下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

电子

2026 年 06 月 29 日

生益科技 (600183)

——崛起的电子电路基材领军

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：	2026 年 06 月 26 日
收盘价（元）	178.50
一年内最高/最低（元）	191.88/28.35
市净率	24.2
股息率%（分红/股价）	0.67
流通 A 股市值（百万元）	427,419
上证指数/深证成指	4,027.26/15,782.22

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	7.38
资产负债率%	44.03
总股本/流通 A 股(百万)	2,429/2,395
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华正新材（603186）深度：护航国产算力，锐利涨价品种》 2026/04/03

《电互联：规模、速率、集成——PCB/CCL 行业 2026 年投资策略》 2026/03/19

《生益电子（688183）深度：受益 AI ASIC 与交换机速率升级（AI 硬件系列之 6）》 2025/12/30

证券分析师

杨海晏 A0230518070003

yanghy@swsresearch.com

联系人

陈俊兆 A0230124100001

chenjz@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **生益科技：崛起的电子电路基材领军。**根据 Prismark，2013 年至 2024 年，公司刚性覆铜板销售总额保持全球第二，2024 年全球市场占有率达到 13.7%，覆铜板销量超 1.4 亿平方米。产业引领者匹配新战略。生益科技在 2025 年报中对公司发展战略进行了全新表述：强调规模领先和技术领先战略，重点发展高速材料，加大力度开拓行业海外重点客户，扩充高等级材料研发人才，以及运营上 AI 提效。

- **AI 基建需求拉动，高速 CCL 长期市场规模超 150 亿美元。**AI 投资加速推动服务器、交换机等基础设施的建设和升级换代，从而大幅提升对用于高速运算、高密度互联的高端 PCB 产品的需求。PCB 作为承载核心计算组件的关键载体，需满足高频高速、低信号损耗、高散热性能等严苛要求，进而单位面积 PCB/CCL 的附加价值提升。根据 Prismark 预测，主要应用于 AI 服务器、交换机与路由器的高速数字 CCL 市场规模有望从 2025 年 62 亿美元增长至 2030 年 158 亿美元，2025-2030 年 CAGR 达 20.7%。

- **成本端传导顺畅，涨价动能或持续，带来盈利扩张。**原材料转产高端压缩低端供给，电子布+铜箔+树脂三大主材具有充分涨价动能。CCL 厂商预计有效转嫁。铜价在供需紧平衡下或维持高位。AI 特种布抢占产能，供给约束下普通布涨价动能或持续。地缘冲突升级，上游石化供给受冲击，树脂成本存在上行空间。

- **技术引领，跻身高端供应链核心。**公司已为英伟达供应 GB300 交换板 M8 等级 CCL，亚马逊、谷歌、Meta 等 ASIC 项目有望取得实质性份额突破。在下一代平台中，生益科技是中国大陆唯一通过英伟达 M9 认证的厂商。在 DesignCon 2026 上，生益科技系统性展出适配 224G/448G 速率的材料路线及方案，包括 PTFE 正交背板材料、CoWoP 封装载板专用材料等。5 月 19 日，由生益科技主导制定的 IEC 国际标准《PTFE 无增强材料含填料覆铜箔层压板》正式颁布。该材料以聚四氟乙烯（PTFE）为主体树脂，不含增强材料，但添加功能性填料，具备低且稳定的 Dk 与低 Df，能够满足高频、高速信号传输对材料性能的严苛要求。

- **投资分析意见：生益科技已经成为高端电子电路基材领军，充分受益算力基建趋势下覆铜板高速化与成本驱动型涨价。**预计生益科技 2026-2028 年实现营业收入 417/609/673 亿元，同比+47%/+46%/+11%；归母净利润 58 亿/97 亿/112 亿元，同比+74%/+67%/+16%；净利率 13.9%/15.9%/16.6%。截至 2026 年 6 月 26 日收盘，26E PE 为 75x，可比公司平均 PE 为 88x，首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**算力景气度不及预期；公司产品研发、客户导入进展不及预期；CCL 紧缺缓解。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	28,431	8,141	41,741	60,866	67,313
同比增长率（%）	39.4	45.1	46.8	45.8	10.6
归母净利润(百万元)	3,334	1,158	5,808	9,688	11,192
同比增长率（%）	91.8	105.5	74.2	66.8	15.5
每股收益（元/股）	1.39	0.48	2.39	3.99	4.61
毛利率（%）	26.5	28.1	29.8	31.3	33.4
ROE（%）	19.9	6.5	29.6	39.3	39.8
市盈率	130		75	45	39

注： “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

生益科技已经成为高端电子电路基材领军，充分受益算力基建趋势下覆铜板高速化与成本驱动型涨价。预计生益科技 2026-2028 年实现营业收入 417/609/673 亿元，同比+47%/+46%/+11%；归母净利润 58 亿/97 亿/112 亿元，同比+74%/+67%/+16%；净利率 13.9%/15.9%/16.6%。截至 2026 年 6 月 26 日收盘，26E PE 为 75x，可比公司平均 PE 为 88x，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

1）覆铜板及粘结片：高端 AI CCL 突破及普品顺周期涨价。覆铜板和粘结片进入 2026-2027 年的价格上行周期，但随着行业供给释放，价格涨势或于 2028 年平缓。预计覆铜板和粘结片 2026-2028 年收入为 268 亿/386 亿/373 亿，同比增长+51%/44%/-3%。顺周期涨价与高端化带动盈利能力扩张，预计毛利率为 26.6%/28.2%/30.0%。

2）印制线路板（生益电子运营）：AIDC 投资带动服务器、交换机 PCB 需求结构性扩容。预计印刷电路板业务 2026-2028 年收入为 128 亿/192 亿/269 亿，同比+40%/+50%/+40%；AI 算力 PCB 在产品结构中占比提高以及产能稼动率提升，毛利率预计为 35%/36%/37%。

有别于大众的认识

市场没有充分定价生益科技在高端电子电路基材的能力提升与产业核心地位。公司已为英伟达供应 GB300 交换板 M8 等级 CCL，亚马逊、谷歌、Meta 等 ASIC 项目有望取得实质性份额突破。在下一代平台中，生益科技是中国大陆唯一通过英伟达 M9 认证的厂商。在 DesignCon 2026 上，生益科技系统性展出适配 224G/448G 速率的材料路线及方案，包括 PTFE 正交背板材料、CoWoP 封装载板专用材料等。5 月 19 日，由生益科技主导制定的 IEC 国际标准《PTFE 无增强材料含填料覆铜箔层压板》正式颁布。

市场担忧 CCL 涨价的持续性。三大主材具有充分涨价动能。铜价在供需紧平衡下或维持高位；AI 特种布抢占产能，供给约束下普通布涨价动能或持续；地缘冲突升级，上游石化供给受冲击，树脂成本存在上行空间。高集中度赋予 CCL 厂商主动权。预计 2026 年需求景气、供给紧缺仍将持续，普通大宗 CCL 仍具备调涨空间。

股价表现的催化剂

算力基建景气度提升；公司产品研发、客户导入新进展；CCL 上游铜箔/玻纤布/树脂涨价、CCL 涨价。

核心假设风险

算力景气度不及预期；公司产品研发、客户导入进展不及预期；CCL 紧缺缓解。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 生益科技：崛起的电子电路基材领军 5

1.1 全球第二大刚性覆铜板供应商 5
1.2 电子电路基材引领者的新战略 7

2. CCL：高速化渗透 + 成本驱动型涨价双主线 10

2.1 AI 算力基建带动高速 CCL 增长 10
2.2 传导顺畅，成本端涨价动能或持续 13
2.3 生益科技：技术引领，跻身高端供应链核心 14
2.4 附录：刚性覆铜板产品分类、市场规模与格局 15

3. 投资分析意见：首次覆盖，给予“买入”评级 17

3.1 盈利预测与关键假设 17
3.2 估值与评级 18
3.3 催化剂、核心假设风险 19

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：生益科技营收结构（亿元） 6
图 2：生益科技毛利润结构（亿元） 6
图 3：生益科技营收及归母净利润（亿元） 6
图 4：生益科技毛利率及净利率 6
图 5：全球数据中心 PCB 市场规模预测（亿美元） 10
图 6：高速 CCL 市场规模预测（亿美元） 10
图 7：AI 基础设施（AI 服务器+交换机+标准总线）SerDes 速率路线图与 CCL 损耗等级的对应关系 10
图 8：全球高速 CCL 销售额排名（百万美元） 12
图 9：PCB 和 CCL 的典型成本结构 13
图 10：CCL 环节集中度比 PCB 环节高（2024 年） 13
图 11：铜价在供需紧平衡下或维持高位（美元/吨） 13
图 12：7628 电子布价格 25Q4 以来持续调涨（元/米） 13
图 13：生益科技国家电子电路基材工程技术研究中心研究方向 14
图 14：CoWoP 封装架构 15
图 15：英伟达 Kyber 机架正交背板高达 168 层 15
图 16：刚性覆铜板产品分类体系 15
图 17：刚性 CCL 市场规模（百万美元） 15
图 18：特殊 CCL 市场规模（百万美元） 15
图 19：2024 年刚性 CCL 全球格局 16
图 20：2024 年高速 CCL 全球格局 16
图 21：生益科技盈利预测 17

表 1：生益科技发展沿革 5
表 2：生益科技主要股东（截至 2026 年 6 月 16 日） 7
表 3：生益科技董事长及管理层明细 8
表 4：生益科技战略表述变更 9
表 5：高速 CCL 等级及材料体系 11

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 生益科技：崛起的电子电路基材领军

1.1 全球第二大刚性覆铜板供应商

全球电子电路基材核心供应商。生益科技前身为生益覆铜板有限公司，由香港伟华电子有限公司、东莞市电子工业总公司、广东省外贸开发公司等几大股东投资建立于 1985 年，1998 年上交所上市。公司总部位于东莞，并先后在咸阳、苏州、中国香港、中国台湾、常熟、南通、九江及泰国设立子公司。公司产业地位卓著，拥有中国电子电路基材行业唯一的“国家电子电路基材工程技术研究中心”认定。根据 Prismark，2013 年至 2024 年，公司刚性覆铜板销售总额保持全球第二，2024 年全球市场占有率达到 13.7%，覆铜板销量超 1.4 亿平方米。

表 1：生益科技发展沿革

阶段	时间	事件
2023 年至今：AI 基建周期，生益科技切入全球顶尖算力终端客户，引领国际标准制定	2026	入选英伟达 MGX 生态系统；主导的 IEC 国际标准《PTFE 无增强材料含填料覆铜箔层压板》正式颁布
	2025	生益科技通过英伟达 GB300 交换板认证
	2024	生益科技（泰国）有限公司奠基
2016-2022 年：5G 建设周期，启动集团化运营，从通用板向高频高速、特种材料延伸，确立国内覆铜板行业的技术领军地位	2022	生益科技松山湖五厂（封装载板基板项目）投产
	2021	生益电子在上交所科创板挂牌上市
	2020	生益科技企业集团全面启动运营
	2019	联营公司联瑞新材成功登陆上交所科创板
	2017	成立江西生益
	2016	成立江苏生益特种材料，研发高频高速 PTFE/碳氢基材； 2016 年通过“国家电子电路基材工程技术研究中心”验收
2009-2015 年：4G 建设/消费电子周期，开始进行行业国际标准输出	2015	成立东莞生益资本
	2014	成立常熟生益
	2013	成立中国台湾生益；与日本新日铁合资成立“东莞艾孚莱电子材料有限公司”，主营 FCCL 的销售与进出口业务；收购 TTM 对生益电子剩余股权，向 PCB 环节延伸
	2011	通过 “国家企业技术中心”认定；建立国家电子电路基材工程技术研究中心；成立软性光电材料产研中心
	2010	无铅 CEM-1、CEM-3 产品的两项 IEC 标准成为国内首份电子电路产品的国际标准
2000-2008 年：产品线拓展和高端化萌芽，建设技术体系，进行全国多地产能建设	2008	广东生益、苏州生益通过“国家高新技术企业”认定
	2007	通过“广东省工程技术研究开发中心”认定
	2006	自主研发的挠性覆铜板（FCCL）量产，打开了智能手机、可穿戴设备等的端侧市场空间；成立香港生益
	2005	广东生益松山湖一分厂顺利投产
	2004	国内第一条 RCC 精密涂覆生产线建成投产
	2003	通过“广东省电子电路基材研究开发工程中心”认定
	2002	成立苏州生益；成立东海硅微粉有限责任公司（联瑞新材前身）
	2000	自建品牌，更名为生益科技股份有限公司；成立陕西生益
1985-1999：草创阶段，从代工起家	1998	上海证券交易所挂牌交易
	1994	股份制改造
	1990	原广东省外贸局副处长刘述峰接任董事长，推动公司转型升级
		香港实业家唐翔千创办生益敷铜板有限公司，最初采取“来料加工”模式，生产纸基覆铜板

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：生益科技官网，申万宏源研究整理

生益科技主要从事 CCL/PP 及 PCB 业务。2025 年，CCL/PP、PCB 业务分别贡献营收 63%/32%，分别贡献毛利 57%/35%。CCL/PP 包括覆铜板、半固化片、绝缘层压板、金属基覆铜箔板、涂树脂铜箔、覆盖膜类等高端电子材料。PCB 包括单、双面线路板及高多层线路板，通过控股子公司生益电子经营。

本报告主要对生益科技 CCL/PP 业务进行分析，PCB 业务主体生益电子分析已于 2025 年 12 月发表于《生益电子（688183）深度：受益 AI ASIC 与交换机速率升级（AI 硬件系列之 6）》，因此不作详细展开。

图 1：生益科技营收结构（亿元）



资料来源：iFind，申万宏源研究

图 2：生益科技毛利润结构（亿元）



资料来源：iFind，申万宏源研究

AI 周期：从周期主导走向高端算力电子材料核心资产。

2019-2021 年：PCB/CCL 环节处在景气周期。2019-2021 年，中国进入 5G 商用与基站建设高峰，需求共同拉动高频高速 CCL 放量。此外，疫情缓和后带来的需求积压释放下，汽车电动化、半导体增长带动载板需求增长。供应链扰动带来原材料成本通胀，CCL 环节顺周期涨价使公司得以维持 26%-27%的综合毛利率。

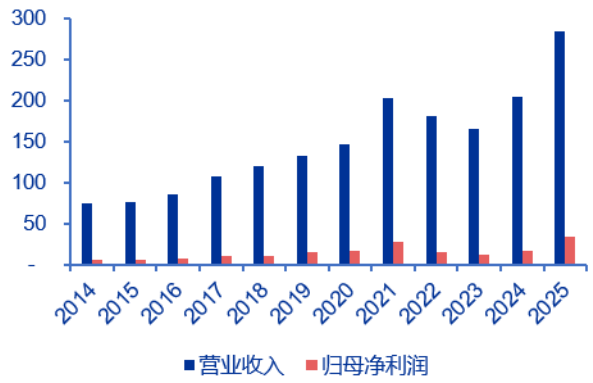
2022-2023 年：电子终端需求景气下行，产业链去库存。市场需求从 2021 年底开始回落。原材料成本仍然较高。此外，行业新增产能在集中释放。CCL 环节价格与盈利存在压力，公司综合毛利率调整至 19%-22%区间。

2024 年至今：在 AI 算力基建需求带动下，PCB/CCL 需求和定价权回归。AI 算力对于高速 CCL 的需求弹性提升，高阶规格价格和盈利提升，加之高端 CCL 供给更加稀缺。生益科技由此完成了从“国内龙头”向“全球 AI 材料核心候选”的身份切换，产品结构、附加值及盈利能力大幅提升。

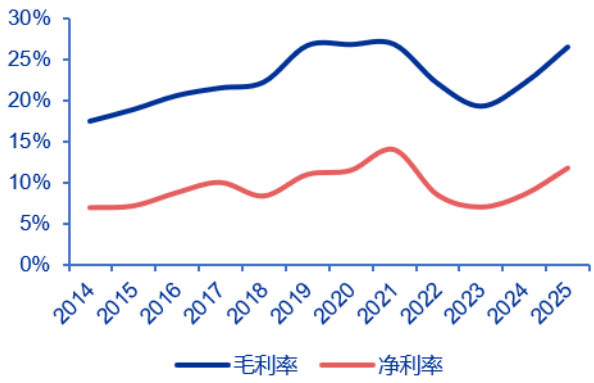
图 3：生益科技营收及归母净利润（亿元）

图 4：生益科技毛利率及净利率

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：iFind，申万宏源研究



资料来源：iFind，申万宏源研究

1.2 电子电路基材引领者的新战略

生益科技由广东省、东莞市、伟华电子共同长期持股。截至 2026 年 6 月 16 日，广东省属国资广新集团为第一大股东，持股 22.56%；东莞市属国资（东莞国弘投资、东莞科创集团等）一致行动组，合计持股 14.13%；香港伟华电子为另一主要股东，持股 12.14%。自 1985 年公司创设以来，公司股权结构虽无实控人，但维持三方共治的长期稳定性。

表 2：生益科技主要股东（截至 2026 年 6 月 16 日）

分类	股东名称	占总股本比例	明细	派驻董事会成员	同时持有上市公司股权
广东省国资，第一大股东	广东省广新控股集团有限公司（广新集团）	22.56%	前身是广东省外贸集团、广新外贸集团，现演变为广东省属国有资本投资公司；股权为广东省人民政府占比 90%，广东省财政厅占比 10%	张莉（广新集团财务资金部总经理）、谢景云（广新集团资本投资高级总监、资本投资中心总经理）	兴发铝业、星湖科技、省广集团、佛塑科技、国义招标、纬达光电
东莞市国资，一致行动组	东莞市国弘投资有限公司（国弘投资）	13.29%	前身为东莞市电子工业总公司，为东莞科技创新金融集团有限公司的全资子公司，主要负责集团围绕战略性产业投资业务以及集团下属产业园区运营	唐镇川（国弘投资副总经理）	生益电子
	东莞科技创新投资集团有限公司（东莞科创集团）	0.29%	与第二大股东国弘投资系一致行动组；隶属于东莞科创集团	邓春华（东莞科创集团副总经理，生益电子董事长）	生益电子
	东莞市科创资本产业发展投资有限公司	0.36%	与第二大股东国弘投资系一致行动组；隶属于东莞科创集团		
	东莞市科创资本投资管理有限公司	0.19%	与第二大股东国弘投资系一致行动组；隶属于东莞科创集团		
	合计	14.13%			
香港伟华电子，唐翔千家族投资平台	伟华电子有限公司	12.14%	生益科技核心创始股东，香港爱国实业家唐翔千（美维集团创始人，曾任全国政协常委、生益科技董事长）创立并实际控制	庄鼎鼎（伟华电子董事总经理、首席投资官）、唐嘉盛（伟华电子高级管理人员）	清溢光电

资料来源：iFind，广新集团官网，国弘投资官网，东莞科创集团官网，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

职业经理人新更迭，高管内生拔擢。2024 年从“创始发展代”向“职业经理人接力”切换。前董事长刘述峰因年龄原因荣休离任，其自 1990 年进入公司，履职长达 34 年中对生益科技从传统覆铜板加工厂走向全球领军起到了关键作用。陈仁喜接任董事长，此前长期担任公司高管，并在多个核心子公司担任董事长，包括苏州生益、陕西生益、江西生益、江苏生益特种材料等，说明其对生产体系、产品结构升级及区域扩产落地具有深度参与和较强执行基础。

表 3：生益科技董事长及管理层明细

姓名	职务	任职日期	性别	加入生益年份	个人简历
陈仁喜	职工董事，董事长	2024/6/5	男	1995	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，正高级工程师（科技型企业家），高级经济师。1989 年 6 月毕业于华南理工大学有机化学专业。曾任职于东莞市氮肥厂、香港东方线路板有限公司、香港生益有限公司，历任广东生益科技股份有限公司生产总厂长兼营运总监、副总经理、董事、总经理，现任生益电子股份有限公司董事、广东生益科技股份有限公司董事长、江苏生益特种材料有限公司董事长、江西生益科技有限公司董事长、陕西生益科技有限公司董事长、苏州生益科技有限公司董事长、东莞生益资本投资有限公司董事长、生益科技（泰国）有限公司签字董事、生益科技（香港）有限公司董事长、生益科技（国际）有限公司董事长、生益科技（发展）有限公司董事长。
曾红慧	总经理	2024/6/5	女	1991	中国国籍，无国外永久居留权，本科学历。1991 年从华南理工大学毕业加入广东生益科技股份有限公司，历任广东生益科技股份有限公司销售业务经理、销售部副经理、销售部经理、市场部经理。现任广东生益科技股份有限公司总经理、营销总监、集团营销中心总裁，兼任江西生益科技有限公司、江苏生益特种材料有限公司、苏州生益科技有限公司董事，广东生益科技股份有限公司北京分公司负责人，中国台湾生益科技有限公司副董事长。
唐芙云	董事会秘书	2018/4/18	女	2001	中国国籍，无永久境外居留权，本科学历。2001 年 7 月毕业加入广东生益科技股份有限公司，历任广东生益科技股份有限公司证券事务代表、董事会办公室副经理、法务部经理、董事会办公室经理，生益电子股份有限公司监事。现任广东生益科技股份有限公司董事会秘书兼法务部经理、董事会办公室经理、集团副总裁，东莞生益资本投资有限公司董事、东莞生益房地产开发有限公司董事、东莞生益发展有限公司董事、生益科技（泰国）有限公司签字董事、生益科技（香港）有限公司董事、生益科技（国际）有限公司董事、生益科技（发展）有限公司董事、江苏联瑞新材料股份有限公司董事、咸阳生益房地产开发有限公司董事、陕西生益科技有限公司监事、东莞市上市公司协会副秘书长。
曾耀德	总工程师	2017/3/29	男	1990	中国国籍，无永久境外居留权，本科学历，正高级工程师，1989 年 7 月毕业于中山大学化学系高分子材料专业。1989 年 7 月至 1990 年 3 月，在东莞市虎门真空电镀厂任技术员；1990 年 3 月至 2000 年 2 月，在广东生益科技股份有限公司任工程师；2000 年 3 月至 2016 年 8 月，任陕西生益科技有限公司工艺部经理、总工程师；2016 年 8 月至今，历任生益科技总厂技术总监，现任生益科技总工程师，兼任江西生益科技有限公司、江苏生益特种材料有限公司及陕西生益科技有限公司董事。
林道焕	总会计师	2024/6/5	男	2002	中国国籍，无永久境外居留权，本科学历，高级会计师，中共党员。2002 年从南开大学会计学专业毕业至今在广东生益科技股份有限公司任职，历任广东生益科技股份有限公司财务部会计、会计主任、经理。现任生益科技总会计师、集团财务中心成本管控总监，兼任东莞生益房地产开发有限公司、东莞生益发展有限公司及咸阳生益房地产开发有限公司董事，江苏生益特种材料有限公司、江西生益科技有限公司、东莞生益资本投资有限公司及湖南绿晟环保股份有限公司监事。

资料来源：iFind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

产业引领者匹配新战略。生益科技在 2025 年报中对公司发展战略进行了全新表述：强调规模领先和技术领先战略，重点发展高速材料，加大力度开拓行业海外重点客户，扩充高等级材料研发人才，以及运营上 AI 提效。

表 4：生益科技战略表述变更

2021-2024 年报所披露公司发展战略	2025 年报所披露公司发展战略
	1、保持规模领先战略。通过技术和管理降低传统产品的成本，提升传统产品的竞争力，守住原有产品市场竞争优势，同时积极开拓新产品市场。
（1）公司仍坚持以做强做大覆铜板为主业的战略。	
（2）公司坚持在覆铜板行业成为全球最具综合竞争优势的制造商；是电子电路所需材料的知名品牌核心供应商；是终端功能需求的解决者。	**2、产品技术领先战略。**聚焦高端主流市场产品，把握 AI、先进封装、HDI、新能源、卫星通讯、自动驾驶等市场快速发展机会，充分利用外部资源，提升创新研发能力。
（3）公司仍坚持在经营上不向上、下游扩张的基本战略。	**3、多品种发展战略。**重点发展高速材料的同时，持续优化做好各类硬板、软板、芯片封装材料。
	4、国际化战略。利用好泰国生产基地，加大对海外销售网络的投入，加大国际化人才的引入，加大力度开拓行业海外重点客户。
	5、集团化管理战略。通过对集团化管理再次改造优化，实现进一步提升集团资源利用最大化和集团效益最大化的目标。
	6、人力资源优化战略。加大高素质优秀人才的招聘、培养力度，应对华南基地建设、高等级材料研发生产需要及人才队伍老化更替需求。
	7、AI 赋能及信息化提升战略。加大集团在各个业务过程中 AI 技术的开发利用，以 AI 作为本战略期提升经营效率的核心动力。

资料来源：生益科技年报，申万宏源研究



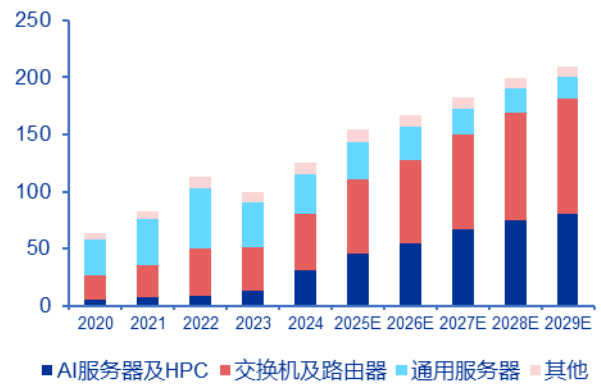
下载日志已记录，仅供内部参考

2. CCL：高速化渗透 + 成本驱动型涨价双主线

2.1 AI 算力基建带动高速 CCL 增长

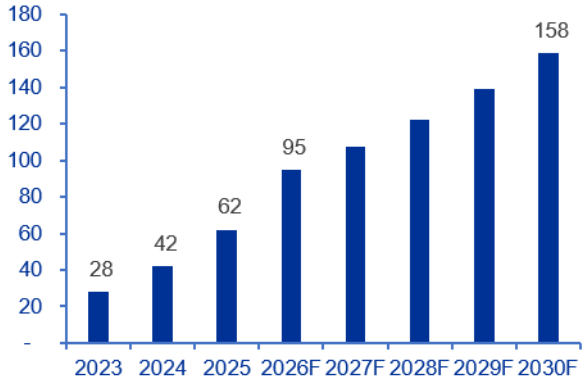
AI 基建需求拉动，高速 CCL 长期市场规模超 150 亿美元。AI 投资加速推动服务器、交换机等基础设施的建设和升级换代，从而大幅提升对用于高速运算、高密度互联的高端 PCB 产品的需求。PCB 作为承载核心计算组件的关键载体，需满足高频高速、低信号损耗、高散热性能等严苛要求，进而单位面积 PCB/CCL 的附加价值提升。根据灼识咨询，数据中心 PCB 市场规模将从 2024 年 125 亿美元增长至 2029 年 210 亿美元，2024-2029 CAGR 达 10.9%。根据 Prismark 预测，主要应用于 AI 服务器、交换机与路由器的高速数字 CCL 市场规模有望从 2025 年 62 亿美元增长至 2030 年 158 亿美元，2025-2030 年 CAGR 达 20.7%。

图 5：全球数据中心 PCB 市场规模预测（亿美元）



资料来源：灼识咨询，沪电股份港股发行文件，申万宏源研究

图 6：高速 CCL 市场规模预测（亿美元）



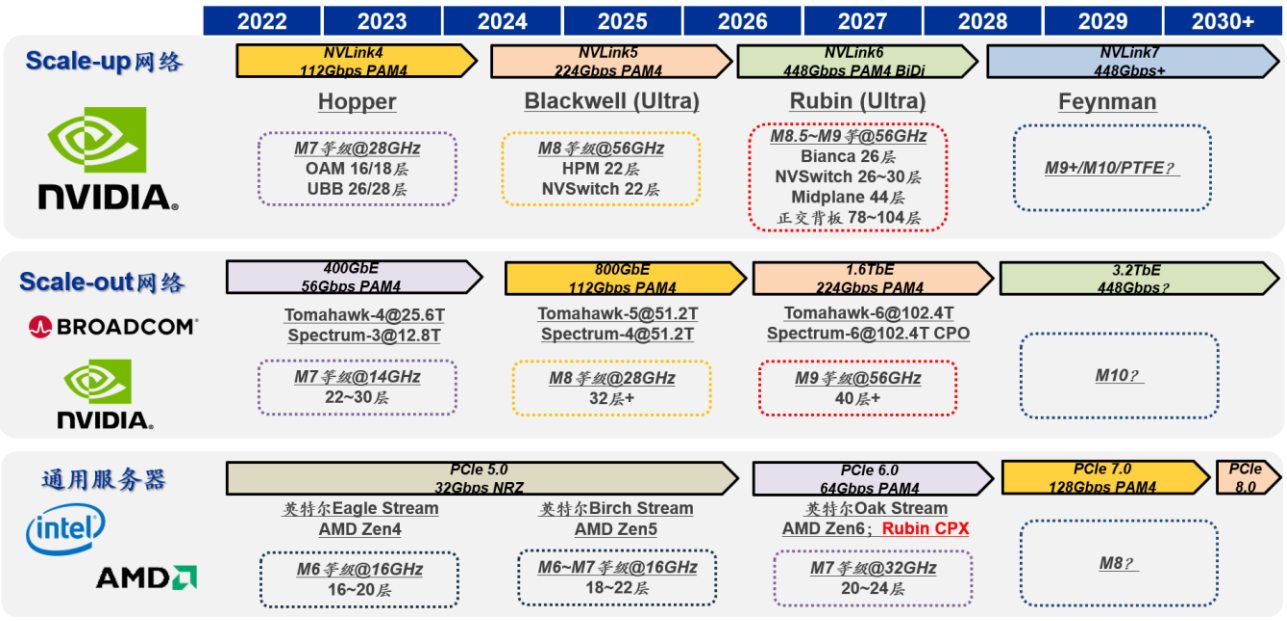
资料来源：Prismark（PCB/CCL 专业分析机构），申万宏源研究

AI 互联带宽提升要求电互联介质性能升级。AI 互联带宽密度提高，PCB 层数、IO 密度增长，SerDes 速率、电信号频率须同步提升，损耗预算更加苛刻。**1）Scale-up 网络方面**，英伟达 NVLink SerDes 速率从 Hopper 架构的 112Gbps 升级至 Rubin 架构的 448Gbps。根据 SemiAnalysis，Rubin 计算板及交换板预计采用 M8.5(HVLP4+LDK4)材料，Midplane 中背板及 Kyber 大背板有望采用基于石英布的 M9 等级材料。**2）Scale-out 网络方面**，以太网交换机速率将从 400G(56Gbps 单通道）升级至 1.6T(224Gbps），交换机主板层数有望提高至 40 层以上，并且需要采用 M9 等级主材。**3）标准总线方面，**PCIe Gen6 将随着英特尔 Oak Stream、AMD Zen6 量产进入应用期，但是 56Gbps 单通道速率远低于 AI 网络，因此仅需 M7 材料。

总体而言，2026-2027 年为 AI 数据中心 PCB 损耗等级向 M8.5~9 迁移的时期。

图 7：AI 基础设施（AI 服务器+交换机+标准总线）SerDes 速率路线图与 CCL 损耗等级的对应关系

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：SemiAnalysis 半导体分析，博通，英伟达，沪电股份港股招股书，ODCC（开放数据中心委员会），松下，联茂电子投资者关系材料，申万宏源研究绘制

注 1：以 NVLink4 112Gbps PAM4 说明截止频率（奈奎斯特频率）28GHz 的计算。NVLink4 的单通道速率为 112Gbps，调制方式为 PAM4（四电平调制），意即每个周期有 4 种电平可能性，可以携带 2 个比特位的信息（2 电平 NRZ 调制携带 1bit、8 电平 PAM8 调制携带 3bit，以此类推）。因此，112Gbps ÷ 2bits = 56GHz 为标准信号的波特率。根据奈奎斯特-香农采样定律，奈奎斯特频率须为波特率的一半以上，即约 28GHz 以上，才能保证信号完整性。

注 2：根据 SemiAnalysis，NVLink6 采用单通道 448Gbps PAM4 双向信号传输方式，因此波特率、截止频率无须翻倍。

随着速率、频率提升，CCL 性能须升级以保证信号完整性。导体损耗和介质损耗是影响高速信号完整性的主要因素。导体损耗，由电流在铜箔传输时的高频趋肤效应和表面粗糙度导致；趋肤效应无法避免，但可通过降低铜箔表面粗糙度改善损耗，如采用 HVLP 铜箔。介质损耗由玻纤布和树脂共同决定，与介电常数（Dk）/损耗因子（Df）正相关，可采用 Low-Dk 电子布/石英布以及碳氢树脂或 PTFE 树脂降低 Dk/Df。

表 5：高速 CCL 等级及材料体系

	CCL 损耗等级	Mid Loss M2	Low Loss M4	Very Low Loss M6	Ultra Low Loss M7	Extreme Low Loss M8	Super Extreme Low Loss M9
分级依据	典型 Df 值 @10GHz	0.01~0.015	0.005~0.01	0.003~0.005	0.002~0.003	0.001~0.002	<0.001
材料体系	铜箔	RTF1/2	RTF1/2	RTF2/3	RTF2/3; HVLP1/2	HVLP3/4	HVLP4/5
	玻纤布	E-glass	E-glass	E-glass/Low-Dk1(NE)	Low-Dk1(NE)	Low-Dk2(NER)	Low-Dk2/3(NER/NEZ); Q-glass
	树脂体系	EP 为基，共混少量 PPE	EP 为基，共混 PPE 或 CE	PPE 为基，共混 EP 或 CE	高组分 PPE 为基，共混 PCH/陶瓷填充	超高组分 PPE 为基，共混 PCH/陶瓷填充	PCH 或 PTFE
代表性型号	松下	Megtron2	Megtron4/4S	Megtron6/6N	Megtron7/7N	Megtron8/8S	Megtron9

下载日志已记录，仅供内部参考

斗山	DS-7409D	DS-7409D(X)	DS-7409DJG	DS-7409DJG(N)	DS-7409DQN/N2	DS-7409DYQ
台光电	EM370D	EM526	EM528K	EM890K/891K	EM-892K/K2	EM896K2/K3
生益科技		S7439	Synamic 6/6N	Synamic 8GN	Synamic 9GN	Synamic 10GQ

资料来源：Prismark（PCB/CCL 专业分析机构），各公司官网，申万宏源研究

【铜箔解释】RTF：Reverse-Treated Foil，反转铜箔；HVLP：Hyper Very Low Profile，极低轮廓铜箔。

【玻纤布解释】E-glass：Electrical Glass，电子级玻纤布；Low-Dk1：低介电一代布，对标日东纺 NE 级型号；Low-Dk2：低介电二代布，对标日东纺 NER 级型号；Low-Dk3：低介电三代布，预计对标日东纺 NEZ 级型号（渐进提高二氧化硅含量）或 Q-glass（高纯二氧化硅含量）；Q-glass：Quartz Glass，石英布。

【树脂解释】EP：Epoxy Resin，环氧树脂；PPO/PPE：Polyphenylene Oxide，聚苯醚树脂；CE：Cyanate Ester Resin，氰酸酯树脂；PCH：Hydrocarbon Resin，碳氢树脂；PTFE：Polytetrafluoroethylene，聚四氟乙烯。

台资、日韩企业主导高速 CCL 供应，国产供应商突围。

中国台湾地区：优势源于下游高端 ICT 设备制造产业的聚集效应，技术储备、规模、客户上的先发优势延续到 AI 时代。台系“CCL 三雄”位居第一梯队，CR3 约 60%。其中，台光电是全球领军，供应主流终端算力与交换机客户。

日系：凭借核心主材（铜箔+电子布+树脂）的供给端优势，在封装基板、高频高速等高端 CCL 细分市场占有一席之地。松下份额约 10%，核心客户为谷歌（TPU+交换机）。

韩国：斗山电子 BG（6.1%）独树一帜，从 GB200 开始成为计算板 CCL 的主要供应商。

中国大陆：生益科技（6%）为内资厂商领军，从 GB300 开始参与交换板 CCL 的供应。南亚新材，华正新材亦出色。

图 8：全球高速 CCL 销售额排名（百万美元）

厂商	国家/地区	2021	2022	2023	2024	24年份额
台光电	中国台湾	460	530	790	1,249	29.9%
联茂	中国台湾	546	585	518	700	16.7%
台燿	中国台湾	661	474	454	649	15.5%
松下	日本	316	139	295	453	10.8%
斗山	韩国	172	195	109	254	6.1%
生益科技	中国大陆	115	167	120	250	6.0%
南亚塑胶	中国台湾	172	167	125	162	3.9%
建滔化工	中国大陆	115	111	111	129	3.1%
Isola	美国	86	28	81	90	2.2%
南亚新材	中国大陆	-	-	36	70	1.7%
AGC	日本	57	-	64	62	1.5%
华正新材	中国大陆	29	28		27	0.6%
三菱瓦斯化学	日本	-	84		-	
高速CCL销售额		**2,872**	**2,787**	**2,783**	**4,180**	

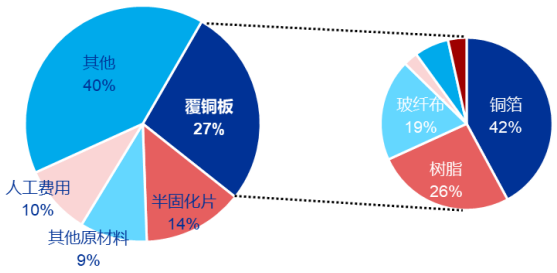
资料来源：Prismark，CCLA 覆铜板资讯，中国台湾工商时报，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 传导顺畅，成本端涨价动能或持续

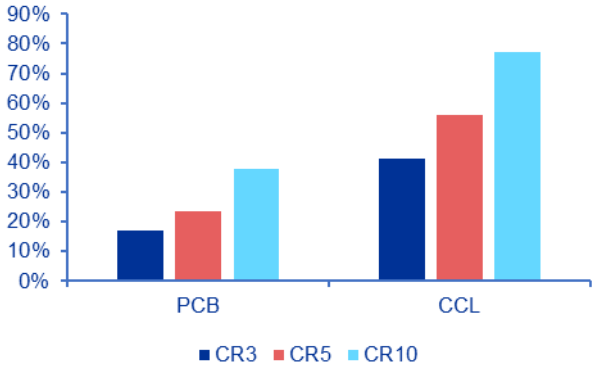
高集中度决定 CCL 厂商能够较顺畅涨价。CCL 是 PCB 的核心原材料，对 PCB 起互联导通、绝缘和支撑的作用。覆铜板是将电子玻纤布或其它增强材料浸以树脂胶黏剂，通过烘干、裁剪、叠合成坯料，一面或双面覆以铜箔并经热压而制成的一种板状材料。在覆铜板的成本结构中，三大主材为铜箔（成本占比约 42%）、玻纤布（约 19%）、树脂（约 26%）。

图 9：PCB 和 CCL 的典型成本结构



资料来源：中商产业研究院，申万宏源研究

图 10：CCL 环节集中度比 PCB 环节高（2024 年）



资料来源：Prismark（PCB/CCL 专业分析机构），CCLA 覆铜板资讯，申万宏源研究

三大主材具有充分涨价动能。

1）铜价：供需紧平衡下或维持高位：需求侧受全球能源转型、AI 数据中心建设拉动，供给侧受 2025 以来核心矿区黑天鹅事件扰动生产的冲击。国际铜研究组织预测，2026 年全球精炼铜市场可能出现约 15 万吨的供应缺口。

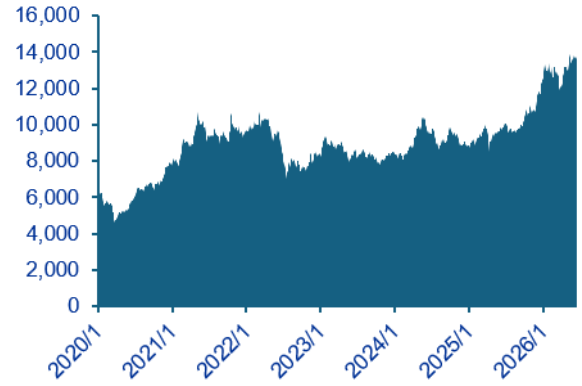
2）电子布：AI 特种布抢占产能，供给约束下普通布涨价动能或持续。AI 终端所需特种布较普通布利润率更高，因此电子布供应商有较强动力转产特种布。织布机短缺为核心约束。据央视财经报道，截至 6 月初，市场上常用规格的电子布已经完成年内 5 轮提价，均价达 7.4 元/米。当前普通布库存水平很低，短期紧缺程度难以缓解。

3）树脂：地缘冲突升级，上游石化供给受冲击，树脂成本存在上行空间。地缘冲突升级，牵涉全球原油及化工产业链。能源成本与原料供应的双重压力向下游传导。根据央视财经，沙特的朱拜勒工业区此前供应了全球大约 70%的 PPE 树脂。早在今年 3 月底，由于霍尔木兹海峡航运受阻，相关工厂就已经停产，供给退出直接推升覆铜板及 PCB 生产成本。

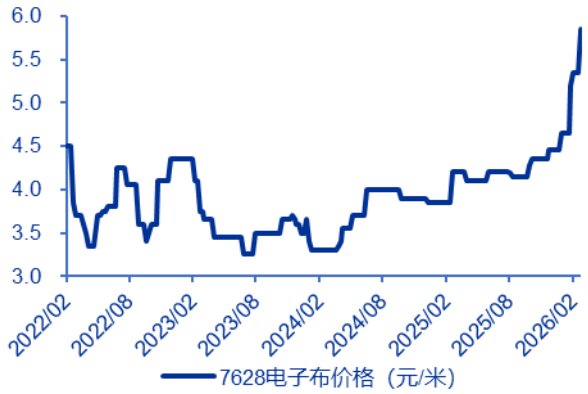
图 11：铜价在供需紧平衡下或维持高位（美元/吨）

图 12：7628 电子布价格 25Q4 以来持续调涨（元/米）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：LME 伦敦金属交易所，申万宏源研究

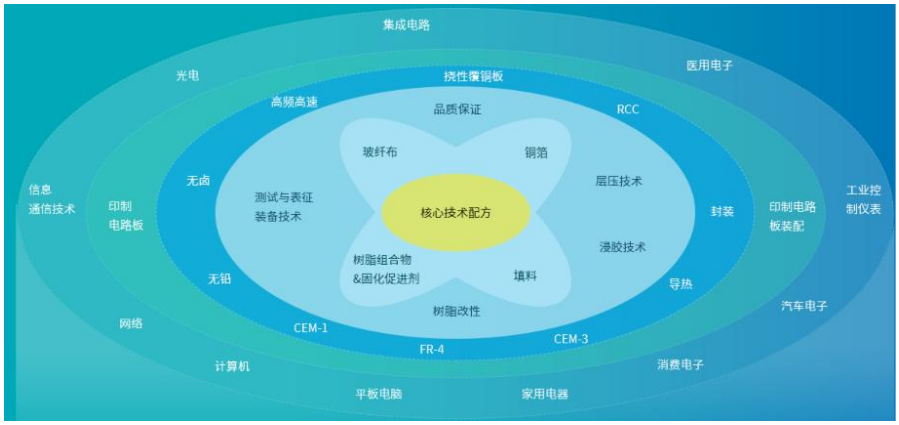


资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

2.3 生益科技：技术引领，跻身高端供应链核心

生益科技已成为电子电路基材产业引领者。公司技术力量雄厚，先后开发出多种在世界范围内广泛应用的高科技产品，2011 年通过“国家企业技术中心“认定，由国家科技部于 2011 年批准组建“国家电子电路基材工程技术研究中心”并于 2016 年通过验收。公司依托该国家级工程技术研究中心，针对行业发展中的重大关键性、基础性和共性技术问题，持续不断地对具有重要应用前景的科研成果进行系统化、配套化和工程化研究开发，推出了众多具有高增值效益的产品。

图 13：生益科技国家电子电路基材工程技术研究中心研究方向



资料来源：生益科技官网，申万宏源研究

生益科技已跻身海外 AI 算力供应链核心。公司已为英伟达供应 GB300 交换板 M8 等级 CCL，亚马逊、谷歌、Meta 等 ASIC 项目有望取得实质性份额突破。在下一代平台中，生益科技是中国大陆唯一通过英伟达 M9 认证的厂商。

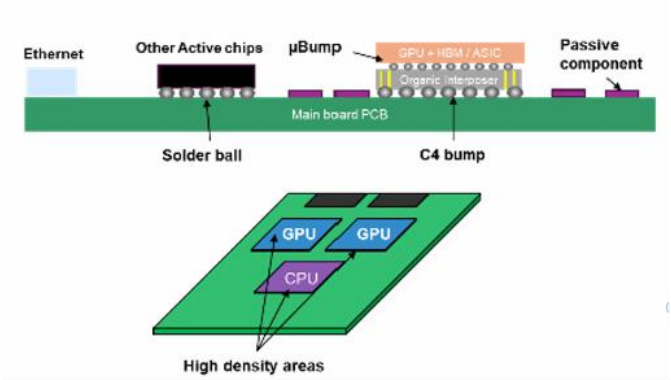
在 DesignCon 2026 上，生益科技系统性展出适配 224G/448G 速率的材料路线及方案，包括 PTFE 正交背板材料、CoWoP 封装载板专用材料等。

2026 年 5 月 19 日，由生益科技主导制定的 IEC 国际标准《PTFE 无增强材料含填料覆铜箔层压板》正式颁布。该材料以聚四氟乙烯（PTFE）为主体树脂，不含增强材料，但

下载日志已记录，仅供内部参考

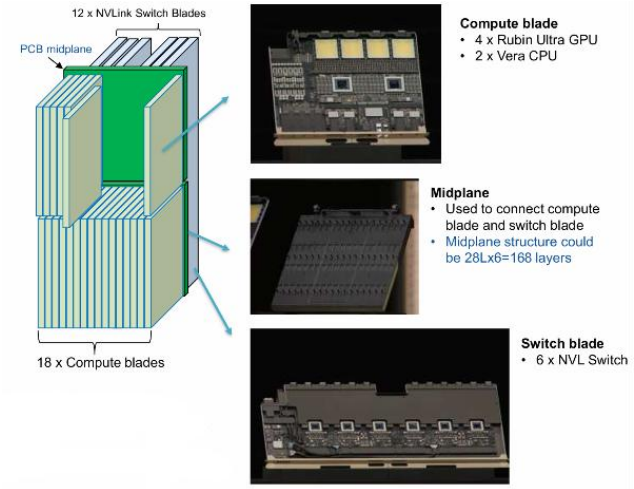
添加功能性填料，具备低且稳定的 Dk 与低 Df，能够满足高频、高速信号传输对材料性能的严苛要求。产品广泛应用于 5G/6G 通信基站、卫星通信、汽车雷达、高速数据中心、AI 计算硬件等高端电子通讯领域。

图 14：CoWoP 封装架构



资料来源：Prismark，申万宏源研究

图 15：英伟达 Kyber 机架正交背板高达 168 层



资料来源：Prismark，申万宏源研究

2.4 附录：刚性覆铜板产品分类、市场规模与格局

图 16：刚性覆铜板产品分类体系

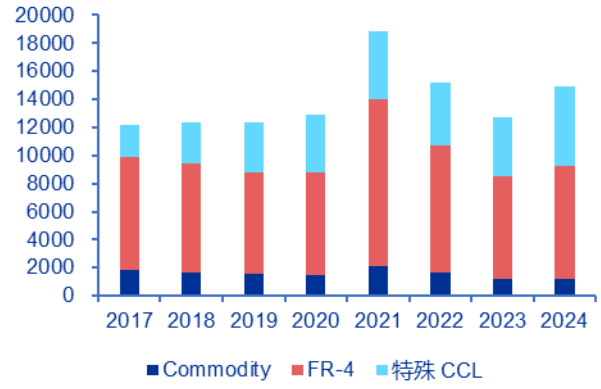
产品分类	定位	定义
Commodity	低端	低成本的基础类别
纸基		以木浆纸为增强材料，通常配以酚醛树脂
复合基		以木浆纸+玻纤布或玻璃毡为增强材料，通常配以环氧树脂
FR-4	中端，最泛用	FR意即阻燃(Flame Retardant)；以玻纤布为增强材料，配以环氧树脂；是最为常用的CCL材料
常规FR-4		使用含溴阻燃剂（如四溴双酚A）的 FR-4
无卤FR-4		不含溴（Br）和氯（Cl）等卤素成分，采用磷-氮系等绿色阻燃剂的 FR-4
高Tg FR-4		高Tg（Glass Transition Temperature，玻璃化转变温度）指PCB板材在受热时从刚性玻璃态转变为高弹态的临界温度。高Tg板材在高温下依然能保持较好的机械强度、稳定性及硬度，主要应用于通讯、电脑、汽车、电子仪器等耐热要求高的应用场景。
特殊CCL	高端应用	高性能或特殊应用要求
封装载板用CCL		应用于有机IC封装载板的CCL
射频/微波CCL		应用于高频/微波信号传输场景；高频是电磁学概念特性，模拟信号范畴，反应信号模拟/射频/微波信号本身的频谱特性；用于基站、雷达场景
高速CCL		应用于高速数字信号传输场景；高速是信息学概念特性，数字信号范畴，用于高速数据传输；应用于服务器、交换机、路由器场景

资料来源：Prismark（PCB/CCL 专业分析机构），申万宏源研究

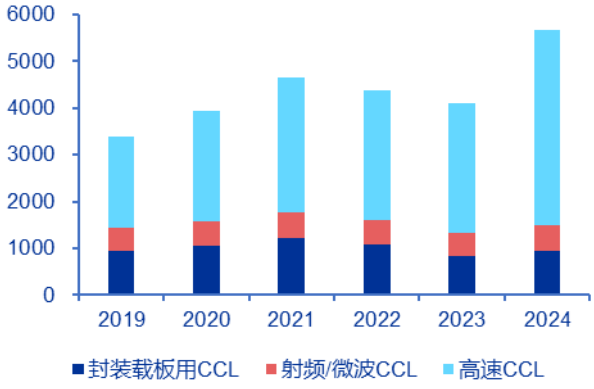
图 17：刚性 CCL 市场规模（百万美元）

图 18：特殊 CCL 市场规模（百万美元）

下载日志已记录，仅供内部参考

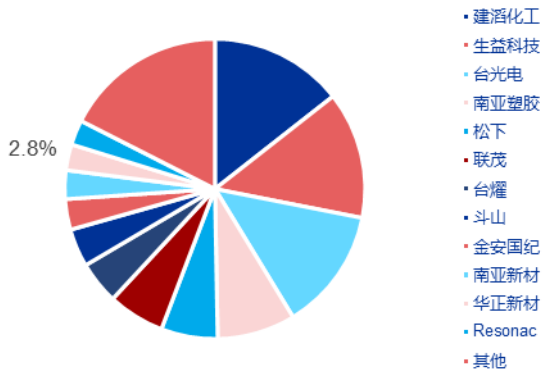


资料来源：Prismark（PCB/CCL 专业分析机构），申万宏源研究测算



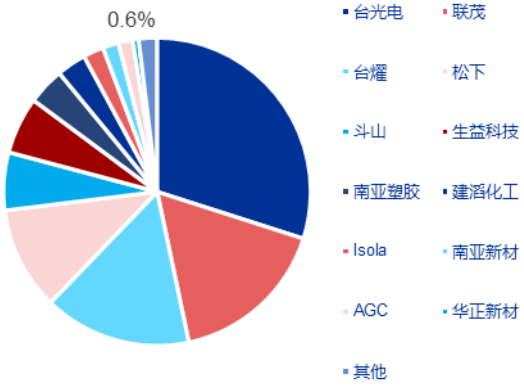
资料来源：Prismark（PCB/CCL 专业分析机构），CCLA，申万宏源研究测算

图 19：2024 年刚性 CCL 全球格局



资料来源：Prismark（PCB/CCL 专业分析机构），CCLA 覆铜板资讯，申万宏源研究测算

图 20：2024 年高速 CCL 全球格局



资料来源：Prismark（PCB/CCL 专业分析机构），CCLA 覆铜板资讯，申万宏源研究测算

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 投资分析意见：首次覆盖，给予“买入”评级

3.1 盈利预测与关键假设

我们预计生益科技 2026-2028 年实现营业收入 417/609/673 亿元，同比+47%/+46%/+11%；归母净利润 58 亿/97 亿/112 亿元，同比+74%/+67%/+16%；净利率 13.9%/15.9%/16.6%。

图 21：生益科技盈利预测

利润简表							
单位：百万元	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	18,014	16,586	20,388	28,431	41,741	60,866	67,313
YoY	-11%	-8%	23%	39%	47%	46%	11%
营业成本	14,045	13,395	15,895	20,905	29,285	41,837	44,862
毛利润	3,969	3,191	4,493	7,526	12,456	19,029	22,451
毛利率	22.0%	19.2%	22.0%	26.5%	29.8%	31.3%	33.4%
归母净利润	1,531	1,164	1,739	3,334	5,808	9,688	11,192
YoY	-46%	-24%	49%	92%	74%	67%	16%
净利率	8.5%	7.0%	8.5%	11.7%	13.9%	15.9%	16.6%
业务结构							
单位：百万元	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售收入	18,014	16,586	20,388	28,431	41,741	60,866	67,313
覆铜板和粘结片	13,998	12,632	14,791	17,774	26,830	38,612	37,314
印制线路板	3,404	3,135	4,484	9,144	12,802	19,202	26,883
废弃资源综合利用	304	517	710	855	1,291	1,858	1,796
其他业务	308	302	404	658	818	1,193	1,320
收入同比	-11%	-8%	23%	39%	47%	46%	11%
覆铜板和粘结片	-14%	-10%	17%	20%	51%	44%	-3%
印制线路板	-3%	-8%	43%	104%	40%	50%	40%
废弃资源综合利用		70%	37%	21%	51%	44%	-3%
其他业务	-47%	-2%	33%	63%	24%	46%	11%
营收占比	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
覆铜板和粘结片	78%	76%	73%	63%	64%	63%	55%
印制线路板	19%	19%	22%	32%	31%	32%	40%
废弃资源综合利用	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
其他业务	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
毛利润	3,969	3,191	4,493	7,526	12,456	19,029	22,451
覆铜板和粘结片	2,968	2,540	3,183	4,251	7,127	10,882	11,179
印制线路板	724	349	871	2,616	4,481	6,913	9,947
废弃资源综合利用	- 7	24	58	128	194	279	269
其他业务	284	278	380	532	655	955	1,056
毛利率	22.0%	19.2%	22.0%	26.5%	29.8%	31.3%	33.4%
覆铜板和粘结片	21.2%	20.1%	21.5%	23.9%	26.6%	28.2%	30.0%
印制线路板	21.3%	11.1%	19.4%	28.6%	35.0%	36.0%	37.0%
废弃资源综合利用	-2.3%	4.6%	8.2%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	92.2%	92.0%	94.2%	81.0%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源：iFind，申万宏源研究

1）覆铜板及粘结片：高端 AI CCL 突破及普品顺周期涨价。覆铜板和粘结片进入 2026-2027 年的价格上行周期，但随着行业供给释放，价格涨势或于 2028 年平缓。预计覆铜板和粘结片 2026-2028 年收入为 268 亿/386 亿/373 亿，同比增长+51%/+44%/-3%。顺周期涨价与高端化带动盈利能力扩张，预计毛利率为 26.6%/28.2%/30.0%。

随着速率、频率提升，CCL 介电性能须升级以保证信号完整性。26-27 年英伟达 Rubin 及云厂 ASIC 平台、1.6TbE 交换机量产，Low-CTE/Low-Dk 电子布、HVLP 铜箔规格向 M9 规格升级。生益科技已跻身海外 AI 算力供应链核心。公司已为英伟达供应 GB300 交换板 M8 等级 CCL，亚马逊、谷歌、Meta 等 ASIC 项目有望取得实质性份额突破。在下一代平台中，生益科技是中国大陆唯一通过英伟达 M 认证的厂商。我们认为随着生益科技在海外

下载日志已记录，仅供内部参考

顶尖算力终端中的份额提升有高置信度，带动覆铜板产品结构、附加值及盈利能力大幅提升。

此外，原材料转产高端压缩低端供给，电子布+铜箔+树脂三大主材具有充分涨价动能。CCL 厂商预计有效转嫁。铜价在供需紧平衡下或维持高位。AI 特种布抢占产能，供给约束下普通布涨价动能或持续。地缘冲突升级，上游石化供给受冲击，树脂成本存在上行空间。

2）印制线路板（生益电子运营）：AIDC 投资带动服务器、交换机 PCB 需求结构性扩容。预计印刷电路板业务 2026-2028 年收入为 128 亿/192 亿/269 亿，同比+40%/+50%/+40%；AI 算力 PCB 在产品结构中占比提高以及产能稼动率提升，毛利率预计为 35%/36%/37%。

生益电子以亚马逊 AI 服务器、国产算力终端为切入点，将充分受益于海内外 AI 云端基础设施投资的商业闭环，在 ASIC 服务器和高速交换机放量的过程中充分受益。我们在《生益电子（688183）深度：受益 AI ASIC 与交换机速率升级（AI 硬件系列之 6）》指出生益电子 2025-27 年产能有望从 200 万平米/年提升至 300 万平/年。东城 1 厂、2 厂、4 厂通过技改有望继续提升产出。东城 5 厂在 25 年下半年爬坡顺利，26 年将逐步产能爬坡。吉安二期、泰国工厂预计于 26 年投产。

3.2 估值与评级

选取覆铜板领域南亚新材、华正新材、沪电股份、深南电路作为可比公司。

南亚新材：与公司在主营业务方面可比。公司主营业务系覆铜板和粘结片等复合材料及其制品的设计、研发、生产及销售。产品广泛应用于消费电子、计算机、通讯、数据中心、汽车电子、航空航天和工业控制等终端领域。

华正新材：与公司在主营业务方面可比。主营业务是覆铜板及粘结片、复合材料和膜材料等产品的设计、研发、生产及销售。公司的主要产品是覆铜板、导热材料、功能性复合材料、交通物流用复合材料、其他材料。

沪电股份：为公司下游，与公司在终端应用方面可比。PCB 下游应用包括企业通讯（AI 服务器、交换机等）、汽车和工业设备。

深南电路：为公司下游，与公司在终端应用方面可比。PCB 下游应用以通信设备为核心，重点布局数据中心（含服务器）、汽车电子等领域，并长期深耕工控、医疗等领域。

投资评级与估值：

生益科技已经成为高端电子电路基材领军，充分受益算力基建趋势下覆铜板高速化与成本驱动型涨价。我们预计生益科技 - 年实现营业收入 //　　亿元，同比

下载日志已记录，仅供内部参考

+47%/+46%/+11%；归母净利润 58 亿/97 亿/112 亿元，同比+74%/+67%/+16%；净利率 13.9%/15.9%/16.6%。截至 2026 年 6 月 26 日收盘，26E PE 为 75x，可比公司平均 PE 为 88x，首次覆盖，给予“增持”评级。

表：生益科技可比估值表

		总市值(亿元)	归母净利润（百万元）			PE		
证券代码	证券名称	2026/6/26	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603186.SH	华正新材	388	523	787	1,011	74	49	38
688519.SH	南亚新材	964	551	895	1,456	175	108	66
002463.SZ	沪电股份	2,834	5,718	8,687	12,881	50	33	22
002916.SZ	深南电路	2,953	5,358	7,374	9,980	55	40	30
	平均					88	57	39
600183.SH	生益科技	4,336	5,808	9,688	11,192	75	45	39

资料来源：iFind，申万宏源研究；可比公司盈利预测采用 iFind 一致预期

3.3 催化剂、核心假设风险

催化剂：算力基建景气度提升；公司产品研发、客户导入新进展；CCL 上游铜箔/玻纤布/树脂涨价、CCL 涨价。

核心假设风险：

算力景气度不及预期：当前 AI 应用落地仍处于初期，ROI 闭环尚未明确，若智算中心、云服务厂商资本开支收缩，算力芯片、服务器等核心产品需求疲软，上游供应链增长或不及预期。

公司产品研发、客户导入进展不及预期：CCL 研发、工艺壁垒较高，叠加头部客户供应链验证门槛高，可能导致大客户导入受阻，产品量产与商业化进程滞后，影响企业盈利。

CCL 紧缺缓解：随着行业新增产能逐步释放，叠加国产替代进程提速，此前因供需失衡导致的 CCL 紧缺局面有可能缓解，超额利润空间可能被压缩。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务摘要

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	20,388	28,431	41,741	60,866	67,313
营业收入	20,388	28,431	41,741	60,866	67,313
营业总成本	18,460	24,228	34,308	48,412	52,636
营业成本	15,895	20,905	29,285	41,837	44,862
税金及附加	123	151	245	349	380
销售费用	373	537	805	1,046	1,256
管理费用	843	1,088	1,633	2,122	2,547
研发费用	1,157	1,450	2,175	2,828	3,393
财务费用	70	97	166	229	199
其他收益	213	242	215	224	227
投资收益	55	143	78	92	104
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	17	0	0	0
信用减值损失	-52	-20	-36	-66	-22
资产减值损失	-62	-141	35	-2	-10
资产处置收益	-8	-10	0	0	0
营业利润	2,072	4,434	7,726	12,701	14,976
营业外收支	-4	-17	0	0	0
利润总额	2,068	4,416	7,726	12,701	14,976
所得税	200	524	918	1,513	1,785
净利润	1,868	3,892	6,808	11,188	13,192
少数股东损益	129	558	1,000	1,500	2,000
归母净利润	1,739	3,334	5,808	9,688	11,192

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

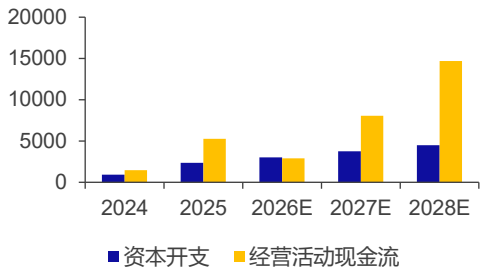
合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,868	3,892	6,808	11,188	13,192
加：折旧摊销减值	976	1,074	1,885	2,276	2,639
财务费用	130	93	166	229	199
非经营损失	-73	-118	-78	-92	-104
营运资本变动	-1,798	-199	-5,869	-5,547	-1,245
其它	405	552	0	0	0
经营活动现金流	1,456	5,274	2,912	8,053	14,680
资本开支	915	2,371	3,000	3,750	4,500
其它投资现金流	-19	-562	78	92	104
投资活动现金流	-934	-2,933	-2,922	-3,658	-4,396
吸收投资	773	35	0	0	0
负债净变化	-281	136	3,971	322	-2,434
支付股利、利息	1,192	2,727	3,081	4,876	7,949
其它融资现金流	-577	-59	-6	0	0
融资活动现金流	-1,276	-2,616	884	-4,554	-10,384
净现金流	-752	-273	874	-159	-99

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

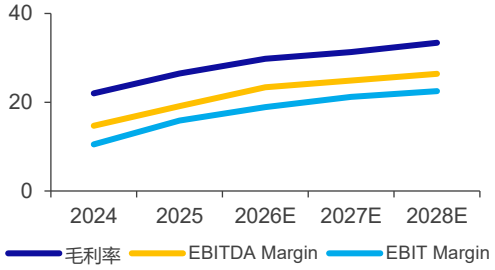
合并资产负债表

资本开支与经营活动现金流(百万元)

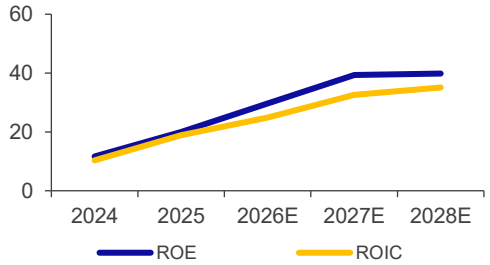


zai

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

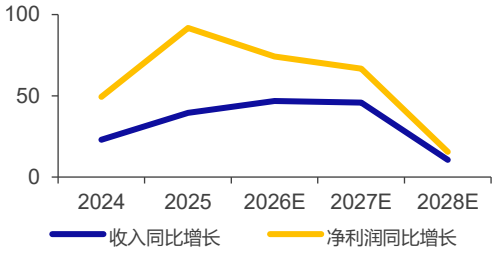


收入与利润增长趋势(%)

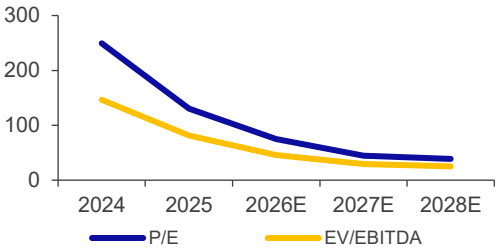
下载日志已记录，仅供内部参考

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	16,613	19,389	28,275	38,587	41,057
现金及等价物	2,146	2,492	3,366	3,207	3,108
应收款项	9,173	10,958	15,694	22,415	24,348
存货净额	5,119	5,786	9,062	12,811	13,447
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	174	153	153	153	153
长期投资	700	822	822	822	822
固定资产	9,105	11,083	12,228	13,799	15,719
无形资产及其他资产	1,225	1,476	1,446	1,418	1,391
资产总计	27,643	32,770	42,771	54,626	58,989
流动负债	9,849	12,080	17,848	22,817	21,393
短期借款	2,994	2,743	6,368	6,344	3,565
应付款项	5,653	8,368	10,511	15,503	16,859
其它流动负债	1,202	969	969	969	969
非流动负债	1,289	1,780	2,125	2,471	2,816
负债合计	11,138	13,859	19,973	25,287	24,209
股本	2,429	2,429	2,429	2,429	2,429
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	4,791	5,693	5,693	5,693	5,693
其他综合收益	30	41	41	41	41
盈余公积	1,783	2,016	2,423	3,101	3,884
未分配利润	5,867	6,539	9,026	13,389	16,047
少数股东权益	1,600	2,187	3,187	4,687	6,687
股东权益	16,505	18,910	22,798	29,339	34,780
负债和股东权益合计	27,643	32,770	42,771	54,626	58,989

资料来源：聚源数据，申万宏源研究



相对估值(倍)



重要财务指标

报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	0.72	1.37	2.39	3.99	4.61
每股经营现金流	0.60	2.17	1.20	3.32	6.04
每股红利	0.44	0.60	1.20	1.91	3.19
每股净资产	6.14	6.88	8.07	10.15	11.57
关键运营指标(%)					
ROIC	10.3	18.9	24.9	32.6	35.1
ROE	11.7	19.9	29.6	39.3	39.8
毛利率	22.0	26.5	29.8	31.3	33.4
EBITDA Margin	14.7	19.1	23.4	24.9	26.4
EBIT Margin	10.5	15.9	18.9	21.2	22.5
营业总收入同比增长	22.9	39.4	46.8	45.8	10.6
归母净利润同比增长	49.4	91.8	74.2	66.8	15.5
资产负债率	40.3	42.3	46.7	46.3	41.0
净资产周转率	1.37	1.70	2.13	2.47	2.40
总资产周转率	0.74	0.87	0.98	1.11	1.14
有效税率	9.9	12.3	12.0	12.0	12.0
股息率	0.2	0.3	0.6	1.0	1.7
估值指标(倍)					
P/E	249.4	130.1	74.7	44.8	38.7
P/B	29.1	25.9	22.1	17.6	15.4
EV/Sale	21.6	15.5	10.7	7.4	6.6
EV/EBITDA	146.5	81.2	45.6	29.5	25.1
股本	2,429	2,429	2,429	2,429	2,429

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight）　　：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。