仅供内部参考，请勿外传

生益科技（600183.SH）

买入（首次评级）

公司深度研究

证券研究报告

产业需求更多元，公司掌握变局中的核心密码

电子组

分析师：樊志远（执业 S1130518070003）

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：邓小路（执业 S1130520080003）

dengxiaolu@gjzq.com.cn

分析师：董雯丹（执业 S1130526080003）

dongwendan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：117.63 元

目标价（人民币）：197.41 元

投资逻辑

已成全球龙头，成长性成未来核心。生益科技已成为全球 CCL/PCB 行业市值排名第 6 的核心厂商，根据公司 2026 年前三季度预告，预计公司 2026 年前三季度实现归母净利润 64.6~68.7 亿元（同比+164%~181%），26Q3 实现归母净利润 32~36 亿元（同比+212%~252%）。我们认为公司在产业链中的地位遥遥领先是周期性和成长性共振的结果，周期性将保持稳中有进而 CCL+PCB 业务（营收合计占比 94%）的成长性是公司未来发展的核心。

系统带宽升级+价值向 PCB 集成，PCB/CCL 面临更多元升级要求。1）AI 系统带宽提升趋势明显，产业链观察到 Rubin Ultra NVL576 可扩展版本的系统带宽相较 Rubin 有望增加 1 倍，谷歌 TPU V8 的芯片间通信带宽提升到上一代际的 2 倍，PCB 的层数和材料等级大幅升级；2）柜内集成度提升，英伟达在 Rubin 中将托盘内线缆重设计为 PCB 板，并且还在研发正交背板以取代铜缆，同时谷歌在推理 TPU 中推出全新的 Boardfly 架构，将柜内互联从铜+光改变为完全用铜（PCB+铜缆），未来有望进一步集成至 PCB，这一集成趋势导致 PCB 和 CCL 材料跳跃式升级，对全球供应商提出挑战；3）CoWoP 方案将载板价值量向 PCB 转移，对 PCB 提出了在大板上进一步缩小线宽线距的制作能力，对 CCL 提出了 low CTE 的需求。

变局中的核心竞争力：配方齐全，材料可得性高，产能供应强。CCL 业务，公司是全球具备全系列材料方案的领先厂商（包括不限于 PTFE、高速材料、封装材料等），同时在原材料可得性上具有突出的产业链优势、产能供应能力优于海外竞争对手，这些优势使得公司在全球特种覆铜板的市占率从 2021 年的 5%提升至 2024 年的 9%（数据来源覆铜板资讯和联茂官网资料），在 AI 变局中份额有望继续提升；PCB 业务，生益电子绑定了海外龙头 AI 终端客户、储备了国内高端客户，将能够在 AI 扩容大浪潮下实现增长，与此同时借助母公司高端覆铜板的原材料可得性有望突破新客户。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2026~2028 年归母净利润将达到 103 亿元、137 亿元和 163 亿元，对应 PE 为 28 倍、21 倍和 18 倍。我们按 2027 年预期净利润给予 35 倍 PE，给予公司 4795 亿目标市值、197.41 元/股目标价，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求及覆铜板行业景气不及预期；原材料价格上涨及产品顺价不及预期；AI 基础设施资本开支及硬件升级节奏不及预期；高端 CCL 及 PCB 市场竞争加剧。



公司基本情况（人民币）

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,388	28,431	50,770	66,449	85,974
营业收入增长率	22.92%	39.45%	78.57%	30.88%	29.38%
归母净利润(百万元)	1,739	3,334	10,271	13,710	16,279
归母净利润增长率	49.37%	91.75%	208.07%	33.48%	18.74%
摊薄每股收益(元)	0.716	1.372	4.228	5.644	6.702
每股经营性现金流净额	0.60	2.17	3.60	4.23	5.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.67%	19.94%	46.87%	48.76%	50.54%
P/E	33.60	52.03	27.82	20.84	17.55
P/B	3.92	10.37	13.04	10.16	8.87

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、已成为全球产业链中核心龙头，未来成长性将成为主导因素 5
1.1、产业链中市值排名第 6，源于周期性和成长性的共振 5
1.2、CCL+PCB 后续成长性将成为核心判断点 7
二、AI 硬件创新不断，公司全方位掌握增量密码 12
2.1、系统带宽升级+价值向 PCB 集成，PCB/CCL 面临更多元升级要求 12
2.2、公司掌握变局中的核心竞争力：配方齐全，材料可得性高，产能供应强 16
三、盈利预测与估值 20
3.1、盈利预测 20
3.2、全球优质资产享受估值溢价，给予公司 4795 亿元目标市值 26
四、风险提示 27
4.1、下游需求及覆铜板行业景气不及预期 27
4.2、原材料价格上涨及产品顺价不及预期 27
4.3、AI 基础设施资本开支及硬件升级节奏不及预期 27
4.4、高端 CCL 及 PCB 市场竞争加剧 27

图表目录

图表 1： 全球前 20 大 PCB 厂商和前 10 大 CCL 厂商市值排名（行情数据截至 2026 年 10 月 19 日） 5
图表 2： 2025 年全球 PCB 营收规模排名前 20 名 5
图表 3： 2025 年全球 CCL 营收规模排名前 10 名 5
图表 4： 公司 2017~2026 年前三季度归母净利润及增速 6
图表 5： 公司 2026 年前三季度单季度归母净利润及增速 6
图表 6： 2026 年上半年全球主流 CCL 厂商营收同比增速 6
图表 7： 2023~2026H1 全球主流 CCL 厂商毛利率情况 6
图表 8： 公司 2017~2026H1 营收结构（亿元） 6
图表 9： 公司 2017~2026H1 毛利润结构（亿元） 6
图表 10： A 股主要 CCL 营收同比（20Q1~26Q2） 7
图表 11： A 股主要 CCL 营收环比（20Q1~26Q2） 7
图表 12： A 股主要 CCL 归母净利同比（20Q1~26Q2） 8
图表 13： A 股主要 CCL 归母净利环比（20Q1~26Q2） 8
图表 14： A 股主要 CCL 毛利率趋势（25Q1~26Q2） 8
图表 15： A 股主要 CCL 净利率趋势（25Q1~26Q2） 8
图表 16： 全球手机出货量情况及同比增速 8

图表 17： 全球 PC 出货量情况及同比增速 8
图表 18： 国内汽车销量情况及同比增速 9
图表 19： 国内新能源车销量情况及同比增速 9
图表 20： 中国台系 PCB 中以手机及周边消费为主的厂商月度营收同比趋势 9
图表 21： 中国台系 PCB 中以手机及周边消费为主的厂商月度营收环比趋势 9
图表 22： 中国台系 PCB 中以 PC 和面板消费为主的厂商月度营收同比趋势 9
图表 23： 中国台系 PCB 中以 PC 和面板消费为主的厂商月度营收环比趋势 9
图表 24： 中国台系 PCB 中以汽车消费为主的厂商月度营收同比趋势 10
图表 25： 中国台系 PCB 中以汽车消费为主的厂商月度营收环比趋势 10
图表 26： 中国台系铜箔和玻纤布厂商月度营收同比增速 10
图表 27： 中国台系铜箔和玻纤布厂商月度营收环比增速 10
图表 28： 中国台系以消费类基础产品为主的 CCL 厂商南亚塑胶月度营收同比和环比增速 10
图表 29： 全球 CCL 龙头建滔积层板于 10 月再次发涨价函 10
图表 30： 中国与美国相关 PPI 同比增速情况 11
图表 31： LME 铜走势 11
图表 32： 台光营收和归母净利润同比增速 11
图表 33： 全球主流 CCL 在 2026 年前两个季度的毛利率 11
图表 34： 生益电子营收及增速 12
图表 35： 生益电子归母净利及增速 12
图表 36： 生益电子毛利率和净利率 12
图表 37： 英伟达 Rubin 和 Rubin Ultra 连接网络数据对比 13
图表 38： 英伟达 Rubin Ultra 576 可扩展版本将增加系统带宽 13
图表 39： 谷歌 TPU V8 芯片的规格参数 14
图表 40： 谷歌 TPU V7 和 TPU V8 示意图 14
图表 41： 2026 年 GTC 大会上提及托盘内线缆取消 14
图表 42： Rubin 中托盘内线束被 PCB 板取代示意图 14
图表 43： 2026 年 GTC 大会上展示铜缆线束架 15
图表 44： 2026 年 GTC 大会上展示正交背板 15
图表 45： 英伟达 Kyber NVL144 核心部件结构解析 15
图表 46： 谷歌 TPU V7 采用 3D Torus 环形网络，同时采用铜缆、PCB、光模块三种物理器件 16
图表 47： 谷歌 TPU V8 采用 Boardfly 网络架构，用铜做最小单元连接 16
图表 48： CoWoS 和 CoWoP 的对比示意图 16
图表 49： AI 需求对 CCL 材料的要求多元化 17
图表 50： 覆铜板营业成本构成 18
图表 51： 覆铜板原材料集中于三大原材料 18

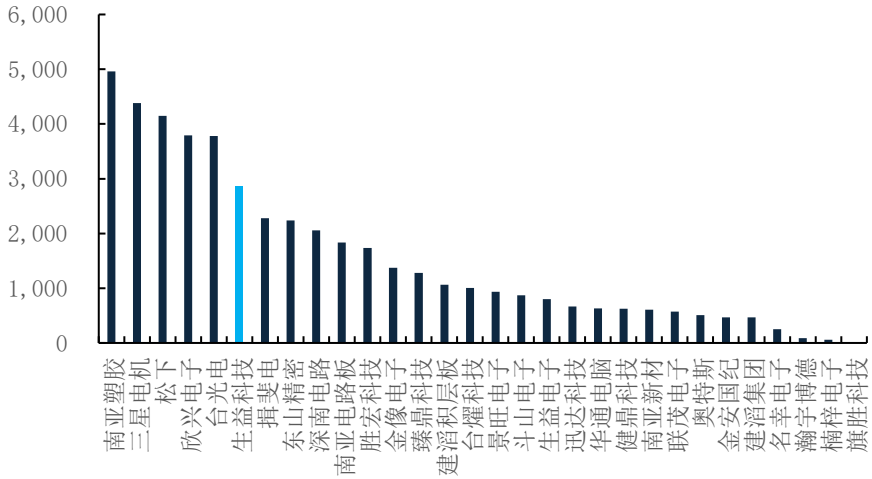
图表 52： 历史上生益科技与上游材料厂商合作新闻 19
图表 53： 生益科技联营企业中不乏上游核心材料厂商 19
图表 54： 2021 年全球特种覆铜板竞争格局 20
图表 55： 2024 年全球特种覆铜板竞争格局 20
图表 56： A 股主流 AI PCB 厂商季度毛利率 20
图表 57： 公司覆铜板和粘结片营收及增速 21
图表 58： 公司覆铜板和粘结片毛利率 21
图表 59： 以周期类 CCL 为主营业务的南亚塑胶今年上半年和第三季度营收同比增速对比 22
图表 60： 以周期类 CCL 为主营业务的华正新材今年上半年和 7-8 月营收同比增速对比 22
图表 61： 以周期类 CCL 为主营业务的华正新材今年上半年和 7-8 月归母净利润同比增速对比 22
图表 62： 以周期类 CCL 为主营业务的华正新材今年上半年和 7-8 月净利率同比增速对比 22
图表 63： 以成长类 CCL 为主营业务的台光今年上半年和第三季度营收同比增速对比 22
图表 64： 以成长类 CCL 为主营业务的台燿今年上半年和第三季度营收同比增速对比 22
图表 65： 以成长类 CCL 为主营业务的联茂今年上半年和第三季度营收同比增速对比 23
图表 66： 公司和生益电子 2026 年前三季度业绩预告 23
图表 67： 公司合并报表扣除生益电子贡献后的归母净利润 23
图表 68： 公司扣除生益电子贡献的归母净利润——26H1 与 26Q3 对比 23
图表 69： 公司扣除生益电子贡献的归母净利润同比增速——26H1 与 26Q3 对比 23
图表 70： 公司印制电路板业务营收及增速 24
图表 71： 公司印制电路板业务毛利率 24
图表 72： 公司其他业务营收分布（单位：亿元） 24
图表 73： 生益科技营收和毛利率预测 25
图表 74： 生益科技归母净利润预测 26
图表 75： 可比公司和生益科技估值表（行情数据截至 2026 年 10 月 19 日） 27

一、已成为全球产业链中核心龙头，未来成长性将成为主导因素

1.1、产业链中市值排名第 6，源于周期性和成长性的共振

生益科技成立于 1985 年，至今已成为全球 CCL/PCB 行业的龙头厂商，其市值在全球 CCL/PCB 排名第 6，在产业链中的地位遥遥领先，根据公司 2026 年前三季度预告，预计公司 2026 年前三季度实现归母净利润 64.6~68.7 亿元、同比增速达到 164%~181%，其中 2026 年单三季度实现归母净利润 32~36 亿元、同比增速达到 212%~252%，虽然营收增速和毛利率在行业中不算突出，但公司的毛利率长期保持高于全球大多数主流 CCL 厂商，可见公司业务质量高、值得高溢价。根据我们 2025 年 2 月发布的深度报告《生益科技：高胜率强阿尔法厂商，打破垄断迎成长》中提及的公司研究框架，我们认为公司在全球排名靠前是周期性和成长性双重属性共振的结果，当前公司业务仍然聚焦于 CCL 和 PCB 两大板块（2026H1，CCL 类业务营收占比 65%、毛利润占比 62%，PCB 类业务营收占比 29%、毛利润占比 29%，营收和毛利润合计占比达到 94%和 91%），则公司仍然适用周期爆发和成长升级的总框架。

图表1：全球前 20 大 PCB 厂商和前 10 大 CCL 厂商市值排名（行情数据截至 2026 年 10 月 19 日）



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：2025 年全球 PCB 营收规模排名前 20 名

排名	公司名称	所属地区/国家
1	臻鼎科技	中国台湾
2	欣兴电子	中国台湾
3	东山精密	中国大陆
4	深南电路	中国大陆
5	迅达科技	美国
6	楠梓电子	中国台湾
7	胜宏科技	中国大陆
8	华通电脑	中国台湾
9	健鼎科技	中国台湾
10	旗胜科技	日本
11	景旺电子	中国大陆
12	奥特斯	奥地利
13	金像电子	中国台湾
14	瀚宇博德	中国台湾
15	建滔集团	中国大陆
16	三星电机	韩国
17	名幸电子	日本
18	揖斐电	日本
19	生益电子	中国大陆
20	南亚电路板	中国台湾

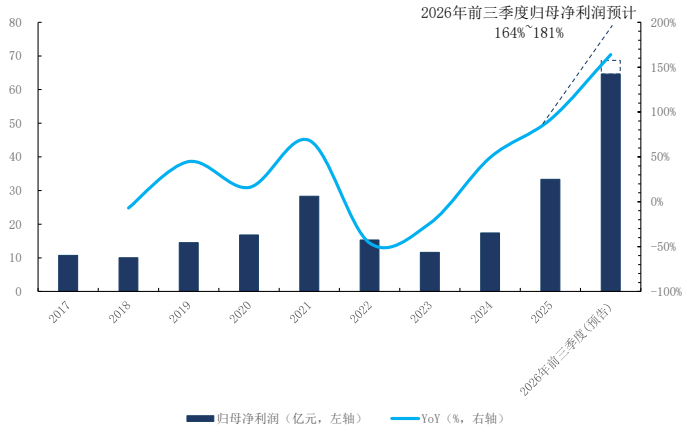
图表3：2025 年全球 CCL 营收规模排名前 10 名

排名	公司	所属地区
1	台光电	中国台湾
2	生益科技	中国大陆
3	建滔积层板	中国香港
4	南亚塑胶	中国台湾
5	斗山电子	韩国
6	联茂电子	中国台湾
7	松下	日本
8	台燿科技	中国台湾
9	南亚新材	中国大陆
10	金安国纪	中国大陆

来源：Prismark，FPC 那些事，国金证券研究所

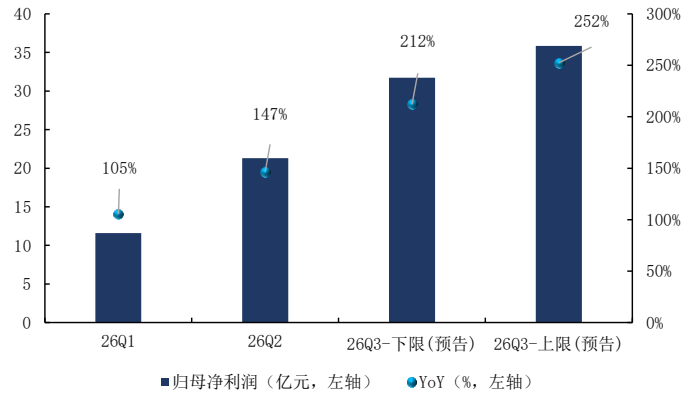
来源：Prismark，国金证券研究所

图表4：公司 2017~2026 年前三季度归母净利润及增速



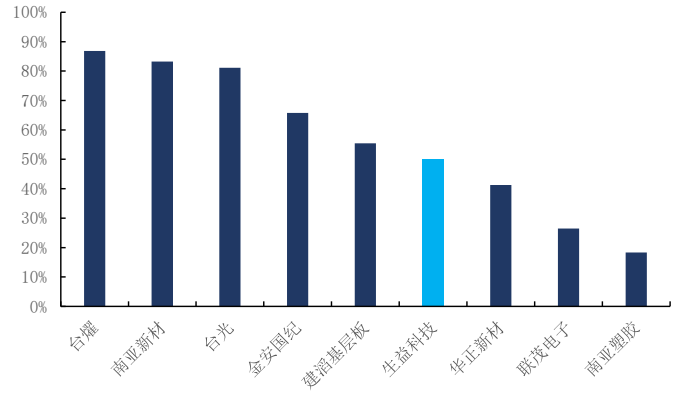
来源：Wind，生益科技公告，国金证券研究所

图表5：公司 2026 年前三季度单季度归母净利润及增速



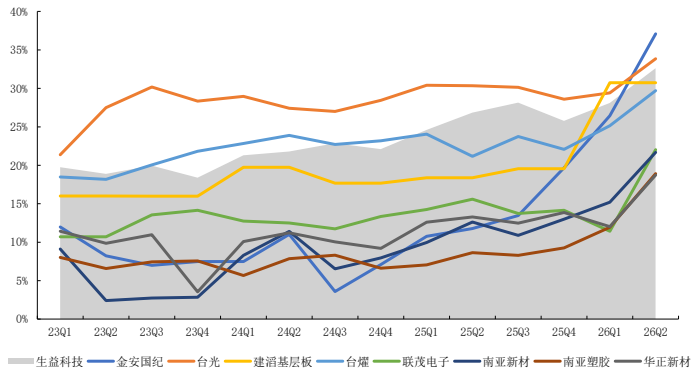
来源：Wind，生益科技公告，国金证券研究所

图表6：2026 年上半年全球主流 CCL 厂商营收同比增速



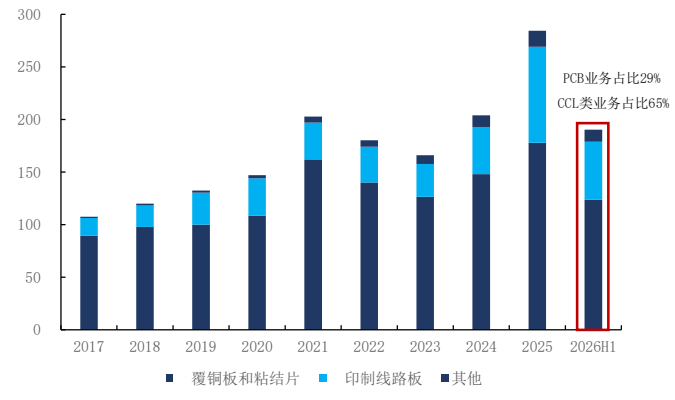
来源：Wind，国金证券研究所

图表7：2023~2026H1 全球主流 CCL 厂商毛利率情况



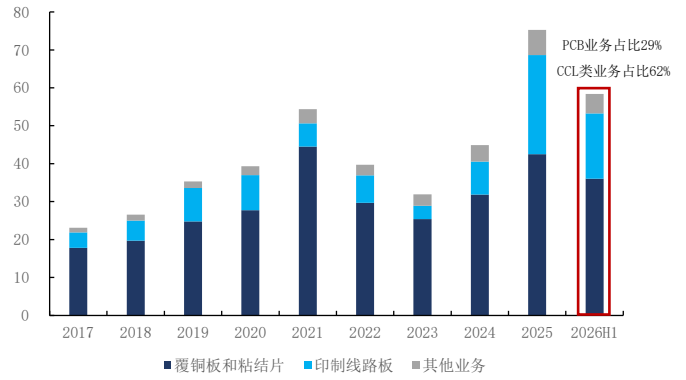
来源：Wind，国金证券研究所

图表8：公司 2017~2026H1 营收结构（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表9：公司 2017~2026H1 毛利润结构（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

1.2、CCL+PCB 后续成长性将成为核心判断点

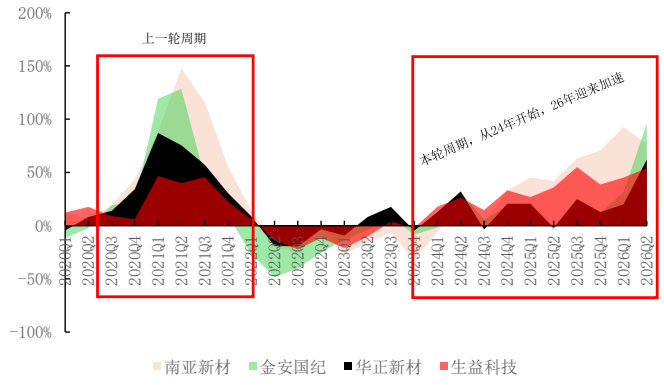
任何研究框架都需要结合产业实际发展情况来给予不同要素对逻辑的影响权重，我们认为当前时点周期性和成长性这两大因素对未来投资机会的影响权重将有所变化，具体来看，

1） 周期性经历了完整阶段，对投资的影响权重应当修正。经过了一年半的产业发展，事实与我们的判断一致，周期从 2025 年年初至今先后完成了“修复-加速-爆发”的完整过程，从几家 A 股 CCL 厂商业绩情况均能验证这一点，从 2025 年年初开始各家 CCL 的盈利增长先是缓慢向上、在 2026 年第二季度单季度环比开始加速、达到历史较高水平。

对未来周期性强弱的判断已经走入相对模糊的时刻，一方面我们观察到周期性较强的消费类需求（如手机、PC、汽车等）的终端出货量相对疲软，其中 26Q2 全球手机出货量同比下滑 8、26Q2 全球 PC 出货量同比线下滑 7%、9 月国内汽车销量同比下滑 8%，这无疑揭示了当前基础消费的最终端需求非常弱；但我们从 PCB 产业看到的情况是，众多下游主要面向手机、PC、汽车等消费类产品的 PCB 厂商，月度营收同环比仍然在加速，例如主营手机及周边消费品 PCB 的中国台系厂商臻鼎和华通 9 月营收同比增速分别达到 36%和 15%、环比分别达到 28%和 23%，主营电脑/面板类 PCB 的中国台系厂商瀚宇博德和志超 9 月营收同比增速分别达到 36%和 51%、环比分别达到 9%和 4%，主营汽车类 PCB 的中国台系厂商敬鹏和定颖 9 月营收同比增速分别达到 55%和 44%、环比分别达到-10%和 27%，整体来看主营消费类 PCB 的厂商当前的营收增长仍然保持相对高位且还有加速之势；在观察上游材料，中国台系铜箔和玻纤布厂商 9 月营收综合增速分别达到同比增长 65%和 98%、环比增长 5%和 10%，上游材料的月度营收隐含了产业链涨价的预期，最新的数据体现出涨价趋势仍然存在。落脚到 CCL 行业本身，我们观察到 CCL 行业仍然还在涨价趋势中，其中以涨价为主要营收增长驱动的中国台系 CCL 厂商南亚塑胶 9 月营收同比增长 55%、环比增长 12%，全球基础 CCL 龙头厂商建滔积层板也在 10 月发布了进一步涨价的通知函、将继续对含浸 2116 及以下薄布的 CCL 和 PP 产品进行加价销售。

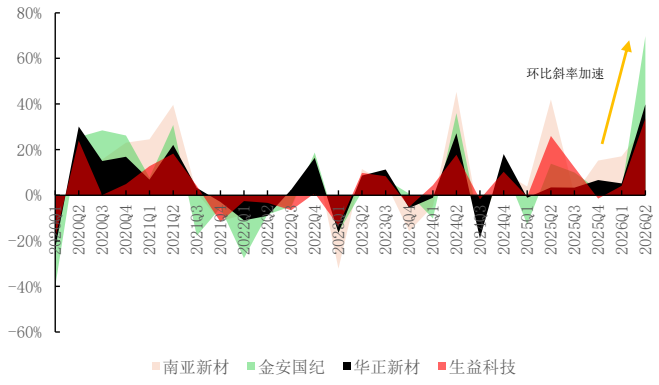
综合来看，下游终端疲弱和 PCB 产业链基础产品享有高景气度的情况同时存在，我们认为当前经济的“K 型”分布造就了这样的局面，我们进一步观察宏观层面的数据可以发现，即使全球宏观政策有所收紧的情况下，中国和美国两大经济主体 PPI 同比继续高位运行，LME 铜也仍在创新高的趋势中，在这样的背景支撑下，考虑到 CCL 是 AI 核心受益产业、AI 产品对周期性基础 CCL 产品具有产能积压效应，我们综合判断公司周期性产品在至少半年内仍能保持涨价势头，长期价格会逐渐回归至均值水平。

图表 10：A 股主要 CCL 营收同比（20Q1~26Q2）



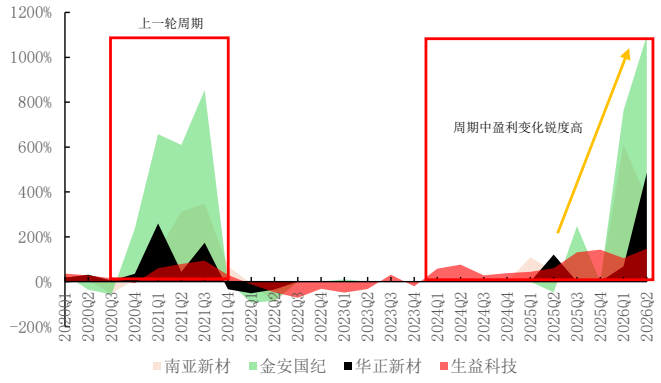
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：A 股主要 CCL 营收环比（20Q1~26Q2）



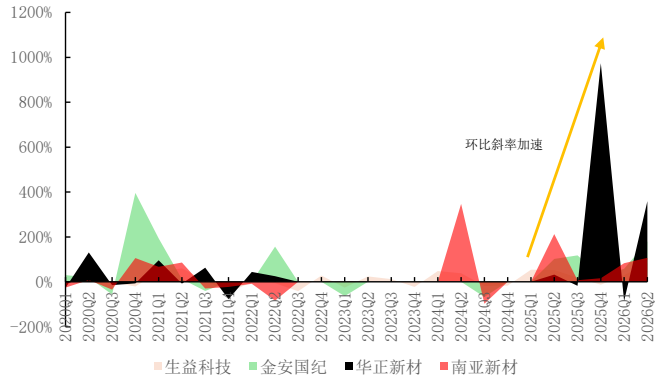
来源：Wind，国金证券研究所

图表12：A股主要CCL归母净利同比（20Q1~26Q2）



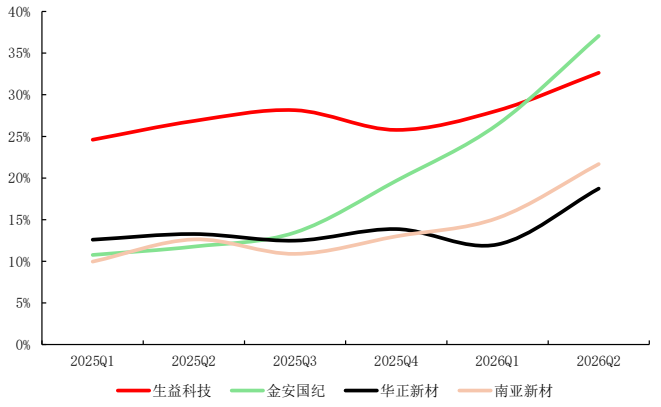
来源：Wind，国金证券研究所

图表13：A股主要CCL归母净利环比（20Q1~26Q2）



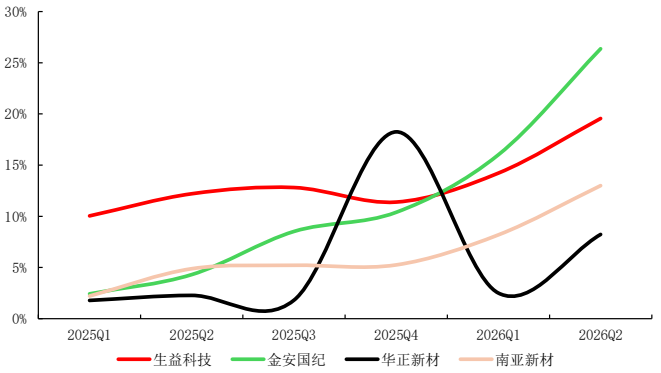
来源：Wind，国金证券研究所

图表14：A股主要CCL毛利率趋势（25Q1~26Q2）



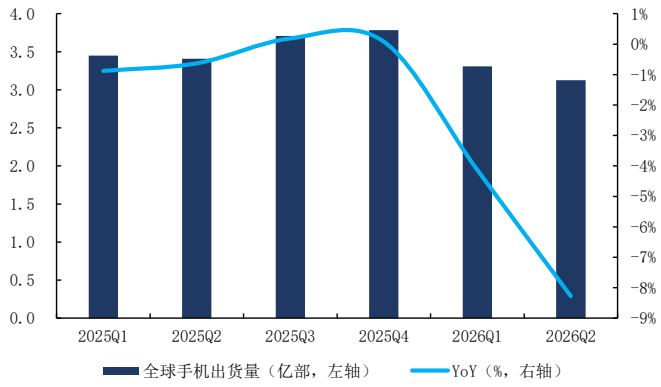
来源：Wind，国金证券研究所

图表15：A股主要CCL净利率趋势（25Q1~26Q2）



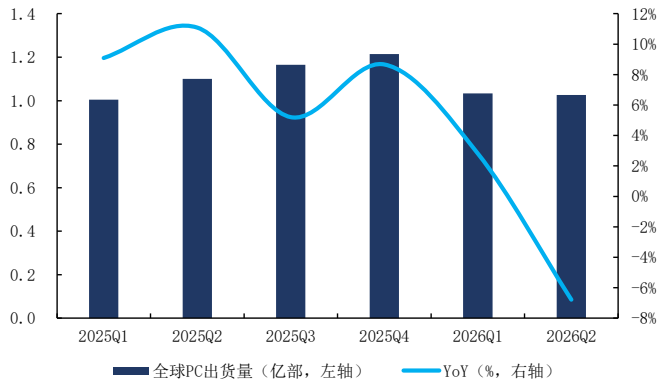
来源：Wind，国金证券研究所

图表16：全球手机出货量情况及同比增速



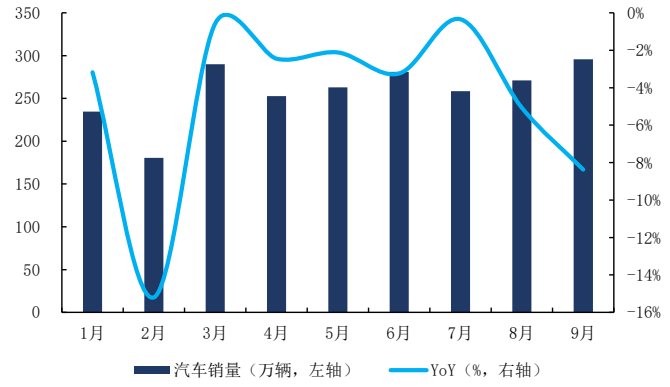
来源：IDC，国金证券研究所

图表17：全球PC出货量情况及同比增速



来源：IDC，国金证券研究所

图表18：国内汽车销量情况及同比增速



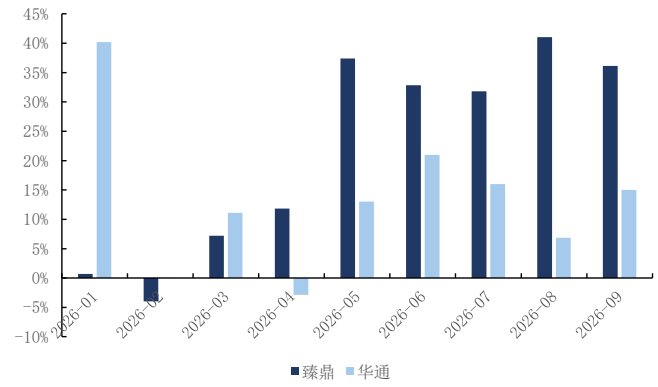
来源：Wind，国金证券研究所

图表19：国内新能源车销量情况及同比增速



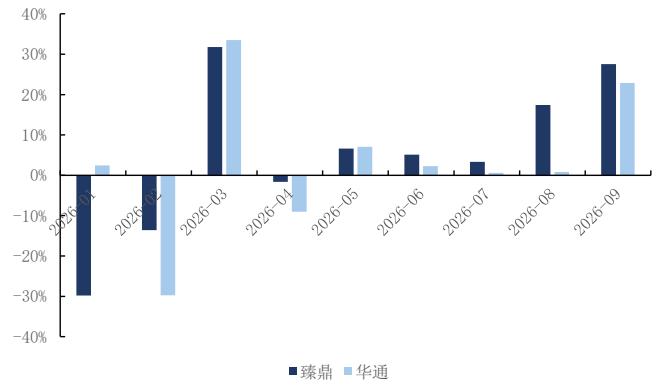
来源：Wind，国金证券研究所

图表20：中国台系 PCB 中以手机及周边消费为主的厂商月度营收同比趋势



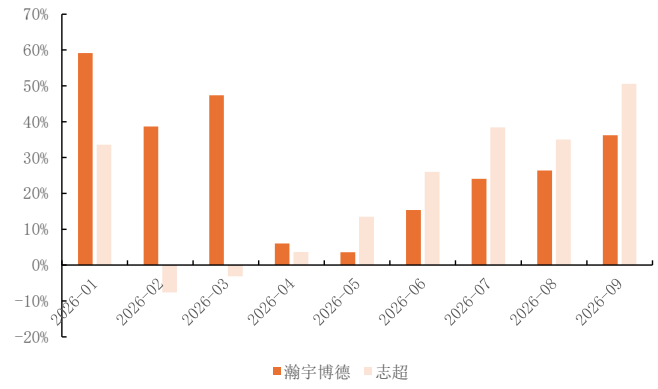
来源：Wind，国金证券研究所

图表21：中国台系 PCB 中以手机及周边消费为主的厂商月度营收环比趋势



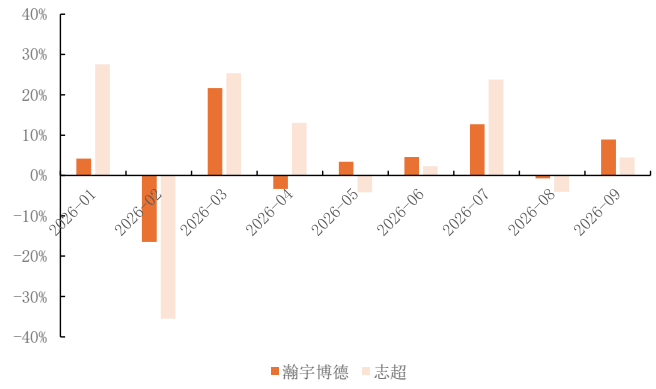
来源：Wind，国金证券研究所

图表22：中国台系 PCB 中以 PC 和面板消费为主的厂商月度营收同比趋势



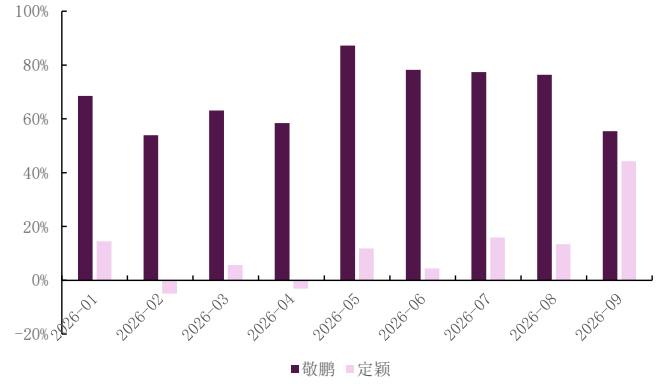
来源：Wind，国金证券研究所

图表23：中国台系 PCB 中以 PC 和面板消费为主的厂商月度营收环比趋势



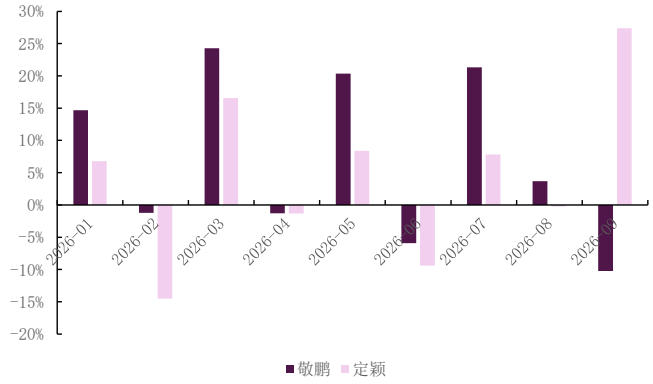
来源：Wind，国金证券研究所

图表24：中国台系 PCB 中以汽车消费为主的厂商月度营收同比趋势



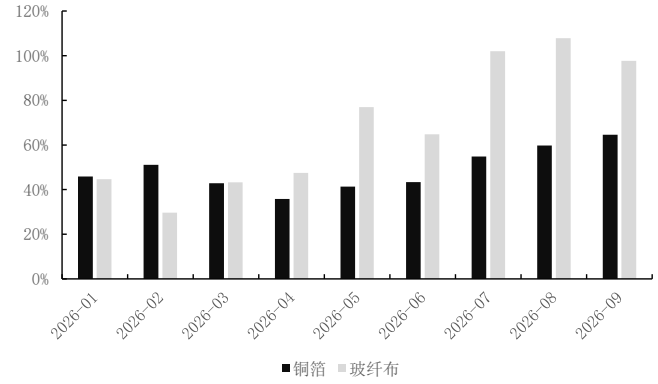
来源：Wind，国金证券研究所

图表25：中国台系 PCB 中以汽车消费为主的厂商月度营收环比趋势



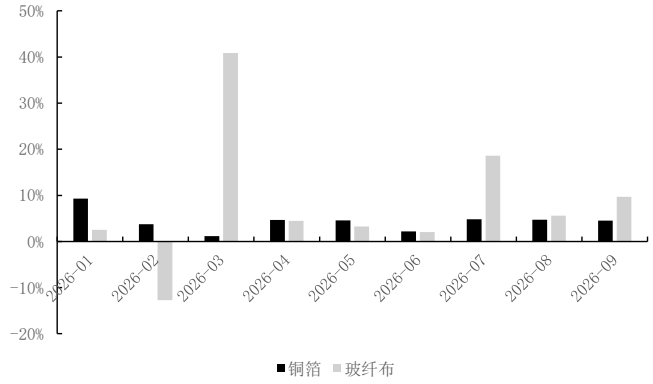
来源：Wind，国金证券研究所

图表26：中国台系铜箔和玻纤布厂商月度营收同比增速



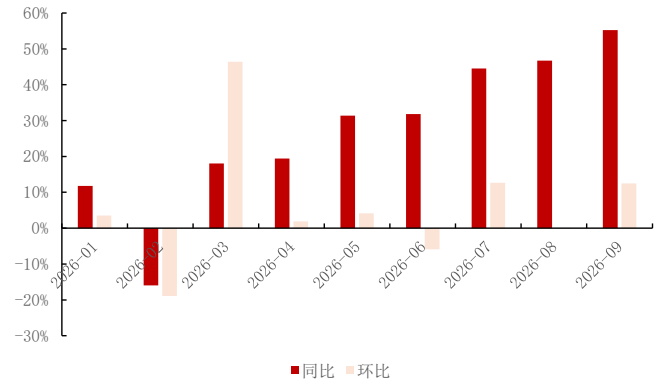
来源：Wind，国金证券研究所

图表27：中国台系铜箔和玻纤布厂商月度营收环比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表28：中国台系以消费类基础产品为主的 CCL 厂商南亚塑胶月度营收同比和环比增速



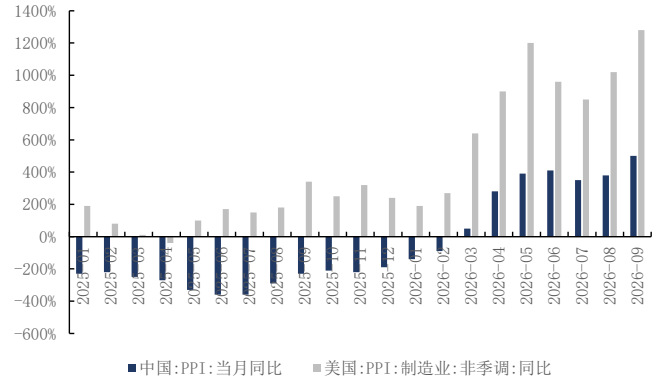
来源：Wind，国金证券研究所

图表29：全球 CCL 龙头建滔积层板于 10 月再次发涨价函


KB 广东建滔积层板销售有限公司
GUANGDONG KINGBOARD LAMINATES TRADING CO., LTD
涨价通知
编号：20261013
尊敬的各位客户：
衷心感谢您长期以来对建滔的支持！
由于薄布市场需求旺盛，上游玻璃布、玻璃纱供应紧张，且价格大幅上涨。因此，自即日接单起，我司将对使用 2116（含）以下薄布为生产原材料的板料和 PP 之销售价格上调 15%。
敬请各位客户知悉并理解，谢谢！
2026 年 10 月 日

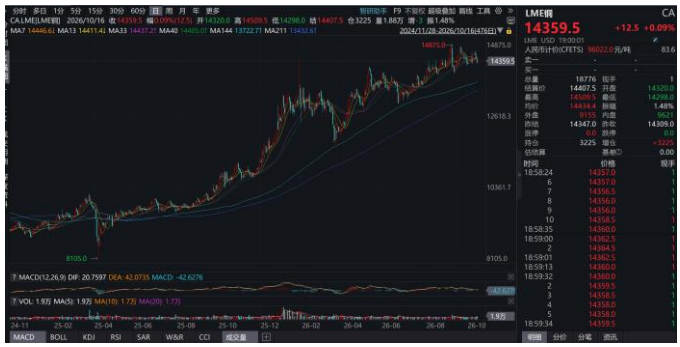
来源：半导体前线，国金证券研究所

图表30：中国与美国相关 PPI 同比增速情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表31：LME 铜走势

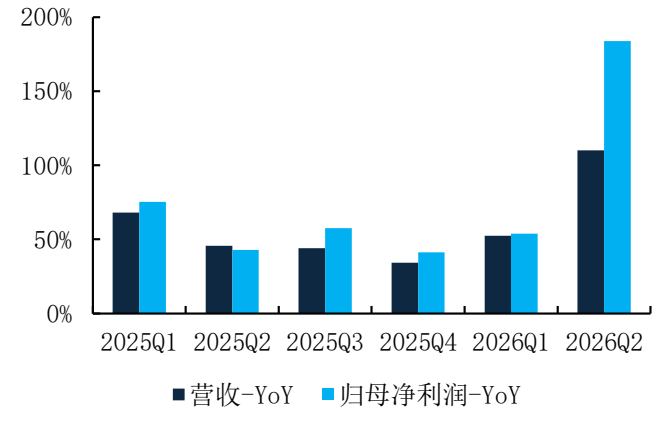


来源：Wind，国金证券研究所

2) 成长性仍具潜力，在 AI 领域布局的变化成为核心关注点。在周期性保持平稳的情况下，成长性将成为判断公司未来发展的核心，正如我们在前序报告《高胜率强阿尔法厂商，打破垄断迎成长》中论证的一样，AI 资本开支的投入使得整个产业链迎来价值量的升级，核心厂商显著受益于技术创新带来的盈利红利，从 AI 敞口最大、AI 属性最强的 CCL 厂商台光的基本面变化情况就能观察到。公司同样在 AI 趋势下有所受益，一方面公司已经稳定供应海外 AI 龙头客户、成为 A 股 CCL 中少有参与海外 AI 项目的厂商，这一点体现在公司的盈利水平既高于大部分周期属性的 CCL 厂商、又直逼以 AI 为主的台光和台耀等厂商，盈利能力让全球主流 CCL 厂商难以望其项背；另一方面公司旗下的 PCB 资产生益电子在 2024 年就进入海外龙头 CSP 客户供应链体系之中，AI 红利也体现在了生益电子的业绩水平中。

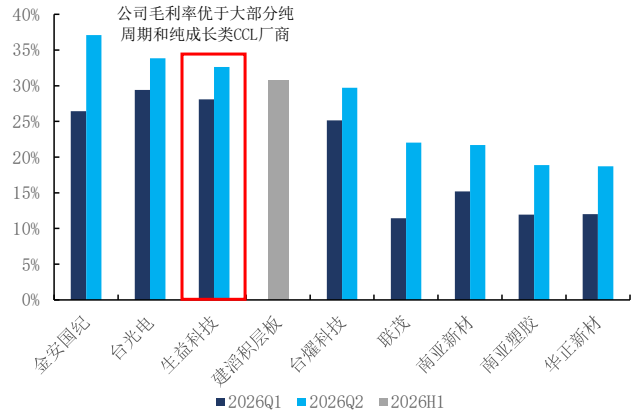
我们认为公司成长性仍然是决定未来发展的核心要素，逻辑在于：当前 AI 对公司基本面已经形成显著影响，奠定了 AI 敞口基础，在确定 AI 发展保持高速增长的情况下，公司受益的敏感度有望提升；在此基础上，公司在 AI 行业中的竞争潜力仍存在巨大的提升空间，一方面 AI 方案仍处于技术创新通道中，创新一定会带来行业扩容机会，增长有望加速；另一方面，公司在未来创新方案中的竞争力正在加速提升，CCL 和 PCB 业务均具有份额提升的潜力，公司有望享受超越行业的成长性机会。

图表32：台光营收和归母净利润同比增速



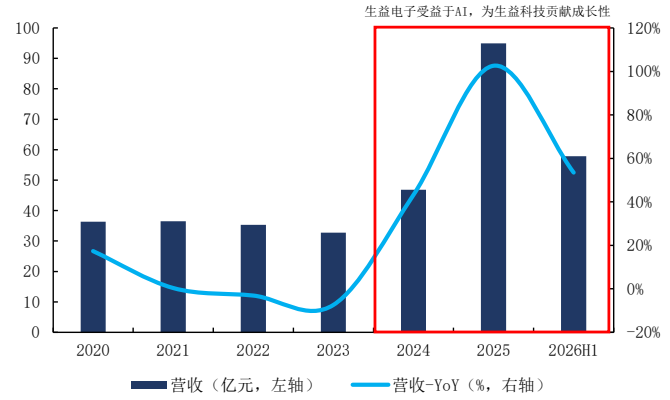
来源：Wind，国金证券研究所

图表33：全球主流 CCL 在 2026 年前两个季度的毛利率



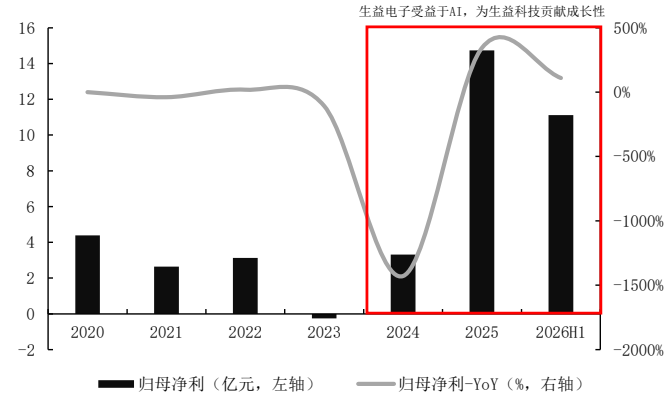
来源：Wind，国金证券研究所

图表34：生益电子营收及增速



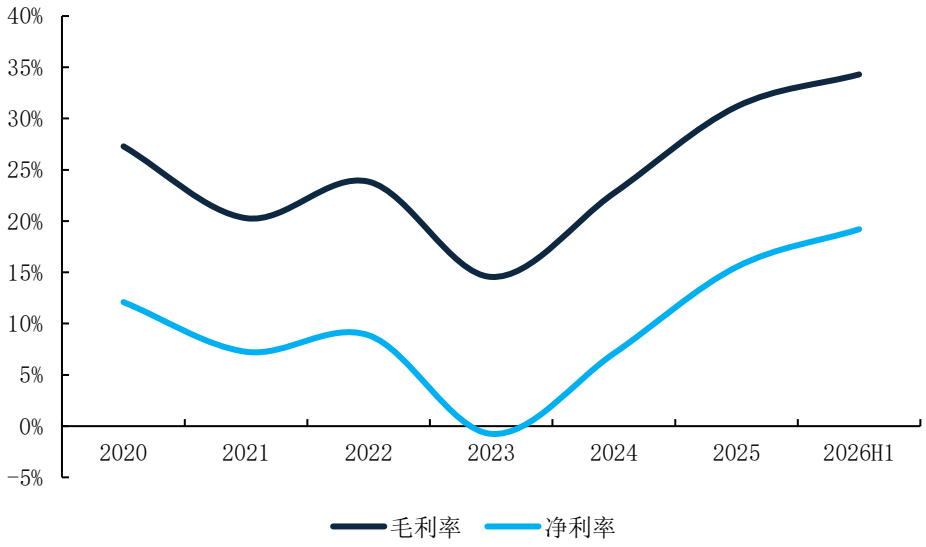
来源：Wind，国金证券研究所

图表35：生益电子归母净利及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表36：生益电子毛利率和净利率



来源：Wind，国金证券研究所

综上，公司在周期性和成长性共振下，成为了全球 CCL/PCB 产业中市值名列前茅（甚至超过大部分 PCB 厂商）的核心厂商，在当前的时点，我们认为对后续的判断应当重点关注成长性潜力，潜力主要体现在两点，其一行业创新变化继续带来行业扩容，其二公司在行业创新变化中的竞争优势将越来越突出、全球份额有望提升。

二、AI 硬件创新不断，公司全方位掌握增量密码

2.1、系统带宽升级+价值向 PCB 集成，PCB/CCL 面临更多元升级要求

2.1.1、系统带宽扩容是趋势，高端材料需求将显著提升

随着 AI 连接数量和网络规模的扩大，带宽扩容将成为必然趋势，PCB 作为 AI 中网络连接的关键零部件，其功能逐渐向大带宽应用场景演进将成为必然趋势。从系统方案的实例来看，我们已经观察到多个 AI 终端客户在方案中采取更大带宽量的设计，以英伟达和谷歌明年主流方案来看，

1） 英伟达 Rubin Ultra，我们观察到 Rubin Ultra 作为明年英伟达的主流方案，其芯片之间的带宽相对于今年主流款 Rubin 并未增加，但如果放大到机台系统中，Rubin 的单机台搭配为 72 个 GPU 对应 18 个 compute tray 和 9 个 switch tray，搭配的 switch 芯片数为 36 个，则单 GPU 对应的 switch 芯片数为 0.5 个，目前观察到 Rubin Ultra

的 NVL576 的可扩展版本的搭配有望达到 8 个 NVL72，其中 1 个 NVL72 产品的搭配是 72 个 GPU 对应 18 个 compute tray 和 18 个 switch tray，搭配的 switch 芯片数有望达到 72 个，则单 GPU 对应的 switch 芯片数为 1 个。在单 switch 芯片带宽相同的情况下，Rubin Ultra NVL576 的可扩展版本的系统带宽有显著提升，也就使得承载高带宽的 PCB/CCL 材料的用量提升。

2) 谷歌 TPU V8，谷歌最新推出的 TPU V8 产品在多项性能指标上实现大幅升级，其中芯片间通信带宽提升至 19.2TB/s，是上一代际的 2 倍，从而 TPU V8 的计算板 PCB 的规格也相应升级，根据产业链跟踪来看，TPU V8 的计算板的层数为 34~36 层、采用 Super Ultra low loss 等级的覆铜板，相较 TPU V7 计算板层数 20+层、ultra low loss 等级相比，规格有了大幅提升，扩大了高端材料的需求。

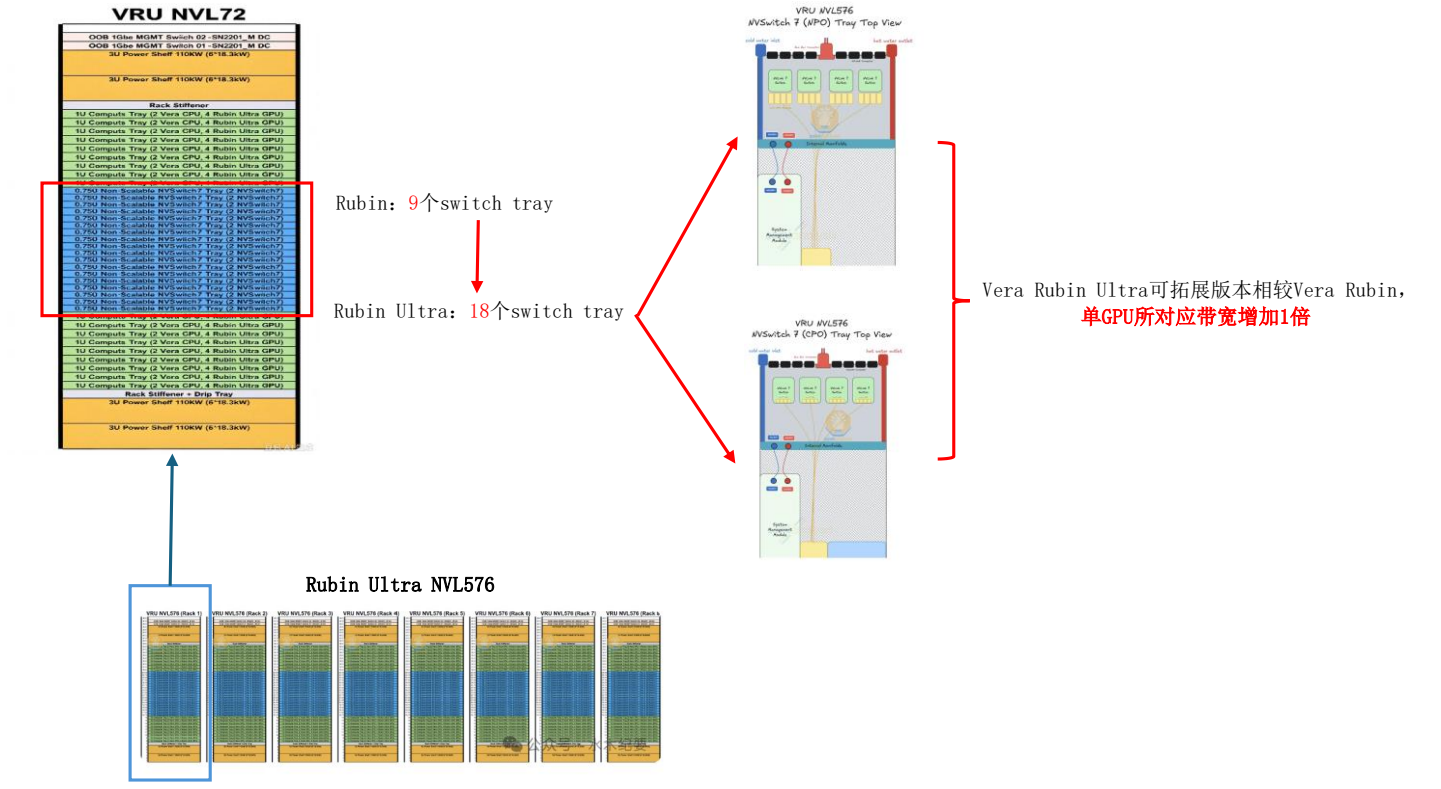
图表37：英伟达 Rubin 和 Rubin Ultra 连接网络数据对比

	Rubin	Rubin Ultra
System	Rubin NVL8 HGX Vera Rubin NVL72	Vera Rubin Ultra NVL72 Vera Rubin Ultra NVL576
Form Factor	HGX Oberon	Oberon 8x Oberon Racks
# of Logical GPUs	8 72	72 576
# of GPU dies	16 144	144 1,152
NVLink Generation	NVLink 6	NVLink 7
Scale-Up Topology	One-Layer Switched All-to-All	One-Layer Switched All-to-All Direct Connect NPO
Within Rack Scale-Up	UBB (PCB) Copper Backplane	Copper Backplane
Between Rack Scale-Up	N/A	N/A NPO/CPO
Bandwidth per Logical GPU (GB/s uni-di)	1,800	1,800
Lane Speed (Gb/s uni-di)	400G (200G PAM4 Simultaneous Bidi)	400G (200G PAM4 Simultaneous Bidi)
NVLink Switch Generation	3600	3600
Switch Aggregate BW (GB/s uni-di)	3,600	3,600

交换单芯片带宽未提升

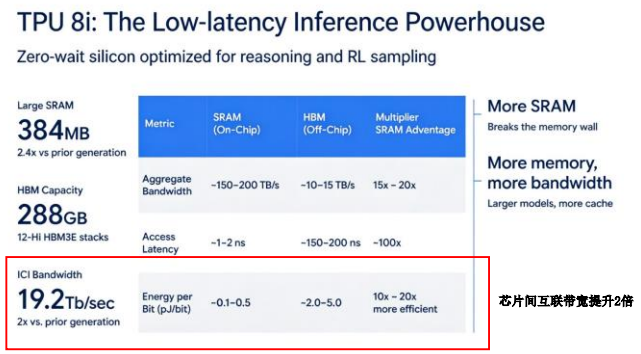
来源：SemiAnalysis，国金证券研究所

图表38：英伟达 Rubin Ultra 576 可扩展版本将增加系统带宽



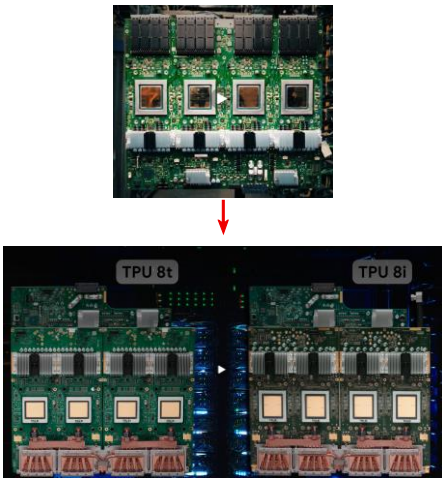
来源：SemiAnalysis，国金证券研究所

图表39：谷歌 TPU V8 芯片的规格参数



来源：芯智讯，国金证券研究所

图表40：谷歌 TPU V7 和 TPU V8 示意图



来源：谷歌，国金证券研究所

2.1.2、柜内集成度提升，对 PCB/CCL 的性能提出多方位要求

将 AI 芯片节点尽可能整合在一起有利于网络节点之间的就近连接，也有利于组装效率提升、系统级别的性能优化。我们观察到各大终端厂商曾尝试过多种互联方案，但从发展趋势上来看，我们认为 PCB 仍然是柜内第一层网络互联的核心方案，同样从案例上来看，

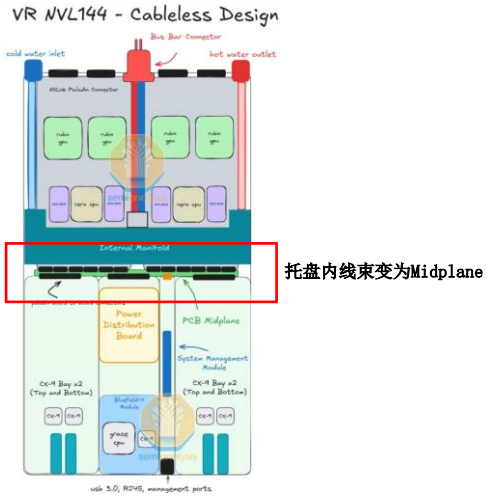
1） 英伟达曾在 Blackwell 托盘内采用线束进行节点之间的连接，但在 Rubin 中将线束取消、改用 PCB 小板（midplane）作为连接部件，在 2026 年 GTC 大会上黄仁勋提及在托盘内取消所有线束有利于组装效率提升（以往需要 2 天，用 midplane 只需要 2 小时）。在此基础上，英伟达在 2026 年 GTC 大会上还提及了正交背板的方案，从会上展示来看，以往负责 GPU-Switch-GPU 连接的铜缆线束架重量较重，并且根据产业链反馈，铜缆互联方案散热问题也较大，在未来单链路带宽还要继续提升的情况下，铜缆互联方案的弊端将进一步凸显，正交背板将成为未来提升集成度、提升集成效率、提高散热性能的核心方案。根据英伟达在 GTC 大会上披露的技术路线，预计正交背板将在 Kyber 架构上采用，1 个 NVL144 将搭配 36 个 compute tray（每个 compute tray 上有 4 个芯片）、18 个 switch tray 大托盘（每个大托盘上有 2 块 switch 板，每个 switch 板上有 3 个 switch ASIC 芯片）、2 个正交背板；根据产业链跟踪，正交背板的层数最少为 70 多层、最多高达上百层，在测的材料包括 extreme low loss 及以上等级高速材料和 PTFE 等级类高频材料，该产品无论是对 PCB 的加工要求还是对 CCL 的材料等级要求都有跳跃式的升级。

图表41：2026 年 GTC 大会上提及托盘内线缆取消



来源：英伟达官网，国金证券研究所

图表42：Rubin 中托盘内线束被 PCB 板取代示意图



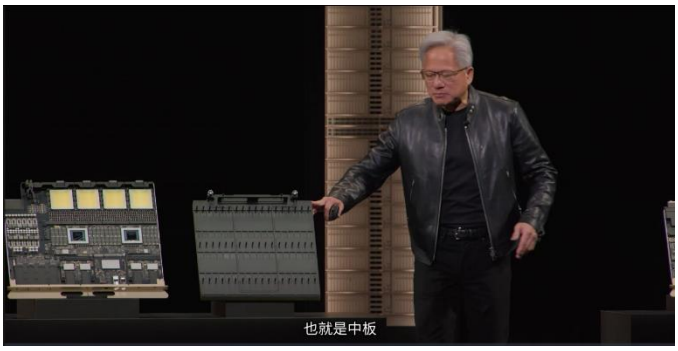
来源：SemiAnalysis，国金证券研究所

图表43：2026 年 GTC 大会上展示铜缆线束架



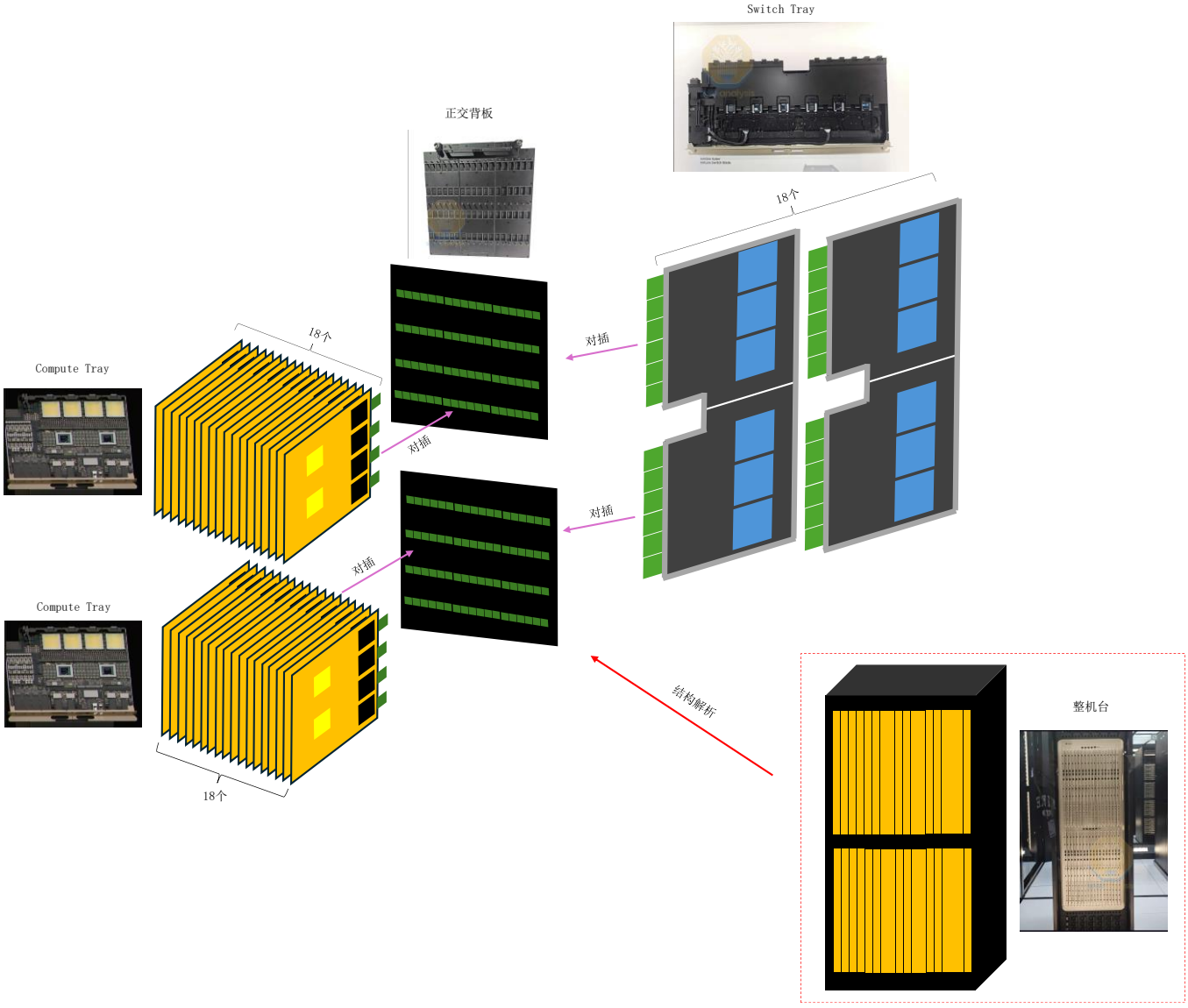
来源：英伟达官网，国金证券研究所

图表44：2026 年 GTC 大会上展示正交背板



来源：英伟达官网，国金证券研究所

图表45：英伟达 Kyber NVL144 核心部件结构解析

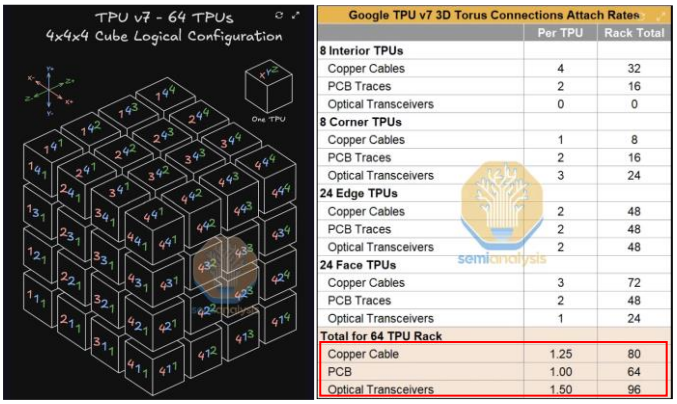


来源：英伟达观望，SemiAnalysis，国金证券研究所

2） 谷歌在 TPU V7 的网络架构中独创了 3D Torus 架构，这个架构的优势是保证任意两个 TPU 之间的连接都能保持同样的互联速率、损耗可控，因此在物理硬件层面同时采

用了铜缆、PCB、光模块三种材料（用于负责不同物理距离之间的两两互联），但这一架构会导致网络跳数过多、不利于在 AI 推理应用场景中应用；因此在 TPU V8 的推理芯片中，谷歌推出了名为 Boardfly 架构，该架构下 1 个 tray 中有 2 块计算板（每块计算板上 2 个 TPU 芯片，因此 1 个 tray 中有 4 个 TPU）、8 个 tray 通过铜线互联（copper cabling），由此构成最小互联单元。虽然当前谷歌在最小互联单元中采取的是铜缆作为互联方案，但我们认为核心原因是在于当前的单机台互联数、对批量的效率考量仍在实践探索中，未来进一步集成是大势所趋，PCB 在未来方案中再替代铜缆指日可待。

图表46：谷歌 TPU V7 采用 3D Torus 环形网络，同时采用铜缆、PCB、光模块三种物理器件



3D Torus物理层同时采取铜缆、PCB、光模块进行最小单位节点互联

来源：SemiAnalysis，国金证券研究所

图表47：谷歌 TPU V8 采用 Boardfly 网络架构，用铜做最小单元连接

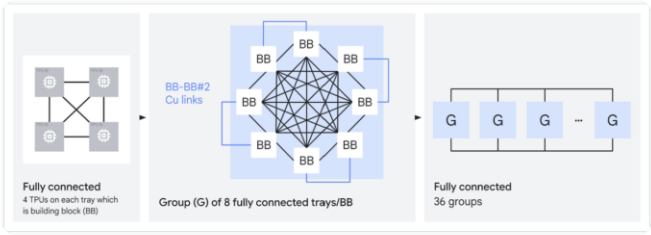


Figure 5: TPU 8i hierarchical Boardfly topology building up from a building block of four fully connected chips into a fully connected group of eight boards, with 36 of such groups fully connected into a TPU 8i pod

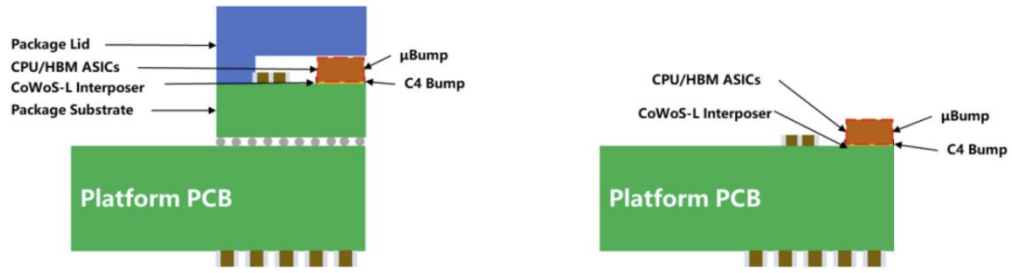
Boardfly consists of the following elements, and its topology is hierarchical by nature:

- **Building Block (BB):** Each tray forms a four-chip ring using internal ICI links, providing 16 external connections for broader networking.
- **Group (G):** Eight boards are fully connected via copper cabling to create a localized group, utilizing 11 of the available external links for intra-group communication.
- **Pod structure:** The final architecture scales to 36 groups (up to 1,024 active chips) linked through Optical Circuit Switches (OCS), ensuring a maximum latency of seven hops for any chip-to-chip communication.

来源：英伟达官网，国金证券研究所

除正交背板以外，CoWoP 将载板价值量向 PCB 转移也是集成度提升的表现。CoWoP 全称 Chip on Wafer on Platform PCB，是芯片→晶圆→直连 PCB，省掉封装基板环节，相当于芯片直接跳过封装基板，直接与 PCB 相连。我们在产业链跟踪过程中发现海外厂商有研发这一类高端产品，虽然当前不确定这类产品什么时候成为主流方案，但从这一方案我们可以看出海外终端厂商在未来方案设计之时仍然非常重视 PCB 技术，并且这一技术路线将提升 PCB 在线宽线距的制作能力上，同时对 CCL 提出了 low CTE 的需求，这相对于之前带宽提升对优良的介电性能提出要求而言，对 CCL 的要求变得多元和全面，对供应商的能力考验也就更高。

图表48：CoWoS 和 CoWoP 的对比示意图



来源：芯语，国金证券研究所

2.2、公司掌握变局中的核心竞争力：配方齐全，材料可得性高，产能供应强

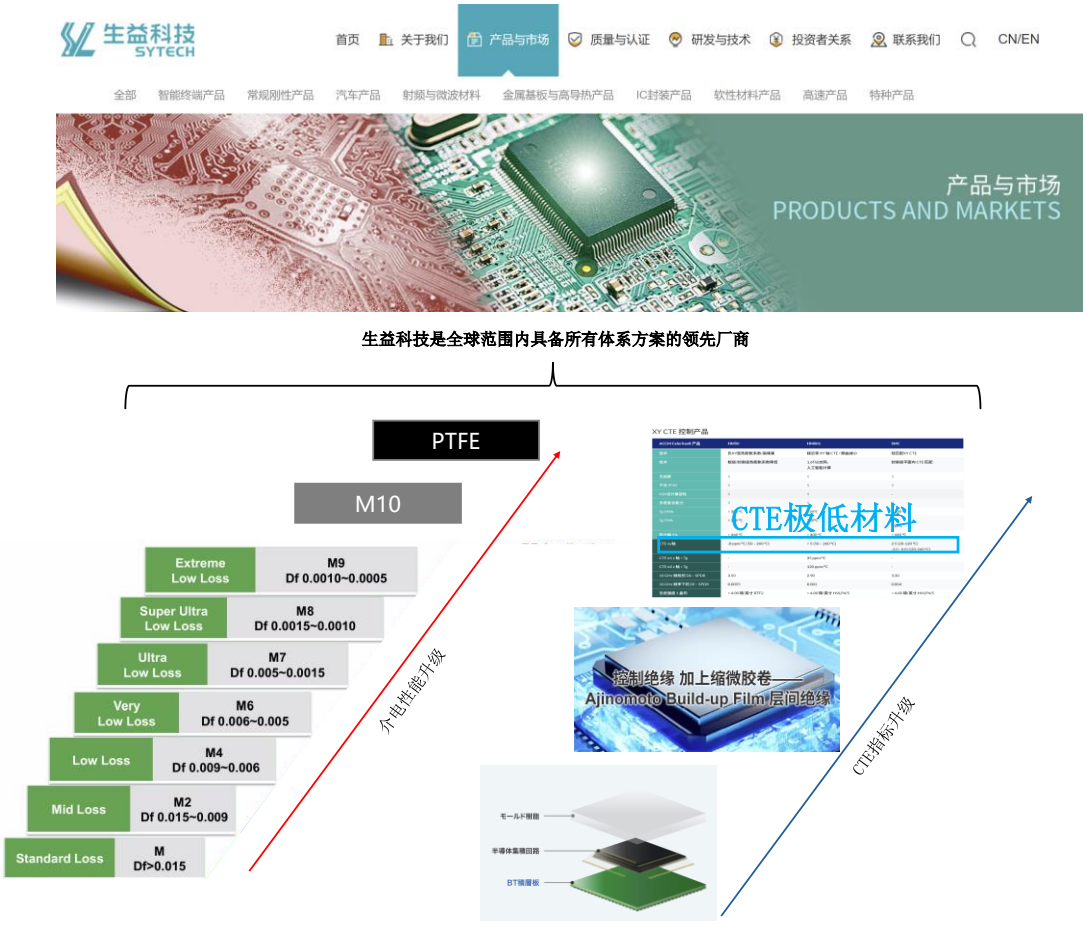
2.2.1、公司是全球范围内具备全系列材料方案的领先厂商

我们观察到各大终端厂商在 AI 产品设计中存在多种不同思路，导致不同客户的 PCB/CCL

要求不尽相同，特别是在 CCL 性能方面，现在客户不仅要求介电性能优异，还对 CTE 值、剥离强度、Tg 值等提出更多的要求，存在多种方案并行的现象；除此之外，我们还观察到随着性能升级，客户更偏向于采用混压的方式设计产品（可节省成本、保证产品稳定性、提升加工性能），即一块 PCB 板中需要不同等级的 CCL 层压合，在高难度 PCB 中甚至观察到需要较大差异的两种材料类型进行压合(如正交背板的方案中设计到碳氢和 PTFE 压合，甚至在 core 层设计到 ABF 材料的运用)，因此能够提供多元材料是在 AI 竞争中脱颖而出的关键。

综合全球各家 CCL 的研发和量产情况，我们认为公司是全球具备所有产品体系供应能力的领先厂商，这是基于公司多年坚持多元化客户布局和前沿产品跟踪研究的策略，以 PTFE 为例，PTFE 以往主要用在无线通信领域，目标领域聚焦在运营商通信（4G/5G 等）和汽车毫米波雷达，在运营商通信中 CCL 面对的客户以通信设备厂商为主，如华为、中兴通讯，在汽车毫米波雷达领域中 CCL 面对的客户主要以汽车 Tier1（博世等），自 2021 年运营商通信和汽车领域需求逐渐下滑，大部分客户和供应商在高端产品研发方向的力度显著降低，甚至 PTFE 全球龙头厂商罗杰斯一度要被股东出售，在这样的背景下，坚持做前沿研发是需要更高维度的战略支撑的。公司基于自身全系列的研发平台，坚持在各类高精尖领域做技术研究，并且致力于帮助客户做高精尖产品量产化，从而在配方上积累了深厚的功底，同样以 PTFE 为例，在运营商通信和汽车毫米波雷达需求不振的情况下，公司并未放弃对 PTFE 材料的研究，在继续跟踪原应用场景的基础上，公司在研发推广材料的过程中还将该类材料推广至航空航天领域，并在该领域实现量产；在这样的背景下，公司在 PTFE 这款材料上积累了多种场景研发量产的经验，加深了对材料特性的理解，因此当全球 AI 龙头厂商提出 PTFE 材料用在高速通信领域的需求时，公司能够快速地针对 AI 应用场景提出最优解决方案，最终导致第一测试版本公司产品性能领先，而该款材料截至目前在全球范围内公司也是具备量产能力的核心厂商，可见多年全系列研发平台的搭建为公司构建了强大的全球竞争力。

图表49：AI 需求对 CCL 材料的要求多元化



来源：生益科技官网，联茂官网，味之素官网，三菱瓦斯官网，ACCM 官网，国金证券研究所

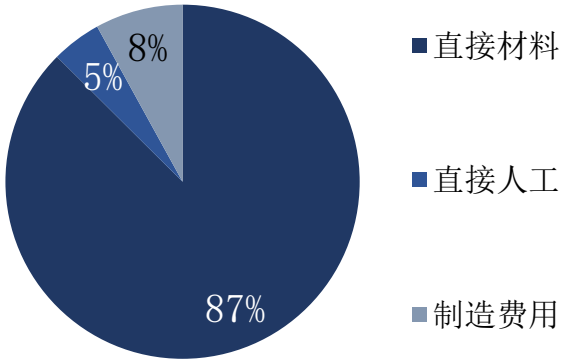
2.2.2、产业链痛点布局保证原材料可得性，PCB 业务亦受益于强大的材料平台

覆铜板营业成本中原材料占比达到 87%，而原材料成本高度集中于铜箔、玻纤布、树脂三大原材料（三大原材料合计占比 87%），可见原材料管控能力是覆铜板行业竞争的核心能力。在高端产品竞争中，CCL 的升级伴随着原材料的同步升级，而高端原材料的供给有限，CCL 取得高端原材料的能力成为了能够保证高端 CCL 供应的核心。

公司在多年 CCL 产业经营中早已参透这一竞争法则，依托大陆产业链供应优势、在高端材料研发过程中同步储备了高端原材料的产业链配套能力，核心关键瓶颈工序更是紧密合作、开放配方平台孵化核心材料厂商技术能力，以 AI 多次产品升级为例，客户的 CCL 方案从 M8 第一代 low dk 玻纤布升级为 M8 第二代 low dk 玻纤布时、客户研发 Q 布配套方案时，第二代 low dk 玻纤布和 Q 布的增量供应只有大陆厂商可以配套，而大陆能够供应的材料厂商在高端布种的研发历史过程中就有公司参与项目孵化，因此公司在客户升级中具备核心材料的可得性、帮助公司打破海外 CCL 对美系厂商供应链的垄断局面；再以 PTFE 高端产品为例，鉴于性能和加工性要求，PTFE 方案中用硅微粉填料取代玻纤布成为核心材料，而公司早在 2002 年就投资入股了主营为硅微粉的厂商联瑞新材，在多年的产业链配套中，联瑞新材业已成长为全球硅微粉市场龙头厂商，在本次 PTFE 类 CCL 产品研发中，公司与联瑞新材的股权关系保证公司 PTFE 配方的稀缺性和供应能力。可见高端材料瓶颈率先布局是公司一直以来坚持的策略，该策略保障了公司在任何产品升级场景中具备强有力的竞争优势。

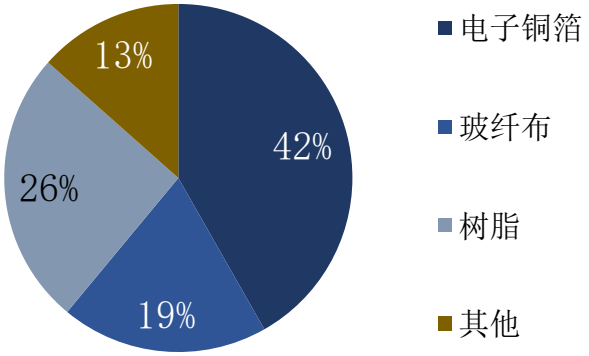
公司在高端 CCL 材料的原材料可得性和顶尖技术能力，同样为旗下的 PCB 资产保证了材料的可得性。生益电子当前的业务布局也以高端 AI 高速通信类产品为主，在全球 AI PCB 竞争中想要脱颖而出也必须为客户解决高精尖复杂的前沿产品量化落地问题，而要想参与到高精尖的项目，打通客户关系是重中之重，而要做到这一点，能拿到客户研发项目所需的材料将成为打进项目的核心。以 PTFE 类 PCB 板为例，作为当前全球 PCB 加工难度最大的产品之一，技术能力和材料可得性卡住了大部分 PCB 厂商进入该项目，而公司旗下生益电子在多年高速通信技术积累、PTFE 材料又能从母公司获得的优势下，成为了该项目的核心参与方，并且有机会凭借该项目进入新的 AI 终端客户产业链。

图表50：覆铜板营业成本构成



来源：生益科技 2025 年年报，国金证券研究所

图表51：覆铜板原材料集中于三大原材料



来源：南亚新材招股书，国金证券研究所

图表52：历史上生益科技与上游材料厂商合作新闻


铜陵有色：关于与生益科技签署合作框架协议的公告.pdf

2 / 3 83%

1、推动公司电子铜箔产品在生益科技更广泛的应用。即利用生益科技在电子材料行业的地位和先进技术，扩大铜陵有色电子铜箔产品应用范围，为共同打造行业国际品牌地位奠定基础。

（1）双方就高频高速材料及未来的技术发展方向，共同开展这方面的技术合作，公司负责开发新型材料所需的 RTF 铜箔和 VLP 铜箔，生益科技负责提供行业内前端产品的发展信息、技术支持和“国家电子电路基材工程技术研究中心”的平台，推进公司的研发及技术水平，双方共同分享在合作过程中产生的技术成果和知识产权的成果。

（2）双方生产技术、工艺品质人员每年开展 2-4 次的工艺、技术双边交流活动，互相了解生产现场、工艺流程及产品的使用情况，互相学习、积极探讨生产工艺控制过程中的经验，共同改善和规避对下游产品的影响。

2、推动生益科技在电子材料行业稳定、快速的发展，公司充分利用在铜及铜箔行业地位和经验，确保生益科技电子铜箔的供应量，共同为产业链友好合作发展做出典范。

（1）公司在未来的十三五之内，在市场条件下向生益科技提供电子铜箔达到理想规模供应量。

（2）双方商务人员在原有良好合作的基础上，每季度召开一次产品供应链交流，沟通总结季度合作的情况，公司要提供国际、国内铜市场的状况分析及预测供生益科技参考；生益科技提供铜箔需求、使用状况以及 PCB 等下游市场状况，共同规避

新闻中心

国际新闻 国内新闻 行业分析 市场动态 科技前沿 人物访谈 展会信息 展会视频 现场展品展示

国内新闻

中国巨石与生益科技签订战略合作同盟协议

来源：巨石集团 2018-06-22

本文阅读次数:6915

5月15日，中国巨石与生益科技在巨石科技大楼签订“创新驱动 战略联盟”技术合作同盟协议。中国巨石总裁、巨石集团董事长兼CEO张毓强，生益科技总经理陈仁喜共同见证。中国巨石副总裁、巨石集团总裁胡国辉与生益科技营运总监小张上台签约并揭牌，中国巨石销售总监志坚主持仪式。

生益科技作为覆铜板行业的佼佼者，自2017年4月与中国巨石签订战略合作协议以来，就电子布的高端新品用进行了深入地交流和探讨，不断地给巨石电子布的高品质发展增添新的动力。“创新驱动 战略联盟”进一步提升了双方的核心竞争力，双方将紧紧围绕产品技术创新，运用创新机制，实现研发战略层面的有效结合，共同突破企业发展的技术瓶颈，并强强联合，携手共进。

图表53：生益科技联营企业中不乏上游核心材料厂商

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例(%)	间接持股比例(%)
1	东莞生益房地产开发有限公司	全资子公司	100.00	--
2	江西生益科技有限公司	全资子公司	100.00	--
3	陕西生益科技有限公司	全资子公司	100.00	--
4	苏州生益科技有限公司	陕西生益科技有限公司	100.00	--
5	生益电子股份有限公司	控股子公司	62.50	--
6	江苏生益特种材料有限公司	全资子公司	100.00	--
7	东莞生益资本投资有限公司	全资子公司	100.00	--
8	生益科技(香港)有限公司	全资子公司	100.00	--
9	东莞益安贸易有限公司	全资子公司	100.00	--
10	生益科技(国际)有限公司	全资子公司	100.00	--
11	广州巨湾投资合伙企业(有限合伙)	联营企业	--	12.50
12	湖南万容科技股份有限公司	联营企业	--	16.81
13	江苏联瑞新材料股份有限公司 高端硅微粉	联营企业	23.26	--
14	南京罗朗微太电子科技有限公司	联营企业	--	5.95
15	山东星顺新材料股份有限公司 特种树脂	联营企业	--	11.99
16	东莞生益君度产业投资企业(有限合伙)	合营企业	--	50.00
17	上海蜜酷科技有限公司	联营企业	--	5.16
18	东莞科创生益产业投资合伙企业(有限合伙)	合营企业	--	50.00
19	广东佛智芯微电子有限公司	联营企业	--	6.97
20	东莞君度生益股权投资合伙企业(有限合伙)	联营企业	33.63	10.09

来源：铜陵有色公告，中国国际复合材料工业技术展览会组委会，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

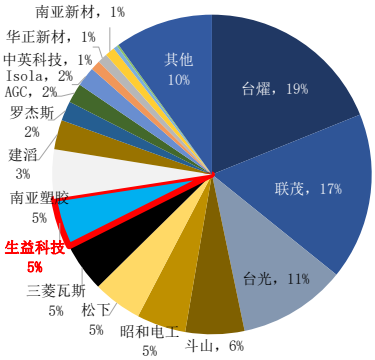
2.2.3、产能积极配套产业趋势，为客户提供高端升级的供应保障

在产业快速增长的情况下，产能无法跟上需求变化将为竞争对手带来突破机会，特别是 AI 高端产品相较普通产品更耗费产能的情况下，产能配套将成为竞争关键。为了应对 AI 需求，公司规划了多项扩产计划，包括母公司覆铜板业务和子公司生益电子 PCB 业务，力求在客户高端升级过程中能够保证对客户的及时交付能力，鉴于在全球 AI 产业链中有大部分的竞争对手为海外厂商，海外厂商在扩产积极度上远低于大陆厂商，因此公司积极布局产能储备将有利于全球竞争。

综上，我们认为在行业继续扩容、高端方案层出不穷的基础上，能够全方位、多元化应对客户需求的厂商将具有竞争力。在 CCL 业务方面，公司具备全系列配方体系，包括不限于高速材料、PTFE、封装类 low CTE 材料，同时在产业链配套做了充足准备以应对未来客户的高精尖要求，并且在产能供应能力优于海外厂商，因此我们认为公司 CCL 业务将在全球竞争中进一步脱颖而出，份额有望逐渐提升；在 PCB 业务方面，公司旗下 PCB 资产生益电子当前绑定了海外龙头 AI 终端厂商、储备了国内高端客户，将能够在 AI 扩容大浪潮下实现增长，与此同时因像 PTFE 这类具有全球稀缺性的材料只有公司母公司具备批量能力，生益电子也因此近水楼台先得月，在 PTFE 类项目中具备原材料可得性，保证了生益电子在该类项目中的参与资格，加上生益电子自身多年积累的高多层、高速高频类 PCB 板加工经验，有望凭借该项目进入新的 AI 终端客户产业链。

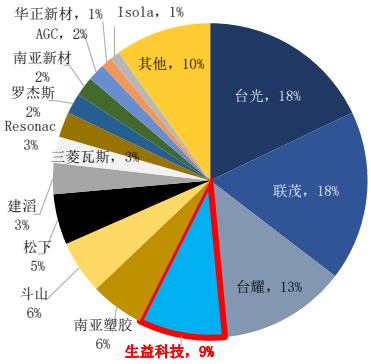
公司基于上述优势，在全球竞争中已经达到一定的成果。公司在特种覆铜板竞争中份额提升明显，在 2021 年公司排名第 8、份额占比为 5%，在 2024 年公司排名已经位居第 4、份额占比为 9%，可见公司竞争优势已经有所显现，预计未来份额还望进一步提升；PCB 业务方面，生益电子在 2023 年毛利率水平显著低于其他 PCB 厂商，在 AI 业务的带动下，生益电子的毛利率至今已经超过了绝大多数 AI PCB 厂商，可见生益电子在 AI 竞争中已经成为了核心厂商，在预期 AI 需求进一步增长的情况下，公司也将进一步受益，再加上母公司覆铜板业务的紧密合作，有望使得生益电子再进一个台阶。

图表54：2021 年全球特种覆铜板竞争格局



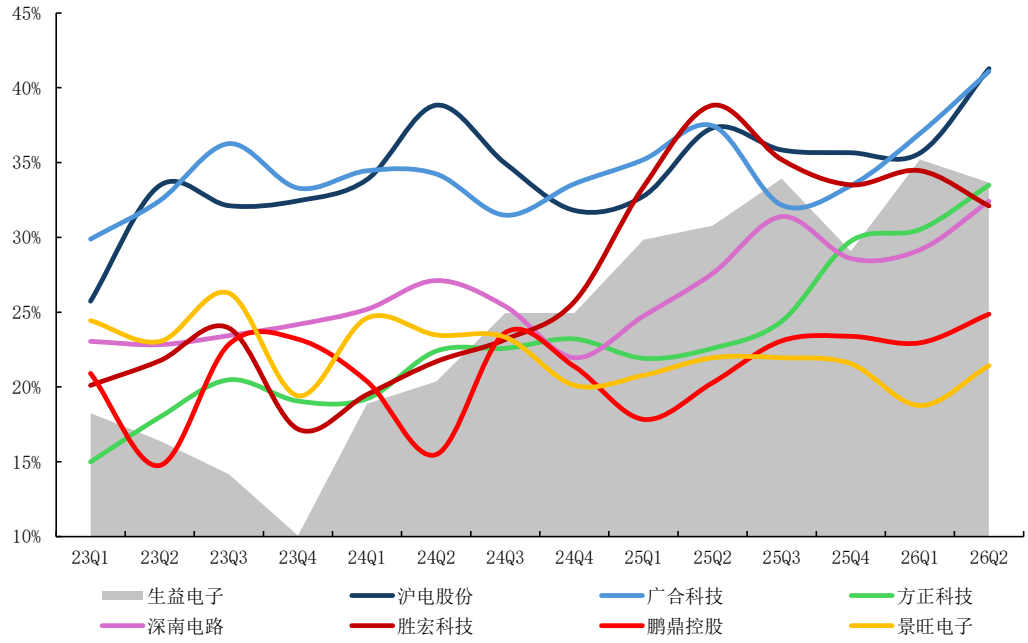
来源：覆铜板资讯，国金证券研究所

图表55：2024 年全球特种覆铜板竞争格局



来源：联茂官网，国金证券研究所

图表56：A 股主流 AI PCB 厂商季度毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

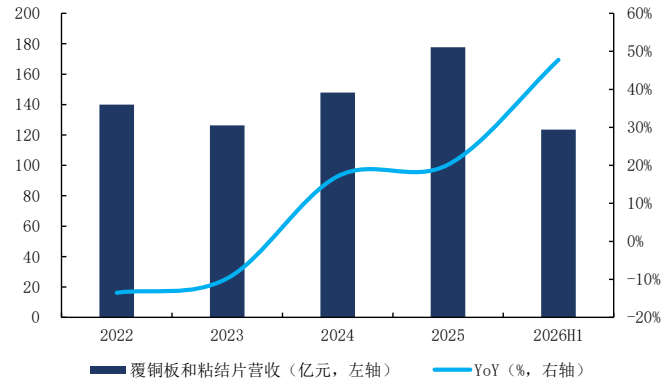
三、盈利预测与估值

3.1、盈利预测

我们首先对公司主营业务收入和毛利率进行假设：

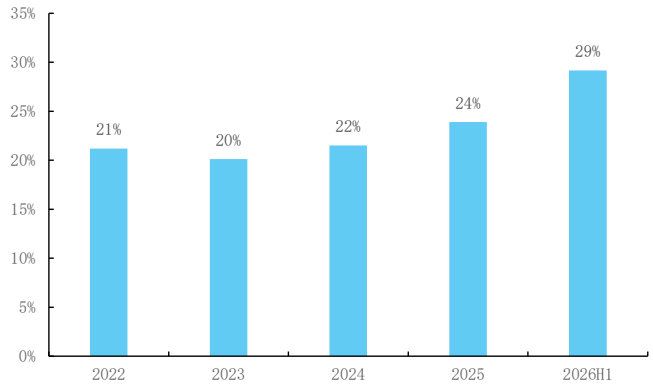
1) 覆铜板和粘结片业务，公司覆铜板业务在涨价行情、AI 高端材料放量和新增产能释放的多重共振下实现高速增长，根据公司 2026 年半年报显示，覆铜板和粘结片业务在 2026 年上半年实现营业收入 124 亿元、同比增长 48%，毛利率达到 29%、同比增长 5.47pct。

图表57：公司覆铜板和粘结片营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表58：公司覆铜板和粘结片毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

2026 年下半年预测，公司覆铜板和粘结片业务将会进一步加速增长，根据本文前述内容，虽然消费电子终端需求已现疲弱之势，但宏观层面 PPI 同比增速仍在高位、中观 LME 铜价在创新高的趋势中、微观 PCB 产业链核心厂商的营收数据加速增长，并且 10 月开始周期类核心龙头 CCL 建滔积层板又发布涨价通知，可见 CCL 行业仍然在周期和成长共振的趋势中。更进一步看行业内 CCL 的前瞻性数据，

a) 以周期类 CCL 为主营业务的厂商在 26Q3 实现的营收和盈利同比增速相对 26H1 有大幅提升，其中南亚塑胶 26Q3 营收同比增速达到 49%、相对 26H1 同比增速提升 33pct，华正新材 7-8 月营收同比增速/归母净利同比增速/净利率达到 140%/9347%/21%、相对 26H1 同比增速提升 99pct/9042pct/15pct，可见涨价周期在 2026 年下半年仍在加速；

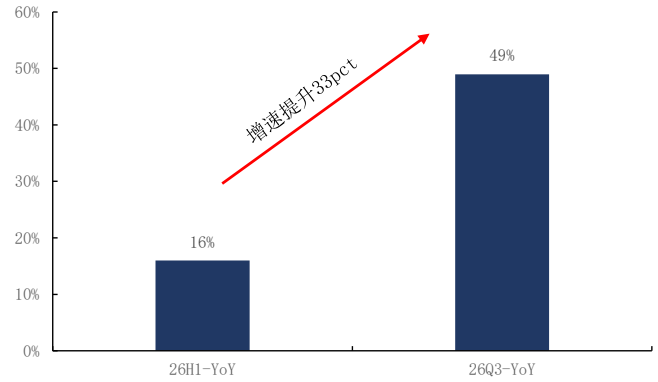
b) 以成长类 CCL 为主营业务的厂商同样展现出 2026 年下半年加速的趋势，如台光 26Q3 营收同比增速达到 142%、相对 26H1 同比增速提升 60pct，台燿 26Q3 营收同比增速达到 123%、相对 26H1 同比增速提升 38pct，联茂 26Q3 营收同比增速达到 102%、相对 26H1 同比增速提升 76pct，可见成长类 CCL 行业景气度亦在下半年加速；

c) 落脚到公司自身基本面状况，公司在 26Q3 已经展现出了下半年周期和成长共振下的加速增长趋势，根据公司 2026 年 10 月 17 日公告的 2026 年前三季度业绩预告，预计公司 26Q3 单季度利润达到 32~36 亿，同比增速为 212%~252%；为了排除 PCB 业务对业绩的影响，我们按照合并报表归母净利润减去生益电子归母净利润按被控股比例计入公司合并报表的部分，得到扣除生益电子贡献后的归母净利润，从数据上看，该指标 26Q3 单季度实现 27~31 亿，大于该指标 26H1 两个季度合计值 26 亿，该指标 26Q3 同比增速可达到 314%~369%，相比 26H1 同比增速 137%增长 177pct~232pct，由于公司的营收和利润主要由覆铜板+粘结片和 PCB 业务组成，我们认为扣除生益电子贡献后的归母净利润能够反映覆铜板和粘结片业务的变化趋势。

基于上述数据支撑，我们认为公司 2026 年下半年覆铜板和粘结片业务趋势大概率实现营收大幅增长、利润率大幅提升，考虑到后续周期性存在不确定性、26Q3 单季度增长水平太高，我们综合评估后，假设公司覆铜板和粘结片 2026H2 的营收增速为 130%达到 216 亿元、毛利率为 38%，对应 2026 年覆铜板和粘结片营收实现 340 亿元、毛利率为 35%。

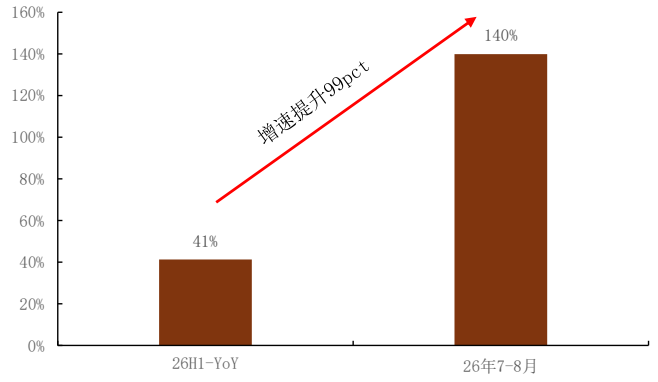
2027~2028 年预测，公司覆铜板和粘结片业务存在周期性和成长性双重因素影响，根据本文前述逻辑，行业周期性存在一定的不确定性但公司成长性将进一步突破新料号和新客户，因此趋势上我们认为公司覆铜板和粘结片业务将实现较高增长但增速难以达到如 2026 年这样的超高增速，基于谨慎原则，我们假设 2027~2028 年覆铜板和粘接片业务营收同比增速保持 30%，分别达到 442 亿元和 575 亿元，该业务毛利率我们在 2027 年与 2026 年下半年水平保持一致、2028 年逐渐下滑但保持高位运行，分别达到 38%和 35%。

图表59：以周期类 CCL 为主营业务的南亚塑胶今年上半年和第三季度营收同比增速对比



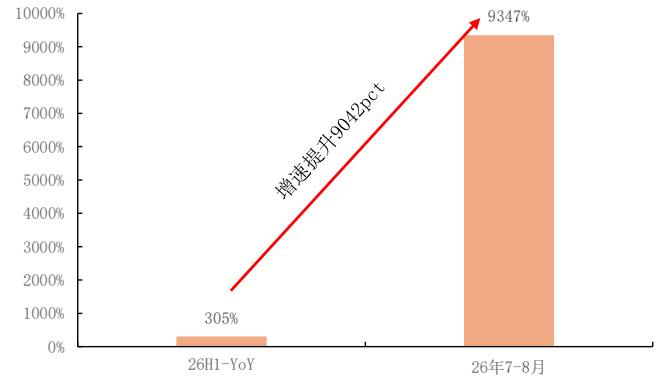
来源：Wind，国金证券研究所

图表60：以周期类 CCL 为主营业务的华正新材今年上半年和 7-8 月营收同比增速对比



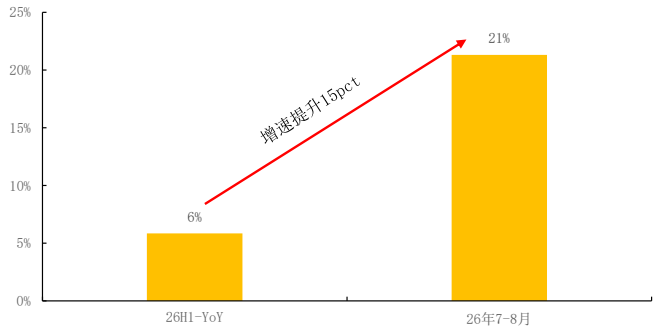
来源：华正新材公告，国金证券研究所

图表61：以周期类 CCL 为主营业务的华正新材今年上半年和 7-8 月归母净利润同比增速对比



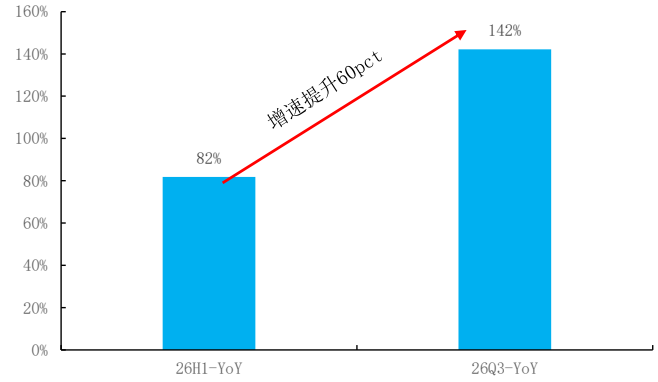
来源：华正新材公告，国金证券研究所

图表62：以周期类 CCL 为主营业务的华正新材今年上半年和 7-8 月净利率同比增速对比



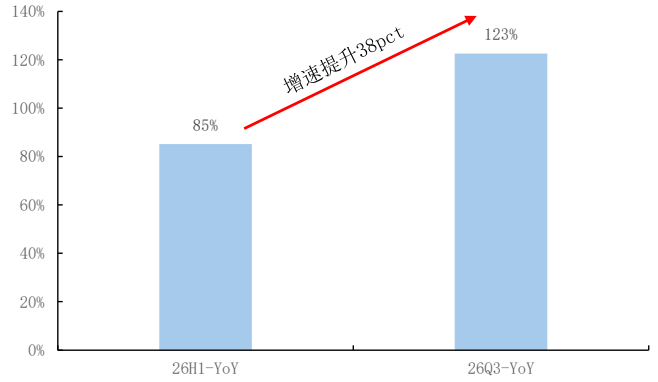
来源：华正新材公告，国金证券研究所

图表63：以成长类 CCL 为主营业务的台光今年上半年和第三季度营收同比增速对比



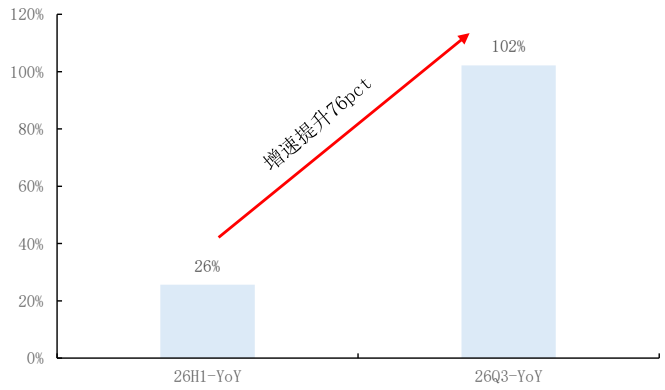
来源：Wind，国金证券研究所

图表64：以成长类 CCL 为主营业务的台燿今年上半年和第三季度营收同比增速对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表65：以成长类 CCL 为主营业务的联茂今年上半年和第三季度营收同比增速对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表66：公司和生益电子 2026 年前三季度业绩预告

	前三季度-下限	前三季度-上限	26Q3-下限	26Q3-上限
生益科技归母净利润（亿元）	65	69	32	36
YoY	164%	181%	212%	252%
生益电子归母净利润（亿元）	19	20	8	8
YoY	68%	75%	30%	44%

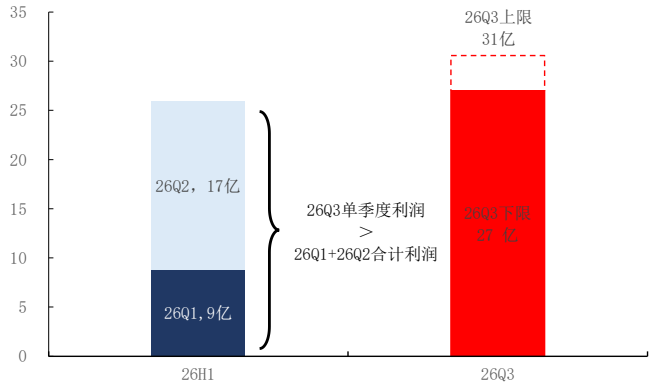
来源：生益科技公告，生益电子公告，国金证券研究所

图表67：公司合并报表扣除生益电子贡献后的归母净利润

单位：亿元	25H1	25Q3	26Q1	26Q2	26Q3-下限	26Q3-上限
生益科技合并报表归母净利润	14	10	12	21	32	36
生益电子归母净利润	5	6	4	7	8	8
生益电子被控股比例	62.5%					
扣除生益电子贡献后的归母净利润	11	7	9	17	27	31
YoY	-	-	137%		314%	369%

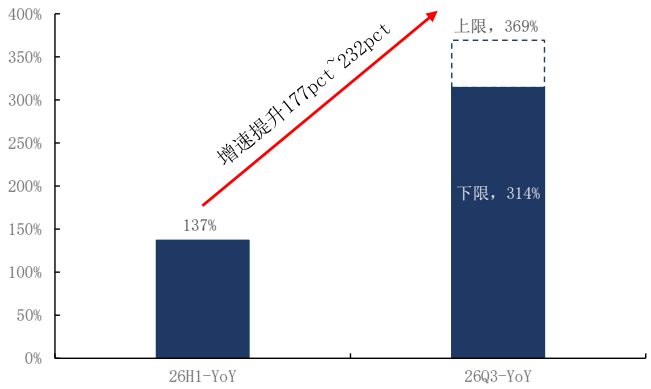
来源：Wind，生益科技公告，生益电子公告，国金证券研究所

图表68：公司扣除生益电子贡献的归母净利润——26H1 与 26Q3 对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表69：公司扣除生益电子贡献的归母净利润同比增速——26H1 与 26Q3 对比



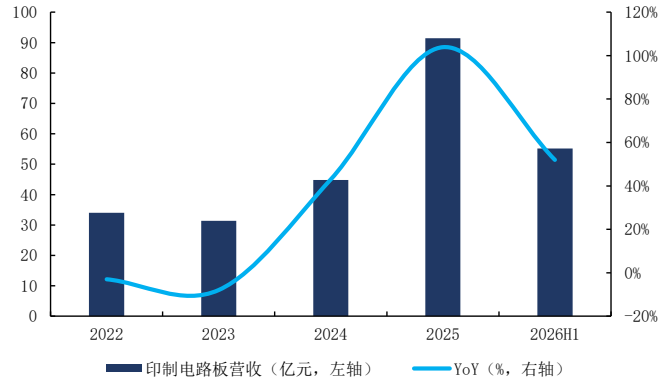
来源：Wind，国金证券研究所

2） PCB 业务，2026H1 公司印制线路板业务实现营业收入 55 亿元，同比增长 52%，毛利率达到 31%。AI 服务器、高速交换机及云厂商自研 ASIC 持续放量，高多层、HDI 等高端 PCB 需求快速增长，PCB 层数、材料等级及制造难度均持续提升，单位价值量亦有望进一步增长。生益电子现有及新增高端产能逐步爬坡，有望同时受益于行业需求扩容和自身客户份额提升。

公司 PCB 业务在生益电子主体实施，我们采用生益电子 Wind 一致预期（2026 年 4 月 20 日至 2026 年 10 月 17 日数据）对公司 PCB 业务进行预期，预计 2026~2028 年营收

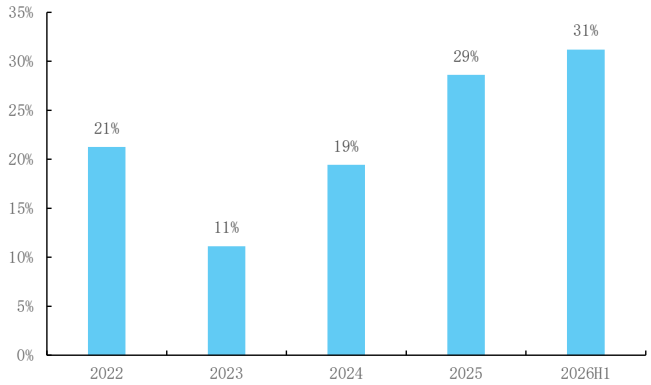
为 147 亿元、211 亿元、274 亿元，毛利率为 35%、36%、37%。

图表 70：公司印制电路板业务营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

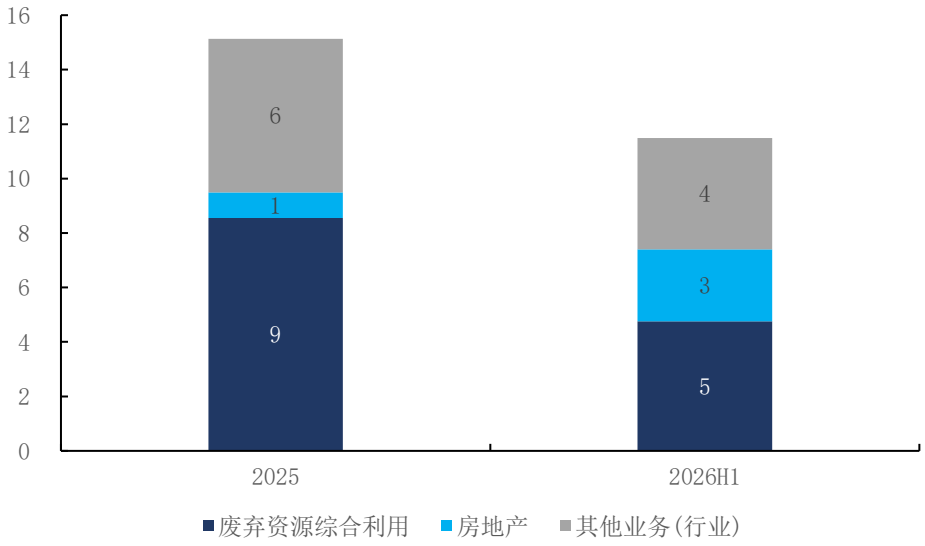
图表 71：公司印制电路板业务毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

3) 其他业务保持稳定。公司其余业务主要包括废弃资源综合利用、房地产及其他业务，整体收入体量相对两大主业较小，在 2026 年上半年实现收入 11 亿元、同比增速达到 165%，毛利率达到 45%，业务体量显著高于历史水平，主要是今年原材料通胀的情况下废料收入和房地产销售收入增加所致。鉴于下半年通胀情况仍然维持、房地产销售不具有连续性，谨慎起见我们假设下半年其他业务中房地产业务营收为 0、除此之外的其他业务收入体量与上半年保持一致，则对应 2026 年下半年其他业务营收为 9 亿元，毛利率我们假设与上半年相等、值为 45%，最终使得 2026 年全年公司其他业务收入为 20 亿、毛利率为 45%。2027~2028 年保守起见，假设其他业务收入体量和毛利率水平均为 2023~2026 年平均水平，则 2027~2028 年收入保持为 11 亿元、毛利率保持为 40%。

图表 72：公司其他业务营收分布（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

综上假设，我们预计公司 2026~2028 年营业收入分别达到 508 亿元、664 亿元、860 亿元，同比增长 79%、31%、29%，综合毛利率分别达到 35%、37%、36%。

图表73：生益科技营收和毛利率预测

	2023	2024	2025	2026H1	2026H2（E）	2026E	2027E	2028E
覆铜板和粘结片								
营收（亿元）	126	148	178	124	216	340	442	575
YoY	-10%	17%	20%	48%	130%	91%	30%	30%
占比	76%	73%	63%	65%	68%	67%	67%	67%
毛利率	20%	22%	24%	29%	38%	35%	38%	35%
印制线路板								
营收（亿元）	31	45	91	55	92	147	211	274
YoY	-8%	43%	104%	52%	67%	61%	43%	30%
占比	19%	22%	32%	29%	29%	29%	32%	32%
毛利率	11%	19%	29%	31%	38%	35%	36%	37%
其他业务								
营收（亿元）	8	11	15	11	9	20	11	11
YoY	34%	36%	36%	165%	9%	35%	-44%	0%
占比	5%	5%	5%	6%	3%	4%	2%	1%
毛利率	37%	39%	44%	45%	45%	45%	40%	40%
营收（亿元）	166	204	284	190	317	508	664	860
YoY	-8%	23%	39%	50%	102%	79%	31%	29%
毛利	32	45	75	58	121	180	248	306
毛利率	19%	22%	26%	31%	38%	35%	37%	36%

来源：Wind，国金证券研究所

我们整体假设公司期间费用与业务规模发展保持较高的拟合度，同时考虑海外市场拓展、高端产品研发及扩产带来的投入需求，具体来看：

1) 公司 2023~2025 年税金及附加占收入比例整体较为稳定，2026H1 该值为 0.5%，我们假设 2026H2 该值保持在上半年水平、即 0.5%，2027~2028 年营业税金及附加占收入比例维持在 2023~2025 年历史平均水平、即 0.6%；

2) 公司 2023~2025 年销售费用率均值为 1.7%，2026H1 销售费用率为 1.6%，我们假设 2026H2 该值保持在上半年水平、即 1.6%，2027~2028 年销售费用率保持在 2023~2025 年历史平均水平、即 1.7%；

3) 公司 2023~2025 年管理费用率均值为 4.1%，2026H1 管理费用率为 3.4%，我们假设 2026H2 该值保持在上半年水平、即 3.4%，2027~2028 年管理费用率保持在 2023~2025 年历史平均水平、即 4.1%；

4) 公司 2023~2025 年研发费用率均值为 5.3%，2026H1 研发费用率为 4.8%，我们假设 2026H2 该值保持在上半年水平、即 4.8%，2027~2028 年研发费用率保持在 2023~2025 年历史平均水平、即 5.3%；

5) 其他成本及费用，包括其他收益、投资净收益、公允价值变动损益、资产减值损失、信用减值损失、资产处置收益和营业外收支，2026H1 其他成本及费用为 3 亿元收益，主要受益来自公允价值变动损益 4.1 亿元，我们认为该收益存在不确定性、下半年交易性金融资产的趋势较差，参照 2023~2025 年其他成本及费用该项目为收益 1 亿元，我们保守假设 2026H2 实现费用 2 亿元、全年收益保持在历史平均水平 1 亿元，同时假设 2027~2028 年收益保持在 1 亿元；

6) 公司 2023~2025 年所得税率均值为 10%，2026H1 所得税率为 12%，我们假设 2026H2 该值保持在上半年水平、即 12%，2027~2028 年研发费用率保持在 2023~2025 年历史平均水平、即 10%；

7) 公司少数股东损益主要来自生益电子。按照前文所述，生益电子的盈利预测采纳 Wind 一致预期，预计 2026~2028 年实现归母净利润 28 亿元、43 亿元、58 亿元，对应少数股东损益为 11 亿元、16 亿元、22 亿元。

综上假设，我们预计公司 2026~2028 年归属于母公司股东的净利润分别达到 103 亿元、137 亿元、163 亿元，同比增长约 208%、33%、19%，对应归母净利率分别为 20%、21%、19%。

图表74：生益科技归母净利润预测

值单位：亿元	2023	2024	2025	2026H1	2026H2（E）	2026E	2027E	2028E
营收	166	204	284	190	317	508	664	860
YoY	-8%	23%	39%	50%	102%	79%	31%	29%
毛利	32	45	75	58	121	180	248	306
毛利率	19%	22%	26%	31%	38%	35%	37%	36%
营业税金及附加	1	1	2	1	2	2	4	5
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
销售费用	3	4	5	3	5	8	11	15
%销售收入	1.5%	1.8%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%
管理费用	7	8	11	7	11	17	27	35
%销售收入	4.2%	4.1%	3.8%	3.4%	3.4%	3.4%	4.1%	4.1%
研发费用	8	12	15	9	15	24	35	46
%销售收入	5.1%	5.7%	5.1%	4.8%	4.8%	4.8%	5.3%	5.3%
其他费用	0	-1	-1	-3	2	-1	-1	-1
所得税	1	2	5	5	10	15	18	21
所得税率	10%	10%	12%	12%	12%	12%	10%	10%
少数股东损益	0	1	6	4	6	11	16	22
归属于母公司的净利润	**12**	**17**	**33**	**33**	**70**	**103**	**137**	**163**
净利率	7%	9%	12%	15%	22%	20%	21%	19%
YoY	-24%	49%	92%	130%	266%	208%	33%	19%

来源：Wind，国金证券研究所

3.2、全球优质资产享受估值溢价，给予公司4795亿元目标市值

基于行业相关性和数据可得性，我们选取南亚新材、华正新材、沪电股份和景旺电子作为可比公司。根据Wind一致预期，截至2026年10月19日，可比公司2026~2028年预期归母净利润对应的PE水平均值为48倍、30倍、22倍。

我们认为，生益科技的估值应同时体现其在覆铜板行业的龙头地位以及AI高端材料业务逐步放量带来的成长属性。一方面，公司长期位居全球刚性覆铜板市场前列，在产能规模、客户覆盖、研发体系和原材料管理等方面形成较强竞争壁垒；另一方面，本轮AI算力周期推动CCL需求由传统FR-4向高速、低损耗、高可靠性材料持续升级，公司高端产品收入占比快速提升，盈利增长已由传统覆铜板周期改善进一步向产品结构升级驱动转变。

与此同时，公司通过控股生益电子向下游高端PCB环节延伸。随着AI服务器、云厂商ASIC及高速交换机持续放量，生益电子高多层、高密度互连等高端PCB产品快速增长，使公司形成“高端CCL材料+高端PCB制造”的协同业务结构。相较单一覆铜板企业，公司对AI算力产业链的覆盖更加完整；相较单一PCB企业，公司又拥有上游核心电子材料的技术和规模壁垒，因此具备一定的产业链稀缺性。公司依靠覆铜板龙头地位、高端材料能力以及生益电子在高端PCB领域的布局，形成了较为稀缺的产业链竞争优势。

根据我们的盈利预测，我们预计公司2026~2028年归属于母公司股东的净利润分别达到103亿元、137亿元、163亿元，同比增长约208%、33%、19%，未来三年仍处于较快的盈利增长阶段。考虑公司在全球范围内的竞争优势越发显著、稀缺性逐渐体现，我们认为公司应当适用更高溢价的估值水平，参考可比公司2027年平均30倍PE，我们给予公司2027年35倍PE估值，对应目标市值约4795亿元，对应目标价约197.41元/股。

图表75：可比公司和生益科技估值表（行情数据截至2026年10月19日）

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）					市盈率PE		
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
688519.SH	南亚新材	610	1	2	8	13	17	74	49	36
603186.SH	华正新材	293	-1	3	6	10	12	46	31	25
002463.SZ	沪电股份	2,150	26	38	66	106	153	32	20	14
603228.SH	景旺电子	934	12	12	24	45	66	39	21	14
平均值	-	-	-	-	-	-	-	48	30	22
600183.SH	生益科技	2,857	17	33	103	137	163	28	21	18

来源：Wind一致预期，国金证券研究所

四、风险提示

4.1、下游需求及覆铜板行业景气不及预期

根据前述逻辑，传统电子终端需求修复是公司普通刚性覆铜板销量增长、产能利用率维持高位及行业顺价落地的重要基础。若宏观经济复苏弱于预期，消费电子、通信设备、汽车电子及工业控制等下游需求出现下滑，或客户去库存周期延长，可能导致覆铜板行业供需关系转弱、公司产品销量及产能利用率下降，进而使普通产品价格和单位毛利修复幅度不及预期，拖累公司整体经营业绩。

4.2、原材料价格上涨及产品顺价不及预期

铜箔、电子级玻璃纤维布和树脂是覆铜板的主要原材料，其中铜价及电子布价格上涨将直接推升公司单位生产成本。本报告关于周期盈利弹性的判断，建立在公司能够依托行业集中度、规模采购能力及客户协同机制，将原材料成本上涨较为顺畅地传导至下游的基础之上。若铜箔、电子布等原材料价格短期大幅上涨，而覆铜板价格调整存在滞后，或下游客户接受提价的能力低于预期，公司产品价差可能收窄，毛利率和盈利表现存在不及预期的风险。

4.3、AI基础设施资本开支及硬件升级节奏不及预期

AI服务器、高速交换机及云厂商自研ASIC是公司高端覆铜板和PCB业务增长的重要驱动力。本报告关于公司盈利中枢上移的判断，建立在AI基础设施资本开支持续增长、板级互联速率不断提升，以及服务器与交换机平台持续向更高层数、更低损耗材料升级的基础之上。若云厂商资本开支增速放缓，AI服务器出货量低于预期，或系统架构优化、光互联及线缆化等技术路径降低了高端PCB和CCL的单位使用量，公司高速低损耗材料及生益电子AI相关产品需求可能不及预期。

4.4、高端CCL及PCB市场竞争加剧

AI带来的高端覆铜板和PCB需求增长已成为行业共识，中国台湾、日韩及中国大陆主要厂商均在加快高速低损耗材料、高多层PCB和HDI产品布局，并通过扩建产能、研发新产品及强化客户认证争夺市场份额。目前高端高速CCL领域仍以台系和日韩厂商为主要竞争者，部分厂商具备较早的客户认证和产业链配套优势。若竞争对手扩产速度快于预期，或通过降价、绑定核心客户等方式加剧竞争，可能导致公司订单获取、产品价格及高端份额提升不及预期，并对整体盈利能力造成不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	**16,586**	**20,388**	**28,431**	**50,770**	**66,449**	**85,974**
增长率	-7.9%	22.9%	39.4%	78.6%	30.9%	29.4%
主营业务成本	-13,395	-15,895	-20,905	-32,809	-41,614	-55,367
%销售收入	80.8%	78.0%	73.5%	64.6%	62.6%	64.4%
毛利	3,191	4,493	7,526	17,961	24,835	30,606
%销售收入	19.2%	22.0%	26.5%	35.4%	37.4%	35.6%
营业税金及附加	-103	-123	-151	-250	-399	-516
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
销售费用	-254	-373	-537	-817	-1,130	-1,462
%销售收入	1.5%	1.8%	1.9%	1.6%	1.7%	1.7%
管理费用	-701	-843	-1,088	-1,735	-2,724	-3,525
%销售收入	4.2%	4.1%	3.8%	3.4%	4.1%	4.1%
研发费用	-841	-1,157	-1,450	-2,439	-3,522	-4,557
%销售收入	5.1%	5.7%	5.1%	4.8%	5.3%	5.3%
息税前利润（EBIT）	1,291	1,998	4,300	12,721	17,061	20,548
%销售收入	7.8%	9.8%	15.1%	25.1%	25.7%	23.9%
财务费用	-111	-70	-97	-160	-177	-170
%销售收入	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-126	-114	-161	-176	-109	-102
公允价值变动收益	-3	-2	17	410	12	43
投资收益	37	55	143	71	46	33
%税前利润	2.9%	2.7%	3.2%	0.6%	0.3%	0.2%
营业利润	1,273	2,072	4,434	12,867	17,120	20,608
营业利润率	7.7%	10.2%	15.6%	25.3%	25.8%	24.0%
营业外收支	-1	-4	-17	1	-5	-5
税前利润	1,271	2,068	4,416	12,868	17,116	20,603
利润率	7.7%	10.1%	15.5%	25.3%	25.8%	24.0%
所得税	-123	-200	-524	-1,541	-1,780	-2,142
所得税率	9.6%	9.7%	11.9%	12.0%	10.4%	10.4%
净利润	1,149	1,868	3,892	11,327	15,336	18,460
少数股东损益	-15	129	558	1,056	1,626	2,182
归属于母公司的净利润	**1,164**	**1,739**	**3,334**	**10,271**	**13,710**	**16,279**
净利率	7.0%	8.5%	11.7%	20.2%	20.6%	18.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,149	1,868	3,892	11,327	15,336	18,460
少数股东损益	-15	129	558	1,056	1,626	2,182
非现金支出	961	983	1,082	1,236	1,175	1,227
非经营收益	116	62	-17	-505	109	119
营运资金变动	518	-1,456	318	-3,316	-6,336	-5,662
经营活动现金净流	**2,743**	**1,456**	**5,274**	**8,742**	**10,285**	**14,145**
资本开支	-1,067	-915	-2,371	-3,029	-1,755	-1,292
投资	-116	-55	-616	-1,522	-89	-112
其他	21	36	54	71	46	33
投资活动现金净流	**-1,162**	**-934**	**-2,933**	**-4,480**	**-1,798**	**-1,371**
股权募资	318	773	35	59	33	28
债权募资	-935	-281	136	1,913	-7	721
其他	-1,302	-1,769	-2,787	-5,271	-7,697	-12,374
筹资活动现金净流	**-1,919**	**-1,276**	**-2,616**	**-3,299**	**-7,671**	**-11,625**
现金净流量	**-339**	**-752**	**-273**	**963**	**817**	**1,149**

资产负债表（人民币百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,775	2,016	1,744	2,697	3,507	4,651
应收款项	6,669	9,041	10,913	17,161	24,454	31,639
存货	4,271	5,119	5,786	8,633	11,116	14,782
其他流动资产	284	437	946	3,040	3,155	3,335
流动资产	13,999	16,613	19,389	31,531	42,232	54,408
%总资产	56.1%	60.1%	59.2%	66.9%	72.2%	76.9%
长期投资	813	847	962	984	984	984
固定资产	9,347	9,105	11,083	12,804	13,553	13,742
%总资产	37.5%	32.9%	33.8%	27.2%	23.2%	19.4%
无形资产	383	626	620	637	654	690
非流动资产	10,958	11,031	13,381	15,587	16,246	16,357
%总资产	43.9%	39.9%	40.8%	33.1%	27.8%	23.1%
资产总计	**24,957**	**27,643**	**32,770**	**47,117**	**58,478**	**70,765**
短期借款	2,532	2,994	2,743	4,622	4,757	5,526
应付款项	4,152	5,968	7,913	13,575	16,735	21,574
其他流动负债	614	888	1,424	1,901	2,304	2,781
流动负债	7,297	9,849	12,080	20,097	23,795	29,881
长期贷款	806	558	903	959	859	871
其他长期负债	1,153	731	877	907	840	750
负债	9,256	11,138	13,859	21,963	25,495	31,502
普通股股东权益	13,983	14,905	16,724	21,912	28,115	32,212
其中：股本	2,355	2,429	2,429	2,429	2,429	2,429
未分配利润	5,334	5,867	6,539	11,674	17,844	21,914
少数股东权益	1,717	1,600	2,187	3,242	4,869	7,050
负债股东权益合计	**24,957**	**27,643**	**32,770**	**47,117**	**58,478**	**70,765**

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.494	0.716	1.372	4.228	5.644	6.702
每股净资产	5.939	6.135	6.885	9.021	11.575	13.262
每股经营现金净流	1.165	0.599	2.171	3.599	4.234	5.823
每股股利	0.450	0.600	1.200	2.114	3.104	5.026
回报率						
净资产收益率	8.32%	11.67%	19.94%	46.87%	48.76%	50.54%
总资产收益率	4.66%	6.29%	10.17%	21.80%	23.44%	23.00%
投入资本收益率	5.94%	8.95%	16.71%	36.22%	39.43%	40.20%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.93%	22.92%	39.45%	78.57%	30.88%	29.38%
EBIT 增长率	-31.62%	54.78%	115.19%	195.84%	34.11%	20.44%
净利润增长率	-23.96%	49.37%	91.75%	N/A	33.48%	18.74%
总资产增长率	-0.95%	10.77%	18.54%	N/A	24.11%	21.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	122.2	114.8	108.0	115.0	115.0	115.0
存货周转天数	113.8	107.8	95.2	98.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	83.5	70.8	68.5	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	199.5	154.6	124.9	72.9	55.4	39.4
偿债能力						
净负债/股东权益	6.37%	8.51%	6.10%	0.90%	-1.97%	-2.98%
EBIT 利息保障倍数	11.6	28.4	44.2	79.7	96.1	120.9
资产负债率	37.09%	40.29%	42.29%	46.61%	43.60%	44.52%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	10	13	26
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.09**	**1.07**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究