

元件

2023年02月15日

覆铜板行业见底信号已现，需求转旺推动价格上行

——行业点评报告

投资评级：看好（首次）

刘翔（分析师）

林承瑜（分析师）

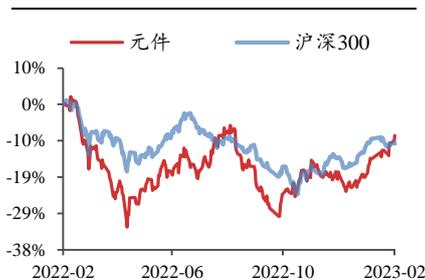
liuxiang2@kysec.cn

linchengyu@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

证书编号：S0790521090001

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

● 覆铜板行业库存已完成去化，行业底部显现

(1) 行业存货周转天数属于电子细分板块中的低水位：选取电子细分行业龙头厂商生益科技、三环集团、捷捷微电、兆易创新 2018Q1~2022Q3 存货周转天数分别为 65~117/138~248/79~165/71~186 天，覆铜板行业的存货周转天数最小及最大值均处于细分行业低位，且由于覆铜板因铜箔容易氧化、难以存放的产品特性，厂商订单交期时间短，范围多在 0.5-1.5 个月之间；**(2) 覆铜板行业已于 2022Q3 完成库存去化：**覆铜板龙头厂商库存存在 2022Q3 率先回落，而 MLCC、功率器件仍处于上升趋势，因 2022Q3 覆铜板价格下跌，在此过程中，下游 PCB 厂商以观望态势为主，加剧了覆铜板库存的去化；**(3) 行业稼动率已迈过 2022Q3 低点，2022Q4-2023Q1 持续修复：**受益于行业低库存、短订单周期，行业稼动率在终端需求修复的过程中持续回升；**(4) 价格底部已经显现。**

● 覆铜板环节强议价力决定亏损难以延续，回暖进程中价格有望得到修正

与下游 PCB 环节相比，覆铜板环节具有更高的集中度和更强的议价能力，2021 年全球刚性覆铜板厂商市占率集中度高达 55%，而 PCB 环节全球前五大厂商集中度仅为 29%，覆铜板作为相对通用化的产品，定价变化灵活，在下游需求景气时，容易向 PCB 环节议价并获取超额利润，而 PCB 产品因一单一议的属性，受到加工时间及下单节奏的牵制，向终端厂商传导价格具有时滞性。2022Q3 以来，三大传统覆铜板主要材料铜箔、玻纤、树脂价格均有上浮，原材料成本压力始终由议价能力较强的覆铜板环节承担，参考南亚新材、华正新材披露的 2022 年业绩快报，测算 2022Q4 华正新材、南亚新材单季度归母净利润为 -0.12~-0.06 亿元 / -0.31~-0.21 亿元，均呈现亏损状态，而 PCB 环节的毛利率仍然维持较高水平。我们认为需求回暖的过程中，覆铜板环节亏损的状态难以延续，价格有望得到进一步修正，产业链各环节利润面临重新分配。根据 PrismaMark 预测，2023Q2 下游 PCB 环节单季度产值有望企稳回升至 191 亿美元，QoQ+5.9%，我们认为下游环节的需求提振有助于覆铜板环节持续提价以修复盈利并获得超额利润。

● 商业模式与产品结构决定覆铜板提价弹性，高端材料升级定义成长主线

覆铜板行业大供应商+散单客户的模式有助于覆铜板企业提价，而产品结构改善，高频高速、BT 材料、ABF 积层胶膜等新兴产品的国产化率攀升将扩充覆铜板企业的成长空间，同时推动企业 ROE 中枢上移，从而进一步带动估值中枢攀升。

● 受益标的

龙头厂商议价能力强势与产品结构升级共振：**生益科技 (600183.SH)**；覆铜板上游原材料垂直一体化厂商：**建滔积层板 (1888.HK)**；小客户订单为主，产品结构偏向传统材料，具有更高盈利弹性：**金安国纪 (002636.SZ)**；产能释放与部分高端产品突破：**华正新材 (603186.SH)**，**南亚新材 (688519.SH)**。

● **风险提示：**行业需求恢复不及预期，上游原材料涨价、行业竞争格局恶化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn