

2026 年 06 月 28 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

三孚新科（688359）

AI 算力拉动 PCB 设备+材料放量，复合集流体卡位产业化

报告摘要

◆ 一季度经营边际改善，多赛道共振迎来业绩拐点

公司是表面工程专用化学品及专用设备提供商，主营电子化学品、通用电镀化学品及表面工程专用设备三大类，是国内少数可同时为 PCB、新能源等领域客户提供专用化学品及专用设备整体解决方案的表面工程技术服务提供商，行业地位领先。2025 年公司实现营业收入 4.58 亿元（同比-26.30%），归母净利润为-0.48 亿元，亏损幅度扩大，主要受设备产品下游应用产业化进展推迟、铜箔行业周期性调整、经营策略调整导致设备板块收入大幅下降，以及对存在减值迹象的相关资产计提资产减值准备等影响。2026 年一季度公司实现营业收入 1.58 亿元（同比+25.74%），归母净利润 557 万元，同比增长 3.01%，经营情况边际改善。展望未来，随着公司高端 PCB 电子化学品与高端电镀设备订单逐步放量、复合集流体等新型电池关键材料产业化加速落地，公司有望从“研发投入期”逐步迈向“订单兑现期”，盈利能力修复与多赛道共振的成长动能值得期待。

◆ PCB：设备+材料协同卡位，充分受益 AI 算力高端 PCB 放量

公司围绕“设备+工艺+材料”协同创新战略，全面卡位 AI 驱动的高端 PCB 国产替代。电子化学品方面，公司产品已覆盖水平沉铜、垂直沉铜、脉冲镀铜、填孔镀铜、高纵横比直流镀铜、mSAP 工艺、封装基板载板电镀等，截至 2026 年 5 月已在 200 余条量产线中稳定应用，终端覆盖 AI 服务器、电子通信、高端消费电子等领域。其中，多项工艺持续突破：脉冲电镀专用化学品已成功供应下游 PCB 厂商，用于 AI 服务器板生产；填孔电镀工艺在多家客户取得创新应用；水平沉铜等工艺在 HDI 板、高多层板等高阶 PCB 制造领域打破国外技术垄断。设备方面，控股子公司明毅电子自主研发的载板 VCP 电镀设备已在下游 PCB 制造企业成功上线试产，HVLP 铜箔水电镀及后处理设备已实现出货；2025 年下半年起公司高端片式 VCP 电镀设备在手订单逐步增加，当前在手订单主要覆盖 VCP 电镀设备、mSAP 电镀设备、HVLP5 铜箔电镀及后处理设备、复合铜箔水电镀设备等，订单较为充足。

◆ 复合集流体：3D 复合集流体取得突破，绑定头部客户切入产业化元年

在先进材料领域，公司复合集流体业务取得突破进展，新一代产品基材选用阻燃纤维膜、构筑 3D 多孔结构，可显著提升锂电池的能量密度、充电倍率及安全性能；该产品采用公司自研一步法设备及专用化学品生产，已送样多家头部电池厂商并积极推进测试，目前已获得小批量订单。同时，公司已与欧洲半固态电池制造商签订战略合作协议，待客户首条半固态高安全电池产线建成后，双方将签署“5GWh 半固态高安全

投资评级

买入

首次评级

2026 年 06 月 26 日

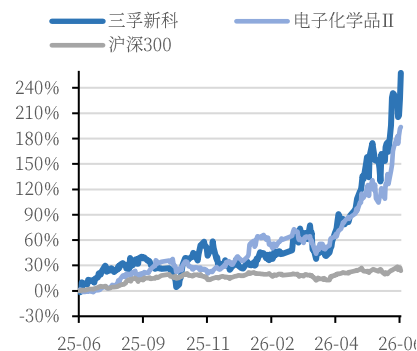
收盘价(元):

188.61

公司基本数据

总股本(百万股)	98.75
总市值(百万)	18,624.51
流通股本(百万股)	98.75
流通市值(百万)	18,624.51
12 月最高/最低价(元)	195.88/50.90
资产负债率(%)	46.95
每股净资产(元)	6.36
市盈率(TTM)	-386.78
市净率(PB)	29.64
净资产收益率(%)	0.89

股价走势图



作者

闫智

分析师

SAC 执业证书: S0640524070001

邮箱: yanz031@avic.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

电池关键材料”供货协议。产业化布局方面，2025 年 5 月公司公告拟投资建设“高安全干电极电池关键材料及高频电子信息复合材料产业化项目”，项目总投资约 6.2 亿元，将进一步夯实公司在复合集流体等新型电池关键材料领域的产能与产业化能力。设备端，公司自主研发的复合铜箔电镀设备具有高精度、高良率、高效率、低成本等优势，“二步法”复合铜箔水电镀设备已完成量产技术突破，并采取协同销售模式为客户提供配套专用化学品。

◆ 投资建议

预计公司 2026-28 年实现营收 6.28 亿元/8.40 亿元/11.19 亿元，归母净利润 0.63 亿元/1.01 亿元/1.48 亿元，当前股价对应市盈率 297.5X/184.2X/125.5X，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

复合集流体产业化进度不及预期，PCB 设备订单及电子化学品放量不及预期，新产品推广不及预期，原材料价格大幅波动风险，技术迭代风险，公司管理层减持引发股价波动风险

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	621.25	457.85	627.78	840.32	1119.45
增长率（%）	24.90	-26.30	37.11	33.86	33.22
归母净利润（百万元）	-12.58	-48.32	62.61	101.09	148.38
增长率（%）	65.80	-284.01	229.59	61.45	46.78
毛利率（%）	38.28	36.22	39.15	39.34	40.15
每股收益	-0.13	-0.49	0.63	1.02	1.50
市盈率 PE	-1480.28	-385.48	297.45	184.23	125.52
市净率 PB	36.63	31.56	28.54	24.71	20.65
净资产收益率 ROE（%）	-2.47	-8.19	9.59	13.41	16.45

资料来源：iFind，中航证券研究所

表1 公司分产品收入预测表

单位：百万元		2024	2025	2026E	2027E	2028E
电子化学品	收入	323.55	309.26	402.03	522.64	679.44
	增速	31.27%	-4.42%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	44.06%	40.62%	43.00%	44.00%	45.00%
通用电镀专用化学品	收入	107.85	100.73	105.76	111.05	116.61
	增速	5.01%	-6.60%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	37.41%	39.02%	40.00%	40.00%	40.00%
设备及设备构件	收入	180.81	35.84	107.53	193.56	309.69
	增速	28.89%	-80.18%	200.00%	80.00%	60.00%
	毛利率	29.07%	-7.01%	25.00%	27.00%	30.00%
其他业务	收入	9.05	11.85	12.45	13.07	13.72
	增速	13.84%	31.04%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	26.00%	31.00%	30.00%	30.00%	30.00%
营业收入	收入	621.25	457.85	627.78	840.32	1,119.45
	增速	24.90%	-26.30%	37.11%	33.86%	33.22%
	毛利率	38.28%	36.22%	39.15%	39.34%	40.15%

资料来源：iFind，中航证券研究所预测

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	43	42	126	168	224	营业收入	621	458	628	840	1119
应收票据及账款	453	386	483	635	836	营业成本	383	292	382	510	670
预付账款	7	2	5	6	8	税金及附加	5	4	6	7	10
其他应收款	20	70	45	60	80	销售费用	51	67	44	50	67
存货	106	156	157	209	275	管理费用	108	75	44	50	56
其他流动资产	24	50	55	58	61	研发费用	73	67	44	50	67
流动资产总计	654	706	870	1136	1485	财务费用	13	11	10	8	4
长期股权投资	8	5	4	3	2	资产减值损失	-2	-18	-2	-3	-3
固定资产	263	257	201	147	95	信用减值损失	-9	-12	-6	-8	-11
在建工程	2	0	7	10	10	其他经营损益	0	-0	-0	-0	-0
无形资产	178	163	129	96	62	投资收益	15	-4	6	6	6
长期待摊费用	1	1	1	0	0	公允价值变动损益	5	10	0	0	0
其他非流动资产	165	209	209	209	209	资产处置收益	-2	-6	0	0	0
非流动资产合计	617	636	551	465	378	其他收益	4	12	7	7	7
资产总计	1271	1342	1421	1601	1863	营业利润	-2	-79	103	166	243
短期借款	251	124	139	96	40	营业外收入	0	1	0	0	0
应付票据及账款	88	100	101	135	178	营业外支出	0	1	1	1	1
其他流动负债	182	271	286	377	495	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	521	494	526	609	712	利润总额	-3	-79	102	165	243
长期借款	35	108	77	48	20	所得税	-7	-19	24	39	57
其他非流动负债	70	37	37	37	37	净利润	4	-61	78	127	186
非流动负债合计	105	145	114	85	57	少数股东损益	17	-12	16	26	38
负债合计	626	639	640	693	769	归属母公司净利润	-13	-48	63	101	148
股本	94	98	98	98	98	EBITDA	55	-26	206	268	343
资本公积	327	453	453	453	453	NOPLAT	11	-63	86	133	189
留存收益	88	39	102	203	351	EPS(元)	-0.13	-0.49	0.63	1.02	1.50
归属母公司权益	508	590	653	754	902						
少数股东权益	137	113	128	154	192						
股东权益合计	646	703	781	908	1094						
负债和股东权益合计	1271	1342	1421	1601	1863						
现金流量表						主要财务比率					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	4	-61	69	117	177	成长能力					
折旧与摊销	45	42	94	95	96	营收增长率	24.9%	-26.3%	37.1%	33.9%	33.2%
财务费用	13	11	10	8	4	营业利润增长率	94.6%	-3101.7%	230.3%	61.4%	46.7%
投资损失	-15	4	-6	-6	-6	EBIT增长率	126.8%	-765.0%	266.1%	54.0%	42.6%
营运资金变动	-140	8	-64	-99	-133	EBITDA增长率	1100.7%	-147.7%	892.1%	29.9%	27.8%
其他经营现金流	27	27	12	12	12	归母净利润增长率	65.8%	-284.0%	229.6%	61.5%	46.8%
经营性现金净流量	-65	31	116	128	150	经营现金流增长率	-185.2%	147.8%	272.4%	10.0%	17.6%
资本支出	52	44	10	10	10	盈利能力					
长期投资	-33	-31	0	0	0	毛利率	38.3%	36.2%	39.2%	39.3%	40.1%
其他投资现金流	54	8	4	4	4	净利率	0.7%	-13.2%	12.5%	15.1%	16.6%
投资性现金净流量	-31	-67	-6	-6	-6	营业利润率	-0.4%	-17.2%	16.3%	19.7%	21.7%
短期借款	52	-127	15	-42	-57	ROE	-2.5%	-8.2%	9.6%	13.4%	16.4%
长期借款	-34	73	-31	-29	-27	ROA	-1.0%	-3.6%	4.4%	6.3%	8.0%
普通股增加	1	5	0	0	0	ROIC	1.2%	-6.8%	9.7%	14.0%	18.9%
资本公积增加	37	125	0	0	0	估值倍数					
其他筹资现金流	31	-42	-10	-8	-4	P/E	-1480.3	-385.5	297.4	184.2	125.5
筹资性现金净流量	85	33	-26	-79	-88	P/S	30.0	40.7	29.7	22.2	16.6
现金流量净额	-10	-2	84	43	56	P/B	36.6	31.6	28.5	24.7	20.6
						股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						EV/EBIT	403.1	-101.2	168.3	109.0	76.3
						EV/EBITDA	75.0	-262.7	91.6	70.4	54.9
						EV/NOPLAT	389.9	-109.3	219.5	142.3	99.6

资料来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637