

红板科技(603459.SH)：mSAP 老兵新秀，光+储加速成长

核心观点

红板科技以 HDI 板奠定业务基本盘，依托 IC 载板领域 mSAP 工艺切入高速光模块 PCB，同时受益于存储用 BT 载板需求放量，“光+储”有望加速成长。目前，公司光模块 PCB 产品已顺利完成 800G、1.6T 规格的技术验证，且正常批量生产中，下游客户覆盖业内多家头部企业；存储用 IC 载板现亦已实现批量生产。公司正形成 HDI 稳健增长、光模块 PCB 开启第二增长曲线、存储载板赋予弹性的业务结构。

投资亮点

HDI 领域：奠定业务基本盘，盈利能力持续提升。公司任意层互连 HDI 板最高层数可达 26 层，最小线宽/线距可达 25 μ m/25 μ m，阻抗公差可控制在 $\pm 5\%$ ，技术位于行业前列。国产手机品牌崛起背景下，客户订单优化+规模效应+工艺改进推动 HDI 板业务盈利能力提升。2023-2025 年，公司 HDI 板销售收入分别为 10.71/15.18/22.93 亿元，同比+3.17%/+41.74%/+51.04%；毛利率分别为 8.35%/15.97%/26.39%，同比变动-6.22pct/+7.62pct/+10.42pct。2024 年，公司手机 HDI 主板供货量约占全球前十大手机品牌出货量的 13%，是其中 8 家品牌的主要供应商，产品覆盖 OPPO、vivo、荣耀、小米、三星、传音、华为、摩托罗拉等知名品牌。

红板科技(603459.SH)

首次评级

买入

韩宇

hanyul@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120005

发布日期：2026 年 08 月 21 日

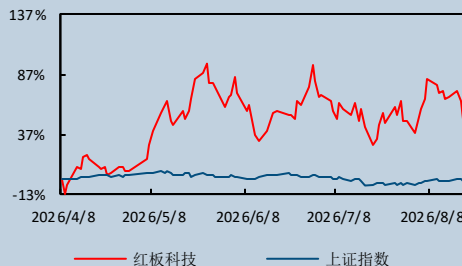
当前股价：87.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.70/1.99	0.23/6.61	/
12 月最高/最低价(元)		112.96/50.27
总股本(万股)		75,375.36
流通 A 股(万股)		7,905.19
总市值(亿元)		655.77
流通市值(亿元)		68.78
近 3 月日均成交量(万)		1930.67
主要股东		
红板有限公司		82.50%

股价表现



高速光模块领域：mSAP 工艺前瞻布局+扩产开启第二增长曲线。随着光模块由 800G 向 1.6T、3.2T 升级，mSAP 逐步成为高速光模块 PCB 的必选工艺。然而，全球 mSAP 工艺供需缺口或将成为高速光模块产业链供应核心瓶颈。根据测算，不考虑 3.2T 光模块出货的情况下，2026-2028 年 mSAP 产能预计处于供给紧缺或紧平衡状态，缺口率分别为-15.7%/+1.8%/+3.8%。公司是 mSAP “老兵”，2022 年底首条封装载板 mSAP 生产线开始运营，目前顺利将 mSAP 技术迁移至光模块领域，线宽/线距可达 20 μ m /20 μ m。此外，公司针对性攻克了阻抗均匀性管控、特殊工艺邦定与成型边相切管控、激光烧盲槽管控、内层埋铜块管控等技术难点。公司 800G 及 1.6T 产品已完成验证并进入批量生产。随着公司募投项目的逐步投产及未来赣州红板 50 亿元高阶 mSAP 高端精密电路板产业化项目成功建设并投产，公司光模块 PCB 业务有望快速放量，持续提升并巩固公司在高端通讯 PCB 领域的核心竞争优势，开启公司业绩第二增长曲线。

存储领域：景气周期加速上行，BT 载板乘势释放盈利弹性。AI 高速发展带来存储扩容需求释放，进而带动 BT 载板需求上行。根据 TrendForce 数据及我们测算，2026Q1 全球 DRAM/NAND 季度市场规模环比增长 81%/83.7%，2026 年全球 BT 载板产值有望超过 85 亿美元。存储需求上行+原材料及产能约束造成存储用 BT 载板供需趋紧。公司前瞻布局 IC 载板业务，目前存储用 BT 载板放量在即，正积极对接头部存储客户开展认证送样。2023 年以来，公司 IC 载板业务已进入规模化交付阶段，盈利情况持续改善。2023-2025 年，公司 IC 载板收入由 0.04 亿元增长至 0.76 亿元，红森科技（载板工厂）净利润由-0.61 亿元收窄至-0.46 亿元。存储用 BT 载板需求增长背景下，IC 载板业务增长有助于红森科技扭亏并释放盈利弹性。

风险提示：新业务拓展未达预期的风险、项目投产后的产能消化风险、宏观经济及下游市场需求波动的风险、市场竞争加剧的风险、技术创新及产品迭代不及预期的风险。

表 1: 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,702.48	3,677.02	5,096.33	9,932.84	14,272.48
YoY(%)	15.51	36.06	38.60	94.90	43.69
净利润(百万元)	213.91	539.85	1,043.68	1,666.98	2,796.00
YoY(%)	103.87	152.37	93.33	59.72	67.73
毛利率(%)	19.00	26.36	27.70	29.31	32.52
销售净利率(%)	7.92	14.68	20.48	16.78	19.59
ROE(%)	12.10	23.29	20.89	25.02	29.56
EPS(摊薄/元)	0.28	0.72	1.38	2.21	3.71
P/E(倍)	306.56	121.47	62.83	39.34	23.45
P/B(倍)	37.10	28.29	13.13	9.84	6.93

资料来源：iFinD，中信建投证券

目录

1、红板科技：深耕中高端 PCB，HDI 板领域龙头	1
1.1 主营业务：重点布局 HDI 板与 IC 载板	1
1.2 股权结构：实控人叶森然先生控股 82.78%	2
1.3 经营情况：HDI 板业务盈利提升，加码高端 HDI 及 mSAP 产能	3
2、HDI 领域：奠定业务基本盘，盈利能力持续提升	6
3、高速光模块领域：mSAP 工艺前瞻布局+扩产开启第二增长曲线	8
4、存储领域：景气周期加速上行，BT 载板乘势释放盈利弹性	11
5、盈利预测与投资建议	14
风险分析	16
报表预测	17

1、红板科技：深耕中高端 PCB，HDI 板领域龙头

1.1 主营业务：重点布局 HDI 板与 IC 载板

红板科技（603459.SH）是一家专注于印制电路板的研发、生产和销售的企业。公司产品定位于中高端应用市场，具有高精度、高密度和高可靠性等特点，公司是行业内 HDI 板收入占比较高、能够批量生产任意互连 HDI 板和 IC 载板的企业之一。公司产品结构完善，主要产品包括 HDI 板、刚性板、柔性板、刚柔结合板、类载板、IC 载板等，产品广泛应用于消费电子、汽车电子、高端显示、通讯电子等领域。

图 1：公司产品在消费电子、汽车电子、工业控制、通讯电子、计算机及周边设备、集成电路等领域广泛应用



数据来源：红板科技招股说明书，中信建投证券

公司长期深耕高精度、高密度和高可靠性 PCB 的技术研发和生产工艺改进。公司自主研发积累了高阶 HDI 电路板制造技术、基于高端封装的 Interposer 板制造技术、高传输速率光模块电路板制造技术、Cavity 制作技术、AI 服务器电路板制作技术、高精细线路生产技术、Mini LED 板制造技术、超厚铜软硬结合板生产技术、无芯基板超细线路盲孔完全填平生产技术等多项生产工艺技术。

公司已在 HDI 板领域和 IC 载板领域取得技术突破：

- **HDI 板领域：**最小激光盲孔孔径可达 50 μ m，芯板电镀层板厚最薄可达 0.05mm，任意层互连 HDI 板最高层数可达 26 层且整体盲孔层偏差可控制在 50 μ m 以内，行业领先；
- **IC 载板领域：**掌握 Tenting、mSAP 等工艺，样品最小线宽/线距可达 10 μ m/10 μ m，量产最小线宽/线距可达 18 μ m/18 μ m。

公司是我国手机 HDI 主板和手机电池板行业的龙头企业之一，具备 IC 载板、类载板量产能力：

- **手机 HDI 主板市场产品覆盖度和市场占有率均处于行业前列。**根据公司测算，2024 年，公司手机 HDI 主板供货量约占全球前十大手机品牌出货量的 13%，公司是全球前十大智能手机品牌中 8 家品牌的主

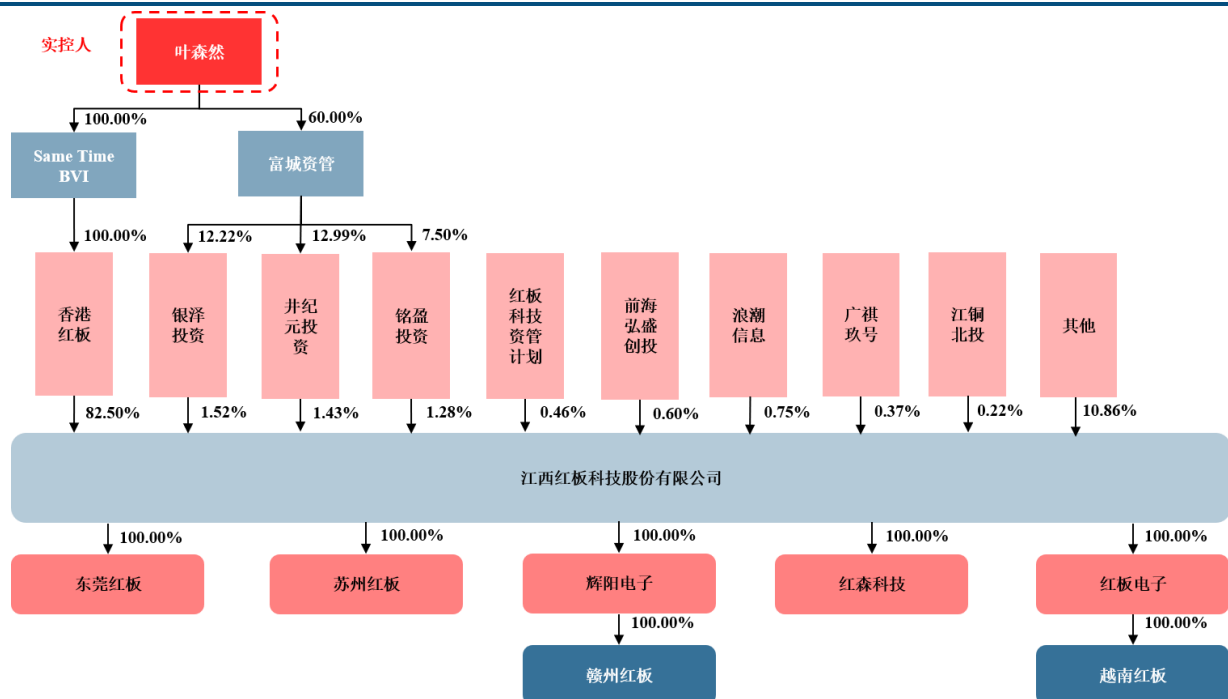
要手机 HDI 主板供应商，产品覆盖 OPPO、vivo、荣耀、小米、三星、传音、华为、摩托罗拉等全球知名消费电子终端品牌；

- **手机电池板市场占有率较高。**根据公司测算，2024 年，手机电池板供货量约占全球前十大手机品牌出货量的 20%。公司是全球前十大智能手机品牌中 7 家品牌的主要电池板供应商，主要客户为东莞新能德、欣旺达、德赛电池等全球知名锂电池制造商，产品应用于 OPPO、vivo、荣耀、传音、小米、三星、华为、亚马逊、Google、微软等全球知名消费电子终端品牌；
- **已实现 IC 载板和类载板量产。**自 2020 年 10 月起，公司战略布局 IC 载板、类载板业务，目前已具备 IC 载板和类载板量产能力，且已进入卓胜微（300782.SZ）、无锡市好达电子股份有限公司、浙江星曜半导体有限公司、深圳新声半导体有限公司等多家企业供应链体系。

1.2 股权结构：实控人叶森然先生控股 82.78%

截至目前，公司控股股东为香港红板，实际控制人为叶森然先生。公司前身红板有限成立于 2005 年 10 月 17 日，由香港红板出资设立。红板有限于 2021 年 8 月 5 日股改变更为红板科技，红板科技于 2026 年 4 月 8 日正式在上海证券交易所主板挂牌上市。根据公司上市公告书，叶森然先生通过持有 Same Time BVI 100%股权和富城资管 60%股权，间接控制公司 82.78%的股份。

图 2：实控人叶森然先生通过 Same Time BVI 和富城资管间接控制公司 82.78%的股份（截至 2026 年 4 月 8 日）

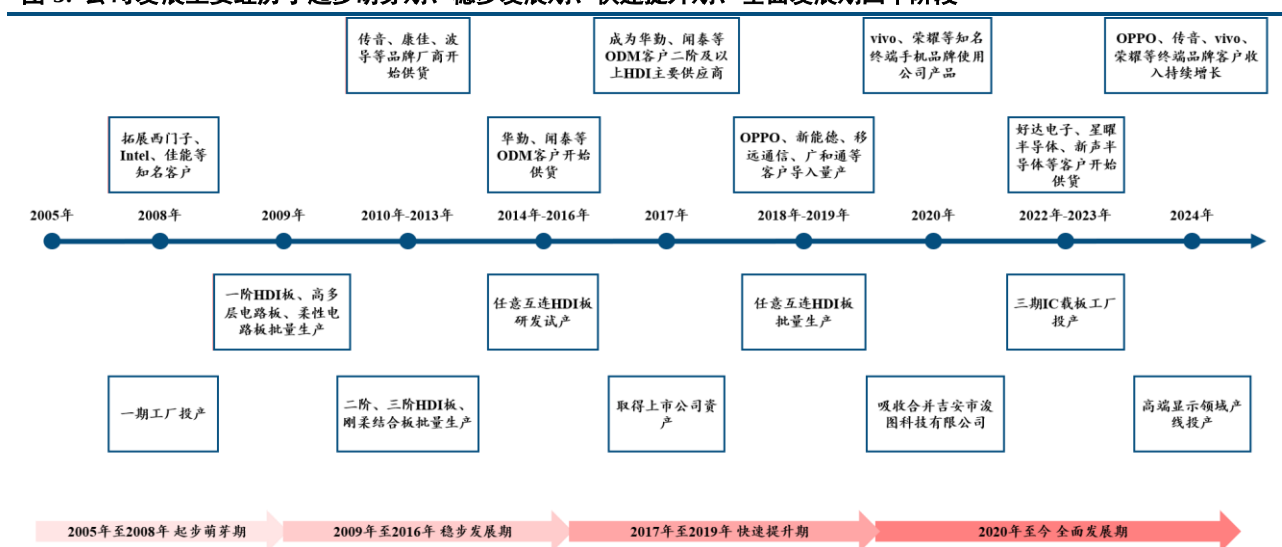


数据来源：红板科技招股说明书，公司公告，中信建投证券

公司发展主要经历了起步萌芽期、稳步发展期、快速提升期、全面发展期四个阶段：

- **起步萌芽期（2005 年-2008 年）**：公司自成立之初致力于高端精密电路板产品的研发。2008 年，公司江西一期工厂建设完成并正式投产，实现了 HDI 板、柔性板等精密电路板产品的量产。同年，公司第一款刚柔结合板以及刚柔结合高密度互连印制电路板通过客户验收；
- **稳步发展期（2009 年-2016 年）**：公司成功实现一阶至三阶 HDI 板量产，并完成任意互连电路板的小批量试产。在此期间，公司与 ODM 厂商建立良好合作关系，开始为国内品牌厂商进行小批量供货。公司同步开拓国外市场，成功与多家国外知名企业建立合作。
- **快速提升期（2017 年-2019 年）**：公司向下游提供任意互连 HDI 板，成功实现 14 层任意互连 HDI 板量产。与此同时，公司成为华勤技术、闻泰科技等 ODM 厂商二阶及以上 HDI 板供应商之一，获得 OPPO、东莞新能德、移远通信、广和通等客户合格供应商的资格并导入量产。在经营规模和市场占有率逐步提高的同时，公司产品应用领域逐步实现多元化布局。
- **全面发展期（2020 年至今）**：2020 年，公司吸收合并浚图科技，生产能力逐步扩大，产品逐渐应用于 vivo、荣耀等知名终端手机品牌厂商。与此同时，公司对 IC 载板、类载板产品进行战略布局，2022 年公司载板工厂投产，具备 IC 载板量产能力。公司亦布局高端显示领域，新产线于 2024 年初成功投产。2026 年，公司收购江西志浩 100% 股权，同年加速布局 mSAP 产能。

图 3：公司发展主要经历了起步萌芽期、稳步发展期、快速提升期、全面发展期四个阶段



数据来源：红板科技招股说明书，中信建投证券

1.3 经营情况：HDI 板业务盈利提升，加码高端 HDI 及 mSAP 产能

截至目前，公司已拥有吉安基地、赣州基地和越南基地三大生产基地。

表 2：公司目前规划拥有吉安基地、赣州基地和越南基地三大生产基地，吉安基地为目前唯一投产的生产基地

生产基地	地区	生产基地介绍	状态
吉安基地	江西吉安	吉安基地包括红板科技（母公司）和红森科技两大主体：红板科技负责 HDI 板、刚	已投产

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

性板、柔性板、刚柔结合板等产品的研发、生产和销售；红森科技于 2021 年 7 月成立，2022 年底投产，负责类载板、IC 载板的研发、生产和销售。2025 年，红板科技年产能为 233.81 万平方米，红森科技年产能为 10.81 万平方米

赣州基地	江西赣州	前身为 2026 年 5 月收购的江西志浩（现为赣州红板），根据法院破产重整公告，该基地具备生产高多层板（5G）、FPC、软硬结合板、IC 载板、高阶 HDI 板（5G）、5G 高频高速板、光模块通讯板、金属基板、陶瓷基板的能力， <u>HDI 年产能达 72 万平方米，高多层通孔年产能达 96 万平方米</u>	自 2024 年底停工停产至公司收购完成，现技改中
越南基地	越南	2025 年 4 月，越南红板设立，越南基地负责 HDI 板、高多层刚性板等中高端 PCB 产品，主要面向海外市场， <u>年产能规划约 60 万平方米</u>	规划建设中

资料来源：红板科技招股说明书，红板科技关于第一轮审核问询函的回复，公司官网，江西志浩重整投资人招募公告，中信建投证券

2023 年以来，公司产能利用率持续提升且产销率水平较高。随着公司客户结构的不断优化，终端品牌客户销售收入快速增长，公司 HDI 板生产线总体接近满负荷生产，产能利用率持续处于高位，2023-2025 年分别为 85.01%/88.51%/88.57%。此外，AI 驱动高速光模块需求释放，全球 mSAP PCB 需求缺口放大。自 2026 年 4 月上市以来，公司通过 IPO 募投+收购+新增投资项目持续加码高端 HDI 及 mSAP 产能。

图 4: 2023 年以来公司产能/产量/销量逐年提升（单位：万平方米）

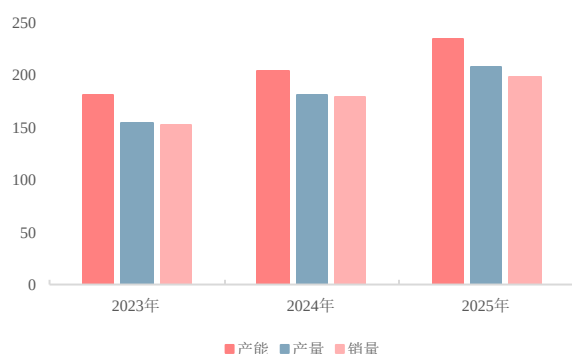
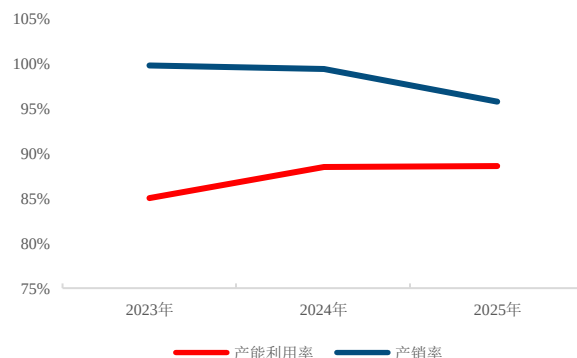


图 5: 2023 年以来公司产能利用率持续提升且产销率水平较高



数据来源：红板科技招股说明书，中信建投证券

注：上述产能、产量、销量数据不包含载板工厂

数据来源：红板科技招股说明书，中信建投证券

注：上述产能利用率、产销率数据不包含载板工厂

表 3: 公司自上市以来持续加码 HDI 及 mSAP 产能

序号	项目	公告时间	实施主体	投资总额 (亿元)	项目投资期及预计开工时间
吉安基地					
1	年产 120 万平方米高精密电路板项目	2024/6/5	红板科技	21.92	5 年，已开工，达到预定可使用状态时间 2029 年 6 月
2	高精密 HDI 电路板产线技术改造与产能扩充项目	2026/7/23	红板科技	7.00	2 年，预计开工时间 2027 年 1 月

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

赣州基地

1	高阶 HDI 精密电路板生产线设备升级智能化改造项目	2026/6/24	赣州红板	9.00	2 年，预计开工时间 2026 年 7 月
2	高阶 mSAP 高端精密电路板产业化项目	2026/7/23	赣州红板	50.00	4 年，预计开工时间 2027 年 1 月
3	赣州红板 D1 栋厂房及辅助设施建设项目	2026/7/23	赣州红板	3.00	2 年，预计开工时间 2026 年 10 月

资料来源：公司公告，中信建投证券

注：年产 120 万平方米高精密电路板项目公告时间为环评批复时间

2023 年以来，公司盈利能力持续提升。2023-2026Q1，公司营业收入实现 23.40 亿元/27.02 亿元/36.77 亿元/9.53 亿元，同比+6.12%/+15.51%/+36.06%/+22.88%，归母净利润实现 1.05 亿元/2.14 亿元/5.40 亿元/1.24 亿元，同比-25.40%/+103.87%/+152.37%/+14.36%。根据 2026H1 业绩预告，公司预计 2026H1 实现归母净利润 4.80 亿元到 5.90 亿元，同比增长 100.12%到 145.98%，预计 2026H1 扣非后归母净利润 2.00 亿元到 2.40 亿元，同比-14.04%到+3.16%。

HDI 板为核心收入贡献来源，占主营业务收入比重为 66.84%。公司主营业务收入按产品类别包括 HDI 板、刚性板、柔性板、刚柔结合板、IC 载板和类载板，2025 年公司主营业务收入按产品分类的占比分别为 66.84%/16.98%/7.30%/6.38%/2.22%/0.28%。

图 6:2023-2025 年营业收入维持高增长（单位：亿元）

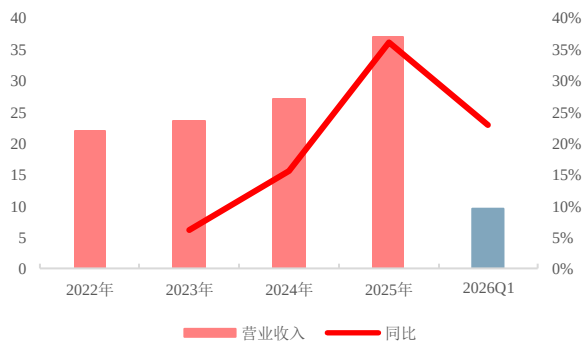
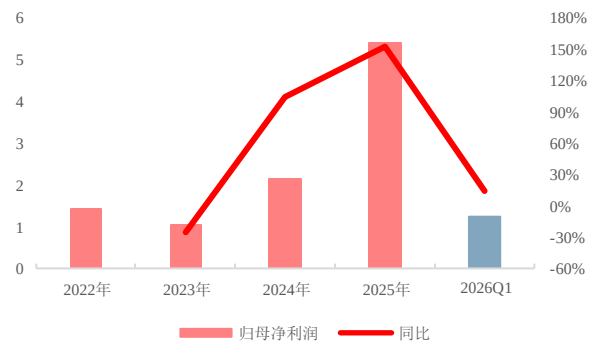


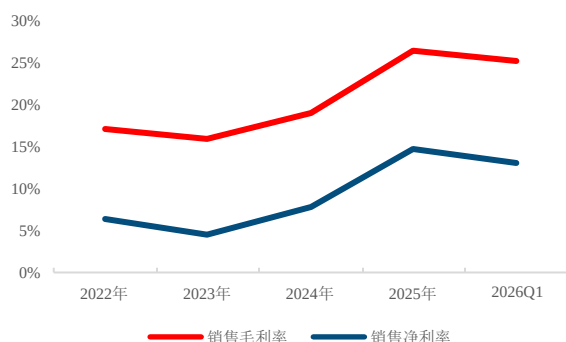
图 7:2023-2025 年归母净利润维持高增长（单位：亿元）



数据来源：公司定期报告，红板科技招股说明书，中信建投证券

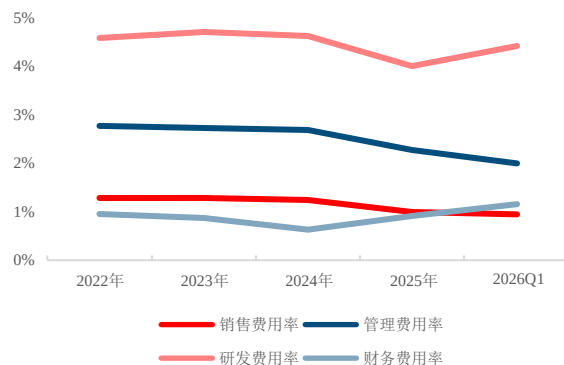
数据来源：公司定期报告，红板科技招股说明书，中信建投证券

图 8: 2023-2025 年公司销售毛利率及销售净利率持续提升



数据来源：公司定期报告，红板科技招股说明书，中信建投证券

图 9: 2023-2025 年公司四费整体较为稳定

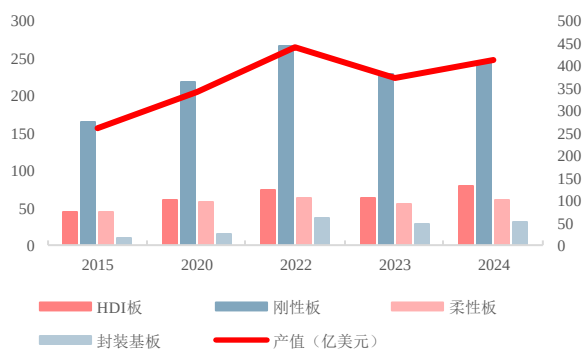


数据来源：公司定期报告，红板科技招股说明书，中信建投证券

2、HDI 领域：奠定业务基本盘，盈利能力持续提升

公司自成立以来，差异化聚焦中高端 PCB，与消费电子应用领域高度匹配。中国大陆 PCB 企业主要产品为单双面板和中低层数刚性板，产品技术门槛较低、同质化程度较高，价格竞争较为激烈。公司自成立以来，明确定位于 HDI 板及柔性板，在产能相对有限的情况下最大化发挥公司技术优势，与多数中国大陆 PCB 企业形成差异化竞争。与此同时，在电子产品轻薄化、高性能化的趋势下，HDI 已成为实现智能手机等多功能集成与小体积设计的核心部件，与公司产品定位形成良好契合。

图 10: 中国大陆 PCB 产品仍以中低端刚性板为主



数据来源：红板科技关于第一轮审核问询函的回复，中信建投证券

图 11: 手机、消费电子是全球 HDI 板的主要应用领域

单位：亿美元

应用领域	2024年		2023年		2022年	
	产值	占比	产值	占比	产值	占比
通讯电子	66.25	52.92%	57.21	54.30%	64.79	55.08%
其中：手机	56.74	45.33%	52.31	49.65%	60.37	51.32%
消费电子	15.85	12.66%	14.97	14.21%	16.85	14.32%
计算机	14.19	11.34%	13.23	12.56%	16.92	14.38%
服务器	12.84	10.26%	5.3	5.03%	5.15	4.38%
汽车电子	10.69	8.54%	9.77	9.27%	8.96	7.62%
其他	5.36	4.28%	4.88	4.63%	4.96	4.22%
合计	125.18	100.00%	105.36	100.00%	117.63	100.00%

数据来源：红板科技关于第一轮审核问询函的回复，中信建投证券

公司在任意层互连 HDI 板最高层数、最小线宽线距、阻抗公差等核心参数方面已具有明显优势。任意层互连层数越高可实现更复杂的电路设计及产品性能，线宽线距越小代表线路更精密，阻抗公差越小信号完整性越好。目前公司任意层互连 HDI 板最高层数可达 26 层，最小线宽线距为 25 μm /25 μm ，阻抗公差为 $\pm 0.5\%$ ，公司积累的技术优势为公司产品在 HDI 板市场竞争中奠定坚实基础。



表 4: 公司 HDI 板主要制程能力指标在业内领先

公司名称	对比项目	任意互连 最高层数	最小线宽 线距	最小孔径		厚径比		最小 PAD		阻抗 公差
				机械 钻孔	激光 钻孔	机械 钻孔	激光 钻孔	PAD 直径	PAD pitch	
华通电脑	-	18 层	25 μm /25 μm	-	0.060mm	-	1:1	0.105mm	-	-
景旺电子	-	-	30 μm /30 μm	0.15mm	-	-	-	-	-	-
胜宏科技	-	16 层	30 μm /40 μm	0.15mm	0.070mm	8:1	0.9:1	-	-	-
博敏电子	样品	-	30 μm /30 μm	0.10mm	0.050mm	12:1	1:1	0.13mm	0.25mm	$\pm 5\%$
	批量	-	35 μm /35 μm	0.12mm	0.060mm	10:1	0.8:1	0.15mm	0.30mm	$\pm 8\%$
中京电子	样品	18 层	30 μm /30 μm	0.10mm	0.065mm	10:1	1:1	0.135mm	0.30mm	$\pm 8\%$
	批量	18 层	40 μm /40 μm	0.15mm	0.075mm	8:1	0.8:1	0.175mm	0.325mm	$\pm 10\%$
红板科技	样品	26 层	25 μm /25 μm	0.10mm	0.050mm	13:1	1:1	0.11mm	0.30mm	$\pm 5\%$
	批量	16 层	25 μm /40 μm	0.15mm	0.065mm	10:1	0.8:1	0.15mm	0.325mm	$\pm 7\%$

资料来源：红板科技招股说明书，中信建投证券

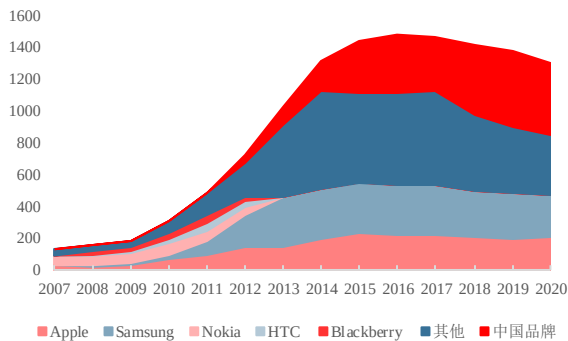
注：方正科技、鹏鼎控股未披露 HDI 板的主要制程能力指标

国产手机品牌崛起背景下，HDI 板奠定业务基本盘。2022 年以来，国产手机品牌在全球市场的竞争力显著增强，市场份额持续提升，OPPO、vivo、华为、小米、荣耀、传音等手机品牌厂商快速崛起，HDI 及柔性板等中高端产品迎来发展机遇。在消费电子行业中，品牌终端客户通常自主生产与 ODM 厂商代工相结合。相较于 ODM 厂商，品牌终端客户对 PCB 供应商认证周期更长、技术要求更严格。公司前期重点服务 ODM 厂商，深入了解消费电子产品的技术发展趋势和工艺要求，建立了完整的技术体系和质量管控能力，并逐步获得品牌终端客户的高度认可，形成了从 ODM 到品牌客户的完整客户体系，面向品牌终端客户的销售收入不断增长。2023-2025 年，公司 HDI 板业务销售收入分别为 10.71 亿元/15.18 亿元/22.93 亿元，同比+3.17%/+41.74%/+51.04%。

客户订单优化+规模效应+工艺改进使得 HDI 板业务盈利能力提升。2023-2025 年，公司 HDI 板业务毛利率分别为 8.35%/15.97%/26.39%，同比变动-6.22pct/+7.62pct/+10.42pct。公司目前已奠定手机 HDI 行业领先地位，根据公司测算，2024 年公司手机 HDI 主板供货量约占全球前十大手机品牌出货量的 13%，公司是全球前十大智能手机品牌中 8 家品牌的主要手机 HDI 主板供应商，产品覆盖 OPPO、vivo、荣耀、小米、三星、传音、华为、摩托罗拉等全球知名消费电子终端品牌。

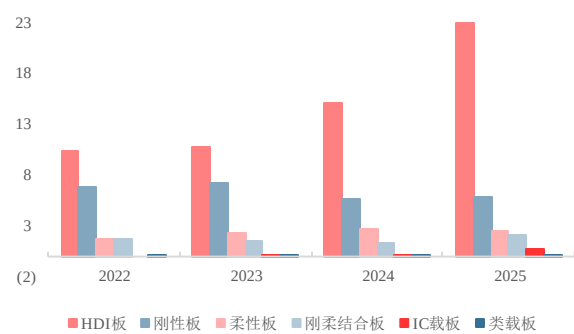
公司有望受益于 AI 等高端领域的高阶 HDI 需求增长。根据沙利文研究，全球 HDI PCB 市场规模从 2020 年的 94 亿美元增长至 2024 年的 128 亿美元，2020-2024 年 CAGR 为 8.0%，且预计 2029 年 HDI PCB 市场规模将达到 169 亿美元，2025-2029 年 CAGR 为 5.4%。其中，高阶 HDI PCB 的 2024 年市场规模达 60 亿美元，2020-2024 年 CAGR 为 9.3%，2025-2029 年 CAGR 为 8.7%，人工智能及高性能计算为核心增长驱动因素，2025-2029 年 CAGR 为 13.9%。

图 12: 2012 年起国产手机品牌快速崛起（单位：百万台）



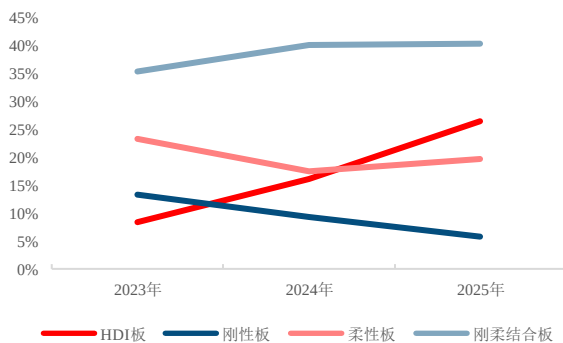
数据来源：IDC，Gartner，中信建投证券

图 13: 公司 HDI 板业务已成为核心基本盘（单位：亿元）



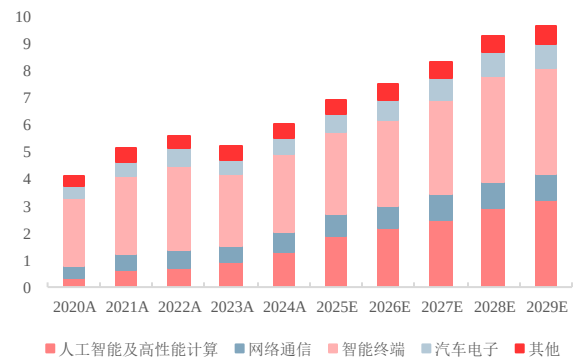
数据来源：红板科技招股说明书，中信建投证券

图 14: 公司 HDI 板业务毛利率持续提升



数据来源：红板科技招股说明书，中信建投证券

图 15: 全球高阶 HDIPCB 市场规模（单位：十亿美元）

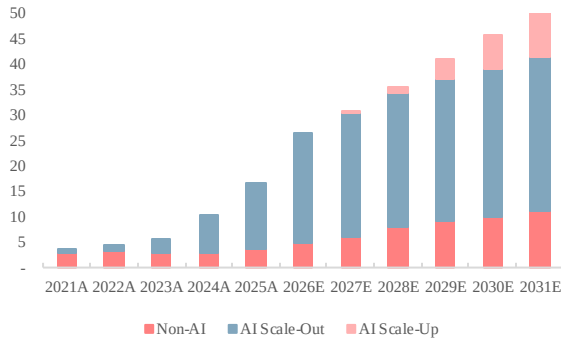


数据来源：胜宏科技港股上市说明书，中信建投证券

3、高速光模块领域：mSAP 工艺前瞻布局+扩产开启第二增长曲线

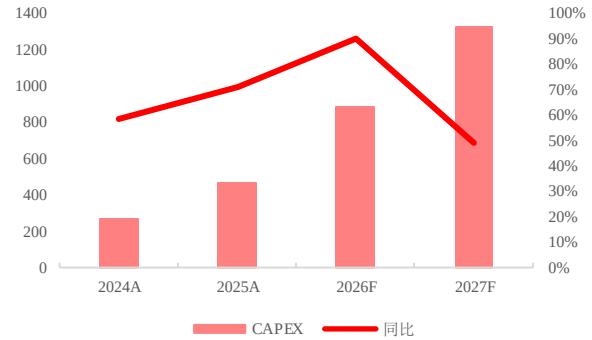
AI 高速发展亦推动全球光模块市场需求增长强劲。根据 LightCounting，2026 年光模块产品市场销售额预计超过 260 亿美元，同比增长 60%，主要由全球超大规模云厂商高增长的 CAPEX，以及持续旺盛的 AI 基础设施需求所驱动。根据 TrendForce，全球九大互联网内容提供商（含谷歌、亚马逊、Meta、微软、甲骨文、字节跳动、腾讯、阿里巴巴、百度）2025 年 CAPEX 总额预计为 4,657 亿美元，同比增长约 71%，且预计 2026 年仍维持积极投资节奏，合计 CAPEX 预估达 8,867 亿美元，预计同比增长 90%。此外，根据 LightCounting，全球前五大云厂商光模块相关支出占其总 CAPEX 比例，预计将从 2025 年的 2.7% 提升至 2026 年的 3.1%。云厂商资本开支的持续扩张，将为高速光模块持续放量提供确定性支撑。

图 16: 全球光模块产品市场在 2025 年迎来强劲增长(单位: 十亿美元)



数据来源: LightCounting, 中信建投证券

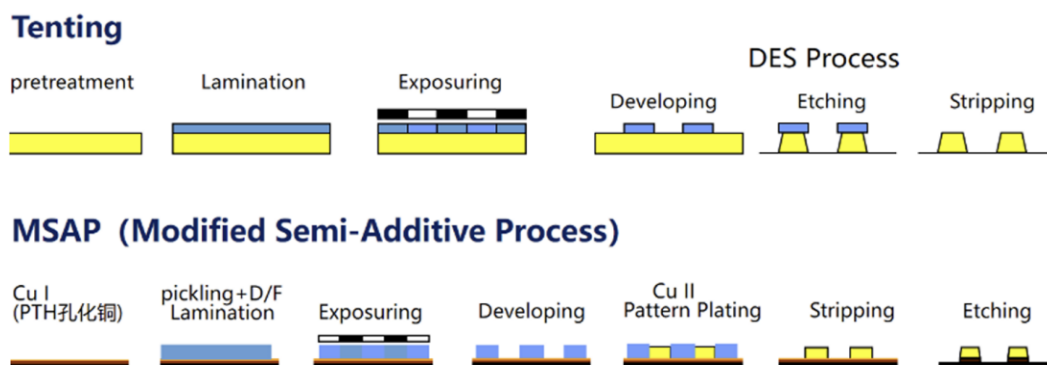
图 17: 2024-2027 年全球九大 CSP 资本支出总额预测 (单位: 十亿美元)



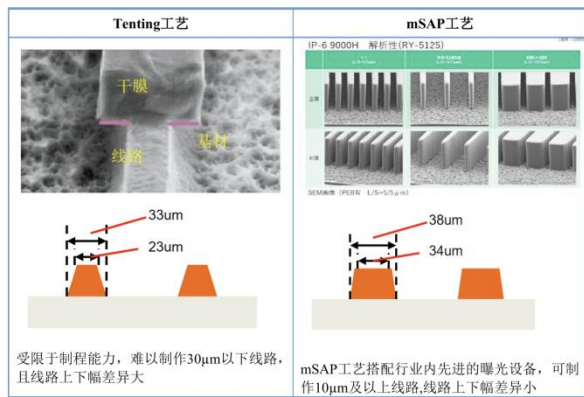
数据来源: TrendForce, 中信建投证券

mSAP 工艺已成为高速光模块 PCB 必选生产工艺。Tenting 工艺（减成法）技术成熟且成本较低，适用于线宽线距大于 $50\mu\text{m}$ 的 PCB 制造，但存在材料利用率低且侧向腐蚀问题，而 mSAP 工艺可实现 $15\text{-}25\mu\text{m}$ 的线宽线距精度。目前数据中心架构向 800G 演进，并加速向 1.6T、3.2T 突破，随着单通道速率的翻倍式增长，光模块 PCB 制造面临层数增加、线宽收窄、材料升级的三重挑战，工艺复杂度呈指数级上升，推动制造技术向更高精度迭代。随着速率跨越 1.6T 门槛，Tenting 工艺（减成法）已无法满足高频损耗与精细线路的严苛要求，mSAP 工艺凭借其在微小线宽、高厚径比和低传输损耗上的技术壁垒，从“可选工艺”转变为“必选工艺”，成为支撑下一代高速光模块与数据中心建设的核心制造技术。

图 18: Tenting 工艺与 mSAP 工艺在铜的增减逻辑上存在根本差异



数据来源: 红板科技招股说明书, 中信建投证券

图 19: mSAP 工艺可实现“高精度”“更细微”的线路图案 **图 20: 1.6T 光模块 PCB 产品设计参数**


项目	设计参数
速率	1.6T
结构	10 层 4 阶
表面处理	ENEPIG+OSP
最小线宽/线距	25/25um
盲孔孔径/孔盘	65/120um
机械孔孔径/孔盘	150/300um
最小 BGA PAD 尺寸/Pitch	0.3mm/0.5pitch
翘曲	≤2.03mm
特殊设计	0.15mm 埋孔+树脂塞孔 (POFV) ; AR min:22um.

数据来源：红板科技招股说明书，中信建投证券

数据来源：红板科技招股说明书，中信建投证券

全球 mSAP 工艺供需缺口或将成为高速光模块产业链供应核心瓶颈：

- **需求侧：**出货量方面，假设 2026-2028 年 800G 光模块出货量分别为 6,000 万只/7,000 万只/6,500 万只，1.6T 光模块出货量分别为 2,200 万只/5,000 万只/8,500 万只；假设 800G 光模块 mSAP 渗透率逐年提升，1.6T 光模块 mSAP 渗透率为 100%。我们测算出，2026-2028 年 800G 及 1.6T 光模块 mSAP 生产面积需求分别为 45.41 万平方米/94.92 万平方米/144.27 万平方米；
- **供给侧：**我们通过主流 PCB 厂商公开披露的投资额测算出各家 PCB 厂商 mSAP 的名义产能规划，基于公式：全球 mSAP 有效产能=名义产能×达产期良率×释放系数，测算出 2026-2028 年 mSAP 有效产能分别为 38.29 万平方米/96.65 万平方米/149.70 万平方米；
- **核心结论：**根据我们测算，不考虑 3.2T 光模块出货的情况下，2026-2028 年 mSAP 产能预计处于供给紧缺或紧平衡状态，缺口率分别为-15.7%/+1.8%/+3.8%。随着 PCB 厂商 mSAP 新建产能投放，2027 年起 mSAP 供需情况有所改善。

表 5: 2026-2028 年全球 mSAP 产能供需情况测算

项目	2025A	2026E	2027E	2028E
一、供需平衡表（万平方米，生产面积）				
800G&1.6T 光模块 mSAP 生产面积需求	6.00	45.41	94.92	144.27
mSAP 有效产能	6.66	38.29	96.65	149.70
供需缺口（供给-需求）	0.66	(7.12)	1.73	5.43
供给/需求	1.11	0.84	1.02	1.04
缺口率（缺口/需求）	11.0%	-15.7%	1.8%	3.8%
二、2027E 供需缺口率敏感性矩阵				
需求/供给	供给×80%		供给×100%	供给×120%
需求×120%	-32.1%		-15.1%	1.8%
需求×100%	-18.5%		1.8%	22.2%

需求 >80%

1.8%

27.3%

52.7%

资料来源：公司公告，中信建投证券

公司前瞻布局 mSAP 技术+设备，技术迁移至光模块 PCB 业务有望开启第二增长曲线。2022 年底，公司首条封装载板 mSAP 生产线开始运营。目前，公司已顺利将 mSAP 技术迁移至光模块领域，线宽线距实现 20 μ m/20 μ m，已具备 1.6T 技术生产能力。此外，公司针对性攻克了高速光模块产品存在的阻抗均匀性管控、特殊工艺邦定与成型边相切管控、激光烧盲槽管控、内层埋铜块管控等技术难点。截至目前，公司光模块 PCB 产品已顺利完成 800G、1.6T 规格的技术验证，且正常批量生产中，下游合作客户覆盖行业内多家头部企业。2026 年 7 月 23 日，公司公告拟投入不超过 50 亿元建设高阶 mSAP 高端精密电路板产业化项目，目标提升在高端 PCB 领域的综合竞争力与盈利水平。随着公司募投项目的逐步投产及未来高阶 mSAP 高端精密电路板产业化项目成功建设并投产，公司光模块 PCB 业务有望快速放量，持续提升并巩固公司在高端通讯 PCB 领域的核心竞争优势，开启公司业绩第二增长曲线。

表 6: 公司已在高传输速率光模块电路板领域积累核心技术

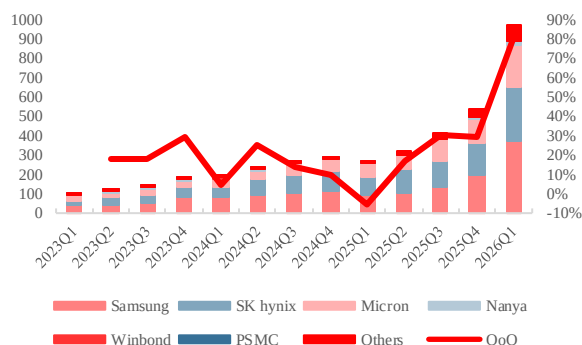
核心技术名称	技术先进性	业界通用能力	公司技术能力
传输速率技术能力达到 1.6TB	1、采用 POFV 生产工艺 2、采用 mSAP 工艺，线宽线距 20 μ m/20 μ m	200G/400G	具有 1.6TB 技术生产能力
阻抗均匀性管控技术	1、电镀使用 VCP 及氧化铜粉电镀，管控电镀均匀性 $\pm 2\mu$ m 2、蚀刻使用真空蚀刻+二流体，管控蚀刻均匀性 >97% 3、压板使用中压机，管控介厚均匀性 $\pm 4\mu$ m	阻抗公差控制在 $\pm 10\%$ 内	阻抗公差控制在 $\pm 6\%$ 内
邦定与成型边相切管控技术	1、使用光学锣机，锣板精度控制在 $\pm 50\mu$ m 内 2、锣刀寿命特殊管控，防止披锋	易产生毛刺	无披锋毛刺
激光烧盲槽管控技术	1、使用激光钻机烧盲槽，盲槽长度尺寸公差管控 $\pm 75\mu$ m 内 2、盲槽加工采用分刀加工，孔与孔之间的重合度按 50 μ m 进行叠孔，保证槽底干净平整	/	盲槽槽宽：75-100 μ m，槽长 5mm 以内，盲槽凹陷填平，凹陷 <10 μ m
内层埋铜块管控技术	1、电镀后线路前，内层锣槽采用凸点方式制作，固定铜块不偏移 2、采用真空塞树脂的方式，填充铜块周围间隙	/	具有批量生产埋铜块技术能力
金手指无引线管控技术	使用曝光型选化油盖电金引线、选化干膜盖沉金区的方式加工，碱性蚀刻引线工艺	/	具有金手指无引线残留技术能力

资料来源：红板科技招股说明书，中信建投证券

4、存储领域：景气周期加速上行，BT 载板乘势释放盈利弹性

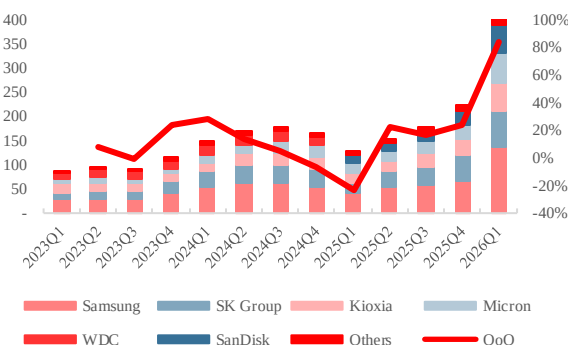
AI 高速发展带来存储扩容需求释放，全球存储行业市场规模环比提升。根据美光官方材料，单台 AI 服务器的 DRAM 用量是传统服务器的 8 倍，NAND 闪存用量达到 3 倍。根据 TrendForce 数据及我们推算，2026Q1 全球 DRAM 季度市场规模接近 970 亿美元，环比增长 81%；2026Q1 全球 NAND 季度市场规模接近 410 亿美元，环比增长 83.7%。

图 21: 全球 DRAM 行业季度市场规模（单位：亿美元）



数据来源: TrendForce, 中信建投证券

图 22: 全球 NAND 行业季度市场规模（单位：亿美元）



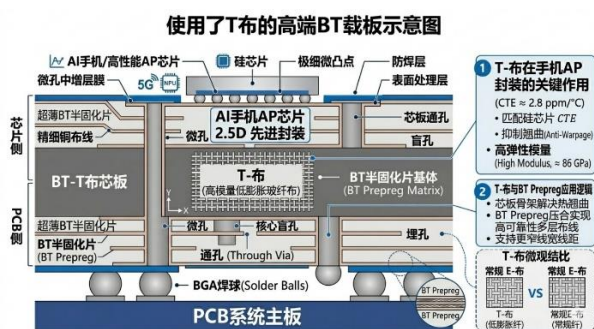
数据来源: TrendForce, 中信建投证券

注 1: SK Group 包括 SK hynix 和 Solidigm

注 2: 自 WDC 分拆后 2025Q1 起列示为 SanDisk

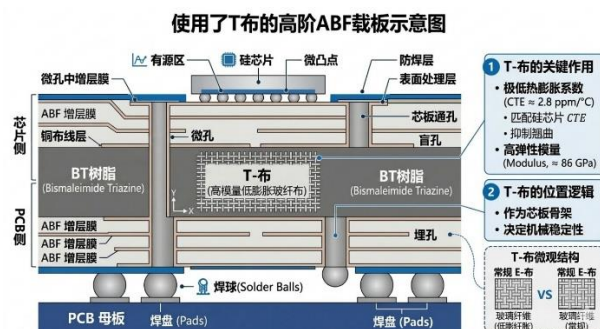
存储芯片需求增长带动 BT 载板需求上行。芯片裸片通常需要通过 IC 载板与外部 PCB 实现连接，IC 载板在封装中承担电气连接、机械支撑、信号分配及散热等功能。IC 载板中，BT 载板以 BT 树脂为主要基材，具有较好的耐热性和机械稳定性，广泛应用于存储芯片、射频芯片、消费电子芯片等领域；ABF 载板以味之素感光积层薄膜（ABF 膜）为主要基材，主要用于 CPU、GPU、FPGA、ASIC 等高运算性能芯片的封装。根据 Prisma 数据，2025 年全球封装基板产值为 148.9 亿美元，其中全球 BT 载板产值同比增长 8.1%，2026 年全球封装基板产值预计为 179.5 亿美元，同比增长 20.5%。我们假设 BT 载板占全球载板产值比例为 48%，2026 年全球 BT 载板产值有望超过 85 亿美元。

图 23: 高阶 BT 载板结构示意图



数据来源: 台湾福邦投顾, 中信建投证券

图 24: 高端 ABF 载板结构示意图



数据来源: 台湾福邦投顾, 中信建投证券

存储需求上行+原材料及产能约束共同造成存储用 BT 载板供需趋紧。原材料端，AI 芯片需求增长同时带动 ABF 载板和 BT 载板需求增长，但 ABF 载板和 BT 载板均依赖低热膨胀系数玻纤布（T 布）、覆铜板及半固化片等材料，上游原材料存在重叠使用，因而造成供应瓶颈。其中 T 布存在明显供需缺口，根据台湾福邦投顾预测，2026-2027 年全球 T 布供需缺口分别高达 41%/27%。产能端，根据臻鼎科技、欣兴电子等头部 BT 载板厂披露，BT 载板厂平均稼动率已提升至 85%-90% 左右。

图 25: IC 载板是 T 布核心应用领域

Application		Equipment/Part	Substrate type		Required performance	Glass fiber type	
						High-end	Mid-range
Telecoms/ Infrastructure	● Mobile phone base stations ● Data center switches, routers, and servers ● AI servers	Processors Controllers	Semiconductor package substrates	CPU/GPU/ASICs	Low CTE	T	E
				NAND memory	Low CTE	T	E
				DDR memory	Low dielectric tangent	NE/NER	E
		Motherboards	Servers (AI, General)	Low dielectric tangent	NE/NER	E	
			Switches (Core, AI)	Low dielectric tangent	NE/NER/NEZ	E	
			Network cards (NIC)	Low dielectric tangent	NE/NER	E	
Edge devices	● Smartphones ● Tablets ● Mobile PCs ● Edge AI devices	Processors	Semiconductor package substrates	APs/CPU/NPUs	Low CTE	Ultra-thin T, T	Ultra-thin E
		Non-volatile memory		NAND memory	Low CTE	Ultra-thin T	Super ultra-thin E
		Volatile memory		DDR memory	Low CTE	Ultra-thin T (smartphones)	
				DDR memory	Low dielectric tangent	NE (PCs)	
		Motherboards	Motherboard substrates	Low dielectric tangent	Ultra-thin NE	Ultra-thin E	
	Wireless telecoms market	RF package substrates	Low dielectric tangent	Ultra-thin NE	Ultra-thin E		
	● Desktops ● AI-PC ● AR/VR ● Drones	CPUs/Memory	Semiconductor package substrates	CPU/GPU/NPUs	Low CTE	T	E
		Motherboards		DDR memory	Low dielectric tangent	NE (PCs)	E
		Advanced SoCs	Semiconductor package substrates	Low CTE	T	Super ultra-thin E	
Automobiles	● Electric vehicles ● ADAS	Advanced SoCs	Semiconductor package substrates		Low CTE	T	E
		Millimeter wave radar	Module boards		Low dielectric tangent	Ultra-thin NE	E

数据来源：日东纺官网，中信建投证券

公司前瞻布局 IC 载板业务，主要产品为 BT 载板。公司载板工厂于 2022 年底正式投产，具备 Tenting 及 mSAP 工艺技术，并掌握无芯基板超细线路盲孔完全填平、埋入式线路结构制作等关键技术，样品最小线宽/线距可达 10 μ m/10 μ m，量产产品最小线宽/线距可达 18 μ m/18 μ m。公司已进入卓胜微（300782.SZ）、无锡市好达电子、浙江星曜半导体、深圳新声半导体等企业的供应链体系。公司以生产 BT 类载板为主，下游应用包括逻辑芯片（AP）、存储芯片（Memory）、射频芯片（RF）、传感器芯片（MEMS）、高端 Mini LED 芯片、系统级封装（SIP）等。

表 7: 公司在最小线宽线距、厚径比、最小 BGA 间距等核心参数方面表现良好

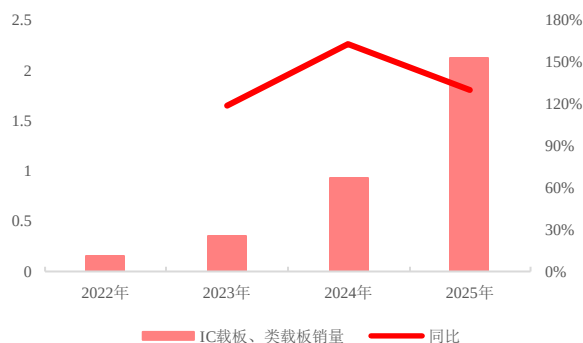
公司名称	最小线宽线距			厚径比		最小 BGA 间距	阻抗公差
	Tenting (Cu≤12 μ m)	mSAP (Cu≤15 μ m)	EIS (Cu≤15 μ m)	机械钻孔	激光钻孔		
博敏电子		35 μ m/35 μ m		8:1	0.8:1	200 μ m	±8%
红板科技	30 μ m/35 μ m	20 μ m/20 μ m	12 μ m/12 μ m	5:1	0.8:1	130 μ m	±10%

资料来源：红板科技关于第一轮审核问询函的回复，中信建投证券

注：其他公司未披露 IC 载板的主要制程能力指标

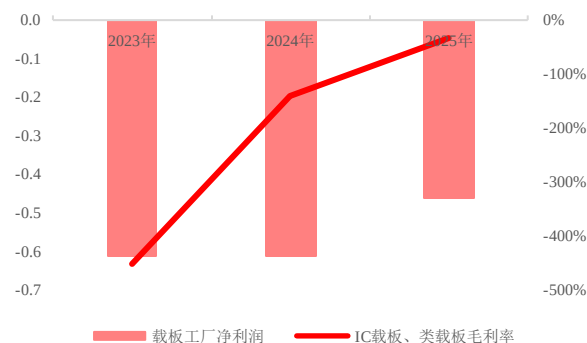
存储用 BT 载板需求加速增长背景下，IC 载板业务乘势释放盈利弹性。2023 年以来，公司 IC 载板业务已逐步由前期研发验证和客户导入阶段向规模化交付阶段过渡，盈利能力持续改善，公司 IC 载板及类载板销量分别为 0.35 万平方米/0.92 万平方米/2.12 万平方米，同比+118.75%/+162.86%/+130.43%。同期，公司 IC 载板收入由 0.04 亿元增长至 0.76 亿元，载板工厂净利润由-0.61 亿元收窄至-0.46 亿元。目前公司存储用 BT 载板放量在即，产品现已实现批量生产，公司积极对接头部存储客户开展认证送样，并按照客户项目流程稳步推进各项验证工作。随着存储类订单放量，载板工厂产能利用率提升、产品良率改善及固定成本摊薄，红森科技有望扭亏并释放盈利弹性。

图 26: 2023 年以来公司 IC 载板、类载板业务订单快速增长
 （单位：万平方米）



数据来源：红板科技招股说明书，中信建投证券

图 27: 2023 年以来载板工厂亏损持续收窄（单位：亿元）



数据来源：红板科技招股说明书，中信建投证券

5、盈利预测与投资建议

根据公司在建项目规划和主营业务景气度的分析，我们对公司核心业务板块的盈利预测如下：

（1）HDI 板业务：随着公司年产 120 万平方米高精密电路板项目等逐步落地，公司将进一步提升高阶 HDI 板制程能力和技术水平，巩固自身在手机 HDI 领域的领先优势。假设 2026-2028 年 HDI 销量为 147.89 万平方米/170.07 万平方米/195.58 万平方米；考虑公司客户订单结构持续优化、规模效应放大及工艺良率改进，预计后续公司成本端亦有所改善，假设毛利率为 28.0%/29.0%/30.0%。

（2）IC 载板、类载板业务：考虑公司载板工厂终端客户认可度增加，存储用 BT 载板订单量快速增长，假设 2026-2028 年 IC 载板销量为 7.36 万平方米/16.19 万平方米/24.29 万平方米，类载板销量为 0.32 万平方米/0.37 万平方米/0.43 万平方米。考虑载板工厂产能利用率持续提升，规模效应逐步凸显，以及公司持续优化低毛利订单，假设 IC 载板毛利率为 20.0%/24.0%/28.0%，类载板毛利率为 -15.0%/-5.0%/3.0%，我们认为红森科技有望在 2026 年实现扭亏。

（3）高速光模块 PCB 业务：为体现公司高速光模块领域的拓展情况，我们将高速光模块 PCB 业务单独列示并进行预测。考虑公司将现有 mSAP 产能成功切入高速光模块 PCB 领域，叠加高阶 mSAP 高端精密电路板产业化项目逐步投产，假设 2026-2028 年光模块 PCB 销量为 650 万颗/3,500 万颗/4,800 万颗，光模块 PCB 毛利率为 24%/30%/35%。

表 8: 公司业绩拆分与盈利预测（单位：亿元）

业务	项目	2026E	2027E	2028E
HDI 板	营业收入	27.13	31.82	37.32
	YoY	18.3%	17.3%	17.3%
	毛利率	28.0%	29.0%	30.0%
刚性板	营业收入	6.12	6.43	6.75
	YoY	5.1%	5.1%	5.1%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

A 股公司深度报告

	毛利率	7.0%	8.0%	8.0%
	营业收入	2.68	2.87	3.08
柔性板	YoY	7.1%	7.1%	7.1%
	毛利率	20.0%	20.0%	20.0%
	营业收入	2.45	2.75	3.09
刚柔结合板	YoY	12.2%	12.2%	12.2%
	毛利率	40.0%	40.0%	40.0%
	营业收入	3.95	10.43	17.21
IC 载板	YoY	420.0%	164.0%	65.0%
	毛利率	20.0%	24.0%	28.0%
	营业收入	0.11	0.13	0.16
类载板	YoY	17.3%	17.3%	17.3%
	毛利率	-15.0%	-5.0%	3.0%
	营业收入	5.85	42.00	72.00
高速光模块 PCB	YoY	/	617.9%	71.4%
	毛利率	24.0%	30.0%	35.0%

资料来源：红板科技招股说明书，中信建投证券

相对估值方面，我们选取同类印制电路板领域公司景旺电子、胜宏科技、方正科技、深南电路、鹏鼎控股、兴森科技进行比较，2026-2028 年对应一致性预期 PE 平均水平分别为 53.34 倍/34.61 倍/25.31 倍。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 10.43 亿元/16.84 亿元/28.31 亿元，当前股价对应 PE 为 62.88 倍/38.93 倍/23.17 倍。我们看好公司作为中高端 PCB 龙头企业，基于 HDI 板及 IC 载板业务布局，抓住 AI、光模块及存储领域发展机遇实现业绩增长，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9: 同行业可比公司 PE 对比情况

股票代码	股票简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603228.SH	景旺电子	893.27	20.02	29.61	40.36	44.63	30.17	22.13
300476.SZ	胜宏科技	2,490.87	91.69	154.96	227.77	27.17	16.07	10.94
600601.SH	方正科技	526.53	12.36	17.51	18.26	42.60	30.07	28.83
002916.SZ	深南电路	2,350.02	54.20	74.88	99.03	43.36	31.39	23.73
002938.SZ	鹏鼎控股	2,029.47	53.59	78.94	107.28	37.87	25.71	18.92
002436.SZ	兴森科技	574.66	4.62	7.74	12.14	124.39	74.26	47.32
可比公司平均 PE						53.34	34.61	25.31
603459.SH	红板科技	655.77	10.44	16.67	27.96	62.83	39.34	23.45

资料来源：Wind、中信建投证券（注：可比公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测，数据截至 2026 年 8 月 20 日收盘）

风险分析

新业务拓展未达预期的风险：公司正积极由高阶 HDI 业务向 IC 载板、高速光模块 PCB 等高端领域拓展。相关产品技术难度较高，通常需要经历客户审厂、送样验证、小批量试产及量产爬坡等环节，客户认证及订单导入周期较长。若公司新产品研发、客户认证、良率提升或批量交付进度不及预期，可能导致新业务收入及利润贡献低于预期，并对公司经营业绩造成不利影响。

假设 2026-2028 年 IC 载板销量为前述盈利预测假设的 70%，即 2026-2028 年 IC 载板销量分别为 5.15 万平方米/11.33 万平方米/17.00 万平方米，在其他假设不变情况下，2026-2028 年公司归母净利润分别为 10.23 亿元/16.02 亿元/26.70 亿元。

假设 2026-2028 年光模块 PCB 销量为前述盈利预测假设的 70%，即 2026-2028 年光模块 PCB 销量分别为 455 万颗/2,450 万颗/3,360 万颗，在其他假设不变情况下，2026-2028 年公司归母净利润分别为 10.06 亿元/13.38 亿元/21.38 亿元。

项目投产后的产能消化风险：公司规划建设高阶 mSAP、高阶 HDI 等项目，相关项目投资规模较大，且需要经历厂房改造、设备安装调试、工艺验证、客户认证及产能爬坡等阶段。若项目建设进度、产品良率或客户导入不及预期，或项目投产后下游需求增长放缓、行业新增产能集中释放，可能导致新增产能利用率和产销率低于预期。

宏观经济及下游市场需求波动的风险：公司产品主要应用于智能手机、消费电子、通信设备、光模块、汽车电子等领域，下游需求受宏观经济环境、终端产品销量、技术升级节奏、客户库存周期及资本开支变化等因素影响。若全球经济增长放缓、消费电子需求复苏不及预期，或 AI 基础设施及高速光模块需求增速下降，可能导致客户订单减少、产品价格承压及库存水平上升，进而可能对公司经营业绩造成不利影响。

市场竞争加剧的风险：全球 PCB 行业市场竞争较为充分，境内外头部企业持续加大在高阶 HDI、mSAP、IC 载板及高速光模块 PCB 等领域的研发投入和产能布局。随着行业新增产能陆续释放，市场可能出现价格竞争加剧、客户认证标准提高及交付周期缩短等情形。若公司不能持续提升工艺能力、产品良率、成本控制及交付水平，或竞争对手凭借技术、规模及客户资源优势抢占市场，公司可能面临产品价格下降、市场份额降低及盈利能力下滑的风险。

技术创新及产品迭代不及预期的风险：PCB 行业技术迭代速度较快，下游产品对精细线路、低损耗材料、阻抗控制、散热性能、微孔可靠性及加工精度提出更高要求。公司需要持续投入研发、设备和专业人才，以推进工艺升级和产品迭代。若公司对技术路线判断出现偏差，研发项目进度或成果转化不及预期，或未能及时满足客户下一代产品需求，可能造成前期研发及设备投入无法实现预期收益，并对公司客户拓展和市场竞争能力产生不利影响。

报表预测

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,552.57	2,199.09	5,103.18	6,956.47	10,416.64
现金	261.56	407.74	2,688.69	2,242.77	3,695.06
应收票据及应收账款合	1,025.94	1,398.22	1,923.16	3,761.62	5,402.37
其他应收款	4.01	4.38	7.56	13.77	19.78
预付账款	4.28	5.05	7.04	14.03	19.92
存货	252.72	372.26	458.57	893.80	1,233.26
其他流动资产	4.06	11.44	18.16	30.48	46.25
非流动资产	2,314.03	2,846.60	3,312.90	5,308.20	6,221.77
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,071.67	2,324.82	2,499.42	3,803.46	5,168.88
无形资产	20.34	82.33	80.45	78.58	76.71
其他非流动资产	222.02	439.45	733.03	1,426.16	976.19
资产总计	3,866.60	5,045.69	8,416.09	12,264.67	16,638.41
流动负债	1,746.39	1,976.82	2,621.66	4,605.86	6,149.51
短期借款	379.43	407.48	407.48	407.48	407.48
应付票据及应付账款合	1,142.63	1,371.11	1,875.66	3,583.12	4,904.62
其他流动负债	224.34	198.23	338.51	615.26	837.41
非流动负债	352.76	750.88	798.59	995.99	1,030.08
长期借款	200.49	450.10	497.81	695.21	729.31
其他非流动负债	152.27	300.78	300.78	300.78	300.78
负债合计	2,099.16	2,727.70	3,420.25	5,601.85	7,179.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	653.75	653.75	753.75	753.75	753.75
资本公积	695.66	709.29	2,243.46	2,243.46	2,243.46
留存收益	418.04	954.94	1,998.63	3,665.61	6,461.61
归属母公司股东权益	1,767.45	2,317.98	4,995.84	6,662.82	9,458.82
负债和股东权益	3,866.60	5,045.69	8,416.09	12,264.67	16,638.41

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	473.46	840.46	1,578.46	2,000.82	3,166.48
净利润	213.91	539.85	1,043.68	1,666.98	2,796.00
折旧摊销	244.99	283.10	434.00	604.56	786.45
财务费用	17.07	33.04	35.29	38.03	41.88
投资损失	-0.84	-0.59	-0.76	-0.72	-0.71
营运资金变动	-73.41	-135.94	21.70	-315.01	-464.23
其他经营现金流	71.73	120.99	44.55	6.99	7.09
投资活动现金流	-401.09	-955.07	-944.09	-2,606.12	-1,706.40
资本支出	375.45	810.66	900.00	2,600.00	1,700.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	25.64	144.41	44.09	6.12	6.40
筹资活动现金流	56.78	248.62	1,646.58	159.38	-7.79
短期借款	153.76	28.05	0.00	0.00	0.00
长期借款	-58.53	249.62	47.71	197.40	34.09
其他筹资现金流	-38.46	-29.05	1,598.88	-38.03	-41.88
现金净增加额	127.74	128.45	2,280.95	-445.92	1,452.29

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,702.48	3,677.02	5,096.33	9,932.84	14,272.48
营业成本	2,189.09	2,707.81	3,684.41	7,021.34	9,631.16
营业税金及附加	15.65	19.21	28.37	54.53	78.09
销售费用	32.60	37.36	57.40	109.54	156.45
管理费用	72.34	84.36	127.09	244.12	348.60
研发费用	125.20	146.88	220.32	423.66	605.07
财务费用	17.07	33.04	35.29	38.03	41.88
资产减值损失	-31.72	-46.47	-66.69	-126.26	-183.03
信用减值损失	-8.31	-11.47	-15.68	-30.70	-44.12
其他收益	32.78	42.20	37.26	38.16	38.54
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.84	0.59	0.76	0.72	0.71
资产处置收益	1.76	-5.01	-1.74	-2.25	-2.54
营业利润	245.89	628.20	897.36	1,921.30	3,220.80
营业外收入	0.18	0.07	301.70	0.07	0.07
营业外支出	0.01	2.68	1.83	1.81	1.96
利润总额	246.05	625.59	1,197.23	1,919.56	3,218.91
所得税	32.14	85.74	153.55	252.58	422.91
净利润	213.91	539.85	1,043.68	1,666.98	2,796.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	213.91	539.85	1,043.68	1,666.98	2,796.00
EBITDA	508.11	941.73	1,666.52	2,562.14	4,047.24
EPS（元）	0.28	0.72	1.38	2.21	3.71

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	15.51	36.06	38.60	94.90	43.69
营业利润(%)	-100.00	#DIV/0!	42.85	114.10	67.64
归属于母公司净利润	103.87	152.37	93.33	59.72	67.73
获利能力					
毛利率(%)	19.00	26.36	27.70	29.31	32.52
销售净利率(%)	7.92	14.68	20.48	16.78	19.59
ROE(%)	12.10	23.29	20.89	25.02	29.56
ROIC(%)	10.39	23.53	25.98	45.78	43.54
偿债能力					
资产负债率(%)	54.29	54.06	40.64	45.67	43.15
净负债比率(%)	18.01	19.41	-35.70	-17.11	-27.05
流动比率	0.89	1.11	1.95	1.51	1.69
速动比率	0.74	0.92	1.76	1.31	1.48
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.73	0.61	0.81	0.86
应收账款周转率	2.85	2.72	2.80	2.78	2.78
应付账款周转率	2.40	2.88	2.61	2.65	2.67
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.72	1.38	2.21	3.71
每股经营现金流(最新)	0.63	1.12	2.09	2.65	4.20
每股净资产(最新摊薄)	2.34	3.08	6.63	8.84	12.55
估值比率					
P/E	306.56	121.47	62.83	39.34	23.45
P/B	37.10	28.29	13.13	9.84	6.93
EV/EBITDA	130.20	70.50	38.59	25.54	15.92

资料来源：公司公告，iFinD，中信建投证券

分析师介绍

韩宇

先进材料及建材首席分析师，产业经济学硕士，四川大学材料工程学士，复合知识背景。7年建材&化工研究经验，曾任职方正证券建材新材料首席分析师，中泰证券建材&化工团队核心成员，在某中型保险资管覆盖建材&化工行业，买卖方视角兼具。作为团队核心成员，荣获建材行业新财富最佳分析师第四名(2022、2023)，卖方分析师水晶球奖总榜第三(2023)，公募榜第二(2023)。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk