仅供内部参考，请勿外传！

本川智能（300964.SZ）

买入（首次评级）

PCB 主业盈利拐点显现，CIPB 打开第二成长曲线

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	596	876	1,793	2,774	3,958
增长率 yoy（%）	16.7	46.9	104.7	54.7	42.7
归母净利润（百万元）	24	32	216	433	533
增长率 yoy（%）	391.8	33.7	581.5	100.3	23.0
ROE（%）	2.4	3.0	13.0	20.8	20.5
EPS 最新摊薄（元）	0.22	0.30	2.02	4.06	4.99
P/E（倍）	301.6	225.5	33.1	16.5	13.4
P/B（倍）	7.2	7.1	4.2	3.4	2.7

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

订单高增叠加产能释放，经营拐点进一步确立。公司深耕多品种、小批量、短交期的中高端 PCB 市场，柔性制造与快速交付构筑差异化竞争基础。2024 年以来公司经营进入持续修复通道，2025 年营业收入同比增长 46.94%至 8.76 亿元，2026H1 承接订单金额同比增长 86.65%，产能利用率进一步提升至 92.81%；同期归母净利润达到 0.43 亿元，已超过 2025 年全年水平。随着订单增长、产能利用率提升及产品与客户结构优化，公司盈利驱动力正由单纯规模扩张逐步向"量增+质升"转变。

AI 算力与电力电子推动 PCB 结构升级，公司产品、技术与产能布局具备较强承接基础。PCB 行业增长正由总量扩张向结构升级演进，AI 服务器、光模块、AIDC 电力链及新能源汽车高压化持续拉动高多层、HDI、高频高速及高功率 PCB 需求。公司已形成高多层板、HDI、高频高速板、厚铜板、金属基板等产品矩阵，并具备 32 层 PCB、6 阶 HDI 等技术能力；同时加快珠海中高端产能与泰国海外基地建设，有望进一步提升高端产品供给及全球客户服务能力，在 PCB 高端化趋势中打开成长空间。

CIPB 由技术储备迈向产业化，有望打开第二成长曲线。CIPB 通过芯片与 PCB 一体化集成，在功率密度、散热效率、寄生参数及系统集成度等方面具备优势，与 AI 服务器电源、新能源汽车高压系统、储能及机器人等高功率密度场景高度契合。公司已实现 CIPB 小批量生产，目前 6 家客户完成多版打样、3 家进入小批量试产，智能化生产线预计 2027Q1 投产，产业化进程逐步提速。

盈利预测及投资建议：我们预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 17.93/27.74/39.58 亿元，归母净利润分别为 2.16/4.33/5.33 亿元，对应 EPS 分别为 2.02/4.06/4.99 元，对应 PE 值为 33.1/16.5/13.4 倍；伴随 PCB 主业盈利修复与 CIPB 逐步放量，公司业绩有望进入加速释放阶段，首次覆盖给予"买入"评级。

风险提示：PCB 行业景气度及下游需求不及预期；CIPB 客户认证、批量订单导入、专线投产及良率爬坡不及预期；原材料涨价、产品价格竞争及成本传导不畅；新增产能建设进度及产能消化不及预期。

股票信息

行业	电子
2026 年 10 月 23 日收盘价(元)	67.00
总市值（百万元）	7,159.59
流通市值（百万元）	5,788.59
总股本（百万股）	106.86
流通股本（百万股）	86.40
近 3 月日均成交额(百万元)	480.12

作者



分析师 张磊
SAC：S1070525100001
邮箱：zhanglei2@cgws.com



分析师 黄雄
SAC：S1070526070002
邮箱：huangxiong@cgws.com

相关研究

仅供内部参考，请勿外传！

内容目录

1.柔性制造构筑基本盘，经营拐点逐步确立 4
1.1 深耕中高端 PCB，柔性制造形成差异化定位 4
1.2 订单增长与产能扩张共振，高端化和全球化打开成长空间 6
1.3 盈利拐点已经显现，现金流质量仍待改善 8
2.PCB：结构升级驱动高端产品需求，公司具备承接基础 10
2.1 全球 PCB 产业重心东移，高多层与 HDI 成为结构性增长方向 10
2.2 AI 算力与电力电子成为高端 PCB 需求的核心驱动力 11
2.3 技术、产品与产能匹配行业趋势，规模化盈利空间加速打开 11
3.CIPB：从技术储备走向产业化，打开第二成长曲线 13
3.1 芯片嵌入重构功率模块，性能优势打开应用空间 13
3.2 AI 电源与新能源构成主要市场，公司具备先发研发基础 15
4.盈利预测与估值分析：主业修复提供底盘，CIPB 决定估值弹性 17
风险提示 18

图表目录

图表 1：深耕中高端 PCB 二十年，公司生产与服务布局由国内向全球延伸 4
图表 2：高多层、HDI、高频高速等产品矩阵完善，下游覆盖通信、汽车、新能源及 AI 等领域 5
图表 3：2026 年获麦米电气"最佳交付奖"，交付与品质能力获核心客户认可 6
图表 4：前五大客户收入占比由 2021 年 33.76%降至 2025 年 25.19%，客户结构趋于多元 6
图表 5：2025 年公司主营业务收入增至 7.90 亿元，收入规模明显扩张 7
图表 6：2026H1 PCB 产能 84 万㎡，产能利用率提升至 92.81% 7
图表 7：现有 PCB 年化产能约 168 万㎡，珠海、泰国等新增产能向高端化和全球化延伸 8
图表 8：2025 年营业收入达 8.76 亿元、同比+46.94%，收入规模创历史新高 8
图表 9：2026H1 综合毛利率回升至 22.82%，盈利质量持续改善 9
图表 10：2026H1 净利率回升至 6.92%，盈利能力较 2023 年低点显著修复 9
图表 11：2026H1 归母净利润回升至 4270 万元，经营回报水平持续修复 9
图表 12：2025 年全球 PCB 前十大厂商合计市占率约为全球前 100 厂商的 37.2%，头部厂商保持较强竞争力 ... 10
图表 13：2025 年 HDI 市场同比+29.4%，为主要 PCB 品类中增速最快 10
图表 14：2024-2029 年服务器/数据存储 PCB 市场规模 CAGR 约 18.7%，高于行业整体增速 11
图表 15：高端 PCB 向高多层、高密度及高频高速方向持续升级 12
图表 16：高端 PCB 产品与技术布局匹配 AI 算力、汽车高压化及电力电子升级需求 12
图表 17：本川智能泰国 PCB 项目奠基仪式隆重举行 13
图表 18：CIPB 产品 VS 传统 PCB 产品优势 14
图表 19：800VDC 减少供电转换环节，高功率密度 AI 服务器推动电力电子架构升级 14
图表 20：新能源汽车向 800V 高压平台升级，功率电子系统向高功率密度与高集成演进 15
图表 21：采埃孚 CIPB 方案 16
图表 22：英飞凌 p²Pack 嵌入式方案 16

图表 23： 联合西安交大研发 CIPB 高密度封装技术，公司持续强化产业化技术储备 16
图表 24： 公司各细分业务利润预测（单位：亿） 17
图表 25： 行业可比公司的平均估值水平 18

1.柔性制造构筑基本盘，经营拐点逐步确立

1.1 深耕中高端 PCB，柔性制造形成差异化定位

公司于 2006 年开启 PCB 业务、2021 年登陆创业板，围绕南京、深圳、珠海和泰国形成制造与服务网络，核心定位是面向通信、新能源、汽车电子、工业控制、电力及医疗等场景提供多品种、小批量、短交期的中高端 PCB。其战略重点并非追求单一大品种的绝对规模，而是用柔性排产、快速换型和前端协同提高定制化订单的承接能力。

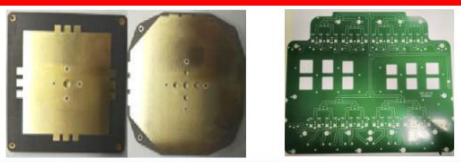
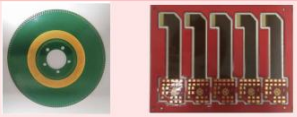
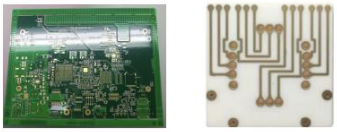
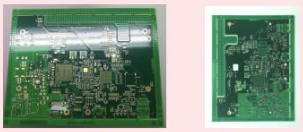
图表1：深耕中高端 PCB 二十年，公司生产与服务布局由国内向全球延伸



资料来源：公司官网，公司可转债募集说明书，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

下游结构多元，公司已构建覆盖多元化高端 PCB 产品矩阵。产品谱系覆盖高多层板、HDI、预埋板、软硬结合板、高频高速板及金属基板等，并且已具备 32 层 PCB 和 6 阶 HDI 相关技术能力。应用场景全面覆盖通信、新能源、AI 智算电力链、汽车电子、电力电子、泛半导体检测设备、机器人等高景气赛道。多元化下游结构在分散单一行业波动的同时，也为公司向 AI 算力、电力电子及汽车电子等高成长领域切换提供基础。

图表2：高多层、HDI、高频高速等产品矩阵完善，下游覆盖通信、汽车、新能源及 AI 等领域

业务板块	主要产品	应用领域	代表产品图
通信业务	•高频微波板 •高速多层板	•5G/6G 通讯 •卫星通讯 •交换机	
工业控制业务	•高多层板 •厚铜板 •软硬结合板 •HDI	•工业机器人 •高端自动化设备 •半导体检测设备	
汽车电子业务	•厚铜板 •金属基板 •HDI •FPC	•汽车三电 •车载雷达 •智能驾驶	
新能源业务	•大功率厚铜板 •金属基板 •平面变压器	•储能 •充电桩 •数据中心 HVDC •高压直流输电	
AI 业务	•超高层数板 •高阶 HDI •IC 载板 •陶瓷基板	•AI 服务器电源 •数据中心算力网络	
机器人业务	•高多层板 •HDI 板 •软硬结合板	•商业清洁机器人 •具身机器人	

资料来源：公司 2026 年半年报，公司官网，长城证券产业金融研究院

柔性制造叠加品质交付能力，优质客户合作持续深化。公司采用“以销定产+柔性制造”智能化生产模式，通过 ERP+MES 等系统实现全流程数字化驱动，排产效率显著提升，确保短交期订单 100%按时交付，破解了行业产能适配与交期管控难题。公司持续拓展上市公司、行业龙头及细分领域标杆客户，并已在汽车电子、储能、充电桩等领域实现部分大客户落地。2026 年 9 月，公司获麦米电气“最佳交付奖”，客户侧对公司 PCB 产品交付能力及品质管控体系给予认可，2025 年全年承接订单金额同比增长 38.09%，2026H1 进一步同比增长 86.65%，在保持客户结构多元化的同时，核心客户合作持续深化，为高端、高附加值 PCB 产品持续放量奠定基础。

仅供内部参考，请勿外传！

图表3：2026 年获麦米电气“最佳交付奖”，交付与品质能力获核心客户认可



资料来源：公司微信公众号，长城证券产业金融研究院

图表4：前五大客户收入占比由 2021 年 33.76%降至 2025 年 25.19%，客户结构趋于多元

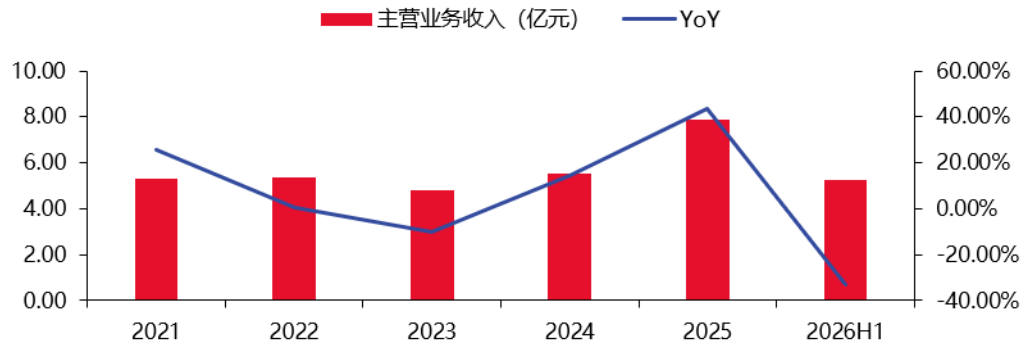
年度	前五大客户占比	第一大客户占比	订单/客户变化
2021	33.76%	11.62%	报告期订单同比+38.06%
2022	28.75%	10.60%	募投产能爬坡
2023	28.36%	11.01%	通信需求与价格承压
2024	21.25%	5.89%	订单同比+23.40%，客户数同比+14.52%
2025	25.19%	7.72%	订单同比+38.09%
2026H1	未披露	未披露	订单金额同比+86.65%

资料来源：公司 2021-2025 年年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

1.2 订单增长与产能扩张共振，高端化和全球化打开成长空间

订单保持较快增长，月度接单规模进一步验证需求景气。2024 年以来，公司订单增长明显提速，2025 年营业收入大幅增长至 8.76 亿元，同比增长 46.94%，其中主营业务收入 7.90 亿元；2026 上半年承接订单金额增速进一步提升，同比增长 86.65%，产销率约 94.75%，生产运营效率稳步提升。反映公司在高端 PCB 及新兴应用领域的客户拓展和份额提升正在加速，为后续收入增长及新增产能消化提供较强需求支撑。

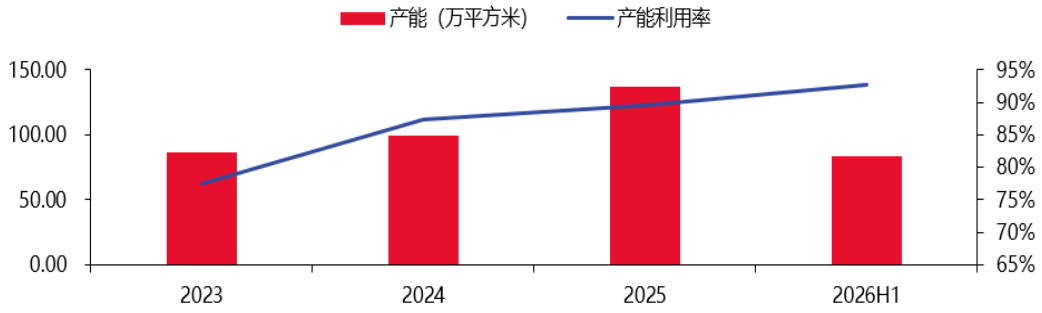
图表5：2025 年公司主营业务收入增至 7.90 亿元，收入规模明显扩张



资料来源：公司 2021-2025 年年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

新增产能规模持续扩张，产能利用率稳步提升。公司 PCB 产能近年来持续扩张，2023—2025 年产能由 86.67 万平方米提升至 137.56 万平方米，2026H1 实现产能 84.00 万平方米，年化产能约 168 万平方米；伴随产能规模增长，公司产能利用率由 2023 年的 77.54%提升至 2025 年的 89.52%，2026H1 进一步达到 92.81%，体现公司新增产能释放与订单增长形成良好匹配，生产运营效率持续提升，也为后续产能扩张奠定了较好的需求基础。从基地布局看，公司已形成以南京、珠海为核心的国内生产体系，其中南京年产 48 万平方米高频高速、多层及高密度 PCB 项目和年产 52 万平方米 5G 高频高速通信 PCB 项目已稳定运营，构成公司现阶段的重要产能基础。

图表6：2026H1 PCB 产能 84 万㎡，产能利用率提升至 92.81%



资料来源：公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

新增产能梯次推进，高端化与全球化布局持续完善。在现有产能基础上，公司持续推进珠海、泰国、南京及 CIPB 专线建设。其中，珠海硕鸿年产 30 万平方米智能电路产品项目重点强化华南中高端 PCB 制造能力，泰国 PCB 生产基地规划新增 25 万平方米产能，主要提升海外客户在地化生产与交付能力；南京新一轮扩产则重点布局 AI 算力高多层、高阶 HDI 等高附加值产品，公司同时推进 CIPB 芯片内嵌功率基板智能化专线建设，南京、珠海两地合计规划投资 30 亿元。新增产能预计主要自 2027Q4 至 2028 年逐步释放，随着在建及规划项目逐步推进，公司产能布局有望由国内多基地协同进一步向全球化制造网络延伸，同时新增产能更加聚焦 AI 算力、高多层、高阶 HDI 等高附加值产品，产能扩张节奏与高端 PCB、AIDC 及 CIPB 业务放量周期形成较好匹配，为 2027-2028 年收入增长和海外市场拓展提供良好的中期产能支撑。

图表7：现有 PCB 年化产能约 168 万㎡，珠海、泰国等新增产能向高端化和全球化延伸

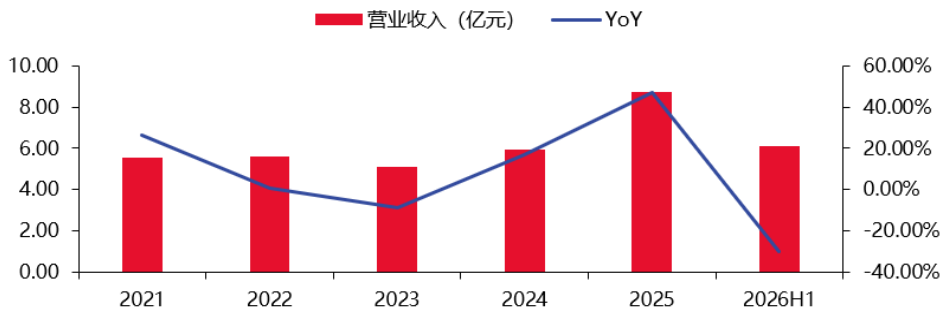
产能阶段	基地/项目	新增/对应产能	当前进展	主要定位
现有产能	公司 PCB 整体	2026H1 年化约 168 万㎡	已投产	2026H1 产能利用率 92.81%
现有产能	南京 48 万㎡项目	48 万㎡	稳定运营	高频高速、多层及高密度 PCB
现有产能	南京 52 万㎡项目	52 万㎡	稳定运营	5G 高频高速通信 PCB
在建产能	珠海硕鸿募投项目	+30 万㎡	建设中	华南中高端 PCB 制造
在建产能	泰国 PCB 基地	+25 万㎡	建设中	海外在地化生产与交付
在建产能	CIPB 智能化专线	—	预计 2027Q1 投产	芯片内嵌功率基板

资料来源：公司 2026 年半年报，可转债募集说明书，长城证券产业金融研究院

1.3 盈利拐点已经显现，现金流质量仍待改善

营收规模加速扩张，盈利能力经历调整后持续修复。2023 年受行业景气及需求波动等影响，公司营业收入同比下降 8.64%至 5.11 亿元，归母净利润降至 0.05 亿元，经营业绩阶段性承压。2024 年以来，伴随下游需求恢复、产能释放及业务规模扩大，公司经营进入明显修复通道，营业收入同比增长 16.67%至 5.96 亿元，归母净利润同比增长 391.81%至 0.24 亿元；2025 年增长进一步提速，营业收入达到 8.76 亿元、同比增长 46.94%，创历史新高，归母净利润增至 0.32 亿元，收入规模扩张、盈利水平同步提高。2026H1 公司延续较强增长势头，实现营业收入 6.11 亿元、归母净利润 0.43 亿元，**半年度归母净利润已超过 2025 年全年水平**，显示随着业务规模扩张及经营质效改善，公司盈利释放正在加快，经营表现由前期修复逐步转向成长阶段，2024 年以来进入持续修复阶段。

图表8：2025 年营业收入达 8.76 亿元、同比+46.94%，收入规模创历史新高

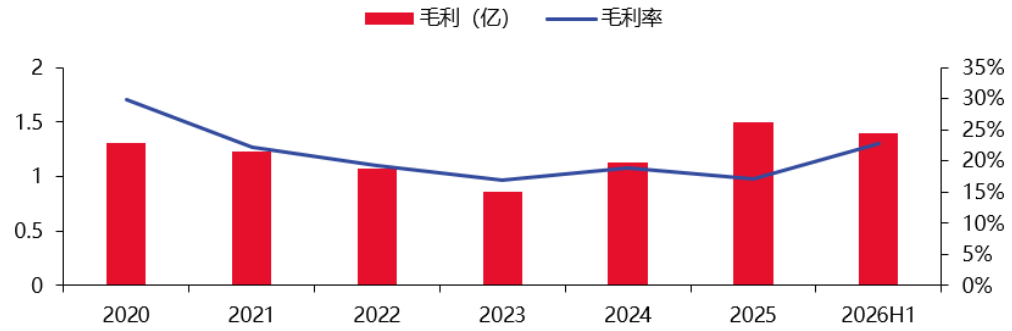


资料来源：公司 2021-2025 年年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

规模扩张驱动业绩增长，产品升级打开盈利改善空间。2021—2023 年公司综合毛利率由 22.23%下降至 16.86%，盈利能力阶段性承压。2024 年起公司盈利能力逐步修复，伴随新增产能持续释放，产能利用率的逐步攀升，收入规模扩大带动固定成本摊薄，规模效应逐步显现。2025 年公司营业收入同比增长 46.94%的同时，综合毛利率稍有回落，表明这一阶段利润增长仍主要由收入规模扩张驱动，产品结构改善尚未完全体现为整体毛利率提升。2026H1 公司盈利改善的驱动力进一步由“量增”向“量增+质升”转变，2026 上半年综合毛利率回升至 22.82%。在覆铜板等核心原材料供应偏紧、价格上涨的

背景下，公司已通过多元化供应商布局、前置采购及锁价备货等方式保障原材料供应，并有序开展产品调价工作，推动上游成本压力向下游传导。同时，公司产品结构持续向高端延伸，高附加值产品占比稳步提升，产品结构优化取得明显进展，公司盈利能力仍具有较大潜力。

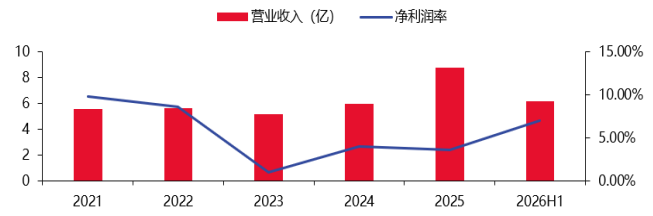
图表9：2026H1 综合毛利率回升至 22.82%，盈利质量持续改善



资料来源：公司 2021-2025 年年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

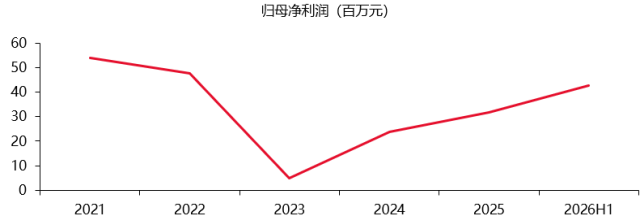
盈利能力触底修复，PCB 主业盈利弹性仍待释放。2023 年受产品降价、产能爬坡及固定成本较高等因素影响，公司净利率、ROE 分别降至 0.94%、0.48%，盈利阶段性触底。2024 年以来伴随订单增长、产能利用率提升和规模效应释放，净利率与 ROE 持续修复，2026H1 分别升至 6.92%、3.78%，归母净利润同比增长 98.99%。但综合盈利改善与 PCB 主业仍存在差异——2026H1 综合毛利率达到 22.82%，而 PCB 业务毛利率为 10.93%、同比下降 5.01pct，同比仍有所承压，表明原材料价格上涨及前期价格传导滞后对 PCB 主业盈利仍有影响。公司从 2026 年上半年起已逐步推进产品提价，并依据原材料涨幅同步调整产品定价，推动上游成本压力向下游传导。整体来看，公司利润修复趋势明确，但当前更多受收入放量和规模效应驱动，高端产品结构升级向 PCB 主业毛利率改善的传导仍有进一步释放空间。

图表10：2026H1 净利率回升至 6.92%，盈利能力较 2023 年低点显著修复



资料来源：公司 2021-2025 年年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

图表11：2026H1 归母净利润回升至 4270 万元，经营回报水平持续修复



资料来源：公司 2021-2025 年年报，公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

2.PCB：结构升级驱动高端产品需求，公司具备承接基础

2.1 全球 PCB 产业重心东移，高多层与 HDI 成为结构性增长方向

全球 PCB 产能加速向亚洲集聚，中国大陆已成为全球核心制造基地。根据行业权威机构 Prismark 的报告，当前亚洲地区 PCB 产能占全球比重超过 80%，形成以中国大陆、中国台湾地区为核心，日本、韩国及东南亚为辅的产业格局。其中，中国大陆依托完善的产业链配套、规模化制造能力、持续的技术升级以及广阔的下游市场，已成为全球 PCB 产业的核心生产制造基地，产业集群集中于珠三角、长三角地区，并逐步向华中、成渝等区域辐射延伸，持续巩固全球制造中心地位。

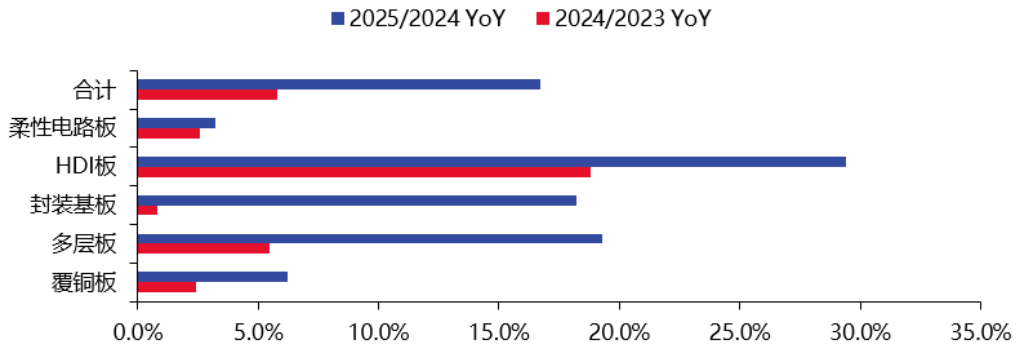
图表12：2025 年全球 PCB 前十大厂商合计市占率约为全球前 100 厂商的 37.2%，头部厂商保持较强竞争力

排名	厂商	总部	2024 年销售额（百万美元）	2025 年销售额（百万美元）	2025 同比增速	2025 全球市场份额
1	臻鼎科技	中国台湾	5,341	5,869	9.9%	6.7%
2	欣兴电子	中国台湾	3,594	4,225	17.5%	4.8%
3	东山精密	中国大陆	3,451	3,570	3.4%	4.1%
4	深南电路	中国大陆	2,492	3,295	32.2%	3.8%
5	迅达科技	美国	2,443	2,906	19.0%	3.3%
6	沪电股份	中国台湾	1,960	2,760	40.8%	3.2%
7	胜宏科技	中国大陆	1,493	2,686	79.9%	3.1%
8	华通电脑	中国台湾	2,256	2,446	8.4%	2.8%
9	健鼎科技	中国台湾	2,050	2,361	15.2%	2.7%
10	旗胜（原日本旗胜）	日本	2,504	2,273	-9.2%	2.6%

资料来源：Prismark，长城证券产业金融研究院

AI 等高景气下游驱动行业复苏，高端 PCB 品类表现突出。2025 年全球 PCB 市场同比增长 16.7%，其中受 AI 服务器、光模块、卫星系统及汽车电子等高性能应用需求拉动，HDI 市场同比增长 29.4%，成为增长最快的主要品类；多层板同比增长 19.3%，较 2024 年 5.5%的增速明显提速；封装基板在经历前期调整后同比增长 18.2%，实现较强复苏，而刚性板、柔性板则保持 3%—6%的温和增长。整体来看，本轮 PCB 行业增长呈现明显的结构性特征，需求增量进一步向 HDI、高多层及封装基板等高端产品集中。

图表13：2025 年 HDI 市场同比+29.4%，为主要 PCB 品类中增速最快



资料来源：Prismark，长城证券产业金融研究院

2.2 AI 算力与电力电子成为高端 PCB 需求的核心驱动力

下游技术迭代正推动 PCB 需求由“量增”向“性能升级与价值量提升”演进。随着 AI 服务器、数据中心、高速网络持续扩容，以及新能源汽车 800V/1200V 高压平台、储能 PCS、充电桩等电力电子场景加速升级，下游设备向高算力、高频高速、高功率密度和高集成度方向发展，对 PCB 的层数、信号传输、载流、散热及可靠性提出更高要求，带动高多层、HDI、高频高速、厚铜板及芯片内嵌式 PCB 等高附加值产品需求持续增长。未来 PCB 行业增长重心有望进一步向高端产品迁移，具备高频高速、高功率及高集成能力的产品将成为主要结构性增量。

图表14：2024-2029 年服务器/数据存储 PCB 市场规模 CAGR 约 18.7%，高于行业整体增速

PCB 应用领域	2024	2025（估算）	2029（预测）	2024-2029 CAGR
服务器/数据存储	109.16 亿美元	159.75 亿美元	257.29 亿美元	18.7%
其他计算机	36.49 亿美元	38.30 亿美元	41.10 亿美元	2.4%
有线基础设施	61.53 亿美元	83.85 亿美元	127.59 亿美元	15.7%
无线基础设施	31.77 亿美元	36.11 亿美元	48.00 亿美元	8.6%
合计	238.95 亿美元	318.01 亿美元	473.98 亿美元	14.68%

资料来源：沪电股份 2025 年度总经理工作报告，Prismark，长城证券产业金融研究院

2.3 技术、产品与产能匹配行业趋势，规模化盈利空间加速打开

高端产品矩阵逐步完善，公司产品布局与行业结构升级方向较为契合。公司已形成覆盖高多层板、HDI、高频高速板、预埋板、软硬结合板及金属基板等品类的高端 PCB 产品体系，下游覆盖通信、汽车电子、新能源、电力电子及 AIDC 智算中心等领域。其中，高多层、HDI 和高频高速产品主要承接 AI 服务器、光模块及高速通信等场景对高密度互连和高速信号传输的需求，厚铜板、金属基板等则重点适配新能源汽车、储能及 AIDC 电力链对高载流、高散热和高可靠性的要求。我们认为，公司产品布局与当前 PCB 向高频高速、高密度及高功率方向升级的产业趋势形成较好匹配，为承接高端 PCB 结构性需求奠定产品基础。

仅供内部参考，请勿外传！

图表15：高端 PCB 向高多层、高密度及高频高速方向持续升级



资料来源：景旺电子官网，长城证券产业金融研究院

技术能力与柔性制造构筑差异化竞争基础。公司已具备 32 层 PCB、6 阶 HDI 等高端产品技术能力，并持续推进高阶 HDI、高精密预埋元件板、埋铜板等产品布局。随着 AI 算力、电力电子等新兴应用快速迭代、PCB 产品复杂度持续提升，公司柔性制造能力有望与高端产品技术储备形成协同，强化对细分高价值订单的承接能力。

存量产能高效利用叠加新增产能布局，为高端需求放量提供承接基础，规模化盈利能力仍待验证。随着订单持续增长，公司存量 PCB 产能维持较高负荷运行，2025 年产能利用率已接近九成，2026H1 进一步提升至 92.81%。在保持南京基地稳定运营的同时，公司加快珠海及泰国产能布局，其中珠海项目重点强化华南中高端 PCB 制造及客户服务能力，泰国基地则面向海外客户提升在地化生产与交付能力，国内外新增产能有望进一步打开公司高端产品的规模化承接空间。

图表16：高端 PCB 产品与技术布局匹配 AI 算力、汽车高压化及电力电子升级需求

行业升级方向	主要需求场景	对 PCB 核心要求	本川智能对应产品/能力
AI 算力升级	AI 服务器、光模块、数据中心	高速传输、高层数、高密度、高可靠	高多层板、HDI、高频高速板；已实现 32 层 PCB、6 阶 HDI
汽车智能化/高压化	智能驾驶、智能座舱、三电系统、800V/1200V 高压平台	高可靠、高载流、高散热、高频及高压绝缘	高频微波板、厚铜板、金属基板、HDI 及芯片内嵌功率基板
AIDC 电力链升级	UPS、SST、HVDC、服务器电源、DC/DC 及液冷配套	大电流承载、高耐压、高散热、高可靠	超高层板数、厚铜板、高频高速板、HDI 及芯片内嵌功率基板
新能源电力电子升级	储能 PCS、风电/光伏、800V/1200V 充电桩	高载流、高绝缘耐压、高散热、高可靠	大功率厚铜板、金属基板、嵌入式金属基板、芯片内嵌功率基板

资料来源：公司 2026 年半年报，长城证券产业金融研究院

仅供内部参考，请勿外传！

图表17：本川智能泰国 PCB 项目奠基仪式隆重举行



资料来源：公司微信公众号，长城证券产业金融研究院

3.CIPB：从技术储备走向产业化，打开第二成长曲线

3.1 芯片嵌入重构功率模块，性能优势打开应用空间

CIPB (芯片埋入功率板) 是新一代电力电子技术，通过将结构件、元件与 PCB 重塑集成，实现芯片与基板的一体化封装，解决传统叠层架构体积大、散热差、寄生电感高等痛点。相较于传统功率模块，CIPB 通过将功率芯片直接嵌入 PCB 内部，减少键合线及连接结构，可显著缩短电流回路并优化热传导路径。根据公司投资者关系活动记录表的记录，CIPB 方案寄生电感可下降 90%以上，模块体积缩小约 30%-50%，功率密度提升约 2-3 倍，芯片结温下降约 15-20℃，功率循环寿命可提升至传统方案的 3-10 倍；在规模化生产条件下，整体制造成本预计亦具备 20%-30%的下降空间。我们认为，性能与成本优势的同步提升，使 CIPB 在新能源汽车高压系统、AI 服务器电源及机器人等高功率密度场景具备较强应用潜力。

仅供内部参考，请勿外传！

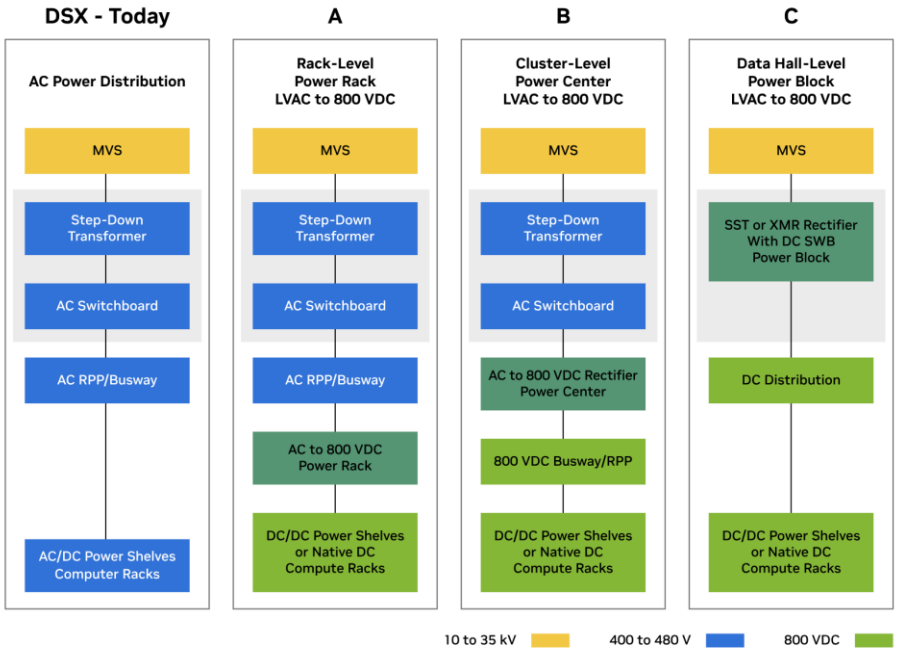
图表18：CIPB 产品 VS 传统 PCB 产品优势

指标	传统方案	CIPB 方案	提升幅度
寄生电感	较高	极低	降低 90%以上
芯片结温	基准	降低 15-20°C	散热路径优化
功率循环寿命	1-3 万次	10 万次以上	提升 3-10 倍
体积	基准	缩小 30%-50%	功率密度提升 2-3 倍
全生命周期成本	基准	预计降低 20%-30%	系统 BOM 简化

资料来源：公司投资者关系活动记录表，长城证券产业金融研究院

AI 算力与新能源高压化放大 CIPB 的技术价值，应用场景有望持续拓展。我们认为，AI 服务器功率密度持续提升，数据中心供电系统向高压、高频、高集成方向演进；与此同时，新能源汽车向 800V/1200V 高压平台升级，储能、充电桩及机器人等场景同样面临高功率密度、小型化和散热需求。在此背景下，传统功率模块在寄生参数、散热路径及系统体积等方面面临更高要求，CIPB 的低损耗、高散热及高集成优势与上述应用需求具有较强匹配性。公司目前已针对 AI 服务器电源和汽车功率模块等领域向部分头部客户完成样品送样验证，并将 AI 服务器电源、新能源汽车高压系统、储能变流器及机器人控制器列为潜在规模化应用方向。

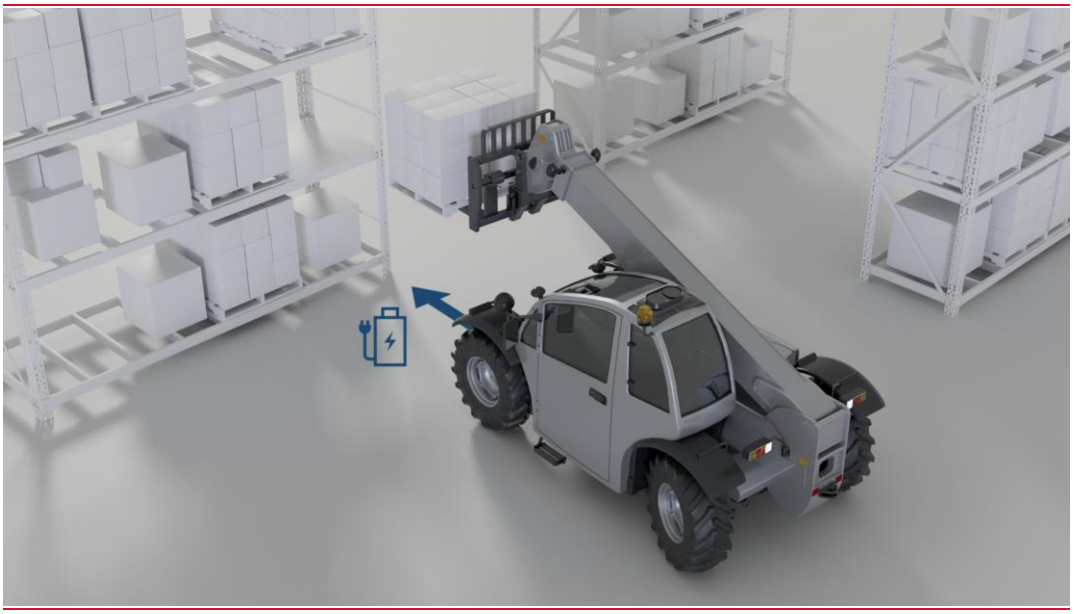
图表19：800VDC 减少供电转换环节，高功率密度 AI 服务器推动电力电子架构升级



资料来源：英伟达官网，长城证券产业金融研究院

仅供内部参考，请勿外传！

图表20：新能源汽车向 800V 高压平台升级，功率电子系统向高功率密度与高集成演进

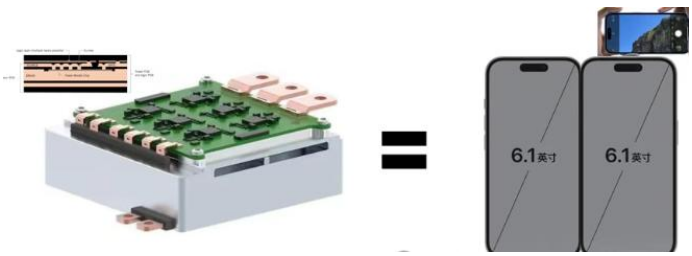


资料来源：博世官网，长城证券产业金融研究院

3.2 AI 电源与新能源构成主要市场，公司具备先发研发基础

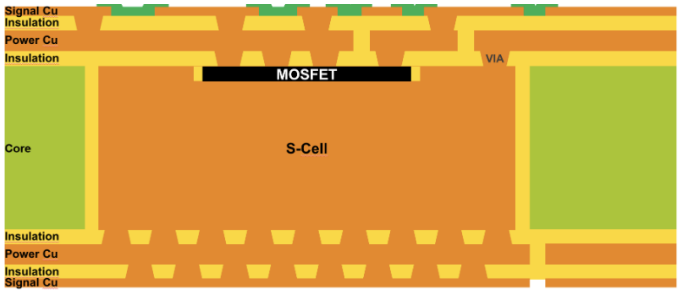
高功率密度需求驱动封装技术升级，头部厂商加速布局推动 CIPB 由技术验证迈向产业化。我们认为，随着 AI 算力、新能源汽车及新能源发电等领域功率密度持续提升，功率器件对低寄生、高散热及高集成度的要求不断提高，为 CIPB 等嵌入式功率封装技术打开应用空间。根据公司投资者关系活动记录表，公司预计到 2030 年，CIPB 对应下游市场规模广阔，其中服务器电源市场 90-250 亿元，新能源汽车 60-150 亿元，光伏逆变器 50-160 亿元，机器人模块 350-650 亿元。与此同时，产业链头部厂商正加快相关技术布局和产品验证：根据英飞凌官网，英飞凌联合 Schweizer 推进 p²Pack 嵌入式方案，将 1200 V CoolSiC™ SiC 功率器件直接嵌入 PCB，面向牵引逆变器、DC-DC 及车载充电等高压功率电子场景；根据新能源汽车国家大数据联盟的报道，新一代 CEPU 已完成台架测试，进入产业化准备阶段；根据采埃孚亚太创新日报道，采埃孚持续推进 CIPB 嵌入式电控产品开发，相关产品已在高压大功率场景下解决可靠性挑战，并在热管理、性能及功率密度等方面较传统功率模块实现显著提升，为后续产业化奠定基础；根据麦格纳官方报道，麦格纳推出新一代 800V eDrive 嵌入式电驱解决方案。我们认为，从功率半导体到新能源汽车三电、电驱系统等产业领域，头部厂商均在加速布局嵌入式功率技术，显示其应用正由单一技术环节向多元高功率密度场景拓展，进一步打开 CIPB 的产业化应用空间。

图表21：采埃孚 CIPB 方案



资料来源：SysPro 系统工程智库，长城证券产业金融研究院

图表22：英飞凌 p²Pack 嵌入式方案



资料来源：Schweizer 官网，长城证券产业金融研究院

公司已由技术研发逐步进入客户验证阶段，先发布局优势开始向产业化能力转化。根据公司 2026 年半年报，本川智能依托 PCB 领域的工艺积累，已完成 CIPB 研发并实现小批量生产，同时推进“新一代印制电路板（CIPB）智能化生产线技术改造项目”，预计 2027 年一季度投产。从当前阶段看，公司正在进行对 CIPB 项目的厂房改造和定制化产线布局，已围绕汽车电子、AI 服务器电源及机器人三类客户推进 CIPB 送样验证。截至 2026 年 5 月 19 日，已有 6 家客户完成多版打样，3 家客户进入小批量试产阶段。项目目前处于小批量试产阶段，大规模放量预计在未来 1-2 年。公司已针对不同材料热膨胀系数差异导致的翘曲问题，完成 10 种以上材料验证，解决了高压绝缘、激光开槽、微孔填镀等核心技术难题；同时与上游芯片厂商、模块厂深度合作，打通了从材料到成品的全链路供应能力，为后续规模化量产做好了准备。CIPB 当前被视为具有较高成长弹性的潜在第二增长曲线。

图表23：联合西安交大研发 CIPB 高密度封装技术，公司持续强化产业化技术储备



资料来源：公司微信公众号，长城证券产业金融研究院

仅供内部参考，请勿外传！

4.盈利预测与估值分析：主业修复提供底盘，CIPB 决定估值弹性

行业景气与产品调价共同支撑增长预期，高端产品放量驱动盈利能力加速释放。我们预计 2026—2028 年公司营业收入分别为 17.93 亿元、27.74 亿元和 39.58 亿元，主要基于订单增长、产能释放、产品结构升级及产品调价等因素的共同作用。2026 年以来，PCB 产业链已出现较为明确的价格传导迹象，覆铜板及半固化片采购价格上涨、供应趋紧，预计相关涨价影响将在下半年体现得更为充分，行业需求增长与第二季度以来的产品调价为公司业绩增长提供了较好的外部环境。

CIPB 由小批量验证迈向规模化量产，有望成为 2027 年后核心业绩增量。我们预计 CIPB 业务 2026—2028 年分别实现收入 0.20 亿元、3.50 亿元和 7.90 亿元，毛利率分别为 30%、34%和 37%。2026 年仍主要处于客户验证及小批量试产阶段，收入贡献相对有限；随着 CIPB 智能化生产线预计于 2027 年一季度投产，客户验证逐步向批量订单转化，业务有望进入产能爬坡和收入快速释放阶段。公司目前已有 6 家客户完成多版打样、3 家客户进入小批量试产，并已围绕材料匹配、高压绝缘、激光开槽及微孔填镀等关键工艺形成技术积累。随着 AI 服务器电源、新能源汽车高压系统、储能变流器及机器人控制器等应用逐步拓展，CIPB 有望由技术储备转化为实质业绩贡献，成为公司区别于传统 PCB 业务的重要成长来源。

图表24：公司各细分业务利润预测（单位：亿）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
印制电路板（不含 CIPB）	4.80	5.51	7.90	16.13	22.54	29.88
YOY		14.8%	43.4%	104.2%	39.7%	32.6%
毛利率	11.6%	12.4%	8.5%	16.0%	20.0%	22.5%
其他业务收入	0.31	0.45	0.86	1.60	1.70	1.80
YOY		47.0%	89.4%	86.2%	6.3%	5.9%
毛利率	98.7%	97.2%	97.0%	95.0%	94.0%	93.0%
基石业务收入合计	5.11	5.96	8.76	17.73	24.24	31.68
YOY		16.7%	46.9%	102.4%	36.7%	30.7%
综合毛利率	16.9%	18.9%	17.1%	26.9%	29.0%	29.6%
CIPB	-	-	-	0.20	3.50	7.90
YOY	-	-	-	0.0%	1650.0%	125.7%
毛利率	-	-	-	30.0%	34.0%	37.0%
收入合计	5.11	5.96	8.76	17.93	27.74	39.58
YOY		16.7%	46.9%	104.7%	54.7%	42.7%
综合毛利率	16.9%	18.9%	17.1%	27.0%	29.9%	31.5%
期间费用率	17.4%	15.2%	13.0%	12.0%	10.5%	9.5%
净利润	0.05	0.24	0.31	2.20	4.43	5.44
YOY		391.8%	29.6%	617.8%	100.5%	22.9%
净利率	0.9%	4.0%	3.6%	12.3%	16.0%	13.7%

资料来源：ifind，公司 2023-2025 年年报，长城证券产业金融研究院

业绩高增长推动估值快速消化，公司估值性价比优势突出。考虑到本川智能主营业务为印制电路板（PCB）的研发、生产与销售，我们选取主营业务同属 PCB 制造、产品应用

领域与公司存在一定重合，且具备可获取的机构一致预期数据的 A 股上市公司作为可比对象。其中，科翔股份、中富电路均以 PCB 业务为核心，深南电路在高多层 PCB 及通信、服务器等应用领域具有代表性。我们预计公司 2026—2028 年归母净利润 2.16 亿元、4.33 亿元和 5.33 亿元，对应 EPS 值为 2.02 元、4.06 元和 4.99 元，PE 值为 33.09 倍、16.52 倍和 13.43 倍，低于同期可比公司平均水平。当前公司正处于盈利加速释放阶段，PCB 主业受益于订单增长、产能释放及高端产品结构升级，CIPB 则有望伴随专线投产和客户订单导入打开新的成长空间，形成“主业盈利修复+CIPB 增量放量”的双重驱动。在较高业绩成长预期下，公司远期估值快速回落至较低水平，当前市场定价对未来成长潜力的反映仍相对有限，公司兼具较强业绩弹性与估值提升空间，投资价值进一步凸显。

图表25：行业可比公司的平均估值水平

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润(亿元)			PE(X)		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
300903.SZ	科翔股份	323.8	2.65	5.71	8.16	122.19	56.71	39.68
300814.SZ	中富电路	201.9	1.37	3.79	5.97	147.82	53.21	33.83
002249.SZ	深南电路	1927.47	59.37	90.75	123.41	32.26	21.24	15.62
平均值						100.76	43.72	29.71
300964.SZ	本川智能	71.6	2.16	4.33	5.33	33.09	16.52	13.43

资料来源：ifind，各公司 2025 年年报，长城证券产业金融研究院

注：可比公司数据取自 ifind 机构一致预期，本川智能取自模型测算，2026/10/24 更新

风险提示

PCB 行业景气度及下游需求不及预期风险。公司 PCB 产品广泛应用于通信设备、汽车电子、新能源、AIDC 电力链、电力电子等领域。若宏观经济波动、AI 算力基础设施建设及新能源汽车等下游需求增长不及预期，可能导致 PCB 市场需求及公司订单增长放缓，进而对公司收入增长及盈利能力产生不利影响。

CIPB 产业化进展不及预期风险。公司 CIPB 目前处于产业化推进阶段，后续规模化放量仍取决于客户认证、批量订单导入、专线建设投产及量产良率爬坡等环节。若客户验证周期延长、批量订单落地不及预期，或专线投产及良率提升进度低于预期，可能导致 CIPB 产业化及业绩贡献低于预期。

原材料涨价、产品价格竞争及成本传导不畅风险。PCB 行业主要原材料价格存在一定波动，同时行业竞争可能对产品价格形成压力。若原材料价格持续上涨、市场竞争加剧，而公司产品调价及成本传导不及时，可能压缩产品盈利空间，对公司 PCB 业务毛利率及整体盈利水平造成不利影响。

新增产能建设及消化不及预期风险。公司持续推进珠海、泰国等生产基地的产能布局，并计划建设 CIPB 智能化生产线。若相关项目建设、设备调试及投产进度不及预期，或新增产能释放后订单增长未能及时匹配，可能导致产能利用率提升不及预期，并增加折旧、人工等固定成本压力，进而影响公司经营业绩及扩产项目的投资回报。

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	708.26	819.39	1313.42	1730.40	2409.23
现金	215.76	165.31	290.47	416.10	474.95
应收票据及应收账款	214.57	311.58	584.94	736.01	1148.72
其他应收款	2.12	3.06	7.54	8.86	14.54
预付账款	4.30	2.90	10.95	9.27	22.33
存货	94.67	201.53	284.50	425.13	613.67
其他流动资产	176.84	135.02	135.02	135.02	135.02
非流动资产	601.50	802.98	1377.80	2030.37	2798.56
长期股权投资	9.00	21.73	33.16	44.99	56.67
固定资产	400.98	638.23	1158.91	1775.75	2491.74
无形资产	70.33	34.32	39.11	44.85	47.31
其他非流动资产	121.18	108.71	146.62	164.77	202.84
资产总计	1309.76	1622.38	2691.23	3760.77	5207.79
流动负债	284.30	552.55	936.62	1575.33	2494.03
短期借款	0.00	0.00	22.81	390.77	736.03
应付票据及应付账款	225.96	476.51	838.57	1102.46	1665.47
其他流动负债	58.35	76.05	75.24	82.10	92.54
非流动负债	32.85	53.12	55.85	58.12	60.06
长期借款	0.00	6.91	9.64	11.90	13.84
其他非流动负债	32.85	46.21	46.21	46.21	46.21
负债合计	317.16	605.68	992.47	1633.45	2554.08
少数股东权益	1.77	3.96	8.38	17.67	28.55
股本	77.30	77.30	112.91	112.91	112.91
资本公积	623.17	625.72	1059.11	1059.11	1059.11
留存收益	317.51	334.00	494.99	821.80	1221.80
归属母公司股东权益	990.83	1012.74	1690.38	2109.64	2625.15
负债和股东权益	1309.76	1622.38	2691.23	3760.77	5207.79

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	28	6	268	508	666
净利润	24	31	221	443	544
折旧摊销	39	57	69	109	158
财务费用	-5	1	-12	-15	18
投资损失	-8	-2	-8	-7	-6
营运资金变动	-41	-101	-20	-47	-86
其他经营现金流	20	21	18	26	39
投资活动现金流	0	-48	-637	-755	-921
资本支出	122	127	633	750	914
长期投资	164	76	-11	-12	-12
其他投资现金流	-42	3	7	6	5
筹资活动现金流	-29	10	471	4	-32
短期借款	-20	0	23	368	345
长期借款	0	7	3	2	2
普通股增加	0	0	36	0	0
资本公积增加	-1	3	433	0	0
其他筹资现金流	-9	0	-23	-366	-379
现金净增加额	3	-32	102	-242	-286

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	596.10	875.93	1793.03	2774.00	3957.95
营业成本	483.63	725.86	1246.34	1792.84	2637.58
营业税金及附加	4.43	5.08	11.18	18.26	25.78
销售费用	32.24	38.55	86.94	138.07	194.30
管理费用	33.15	42.12	100.07	156.90	213.80
研发费用	30.86	32.77	92.43	137.58	188.33
财务费用	-5.46	0.88	-12.06	-15.03	17.52
资产和信用减值损失	-4.67	-4.50	-17.48	-25.58	-38.20
其他收益	9.48	12.59	9.63	9.84	10.38
公允价值变动收益	-0.40	-0.57	-0.37	-0.26	-0.40
投资净收益	8.19	2.49	8.06	7.14	6.47
资产处置收益	-0.04	-1.94	-0.52	-0.65	-0.78
营业利润	29.82	38.73	267.47	535.87	658.11
营业外收入	0.12	0.01	0.09	0.10	0.08
营业外支出	1.78	1.42	1.41	1.21	1.45
利润总额	28.16	37.32	266.15	534.76	656.73
所得税	4.50	6.56	45.36	92.09	112.70
净利润	23.66	30.76	220.79	442.67	544.03
少数股东损益	-0.08	-0.99	4.42	9.30	10.88
归属母公司净利润	23.74	31.75	216.37	433.37	533.15
EBITDA	63.80	90.98	332.51	648.75	838.66
EPS（元/股）	0.22	0.30	2.02	4.06	4.99

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入（%）	16.7	46.9	104.7	54.7	42.7
营业利润（%）	5142.5	29.9	590.7	100.3	22.8
归属母公司净利润（%）	391.8	33.7	581.5	100.3	23.0
获利能力					
毛利率（%）	18.9	17.1	30.5	35.4	33.4
净利率（%）	4.0	3.5	12.3	16.0	13.7
ROE（%）	2.4	3.0	13.0	20.8	20.5
ROIC（%）	2.1	2.6	12.5	17.6	16.6
偿债能力					
资产负债率（%）	24.2	37.3	36.9	43.4	49.0
净负债比率（%）	-19.4	-12.8	-13.8	0.5	11.4
流动比率	2.5	1.5	1.4	1.1	1.0
速动比率	2.1	1.1	1.1	0.8	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	4.1	4.2	4.2	4.5	4.4
应付账款周转率	3.7	3.2	3.8	3.2	4.0
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.22	0.30	2.02	4.06	4.99
每股经营现金流（最新摊薄）	0.26	0.06	2.51	4.76	6.23
每股净资产（最新摊薄）	9.27	9.48	15.82	19.74	24.57
估值比率					
P/E	301.6	225.5	33.1	16.5	13.4
P/B	7.2	7.1	4.2	3.4	2.7
EV/EBITDA	113.1	80.8	21.8	11.6	9.3

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳
地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

北京
地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031
传真：86-10-88366686

上海
地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com

长城证券 GREAT WALL SECURITIES