

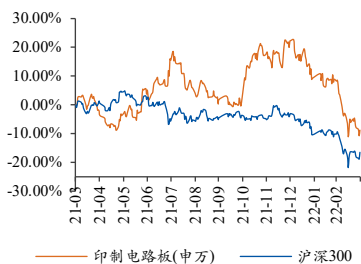
覆铜板继续涨价，下游需求稳健增长

相关研究：

1. 《欧盟出台《数字市场法案》，科技巨头为主要约束对象》 2022.03.30
2. 《今年面板价格波动趋缓 汽车电子行业保持高景气》 2022.03.09
3. 《“东数西算”工程启动有望促进行业良性发展》 2022.02.18

行业评级：增持

近十二个月行业表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-16.26	-23.98	-9.23
绝对收益	-9.28	-11.09	6.48

注：相对收益与沪深300相比

分析师：李杰

证书编号：S0500521070001

Tel: (8621) 50293525

Email: lijie5@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

原材料成本持续上涨，带动覆铜板盈利能力上涨

第一大材料电子铜箔的价格受铜价和铜箔加工费影响，价格持续抬高。由于铜价持续升高，铜箔加工费用上涨，电子铜箔产能短缺，预计铜箔价格将继续增长。由于覆铜板行业集中度高，PCB行业较为分散，所以当原材料铜价上涨时，电路板上游的覆铜板厂商可以提价，将成本转移至下游PCB厂商，并且覆铜板涨价幅度超过上游原材料涨幅，从而提升毛利率。

下游需求稳健增长，国产替代空间巨大

5G基建、汽车电子化水平提升、服务器需求、国产替代需求增加将推动行业需求快速增长。5G基站相比于4G基站，单站覆铜板价值量大幅增长，随着5G基建的推进，相关覆铜板需求将持续增长，我们测算得2022年汽车电子化将带来23亿元的需求；受益于东数西算、企事业单位上云率提升等因素推动，我国服务器市场也将快速增长，预计2022年服务器带来的覆铜板需求为30亿元；汽车电子化水平提升是一个确定性趋势，根据《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，新能源车销量将快速增长，智能化、网联化是全球汽车行业发展趋势，汽车电子化将贡献最大的市场增量，我们测算得2022年汽车电子化将带来125亿元的需求。国内出口的覆铜板产品主要为低附加值的FR-4覆铜板等产品，而技术含量高的高频高速覆铜板、封装基板等大量依赖进口。2018年，高频覆铜板80%以上的市场份额被罗杰斯、泰康利等美日企业主导，高速CCL市场的主要供应商为日本的松下，台湾的联茂、台耀，和美国的依索拉，2018年四家占比在65%左右。国产替代空间巨大，给了优质本土厂商以机会。

国内厂商产品线齐全，高端产品领域已获得一定份额

中国内资厂商的全球产能占比为20%左右，内资厂商已全面覆盖覆铜板从低端到高端的主流规格产品，高端产品也已获得较大份额，中英科技在高频覆铜板领域市占率最高，为6.4%，生益科技为4.8%，生益科技在高速覆铜板领域也已取得较大份额。随着国产替代的进行，内资厂商份额有望继续提升。

投资建议

受益于产品涨价、需求稳健增长和国产替代的进行，我们建议关注覆铜板行业相关公司，给予电子行业“增持”评级。

风险提示

技术进展不及预期；国产替代不及预期；下游需求不及预期；涨价进度不及预期。

正文目录

1 原材料成本持续上涨，带动覆铜板售价持续上涨	3
1.1 覆铜板主要用于 PCB 制造，原材料为主要成本	3
1.2 铜箔价格继续上涨，覆铜板涨声不断	4
1.3 覆铜板市场集中度高，成本压力可向下有转嫁	5
2 5G 基建、汽车电子推动行业增长，高频高速成发展趋势	6
2.1 覆铜板行业持续增长	6
2.2 高频高速覆铜板成为发展趋势	6
2.3 5G 基建带动覆铜板行业增长	7
2.4 服务器行业助推覆铜板行业增长	8
2.5 汽车电子化水平提高带动覆铜板行业增长	10
2.6 国产替代空间大	11
3 国内厂商竞争力较强 扩产能促业绩释放	12
3.1 国内覆铜板行业实力较强	12
3.2 积极布局特种覆铜板	13
4 投资建议	14
5 风险提示	14

图表目录

图 1 覆铜板剖面图.....	3
图 2 覆铜板成本结构.....	4
图 3 LME 铜价.....	5
图 4 标准铜箔与锂电铜箔毛利率对比.....	5
图 5 全球 PCB 市场主要厂商市占率.....	5
图 6 全球覆铜板市场主要厂商市占率.....	5
图 7 2010-2020 年全球覆铜板市场规模及增长率.....	6
图 8 CCL/PCB 下游应用领域 (2019 年)	6
图 9 高频高速 PCB 板.....	7
图 10 我国政府和大型企业上云率.....	9
图 11 2018 年中国 IDC 用户构成.....	9
表 1 5G 基站 PCB 市场规模测算.....	8
表 2 服务器 PCB 市场规模测算.....	10
表 3 汽车 PCB 市场规模测算.....	10
表 4 国内主要覆铜板公司基本情况对比.....	12
表 5 国内主要覆铜板公司财务对比.....	13
表 6 国内主要覆铜板公司财务对比.....	13

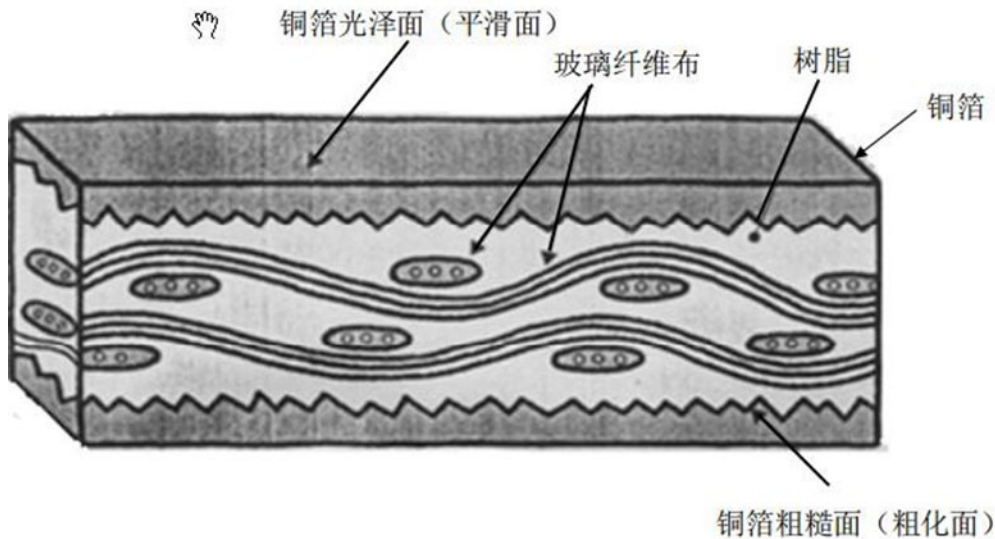
1 原材料成本持续上涨，带动覆铜板售价持续上涨

1.1 覆铜板主要用于 PCB 制造，原材料为主要成本

覆铜板：覆铜板（Copper Clad Laminate，简称 CCL）全称为覆铜箔层压板，是将增强材料（一般为木浆纸或玻纤布）浸以树脂胶液，一面或两面覆以铜箔，经热压而成的一种板状材料，担负着印制电路板导电、绝缘、支撑三大功能，是制作印制电路板的核心材料。覆铜板作为印制电路板最主要的原材料，仅应用于印制电路板的制造，两者具有较强的相互依存关系。覆铜板的生产技术和供应水平是 PCB 行业发展的重要基础，PCB 的发展情况也会对覆铜板的需求和发展产生重要影响。据业界统计，覆铜板约占整个印制电路板生产成本的 20%~40%，对印制电路板的成本影响最大。

图 1 覆铜板剖面图

玻璃纤维布基覆铜板剖面图

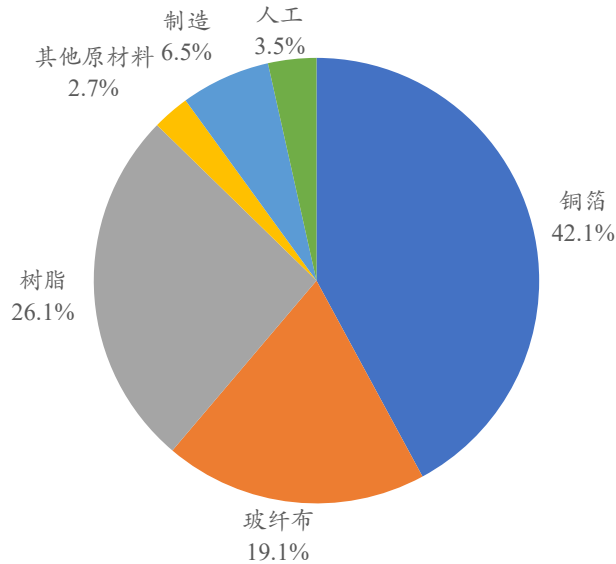


资料来源：公司公告，湘财证券研究所

印制电路板（Printed Circuit Board，即 PCB），又称印刷线路板，是组装电子零件用的基板，是在通用基材上按照预先设计，形成点间连接和印刷元件的基板。其功能是让电子元器件按照预定电路连接，起中继传输作用。印制电路板是组装电子零件用的关键互连件，因此 PCB 的可靠性，直接影响设备整机的质量。印制电路板是电子元器件的支撑体和电气连接的载体，也承载着电子设备数字及模拟信号传输、电源供给和射频微波信号发射与接收等业务功能，目前，在整个消费电子产业链，PCB 并无替代品，绝大多数电子设备及产品均需配备，因此它被称为“电子系统之母”。

覆铜板上游原料主要是铜箔、电子玻纤布与树脂，下游直接应用于 PCB 板，PCB 下游应用非常广泛，包括计算机、通信终端、消费电子、汽车电子、工业控制、医疗仪器、国防、航空航天等。铜板主要成本为原材料成本和制造成本（人工、仓储、折旧、水电能源等），主要原料为铜箔、玻璃纤维布、环氧树脂，成本占比分别为 42.1%、19.1%、26.1%。

图 2 覆铜板成本结构



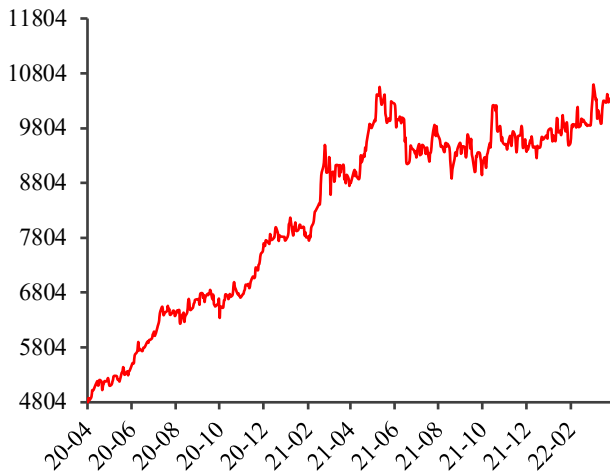
资料来源：前瞻产业研究院，湘财证券研究所

1.2 铜箔价格继续上涨，覆铜板涨声不断

覆铜板 CCL 从 2020 年四季度以来，开启了波澜壮阔的提价浪潮。部分厚板涨价已有翻倍的涨幅，薄板也有 30-50%的涨幅。截至 2022 年 3 月，覆铜板价格依然在上涨，近日，多家覆铜板大厂再次密集上调报价，目前覆铜板上漲的动力主要在于成本的上涨。

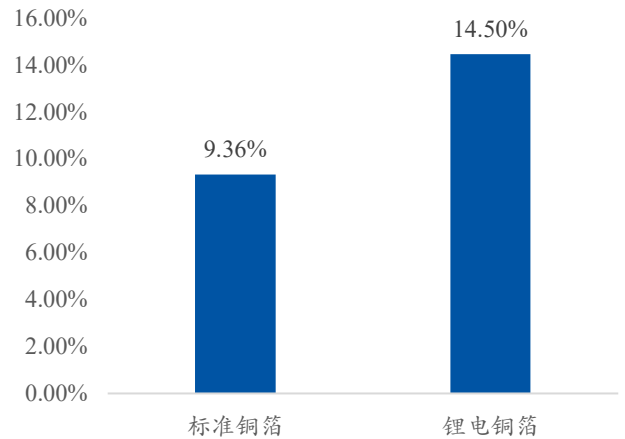
第一大材料电子铜箔的价格受铜价和铜箔加工费影响，价格持续抬高。由于传统需求恢复叠加新能源快速发展拉动铜箔需求，LME 铜价从 2020 年 4 月至今涨幅接近 109%；铜箔厂商产能利用率维持高位，产能供不应求，带动加工费用上涨，去年上半年铜箔加工费上涨约 30%-40%；同时，由于锂电铜箔盈利能力远高于电子铜箔，锂电铜箔毛利率为 14.50%，而电子铜箔仅为 9.36%，因此铜箔厂商主要扩产锂电铜箔，导致电子铜箔产能较低。此外，铜箔的扩产周期长达两年左右，短期新增产能有限，进一步推高铜箔价格。

图 3 LME 铜价



资料来源: Wind, 湘财证券研发部

图 4 标准铜箔与锂电铜箔毛利率对比

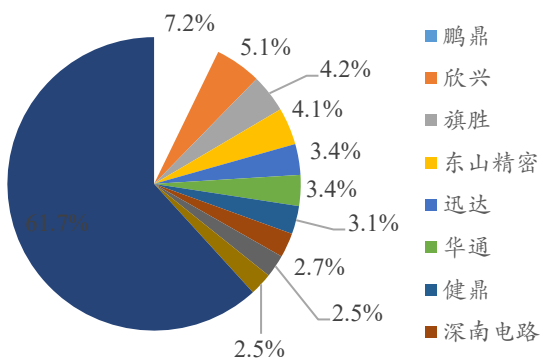


资料来源: 铜冠铜箔招股说明书, 湘财证券研发部

1.3 覆铜板市场集中度高, 成本压力可向下游转嫁

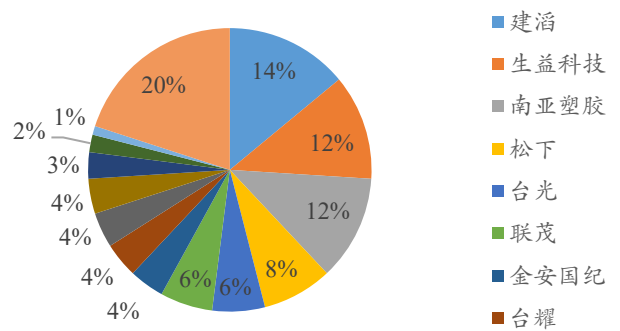
由于 PCB 行业较为分散, 覆铜板行业集中度高, 所以当原材料铜价上涨时, 电路板上游的覆铜板厂商可以提价, 将成本转移至下游 PCB 厂商, 并且覆铜板涨价幅度超过上游原材料涨幅, 从而提升毛利率。以 2016 年为例, 2016 年下半年开始铜箔、树脂、玻纤布三大原材料均大幅涨价, 而生益科技的毛利率却不降反升, 主要原因是公司适时提高了销售价格。2017H1 公司单位成本较上年增加 22.45%, 销售价格增加 25.32%, 单位成本上升幅度小于销售价格幅度, 带动了毛利率的上涨。

图 5 全球 PCB 市场主要厂商市占率



资料来源: Prismaark, 湘财证券研发部

图 6 全球覆铜板市场主要厂商市占率



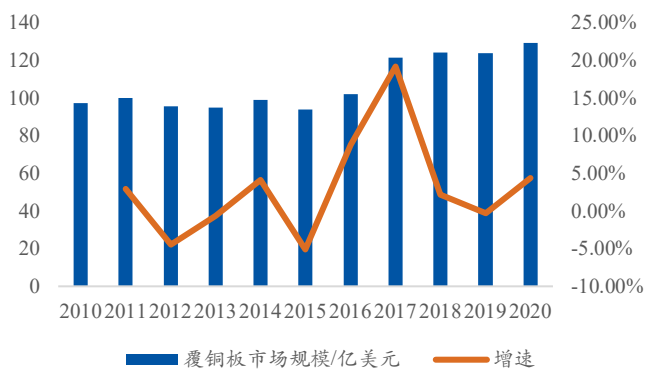
资料来源: Prismaark, 湘财证券研发部

2.5G 基建、汽车电子推动行业增长，高频高速成发展趋势

2.1 覆铜板行业持续增长

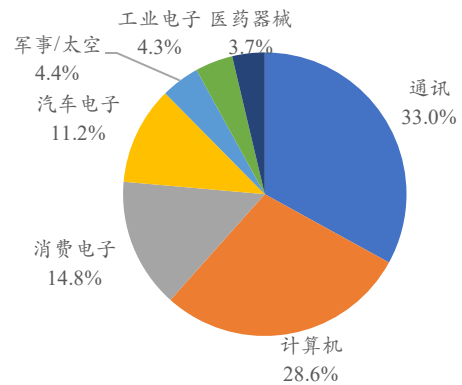
根据 PrismaMark 相关数据，2010 年至 2020 年间，全球覆铜板总产值从 97.11 亿美元增长至 128.96 亿美元，年均复合增长 2.88%，2020 年全球覆铜板销售总额为 128.96 亿美元，同比增长 4.3%。通讯、计算机、消费电子和汽车电子等应用领域是覆铜板及印制电路板的主要应用领域，合计占比 89%。

图 7 2010-2020 年全球覆铜板市场规模及增长率



资料来源：PrismaMark，湘财证券研发部

图 8 CCL/PCB 下游应用领域（2019 年）



资料来源：PrismaMark，湘财证券研发部

根据 PrismaMark 数据，全球 PCB 行业产值由 2015 年的 553 亿美元增长至 2020 年的 652 亿美元，复合增长率为 3.35%。中国大陆地区 PCB 产值由 2015 年的 267 亿美元增长至 2020 年的 350.5 亿美元，年均复合增长率为 5.59%，中国大陆市占率由 8.1% 提升到 53.8%。2018 年以来，中美经贸摩擦加剧，经济不确定性增加，PCB 产业短期可能存在波动，从中长期看增长趋势仍比较确定。预计 2020-2025 年全球地区复合增长速度将达到 5.8%，至 2025 年达到 863.3 亿美元。2020-2025 年中国复合增长速度将达到 5.6%，高于全球增速，至 2025 年达到 461.2 亿美元。

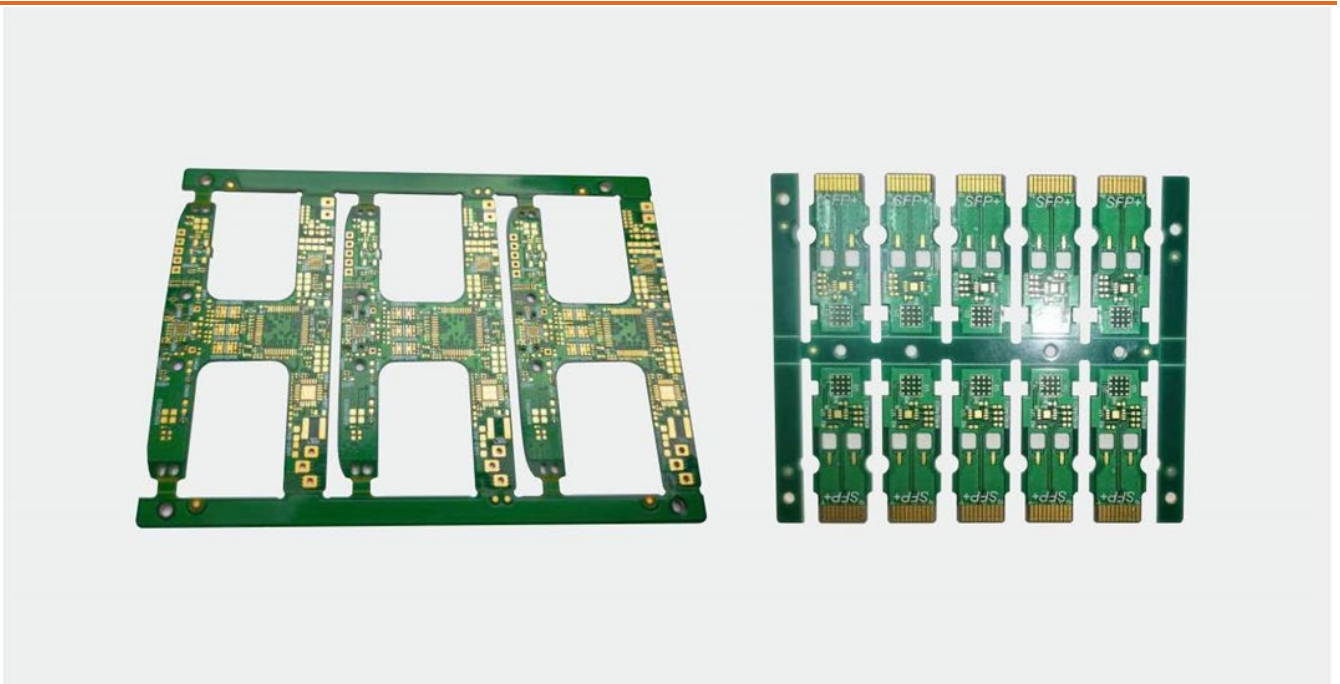
通常，覆铜板占 PCB 生产成本的 20-40%，按 30% 计算则 2025 年全球覆铜板产值约 259 亿美元，2025 年中国覆铜板产值约 138 亿美元。

2.2 高频高速覆铜板成为发展趋势

目前通信领域是 PCB 最大的下游，PrismaMark 数据显示，2019 年全球通讯电子领域 PCB 产值达 202 亿美元，占全球 PCB 产业总产值的 33%。

通信网络建设本身对于 PCB 板的应用需求主要在无线网、传输网、数据通信以及固网宽带这四大块领域。5G 建设初期，对于 PCB 的需求增量直接体现在无线网和传输网上，对 PCB 背板、高频板、高速多层板的需求较大。高频板主要代表无线信号高频传输的特殊需求，基材采用高频板材，而高速板主要代表有线数字信号高速传输的特殊需求，基材采用高速板材。到了 5G 建设中后期，随着 5G 的高带宽业务应用加速渗透，比如移动高清视频、车联网、AR/VR 等业务应用铺开，对于数据中心的数据处理交换能力也将产生较大的影响，2020 年以后国内数据中心从向 100G、400G 超大型数据中心升级，数据通信领域的高速多层板的需求高速增长。

图 9 高频高速 PCB 板



资料来源：公司官网，湘财证券研发部

高频高速产品是覆铜板产业增长最快的领域。据 Prismark 统计，2018 年全球专用及特殊树脂基覆铜板(主要指高频高速覆铜板及封装基板用基板材料)的销售额达到 29.62 亿美元，同比增 31.7%，较 2017 年增速大幅提高 15.3pct，继续保持昂扬势头；相对应地，高频高速产品销售额占比，从 2017 年的 18.5%增至 2018 年的 23.9%。

2.3 5G 基建带动覆铜板行业增长

5G 基建带来了对 PCB 的大量需求，5G 宏基站是通信领域 PCB 需求的核心增量来源，5G 基站相比于 4G 基站主要有两方面的变化，一是采用了 Massive MIMO（大规模天线）技术，Massive MIMO 技术可以使用大量

天线形成大规模的天线阵列，使基站可以同时向更多用户发送和接收信号，从而将移动网络的容量提升数十倍或更大。由于 Massive MIMO 技术的应用，5G 基站将拥有比现在 4G 基站多得多的天线，更多的天线意味着天线振子、馈电网络系统将使用更多的高频 PCB。二是 5G 时代基站整体架构将会发生变化，无线侧由 4G 时代的天线和射频拉远系统（简称：RRU），集成为有源天线（简称：AAU）；基带处理单元（简称：BBU）分设为分布式单元（简称：DU）和集中单元（简称：CU）两个部分。

这两大调整带来了两点变化：1) 相关 PCB 板（天线板、射频板、中频板、电源板）的整体用量提升；2) PCB 集成度的提升带来的单位价值的提升。

5G 通信设备毫米波技术的应用将加速淘汰普通中低频通信材料，大幅增加高频通信材料的需求。在目前 4G 基站中，高频通信材料应用最广泛的设备是基站天线的振子、馈电网络以及 RRU 中的功放系统，而其余部分 PCB 板使用的介质材料一般为普通 FR-4 板。在 5G 高频通信时代，5G 基站中 DU（分布单元）、AAU（有源天线处理单元）、CU（集中式单元）中的大部分元器件均需要采用高频基材，5G 单基站使用高频覆铜板的面积相比 4G 基站成倍增长。

根据《2021 年通信业统计公报》，截止 2021 年末，全国 4G 基站数为 590 万个，5G 基站为 142.5 万个，全年新建 5G 基站超 65 万个，根据赛迪顾问发布的《5G 终端产业白皮书（2020 年）》，5G 基站数至少是 4G 基站的 1.2-1.5 倍，在综合考虑 5G 基站布局密度、企业场景应用、运营共建共享等影响基站建设数量等因素条件下，预计全国 5G 基站约为 653-816 万座。2019 年 12 月，工信部原部长李毅中公开表示“全国需要用七年建设 600 万个 5G 基站”。

表 15G 基站 PCB 市场规模测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
5G 基站建设数量（万）	13	60	65	65	120	125	112	94
单站 PCB 价值（万元）	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
市场规模（亿元）	15.6	72	78	78	144	150	134.4	112.8

资料来源：工信部，赛迪智库，湘财证券研究所

通常，覆铜板占 PCB 生产成本的 20-40%，按 30% 算则 2022-2026 年由 5G 基站建设带来的覆铜板需求分别为 23、43、45、40、34 亿元。

2.4 服务器行业助推覆铜板行业增长

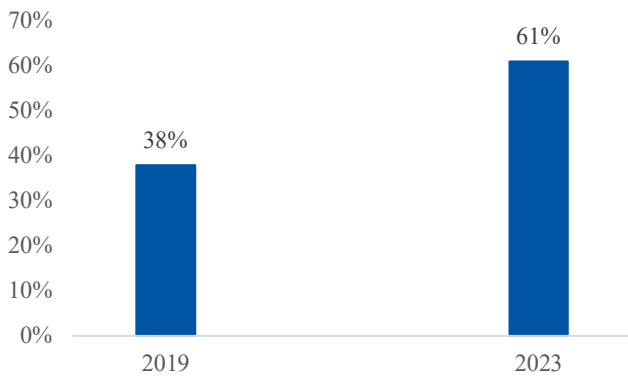
2 月 17 日，国家发改委就“东数西算”工程情况回答了记者提问，2 月

16日，“东数西算”工程启动。所谓“东数西算”，是指通过构建新型算力网络体系，把东部算力需求以及大量生产生活数据输送到西部地区进行存储、计算、反馈，并在西部地区建立国家算力枢纽节点。“东数西算”是在西电东送、南水北调后，中国又一项重要战略工程。国家发改委创新驱动发展中心主任徐彬在接受媒体采访时说道：“从经济上来看，（东数西算）每年能带动投资4000亿元。”

5G、云计算的高速发展，带来下游数据流量的爆发，从而驱动上游数据中心的扩容与建设，服务器数量随之水涨船高。据国务院发展研究中心预测，2019-2023年我国政府和大型企业上云率将从38%提升到61%。

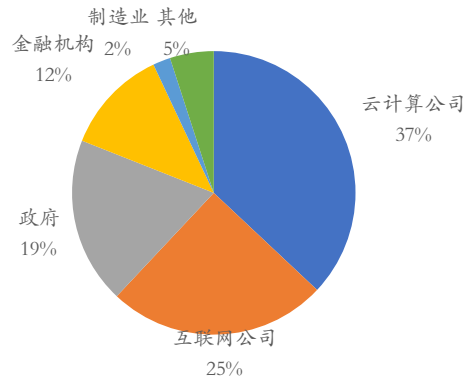
近年来，我国数据中心在机架规模、市场规模方面均保持高速增长，截至2020年底，我国在用数据中心机架总规模达到400万架，截至目前，已经达到500万。在市场规模方面，我国数据中心市场规模从2014年的372亿元快速增长至2020年的1958亿元，5年年均增速超过30%，根据《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023年）》，到2023年底，全国数据中心机架规模年均增速保持在20%左右。

图 10 我国政府和大型企业上云率



资料来源：Prismark，湘财证券研发部

图 11 2018 年中国 IDC 用户构成



资料来源：中国数据中心产业发展联盟，湘财证券研发部

PCIe 升级，带来服务器主板向高速 PCB 板升级。PCIe 全称是 Peripheral Component Interconnect Express，是一种高速串行计算机扩展总线标准。经过更新换代，目前电脑设备主流的 PCIe 标准为 2010 年发布的 PCIe3.0，理论带宽 32GB/s（16 通道双工），传输速率 8.0GHz。而 2017、2019 年分别发布的 PCIe4.0、PCIe5.0 带宽达到 64/128GB/s（16 通道双工），速率达到 16/32GHz，性能分别翻番。服务器向高速化升级，为应对高速信号的损耗问题，服务器主板有望向高速 PCB 板材质演变，有次带来单价覆铜板价值量的提升。

表 2 服务器 PCB 市场规模测算

年份	2019	2020	2021	2022E	2023E
全球出货量 (万台)	1174	1220	1354	1422	1493
中国出货量 (万台)	319	350	391	472	520
单机 PCB 价值量 (元)	2000	2000	2100	2100	2200
全球服务器 PCB 市场规模	234.8	244.0	284.3	298.6	328.4
中国服务器 PCB 市场规模	63.8	70.0	82.1	99.1	114.4

资料来源：IDC，DIGITIMES Research，集邦咨询，湘财证券研发部

按照覆铜板价格占比 PCB 板价格的 30% 来计算，则 2022-2023 年由服务器带来的中国覆铜板需求分别为 30、34 亿元。

2.5 汽车电子化水平提高带动覆铜板行业增长

根据《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》：电动化、网联化、智能化成为汽车产业的发展潮流和趋势；近年来，世界主要汽车大国纷纷加强战略谋划，强化政策支持，跨国汽车企业加大研发投入，完善产业布局，新能源汽车成为全球汽车产业转型发展的主要方向和促进未来世界经济持续增长的重要引擎；以深化供给侧结构性改革为主线，坚持电动化、网联化、智能化发展方向，深入实施发展新能源汽车国家战略；高度自动驾驶汽车实现限定区域和特定场景商业化应用。中国电动汽车百人会副理事长兼秘书长张永伟指出，随着“双碳”目标的提出，汽车电动化明显提速，业内普遍认为，到 2025 年中国汽车的新能源化渗透率有可能会达到 25% 到 27%，或是接近 30%。

根据《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，新能源汽车战略的推进以及电动化、智能网联化的行业趋势，必将使得汽车电子化水平快速提升。中汽协预测 2025 年中国汽车销量将达到 3000 万辆，假设 2025 年中国新能源车渗透率达到 30%，2021-2025 年复合增长率为 26.31%。

作为电子产品之母，PCB 主要应用于电动控制、辅助驾驶、车载通讯等汽车功能系统，对于新能源车还包括辅助驾驶乃至 ADAS（高级驾驶辅助系统），电子化程度更高。

表 3 汽车 PCB 市场规模测算

年份	2019	2020	2021	2022E	2023E
新能源车销量 (万辆)	121	137	352	500	623
汽车总销量 (万辆)	2577	2531	2628	2750	2831
纯燃油车总销量 (万辆)	2456	2394	2276	2250	2208
新能源车单车 PCB 价值量 (元)	4540	4540	4540	4740	4740
纯燃油车单车 PCB 价值量 (元)	500	600	700	800	900

新能源车 PCB 价值 (亿元)	55	62	160	237	295
纯燃油车 PCB 价值 (亿元)	123	144	159	180	199
汽车 PCB 市场总价值 (亿元)	178	206	319	417	494

资料来源：中汽协、智研咨询、中国线路板交易网、华鑫证券研发部

从价的角度，汽车电子化的深入演进，使得单车 PCB 价值量愈来愈高。价值量的提高来自两方面：一方面是单车 PCB 面积越来越大，据生益科技公开纪要透露，2018 年单车 PCB 用量为 1 平米，未来有望达 3 平米，提升空间达 2 倍；另一方面，随着 ADAS（高级辅助驾驶）渗透率提升，ADAS 的核心部件毫米波雷达出货量有望攀升，高频 PCB 凭借稳定的性能成为毫米波雷达的主要基材，较普通 PCB 价格更贵，其在单车 PCB 占比的提升带来整车 PCB 单价的提高。

2021 年中国新能源汽车销量 352.1 万辆，中汽协预测 2022 年销量为 500 万辆，汽车总销量预计达到 2750 万辆，同比增长 5% 左右。按照覆铜板价格占比 PCB 板价格的 30% 来计算，汽车电子化 2022-2023 年对应的覆铜板需求约为 125、148 亿元。

2.6 国产替代空间大

在基础材料覆铜板领域，中国大陆产量占全球产量的 72%，2018 年净出口覆铜板 1.43 万吨，但是贸易逆差达 5.26 亿美元，主要系国内出口的覆铜板产品主要为低附加值的 FR-4 覆铜板等产品，而技术含量高的高频高速覆铜板、封装基板等大量依赖进口。根据电子信息行业知名咨询机构 Prismark 的研究报告，2018 年，高频覆铜板 80% 以上的市场份额被罗杰斯、泰康利等美日企业主导，国内从事高频覆铜板生产的企业主要为中英科技和生益科技。高速 CCL 市场的主要供应商为日本的松下，台湾的联茂、台耀，和美国的依索拉，2018 年四家占比在 65% 左右。

目前，全球 65% 以上的覆铜板由中国制造，是全球覆铜板最主要的出口国之一。2012 年至 2018 年，中国大陆覆铜板净出口量由 3.18 万吨下降至 1.43 万吨，但贸易逆差金额却由 3.25 亿美元扩大至 5.26 亿美元。2018 年，中国大陆覆铜板出口均价约 6.33 美元/kg，进口均价约 14.09 美元/kg，进口价格为出口价格的两倍，主要原因系：国内出口的覆铜板产品主要为低附加值的普通覆铜板产品，而高端的高频覆铜板、封装基板等大量依赖进口。

3 国内厂商竞争力较强 扩产能促业绩释放

3.1 国内覆铜板行业实力较强

覆铜板作为电子信息产业的基础材料，有较高的技术、资金和市场壁垒，目前已形成较为集中的市场格局，前 20 名厂商合计市占率约 90%左右，前 10 大厂商合计市占率约为 75%，前 5 大厂商合计市占率约为 52%。中国大陆地区覆铜板产量占全球覆铜板产量的比例超过 70%，但其中内资厂商的产能占比仅有 20%左右。

表 4 国内主要覆铜板公司基本情况对比

公司	排名	全球份额	经营特色	无卤产品排名	超薄工艺	高频/高速
生益科技	全球第 2,内资第 1	12%	国内规模最大、规格最齐全	全球第七	30um*	高频高速全覆盖
金安国纪	全球第 7,内资第 2	5%	中厚板市场龙头	未入围		
华正新材	全球第 17,内资第 4	1%	FR-4/CEM/铝基板，产品线较为复合	未入围		侧重高频(H5、HC30、HC35等)
南亚新材	全球第 14,内资第 3	2%	专注 FR-4，环保型及薄板等中高端业务为主	全球第十	30um	侧重高速，全系列高速已取得重点客户认证

资料来源：南亚新材招股说明书，湘财证券研发部

电子信息产业为上游覆铜板行业提供了广阔的市场空间，行业领先企业在长期经营过程当中形成了各自差异化的经营特色。生益科技综合实力最强，规模最大、产品链条最齐全；金安国纪专注中厚板市场，是该细分市场的龙头；华正新材除了 FR-4，还覆盖 CEM 及铝基板等相对小的市场。南亚新材则专注于 FR-4，且经过几次技术升级转型，以环保型及薄型化等中高端业务为主。

在高频高速领域，内资覆铜板企业目前的市场占有率较外资、台资企业仍有较大的差距，但内资覆铜板厂商近年来发展迅速，且部分领先企业已呈现出较为鲜明的差异化发展特色。生益科技综合实力强，在高频覆铜板领域以及高速板中低损耗领域的技术和产业化方面领先于内资同行，华正新材在高频覆铜板领域（特别是 PTFE）有一定的技术优势，中英科技在高频覆铜板领域市占率最高，为 6.4%，生益科技为 4.8%。南亚新材则侧重于市场更大的高速板领域，已形成覆盖全系列损耗等级的产品。高频覆铜板领域最主要竞争对手为美国罗杰斯，罗杰斯是高频通信材料领域的龙头厂商，产品种类丰富，在行业中市场占有率约为 64.00%。

表 5 国内主要覆铜板公司财务对比

	覆铜板收入/亿元	营收增速	净利润增速	毛利率	净利率	ROE
生益科技	161.9	38.04%	68.38%	26.82%	14.43%	24.34%
建滔积层板	228.9	66.36%	141.95%	34.01%	23.53%	40.64%
金安国纪 (2020)	28.8	8.57%	15.51%	18.25%	5.09%	6.02%
南亚新材	19.7	98.39%	193.13%	15.11%	6.40%	10.17%
华正新材	26.9	58.47%	90.24%	16.51%	6.64%	15.36%
中英科技 (2020)	2.1	19.24%	21.11%	45.62%	27.46%	17.46%

资料来源: Wind, 湘财证券研发部

3.2 积极布局特种覆铜板

江苏生益南通高频工厂于 2018 年 11 月进入试生产, 高频板于 2019 年 3 月底进入批量生产, 迎接 5G 时代的到来。江苏特材首条产品线是 PTFE 聚四氟乙烯系列的相关产品, 后续会逐步增加高频类的碳氢等产品线。全面建成达产后, 将成为年产 150 万平方米高频通信基板及 50 万米高频多层板用商品粘结片的专业生产基地, 设计年产值可达 6.5 亿元。

表 6 国内主要覆铜板公司财务对比

2018 年高速板市场占有率情况			2018 年高频板市场占有率情况		
厂商名称	所属区域	市场占有率	厂商名称	所属区域	市场占有率
Panasonic (松下电工)	日本	20%-25%	Rogers (罗杰斯)	美国	60%-65%
TUC (台耀科技)	中国台湾	20%-25%	Taconic (泰康尼)	美国	10%-15%
ITEQ (联茂电子)	中国台湾	0.15	ZYST (中英科技)	中国大陆	5%-10%
EMC (台光电子)	中国台湾	10%-15%	SYtech (生益科技)	中国大陆	<5%
Isola (德联集团)	美国	5%-10%	Isola (德联集团)	美国	<5%
Park Electro (帕克电化学)	美国	<5%	Panasonic (松下电工)	日本	<5%
Doosan (斗山电子)	韩国	<5%	Pa、i k Electro (帕克电化学)	美国	<5%
Nanya Plas tics (南亚塑胶)	中国台湾	<5%	Mitsubishi (三菱瓦斯)	日本	<5%
Kingboard (建滔集团)	中国香港	<5%			
SYtech (生益科技)	中国大陆	<5%			

资料来源: Wind, 湘财证券研发部

在高频高速领域, 内资覆铜板企业目前的市场占有率较外资、台资企业仍有较大的差距, 但内资覆铜板厂商近年来发展迅速, 且部分领先企业已呈现出较为鲜明的差异化发展特色。生益科技综合实力强, 在高频覆铜板领域以及高速板中低损耗领域的技术和产业化方面领先于内资同行, 根据电子信息行业知名咨询机构 Prismark 的研究报告, 2018 年, 高频覆铜板 80% 以上的市场份额被罗杰斯、泰康利等美日企业主导, 国内从事高频覆铜板生产的企业主要为中英科技和生益科技, 其中, 罗杰斯居于垄断地位, 市占率达到 64.00%, 生益科技在高频覆铜板领域的市场占有率为 4.8%, 仅次于罗杰斯、泰康利和中英科技, 位列国内厂商第二名, 仅次于中英科技。在高速覆铜板

领域，生益科技位列全球第十名，大陆厂商第一名。

4 投资建议

受益于产品涨价、需求稳健增长和国产替代的进行，我们建议关注覆铜板行业相关公司，给予电子行业“增持”评级。

5 风险提示

技术进展不及预期；国产替代不及预期；下游需求不及预期；涨价进度不及预期；

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。