

电子行业研究

买入（维持评级）

行业月报

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） 分析师：刘妍雪（执业 S1130520090004）
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn dengxiaolu@gjzq.com.cn liuyanxue@gjzq.com.cn

12 月上游材料涨价放缓，下游需求景气度承压

投资逻辑

上游原材料：营收端走势反应涨价趋势，12月已放缓。上游涨价是整个 PCB 产业链进入 22Q4 后最显著的变动，我们从台系上游原材料厂商月度营收可以看到，无论是铜箔还是玻纤布，营收增速都显现出明显的涨价势头，不过从 12 月份数据来看，台系铜箔月度营收同比-12%（前值-14%）、环比+1%（前值+24%），台系玻纤布月度营收同比-18%（前值-23%）、环比+3%（前值+15%），可见上游原材料涨价趋势已经明显放缓。正如我们前期跟踪报告所述，我们判断上游原材料价格上涨主要源于原材料端有效产能缩减、需求端支撑不足，供需短期失配难以支撑涨价持续性，从 12 月上游原材料厂商营收可见一斑，当前我们仍然维持此判断。

覆铜板：备货效应已逐渐弱化，价格继续承压。从台系覆铜板 12 月营收变化情况来看，行业月度营收同比-22%（前值-17%）、环比-7%（前值+4%），其中网通类覆铜板月度营收同比-15%（前值-7%）、环比-3%（前值+15%），手机类覆铜板月度营收同比-17%（前值-11%）、环比-10%（前值-4%），可见覆铜板行业因上游涨价但下游需求不足而基本面存在起伏，特别是网通类产品在 11 月因海外备货而环比增长、提高市场预期后，12 月营收再次进入环比负增长状态，验证了我们前期报告所述“短期需求改善主要来自备货”的观点。

PCB：需求仍然承压，12月同比降幅扩大。PCB 环节与终端需求紧密联系，从台系 PCB 厂商 12 月月度营收数据来看，行业月度营收同比-13%（前值-5%）、环比-8%（前值-6%），营收压力在 22Q4 逐月扩大。从不同领域来看：1）移动消费 PCB，12 月月度营收同比-20%（前值-22%）、环比+11%（前值-29%）；2）消费电子 PCB，12 月月度营收同比-21%（前值-7%）、环比-11%（前值-15%）；3）电脑 PCB，12 月月度营收同比-33%（前值-25%）、环比-12%（前值+4%）；4）服务器 PCB，12 月月度营收同比+7%（前值+13%）、环比-10%（前值-2%）；5）汽车 PCB，12 月月度营收同比-16%（前值-6%）、环比-9%（前值-3%）；6）半导体 PCB，12 月月度营收同比-3%（前值 5%）、环比-11%（前值-11%）。总的来说，PCB 月度营收反映 22Q4 整体景气度仍然承压，这也是造成上游短期价格反弹后难以形成传导的关键原因。

投资建议与估值

综合产业链上下游的月度情况，我们认为 PCB 产业链基本面尚未迎来实质性变化，并且根据我们的紧密跟踪，因春节、22Q4 备货透支拉货需求，2023 年第一季度 PCB 需求景气度承压；不过我们认为 23Q1 淡季需求承压有利于产业链加速触底，可静待行业反转后新一轮的创新增长机会。展望 2023 年，我们观察到电子主要需求仍然改善有限，但不乏一些创新亮点，建议关注有汽车、服务器、载板等领域布局的厂商。结合各类公司业务布局情况，我们推荐顺序为：推荐关注沪电股份、生益科技、联瑞新材、兴森科技、博敏电子等具有细分领域主题机会的标的。

风险提示

景气度弱化超预期；原材料价格居高不下；竞争加剧。

内容目录

| | |
|----------------------------|----|
| 一、上游原材料：营收端走势反应涨价趋势，12月已放缓 | 4 |
| 二、覆铜板：备货效应已逐渐弱化，价格继续承压 | 5 |
| 三、PCB：需求仍然承压，12月同比降幅扩大 | 7 |
| 四、投资建议 | 9 |
| 五、风险提示 | 10 |

图表目录

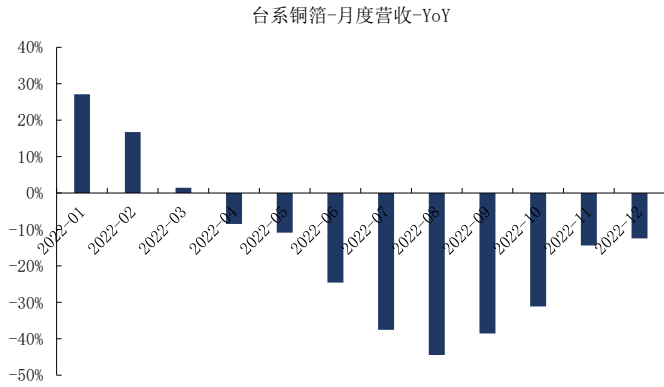
| | |
|-------------------------------|---|
| 图表 1：台系铜箔厂商月度营收同比降幅收窄 | 4 |
| 图表 2：台系铜箔厂商月度营收环比有回升 | 4 |
| 图表 3：台系玻纤布厂商月度营收同比降幅收窄 | 4 |
| 图表 4：台系玻纤布厂商月度营收环比回升 | 4 |
| 图表 5：大陆出口铜箔单价同比增速情况 | 4 |
| 图表 6：大陆出口铜箔单价环比增速情况 | 4 |
| 图表 7：大陆进口铜箔单价同比增速 | 5 |
| 图表 8：大陆进口铜箔单价环比增速 | 5 |
| 图表 9：台系覆铜板月度营收同比降速变化不大 | 5 |
| 图表 10：台系覆铜板月度营收环比未持续改善 | 5 |
| 图表 11：应用在网通类的覆铜板月度营收同比增速 | 6 |
| 图表 12：应用在网通类的覆铜板月度营收环比增速 | 6 |
| 图表 13：应用在手机类的覆铜板月度营收同比增速 | 6 |
| 图表 14：应用在手机类的覆铜板月度营收环比增速 | 6 |
| 图表 15：大陆出口覆铜板单价同比增幅 | 6 |
| 图表 16：大陆出口覆铜板单价环比增幅 | 6 |
| 图表 17：大陆出口覆铜板单价同比增幅 | 7 |
| 图表 18：大陆出口覆铜板单价环比增幅 | 7 |
| 图表 19：台系 PCB 月度营收同比降幅扩大 | 7 |
| 图表 20：台系 PCB 月度营收环比继续下滑 | 7 |
| 图表 21：应用在移动消费的 PCB 月度营收同比持续下滑 | 8 |
| 图表 22：应用在移动消费的 PCB 月度营收环比略改善 | 8 |
| 图表 23：应用在消费电子的 PCB 月度营收同比持续下滑 | 8 |
| 图表 24：应用在消费电子的 PCB 月度营收环比未改善 | 8 |
| 图表 25：应用在电脑的 PCB 月度营收同比持续下滑 | 8 |
| 图表 26：应用在电脑的 PCB 月度营收环比未改善 | 8 |

| | |
|------------------------------------|---|
| 图表 27: 应用在服务器的 PCB 月度营收同比增速收窄..... | 9 |
| 图表 28: 应用在服务器的 PCB 月度营收环比下滑..... | 9 |
| 图表 29: 应用在汽车的 PCB 月度营收同比持续下滑..... | 9 |
| 图表 30: 应用在汽车的 PCB 月度营收环比下滑..... | 9 |
| 图表 31: 半导体类 PCB 月度营收同比首次出现下滑..... | 9 |
| 图表 32: 半导体类 PCB 月度营收环比持续下滑..... | 9 |

一、上游原材料：营收端走势反映涨价趋势，12月已放缓

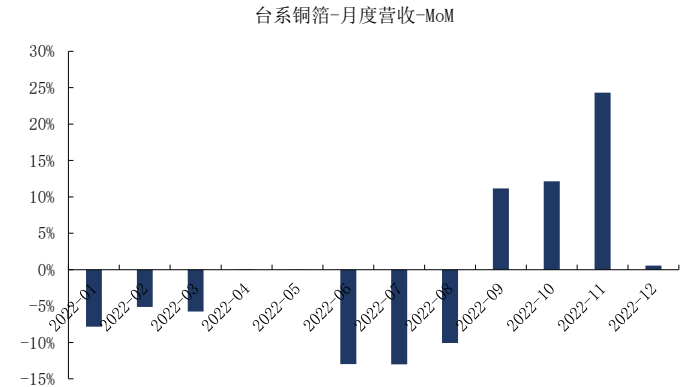
上游涨价是整个 PCB 产业链进入 22Q4 后最显著的变动，我们从台系上游原材料厂商月度营收可以看到，无论是铜箔还是玻纤布，营收增速都显现出明显的涨价势头，不过从 12 月份数据来看，台系铜箔月度营收同比-12%（前值-14%）、环比+1%（前值+24%），台系玻纤布月度营收同比-18%（前值-23%）、环比+3%（前值+15%），可见上游原材料涨价趋势已经明显放缓。正如我们前期跟踪报告所述，我们判断上游原材料价格上涨主要源于原材料端有效产能缩减、需求端支撑不足，供需短期失配难以支撑涨价持续性，从 12 月上游原材料厂商营收可见一斑，当前我们仍然维持此判断。

图表1：台系铜箔厂商月度营收同比降幅收窄



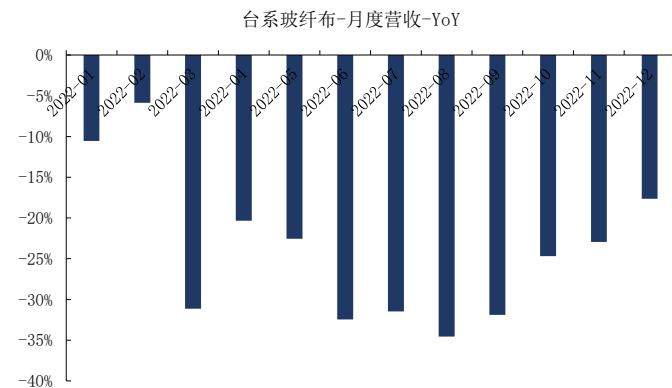
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：台系铜箔厂商月度营收环比有回升



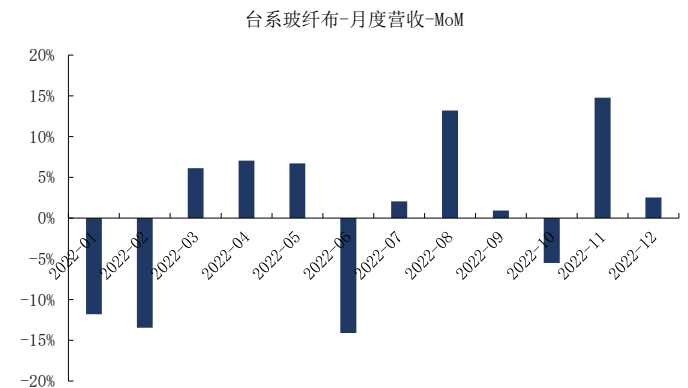
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：台系玻纤布厂商月度营收同比降幅收窄



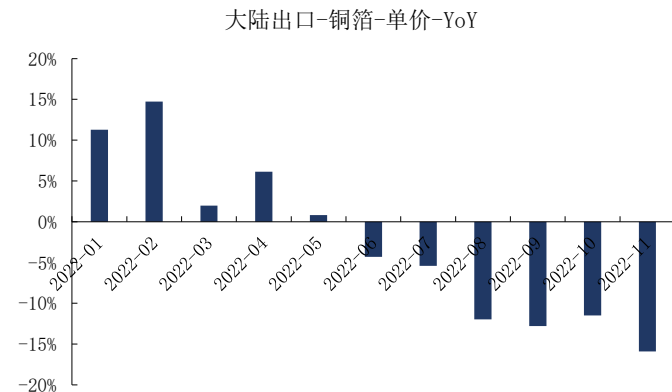
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：台系玻纤布厂商月度营收环比回升



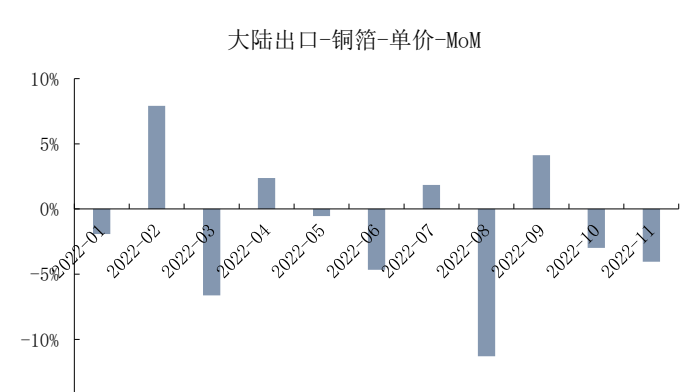
来源：Wind，国金证券研究所

图表5：大陆出口铜箔单价同比增速情况



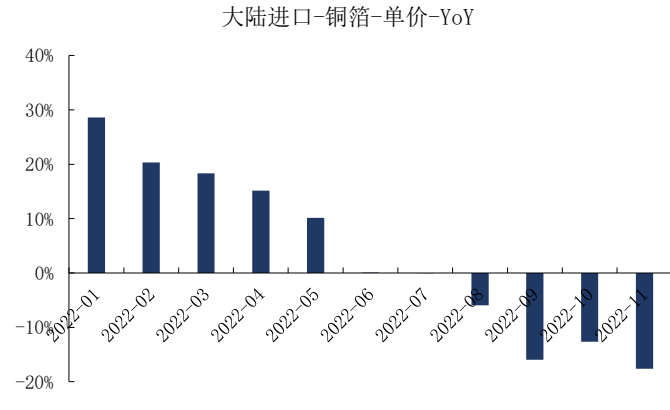
来源：Wind，国金证券研究所

图表6：大陆出口铜箔单价环比增速情况

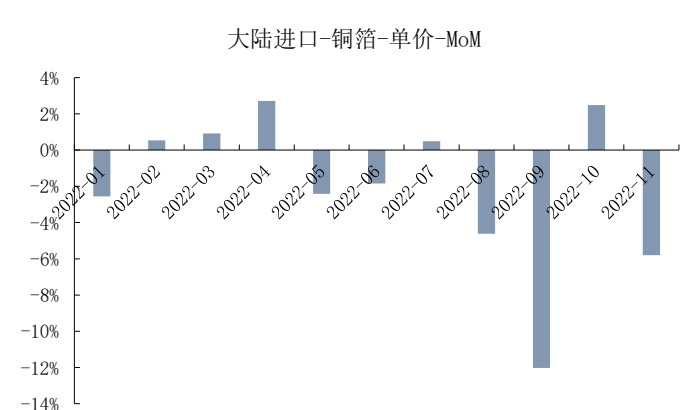


来源：Wind，国金证券研究所

图表7: 大陆进口铜箔单价同比增速



图表8: 大陆进口铜箔单价环比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

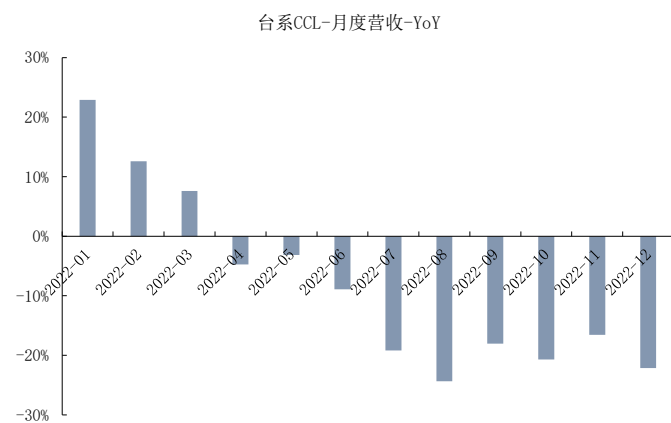
来源: Wind, 国金证券研究所

二、覆铜板: 备货效应已逐渐弱化, 价格继续承压

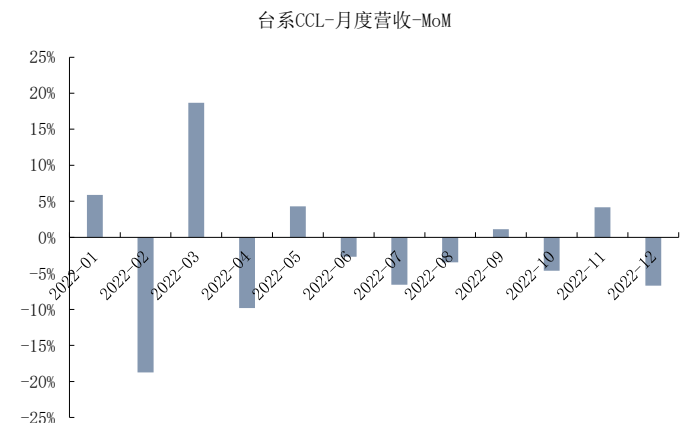
从台系覆铜板 12 月营收变化情况来看, 行业月度营收同比-22% (前值-17%)、环比-7% (前值+4%), 其中网通类覆铜板月度营收同比-15% (前值-7%)、环比-3% (前值+15%), 手机类覆铜板月度营收同比-17% (前值-11%)、环比-10% (前值-4%), 可见覆铜板行业因上游涨价但下游需求不足而基本面存在起伏, 特别是网通类产品在 11 月因海外备货而环比增长、提高市场预期后, 12 月营收再次进入环比负增长状态, 验证了我们前期报告所述“短期需求改善主要来自备货”的观点。

我们认为, 覆铜板这一环节是观测产业链供需关系的锚点, 在需求强度高、能够支撑产业链涨价的情况下, 覆铜板能够顺利涨价且盈利将显著改善, 产业链形成自上而下的涨价趋势; 在需求强度低, 不能够支撑产业链涨价的情况下, 覆铜板厂商只能自己承担涨价所带来的盈利侵蚀, 表现为盈利恶化, 产业链处于供需对峙状态。进入 22Q4 以来, 虽然上游原材料价格反弹迅速, 但根据产业链跟踪我们发现覆铜板环节的价格难以同步反映原材料涨价, 因此前期报告中我们判断整个产业链处于供需对峙的状态, 根本性修复尚未到来。在当前时刻, 我们仍然认为跟踪覆铜板环节将指明供需所处的关系状态, 根据跟踪情况, 1 月上旬原材料价格有所松动但需求仍弱, 因此产业链根本性修复仍需等待。

图表9: 台系覆铜板月度营收同比降速变化不大



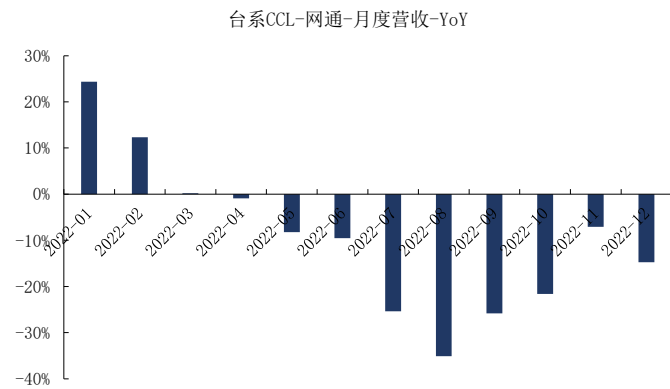
图表10: 台系覆铜板月度营收环比未持续改善



来源: Wind, 国金证券研究所

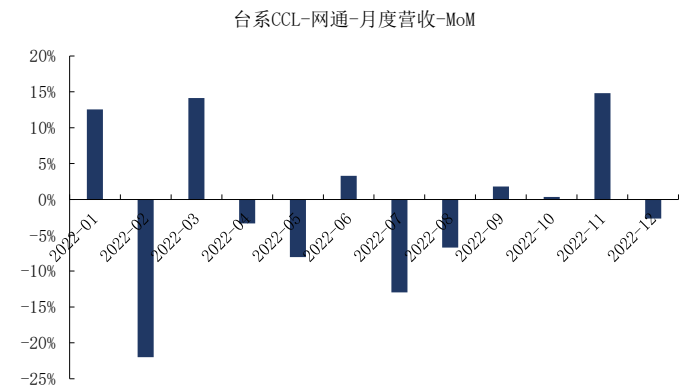
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 应用在网通类的覆铜板月度营收同比增速



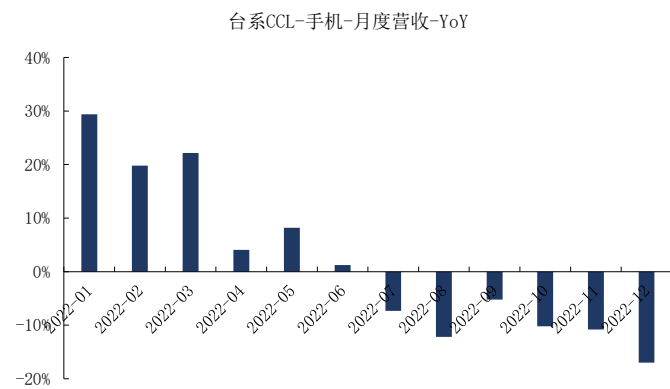
来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 应用在网通类的覆铜板月度营收环比增速



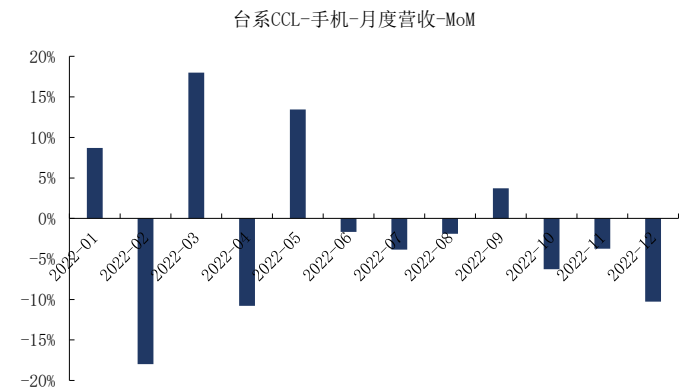
来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: 应用在手机类的覆铜板月度营收同比增速



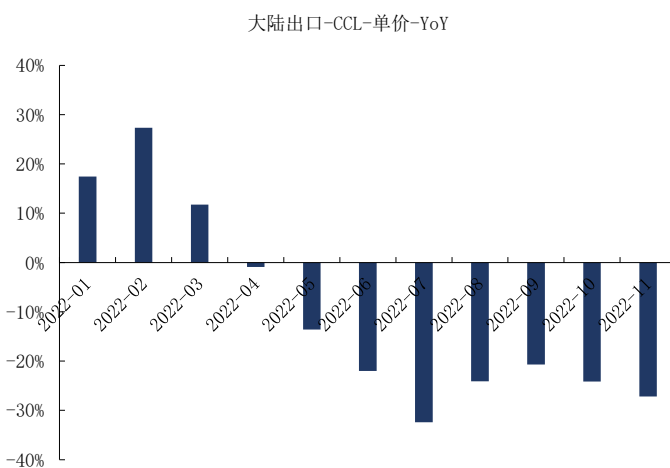
来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 应用在手机类的覆铜板月度营收环比增速



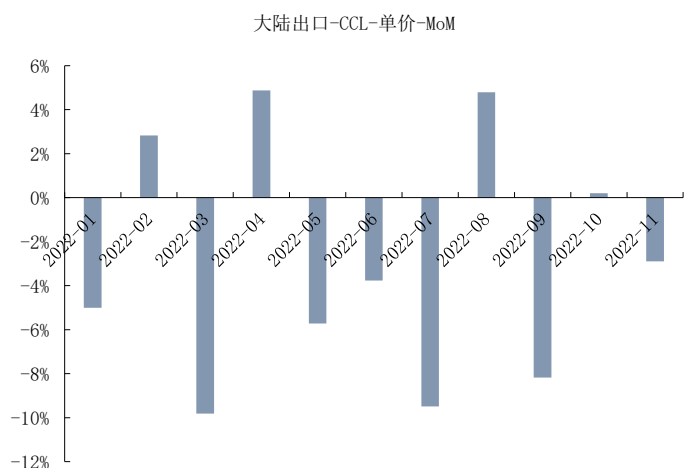
来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 大陆出口覆铜板单价同比增幅



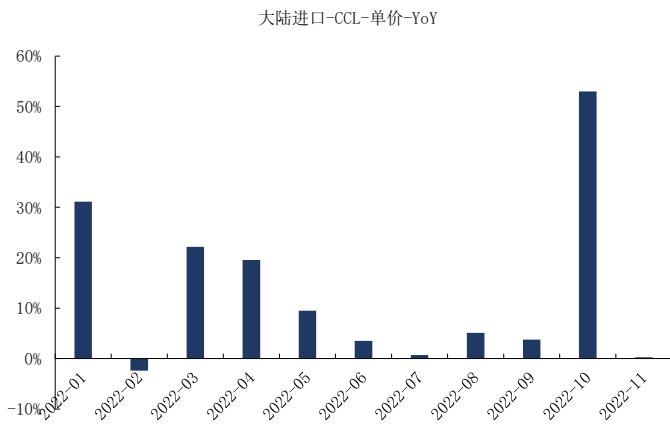
来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 大陆出口覆铜板单价环比增幅

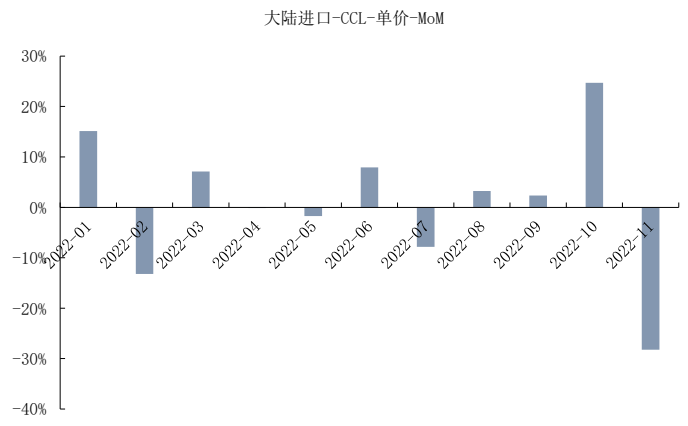


来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 大陆出口覆铜板单价同比增幅



图表18: 大陆出口覆铜板单价环比增幅



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

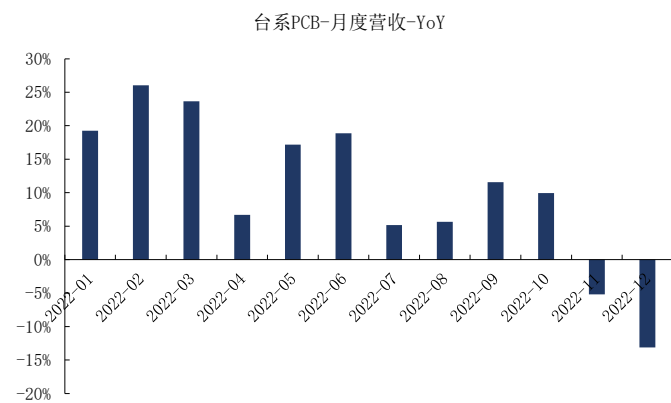
三、PCB: 需求仍然承压, 12月同比降幅扩大

PCB 环节与终端需求紧密联系, 从台系 PCB 厂商 12 月月度营收数据来看, 行业月度营收同比-13% (前值-5%)、环比-8% (前值-6%), 营收压力在 22Q4 逐月扩大。从不同领域来看:

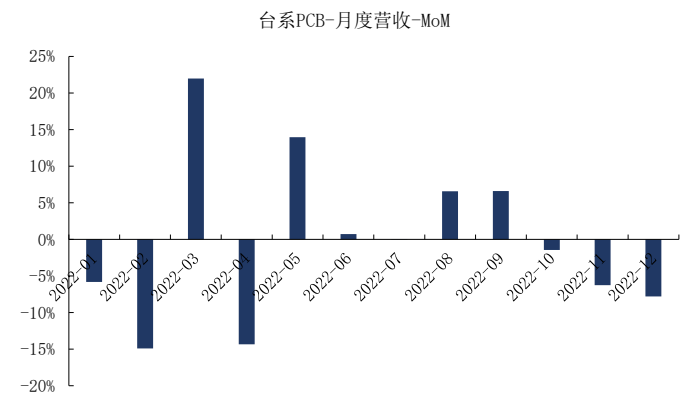
- 移动消费 PCB, 12 月月度营收同比-20% (前值-22%)、环比+11% (前值-29%);
- 消费电子 PCB, 12 月月度营收同比-21% (前值-7%)、环比-11% (前值-15%);
- 电脑 PCB, 12 月月度营收同比-33% (前值-25%)、环比-12% (前值+4%);
- 服务器 PCB, 12 月月度营收同比+7% (前值+13%)、环比-10% (前值-2%);
- 汽车 PCB, 12 月月度营收同比-16% (前值-6%)、环比-9% (前值-3%);
- 半导体 PCB, 12 月月度营收同比-3% (前值 5%)、环比-11% (前值-11%)。

总的来说, PCB 月度营收反映 22Q4 整体景气度仍然承压, 这也是造成上游短期价格反弹后难以形成传导的关键原因。

图表19: 台系 PCB 月度营收同比降幅扩大



图表20: 台系 PCB 月度营收环比继续下滑

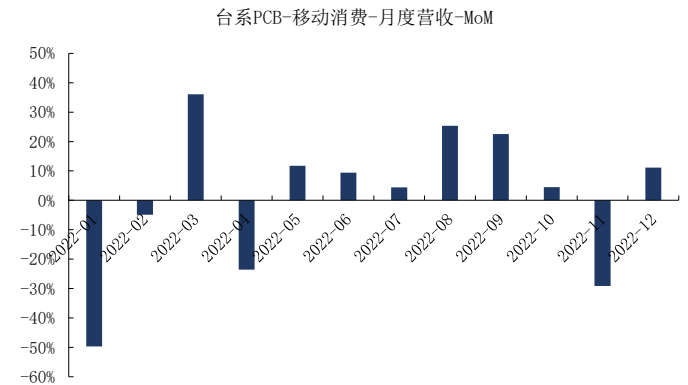
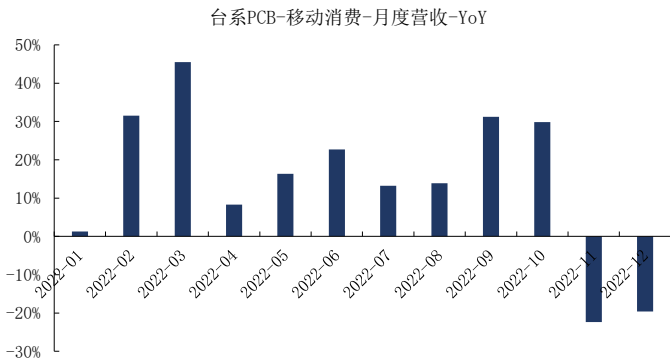


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 应用在移动消费的PCB月度营收同比持续下滑

图表22: 应用在移动消费的PCB月度营收环比略改善

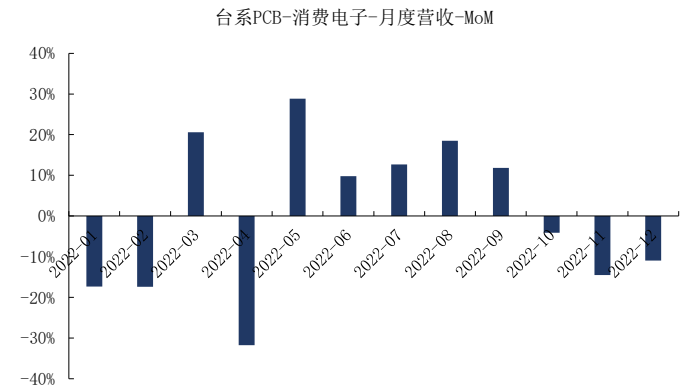
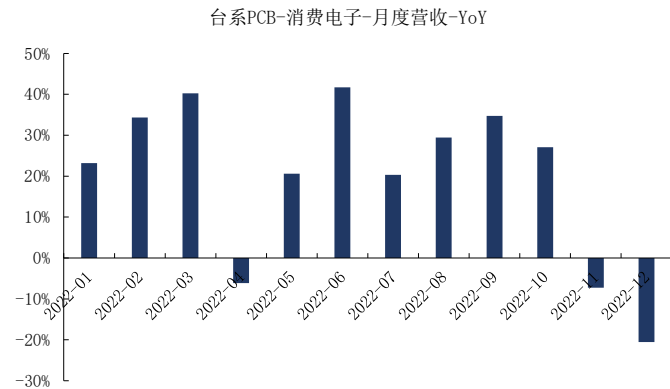


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 应用在消费电子的PCB月度营收同比持续下滑

图表24: 应用在消费电子的PCB月度营收环比未改善

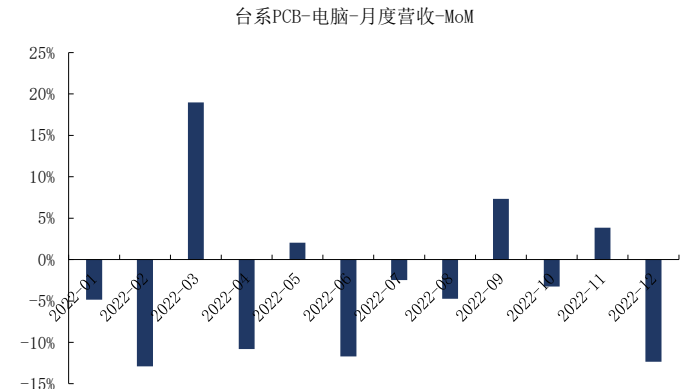
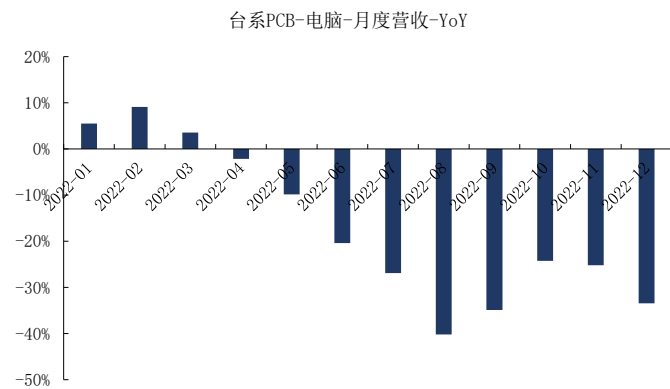


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 应用在电脑的PCB月度营收同比持续下滑

图表26: 应用在电脑的PCB月度营收环比未改善

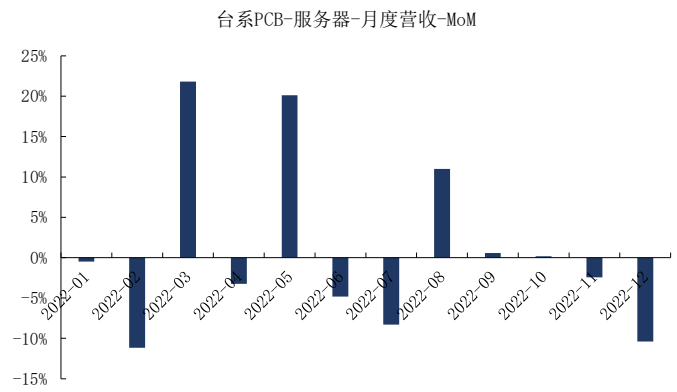
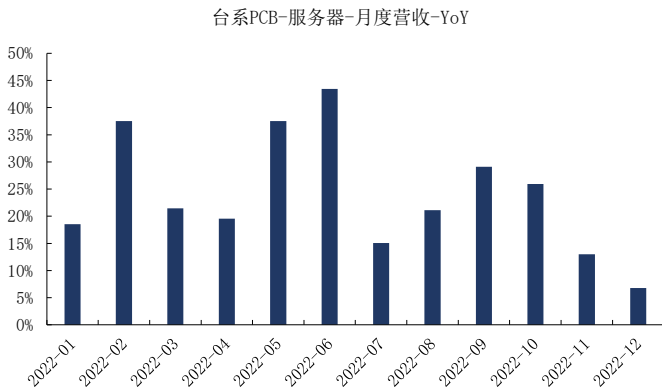


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 应用在服务器的PCB月度营收同比增速收窄

图表28: 应用在服务器的PCB月度营收环比下滑

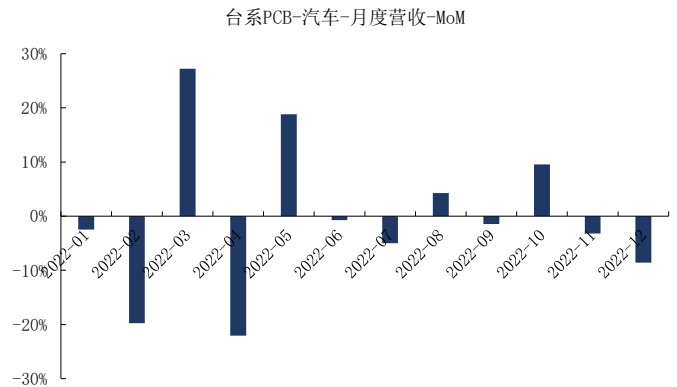
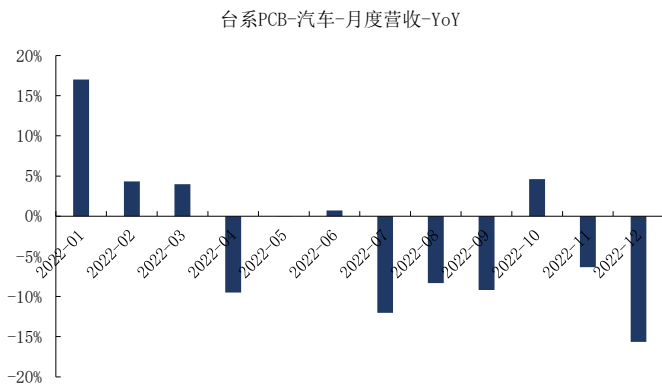


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 应用在汽车的PCB月度营收同比持续下滑

图表30: 应用在汽车的PCB月度营收环比下滑

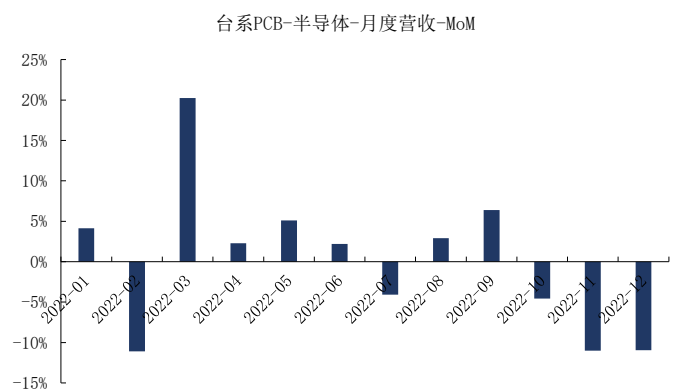
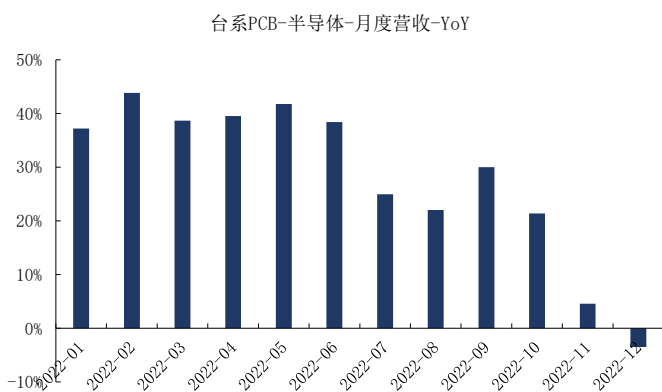


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 半导体类PCB月度营收同比首次出现下滑

图表32: 半导体类PCB月度营收环比持续下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

四、投资建议

综合产业链上下游的月度情况,我们认为PCB产业链基本面尚未迎来实质性变化,并且根据我们的紧密跟踪,因春节、22Q4备货透支拉货需求,2023年第一季度PCB需求景气度承压;不过我们认为23Q1淡季需求承压有利于产业链加速触底,可静待行业反转后新一轮的创新增长机会。

展望2023年,我们观察到电子主要需求仍然改善有限,但不乏一些创新亮点,建议关注有汽车、服务器、载板等领域布局的厂商。结合各类公司业务布局情况,我们推荐顺序为:推荐关注沪电股份、生益科技、联瑞新材、兴森科技、

博敏电子、深南电路、金禄电子、世运电路等具有细分领域主题机会的标的。

五、风险提示

■ 景气度弱化超预期

据前所述,我们认为 PCB 行业景气度短期仍然有弱化风险,如果行业景气度下滑幅度大于预期(如疫情继续干扰需求),那么整个板块的基本面反转将延后,从而成长逻辑也将延后兑现。

■ 原材料价格居高不下

虽然上游原材料(铜、CCL 等)的价格已经有所下滑,从而使得板块虽然营收端承压但盈利在逐渐修复。如若原材料价格下滑幅度不及预期或者节奏较慢,则 PCB 行业整体盈利修复将不及预期。

■ 竞争加剧

近年来国内 PCB 厂商资本开支速度较快,导致产能会有较大释放,我们认为 PCB 整体属于较为定制化产品,产能的绝对扩充不一定能够带来行业的有效供给增加,所以扩产对行业的冲击影响有限。但如若扩产对行业的冲击影响超过我们的预期,行业的盈利也将不及预期。

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 | 北京 | 深圳 |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 | 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 |
| 紫竹国际大厦 7 楼 | | 嘉里建设广场 T3-2402 |