

全球覆铜板领军，行业周期复苏带动利润修复

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 未来1-2年下游周期性复苏有助于公司传导成本压力，利润端修复将带动估值回升。我们测算认为公司ROE有望由当前的12.3%修复至16.0%左右。2) 公司高频高速覆铜板核心性能已比肩海外龙头，未来受益于全球5G基站建设与Eagle Stream换代周期中的份额提升，公司在特种基材市场全球市占率有望由5.0%提升至6.6%。3) 未来三年公司新增产能0.2亿平米/年，新产能释放有望推动公司全球市占率由13.0%提升至15.5%。
- **毛利率阶段性见底，未来周期复苏或将带动利润侧修复。**2022年公司受上游玻纤布、铜等原材料价格上行致使成本端承压，而下游需求侧萎靡导致公司整体价格传导不顺，22Q3毛利率已滑落至近五年来最低水平。根据我们的产业调研，目前上游原材料波动上行空间有限，覆铜板售价已趋稳，我们认为当前毛利率已为底部低点水平，后续待原材料价格下行或需求周期性恢复后，毛利率将逐步修复至20%-21%水平，对应ROE水平将由12.3%修复至16%左右。
- **三大生产基地建设顺利，新产能预计2023年陆续释放。**公司广东松山湖八期、江苏常熟二期建设顺利，预计将于2023Q1后陆续投产，共计新增年产能0.2亿平米。根据我们测算，新厂建成后将为公司打开25亿元以上新增年产值空间，产能供给较充足。基于产能规划测算，我们预计公司全球市占率有望由2021年的13.0%提升至2024年的15.5%，全球市占率稳步提升。
- **高频高速可对标海外龙头，24年市占率有望提升至6.4%。**公司目前在高频高速覆铜板领域已处于国内龙头，全球一流水平，高频覆铜板核心指标上已可比肩海外龙头。高频覆铜板来看，公司产品在Dk、Df关键参数上与罗杰斯基本追平，下游切入中兴、华为、诺基亚等全球通信龙头供应链。高速板领域，公司S6/S6N产品已可对标松下M6/M7NE系列高端产品，并且在未来2-3年S8系列材料有望实现对海外厂商的超越。中长期看，公司高频高速领域技术实力已达全球一流，未来将受益于Eagle Stream服务器平台换代周期，我们预计2024年公司在全球特种基材覆铜板市占率有望提升至6.6%。
- **盈利预测与投资建议：**公司在覆铜板领域全球龙头市场地位稳固，未来新增产能规划充足，高频高速产品有望持续推动下游覆铜板国产化替代，业绩增长确定性较强，我们认为公司应当享有一定估值溢价。我们给予公司2023年24倍PE，对应市值497.1亿元，对应目标价21.36元，给予“买入”评级。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	20274.26	17901.57	21076.04	24306.19
增长率	38.04%	-11.70%	17.73%	15.33%
归属母公司净利润（百万元）	2829.68	1461.06	2060.72	2603.67
增长率	68.38%	-48.37%	41.04%	26.35%
每股收益EPS（元）	1.22	0.63	0.89	1.12
净资产收益率ROE	19.67%	10.12%	13.18%	15.28%
PE	14.08	27.45	19.46	15.40
PB	3.06	3.06	2.81	2.57

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王谋
执业证号：S1250521050001
电话：0755-23617478
邮箱：wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	23.27
流通A股(亿股)	23.27
52周内股价区间(元)	12.70-23.26
总市值(亿元)	383.56
总资产(亿元)	246.16
每股净资产(元)	5.67

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1: 覆铜板业务方面, 公司陕西工厂于 22Q3 投产, 常熟、松山湖工厂预计 23Q1 投产, 我们测算公司总产能将由 1.2 亿平米/年提升至 1.4 亿平米/年, 我们假设 2022-2024 年期间产能利用率分别为 90%/93%/98%。价格方面, 2021 年 CCL 产品均价为 114 元/平米, 我们预计 2022-2024 年期间 CCL 产品均价分别同比-14%/+5%/+5%。

假设 2: 印制电路板业务方面, 我们预计公司产能由 2021 年的 116 万平米/年提升至 2024 年的 201 万平米/年, 假设期间产能利用率分别达到 75%/79%/90%, 其中 2021 年产品单价为 3067 元/平米, 我们预计 2022-2024 年均价同比变动为-5%/+5%/+5%。

我们区别于市场的观点

2022 年以来覆铜板行业受上游大宗商品涨价与下游需求不景气导致毛利率大幅承压, 市场对于公司盈利能力趋于谨慎, 但我们认为当前毛利率已处于周期底部低点水平, 中长期需求周期性复苏后公司将向下游传导原材料成本压力, 利润端具备较大修复空间。

股价上涨的催化因素

常熟、广东工厂投产; 上游原材料价格下跌; 5G 建设招标超预期。

估值和目标价格

公司业务布局未来主要有几大核心看点: 1) 公司松山湖、常熟、陕西等地共计规划约 2260 万平米/年新增产能, 未来产能规划充足; 2) 公司近几年在高频高速领域产品核心参数已追平海外龙头产品, 实现国内对海外技术垄断的突破, 未来几年将持续受益于高端产品在下游客户中的份额提升。

基于以上考虑, 我们认为公司在覆铜板领域全球龙头市场地位稳固, 产品结构、资产端营运能力与盈利能力均强于同行, 高频高速产品有望持续突破海外技术壁垒推动下游 PCB 相关领域国产化替代, 未来业绩确定性较强。我们认为公司当前盈利能力已处于周期底部水平, 未来利润率修复将带动估值回升, 基于以上分析我们认为公司较行业可比公司而言应享有一定估值溢价, 我们给予公司 2023 年 24 倍 PE, 对应市值 497.1 亿元, 对应目标价 21.36 元, 给予“买入”评级。

投资风险

覆铜板需求不及预期, 产能建设不及预期, 高速覆铜板客户导入不及预期。

目 录

1 公司概况：国内覆铜板领域龙头，业绩稳步提升	1
1.1 公司简介：多年深耕覆铜板领域，技术与客户资源积累深厚	1
1.2 公司业绩：业绩整体稳步向上，今年受外部因素扰动短期承压	1
2 行业分析：中国大陆为 CCL 主要产地，高端类待突破	5
2.1 行业概况：PCB 核心原料，产品向高频高速类升级突破	5
2.2 行业增长动能：关注新能源汽车、服务器等 PCB 下游增量	7
2.3 竞争格局：行业高度集中，中国大陆与中国台湾厂为主要玩家	13
3 公司分析：覆铜板全品类布局，未来增长确定性较强	15
3.1 产品介绍：国内 CCL 龙头，产品向高频高速稳步拓展	15
3.2 产能情况：产能规划饱满，未来三年产能逐步释放	16
3.3 公司核心竞争力：高频高速比肩海外，高端布局平抑周期波动	17
3.4 增长驱动力：周期性复苏带动盈利修复，中长期确定性较强	18
4 盈利预测与估值	21
4.1 盈利预测	21
4.2 相对估值	22
5 风险提示	22

图 目 录

图 1: 2022Q3 公司股权结构情况.....	1
图 2: 公司 2022H1 主营业务结构情况.....	2
图 3: 公司 2022H1 主营业务毛利情况.....	2
图 4: 公司营业收入及增速情况.....	2
图 5: 公司归母净利润及增速情况.....	2
图 6: 公司毛利率与净利率情况.....	3
图 7: 公司费用率变动情况.....	3
图 8: 公司净资产收益率情况.....	3
图 9: 公司人均创收及增速.....	4
图 10: 公司人均创利及增速.....	4
图 11: 公司经营活动现金流情况及增速.....	4
图 12: 公司净现比情况.....	4
图 13: PCB 产业链情况.....	5
图 14: 2021 年覆铜板成本拆分情况.....	6
图 15: 2020 年覆铜板细分市场结构情况 (产值口径).....	7
图 16: 2021 年全球 PCB 下游应用领域拆分.....	7
图 17: 2016-2021 年全球 PCB 行业规模.....	8
图 18: 2016-2021 年中国大陆 PCB 行业规模.....	8
图 19: 2009-2021 年全球 CCL 行业规模.....	8
图 20: 2014-2021 年中国大陆 CCL 行业规模.....	8
图 21: 中国大陆地区 CCL 产值占全球比重.....	9
图 22: 全球通讯行业产值、PCB 市场规模与占比.....	9
图 23: 中国 5G 基站投资额与安装量及预测.....	10
图 24: 全球汽车行业产值、PCB 市场规模与占比.....	10
图 25: 2021-2025 年国内新能源汽车销量 (百万台).....	11
图 26: 全球消费电子行业产值、PCB 市场规模与占比.....	11
图 27: 2021-2022 年消费电子领域销量及预测 (百万台).....	12
图 28: 2022-2026 年中国智能家居出货量 (百万台).....	12
图 29: 2021-2026 年中国蓝牙耳机出货情况 (百万台).....	12
图 30: 2018-2022 年全球服务器行业产值及预测.....	13
图 31: 2021 年全球覆铜板行业市场份额情况.....	13
图 32: 2018-2021 年行业研发费用率情况.....	17
图 33: 2016-2021 年行业各公司研发人数情况.....	17
图 34: 行业覆铜板平均售价 (元/平方米).....	17
图 35: 行业主要公司毛利率情况.....	17
图 36: 2016-2021 年覆铜板行业主要公司营收/固定资产比例情况.....	18
图 37: 2021 年覆铜板产品成本构成.....	19
图 38: 近三年玻纤布价格趋势情况.....	19
图 39: 2016-2022 年环氧树脂价格情况.....	19
图 40: 2016-2022 年 LME 铜价情况.....	19

表 目 录

表 1: 主要 CCL 产品与下游应用领域.....	5
表 2: 2021 年全球主要覆铜板企业.....	14
表 3: 全球主要覆铜板企业与核心参数情况	14
表 4: 2021 年全球主要高频高速覆铜板企业产品及性能对比	14
表 5: 公司普通覆铜板产品情况	15
表 6: 公司高频高速覆铜板产品情况.....	15
表 7: 公司主要生产基地项目情况	16
表 8: 公司待投产项目情况	16
表 9: 公司高频板核心参数对比	18
表 10: CCL 行业空间以及生益科技收入、市占率测算	21
表 11: 分业务收入及毛利率	22
表 12: 可比公司估值	22
附表: 财务预测与估值	23

1 公司概况：国内覆铜板领域龙头，业绩稳步提升

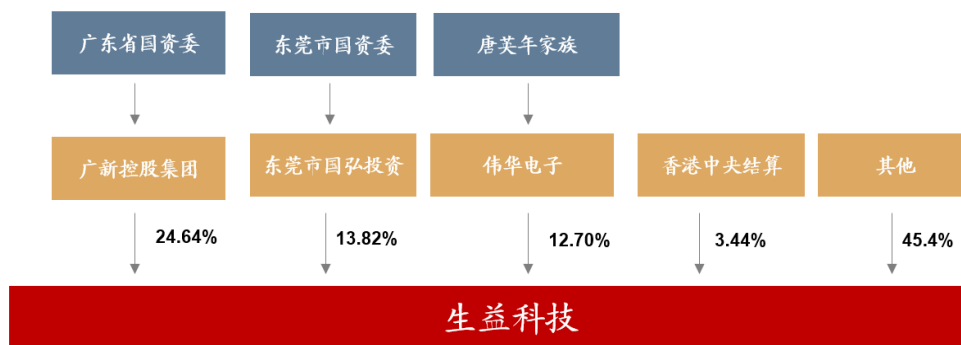
1.1 公司简介：多年深耕覆铜板领域，技术与客户资源积累深厚

生益科技创始于 1985 年，是集研发、生产、销售、服务为一体的全球电子电路基材核心供应商。公司主要从事覆铜板、粘结片和印制电路板的设计、生产与销售，目前可实现自主生产覆铜板、半固化片、绝缘层压板、金属基覆铜箔板、涂树脂铜箔、覆盖膜类等高端电子材料。公司产品在下游主要被用于制作单、双面线路板及高多层线路板，被广泛应用于 5G 天线、通讯基站、大型计算机、高端服务器、航空航天工业、芯片封装、汽车电子、智能家居、工控医疗设备、家电、消费类终端等领域。

技术保持领先优势，下游客户资源积累深厚。公司技术积累深厚，经营管理优势明显，率先在行业内通过 ISO9001、ISO14001、ISO/TS16949 和 BS7799 信息安全等管理体系认证。凭借多年与下游客户的深度合作，公司的主要产品已获得博世、联想、索尼、飞利浦等国际、国内知名企业的认证，产品竞争优势明显，在美洲、欧洲、韩国、日本、东南亚等世界多个国家和地区取得了广泛销售。

公司股权结构分散，地方国资委为大股东。公司股权结构较为分散，目前暂无绝对控股股东，背后第一大股东广新控股集团和第二大股东东莞市国弘投资分别隶属于广东省国资委、东莞市国资委，2022Q3 合计持股占比达 38.46%。公司第三大股东伟华电子背后为港商唐英年家族，实力较为雄厚。

图 1：2022Q3 公司股权结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 公司业绩：业绩整体稳步向上，今年受外部因素扰动短期承压

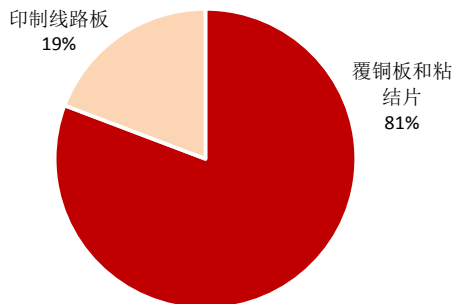
1.2.1 成长能力：营收稳步成长，利润端逐年释放

公司的主营业务主要包括：覆铜板和粘结片、印制线路板两块组成：

从营收结构来看，2022H1 公司覆铜板和粘结片业务实现营业收入 72.8 亿元，同比下降 8.3%，占营业收入比重达 81%；印制线路板业务实现营业收入 17.3 亿元，同比增长 6.5%，占营业收入比重为 19%。

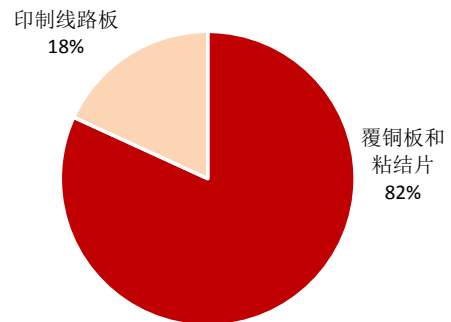
从毛利结构来看，2022H1 年公司覆铜板和粘结片业务毛利率为 22.66%，同比下降 4.8pp，毛利占比达 82%，为公司主要利润来源；印制线路板业务毛利率为 21.2%，同比上行 3.6pp，毛利占比为 18%。

图 2：公司 2022H1 主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

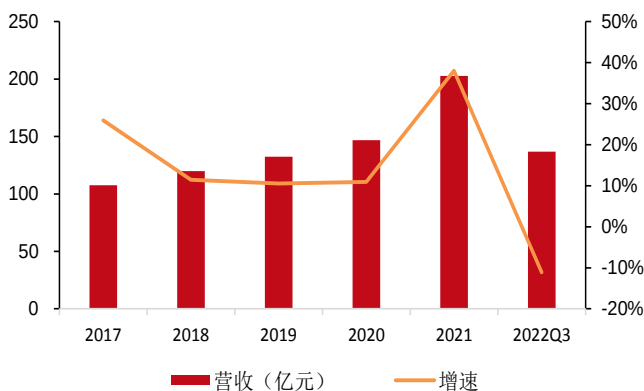
图 3：公司 2022H1 主营业务毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

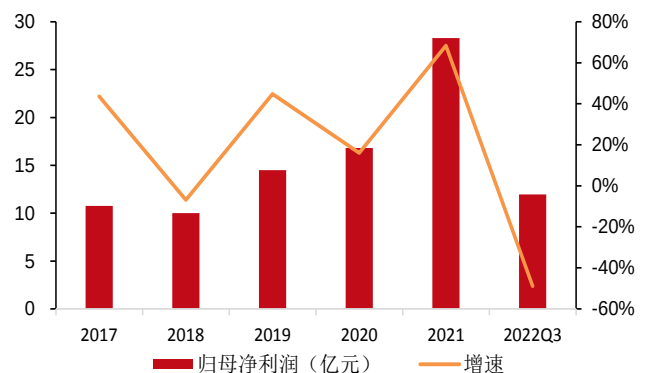
营收稳步增长，利润端逐年释放。2017-2021 年，公司营业收入由 119.8 亿元增至 202.7 亿元，2018-2021 期间四年收入复合增速为 17.2%，整体呈现稳步增长态势。截至 2022Q3，公司营收为 136.8 亿元，同比下滑 11.1%，2022 年以来受全球宏观经济衰退与地缘政治冲突影响，公司收入端短暂承压。利润端来看，公司 2021 年归母净利润为 28.3 亿元，同比增速为 68.4%，呈现快速提升态势，主要受益于产品价格上行带动；截至 2022Q3，公司归母净利润为 12.0 亿元，同比下滑 48.9%，主要因原材料价格上行叠加价格传导不顺致使利润承压。

图 4：公司营业收入及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司归母净利润及增速情况



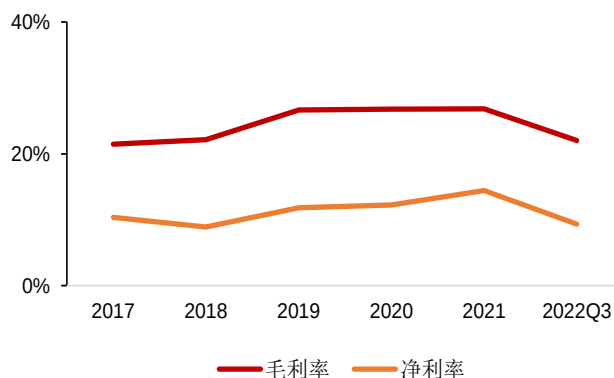
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2.2 盈利能力：毛利率呈现上行趋势，盈利能力得到改善

降本增效推动净利率稳步提升。1) 利润率方面：2017-2021 年公司毛利率由 21.5% 上升至 26.8%，整体呈现稳步上升态势。2021 年，公司净利率为 14.4%，较 2020 年同期提升 2.2pp，主要受公司降本增效推动利润释放。截至 2022Q3，公司毛利率为 22.0%，同比下滑 5.8pp，净利率为 9.3%，同比下滑 6.4pp，全球通胀与需求下行导致公司毛利率承压。

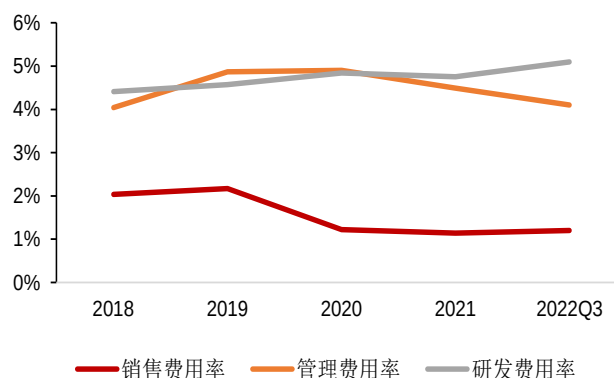
2) 费用率方面：2017-2021 年，公司销售费用率从 2.0% 下降至 1.1%，截至 2022Q3 公司销售费用率为 1.2%，整体保持稳定；同期间，公司管理费用率从 6.4% 下降至 4.5%，截至 2022Q3，公司管理费用率进一步降至 4.1%；2018-2021 年期间，公司研发费用率从 4.4% 持续攀升至 4.8%，截至 2022Q3 进一步提升至 5.1%。公司近五年来费用控制能力增强，研发投入力度逐年加大。

图 6：公司毛利率与净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

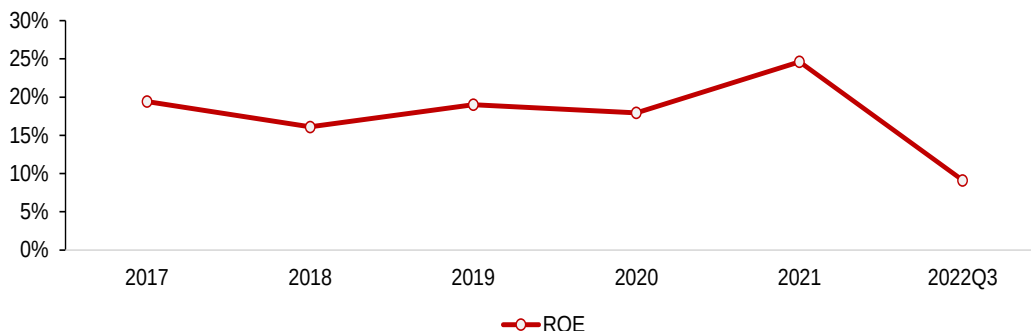
图 7：公司费用率变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

历史 ROE 呈现震荡上行趋势，2022 年受外部经济影响下滑。2017-2021 年期间，公司 ROE 受周期波动影响整体呈现震荡上行态势，盈利中枢提升。2022 年以来公司受通胀对利润的侵蚀以及下游不景气导致价格传导不顺，销售净利率大幅下滑带动公司 ROE 水平大幅下跌，截至 2022Q3，公司 ROE 为 9.2%，同比下滑 11.4pp。

图 8：公司净资产收益率情况

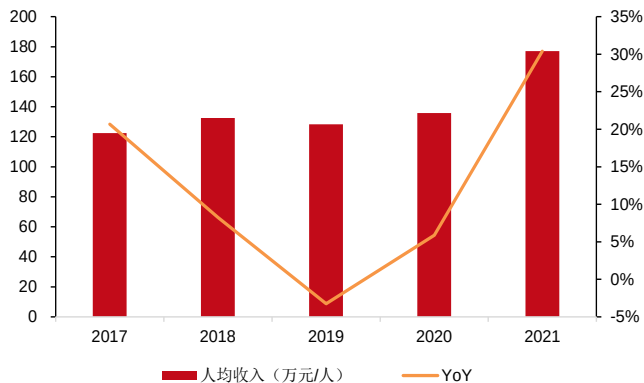


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2.3 人均指标：人均创收与创利均呈逐年提升

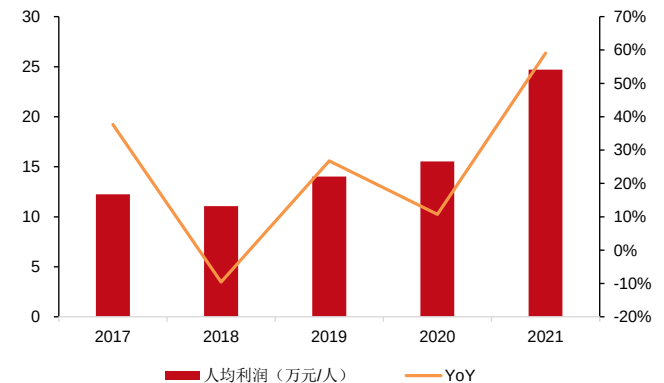
2021 年公司人均创收与创利均创新高。2017-2021 年，公司人均创收由 122.4 万元上升至 177.1 万元，整体呈现上升趋势。同期间，公司人均创利指标由 12.2 万元提升至 24.7 万元，人均创利指标快速增长。得益于公司盈利能力提升，人均指标均创下新高。

图 9：公司人均创收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：公司人均创利及增速

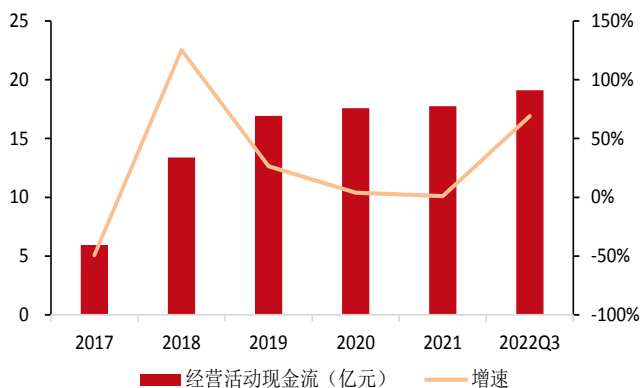


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2.4 盈利质量：应收账款回款管理加强稳定经营性现金流

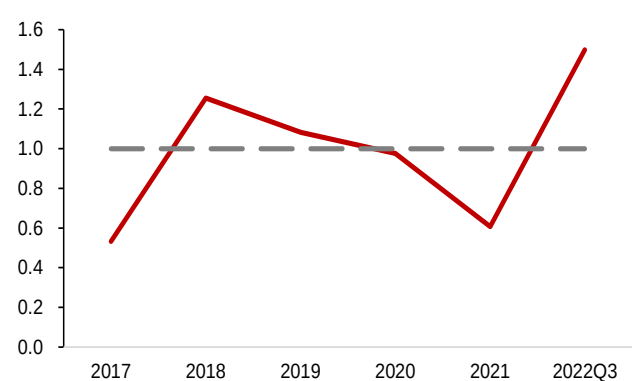
下行周期回款管理加强带动经营现金流上行。1) 经营活动现金流：2017-2021 年，公司经营活动现金流净额由 5.9 亿元逐年提升至 17.8 亿元，2022Q3 公司经营活动现金流净额为 19.1 亿元，较去年同期增长 69.0%。下行周期背景下，公司开始加强应收账款回款管理，经营现金流呈现上升。2) 净现比：2018-2021 期间，公司净现比整体仍低于 1.0，表明公司在产业链中的话语权仍有进一步增强空间，截至 2022Q3，公司净现比为 1.5，主要因公司加强回款管理带动该比率上行。

图 11：公司经营活动现金流情况及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：公司净现比情况



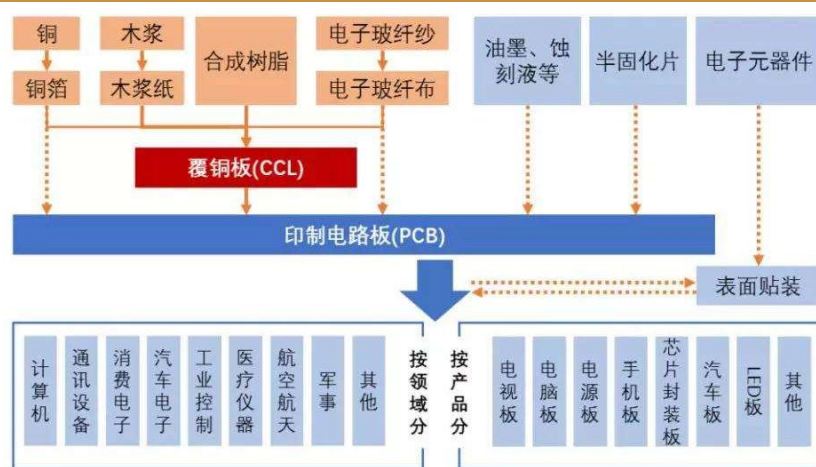
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：中国大陆为 CCL 主要产地，高端类待突破

2.1 行业概况：PCB 核心原料，产品向高频高速类升级突破

覆铜板（Copper Clad Laminate，简称 CCL）是用于 PCB 制造的核心材料之一，是由木浆纸或玻纤布等增强材料浸没树脂液后与铜箔进行热压而成，对 PCB 主要起到互通互导、绝缘和支撑的作用，对 PCB 产品中的传输速度、能量损失和特性阻抗起到决定性作用。覆铜板是全球电子行业发展的重要基石，其在下游直接应用于 PCB 生产制造中，最终与电子元器件等进行表面贴装后，被广泛应用于计算机、手机、通讯、航空航天、汽车等众多领域。

图 13：PCB 产业链情况



数据来源：西南证券

覆铜板细分种类较多，FR-4 为行业主要需求。从分类上看，覆铜板按机械刚性可区分为传统刚性覆铜板和挠性覆铜板，按增强材料看，刚性覆铜板又可分为玻纤布基、纸基、复合基、特殊型等产品。2021 年刚性覆铜板仍占市场主流需求（85.8%），其中玻纤布基覆铜板 FR-4 为行业目前的主要需求；挠性覆铜板则占比较小（6.0%），但随着手机和可穿戴设备出货量上行带动，挠性覆铜板近年来的占比也处于稳步提升趋势。

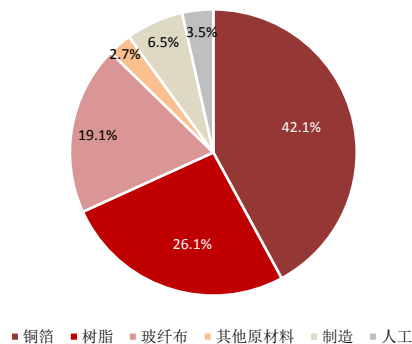
表 1：主要 CCL 产品与下游应用领域

产品种类	增强材料	常见型号	优点	缺点	应用领域
刚性覆铜板	纸基覆铜板	FR1 XPC FR-3	• 成本低、密度小 • 便于加工	• 工作温度低 • 耐热、耐湿性差	用于需要刚性物理支撑的产品
	玻纤布基覆铜板	FR-4	• 电气性能良好 • 性能稳定 • 工作温度范围大	• 制造成本较高 • 机械加工性能较弱	
	复合基覆铜板	CEM-1 CEM-3	• 尺寸精度高 • 稳定性好	• 性能略弱于 FR-4	
挠性覆铜板	聚酯薄膜 聚酰亚胺薄膜	FCCL	• 可弯曲 • 高耐热	• 制造成本高 • 加工工艺性差	手机、相机、电脑等便携式设备中

数据来源：公司公告，西南证券整理

成本端上看，CCL 对上游材料价格敏感，原材料占成本超九成。从产业链上看，覆铜板上游主要有铜箔、木浆纸、合成树脂和电子纤维布等原材料构成，占覆铜板成本约 90%，其中铜箔、树脂、玻纤布占成本比重分别为 42%、26%、19%，对上游原材料价格波动较为敏感。因此，大宗商品价格波动将直接影响到覆铜板产品生产成本与产品毛利率。

图 14：2021 年覆铜板成本拆分情况



数据来源：南亚新材招股说明书，超华科技，前瞻产业研究院，西南证券整理

行业趋势上，无铅无卤、高频高速、轻薄化为行业主流发展趋势。目前 CCL 行业受环保政策、5G 通讯、智能可穿戴设备等需求带动，无卤无铅、高频高速、轻薄化为行业未来主要发展方向：

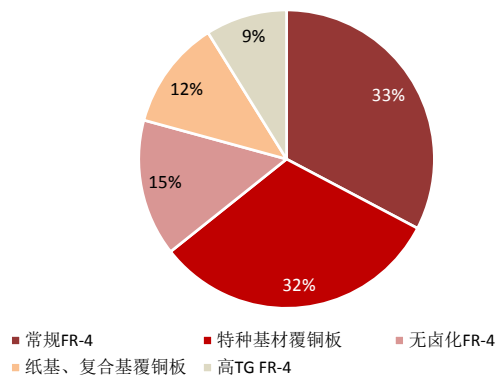
- 1) **无铅无卤化**：欧盟出于环保要求于 2006 年开始对含铅和卤族元素的产品限制使用，覆铜板无铅无卤化逐步成为全球主流趋势。无铅化覆铜板由于需要更高的加热温度用于焊接，对覆铜板的耐热性提出更高要求。无卤化则在阻燃剂、树脂配方上需要调整，厂商需要更长时间来积累经验实现覆铜板性能的稳定。
- 2) **高频高速化**：5G 通讯的带宽与传输速率的大幅提升对覆铜板电性能产生了更高要求，为减少信号衰减，覆铜板需要满足低 Dk 和低 Df，并且对覆铜板介质厚度均匀性产生了较高要求，以满足特性阻抗精度控制与信号完整性。
- 3) **轻薄化**：随着智能手机、可穿戴设备的升级，小型化、高密度成为设备主流发展趋势，设备对覆铜板的轻薄、工艺稳定性、可加工性能都提出更高要求，以满足下游高多层 PCB 与 HDI 板的生产需求。

市场结构上，常规 FR-4 与特种基材覆铜板为主要需求来源。根据 CCLA 数据，覆铜板市场下游常规 FR-4 和特种基材覆铜板为主要需求，2021 年 FR-4 / 特种基材覆铜板下游占比分别为 33% / 32%，无卤化 FR-4、纸基与复合基覆铜板、高 TG FR-4 占比分别为 15% / 12% / 9%。细分市场中特种基材需求呈现逐年提升态势，主要受通讯、服务器、HPC 等领域对高频、高速类产品和封装基板类产品的需求拉动，其余领域则呈现相对稳定态势。

高频高速板为行业目前主要发展趋势。受 5G、服务器等领域需求带动，高频高速覆铜板需求释放。高频覆铜板工作频率通常处于 5GHz 以上，需要具备超低损耗特性，高速覆铜板则需要具备高信号传输、高特性阻抗精度、低传送信号分散性、低损耗等性能指标。低介电常数 (Dk)、低介电损耗因子 (Df) 是实现高频高速的关键。

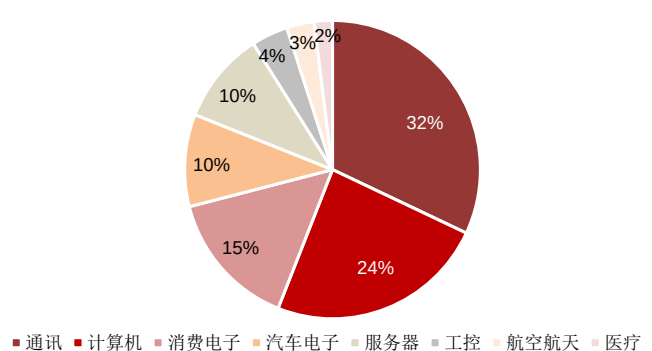
下游 PCB 市场结构：通讯与计算机占据主要需求，汽车与服务器提供增量空间。从覆铜板市场结构来看，2020 年常规 FR-4 和特种基材覆铜板为主流需求，分别占比 33%/32%。从下游应用结构来看，2021 年下游 PCB 中通讯、计算机、消费电子、汽车电子、服务器为主要应用领域，分别占比 32%/24%/15%/10%/10%。从未来 1-3 年维度看，通讯领域增长将主要由海外 5G 建设进度所决定，高频覆铜板需求亦将受此需求支撑；计算机、消费电子领域受下游渗透率见顶，未来增速将逐步平缓；而汽车电子、服务器等领域需求相对强劲，是未来 PCB 市场重要增量来源，未来对高多层板/高速板的需求将分别带动 FR-4/高速覆铜板等产品的需求。

图 15：2020 年覆铜板细分市场结构情况（产值口径）



数据来源：Prismark，西南证券整理

图 16：2021 年全球 PCB 下游应用领域拆分



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

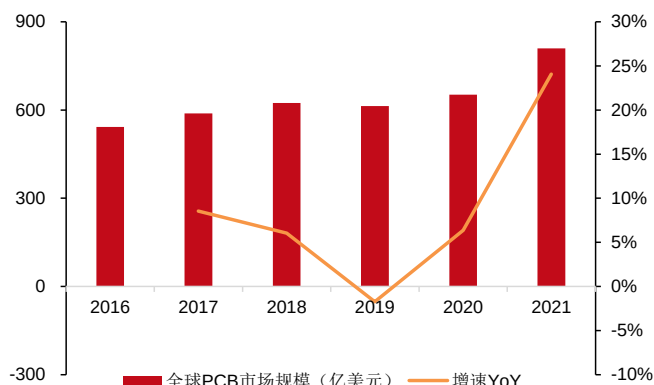
2.2 行业增长动能：关注新能源汽车、服务器等 PCB 下游增量

2.2.1 PCB 产业链转移带动本土 CCL 需求高增

2021 年全球 PCB 行业 809 亿美元市场，整体保持稳步增长态势。根据 Prismark 数据，2016 年全球 PCB 市场规模为 542 亿美元，2021 年增长至 809 亿美元，2017-2021 年期间五年复合增速达 8.6%，整体呈现平稳增长趋势，其中 2019 年受中美贸易摩擦与手机需求疲软导致行业小幅下行，2021 年在全球缺芯带动下行业迎来高速增长。

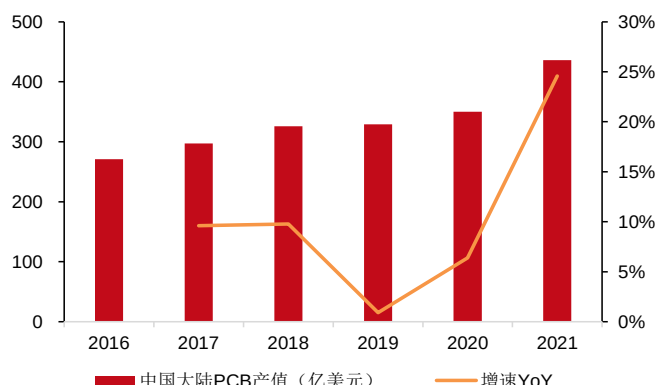
低成本与产业链优势推动大陆 PCB 行业崛起，本土 CCL 产业顺势崛起。2016 年中国大陆 PCB 市场规模为 271 亿美元，2021 年增长至 436 亿美元，2017-2021 年期间五年复合增速达 10.0%，快于全球增速水平。大陆 PCB 产业链的崛起带动了对本土 CCL 需求，本土 CCL 厂商凭借成本、物流、本土化服务等优势受益于 PCB 产业链的转移迎来快速崛起。

图 17: 2016-2021 年全球 PCB 行业规模



数据来源: Prisma, 西南证券整理

图 18: 2016-2021 年中国大陆 PCB 行业规模



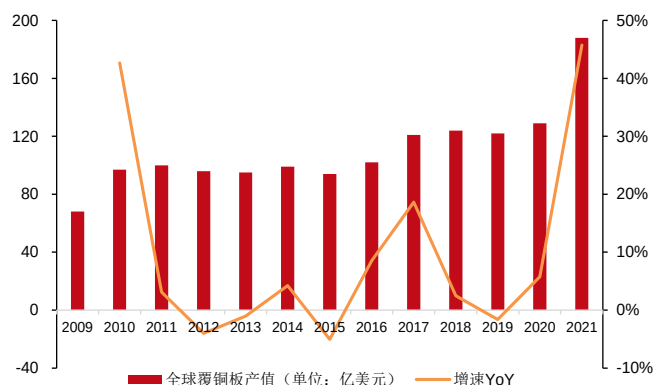
数据来源: Prisma, 西南证券整理

2.2.2 全球 188 亿美元 CCL 市场，中国大陆地区产值占比稳步提升

2021 年全球 CCL 行业 188 亿美元市场，整体呈现周期上行趋势。根据 Prisma 数据，2009 年全球 CCL 市场规模为 68 亿美元，2021 年增长至 188 亿美元，2010-2021 年期间 12 年复合增速达 8.8%。CCL 行业整体增长呈现出较强周期性，历史上看通常 4-5 年为一波周期，需求端的爆发为上行周期的主要推动力。

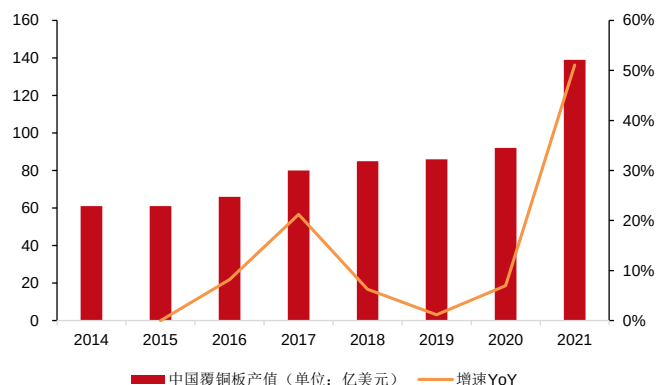
2021 年中国大陆 CCL 行业产值达 139 亿美元，成本优势与产业链助力大陆 CCL 行业崛起。2014 年中国大陆 CCL 市场规模为 61 亿美元，2021 年增长至 139 亿美元，2015-2021 年期间 7 年复合增速达 12.5%，快于全球增速水平，占全球比重由 62% 提升至 74%。中国大陆 CCL 行业崛起主要得益于全球 PCB 产业向大陆转移带动的本土覆铜板需求，此外华为、中兴等厂商在 5G 基站领域领先也一定程度推动了本土 CCL 向高频高速领域升级的进展。

图 19: 2009-2021 年全球 CCL 行业规模



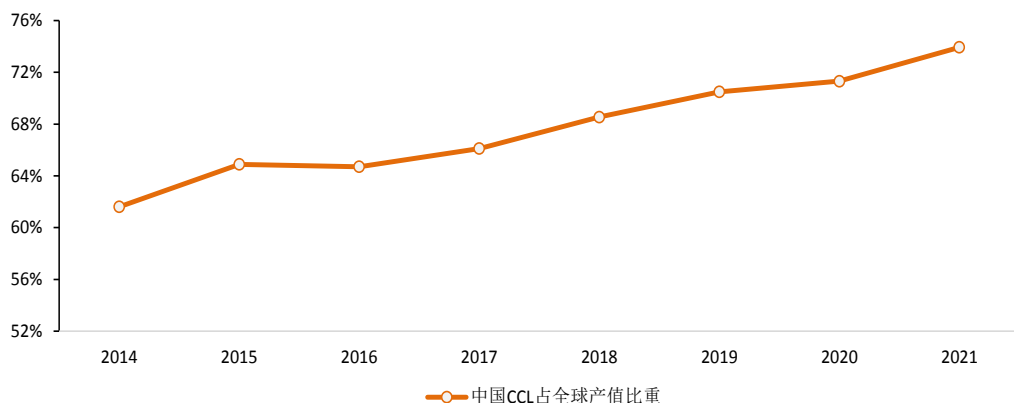
数据来源: Prisma, 西南证券整理

图 20: 2014-2021 年中国大陆 CCL 行业规模



数据来源: Prisma, 西南证券整理

图 21：中国大陆地区 CCL 产值占全球比重

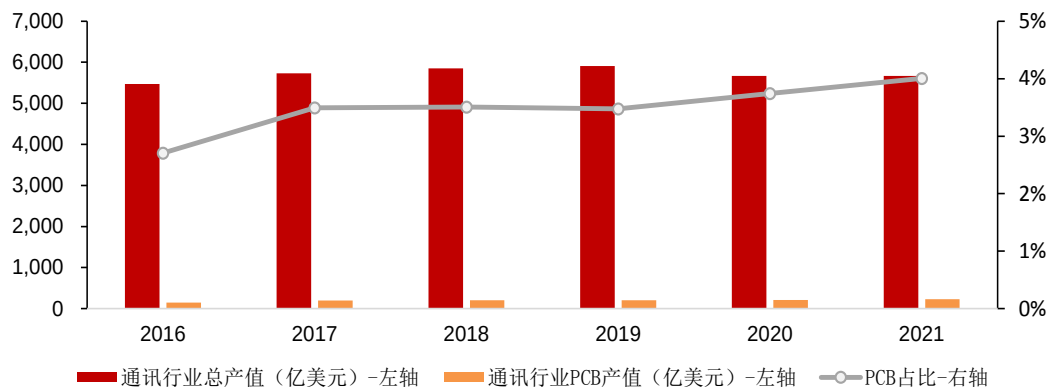


数据来源：Prismark，西南证券测算

2.2.3 通讯：海外 5G 市场复苏有望带动高频 CCL 需求

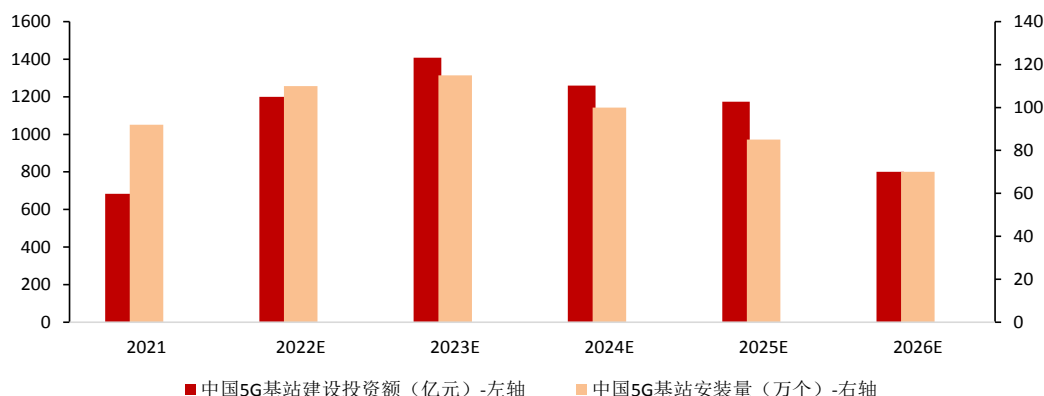
5G 建设周期为本轮通信领域 PCB 增长主要推动力。PCB 下游通讯市场产品主要包含手机、基站、交换机、路由器等产品，本轮 5G 需求推动了下端高速高频类 PCB 产品需求放量。根据 Prismark 数据，2016 年全球通讯领域 PCB 市场规模为 148 亿美元，2021 年增长至 227 亿美元，2017-2021 年期间五年复合增速达 8.9%，PCB 占下游通讯市场总产值由 2.7% 提升至 4.0%，需求量与价值量出现明显提升。

图 22：全球通讯行业产值、PCB 市场规模与占比



数据来源：Prismark，西南证券整理

短期维度存在增量空间，但国内通信市场 5G 基站建设高峰已趋近尾声。我国 5G 大规模建设开始于 2019 年，从投资额与安装数量数据看，5G 建设周期正逐步进入尾声，本轮 5G 周期或于 23 年左右见顶。短期维度上，根据 Datayes 数据预测，2022-2023 年中国基站新安装数量有望分别同比增长 20% / 5%，基站数量建设的提升将继续带动通讯行业 PCB 需求增长；中长期维度上，5G 建设周期中的宏基站建设进入尾声，根据我们的产业调研后续将以微基站城镇覆盖与旧基站升级为主，通讯领域需求增长将逐步回落趋稳。

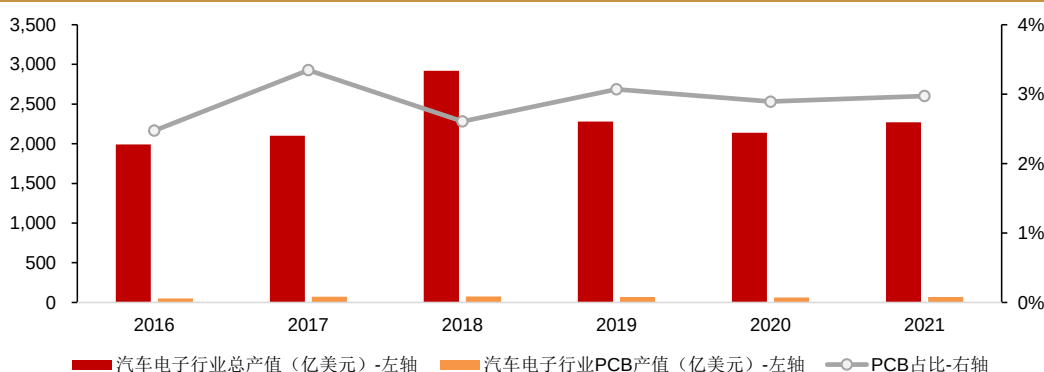
图 23：中国 5G 基站投资额与安装量及预测


数据来源：Datayes，西南证券整理

海外 5G 基站建设仍有一定增量空间。从通信领域 5G 建设来看，国内虽然增量需求空间逐步减小，但从全球维度下海外 5G 基站建设仍有增量空间。具体分地区来看，根据产业调研，欧美、日韩等地 5G 渗透率已达到一定水平，东南亚等地渗透率仍较低，未来东南亚地区的 5G 建设将成为主要增量市场。

2.2.4 汽车：单车 PCB 用量提升带动刚性覆铜板需求

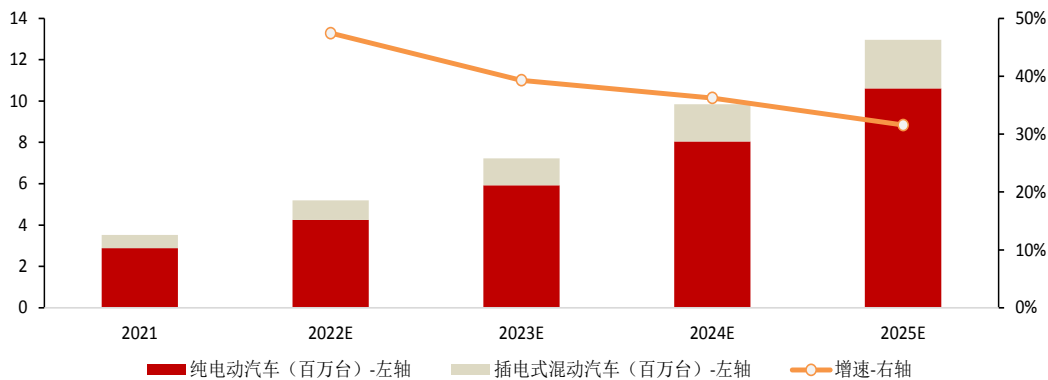
汽车电动化与智能化带动单车 PCB 需求增长。随着全球新能源汽车崛起，汽车正逐步向电动化、智能化趋势发展，根据我们的产业调研，传统汽车单车 PCB 价值量约为 400-600 元/车，纯电动新能源汽车单车 PCB 价值量约为 1500 元/车以上，新能源汽车单车 PCB 需求提升。根据 Prismark 数据，2016 年汽车领域 PCB 产值为 49 亿美元，2021 年增长至 68 亿美元，2017-2021 年期间五年复合增速达 6.5%，历史整体保持稳步增长。我们预计未来随新能源汽车渗透率提升，汽车领域 PCB 需求有望持续提升。

图 24：全球汽车行业产值、PCB 市场规模与占比


数据来源：Prismark，西南证券整理

2025 年国内销量有望突破百万台，未来持续带动覆铜板量价提升。根据 IDC 数据，2021 年中国新能源汽车销量达到 352 万台，2025 年销量有望达到 1296 万台，2022-2025 年期间复合增速有望达 38.5%，整体持续保持高速增长态势。2021 年以来汽车向电动化、智能化快速发展，汽车电子领域对电子零部件需求提升，汽车安全性、稳定性带动了高品质覆铜板及部分特种基材覆铜板需求，覆铜板行业有望受益于汽车电动化实现量价提升。

图 25：2021-2025 年国内新能源汽车销量（百万台）

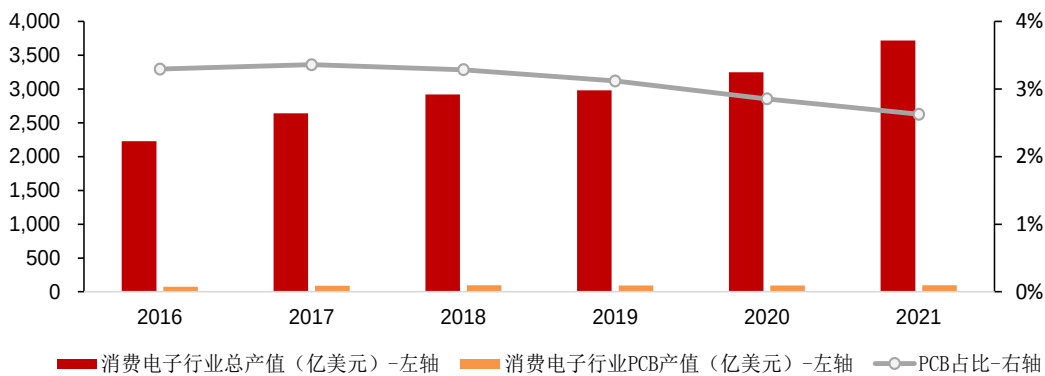


数据来源：IDC，西南证券整理

2.2.5 消费电子：周期性波动加大，IoT 释放中长期增量

物联网领域释放稳定增量，中长期维度 ARVR 有望带动新需求增量。2016 年消费电子领域 PCB 市场产值为 73 亿美元，2021 年增长至 98 亿美元，2017-2021 年期间五年复合增速达 5.4%，2021 年价值量占比行业产值比重为 2.6%。PCB 下游消费市场产品主要包括电脑、平板、可穿戴设备、智能家居、ARVR 等，其中传统消费电子产品正逐步进入存量市场，行业短期增长空间主要来自可穿戴设备、智能家居等物联网领域的增长，此外中长期维度上看 ARVR 同样具备增长空间。

图 26：全球消费电子行业产值、PCB 市场规模与占比

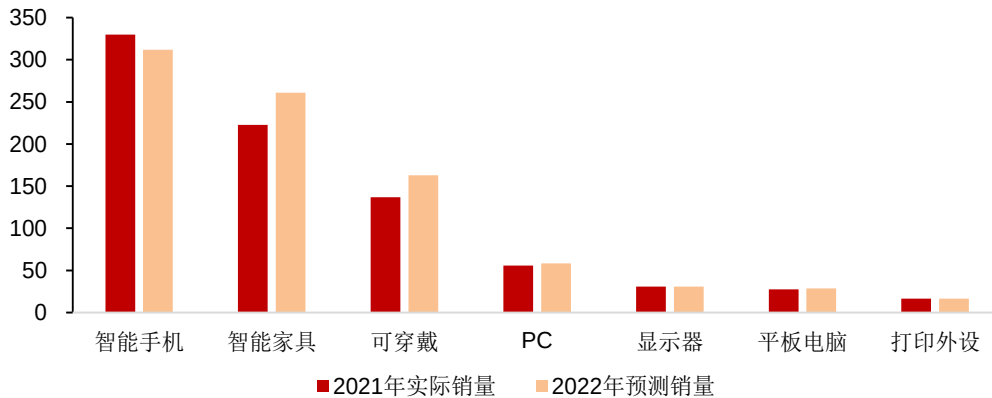


数据来源：Prismark，西南证券整理

智能家居与可穿戴设备景气度持续。根据 IDC 数据预测，2022 年消费电子领域中智能手机出货量面临下行压力，但智能家居、可穿戴设备领域仍将保持较高景气度，根据 IDC 数据，2022 年同比增速有望分别达到 17% / 19% 左右，为消费电子领域重要成长驱动力。

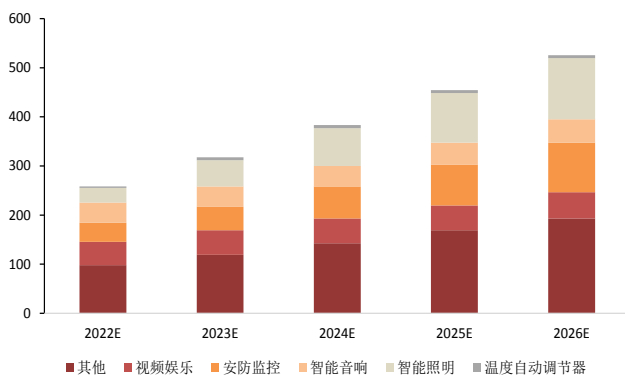
智能家居与可穿戴设备市场前景广阔，未来将持续推动挠性覆铜板需求增长。根据 IDC 预测，2022 年中国智能家居市场设备出货量将达到 2.6 亿台，2026 年出货量将突破 5 亿台，2023-2026 期间复合增速将达到 19.4%。可穿戴设备方面，2021 年中国蓝牙耳机市场出货量达到 1.2 亿台左右，2026 年将达到 1.7 亿台，2022-2026 年期间复合增速达 7.2%。整体上看，智能家居在未来将成为消费电子领域重要增长动力，可穿戴设备将持续提供稳定增量市场，未来将带动挠性覆铜板需求增长。

图 27：2021-2022 年消费电子领域销量及预测（百万台）



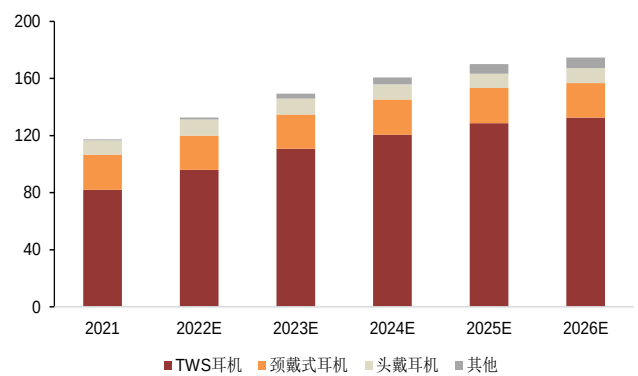
数据来源：IDC，西南证券整理

图 28：2022-2026 年中国智能家居出货量（百万台）



数据来源：IDC，西南证券整理

图 29：2021-2026 年中国蓝牙耳机出货情况（百万台）



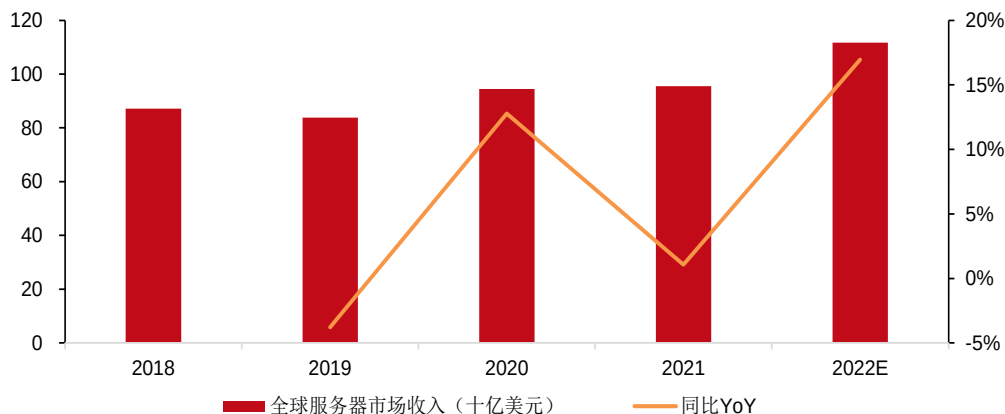
数据来源：IDC，西南证券整理

2.2.6 服务器：换代带动高速 CCL 需求，关注换代价值量增长

人工智能、大数据等技术发展将带动服务器领域需求增长。随 5G、大数据、人工智能、云计算等技术的逐步发展，数据量的提升带动了服务器领域的需求增长进而带动 PCB 需求成长。在未来万物互联大趋势下，算力提升与数据流量增大是智能化的必然趋势，因此我们认为未来服务器建设长期需求具有较高确定性。

2022 年市场规模有望达 1117 亿美元。根据 Counterpoint 数据披露，2022 年全球服务器市场规模有望达到 1117 亿美元，同比增长 17.0%。后疫情时代，线上协同办公习惯的加深使得企业逐步加大云转型的力度，这一定程度带动了服务器市场需求。此外，2020-2021 年期间受到疫情对供应链和需求扰动影响，芯片供应链出现短缺情况，随着 2022 年后供应链的恢复，部分积压的需求在 2022-2023 年得以释放。

图 30：2018-2022 年全球服务器行业产值及预测



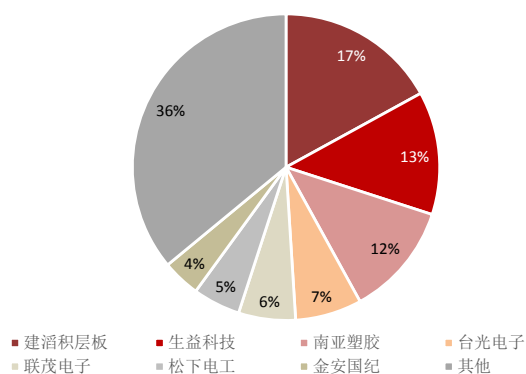
数据来源：Counterpoint，西南证券整理

Eagle Stream 平台有望 2023 推出，高速覆铜板需求将有明显提升。英特尔新一代服务器平台有望于 2023 推出，届时全球维度的服务器厂商更新升级将带动对高速覆铜板的需求放量。新一代 Eagle Stream 服务器平台 PCIe 5.0 对覆铜板需求升级至 ultra low loss 级别，根据产业调研，PCIe 5.0 对高速覆铜板价值量需求较上一代平台提升大概在 20%-30%，未来几年服务器平台的更新换代渗透率提升与单台价值量提升将持续推动覆铜板行业增长。

2.3 竞争格局：行业高度集中，中国大陆与中国台湾厂为主要玩家

全球覆铜板行业 CR 5 为 55%，行业集中度较高。根据 Prismark 的数据，建滔积层板、生益科技、南亚塑胶为全球前三大覆铜板厂商，市场份额分别为 17% / 13% / 12%。从竞争格局上看，覆铜板行业市场竞争格局较为集中，CR 5 为 55%。

图 31：2021 年全球覆铜板行业市场份额情况



数据来源：Prismark，西南证券整理

中国大陆和中国台湾承接全球主要覆铜板产业。中国凭借劳动力成本与产业链配套优势不断承接全球覆铜板产业转移，目前是全球最大的覆铜板产地。根据统计，全球前十大覆铜板厂商中，中国占据八家，其中四家位于中国台湾地区，四家位于大陆地区，产品结构以柔性板、多层板、HDI 等产品为主。

表 2：2021 年全球主要覆铜板企业

排名	公司	国家/地区
1	建滔积层	中国大陆
2	生益科技	中国大陆
3	南亚塑胶	中国台湾
4	台光电子	中国台湾
5	联茂电子	中国台湾
6	松下电工	日本
7	金安国际	中国大陆
8	台耀科技	中国台湾
9	南亚新材	中国大陆
10	昭和电工	日本

数据来源：Prismark，西南证券整理

高频高速覆铜板供应以美日为主，国内高端产品仍亟待突破。从全球主要高频高速供应商来看，美国厂商罗杰斯在该领域实力较强，掌控全球主要高频覆铜板供应，日本厂商在高速覆铜板领域优势明显。中国大陆厂商进入较晚，目前生益科技、南亚新材、华正新材等厂商在高速高频领域取得一定突破，但国内仍高度依赖于海外厂商进口，未来有较大替代空间。

高频高速覆铜板核心壁垒：树脂材料的选用调配。高频高速覆铜板核心需要低介电常数和低介电损耗因子，其中关键技术难点在于树脂材料的使用。通常而言，高频高速覆铜板生产时的高温会对 Dk 稳定性产生较大干扰，行业通常从树脂材料层面的优化改良实现 Dk 的稳定性，因此材料的 know-how 是行业的核心壁垒之一。

表 3：全球主要覆铜板企业与核心参数情况

厂商 / 性能	高速覆铜板				高频覆铜板		
	Dk<3.5	3.5<Dk<4.0	4.0<Dk<5.0	5.0<Dk	Df<0.003	0.003<Df<0.004	0.004<Df
斗山		√					
Isola	√	√			√	√	√
松下	√	√	√		√		√
南亚塑胶		√					
台耀科技	√	√					
台光电子	√	√					
联茂	√	√					
生益科技	√	√			√	√	
三菱瓦斯		√	√				
罗杰斯	√	√		√	√	√	

数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

表 4：2021 年全球主要高频高速覆铜板企业产品及性能对比

公司	产品型号	Dk	Df
罗杰斯	RO30003G2、RO1200、RO4003C、RO4350B	3.00-3.48	0.0011-0.0040
Isola	ASTRAMT77、FR408HR	3.00-3.68	0.0017-0.0092

公司	产品型号	Dk	Df
Nelco	Meterwave8000	3.28	0.0016
生益科技	GF220、LNB33、AeroWave	2.2-3.3	0.0009-0.0031
华正新材	H5300、H5220	2.2-3.0	0.0009-0.002
南亚新材	7300	2.98	0.0025

数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

3 公司分析: 覆铜板全品类布局, 未来增长确定性较强

3.1 产品介绍: 国内 CCL 龙头, 产品向高频高速稳步拓展

产品结构布局全面, 高频高速领域稳步推进。生益科技目前在覆铜板、半固化片、绝缘层压板、金属基覆铜箔板、涂树脂铜箔、覆盖膜类等高端电子材料领域均具备深厚技术积累, 产品在稳定性、性能、可靠性等维度已达到全球一流水平, 下游广泛用于家电、手机、汽车、电脑以及各种中高档电子产品中。目前, 公司的覆铜板凭借其高质量与稳定性切入了博世等全球一流 Tier 1 厂商供应链, 高频高速材料也进入中兴、英特尔等国际一流厂商供应中, 产品技术已达到全球一流, 下游客户资源积累深厚。

表 5: 公司普通覆铜板产品情况

应用领域	产品型号	产品简要描述	Tg	Td	CTE
常规刚性产品	S1150GH	高性能中 Tg, 无卤材料	160	400	2.3%
	S3116	高耐热性, 高 CTI	-	-	6.5%
汽车产品	Autolad1	汽车用高性能无铅兼容高 Tg 板	156	353	2.80
	Autolad2G	汽车用无卤高 CTI 板	175	402	2.20
IC 封装产品	WLM1	高 Tg, Mini-LED 背光组用白色材料	180	374	1.9
	SI13U	封装基板用 Low CTE 基板材料	245	>400	13
特种产品	S6015	无卤 RCC	145	330	-
	SP225GN	高 Tg 高刚性不流动 PP	225	410	-
			热导率		
金属基板与高导热产品	SAR30	无卤, 高 CTI, 胶膜型铝基覆铜板	3.0		

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

表 6: 公司高频高速覆铜板产品情况

应用领域	产品型号	产品简要描述	Dk	Df
射频与微波材料	mmWave77	毫米波雷达用低损耗 PTFE 覆铜板	3.00	0.0010
	SCGA-500 GF300	天线射频电路用玻璃布增强 PTFE 覆铜板	3.00	0.0023
软性材料	SF280	高频高速基材	2.92	0.0032
	SF206C	Low Dk/Df 覆盖膜	2.7	0.004
高速产品	Synamic 6N	高速电路用低介电常数, 超低介质损耗, 高耐热层压板材料	3.35	0.0021
	S7439	高速电路用低介质损耗, 高耐热层压板材料	3.66	0.0060

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.2 产能情况：产能规划饱满，未来三年产能逐步释放

全国六大生产基地布局产能充沛，覆铜板年产能达 1.2 亿平米。公司目前在全国已形成广东、陕西、苏州、常熟、江苏、江西六大生产基地，目前实现覆铜板产能 1.2 亿平米/年，其中广东生益为主要生产基地，产能贡献占比达 50%。公司产品结构布局完善，种类涵盖刚性覆铜板、挠性覆铜板，其中 FR-4 产品已深耕下游市场，近几年高频高速覆铜板产品不断发力，带动公司向高端化稳步迈进。

表 7：公司主要生产基地项目情况

生产基地	成立时间	年产能	产品
广东生益	1985 年	- 覆铜板：6000 万平方米/年 - 粘结片：7000 万平米/年	刚性覆铜板、挠性覆铜板、粘结片
陕西生益	2000 年	- 覆铜板：2200 万平方米/年 - 粘结片：2620 万平米/年	复合基材环氧覆铜板、玻纤布基材环氧覆铜板、金属基覆铜板
苏州生益	2002 年	- 覆铜板：1300 万平方米/年 - 粘结片：1700 万平米/年	氧玻纤布基覆铜板
常熟生益	2014 年	- 覆铜板：1100 万平方米/年 - 粘结片：2400 万平米/年	氧玻纤布基覆铜板
江苏生益	2016 年	- 覆铜板：150 万平方米/年 - 粘结片：50 万平米/年	高频通信基板
江西生益	2017 年	- 覆铜板：1200 万平方米/年 - 粘结片：2200 万平米/年	阻燃型环氧玻纤布覆铜板

数据来源：公司公告，西南证券整理

产能规划饱满稳步扩产，2260 万平米产能待释放。公司未来产能规划充足，目前广东生益、常熟生益、陕西生益三大生产基地均稳步推进产能扩产，未来产能满产后预计将有 2260 万平米覆铜板产能释放，较目前产能增幅达 15.0%。其中陕西三期项目于 2022Q3 实现连线投产，广东松山湖八期和常熟二期项目有望在 2023Q1 实现投产，结合覆铜板产能 1-2 年的投产爬坡周期，我们认为公司未来几年产能侧供给较为饱满，三大生产基地的产能爬坡将为中长期发展保驾护航。

表 8：公司待投产项目情况

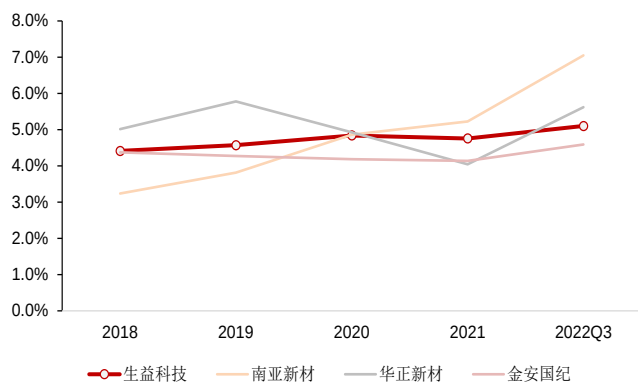
项目	投资金额	开工时间	预计投产时间	年产能	产品
松山湖八期	7.3 亿元	2Q21	1Q23	- 覆铜板：260 万平方米/年 - 粘结片：960 万平米/年	封装基板
常熟二期	9.5 亿元	2Q21	1Q23	- 覆铜板：1100 万平方米/年 - 粘结片：3600 万平米/年	高性能覆铜板
陕西三期	6.2 亿元	2Q20	2Q22	- 覆铜板：900 万平方米/年 - 粘结片：840 万平米/年	FR-4 覆铜板

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 公司核心竞争力：高频高速比肩海外，高端布局平抑周期波动

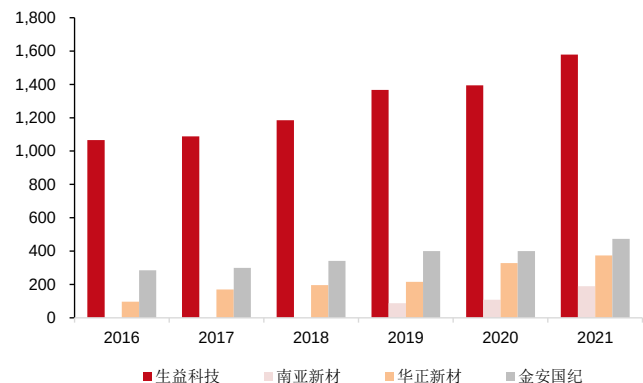
研发费用率位于行业前列，研发人数远超行业平均水平。研发端来看，生益科技较为注重研发投入，2018-2021 年期间研发费用率维持在 4.4%-4.8%，长期处于行业前列。研发人数上看，2016-2021 年期间生益科技研发人数由 1066 人增长至 1579 人，呈现逐年递增态势，研发人数相较于同行处于绝对领先，研发费用率与研发人员数量指标均位于行业领先水平表明公司高度重视技术研发投入，持续深化技术研发布局。

图 32：2018-2021 年行业研发费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

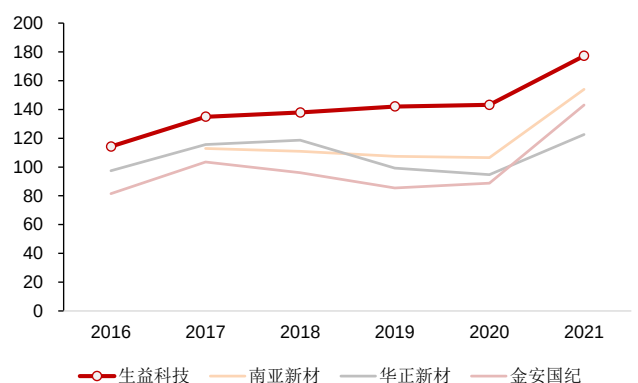
图 33：2016-2021 年行业各公司研发人数情况



数据来源：Wind，西南证券整理

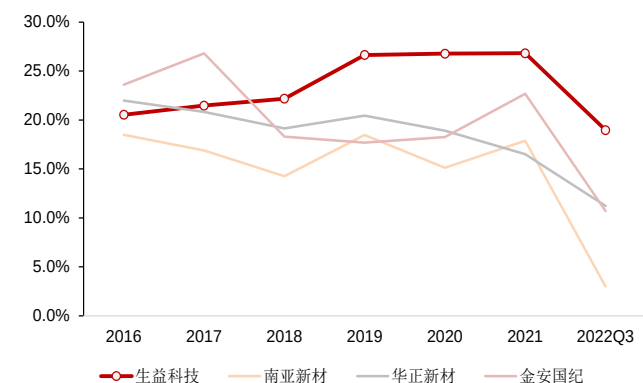
产品结构稳步升级，公司抗周期波动更强。2016-2021 年期间，公司受覆铜板产品结构升级带动，产品平均售价由 114.2 元/平方米稳步提升至 177.3 元/平方米。同期间，公司毛利率由 20.5% 提升至 26.8%，呈现稳步提升态势。在 2018-2020 年和 2022 年三季度行业下行周期中，生益科技产品价格和利润端均表现出更强的韧性。公司凭借产品结构的优化升级一定程度上平抑了周期性波动的影响，相较于同行而言其营收与利润端具备更强的稳定性。

图 34：行业覆铜板平均售价（元/平方米）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 35：行业主要公司毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

高端产品突破显著，高频高速已逐步追平海外龙头。在高频板领域，罗杰斯凭借材料专利与加工工艺实现了对高频覆铜板多年的绝对垄断，生益科技凭借多年的技术积淀实现高频覆铜板制造工艺的突破，Dk 和 Df 关键性能指标上已追平罗杰斯 CuClad® 217 系列高端产品。高频板领域，生益科技实现超低损耗覆铜板的生产突破，与海外龙头松下的高速覆铜板产品在核心性能层面已较为接近，未来有望凭技术突破打破海外垄断。

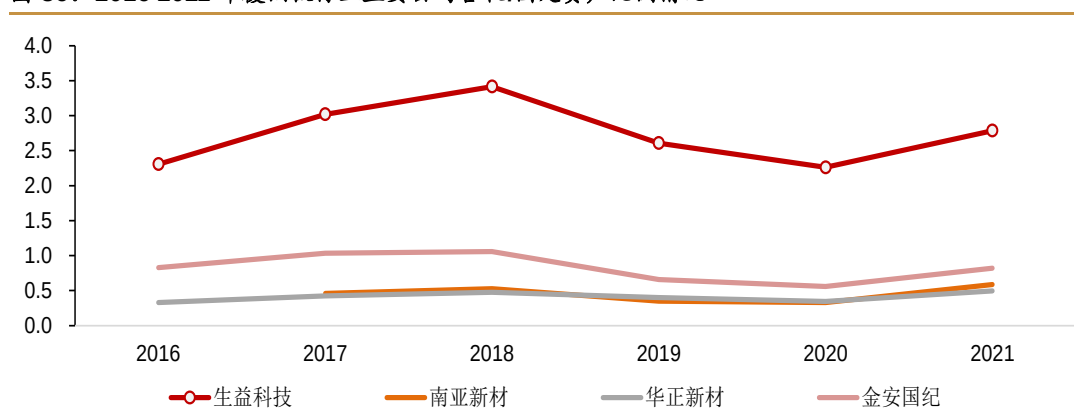
表 9：公司高频板核心参数对比

领域	公司	产品型号	Dk	Df	下游主要应用
高频覆铜板	生益科技	SCGA-500 GF220	10GHz: 2.20±0.02	10GHz: 0.0009	射频类
	罗杰斯	CuClad® 217	10GHz: 2.17-2.20	10GHz: 0.0009	
高速覆铜板	生益科技	Synamic8GN	10GHz: 3.28	10GHz: 0.0019	HPC、服务器、光通信
	松下	MEGTRON8	14GHz: 3.10	14GHz: 0.0012	

数据来源：公司官网，西南证券整理

营收/固定资产指标远高于同行，彰显公司资产端高效运营能力。覆铜板行业多为重资本投入，因此资产利用效率的高低将直接影响公司业绩，我们通常以营收/固定资产这一指标来衡量公司资产运营效率。2016-2021 年期间，生益科技该指标处于 2.3-3.0 区间，远高于同行公司 0.4-1.0 区间值，表明公司资产端运营效率远高于同行其他公司。

图 36：2016-2021 年覆铜板行业主要公司营收/固定资产比例情况



数据来源：Wind，西南证券整理

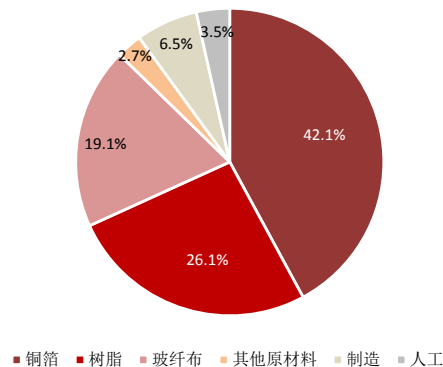
高频高速覆铜板认证周期长，生益科技逐步切入国内外大客户供应链。高频高速覆铜板在下游终端认证周期较长，通常而言厂商首次认证需要 2 年以上的时间，产品需要对电性能、加工性能等多方面性能进行认证，认证后的新产品导入需要 6-12 个月时间。目前生益科技在高频高速板认证方面取得一定突破，通讯领域通过了华为、中兴、诺基亚的认证。

3.4 增长驱动力：周期性复苏带动盈利修复，中长期确定性较强

3.4.1 原材料价格企稳，利润端有望修复

原材料占据覆铜板主要成本，原材料价格波动将直接影响产品利润水平。从覆铜板成本端来看，原材料占成本端比重约 90%，其中铜箔、树脂、玻纤布占比分别达 42.1%/26.1%/19.1%，因此上游原材料价格变动将直接影响覆铜板产品毛利率水平。

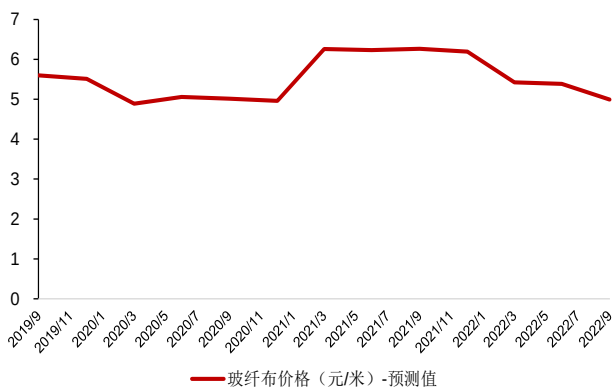
图 37：2021 年覆铜板产品成本构成



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

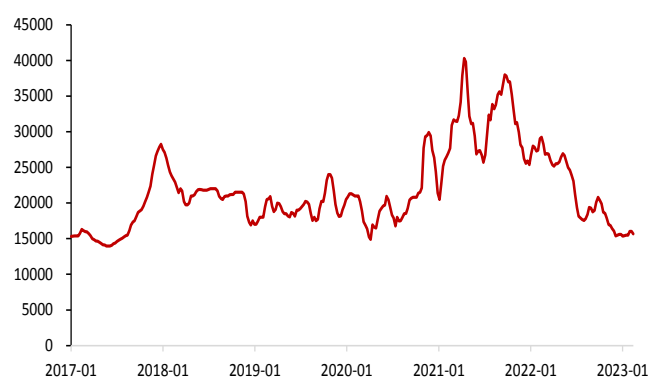
2022 年覆铜板原材料价格下行，毛利率有望修复。2022 年以来覆铜板主要原材料价格均经历下跌。截至 2023 年 2 月，环氧树脂/铜价格距离 2022 年高点已分别下降 46%/14%，CCL 产品成本下行空间打开。我们预计公司 CCL 后续毛利率有望触底后有望受成本端下行带动毛利修复，根据测算，成本端压力缓解有望推动公司毛利率修复至 20% 以上。

图 38：近三年玻纤布价格趋势情况



数据来源：Wind，西南证券测算

图 39：2016-2022 年环氧树脂价格情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 40：2016-2022 年 LME 铜价情况



数据来源：Wind，西南证券整理

3.4.2 产品结构向高端化稳步升级，周期性复苏带动利润修复

公司中长期具备较强增长确定性，未来周期回暖将带动公司估值修复。基于以上，我们认为公司未来主要的增长动力来源于两方面：1) 下游需求周期性复苏推动利润修复；2) 中长期高频高速覆铜板国产化率提升。具体而言：

- **供给侧：1) 普通覆铜板：**公司深耕汽车领域，在质量稳定性、产出一致性等方面全球领先，是目前 Tier 1 厂商的主要覆铜板供应商之一；公司 FR-4 产品完成全品类覆盖布局，核心参数达到全球一流水平，成本与经营管理优势推动公司下游领域份额稳步提升；**2) 高频高速：**高频板方面，公司高端产品 Dk 与 Df 等关键参数已追平罗杰斯，未来将迎来持续起量阶段；高速板方面，公司 S6、S6N、S7 系列产品已可对标海外 M6 和 M7 高速覆铜板，后续将受益于 Eagle Stream 服务器换代的份额提升，并且中期有望在 S8 级别覆铜板实现对海外龙头的反超。
- **需求侧：1) 普通覆铜板：**我们预计 2023-2024 年 FR-4 需求侧主要受新能源汽车增量、消费电子周期性复苏、MiniLED 放量带动需求增长；**2) 高频高速：**高频覆铜板受通讯领域需求增长趋缓影响，高频覆铜板需求增长或将减缓。高速覆铜板方面，2023 年后 Eagle Stream 服务器平台向 PCIe 5.0 升级将带动低介电损耗覆铜板需求，相关高速覆铜板将受益于服务器升级下的价值量提升。
- **利润与 ROE：**从当前毛利率水平来看，公司价格与成本端均存在一定压力，但明年周期复苏有望将成本压力有效传导，从行业中长期稳态看，公司毛利率有望修复至 20%-21%，基于此我们测算公司整体 ROE 水平有望从 22Q3 的 12.8% 开始逐步修复，在 23Q4 有望修复至 16.0% 左右，ROE 的修复有望带动估值修复。

行业层面，1) CCL 行业总产值：根据 Prismark 数据，2021 年全球 CCL 市场规模约 188 亿美元，根据产业调研与预测，我们假设 2022-2024 年期间全球 CCL 行业市场规模增速分别为 -15%/+5%/+5%。其中中国大陆 CCL 市场规模 2021 年占全球比重为 74%，我们假设 2022-2024 年期间中国大陆 CCL 市场规模占全球市场规模提升至 79%，对应中国大陆 PCB 市场规模有望达到 121/131/139 亿美元。**2) 特种基材覆铜板行业产值：**根据 Prismark 数据，2021 年全球特种基材覆铜板市场规模为 47 亿美元，占全球 CCL 产业比重为 25%，我们假设 2022-2024 年特种基材覆铜板受服务器、新能源汽车等领域需求的释放，占比稳步提升至 28%，对应三年产值分别为 42/45/49 亿美元。

公司层面，1) CCL 行业市占率：随 2023 年公司常熟、松山湖和陕西生益产能陆续投产，我们测算公司 2024 年 CCL 总产能将达到 1.4 亿平米/年，2022-2024 年产能总增幅达 15%，基于产能增长角度，我们测算公司 2022-2024 年期间营收有望分别达 20/24/27 亿美元，全球市占率由 13.0% 提升至 15.5%；**2) 特种基材覆铜板：**2022-2024 年期间公司松山湖、常熟、陕西生益基地投产将拉动特种基材产能的提升，我们假设公司特种基材占收入比重由 2021 年的 9.5% 提升至 2024 年的 12.0%，对应 2022-2024 年特种基材覆铜板收入将达到 2.3/2.8/3.3 亿美元收入，全球特种基材市占率有望从 5.0% 提升至 6.6%。

表 10: CCL 行业空间以及生益科技收入、市占率测算

单位: 亿美元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
CCL 市场					
全球 CCL 市场规模	129	188	160	168	176
中国 CCL 市场空间	92	139	121	131	139
中国 占比全球比重	72%	74%	76%	78%	79%
生益科技 CCL 营收	16	24	20	24	27
全球市占率	12%	13.0%	12.8%	14.3%	15.5%
国内市占率	17%	18%	17%	18%	20%
特种基材覆铜板					
全球特种基材覆铜板市场规模	39	47	42	45	49
占全球市场比重	30%	25%	26%	27%	28%
_封装基板	10	12	10	11	12
占比	27%	26%	25%	25%	25%
_射频/微波覆铜板	5	6	5	5	5
占比	13%	12%	11%	10%	10%
_高速覆铜板	24	29	27	29	32
占比	60%	62%	64%	65%	65%
公司特种基材覆铜板营收	-	2.3	2.3	2.8	3.3
_公司全球特种基材覆铜板份额	-	5.0%	5.4%	6.1%	6.6%
_占公司收入比重	-	9.5%	11.0%	11.5%	12.0%

数据来源: Prismark, 西南证券

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 覆铜板业务方面, 公司陕西工厂于 22Q3 投产, 常熟、松山湖工厂预计 23Q1 投产, 我们测算公司总产能将由 1.2 亿平米/年提升至 1.4 亿平米/年, 我们假设 2022-2024 年期间产能利用率分别为 90%/93%/98%。价格方面, 2021 年 CCL 产品均价为 114 元/平米, 我们预计 2022-2024 年期间 CCL 产品均价分别同比-14%/+5%/+5%。

假设 2: 印制电路板业务方面, 我们预计公司产能由 2021 年的 116 万平米/年提升至 2024 年的 201 万平米/年, 假设期间产能利用率分别达到 75%/79%/90%, 其中 2021 年产品单价为 3067 元/平米, 我们预计 2022-2024 年均价同比变动为-5%/+5%/+5%。

表 11：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
覆铜板与粘结片	收入	16190	13726	16105	18267
	增速	49.2%	-15.2%	17.3%	13.4%
	毛利率	27.5%	20.5%	22.0%	23.0%
印制电路板	收入	3,508	3512	4208	5162
	增速	-1.4%	0.1%	19.8%	22.7%
	毛利率	17.6%	16.0%	18.0%	20.0%
其他业务	收入	577	664	763	878
	增速	106.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	64.7%	60.0%	60.0%	60.0%
合计	收入	20274.3	17901.6	21076.0	24306.2
	增速	38.0%	-11.7%	17.7%	15.3%
	毛利率	26.8%	21.1%	22.6%	23.7%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 179.0 亿元、210.8 亿元和 243.1 亿元，归母净利润为 14.6 亿元、20.6 亿元和 26.0 亿元，EPS 为 0.63 元、0.89 元和 1.12 元。

4.2 相对估值

我们选取了行业中两家主流可比公司，分别是南亚新材和华正新材，两家公司 2023 年平均 PE 为 46 倍。公司业务布局未来主要有几大核心看点：1) 公司松山湖、常熟、陕西等地共计规划约 2260 万平米/年新增产能，未来产能释放将推动公司营收增长；2) 公司近几年在高频高速领域产品核心参数已追平海外龙头产品，实现国内对海外技术垄断的突破，未来几年将持续受益于高端产品在下游客户中的份额提升。

基于以上考虑，我们认为公司在覆铜板领域全球龙头市场地位稳固，产品结构、资产端营运能力与盈利能力均强于同行，高频高速产品有望持续突破海外技术壁垒推动下游 PCB 相关领域国产化替代，未来业绩增长确定性较强。我们认为公司当前盈利能力已处于周期底部水平，未来利润率修复将带动估值回升，基于以上分析我们参考公司历史估值中枢与可比公司估值，给予公司 2023 年 24 倍 PE，对应市值 497.1 亿元，对应目标价 21.36 元，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价	EPS				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
688519.SH	南亚新材	26.48	1.70	0.20	0.51	1.45	29.59	129.61	52.24	18.28
603186.SH	华正新材	33.31	1.68	0.34	0.84	1.65	24.91	99.23	39.53	20.13
平均值							27.25	114.42	45.88	19.21

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2023.2.24

5 风险提示

覆铜板需求不及预期，产能建设不及预期，高速覆铜板客户导入不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20274.26	17901.57	21076.04	24306.19	净利润	2924.60	1510.07	2129.85	2691.01
营业成本	14837.07	14127.69	16317.64	18545.92	折旧与摊销	654.24	582.34	656.67	856.31
营业税金及附加	120.03	105.99	124.78	143.91	财务费用	101.82	11.78	10.87	12.47
销售费用	231.29	239.83	264.22	307.12	资产减值损失	-154.61	-41.88	-55.80	-72.17
管理费用	1874.82	1797.76	2050.03	2370.37	经营营运资本变动	-2196.86	2353.07	-1016.79	-904.63
财务费用	101.82	11.78	10.87	12.47	其他	446.46	11.42	30.77	44.30
资产减值损失	-154.61	-41.88	-55.80	-72.17	经营活动现金流净额	1775.65	4426.80	1755.57	2627.29
投资收益	35.72	0.00	0.00	0.00	资本支出	-481.50	-596.98	-611.53	-704.82
公允价值变动损益	50.19	26.82	28.36	26.82	其他	-1398.70	109.86	14.52	19.90
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1880.20	-487.12	-597.02	-684.92
营业利润	3315.69	1687.22	2392.66	3025.39	短期借款	-464.56	-1692.61	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.62	45.86	46.87	46.63	长期借款	985.35	0.00	0.00	0.00
利润总额	3310.07	1733.08	2439.53	3072.02	股权融资	1303.01	267.77	0.00	0.00
所得税	385.47	223.01	309.68	381.01	支付股利	-916.56	-1743.71	-891.24	-1238.06
净利润	2924.60	1510.07	2129.85	2691.01	其他	490.44	-279.37	63.86	48.94
少数股东损益	94.92	49.01	69.12	87.34	筹资活动现金流净额	1397.68	-3447.92	-827.37	-1189.12
归属母公司股东净利润	2829.68	1461.06	2060.72	2603.67	现金流量净额	1286.94	491.76	331.18	753.25
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2286.61	2778.36	3109.54	3862.79	成长能力				
应收和预付款项	6527.99	5621.48	6647.24	7681.23	销售收入增长率	38.04%	-11.70%	17.73%	15.33%
存货	4520.33	3783.98	4507.31	5188.34	营业利润增长率	58.64%	-49.11%	41.81%	26.44%
其他流动资产	1384.75	301.81	316.37	329.69	净利润增长率	62.46%	-48.37%	41.04%	26.35%
长期股权投资	455.71	455.71	455.71	455.71	EBITDA 增长率	48.84%	-43.97%	34.14%	27.25%
投资性房地产	166.08	83.04	96.88	103.80	获利能力				
固定资产和在建工程	8102.86	7572.82	15420.45	24249.45	毛利率	26.82%	21.08%	22.58%	23.70%
无形资产和开发支出	417.95	365.65	313.35	261.05	三费率	10.89%	11.45%	11.03%	11.07%
其他非流动资产	568.87	568.87	568.87	568.87	净利率	14.43%	8.44%	10.11%	11.07%
资产总计	24431.16	21531.73	31435.73	42700.93	ROE	19.67%	10.12%	13.18%	15.28%
短期借款	1692.61	0.00	0.00	0.00	ROA	11.97%	7.01%	6.78%	6.30%
应付和预收款项	5013.26	4640.38	5353.98	6152.66	ROIC	19.30%	9.52%	11.37%	9.52%
长期借款	1590.33	1590.33	1590.33	1590.33	EBITDA/销售收入	20.08%	12.74%	14.52%	16.02%
其他负债	1268.75	981.49	1092.82	1178.20	营运能力				
负债合计	9564.94	7212.20	8037.12	8921.19	总资产周转率	0.95	0.78	0.80	0.66
股本	2311.60	2327.44	2327.44	2327.44	固定资产周转率	3.02	2.63	2.70	2.15
资本公积	4077.51	4329.44	4329.44	4329.44	应收账款周转率	3.68	3.11	3.58	3.55
留存收益	6723.48	6440.83	7610.31	8975.92	存货周转率	4.05	3.29	3.81	3.72
归属母公司股东权益	13096.41	13097.70	14267.18	15632.80	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.04%	—	—	—
少数股东权益	1769.81	1818.82	1887.94	1975.27	资本结构				
股东权益合计	14866.22	14916.51	16155.12	17608.07	资产负债率	39.15%	33.50%	25.57%	20.89%
负债和股东权益合计	24431.16	22128.71	24192.24	26529.26	带息债务/总负债	37.46%	26.21%	23.52%	21.19%
					流动比率	2.03	2.57	2.60	2.66
					速动比率	1.41	1.79	1.80	1.85
					股利支付率	32.39%	119.35%	43.25%	47.55%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	4071.75	2281.34	3060.20	3894.17	每股收益	1.22	0.63	0.89	1.12
PE	14.08	27.45	19.46	15.40	每股净资产	5.63	5.63	6.13	6.72
PB	3.06	3.06	2.81	2.57	每股经营现金	0.76	1.90	0.75	1.13
PS	1.98	2.24	1.90	1.65	每股股利	0.40	0.75	0.38	0.53
EV/EBITDA	9.88	16.75	12.37	9.52					
股息率	2.30%	4.35%	2.22%	3.09%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn