高多层板产能的协同优势，已成功导入光模块头部厂商供应链体系。目前已实现 400G、800G 光模块 PCB 批量供货，同时积极推动 1.6T 光模块 PCB 量产工作，成长确定性明确。受益于光模块业务的快速增长，子公司江苏博敏报告期内业务毛利水平提升，实现扭亏为盈。伴随客户合作深度的不断加大及需求的持续放量，公司将适时扩充光模块 PCB 专用产能，保障核心客户交付需求。

公司拥有丰富的汽车电子 PCB 产品线，持续拓展海内外客户。依托丰富的产品线，公司目前已跟多家造车新势力、海外车企和汽车供应链客户建立了稳定的合作关系并按既定的订单生产交付。2025 年，公司紧抓智能出行方向的增长机遇，新开发了包括佛吉亚在内的全球头部厂商、国内激光雷达头部企业、国内车企底盘域、智能座舱等客户，为未来汽车电子业务的持续增长奠定了坚实基础。同时也在不断加强战略合作伙伴的合作深度和广度，提升既有客户的市场份额。

构建“PCB+陶瓷衬板”独特技术优势，推动 PCB 埋嵌类创新产品的应用。2025 年，公司在 PCB 高阶 HDI、≥68 层超高层板量产、UHDI、多层 PTFE-FPC、AMB+FPC、Coreless&ETS 工艺及 mSAP 先进工艺等关键技术领域保持技术优势或取得关键突破，进一步筑牢技术壁垒。“PCB+陶瓷衬板”和“AMB+FPC”一体化技术是公司持续构建差异化竞争优势的关键支撑。子公司深圳博敏是少数同时具备 AMB/DPC 陶瓷衬板全工艺量产能力的本土供应商，已形成覆盖氮化硅、氮化铝、氧化铝等材料体系及 AMB、DBC、DPC 等工艺的完整产品矩阵。目前公司已为汽车电子与激光雷达客户批量供应陶瓷衬板，相关产品已配套多款量产车型，充分受益于新能源汽车与智能驾驶渗透率提升带来的增量需求。同时，随着光模块向 800G/1.6T 高速演进，光器件功耗激增对温控能力提出更高要求，公司高性能陶瓷衬板已成功导入国内头部 MicroTEC（微型热电制冷器）厂商并实现批量供货，市场空间持续扩大。同时，依托于先进的 PCB 工艺技术与制造经验，公司具备为客户提供“PCB+元器件+解决方案”的一站式服务能力，在电子装联、功能测试、模块/产品组装、EMS/ODM 等全供应链上满足客户的需求。

- **投资建议**

我们预计公司 2026/2027/2028 年分别实现收入 40/50/65 亿元，分别实现归母净利润 2/4/6 亿元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**

需求不及预期风险；市场竞争加剧风险；新产品推出不及预期风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3612	4007	5008	6500
增长率(%)	10.59	10.94	24.97	29.80
EBITDA（百万元）	447.47	794.99	1061.82	1331.15
归属母公司净利润（百万元）	6.61	203.85	402.73	601.41
增长率(%)	102.80	2983.23	97.56	49.33
EPS(元/股)	0.01	0.32	0.64	0.95
市盈率(P/E)	1927.89	62.53	31.65	21.19
市净率(P/B)	2.95	2.95	2.94	2.92
EV/EBITDA	23.63	20.24	15.56	12.86

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	3612	4007	5008	6500	营业收入	10.6%	10.9%	25.0%	29.8%
营业成本	3089	3232	4036	5200	营业利润	103.9%	2,729.8%	95.3%	48.8%
税金及附加	22	40	50	65	归属于母公司净利润	102.8%	2,983.2%	97.6%	49.3%
销售费用	108	80	100	130	获利能力				
管理费用	151	160	190	237	毛利率	14.5%	19.4%	19.4%	20.0%
研发费用	154	140	175	228	净利率	0.2%	5.1%	8.0%	9.3%
财务费用	58	77	95	107	ROE	0.2%	4.7%	9.3%	13.8%
资产减值损失	-72	-150	-50	-50	ROIC	0.4%	3.4%	5.7%	7.7%
营业利润	8	218	425	633	偿债能力				
营业外收入	4	2	2	2	资产负债率	57.3%	58.8%	61.7%	64.8%
营业外支出	2	7	7	7	流动比率	0.95	0.98	1.01	1.05
利润总额	9	213	420	628	营运能力				
所得税	5	9	17	25	应收账款周转率	2.65	2.67	2.77	2.82
净利润	4	204	404	603	存货周转率	4.99	5.25	6.95	7.34
归母净利润	7	204	403	601	总资产周转率	0.38	0.39	0.46	0.55
每股收益(元)	0.01	0.32	0.64	0.95	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.01	0.32	0.64	0.95
货币资金	845	587	558	364	每股净资产	6.85	6.85	6.88	6.92
交易性金融资产	130	140	150	160	估值比率				
应收票据及应收账款	1600	1832	2285	2964	PE	1927.89	62.53	31.65	21.19
预付款项	69	32	40	156	PB	2.95	2.95	2.94	2.92
存货	697	534	629	789	现金流量表				
流动资产合计	3741	3752	4440	5384	净利润	4	204	404	603
固定资产	4130	4062	4046	3983	折旧和摊销	369	505	547	596
在建工程	1265	1665	1865	2065	营运资本变动	-43	-611	-319	-544
无形资产	109	116	121	125	其他	111	210	122	121
非流动资产合计	6419	6770	6947	7075	经营活动现金流净额	440	309	754	776
资产总计	10161	10523	11388	12460	资本开支	-1051	-880	-680	-680
短期借款	1301	1401	1501	1601	其他	47	-55	-15	-1
应付票据及应付账款	1946	1661	2074	2672	投资活动现金流净额	-1003	-935	-695	-682
其他流动负债	685	786	815	857	股权融资	21	0	0	0
流动负债合计	3931	3847	4390	5130	债务融资	565	617	403	403
其他	1896	2339	2642	2945	其他	-106	-247	-490	-692
非流动负债合计	1896	2339	2642	2945	筹资活动现金流净额	481	370	-87	-289
负债合计	5827	6186	7031	8074	现金及现金等价物净增加额	-79	-259	-28	-195
股本	630	630	630	630					
资本公积金	3239	3239	3239	3239					
未分配利润	372	348	306	244					
少数股东权益	19	19	20	21					
其他	74	100	161	251					
所有者权益合计	4334	4337	4356	4385					
负债和所有者权益总计	10161	10523	11388	12460					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本 61.68 亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底，公司在全国设有 58 家分支机构（含 29 家分公司、29 家营业部），1 家资产管理分公司和 1 家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路 2 号院 6 甲 1 号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048