



电子行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

电子组

分析师：樊志远（执业 S1130518070003） 分析师：邓小路（执业 S1130520080003）

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

dengxiaolu@gjzq.com.cn

当前 PCB 观点：投资锚点是业绩印证和技术迭代，而非格局和估值

投资逻辑

竞争格局恶化？“恶化预期”≠“真实恶化”，重点仍是需求趋势。以 2018~2020 年的“5G 行情”为例，2018 年 PCB 板块中涨跌幅超过 30% 的仅有沪电股份，进入 2019 年以后核心供应商产能吃紧，开始预期需求外溢逻辑，引发板块性扩散行情，2019 年当年 PCB 板块 79% 的公司股价涨跌幅超过 30%。这一股价走势体现了当年市场同样接收到“越来越多参与者”的信号预期，也出现过对行业格局恶化的担忧，但我们从后验的角度来看，2019 年当年基本面增速大于 30% 的厂商数量并没有增加，甚至即使到了 2020 年行业需求下滑之时，沪电股份和深南电路两大核心厂商的盈利能力都未出现显著的下滑，这说明虽然市场在 2019 年就已经预期越来越多的厂商可能会进入产业链，但真正的恶化比市场预期的晚得多。

估值太高？估值没有绝对的高低，重点还是边际趋势。AI PCB 核心标的 PB 在 8 倍以上、PE 在 30 倍以上，“5G 行情”当时核心标的 PB 区间平均值在 6 倍以上、区间最大值也有达到 18 倍的水平，PE 区间平均值在 24 倍以上、区间最大值也有达到 65 倍。本轮 AI PCB 核心标的 PEG 水平低于 5G PCB 核心标的的 PEG 水平，这意味着当前 PE 是否合理的判断是需要结合行业边际增长趋势的；同时我们认为估值高低需要结合 ROE 水平，从 AI PCB 核心标的 23Q1~25Q2 的 ROE 情况可以看出行业的盈利水平在快速拔升，并且对比 5G PCB 核心标的在 18Q3~20Q2 期间的 ROE 水平，可以看出本轮 PCB 行业的 ROE 高点已超过 5G 轮的高点，因此我们认为当前板块估值并未高估，重点还是要看边际变化趋势。

投资决策锚点 1——业绩印证：强叙事产品周期结束于基本面明牌下滑，未来 1 个季度保持高增已基本确认。我们认为大趋势下的主线板块在主流标的业绩明牌下滑之前，行情不会轻易结束，同样以“5G 行情”为例，从 18Q3 启动到 20Q2 结束，核心标的行情真正结束的关键时间点是在 20Q3，原因在于 2020 年 7 月深南电路发布 2020 年上半年业绩预告时沪电股份却未发布预告，市场预期龙头厂商基本面增长已经失速、预示行业需求下滑，结果也同样印证这一猜测，沪电股份 2020 年第二季度归母净利润同比增速仅 17%，自此开启整个行业业绩走低趋势，产品周期确认结束。对应当前，一方面从行业跟踪的角度我们认为 AI PCB 核心标的盈利能力环比仍然是提升的，另一方面从台系相关的核心标的金像电和台光的 7、8 月营收同环比增长可以看到行业增速仍然维持在高位，因此我们认为从业绩变化的角度来看，业绩仍然能够印证行业发展趋势，那么产品周期的投资行情就没有结束。

投资决策锚点 2——技术迭代：AI 轮技术迭代已发生 2 次，未来仍有看点支撑中长期逻辑。未来赔率取决于估值的安全边际，而决定当前估值空间的核心是技术迭代趋势，如果技术迭代能够使得价值量上一个台阶，那么量价增速就存在长期支撑、就可以排除短期的扰动因素。对比上一轮 5G 和本轮 AI，我们发现 5G 当时技术只迭代了一次，即从 4G 的 RRU 变为 5G 的 AAU 架构，而本轮 AI PCB 的技术迭代目前为止已经发生了 2 次，即引入 GPU 高速通信层、8 卡架构变为 Rack 架构；并且目之所及的 AI PCB 还存在两大技术迭代趋势，即引入正交背板（铜缆价值向 PCB 转移）、采用 CoWoP 封装技术（载板价值向 PCB 转移），在这样的技术迭代叙事逻辑支撑下，我们认为 AI PCB 需求趋势仍能够持续。

投资建议与估值

AI PCB 板块虽然有格局恶化和估值较高的分歧，但我们认为这两点不构成投资决策的核心判断，我们认为应当重点把握需求的边际变化趋势，根据跟踪和产业链研究，无论是从中短期的业绩边际变化还是未来技术迭代方向来判断，我们对 AI PCB 的需求趋势仍然保持相对乐观的预期。另外在关注 AI PCB 的同时，我们还提请关注覆铜板涨价逻辑叙事下的投资机会。建议关注：沪电股份、生益科技、建滔积层板等。

风险提示

DeepSeek 等模型创新带来的变化；AI 技术发展不及预期；竞争加剧。



内容目录

一、PCB 板块行情亮眼，投资锚点是需求边际趋势而非格局和估值.....	4
1.1、竞争格局恶化？“恶化预期”≠“真实恶化”，重点仍是需求趋势.....	5
1.2、估值太高？估值没有绝对的高低，重点还是边际趋势.....	7
二、业绩印证和技术迭代决定需求边际趋势，中长期两大锚点均有支撑.....	8
2.1、强叙事产品周期结束于基本面明牌下滑，未来 1 个季度保持高增已基本确认.....	8
2.2、AI 轮技术迭代已发生 2 次，未来仍有看点支撑中长期逻辑.....	9
三、不要轻视行业整体需求修复，涨价函频发或引发 CCL 涨价周期.....	11
四、投资建议及风险提示.....	14
4.1、投资建议.....	14
4.2、风险提示.....	14

图表目录

图表 1： 2023 年至今电路板指数收盘价（元）.....	4
图表 2： 2025 年 PCB 板块年初至今涨跌幅（前十）.....	4
图表 3： 2025 年 CCL 板块年初至今涨跌幅.....	4
图表 4： 2025 年玻纤布板块年初至今涨跌幅（前十）.....	4
图表 5： 2025 年铜箔板块年初至今涨跌幅.....	4
图表 6： 2025 年树脂板块年初至今涨跌幅（前十）.....	4
图表 7： 股价涨跌幅≥30%的 PCB 公司数量比例.....	5
图表 8： 营收 YoY≥30%的 PCB 公司数量比例.....	6
图表 9： 归母净利 YoY≥30%的 PCB 公司数量比例.....	6
图表 10： 2018~2020 年 5G 核心标的基本面增速.....	6
图表 11： 2018~2020 年 5G 核心标的盈利能力指标变化.....	6
图表 12： 电路板指数动态 PE Band（PE TTM）.....	7
图表 13： AI PCB 标的估值（截至 2025 年 9 月 8 日）.....	7
图表 14： 5G PCB 标的估值（2018 年 7 月~2020 年 7 月）.....	7
图表 15： AI PCB 核心标的 ROE.....	7
图表 16： 5G PCB 核心标的 ROE.....	7
图表 17： 5G 行情中核心标的股价和基本面数据的对应关系.....	8
图表 18： 台光月度营收及增速.....	9
图表 19： 金像电月度营收及增速.....	9



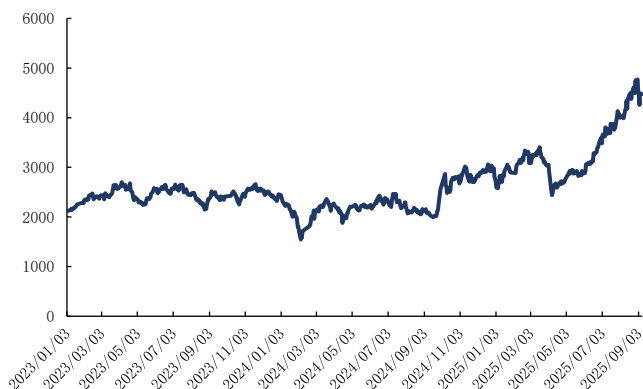
图表 20: 5G 技术迭代逻辑是引入 Massive MIMO.....	9
图表 21: AI PCB 第一次技术迭代逻辑是引入 GPU 层.....	9
图表 22: AI PCB 第二次技术迭代逻辑是 8 卡变为 Rack 架构——改变了 GPU 和 CPU 之间互联的方式.....	10
图表 23: 英伟达目前在 GB200 方案中采用铜缆.....	11
图表 24: 通信领域以往有采用正交背板的经验.....	11
图表 25: CoWoS 和 CoWoP 的对比示意图.....	11
图表 26: A 股主要 PCB 2025 年第一季度和第二季度业绩同比增速.....	12
图表 27: A 股 PCB 公司在 25Q1 和 25Q2 营收同比增速超过 0%/10%/30%/50%的数量占比.....	13
图表 28: A 股 PCB 在 25Q1 和 25Q2 归母净利润同比增速超过 0%/10%/30%/50%的数量占比.....	13
图表 29: 今年上半年覆铜板上游玻纤布涨价函.....	13
图表 30: 今年上半年覆铜板涨价函.....	13
图表 31: LME 铜价年线走势.....	13



一、PCB 板块行情亮眼，投资锚点是需求边际趋势而非格局和估值

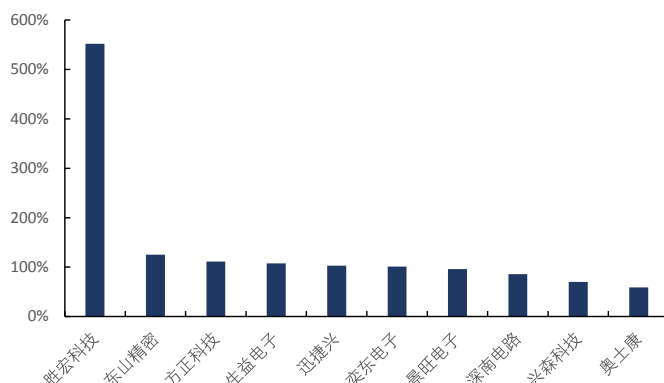
PCB 作为 AI 硬件的核心板块，自 2023 年开始就备受关注，投资行情持续两年多时间，到今年板块行情仍然十分亮眼，不仅 PCB 环节核心标的涨幅喜人，上游 CCL、玻纤布、铜箔、树脂等材料都争相表现，可见 PCB 整个产业链的火爆程度。

图表1：2023 年至今电路板指数收盘价（元）¹



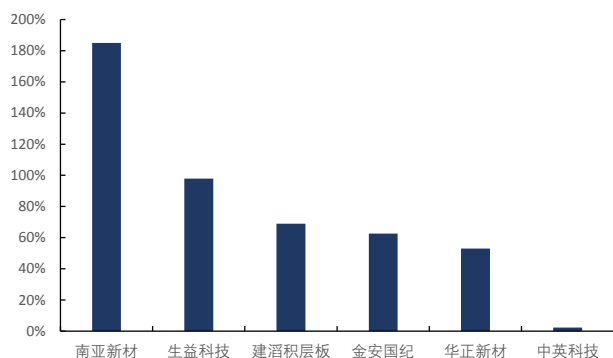
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：2025 年 PCB 板块年初至今涨跌幅（前十）



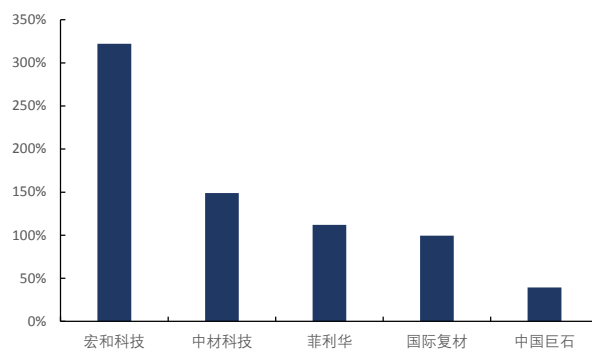
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：2025 年 CCL 板块年初至今涨跌幅



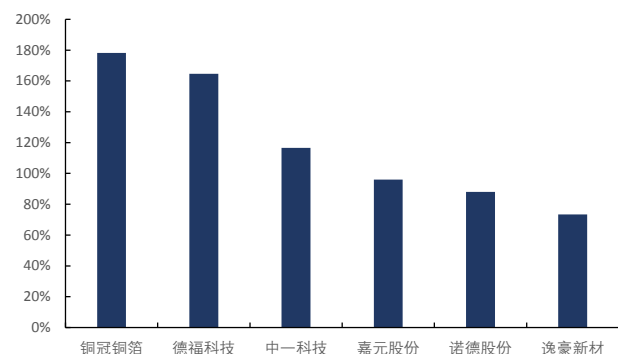
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：2025 年玻纤布板块年初至今涨跌幅（前十）



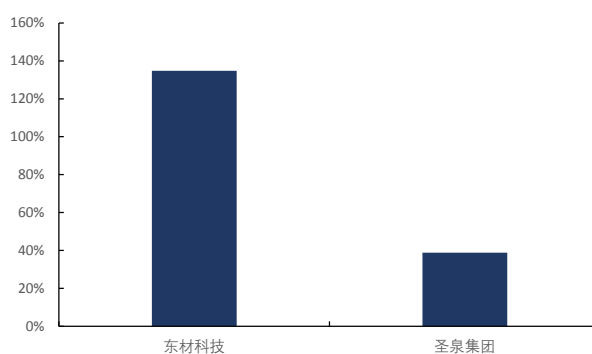
来源：Wind，国金证券研究所

图表5：2025 年铜箔板块年初至今涨跌幅



来源：Wind，国金证券研究所

图表6：2025 年树脂板块年初至今涨跌幅（前十）



来源：Wind，国金证券研究所

¹ 本文提及的“至今”的行情数据均是截至 2025 年 9 月 8 日。



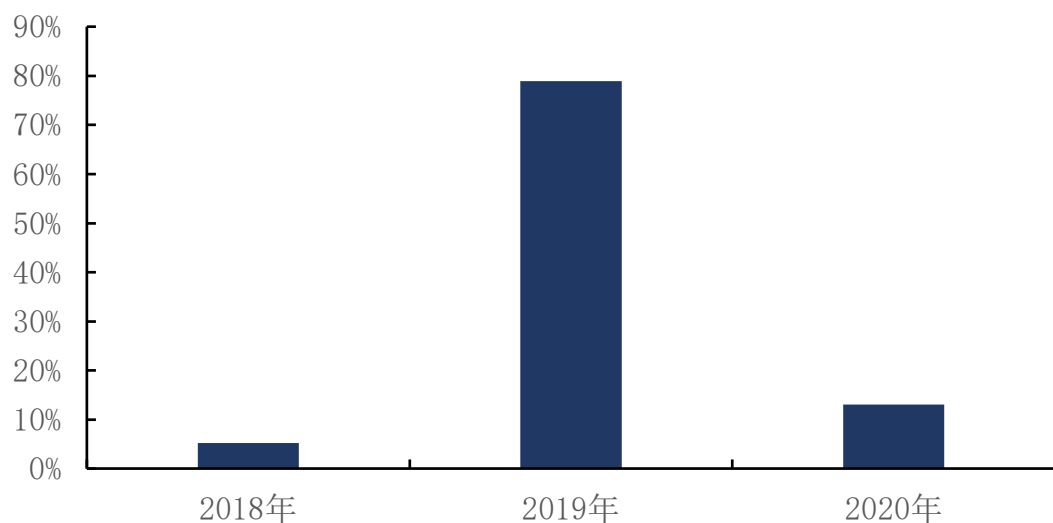
行情走到这一程度，市场分歧也在逐渐加大，我们总结来看，市场对 AI 相关需求的质疑较小，更多的分歧集中在两点：1) 竞争恶化；2) 估值太高。

1.1、竞争格局恶化？“恶化预期”≠“真实恶化”，重点仍是需求趋势

PCB 是一个典型的制造业，格局恶化是大部分制造业难逃的命运，但我们认为当前 PCB 行业恶化的进度没有市场想象的那么快，恶化之后对基本面的影响也没有想象得那么糟糕，我们的判断依据是：

- 1) 复盘 5G 可知“恶化预期”≠“真实恶化”。今年以来，市场上频传新的 PCB 供应商进入 AI 产业链，不由引发市场对竞争格局的担心，对此，我们认为“送样验证”和“进入产业链”存在本质的区别，中间或存在较长时间差。以 2018~2020 年的“5G 行情”为例，“5G 行情”真正启动在 2018 年 6 月，当时市场筛选出沪电股份和深南电路为该行情的核心标的，因此 2018 年 PCB 板块中涨跌幅超过 30% 的仅有沪电股份（深南电路因于 2017 年 12 月上市，次新股股价提前反应，年初股价较高导致 2018 年全年收益率为负）。进入 2019 年以后，随着沪电股份和深南电路的业绩印证行业发展趋势，市场逐渐意识到 5G 成为主流行情，并且从跟踪的角度发现核心供应商产能吃紧，开始预期需求外溢逻辑，引发板块性扩散行情，从 2019 年当年 PCB 板块股价涨跌幅超过 30% 的数量就可见一斑。这样的股价走势体现了当年市场同样接收到“越来越多参与者”的信号，当时也出现过对行业格局恶化的担忧，但我们从后验的角度来看，2019 年当年实际基本面增速发生本质变化的厂商数量并没有增加（我们以营收和归母净利增速 $\geq 30\%$ 为例），甚至即使到了 2020 年行业需求下滑之时，沪电股份和深南电路两大核心厂商的盈利能力（以毛利率、净利率、ROE 为例）都未出现显著的下滑，这说明虽然市场在 2019 年就已经预期越来越多的厂商可能会进入产业链，但实际发生存在较长的时间差，真正的恶化或许比市场预期的晚得多。

图表7：股价涨跌幅 $\geq 30\%$ 的 PCB 公司数量比例

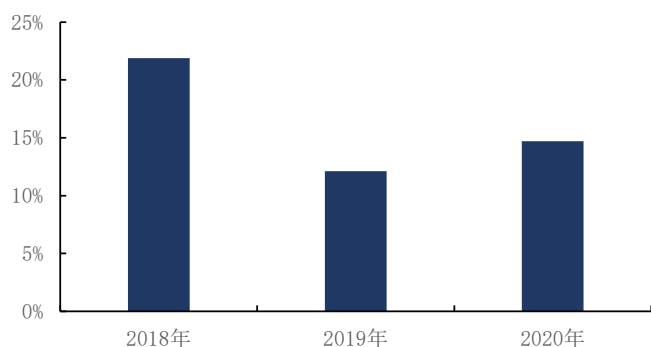


	2018 年	2019 年	2020 年
样本总数	19	19	23
公司数-年涨跌幅 $\geq 30\%$	1	15	3
占比-年涨跌幅 $\geq 30\%$	5%	79%	13%

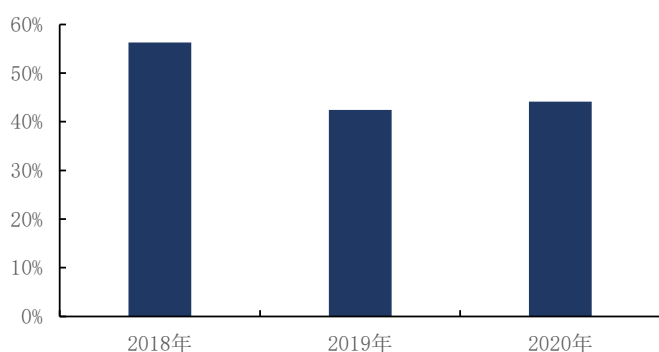
来源：Wind，国金证券研究所



图表8: 营收 YoY $\geq 30\%$ 的 PCB 公司数量比例



图表9: 归母净利 YoY $\geq 30\%$ 的 PCB 公司数量比例



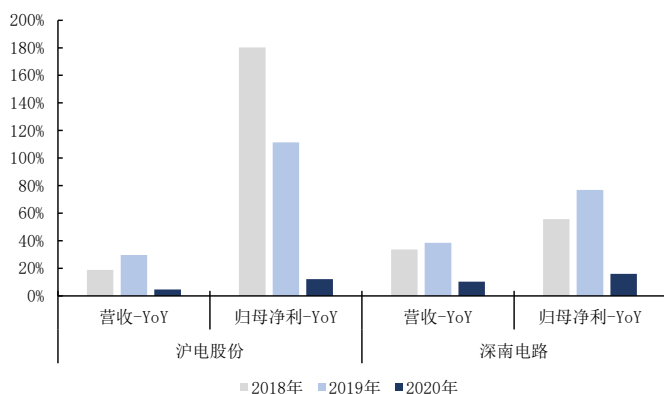
	2018 年	2019 年	2020 年
样本总数	32	33	34
公司数-营收 YoY $\geq 30\%$	7	4	5
占比-营收 YoY $\geq 30\%$	22%	12%	15%

来源: Wind, 国金证券研究所

	2018 年	2019 年	2020 年
样本总数	32	33	34
公司数-归母净利 YoY $\geq 30\%$	18	14	15
占比-归母净利 YoY $\geq 30\%$	56%	42%	44%

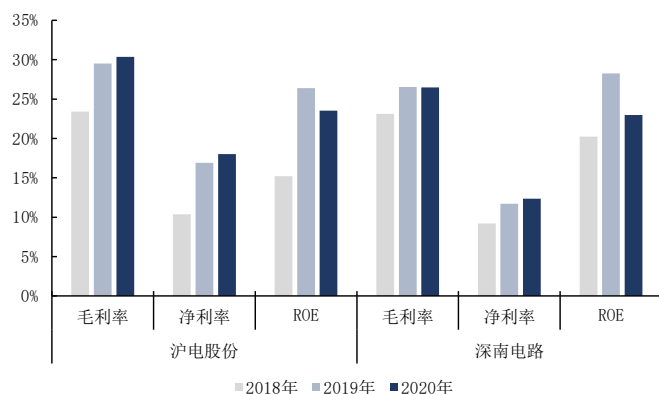
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 2018~2020 年 5G 核心标的基本面增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 2018~2020 年 5G 核心标的盈利能力指标变化



来源: Wind, 国金证券研究所

- 2) PCB 行业格局恶化的程度可控, 原因在于定制化属性。PCB 行业不同于一些周期性很强的行业, 一旦竞争恶化就会导致价格急剧下滑, 从上文沪电股份和深南电路 2020 年的盈利能力表现就可得出此判断; 导致这一现象的原因在于 PCB 这个行业的定制化属性极强, 体现在只有通过客户验证的产能才能形成有效产能 (也就是说 PCB 厂商自己规划的产能不一定能参与竞争), 而客户基于自身对品控的管理不会储备过多的供应商 (过多反而降低品控质量), 从而就把竞争恶化的程度控制在一定范围内, 最终结果就会表现为虽然格局有所恶化但对供应商的盈利不会产生断崖式地负面影响。

综上, 我们认为虽然出现了格局恶化的预期, 但恶化并未发生且可能会较慢的发生, 并且 PCB 行业整体格局恶化的程度可控, 基本面不会断崖式下滑, 因此格局恶化这一点我们认为不是判断行业投资趋势的关键。我们认为判断行业投资趋势的关键在于需求的变化趋势, 同样以当年的“5G 行情”为例, 我们观察到核心标的的股价在 2020 年 7 月见顶, 主要事件为沪电股份未发布 2020 年上半年业绩预告, 市场意识到行业需求下滑已经在基本面印证、行情由此结束, 而值得注意的是 2020 年半年报的结果中虽然沪电股份业绩增速不及预期但是毛利率水平达到历史新高、净利率和 ROE 水平也是环比大幅提升, 结合当时跟踪 5G 设备厂商客户 5 月招标情况, 可说明当时格局还未发生恶化。因此我们认为判断行业投资趋势的核心在于对需求趋势的把握, 竞争格局的变化不是核心锚点。

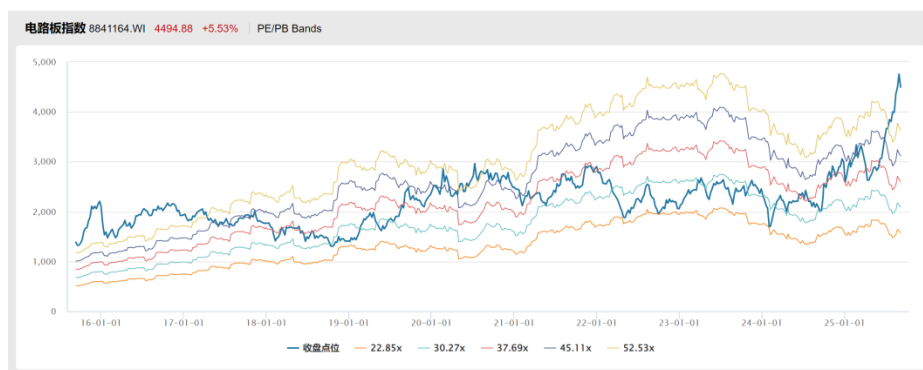


1.2、估值太高？估值没有绝对的高低，重点还是边际趋势

从电路板指数的 PE Band 可以看到，整个 PCB 板块估值持续拔升、达到相对高位的位置，核心标的 PB 在 8 倍以上、PE 在 30 倍以上。我们认为估值是无法确认超过什么值一定是高估、低于什么值一定是低估，以“5G 行情”为例，当时核心标的 PB 区间平均值在 6 倍以上、区间最大值也有达到 18 倍的水平，PE 区间平均值在 24 倍以上、区间最大值也有达到 65 倍。

对比 PEG 来看，本轮 AI PCB 核心标的 PEG 水平低于 5G PCB 核心标的的 PEG 水平，这意味着当前 PE 是否合理的判断是需要结合行业边际增长趋势的；同时我们认为估值高低的判断需要结合 ROE 水平，从 AI PCB 核心标的 23Q1~25Q2 的 ROE 情况可以看出行业的盈利水平在快速拔升，并且对比 5G PCB 核心标的在 18Q3~20Q2 期间的 ROE 水平，可以看出本轮 PCB 行业的 ROE 高点已超过 5G 轮的高点（胜宏科技 ROE 高至 12%，5G 轮最高 ROE 水平为深南电路在 19Q3 实现的 9%），如若后续边际趋势继续利好，那么当前估值就是合理的。

图表12：电路板指数动态 PE Band (PE TTM)



来源：Wind，国金证券研究所

图表13：AI PCB 标的估值（截至 2025 年 9 月 8 日）

	PB	PE (2025E)	PEG (2025E)
胜宏科技	22	46	0.30
生益电子	14	63	0.51
沪电股份	9	31	0.82
深南电路	8	43	1.16

来源：Wind，国金证券研究所

注：PB 和 PE 均来自 Wind 直接计算的结果，取数规则是 1) PB，取当前市值和最新报告期净资产；2) PE，取当前市值和 Wind 一致预期的 2025 年业绩预期；3) PEG，取前述 PE (2025E) 和 Wind 一致预期所示 2025 年预期增速。

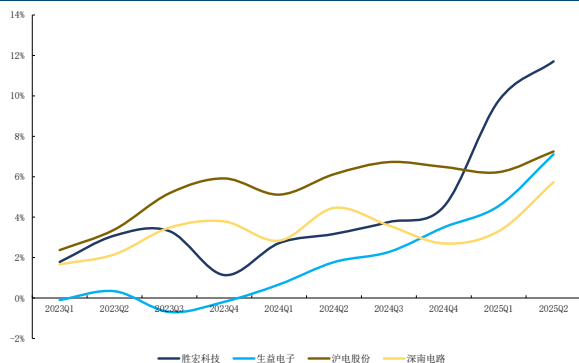
图表14：5G PCB 标的估值（2018 年 7 月~2020 年 7 月）

		PB	PE (对应当年)	PEG (对应当年)
平均值	沪电股份	6	24	0.9
	深南电路	10	36	1.2
最大值	沪电股份	11	42	3.5
	深南电路	18	65	4.0

来源：Wind，国金证券研究所

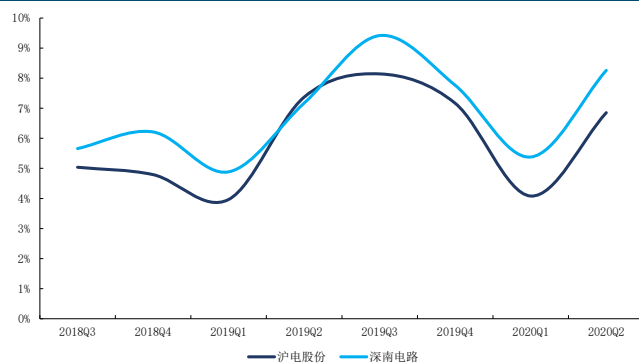
注：PB 和 PE 均来自 Wind 直接计算的结果，取数规则是 1) PB，取 18Q3~20Q2 每日市值和当时可取的最近报告期净资产，取平均值和最大值；2) PE，取 18Q3~20Q2 每日市值和当年年报净利润，取平均值和最大值；3) PEG，取前述 PE (对应当年) 和当年年报对应的盈利增速。

图表15：AI PCB 核心标的 ROE



来源：Wind，国金证券研究所

图表16：5G PCB 核心标的 ROE



来源：Wind，国金证券研究所



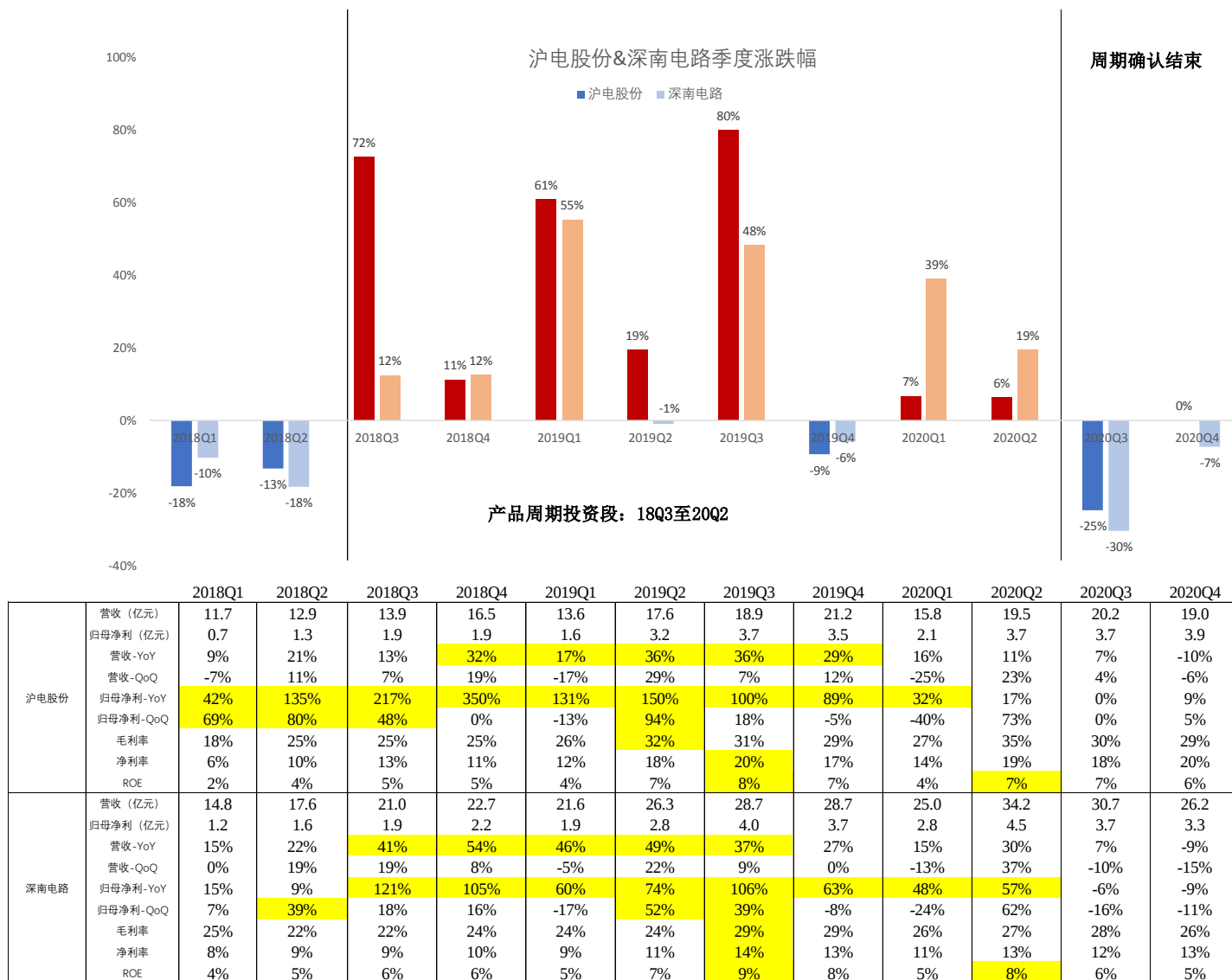
二、业绩印证和技术迭代决定需求边际趋势，中长期两大锚点均有支撑

既然格局判断和估值水平不是投资决策的依据，那么什么才是呢？我们认为需求边际变化趋势是产品周期的判断依据，但需求的边际变化波动较大，短期存在较多的扰动因素干扰判断，那么我们就需要将判断锚点拉得更长远，我们认为从中长期的角度来判断需求是否还能够持续向好发展，需抓住两大锚点：业绩印证和技术迭代。

2.1、强叙事产品周期结束于基本面明牌下滑，未来1个季度保持高增已基本确认

AI 板块从 2023 年开始到现在已经走过 2 年多年头，这一产品周期已经成为强叙事逻辑下的投资主线，我们认为这样的板块，无论预期发生利好还是利空，在主流标的业绩明牌下滑之前，行情是不会轻易结束的。以史为鉴，同样以“5G 行情”为例，从 18Q3 启动到 20Q2 结束，核心标的在行情区间内，因预期的变化股价也存在一定的波动（如 19Q2 和 19Q3），但真正结束的关键时间点是在 20Q3，原因在于 2020 年 7 月深南电路发布了 2020 年上半年业绩预告时沪电股份却未发布预告（2018 年和 2019 年连续连年发布预告），市场预期龙头厂商基本面增长已经失速、预示行业需求下滑，结果也同样印证这一猜测，沪电股份 2020 年第二季度归母净利润同比增速仅 17%，自此也开启整个行业业绩走低趋势，产品周期确认结束。

图表17：5G 行情中核心标的股价和基本面数据的对应关系

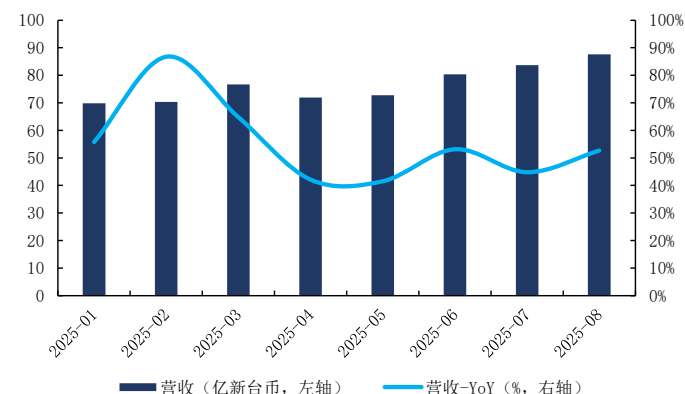


来源：Wind，国金证券研究所



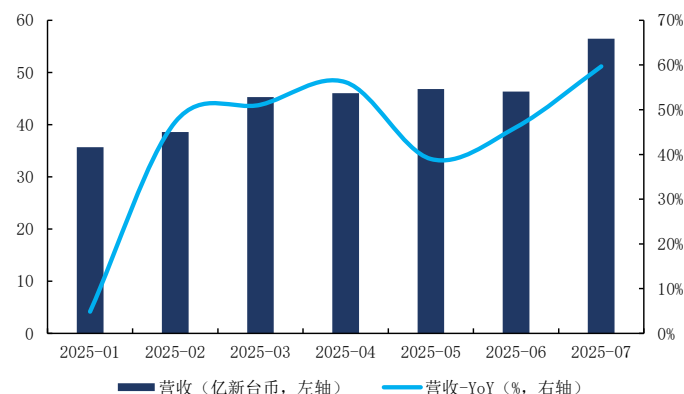
基于这样的判断,我们认为从中短期的角度如果能够判断核心主流标的在未来至少1个季度能够保持高增长、盈利能力还能持续提升,那么我们认为主流叙事逻辑就还未结束。我们认为短期业绩大概率是维持高增长的,一方面从行业跟踪的角度我们认为AI PCB核心标的盈利能力环比仍然是提升的,另一方面从台系AI PCB相关的核心标的金像电和台光的7、8月营收同环比增长可以看到行业增速仍然维持在高位,因此我们认为从业绩预期的角度来看,业绩仍然能够印证行业发展趋势,那么产品周期的投资行情就没有结束。

图表18: 台光月度营收及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 金像电月度营收及增速



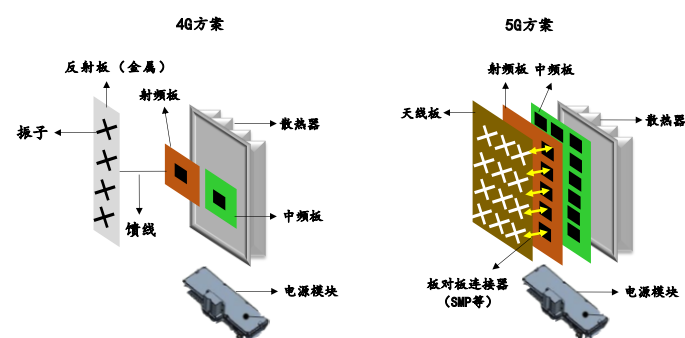
来源: 国金证券研究所

2.2、AI 轮技术迭代已发生2次, 未来仍有看点支撑中长期逻辑

既然我们判断投资行情没有结束,那么我们如何判断行情是否还会继续创造可观赔率?我们认为赔率取决于估值的安全边际,而决定当前估值空间的核心基本面点在于技术迭代趋势,逻辑在于估值水平高低要取决于行业和核心标的未来还能达到的基本面增速,而基本面增速的量价假设存在较多扰动因素,从长期角度看如果技术迭代能够使得价值量上一个台阶,那么量价就存在长期支撑、就可以排除短期的扰动因素。

我们对比了上一轮5G和本轮AI的技术迭代情况,我们发现5G当时的技术迭代实际上只迭代了一次,即从4G的RRU架构变为5G的AAU架构、引入Massive MIMO产品形态,使得高频高速PCB的面积随着天线数量的提升而增大;而本轮AI PCB的技术迭代目前为止已经发生了2次,即第一次引入GPU高速通信层、第二次8卡架构变为Rack架构,从而本轮AI PCB目前为止行情持续时间长于5G轮。

图表20: 5G 技术迭代逻辑是引入 Massive MIMO



来源: 国金证券研究所

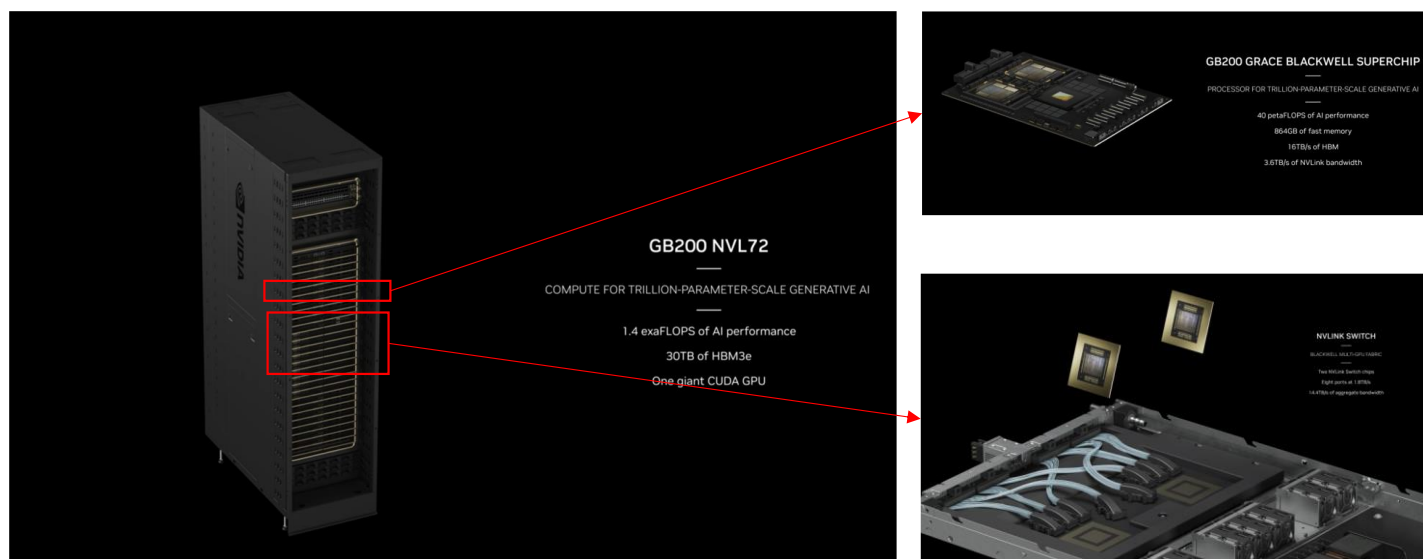
图表21: AI PCB 第一次技术迭代逻辑是引入 GPU 层



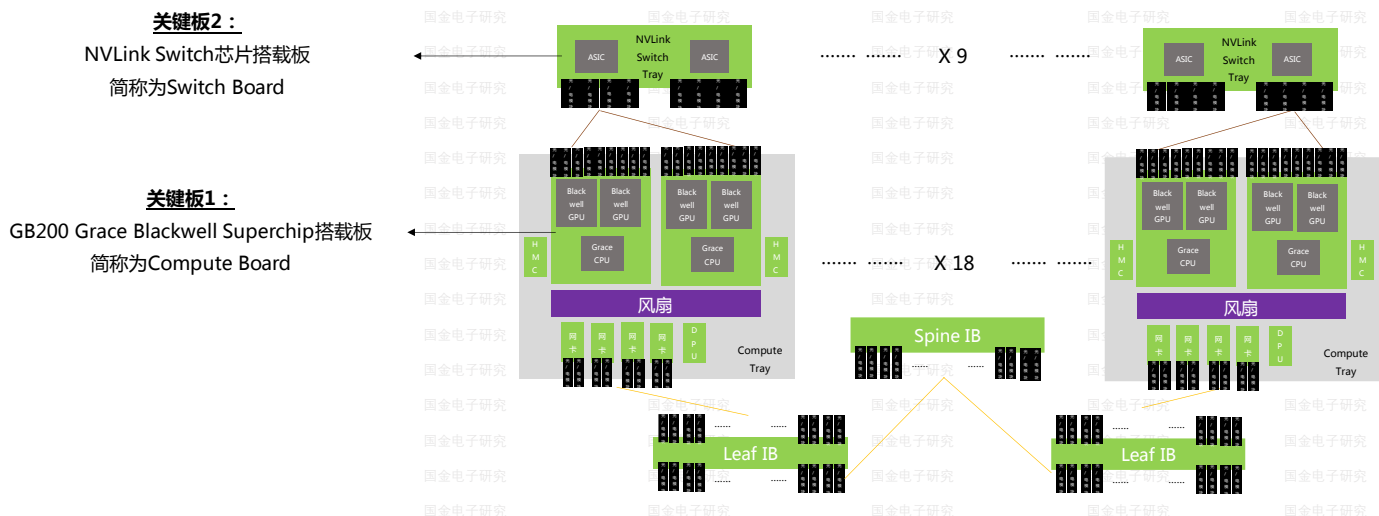
来源: 华为, GDEP Advance, 国金证券研究所



图表22: AI PCB 第二次技术迭代逻辑是 8 卡变为 Rack 架构——改变了 GPU 和 CPU 之间互联的方式



核心拆解示意



来源：英伟达官网，国金证券研究所

那么 AI PCB 后续行情还要持续就需要看到未来更多的技术迭代，我们认为目之所及的 AI PCB 还存在两大技术迭代趋势：

- 1) PCB 正交背板。当前英伟达 Rack 架构下，Compute Tray 和 NVLink Switch Tray 之间的互联是通过铜缆完成的，但目前铜缆存在散热不畅、组装难度极大的问题，行业中也正在研发新的方案以期达到更好的量产效果。我们观察到以往通信领域所用的 PCB 正交背板或是解决这一问题的重要方向之一，一旦采用这一方案，PCB 价值量有望迎来进一步升级，这一技术迭代就能够成为 PCB 行业中长期成长的支撑。

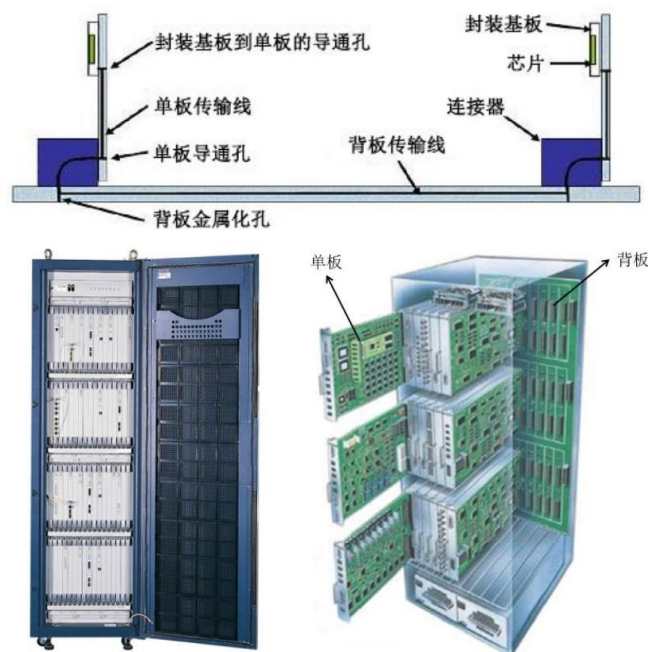


图表23: 英伟达目前在 GB200 方案中采用铜缆



来源: CSDN, 国金证券研究所

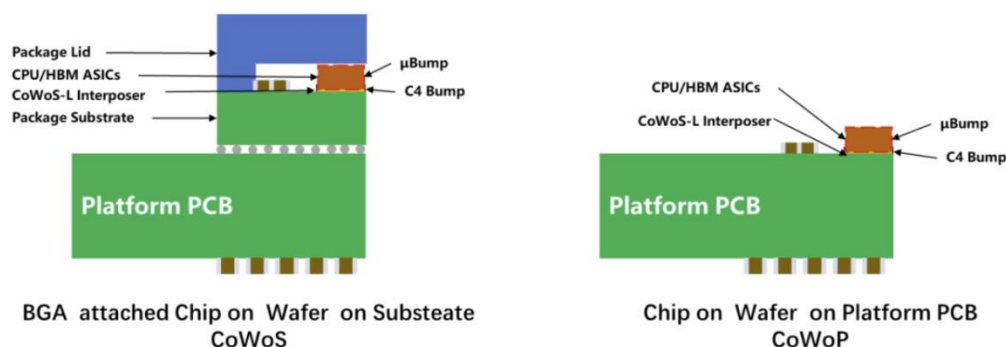
图表24: 通信领域以往有采用正交背板的经验



来源: 深南电路招股说明书, 国金证券研究所

- 2) CoWoP 将载板价值量向 PCB 转移。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, 成为 PCB 技术迭代的远期支撑。

图表25: CoWoS 和 CoWoP 的对比示意图



来源: 芯语, 国金证券研究所

综上我们认为, 需求趋势判断是产品周期投资决策点, 而判断需求趋势的锚点在于业绩印证和技术迭代, 根据我们的研究和跟踪, 我们认为中短期业绩印证有支撑、技术迭代中长期方向 PCB 仍然是价值增量的方向, 基于此我们仍然看好 PCB 板块的投资机会。

三、不要轻视行业整体需求修复, 涨价函频发或引发 CCL 涨价周期

除了 AI 之外, 我们认为行业整体需求修复趋势更是不能够忽略的。从 2025 年上半年行业的营收和归母净利润的同比增速就能够看到行业整体需求均有改善, 25Q1 行业算术平均营收同比增长 24%、归母净利润同比增长 43%, 25Q2 行业算术平均营收同比增长 28%、归



母净利润同比增长 264%，并且我们统计了营收和归母净利润增速超过 30% 的公司数量占比，25Q1 分别达到 23% 和 43%、25Q2 分别达到 40% 和 40%，这说明需求整体有修复。

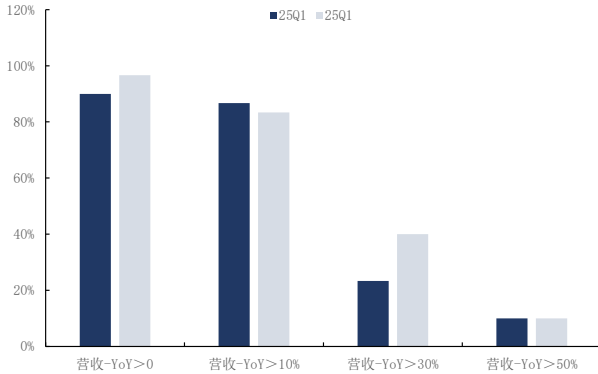
图表26：A 股主要 PCB 2025 年第一季度和第二季度业绩同比增速

	25Q1 营收-YoY	25Q1 归母净利-YoY	25Q2 营收-YoY	25Q2 归母净利-YoY
算数平均	24%	43%	28%	264%
生益电子	79%	657%	101%	374%
胜宏科技	80%	339%	92%	390%
沪电股份	56%	48%	57%	47%
广合科技	42%	66%	42%	44%
本川智能	39%	44%	35%	32%
ST 方科	24%	2%	47%	29%
四会富仕	26%	-38%	37%	8%
满坤科技	43%	314%	23%	9%
中富电路	27%	-12%	28%	-52%
迅捷兴	21%	-285%	33%	-60%
天津普林	21%	-95%	34%	-42%
深南电路	21%	29%	30%	43%
鹏鼎控股	21%	-2%	29%	160%
中京电子	12%	114%	30%	147%
景旺电子	22%	2%	20%	-4%
崇达技术	16%	-3%	25%	-10%
奥士康	19%	1%	20%	-25%
兴森科技	14%	-62%	24%	466%
依顿电子	16%	11%	16%	-7%
科翔股份	37%	52%	2%	2%
弘信电子	-5%	-76%	39%	124%
广东骏亚	22%	195%	7%	6262%
超声电子	16%	142%	11%	27%
明阳电路	12%	37%	14%	31%
博敏电子	14%	5%	11%	-64%
协和电子	7%	-10%	16%	-7%
世运电路	11%	66%	5%	5%
四创电子	-14%	-179%	27%	29%
金百泽	0%	-142%	6%	-43%
东山精密	11%	58%	-6%	11%

来源：Wind，国金证券研究所

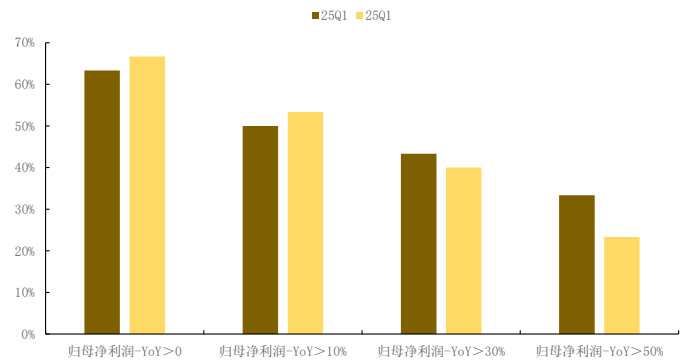


图表27: A股PCB公司在25Q1和25Q2营收同比增速超过0%/10%/30%/50%的数量占比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: A股PCB在25Q1和25Q2归母净利润同比增速超过0%/10%/30%/50%的数量占比



来源: Wind, 国金证券研究所

在这样的景气度支撑下,覆铜板行业已经进入了涨价的节奏,无论是上游原材料还是覆铜板本身,在上半年涨过一次价格之后在下半年又迎来频发涨价函的情况,考虑到上游铜价自2025年年初以来也迎来了较大幅度的上涨,在覆铜板的需求支撑下,我们认为覆铜板自今年起有望开启涨价周期。

图表29: 今年上半年覆铜板上游玻纤布涨价函



来源: 重庆市电子电路制造行业协会公众号, 国金证券研究所

图表30: 今年上半年覆铜板涨价函



来源: 重庆市电子电路制造行业协会公众号, 国金证券研究所

图表31: LME铜价年线走势(截至2025年9月8日)





四、投资建议及风险提示

4.1、投资建议

综合来看，AI PCB 板块虽然有格局恶化和估值较高的分歧，但我们认为这两点不构成投资决策的核心判断，我们认为应当重点把握需求的边际变化趋势，根据跟踪和产业链研究，无论是从中短期的业绩边际变化还是未来技术迭代方向来判断，我们对 AI PCB 的需求趋势仍然保持相对乐观的预期。另外在关注 AI PCB 的同时，我们还提请关注覆铜板涨价逻辑叙事下的投资机会。建议关注：沪电股份、生益科技、建滔积层板等。

4.2、风险提示

4.2.1、DeepSeek 等模型创新带来的变化

幻方量化旗下人工智能公司深度求索(DeepSeek)于 2025 年 1 月 20 日发布 DeepSeek-R1，性能对标 OpenAI o1 正式版，引发全球对关于 AI 行业资本开支的可持续性问题的讨论。由于 DeepSeek 等创新模型的全部训练和推理成本并未公布，市场难以从量化测算的角度说明新的创新模型是否对资本开支产生本质的影响，并且在 Jevons 悖论的理论支撑下，成本效率的提升有望加速新技术的传播从而带来市场扩容，当前并未确认大模型创新优化对 AI 资本开支的影响。如若后续产业的发展明确了大模型创新优化能够节省 AI 资本开支、导致相应的硬件需求下降，AI 产品所面临的需求则存在不及预期的风险。

4.2.2、AI 技术发展不及预期

根据前述逻辑，技术迭代是长期看好 AI PCB 的关键，如若技术迭代进度和程度低于预期，则会导致行业成长增量不及预期。

4.2.3、竞争加剧

高端 PCB/CCL 快速发展已经成为 PCB/CCL 行业各大厂商均观察到的趋势，不少厂商开始向高端 PCB/CCL 等特殊基材领域延伸布局，包括产能扩充、客户拓展等，如若未来高端产品竞争加剧导致产品价格下滑，则会使得市场整体规模不及预期。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国门内大街 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