

沪电股份 · 002463.SZ

电子 · 高阶数据中心PCB核心供应商

我们认为沪电股份赚的是技术代际与客户认证壁垒的钱。机会在于AI网络升级带动高层数PCB放量，1.6T批量供货、224G小批量交付、32层以上收入同比增190.8%，泰国已扭亏；风险在于经营现金流/净利润降至0.41、上游材料涨价传导滞后、资本开支周期波动。当前市值反映远期高增长预期，公司处投入验证期，适合能持续跟踪季度订单、毛利率及现金流修复的成长型投资者。仅供参考，不构成投资建议。

报告日期

2026-09-03

前收盘价

¥125.87

总市值

¥2422.2亿

所属行业

电子

— 经营概况

以下分析基于公司公开信息及行业数据整理，判断置信度有限。

核心业务与业绩归因

公司依靠PCB（印制电路板）的研发、生产和销售实现营收和利润，产品以数据通讯（高速交换机、AI服务器/HPC、通用服务器）和智能汽车为核心应用。业绩归因上，行业红利贡献 **-36.8%**，自身独特优势贡献 **15.0%**。自身独特优势指公司毛利率超出行业平均的幅度，此处为15.0个百分点。行业红利为负，反映高端PCB利润池正被上游材料涨价和结构性竞争侵蚀；公司凭借高端产品溢价对冲行业逆风。整体看，自身造血能力强于行业依赖，属于“自身造血”而非“靠天吃饭”。

产品竞争力

公司产品卡位当前PCB行业价值量最高的“算力网络”环节。224Gbps传输速率的算力产品已小批量供货，1.6T交换机配套PCB已批量出货，3.2T交换机产品进入预研；32层及以上PCB收入同比增长 **190.8%**，表明公司已跨越“高层数+低损耗材料+高速背钻”的核心工艺门槛，在AI数据中心基础设施细分具备全球一线供给能力。

与主要竞争对手相比：深南电路采取“PCB+封装基板+PCBA”一体化布局，产品广度更强；公司则集中资源做强数据中心高多层板，客户验证和产品迭代速度更快。胜宏科技在AI加速卡用高端板领域放量凶猛，但客户结构相对集中，汽车板布局弱于公司；公司以“高速网络交换机+AI服务器+通用服务器+智能汽车”形成更均衡的组合。相对台系金像电等全球服务器板龙头，公司在224G/1.6T产品代际上已基本同代，且对大陆算力客户的响应速度更优。



持续盈利的关键因素

过去十年，公司核心产品的量价逻辑由“通信资本开支周期+技术规格代际”双轮驱动：行业从4G/云计算时代的低多层板，走向5G及AI时代的高多层、高速低损耗板。Prismark预计2026年全球PCB产值增长 **18.8%**，长期产值复合增速约 **11.0%**，是出货面积增速（约5.4%）的两倍，显示价格结构升级是行业最确定的长期逻辑。

但PCB仍是强周期行业，行业盈利存在“均值回归”属性。未来影响公司盈利的关键因素有三：一是AI数通高端板的需求可持续性 & 技术代际领先；二是上游原材料涨价与汽车板的成本传导能力；三是泰国基地的海外产能爬坡与地缘对冲效果。

核心业务结构				
年份周期	业务类别	收入规模（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
2026-06-30	PCB业务	129.9	95.0	40.5
2026-06-30	其他（补充）	6.9	5.0	4.9

年份周期	业务类别	收入规模（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
2025-12-31	PCB业务	181.4	96.0	36.9

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。部分毛利率为计算值。

对比可见，2026年上半年PCB业务收入已达2025年全年的 **71.6%**，增长动能极强；毛利率由36.9%升至40.5%，核心驱动是32层及以上产品收入增长190.8%、数据通讯产品结构优化。整体呈现“收入高增+毛利率抬升”的良性态势，但现金流质量恶化构成主要隐忧。

小结

数通PCB驱动业绩高增，自身独特优势显著、护城河极强；但现金流趋弱、上游涨价挤压，需防范毛利率均值回归及高端产品放量节奏不及预期的风险。

数据来源：公司年报及公告，经众问整理。数据可靠度中；上游产业链数据不足，无法交叉验证，方向信号矛盾并触发1项预警，判断置信度有限。

估值分析

核心驱动力

- 数通高速板代际升级与放量节奏。**数据通讯业务占总收入约 **82.8%**，是绝对利润引擎。公司已实现1.6T交换机配套PCB批量出货、224Gbps产品小批量供货、3.2T产品预研，32层及以上PCB收入同比+190.8%。
- 超越行业平均的高端毛利率溢价。**公司毛利率35.5%，较行业中位数20.5%高出15.0个百分点，营业利润率23.8%，ROIC高达 **40.3%**。
- 产能扩张形成的增长期权。**泰国基地已实现单季盈利，55亿元新建项目总投资未缩减但二期用地交付延期、投产节奏存在后移可能；股票期权首个行权期可行权1,476万份、行权价19.22元/股。

核心风险

- AI资本开支的均值回归风险：**PCB是强周期行业，2022—2023年全球数据中心资本开支收缩为前车之鉴。公司客户集中度较高，一旦云厂商/互联网大厂Capex放缓，业绩下行的速度与之前上行的速度一样快。
- 产业链脆弱性：**公司处于中游制造环节，上游覆铜板、铜箔、树脂定价权强于公司。智能汽车业务毛利率已因上游涨价同比下降 **6.2个百分点**。
- 现金流质量信号恶化：**最新季度经营现金流/净利润仅 **0.41**，资本开支同比+159.5%，FCFF基准年仅23.3亿元，明显低于当期净利润水平。

公司本质与竞争优势深度剖析

维度	分析结论
核心产品	高多层、高速、低损耗PCB，主要服务于数据中心交换机、AI服务器/HPC、通用服务器以及智能汽车域控/雷达/摄像头等可靠性要求极高的场景。当前收入结构中，数通板约占82.8%，汽车板约占10.5%。
核心价值	PCB的“品牌”本质是客户认证壁垒与长期可靠性记录。交换机/服务器用高多层板需通过终端设备商长达数年的验证，切换供应商的隐性成本极高。公司销售的并非标准品，而是“长期可靠性+代际工艺领先”的信用背书。
商业模式	“聚焦高端细分、以销定产、深绑头部客户”的差异化制造模式，属于技术代际驱动的周期成长股，而非简单现金流型制造业。销售费用率2.8%高于行业中位数2.4%。
竞争优势本质	竞争优势综合评分8/9（极强），护城河类型归为“品牌溢价（客户认证+可靠性记录）”。优势的本质是三重叠加：工艺Know-how（32层以上+高速背钻+低损耗材料）、客户认证的时间壁垒、以及全球一线产能的代际卡位。

商业模式分类判断：**成长型公司（周期性成长）**，在AI算力上行周期中呈现高增速、利润高弹性特征。估值方法组合应为：DCF为主提供内在价值锚，PEG/PS/EV/EBITDA相对估值提供市场参照系，SOTP识别业务线价值，增长期权估值捕捉产品代际与产能扩张的战略价值。

核心业务线识别与市场空间、份额、利润质量分析

3.1 核心业务线识别

业务线	2025年收入约（亿元）	占总收入约	生命周期阶段
数据通讯板（交换机+AI服务器+通用服务器）	157	82.8%	高速成长期（AI算力基础设施驱动）
智能汽车板	20	10.5%	导入期/调整期（收入停滞，毛利率下滑）
其他业务	约12	约6.7%	成熟/辅助业务

注：2026年上半年PCB业务收入129.9亿元已达2025年全年的71.6%，若下半年延续旺季规律，2026年全年总收入预计约280—290亿元。

3.2 三维度分析

市场空间：据Prismark及行业权威预测，2026年全球PCB产值预计增长18.8%，长期产值复合增速约为11.0%，远高于出货面积增速（约5.4%）。以2025年全球PCB约5,000亿元人民币为基数测算，2030年市场空间约8,400—8,500亿元。其中AI服务器、800G/1.6T交换机配套PCB是增速最快的细分赛道，预计2025—2030年复合增速可达20%—30%。

份额假设：公司目前处于大陆高阶数据中心PCB第一梯队，近两年“超额增长”约 **21.0%**，说明份额处于扩张通道。乐观情形下，2030年全球高端数通PCB份额有望达到12%—15%；悲观情形下，深南电路、胜宏科技以及台系金像电等对手激进扩产，价格竞争加剧，公司份额停滞甚至小幅回落。

利润质量：PCB业务毛利率从2025年的36.9%提升至2026年上半年的40.5%，32层以上产品放量是核心驱动。乐观情形下，公司维持高于行业中位数12—15个百分点的毛利率溢价，2030年净利率可达18%—20%；悲观情形下，行业“均值回归”属性占主导，毛利率溢价收窄至回归底线（约4.5个百分点），叠加汽车板持续拖累，2030年净利率可能回落至10%—12%。

构建两种完整的商业情景（乐观/悲观）

维度	乐观情景	悲观情景
宏观与行业	全球AI算力资本开支在2027—2028年经历短暂技术迭代“空窗期”后继续上行，1.6T交换机放量期延长，3.2T预研顺利。Prismark口径下PCB行业长期11%复合增速得以兑现。	参考2022—2023年全球数据中心资本开支收缩的历史规律，2027—2028年云厂商AI Capex出现“消化期”，行业出现库存修正与重复下单退潮。全球PCB产值增速从18.8%回落至低个数。
公司战略	55亿元新项目在三期用地顺利推进，2027年底开始贡献高端产能；泰国基地800G/1.6T产品认证通过并承接全球“China+1”供应链订单；研发投入持续转化，3.2T配套PCB在2028年顺利量产。	二期用地延期导致55亿元项目投产节奏后移6—12个月，2027—2028年产能瓶颈限制公司承接新订单；泰国基地高端产品爬坡慢于预期，800G产品停留在打样阶段。
竞争地位	公司224G/1.6T产品与全球一线代际同步，客户验证速度优于台系对手；大陆竞争对手在高层数高速板领域与公司差距维持2—3年。	胜宏科技与深南电路在AI加速卡板和封装基板领域形成差异化分流；台系金像电扩产并采用更激进的价格策略；上游CCL厂商优先保障大客户产能，公司材料成本优势被削弱。
财务表现	2026—2030年FCFF路径：30→45→62→78→95亿元，2035年FCFF达142亿元，10年FCFF复合增速约 19.8% ；净利率长期维持在18%—20%。	2027—2028年行业下行叠加价格竞争，FCFF路径出现显著回撤：30→22→18亿元，2035年仅为36亿元，10年FCFF复合增速约 4.4% ；净利率回落至10%—12%。

中性基准情景：为便于呈现估值中枢，表中另设基准情景——假设行业景气与下行风险大致均衡，公司维持“高于行业平均但溢价逐步小幅收窄”的竞争格局，FCFF路径为28→36→45→58→70→79→87→94→100→106亿元，10年复合增速约 **16.4%**，永续期增长2.5%。

自由现金流预测与折现率确定

基准年自由现金流（FCFF）：财务分析节点未直接输出FCFF数值字段，按照系统补充指令采用**23.3亿元**作为基准年FCFF（对应2025年度口径）。须特别说明：该值显著低于同期净利润，主要因为2025年资本开支同比+159.5%且营运资本占用大幅增加（存货/应收随订单扩张），是高增长阶段的主动“投资前置”，而非盈利质量陷阱。

分阶段FCFF路径设定逻辑：

乐观情景：2026年FCFF 30亿元对应全年收入约285亿元、FCFF/收入约10.5%；2027—2028年随着55亿元项目产能释放与营运资本周转改善，FCFF快速攀升；2031年后增速回落至7%—10%，永续期增长3.0%。

悲观情景：2026年延续在手订单惯性达30亿元，2027—2028年行业衰退期FCFF下行，但衰退期营运资本释放部分对冲利润下滑，FCFF不会归零；2029年后行业出清，公司凭借高端卡位恢复增长，永续期增长2.0%。

折现率（WACC）量化调整过程：

调整因素	调整方向 与幅度	量化依据
基准折现率	8.0%	系统统一基准，参考可比电子制造板块平均WACC约7.5%—9.5%区间
竞争优势等级：极强 (8/9)	-0.5%	ROIC 40.3%，毛利率高出行业中位数15.0个百分点，资本周转率1.69次
护城河类型：客户认证/品牌壁垒	-0.3%	客户认证周期长、切换成本高，销售费用率2.8%高于中位数
产业链反脆弱性：脆弱	+0.5%	利润流向上游CCL/铜箔/树脂环节，上游涨价侵蚀毛利率，汽车板已验证传导滞后（毛利率-6.2pct）
趋势分类：稳定/均值回归	0.0%	行业长期11%复合增速，公司处于均值回归组合但特有优势高于回归底线
情景修正：悲观情景	+0.8%	2027—2028年行业下行概率提升，客户集中度与大厂Capex周期共振
情景修正：乐观情景	-0.5%	产品代际领先确定性增强，1.6T批量出货+3.2T预研+泰国产能爬坡构成多重验证

最终WACC：悲观8.5%、基准7.7%、乐观7.2%。对比可比公司WACC区间（深南电路约8.0%—8.8%、胜宏科技约8.5%—9.2%、金像电约6.5%—7.2%），该折现率处于合理范围。

DCF估值结果与区间

三情景FCFF路径汇总（单位：亿元，2026E—2035E）：

悲观：30→22→18→22→27→29→31→33→34→36

基准：28→36→45→58→70→79→87→94→100→106

乐观：30→45→62→78→95→107→115→123→131→142

情景	显性期FCFF路径（2026-2035E）	永续增长率	折现率	经营资产价值	非经营资产	总价值	与当前市值比较
悲观	10年复合约+4.4%，2028年触底18亿元后缓慢修复	2.0%	8.5%	429	-17.5	411	-83.0%
基准	10年复合约+16.4%，渗透率提升与均值回归大体均衡	2.5%	7.7%	1,436	-17.5	1,418	-41.5%
乐观	10年复合约+19.8%，AI代际持续升级+份额扩张	3.0%	7.2%	2,334	-17.5	2,317	-4.4%

非经营性资产计算：金融资产24.8亿元+长期股权投资0.2亿元-带息负债42.5亿元=-17.5亿元。

估值与市值相对位置：

指标	数值（亿元）	相对位置（以当前市值=244格）
悲观情景总价值	411	
基准情景总价值	1,418	
乐观情景总价值	2,317	
当前市值	2,422	

DCF三情景显示：当前市值高于乐观情景总价值约 4.4%，高于基准情景约 41.5%，高于悲观情景约 83.0%。即：当前股价要获得DCF支撑，几乎必须完整实现乐观情景的全部条件。

多维度估值交叉验证

7.1 相对估值法锚定

可比公司	可类比逻辑	PE(TTM)约	PS(TTM)约	EV/EBITDA约
深南电路（002916）	A股高端PCB+封装基板，产品线更广	38x	6.5x	22x

可比公司	可类比逻辑	PE(TTM) 约	PS(TTM) 约	EV/EBITDA 约
胜宏科技（300476）	AI加速卡用高端板放量，收入弹性大	30x	4.2x	18x
金像电（2368.TW）	台系全球服务器板龙头，客户同源	22x	4.0x	14x
欣兴电子（3037.TW）	高端HDI/载板+PCB，先进封装关联度高	30x	3.5x	17x
健鼎科技（3044.TW）	大陆产能为主、多元PCB厂商	16x	1.8x	10x
TTM Technologies（TTMI）	北美数据中心高多层板核心供应商	20x	3.0x	12x
Ibiden（4062.T）	日本高端封装基板/PCB，技术溢价标杆	45x	6.0x	25x

样本统计（不含沪电）：PE中位数30x、25分位20x、75分位38x；PS中位数4.0x、25分位3.0x、75分位6.0x；EV/EBITDA中位数17x。

沪电对应位置：2026年上半年年化净利约49亿元对应PE约 **49倍**；PS(TTM)=2422.2/189≈12.8倍；EV/EBITDA（按EBITDA约62亿元估算）约 **39倍**。**PE高于可比样本75分位，PS和EV/EBITDA均超过样本最大值。**

需要公允补充的是：沪电是A股纯度最高的“AI算力网络PCB”标的，且处于1.6T/224G产品代际的全球第一梯队，享受板块内最顶端的多重溢价具备合理性，但相对估值参照系明确显示：市场为远期增长支付了远高于同行的价格。若2026年全年净利约55亿元、动态PE降为约44倍，2027年乐观情形净利达到70亿元以上时动态PE方可降至33—35倍。因此当前价格本质上是在为2027年的“完美答卷”提前定价。

7.2 分部估值法（SOTP）

业务板块	2026E收入（约）	估值方法	估值区间（亿元）
数据通讯板	235亿元（占约83%）	PS 3.0—4.0x（高速成长期，采用可比公司高端PS上沿）	705—940
智能汽车板	30亿元（占约10.5%）	PS 1.5—2.0x（收入停滞、毛利率下滑，不给予成长溢价）	45—60
其他业务	10亿元	PS 1.0x（辅助配套业务）	10
非经营性资产净额	—	金融资产24.8+长期股权投资0.2-带息负债42.5	-17.5

SOTP合计约743—993亿元，仅为当前市值的 31%—41%。这意味着当前市值中有约1,430—1,680亿元属于“尚未在当前业务中体现的未来增长价值”。SOTP框架下的差额并不必然代表泡沫——因为2026年当期收入尚未反映2027—2028年的产能释放与代际放量——但它清楚说明：市场不是按当期业务估值，而是按“未来增长兑现后的盈利能力”估值。

7.3 战略价值与增长期权评估

代际增长期权（1.6T→3.2T→更高层级）：每一代交换机/服务器速率升级都将带动PCB层数、材料等级和单机价值量提升40%—60%。公司目前224G产品小批量供货、3.2T产品进入预研，相当于持有“下一代AI网络标准的看涨期权”。

地缘与产能期权（泰国基地+55亿元项目）：泰国基地已实现单季收入约3.75亿元、净利润约0.43亿元，初步盈利但高端产品占比仍低。800G交换机产品尚在打样，尚未形成有效供给。

汽车电子第二曲线期权：汽车板目前收入停滞、毛利率承压，但智能驾驶渗透率提升将带来高可靠性HDI/高频板需求。公司已具备车规级认证与客户基础，汽车板可视为一个尚未启动的“后备增长引擎”。

期权价值测算：乐观DCF（2,317亿元）与SOTP上限（993亿元）的差额约1,324亿元，即可视为上述增长期权在乐观情景下的总价值，约占当前市值的 55%。但乐观DCF本身已经将这些期权的绝大部分兑现纳入现金流路径，因此不应在DCF基础上重复叠加战略溢价。当前市值2,422亿元仅比乐观DCF高出约105亿元，意味**市场额外支付的“纯期权溢价”**约为 4.3%。

7.4 多维度估值矩阵与市场隐含假设

估值方法	悲观/下限	中枢/区间	乐观/上限
DCF（内在价值锚）	411亿元	1,418亿元	2,317亿元
相对估值（2026E净利49-55亿×可比PE 30-38x）	1,470亿元	约1,800亿元	2,090亿元
SOTP（当期业务价值）	743亿元	约870亿元	993亿元
战略价值+增长期权（倒算）	—	1,324—1,679亿元（SOTP与市值之差）	—

市场隐含假设分析：当前市值扣除非经营资产后隐含经营资产价值约2,440亿元，相对乐观DCF经营资产2,334亿元高出约105亿元，对应2035年FCFF需从乐观情景的142亿元提高至约151亿元。按80%的FCFF/净利润转化率和18%净利率测算，2035年收入需接近1,000亿元，意味着公司届时将成为全球收入规模头部甚至第一的PCB厂商——该假设“苛刻、容错率低”。

估值共识度判断：DCF中枢（1,418亿元）与SOTP区间（743—993亿元）明显低于当前市值；相对估值法若采用“高增长兑现后的动态PE”，可勉强触及2,000—2,100亿元，但仍低于当前市值；只有将乐观DCF与战略期权同时完全兑现（2,400亿元以上）才能为当前市值提供完整解释。**多种方法之间并未形成低估值共识，反而一致指向市场**

定价位于乐观区间的上沿。

8. 风险分析

经营风险：下游集中在AI数据中心产业链，存在大客户资本开支周期波动风险。若2027—2028年出现类似2022—2023年的云厂商资本开支收缩，公司收入与毛利率将同步承压。

财务风险：最新季度经营现金流/净利润为 0.41，存货与应收账款随收入同步扩张；投资活动现金流净流出26.6亿元，在建工程24.6亿元，资本开支+159.5%。

竞争风险：胜宏科技在AI加速卡板领域放量凶猛，深南电路“PCB+封装基板+PCBA”一体化布局更为完整，台系金像电扩产积极。

估值风险：当前市值的支撑中，PE高于可比75分位、PS与EV/EBITDA超出样本最大值的溢价成分约占4成以上。当AI主题情绪降温、流动性边际收紧或某个季度业绩不及预期时，估值溢价收缩的幅度可能远大于业绩本身的波动。

假设风险：当前市值隐含需公司连续5—10年超越历史最好增长表现并最终成为全球市占率最高的PCB厂商。这一假设意味着容错空间极小——任何一年的代际认证延迟、客户转单或行业性衰退都可能触发估值体系的重构。

9. 进一步思考

永续增长率是否过度乐观？乐观情景采用3.0%永续增长率，对应长期名义GDP增速附近。PCB是成熟电子制造行业，长期看行业增速将随AI硬件渗透率饱和而回落至GDP增速以下；但公司在高端数通板细分拥有技术代际优势，永续期分享3.0%增长尚可接受。

折现率是否充分反映尾部风险？悲观情景折现率8.5%仅比基准高0.8个百分点。考虑到公司季度现金流已亮起红牌、产业链上游强势、客户集中度高因素，若2027年AI资本开支出现超预期下滑，8.5%未必能有效贴现“盈利与估值双杀”的尾部风险。

市场空间预测是否忽视结构性天花板？Prismark给出的11%长期复合增速是基于AI服务器渗透率持续提升的乐观产业假设。若AI算力投资回报率不及预期、推理成本下降速度低于训练效率提升速度，数据中心PCB增速可能退化为高个位数。

竞争对手反击是否被低估？乐观情景隐含公司保持技术代际领先2—3年。但深南电路与胜宏科技均在大幅扩产研发，金像电依托台系供应链在海外客户响应上具备优势。

“可比公司同样高估”的锚定偏差：AI PCB板块整体处于估值溢价状态，可比公司PE中位数30倍本身可能已偏高。若以历史正常周期（15—20倍）为参照，沪电的估值溢价将更加突出。

增长期权估值是否过度依赖小概率事件？泰国基地800G尚在打样、3.2T处于预研阶段、汽车板第二曲线尚未盈利。上述期权中任意一个出现延迟或证伪，都不会对当期财报造成致命冲击，但都会显著削弱当前市值中的溢价支撑。

数据盲点与信息茧房风险：当前数据可靠性为中，上游产业数据不足，无法交叉验证订单真实性和渠道库存水位；行业平均毛利率为系统推导值，判断置信度有限。

最关键跟踪变量：

- 1. 32层及以上PCB收入增速、800G/1.6T交换机配套PCB出货量——验证技术代际逻辑是否持续兑现；
- 2. 经营现金流/净利润能否连续两季度修复至 0.6 以上、资本开支强度何时回落——验证“高增长高投入”是否向

- “高增长高回报”转化；
3. 泰国基地高端产品认证进度与55亿元项目用地交付/投产节奏——验证增长期权的行权时间表。

10. 基本结论

视角A（内在价值锚）： DCF合理价值中枢约1,418亿元（悲观411亿元/乐观2,317亿元），当前市值高于基准中枢约 **41.5%**，高于乐观情景约 **4.4%**，安全边际为负。

视角B（市场共识锚）： 相对估值、SOTP与战略期权三框架交叉验证表明，当前市值处于“高增长完全兑现+高估值溢价维持”的双重乐观假设之上，仅能勉强解释，并无多方法共识支撑。

综合判断：观望/减持。 核心依据是DCF安全边际缺失及市场预期容错率过低；已持有者可考虑在市值高于2,300亿元区间逢高兑现部分仓位，未持有者宜等待市值回落至2,100亿元以下（对应乐观DCF九折）再评估配置价值。

—— 财务预警

监控指标	监控结果	指标说明
毛利率波动	正常	过去一年公司毛利率整体销售毛利率变化百分比大于行业2个标准差。
非经常性损益依赖度	正常	营业利润同比增长率相对净利润同比增长率的波动大于50%。
应收账款营收占比	应收账款占比过高	应收账款余额/营业收入>25%
经营活动现金流净额/净利润	净现比过低	经营性净现金流/净利润<100%
短期偿债缺口率	正常	（货币资金+交易性金融资产）/短期借款< 50%
速动比率	流动性风险	
债务期限错配度	正常	
担保杠杆率	正常	担保余额合计值/归属母公司股东的权益>50%
存货周转天数	86.26	
存货周转天数偏离度	正常	公司存货周转天数与行业平均值的差，超过行业1.5个标准差
固定资产周转率	正常	固定资产周转率连续3年下降。

监控指标	监控结果	指标说明
筹资依赖度	高度依赖融资	筹资活动现金净流量大于0，并且经营活动现金净流量与投资活动现金净流量的和小于0
在建工程沉淀率	正常	在建工程/总资产>20%
其他应收款占比	正常	
销售费用率异常下降	销售费用率下降但收入上升	销售费用率下降，同时营业收入上升
应付账款周转天数	应付账款周转天数连续三年上升	应付帐款周转天数连续3年上升。
毛利率波动值	0.65	
所属行业	电子	

— 财务分析

核心指标	数值	解读
毛利率（剔除一次性损益）	35.5%	高出行业中位数约15.0个百分点，定价权突出
营业利润率	23.8%	费用控制与高端产品结构共振
资本周转率	1.69次	资产使用效率较高，驱动ROIC
ROIC	40.3%	投入资本回报水平优异，接近高利润+高周转双轮驱动
经营现金流/净利润	健康	年度口径利润含金量充沛（>0.6）

先从财务结构看。2025年报总资产282.5亿元，股东权益151.3亿元，资产负债率约 46.5%，在电子元器件制造业中处于中性水平。需要留意的是，货币资金25.8亿元而短期借款21.7亿元，两者几乎对抵，叠加应付账款周转天数从133.1天拉长至160.0天，说明公司实际是在大量占用上游资金支持自身营运。

盈利能力与运营效率方面，毛利率35.5%对应行业中位数20.5%，公司特有优势——即毛利率超出行业平均的幅度——达到15.0个百分点，这不是成本端抠出来的，而是产品结构决定的：AI加速卡、高速交换机所用的高多层板、HDI板技术门槛高，竞争者短期难以复制。更关键的是趋势：毛利率从2023年的31.2%升至2025年的35.5%，连续

两年抬升，说明高端产品占比还在提高。

现金流与利润质量需要分开看。年度口径下，经营现金流/净利润处于健康区间，利润有真金白银落袋。但有一个矛盾信号值得注意：最新季度数据显示现金流质量有所波动，主要问题在于公司在手订单饱满的背景下加大备货和产能投入，存货占用与资本开支同步上升，短期现金流承压。

风险与盲点要坦诚指出几点。第一，超额增长21.0%确认份额在扩张，但增速隐忧在于下游客户集中度较高，AI服务器产业链若出现资本开支周期回落，公司业绩弹性向下的速度和向上的速度一样快。第二，担保余额20.0亿元，约占股东权益的 13.2%，需要关注被担保方的资信状况。第三，应收账款55.1亿元，随收入增长而扩大，来自海外大客户的回款周期通常较长，需跟踪账龄结构变化。第四，数据可靠性为中——产业链上游数据不足，无法交叉验证订单真实性和渠道库存水位，行业平均毛利率为系统推导值，判断置信度有限。

小结：盈利质量高，产品结构升级逻辑清晰，扩产周期内现金流波动属于成长中的必然摩擦，但需要跟踪AI资本开支的可持续性与担保事项的潜在影响。

— 近期事件

- 2026-08-26
事件类型：对外项目投资调整
新建印制电路板生产项目总投资仍为55亿元不变；因二期用地无法按期交付，原二期建设内容移至三期用地实施；取消自建工业污水处理厂。短期看，土地交付延期意味着新增产能落地时间存在后移可能；长期看，总投资55亿元未变，说明公司没有缩减产能规划。
- 2026-08-26
事件类型：股票期权激励计划首个行权期行权条件成就
注销离职及考核未达标激励对象期权合计14,750份，激励对象调整为599人；第一个行权期可行权期权14,761,750份，行权价19.22元/股。若全部行权，公司将增加股本约1,476万股，摊薄约 0.77%；公司可收到行权款约2.84亿元。
- 2026-05-26、2026-07-25
事件类型：对外担保/子公司融资授信支持
2026-05-26为全资子公司沪士国际向中信银行苏州分行申请授信提供最高额保证担保，最高债权本金额8亿元；沪士国际资产负债率超过70%。2026-07-25为胜伟策、沪士泰国的国开行、建行授信提供连带责任担保，最高债权本金额合计3.92亿元。上述担保后，公司存续对外担保余额不超过 31.82亿元。

交叉验证总结：项目投资调整、子公司授信担保、期权行权条件成就在时间上相互印证：公司仍将55亿元项目作为核心资本开支方向，海外/新生产基地处于融资与建设推进期，短期主要风险是项目用地交付延迟导致投产节奏后移，而非产能规划收缩或管理层信心弱化。

— 机构调研

最新调研（2026-07-15）

2026年上半年经营业绩：受益于高速交换机、AI服务器、高性能计算及智能汽车等应用领域的结构性需求：产品结构持续优化，预计2026年上半年营业收入和净利润较上年同期均有较快增长；泰国子公司从产能爬坡期迈入规模化运营期：2026年第二季度实现单季扭亏为盈；2026年第二季度汇兑损失较第一季度有所减少：第一季度汇兑损失约1.48亿元。

经营策略及市场：AI全面拓展至推理应用、商业化落地及全球化扩张新阶段；大量同行调整战略向该领域倾斜；PCB成为数据通讯领域高阶硬件的重要赋能者；公司不盲从同质化扩张：全面深化差异化产品竞争战略，恪守“技术优先”，将研发前瞻性与制造端量产能力深度耦合。

智能汽车市场情况：汽车PCB市场处于中低端供给相对过剩、原材料价格上涨、整车价格竞争向产业链传导的复杂环境；新能源汽车、电驱高压平台、ADAS、智能座舱及SDV推动汽车电子架构升级；全球竞争主线围绕车规级可靠性、技术升级能力、平台化配套能力、全球交付能力、精细化成本控制能力全面展开。

泰国工厂：从产能爬坡期全面迈入高效规模化运营期；2025年营收约2.89亿元；2026年第一季度营收约2.95亿元，第二季度单月产值超1.5亿元；数据通讯事业部超70%海外客户完成认证，产能利用率基本满载；汽车事业部2026年进入量产阶段，产能稳步爬坡。

全面统筹并稳步推进国内外产能的有序扩张与前瞻布局：国内产能聚焦高阶PCB瓶颈及关键制程；2026年6月收购昆山普江仓储设施有限公司100%股权，用于产能扩建；供应链端主动深化合作与协同创新机制。

调研回顾

2026-07-15（特定对象调研）：核心数据：①预计2026年上半年营收和净利润同比均有较快增长；②泰国子公司2026Q2实现单季扭亏为盈；③2026Q1汇兑损失约1.48亿元，Q2损失较Q1减少；④2025年泰国营收约2.89亿元，2026Q1泰国营收约2.95亿元，2026年6月单月产值超1.5亿元；⑤数通事业部超70%海外客户完成认证，产能基本满载。

2026-07-10（特定对象调研）：核心数据：未新增披露具体财务数据；重要动态：2024Q4规划的约43亿元人工智能芯片配套高端扩产项目于2025年6月开工，预计2026年下半年试产并逐步提产。

2026-07-06（特定对象调研）：核心数据：泰国2025年营收约2.89亿元，2026Q1营收约2.95亿元，Q2单月产值超1.5亿元；超70%海外客户完成认证，产能基本满载。

2026-06-05（特定对象调研）：核心数据：泰国工厂产能利用率超90%，预期2026Q2释放新增产能；重要动态：泰国汽车事业部2026年进入量产阶段，并延伸布局数通领域高阶HDI产品。

2026-06-01（特定对象调研）：核心数据：未披露具体数值；重要动态：强调PCB产品以数据通讯、汽车电子为核心赛道，坚持差异化产品竞争战略。

2026-05-27（特定对象调研）：核心数据：未披露具体财务数据；重要动态：首次系统性披露常州金坛子公司的技术孵化定位——CoWoP前沿技术与mSAP先进工艺孵化平台。

2026-04-27（特定对象调研）：核心数据：2026Q1营收62.14亿元，同比+53.91%；净利润12.42亿元，同比+62.90%；出售子公司实现非经常性损益约0.47亿元；汇兑损失约1.48亿元；泰国2025年营收约2.89亿元、2026Q1约2.95亿元。

2026-04-24（特定对象调研）：核心数据：与2026-04-27披露的Q1财务数据一致；泰国工厂产能利用率超90%。
2026-04-08（业绩说明会）：核心数据：未披露具体数值；重要动态：投资者关系活动仅涉及沟通形式建议（视频直播回放）。
2026-01-12（特定对象调研）：核心数据：2025Q3单季收入及净利润创历史新高，归母净利润首次突破10亿元；当季汇兑损失约1,800万元，泰国子公司亏损约4,300万元。
2025-11-04（特定对象调研）：核心数据：与2026-01-12基本一致的2025Q3经营数据。
2025-09-24（特定对象调研）：核心数据：2025H1企业通讯市场板营收约65.32亿元，同比+70.63%；AI服务器/HPC相关PCB同比+25.34%，占企业通讯板比重约23.13%；高速网络交换机及配套路由相关PCB同比+161.46%，占比约53.00%。
2025-09-17（特定对象调研）：核心数据：2025H1资本开支约13.88亿元；重要动态：确认约43亿高端扩产项目于2025年6月下旬开工、预计2026年H2试产。

关键洞察

1. 泰国工厂从“减分项”转向“加分项”，盈利拐点已在2026Q2确认——“海外产能全球化布局”进入收获期。
变化方向：经营拐点，从亏损爬坡转向盈利释放。
驱动因素：AI算力需求外溢→海外大客户寻求中国台湾及东南亚供应链→泰国工厂通过头部客户认证并提前锁定订单→产能爬坡叠加结构化产品升级（400G交换机批量量产）带来规模效应。
量化证据：泰国营收从2025年全年约2.89亿元跃升至2026年Q1单季约2.95亿元（单季已超去年全年），单月产值在2026年6月超过1.5亿元；亏损从2025Q3的约4,300万元收窄至2026Q2实现单季扭亏为盈。
2. 收入结构加速向AI数通倾斜，高速交换机取代AI服务器成为第一大收入引擎，但公司明确警示行业“同质化内卷”风险。
变化方向：结构性变化——高速网络交换机相关产品增速（+161.46%）显著快于AI服务器/HPC（+25.34%），“交换机配套路由”成长为收入主力（企业通讯板中占比53% vs AI服务器占比23%）。
驱动因素：AI从预训练走向推理应用和商业化落地，大规模云数据中心向AI与高性能计算集群演变，全球CSP大幅增加资本开支，高速交换机（400G等）部署放量；同时大量同行涌入，成熟制程门槛摊薄。
量化证据：整体收入结构中（2025年基准）数通合计占约59%，通用服务器约13.4%，智能汽车约16.1%；2026Q1总营收增速达53.91%，利润增速62.90%超过收入增速，反映产品结构优化。
3. 2026年进入资本开支集中释放期，国内+海外双线扩产为未来两年增长铺垫，但折旧与竞争压力将同步上升。
变化方向：扩张提速——约43亿元高端扩产项目从开工进入试产倒计时，同时2026Q1加速启动新的产能扩充计划并收购昆山普江仓储。此外泰国产能在满载基础上已实施新一轮升级扩容。
驱动因素：AI服务器和高速交换机需求能见度高，公司提前锁定扩产周期（2024Q4规划→2025年6月开工→2026H2试产）；海外客户要求中国PCB厂商具备东南亚交付能力。
量化证据：2025年前三季度资本开支现金流已达21.04亿元；单2025H1即投入13.88亿元；2026年Q1又宣布一系列扩产计划并以收购获得昆山土地厂房资源。

未来关注

1. 约43亿元AI芯片配套高端扩产项目的试产和产能爬坡进度
关注内容：2026年下半年是否按时试产，以及产出良率和新客户认证节奏。
判断标准：若项目在2026Q4前进入批量交付阶段，则符合公司“升级式扩容”预期；若试产推迟或认证周期拉长，

则增长节奏或延迟。
潜在风险：转固后折旧大幅增加；若下游AI资本开支放缓，新增产能面临利用率不足风险。

2. 泰国工厂盈利的可持续性 & 规模化运营质量

关注内容：2026Q2扭亏为盈后，能否在后续季度保持稳定盈利并进一步扩大净利率；汽车事业部量产爬坡进展；向AI服务器等高阶产品延伸的效果。

判断标准：若泰国工厂在2026H2单季净利润持续为正，且单月产值能站稳1.5亿元并向2亿元迈进，说明规模化运营已成立。

潜在风险：泰国本地供应链配套不足导致成本偏高、汇率波动、地缘风险、新增产能释放初期良率/效率不稳定。

3. 高速交换机及AI服务器产品收入增速能否延续高增态势

关注内容：在2025年交换机相关产品同比+161.46%的高基数下，2026年该业务线与AI服务器/HPC业务是否保持较快增长；800G等下一代交换机产品的导入节奏。

判断标准：若2026全年数通类产品（含交换机、AI服务器）营收增速维持40%以上，则行业景气度持续；若出现明显降速至20%以下，需警惕需求端边际变化。

潜在风险：行业产能集中释放导致竞争加剧、客户压价、技术迭代导致现有产品线被快速替代。

4. 汇兑损益对利润端的影响方向与幅度

关注内容：公司外销占比高且泰国工厂投产加深国际化程度，人民币及泰铢对美元汇率波动对财务费用的扰动。

判断标准：2026Q1汇兑损失约1.48亿元，管理层已披露Q2损失有所收窄；若后续美联储降息路径清晰且人民币单边升值预期出现，汇兑损失可能再次放大。

潜在风险：汇率超预期波动直接侵蚀净利润；远期外汇对冲策略若执行不当反而增加成本。

5. 行业内“同质化竞争”对高端产品价格的侵蚀程度

关注内容：多家PCB同行已将资源倾斜至AI数通领域，成熟技术平台（如层数较低或标准材料的高速板）的加工费是否出现下降趋势；公司高附加值产品（超高多层、HDI、高频高速）的定价话语权是否稳固。

判断标准：若公司整体毛利率维持在2026年上半年的水平或小幅提升，则差异化策略有效消化了竞争压力；若毛利率出现环比连续下滑超2个百分点，需警惕行业价格战传导。

潜在风险：头部客户集中度提升带来的议价压力；竞争对手低价抢单导致行业平均加工费下移。

最新卖方研究综述

一、行业投资逻辑核心认知

AI算力基础设施建设是当前PCB行业最主要的结构性增长来源，但真正与沪电股份直接相关的，是其中“高层数、高密度、超低损耗、高速互连”的高端PCB细分市场。信达证券援引Prismark预测，全球PCB市场将从2024年的736亿美元增长至2029年的947亿美元，五年复合增速约 **5.2%**；中银证券则援引Prismark数据指出，HLC（18层及以上）市场预计从2025年的49.28亿美元增长至2030年的131.59亿美元，CAGR约 **22%**，HDI市场从157.69亿美元增至244.90亿美元，CAGR约 **9%**。整体PCB市场增速有限，但高端HLC和HDI是明显快于行业的结构性赛道，沪电正处于这一赛道的核心位置。

驱动高端PCB增长的两条产业逻辑已经比较清晰：一是AI服务器/HPC算力芯片迭代，推动PCB向更高层数、更高密度、更严格的信号完整性要求演进；二是数据中心网络从400G向800G、1.6T交换机迭代，224G SerDes逐步成为标配，448G预研已经启动，交换机配套PCB的价值量和工艺难度同步提升。此外，传统PCB与先进封装的技术边界正在模糊，CoWoP等新架构将先进封装能力延伸至PCB级别，有望进一步打开高端PCB的价值空间。

二、近期重点事项与数据

2025年年报：公司2025年实现营业收入189.45亿元，同比增长 **42.00%**；归母净利润38.22亿元，同比增长 **47.74%**；扣非归母净利润37.61亿元，同比增长 **47.69%**。其中，数据通讯应用领域PCB收入146.56亿元，同比增长 **45.21%**；智能汽车应用领域PCB收入30.45亿元，同比增长 **26.41%**。

2026年一季度业绩预告：预计归母净利润11.80~12.60亿元，同比增长 **54.76%~65.25%**；扣非归母净利润11.0~11.8亿元，同比增长 **47.60%~58.34%**。

2026年中报：上半年营业收入136.89亿元，同比增长 **61.17%**；归母净利润29.23亿元，同比增长 **73.72%**；扣非归母净利润27.95亿元，同比增长 **70.00%**。单Q2营业收入74.75亿元，环比增长 **20.29%**；归母净利润16.81亿元，环比增长 **35.36%**；单季度毛利率 **41.28%**，环比提升 **5.65个百分点**，创历史新高。

技术节点：适配224Gbps传输速率的核心产品已实现小批量供货，并已启动支持448Gbps传输速率的产品预研；应用于1.6T交换机的产品已实现批量出货，3.2T交换机配套产品预研正在推进；下一代GPU平台产品已通过认证，进入工程打样阶段。

产能与全球化进展：2026年上半年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金约36.02亿元，同比增长 **159.46%**；泰国子公司2026Q2单季实现营业收入3.75亿元，净利润0.43亿元，实现单季盈利转正；泰国数据通讯事业部已有超 **90%** 的海外客户完成认证，原有产能利用率基本满载。

资本运作：公司于2025年12月1日公告递交港交所上市申请，拟通过资本市场为高端产能扩张与前沿技术研发提供支持。

三、分析与观点

1. 高速交换机是当前业绩最核心的弹性来源，而非笼统的“AI服务器放量”

2026年上半年，公司数据通讯PCB收入113.30亿元，其中高速网络交换机及其配套路由收入71.39亿元，占比约 **63%**，是绝对主力；AI服务器和HPC收入18.28亿元，占比约 **16%**。2025年全年，高速交换机及其配套路由收入同比增长 **109.89%**，显著高于数通板块整体45.21%的增速。

2. 2026Q2毛利率创历史新高，是高端产品占比提升的结果，具备结构性支撑

2026Q2公司单季毛利率 **41.28%**，环比提升 **5.65个百分点**，创历史新高；上半年PCB业务毛利率 **40.52%**，同比提升 **4.06个百分点**；数通PCB毛利率 **43.26%**，同比提升 **4.60个百分点**。直接驱动因素是32层及以上PCB收入同比大增 **190.83%**，以及224G/1.6T等高速产品占比提升。

3. 泰国基地从成本项转为利润贡献项，是2026年重要的基本面边际变化

2025年上半年，泰国基地因产能爬坡和成本因素出现阶段性亏损约0.96亿元。到2026年第二季度，泰国子公司单季营业收入约3.75亿元，净利润0.43亿元，实现盈利转正。这一变化来自两个因素：一是海外客户认证持续推进——数据通讯事业部海外客户认证比例从2025年报的“超70%”提升至2026年中报的“超90%”，原有产能利用率基本满载；二是产品层次从低层数向400G交换机、AI服务器等应用延伸，800G交换机产品也已启动打样。

4. 中报后券商盈利预测集中大幅上修，方向一致且幅度可观

2026年8月中报披露后，给出最新盈利预测的三家券商对2026年归母净利润预期高度集中在67~69亿元区间：太平洋证券预计67.22亿元，东吴证券预计68.82亿元，开源证券预计67.07亿元。

对比此前预测可见上调幅度：东吴证券将2026年归母净利润预测从57.45亿元上调至68.82亿元，上调幅度约 **20%**，同时将2027年预测从70.28亿元大幅上调至112.49亿元，上调约 **60%**；太平洋证券将2026年预测从56.86亿元

上调至67.22亿元；开源证券将2026年预测从55.33亿元上调至67.07亿元。

5. 汽车板是结构性亮点，但短期不构成盈利主导，券商定位存在差异

华鑫证券将汽车板与AI数通并列为公司“双核心引擎”，认为公司正把握AI服务器与汽车电子两大市场的结构性机遇。但多数券商在盈利预测与估值框架中仍将汽车板作为数通业务之外的稳健增长板块，对利润弹性的贡献相对有限。

从数据看，2025年公司智能汽车PCB收入30.45亿元，同比增长 26.41%，增速低于数通板块；汽车板毛利率 22.8%，同比下滑 1.6个百分点，显示传统汽车板价格压力仍然存在。结构分化明显：汽车智能及电动化系统应用领域收入11.79亿元，同比大增 114.62%；2025年上半年，毫米波雷达、HDI自动驾驶辅助、智能座舱域控制器、P2Pack等新兴汽车板产品收入同比增长 81.86%，占汽车板总收入比重提升至 49.34%。

6. 需要跟踪的技术方向与潜在预期差

机柜PCB正交背板方案：中邮证券单独提出，PCB正交背板在布线密度、信号完整性和空间利用率方面具备优势，机柜PCB正交背板方案有望加速落地，为高层高密度PCB打开新增市场空间；但该判断目前主要基于技术和需求趋势，尚缺少明确的客户认证或订单数据验证。

CoWoP技术演进：多家券商提到，传统PCB与先进封装的技术边界正在模糊，CoWoP将先进封装技术延伸至PCB级别；公司已搭建CoWoP等前沿技术与mSAP等先进工艺的孵化平台，构建“研发—中试—验证—应用”闭环体系。该方向可能大幅提升单板价值量，但距离批量量产收入贡献仍有较长的验证周期，只宜作为中长期跟踪方向。

还需注意：2026年4月至5月间部分券商的盈利预测（如中邮证券58亿元、信达证券59.69亿元、华金证券53.18亿元）早于中报披露，数值已明显低于中报后的最新一致预测。引用盈利预测时应以各机构最新报告为准，不宜将早期预测作为当前预期基准。

风险提示：AI算力需求不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动、产能爬坡不及预期、国际贸易摩擦等是卖方报告反复提示的核心风险。以上内容仅为对卖方研报信息的客观提炼与逻辑推导，所有内容仅供参考，不构成投资建议。

— 高管增持

公司名称	变动金额(元)	增持/减持	高管职位	高管名称	日期
沪电股份	-313800	减持	董秘,高管	李明贵	2025-11-18
沪电股份	-3625500	减持	董秘,高管	李明贵	2025-11-06

— 机构持股

机构属性	持股家数(家)	持股总数(万股)	持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	占流通股比例(%)
基金	1671	32034.43	489.49	16.65	16.66
QFII	-	0	-	-	-
社保	2	1554.06	23.75	0.81	0.81
保险	1	650.01	9.93	0.34	0.34
券商	11	28.63	0.44	0.01	0.01
信托	-	0	-	-	-
其他	4	78065.53	1192.84	40.57	40.6
机构汇总	1689	112332.66	1716.44	58.37	58.42

注：数据来自上市公司报表、基金季报、半年报和基金年报；在上市公司报表、基金季报、半年报和年报公布期间，数据会持续更新。基金在一、三季报不披露全部持仓，因此中报/年报统计更为准确。

如果您有任何建议或意见，欢迎与我们交流

*免责声明：本报告对个股的研究分析部分内容由AI生成，均基于历史公开信息，可能受公司经营变动、行业政策调整等因素产生一定的分析偏差。个股未来表现受宏观经济、市场情绪、公司基本面等多重因素影响存在波动风险。本报告保持中立客观角度，不涉及证券投资咨询业务，不涉及对个股的推荐，不涉及对任何投资者的具体投资建议。