

买入（维持）

生益科技（600183）深度报告

周期与成长共振，24年业绩值得期待

2024年7月17日

投资要点：

罗炜斌
SAC 执业证书编号：
S0340521020001
电话：0769-22110619
邮箱：
luoweibin@dgzq.com.cn

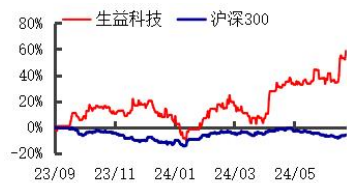
陈伟光
SAC 执业证书编号：
S0340520060001
电话：0769-22119430
邮箱：
chenweiguang@dgzq.com.cn

研究助理：卢芷心
SAC 执业证书编号：
S0340122100007
电话：0769-22119297
邮箱：
luzhixin@dgzq.com.cn

主要数据（截至 2024/7/16）

收盘价（元）	23.63
总市值（亿元）	560.35
总股本（亿股）	23.71
流通股本（亿股）	23.71
ROE（TTM）	9.09%
12月最高价（元）	23.68
12月最低价（元）	12.81

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

- **公司深耕PCB产业链多年。**公司成立于1985年，多年来始终深耕PCB产业链，主要产品包括覆铜板和粘结片、印刷电路板等。经过多年发展，公司产品矩阵丰富，在高速高频、封装基板领域不断突破，市场竞争力持续提升，2023年全球覆铜板市场份额达到14%、全球特殊覆铜板市场份额达到7%。公司秉承“研发一代、储备一代、生产一代”策略，通过持续强研发投入，推动先进技术的持续创新和发展，其中在高速产品领域实现全系列布局，相关产品核心指标已处于全球标杆水平，并取得全球知名终端AI服务器客户的认证。
- **行业有望开启新一轮调涨周期。**作为制作印刷电路板的核心材料，覆铜板主要由铜箔、玻纤、环氧树脂等材料构成，承担着导电、绝缘、支撑等功能，被广泛应用于消费电子、计算机、通信、汽车电子等多个终端领域。面对今年主要原材料价格上涨，下游PCB厂商整体稼动率回升、对覆铜板需求形成支撑的背景下，多个覆铜板企业相继调涨产品价格。考虑到H2即将迎来消费电子拉货旺季，若原材料价格继续上涨，预计覆铜板企业将进一步上调产品价格，相关公司业绩弹性有望逐步释放。
- **周期与成长共振，24年业绩值得期待。**7月9日，公司发布2024H1业绩预告，预计上半年归母净利润为9-9.5亿元，同比增长62%-71%，业绩超市市场预期。一方面受益于下游需求好转，公司覆铜板产品销量增加，同时产品结构优化、价格理顺，整体营收及毛利率同比上升；另一方面子公司生益电子经营业绩向好也增厚公司业绩。公司5月份已对相关产品进行提价，业绩有望陆续释放。成长性方面，公司产品覆盖服务器、汽车、高频高速、封装等高端领域，其中在AI领域跟国内外头部终端保持密切合作，目前超低损耗材料已通过多家北美及国内终端客户的材料认证。随着相关产品逐步放量，后续业绩增长动能充足。
- **投资建议：**预计公司2024-2025年EPS分别为0.81和0.99元，对应PE分别为29和24倍。
- **风险提示：**终端需求不及预期；产品推进不及预期；行业竞争加剧等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 覆铜板：行业有望开启新一轮调涨周期	4
2. 周期与成长共振，24 年业绩值得期待	14
3. 投资建议	19
4. 风险提示	19

插图目录

图 1：覆铜板产业链	4
图 2：2022 年全球刚性覆铜板企业市场份额	4
图 3：PCB 产业链	5
图 4：覆铜板成本构成	5
图 5：覆铜板行业发展趋势	6
图 6：覆铜板制作流程	6
图 7：全球覆铜板产值增速与 GDP 增速基本呈现相同的走势	7
图 8：我国印制电路板用覆铜板进出口单价	7
图 9：2023 年全球特殊覆铜板市场份额	7
图 10：近年全球覆铜板产值	8
图 11：LME 铜 2020-2021 年现货结算价	8
图 12：华东市场 2020-2021 年环氧树脂价格	8
图 13：宏和科技 2020-2023 年电子级玻璃纤维布销售单价同比变动情况	9
图 14：中国 5G 手机出货量及渗透率	9
图 15：中国新能源汽车销量及渗透率	9
图 16：2023 年全球覆铜板市场份额	10
图 17：2022 年全球印刷电路板市场份额	10
图 18：全球服务器出货量	11
图 19：信骅科技月度营业收入及同比增速	11
图 20：英特尔、AMD 服务器平台升级	11
图 21：海外四大科技巨头资本开支	12
图 22：全球 AI 服务器出货量	12
图 23：AI 服务器 CPU 主板、GPU 板组所用 PCB、CCL	12
图 24：不同覆铜板材料等级的价格比	12
图 25：LME 铜 2024 年以来现货结算价	13
图 26：中国巨石 4 月 13 日发布涨价函	13
图 27：建滔积层板 5 月 20 日开启第二轮涨价	13
图 28：公司发展历程	14
图 29：2023 年全球覆铜板市场份额	15
图 30：2023 年全球特殊覆铜板市场份额	15
图 31：公司股权结构（截至 24Q1）	17
图 32：公司近年营业收入及同比增速	17
图 33：公司近年归母净利润及同比增速	17
图 34：公司近年研发费用及研发费用率	18

表格目录

表 1：威尔高 2022 年直接材料占营业成本比重高达 62.91%	5
表 2：覆铜板厂商 2021 年业绩增长较快	10

表 3：公司产品	15
表 4：公司大陆及泰国生产基地	15
表 5：下行周期中，公司业绩与同行业竞争对手业绩对比	17
表 6：公司盈利预测简表（截至 2024/7/16）	19

1. 覆铜板：行业有望开启新一轮调涨周期

1.1 行业周期性、成长性并存

覆铜板广泛应用于多个终端领域。覆铜板（简称 CCL）是由石油木浆纸或者玻璃纤维布等作增强材料，浸以树脂，单面或者双面覆以铜箔，经热压而成的一种板状材料。作为制作印刷电路板的核心材料，覆铜板主要承担着导电、绝缘、支撑等功能，对电路信号的传输速度、能量损失和特性抗阻有较大影响，被广泛应用于消费电子、计算机、通信、汽车电子等多个终端领域。

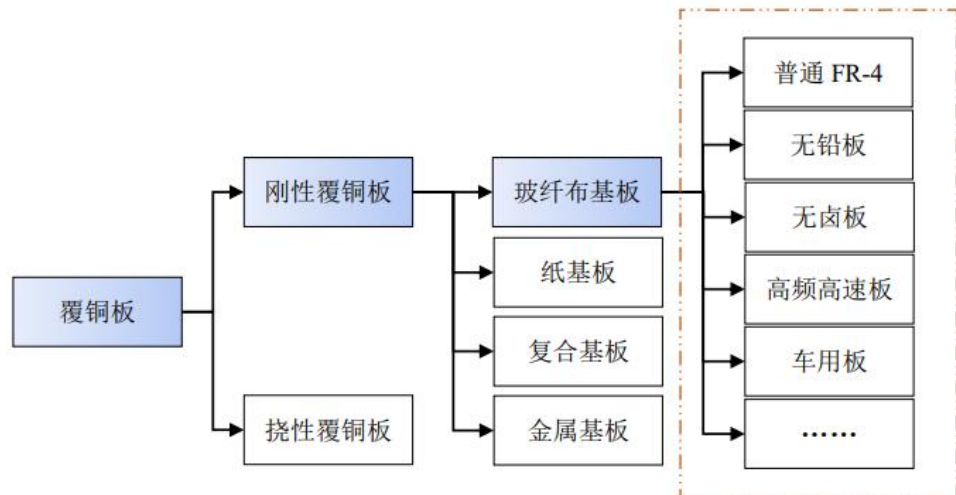
图 1：覆铜板产业链



数据来源：南亚新材首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书，东莞证券研究所

按机械性能分类，覆铜板可分为刚性覆铜板和挠性覆铜板。其中刚性覆铜板不易弯曲、具有一定硬度和韧度，包括玻纤布基板、纸基板、复合基板、金属基板等，其中 FR-4 是目前最主要的产品。挠性覆铜板使用可挠性补强材料覆以电解铜箔或压延铜箔制成，具有可弯曲的特点，有利于电器部件的组装。若按环保性能与终端应用相结合的方式分类，覆铜板可分为常规刚性产品（常规 FR-4、无铅兼容产品、无卤无铅兼容产品等）、高速产品、汽车产品、IC 封装产品等。

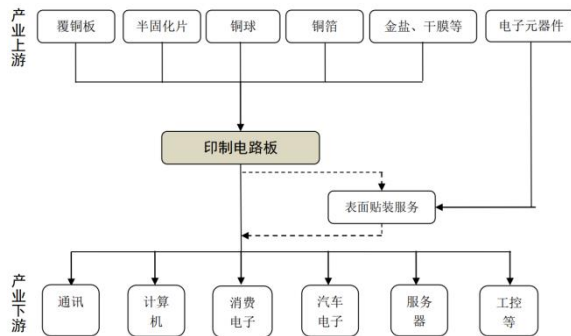
图 2：2022 年全球刚性覆铜板企业市场份额



数据来源：南亚新材首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书，东莞证券研究所

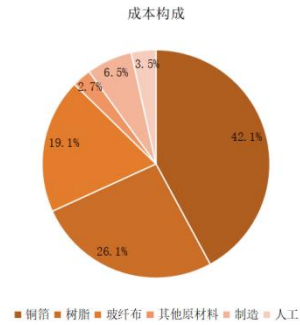
覆铜板是 PCB 主要材料。从产业链来看，PCB 上游为生产所需原材料，下游则为通讯、消费电子、汽车电子、家电等终端领域。从营业成本构成来看，直接材料占比最高，以威尔高为例，2022 年直接材料占营业成本比重高达 62.91%。直接材料中以覆铜板为主，而覆铜板主要由铜箔、玻纤、环氧树脂等材料构成，成本占比分别达到 42.1%、26.1% 和 19.1%。因此铜、玻纤、环氧树脂的价格波动将直接影响覆铜板、PCB 的生产成本。

图 3：PCB 产业链



数据来源：广合科技首次公开发行股票并在主板上市招股意向书，东莞证券研究所

图 4：覆铜板成本构成



数据来源：中商产业研究院，东莞证券研究所

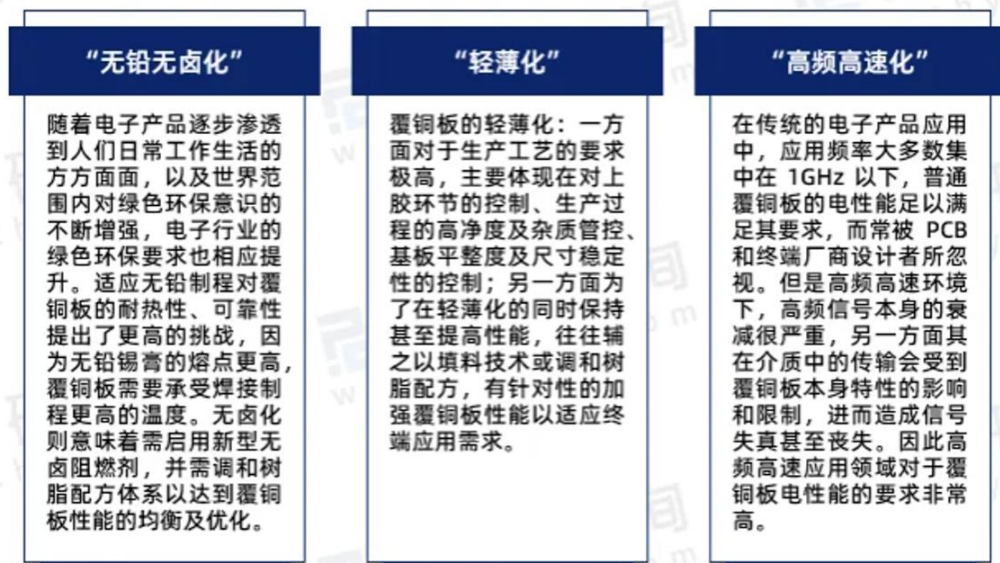
表 1：威尔高 2022 年直接材料占营业成本比重高达 62.91%

营业成本构成	2020 年占比	2021 年占比	2022 年占比
直接材料	64.65%	68.52%	62.91%
制造费用	16.58%	13.07%	17.38%
直接人工	10.12%	8.94%	10.83%
外协加工	7.93%	8.60%	7.60%
运费及报关费	0.72%	0.86%	1.27%

数据来源：威尔高首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书，东莞证券研究所

行业主要经历过三轮大的技术变革。覆铜板技术随着环保要求以及下游终端需求不断发展，从最初的普通板逐步向无铅无卤化、轻薄化、高频高速化等方向发展。特别是近年 5G、AI 技术快速发展与相关终端的广泛推广，对覆铜板材料提出了更高要求，高频高速板的需求进一步上升。

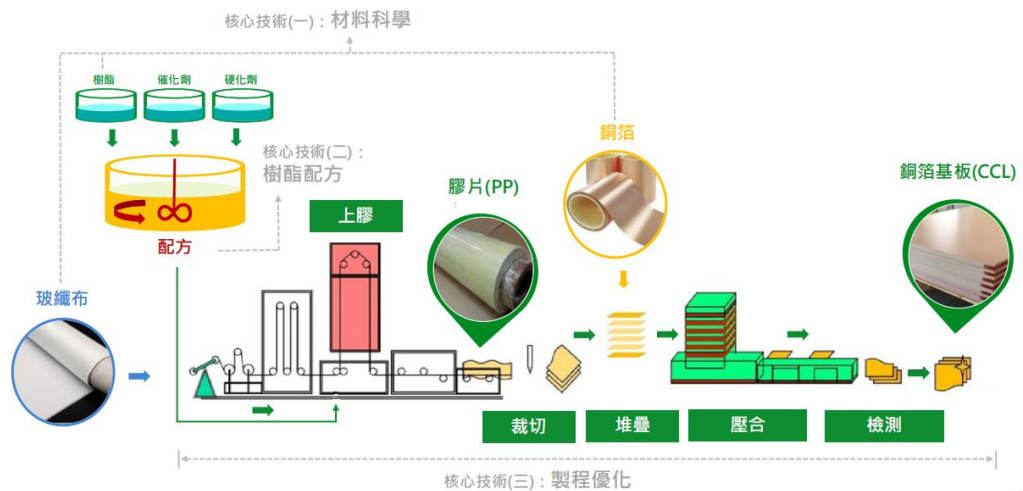
图 5：覆铜板行业发展趋势



数据来源：智研咨询，东莞证券研究所

产品配方较为复杂，具备较强技术壁垒。覆铜板的配方复杂，需要在数以千计的高分子化合物中选择合适的原材料并找到最佳反应配比，同时也要考虑成本等因素，最终实现产品较好的物理性能、化学性能、电性能、环境性能等表现。开发需要投入大量的人力物力，一般需要 2-5 年的时间周期，具备较强的技术壁垒。

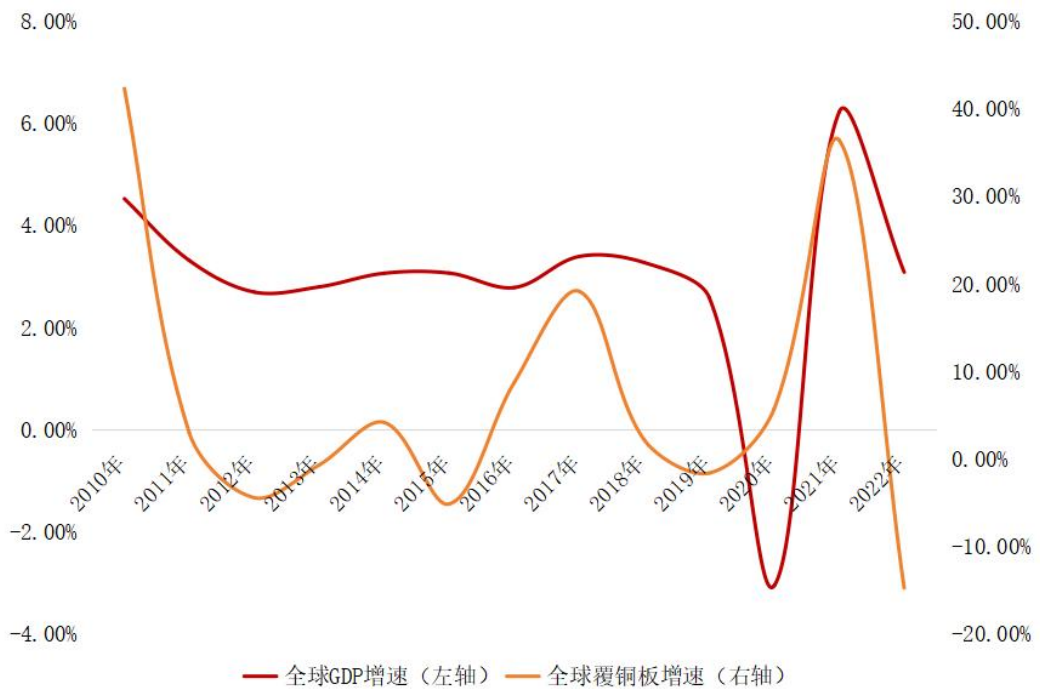
图 6：覆铜板制作流程



数据来源：联茂电子官网，东莞证券研究所

覆铜板行业周期性、成长性并存。通过拟合 2010 年以来全球 GDP 增速、覆铜板产值增速，可以发现两者基本呈现相同的走势，且覆铜板产值增速波动幅度更大。主要原因是覆铜板作为印刷电路板的核心材料，广泛应用于消费电子、通信、汽车、家电等多个与经济社会发展密切相关的领域，因此行业具有一定经济周期性。另一方面，近年 5G 通讯、AI 服务器、汽车电子等细分领域发展迅速，对高端覆铜板需求不断增长，行业也存在一定成长性。

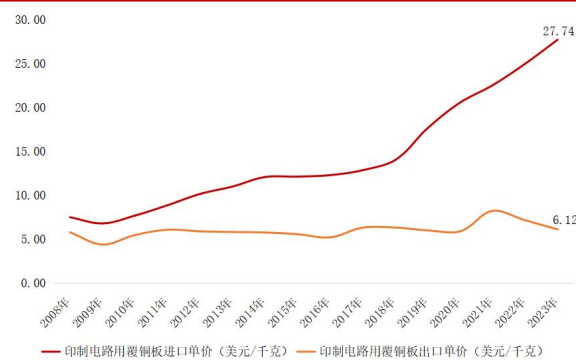
图 7：全球覆铜板产值增速与 GDP 增速基本呈现相同的走势



数据来源：wind，前瞻产业研究院，南亚新材首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书，东莞证券研究所

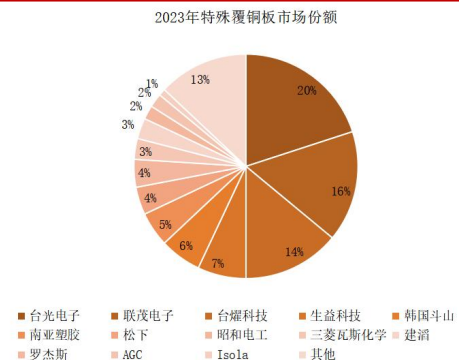
产品高端化亟需突破。受制于技术、产品、认证等壁垒，大陆主要还是以生产中低端覆铜板产品为主，高端产品依然被台湾、日本、美国等地区的企业所把持。2023 年我国覆铜板进口单价高达 27.74 美元/千克，而出口单价仅为 6.12 美元/千克，近年两者价格差距不断拉大，产品高端化亟需突破。从 2023 年全球特殊覆铜板 Top10 市场格局来看，内资企业仅生益科技一家公司上榜，市场份额约 7%。

图 8：我国印制电路板用覆铜板进出口单价



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 9：2023 年全球特殊覆铜板市场份额

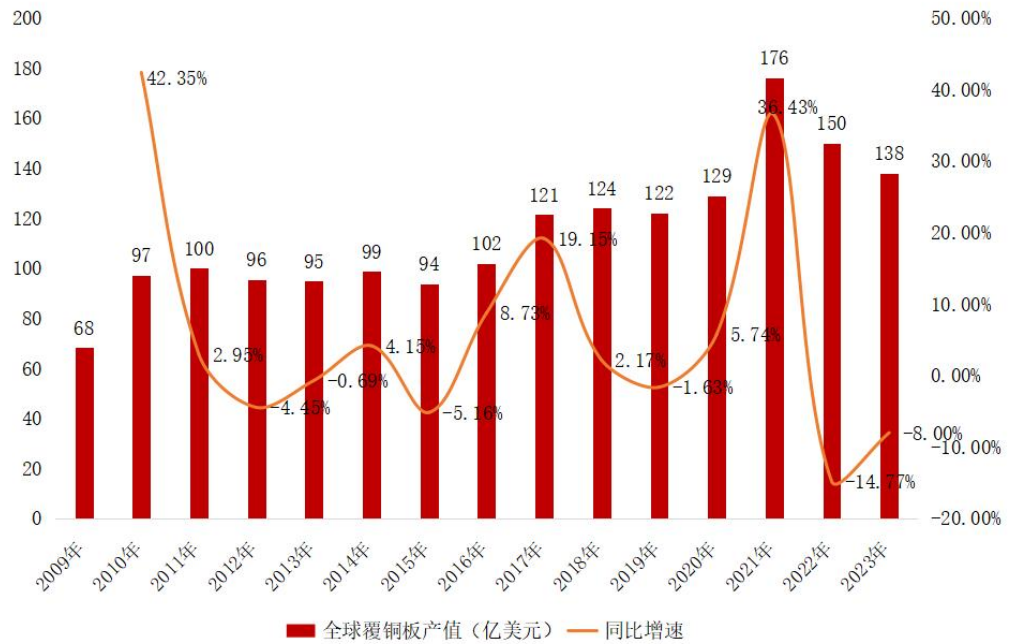


数据来源：Prismark，台光电子官网，东莞证券研究所

23 年仍旧承压，24 年有望复苏。受终端需求整体偏弱以及价格竞争影响，2023 年全球覆铜板产值仍旧承压，同比下降了 8%至 138 亿美元。进入 2024Q1，下游消费电子、家电等终端需求有所好转，且 AI、汽车电子需求维持高位，PCB 整体景气度有所回暖，进一步带动覆铜板稼动率回升，总体呈现出淡季不淡的趋势。同时上游原材料价格出现较

大幅度上涨，多个覆铜板企业开始调涨产品价格。在需求回暖及产品价格调涨的趋势下，今年覆铜板行业有望进一步复苏。

图 10：近年全球覆铜板产值



数据来源：前瞻产业研究院，南亚新材首次公开发行股票并在科创板上市招股说明书，东莞证券研究所

1.2 周期复盘：原材料价格上涨及终端需求旺盛驱动行业上行

过去十年覆铜板行业主要经历过 2016-2017 年、2020-2021 年的 2 轮上升周期，主要由原材料价格上涨以及终端旺盛需求所驱动。其中 2020-2021 年，原材料方面，LME 铜价格最高接近 10,800 美元/吨，相较于 2020 年初的低位上涨超过 130%；环氧树脂价格最高超过 40,000 元/吨，相较 2020 年初的低位涨幅达到 155%；玻纤以宏和科技为例，2021 年销售单价同比上涨 22.24%。

图 11：LME 铜 2020-2021 年现货结算价



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 12：华东市场 2020-2021 年环氧树脂价格



数据来源：wind，东莞证券研究所

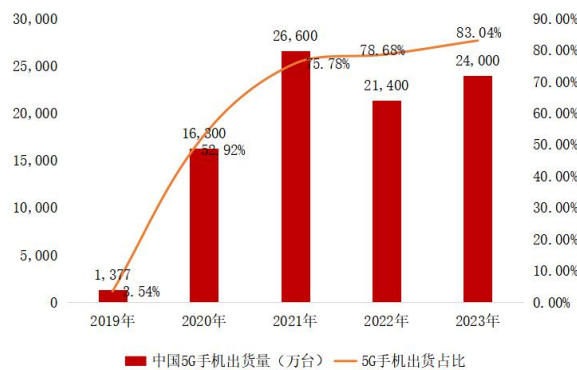
图 13：宏和科技 2020-2023 年电子级玻璃纤维布销售单价同比变动情况



数据来源：宏和科技2020-2023年度报告，东莞证券研究所

需求方面，消费电子需求大幅增长，一方面新冠疫情远程办公场景加大对笔记本电脑、平板电脑需求，另一方面我国 5G 建设大规模铺开、5G 手机出货量亦不断增加。另外，汽车电动化、智能化的快速发展也进一步提升了对 PCB 需求。面对原材料价格大幅上涨，以及终端需求旺盛的背景下，覆铜板行业由于竞争格局相对集中、议价能力相对较强，能够通过多次涨价将成本压力转嫁至 PCB 厂商。以建滔积层板为例，2020-2021 年对产品调涨次数至少达到 7 次。在多次涨价下，覆铜板厂商 2021 年业绩出现大幅提升。

图 14：中国 5G 手机出货量及渗透率



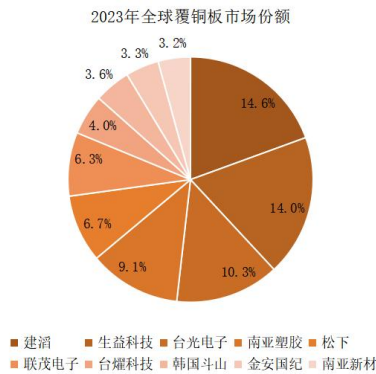
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 15：中国新能源汽车销量及渗透率



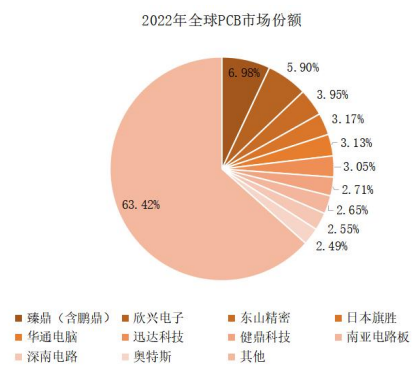
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 16：2023 年全球覆铜板市场份额



数据来源：Prismark，广东省电路板行业协会GPCA公众号，东莞证券研究所

图 17：2022 年全球印刷电路板市场份额



数据来源：Prismark，广东省电路板行业协会GPCA公众号

表 2：覆铜板厂商 2021 年业绩增长较快

代码	公司	营业收入同比增速 (%)	归母净利润同比增速 (%)
1888. HK	建滔积层板	66.36	141.95
688519. SH	南亚新材	98.39	194.15
600183. SH	生益科技	38.04	68.38
002636. SZ	金安国纪	63.34	282.69
603186. SH	华正新材	58.47	90.24

数据来源：wind，东莞证券研究所

1.3 AI 浪潮驱动覆铜板量价齐升

高频高速板对电性能要求非常高。高频高速板需要满足提高信息传输速度和降低信号传输损耗的要求，电性能是主要影响因素，主要通过介电常数 (Dk)、介质损耗因子 (Df) 等指标来衡量。其中 Dk 影响信号传输速率，数值越小表示传输速度越快；Df 则影响信号传输损耗，数值越小表示信号损失越少。高频高速板需要同时满足较低的 Dk 和 Df，但高频板侧重 Dk 的稳定性，主要用于 5G 通信基站、自动驾驶等产品；而高速板更侧重 Df，旨在降低传输损耗、提高信号质量，主要用于服务器、交换机等设备。

通用服务器平台升级，覆铜板价值量提升。2023 年受宏观经济下行因素影响，全球服务器出货量同比下降了 6.0% 至 1,332 万台。随着宏观经济复苏，服务器需求有望触底回暖，Trendforce 预计全年服务器出货量同比增长 2.50%。信骅科技作为服务器需求前瞻指标，经历了 2023 年 1-12 月单月收入同比下滑后，今年 1-6 月单月营业收入恢复高速增长，服务器景气度正逐步上升。随着通用服务器平台升级、传输速率提升，PCB 传输损耗就越大，对覆铜板要求也越高，在材料选择上会升级至 Very Low Loss 或 Ultra Low Loss，价值量将进一步提升。

图 18：全球服务器出货量



数据来源：Trendforce，东莞证券研究所

图 19：信骅科技月度营业收入及同比增速



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 20：英特尔、AMD 服务器平台升级

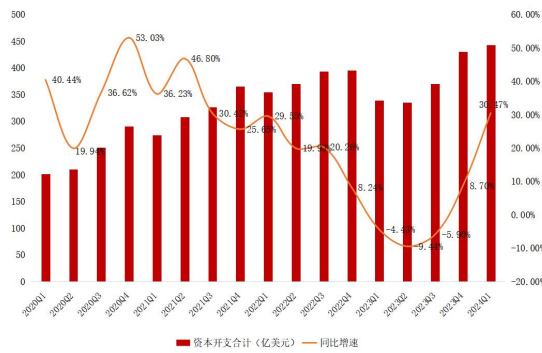
Intel	Platform	Purley		Whitley	Eagle Stream		Birch Stream
	CPU	Skylake	Cascade Lake	Ice lake	Sapphire Rapids	Emerald Rapids	Granite Rapids
	Nano Process	14 nm	14 nm+	10 nm	Intel 7	Intel 7	Intel 3
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2021 Q1	2023 H1	2023 H2	2024
	CCL Material	Mid Loss	Mid Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	VLL/ Ultra Low Loss
Layer count	8 to 12	8 to 12	12 to 16	16 to 20	16 to 20	18 to 22	

AMD	Architecture	Zen	Zen2	Zen3	Zen4		Zen5
	CPU	Naples	Rome	Milan	Genoa	Bergamo	Turin
	Nano Process	14 nm (Global Foundries)	7 nm (TSMC)	7 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	4 nm / 3 nm (TSMC)
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2020 Q4	2022 Q4	2023	2024
	CCL Material	Mid Loss	Low Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	VLL/ Ultra Low Loss
Layer count	8 to 12	12 to 16	12 to 16	16 to 20	16 to 20	18 to 22	

数据来源：联茂电子官网，东莞证券研究所

AI 服务器需求旺盛，覆铜板有望量价齐升。海外 CSP 厂商 CAPEX 增长预期乐观，随着大模型的快速迭代与广泛应用，算力需求将持续加大，AI 服务器出货量有望快速增长。相较于传统服务器，AI 服务器 PCB 主要新增在 GPU 板上，包括 UBB、OAM 以及 switch board，电路板、覆铜板面积将相应增加。同时，AI 服务器对信号传输速率、损耗等要求极高，需要进一步提升覆铜板材料规格，其制作难度更高，价值量也将大幅提升。据台湾工业技术研究院数据，Ultra Low Loss、Extreme/Super Low Loss 材料的价格分别较 Very Low Loss 提升 29%和 139%，提升幅度明显。

图 21：海外四大科技巨头资本开支



数据来源：iFind，东莞证券研究所

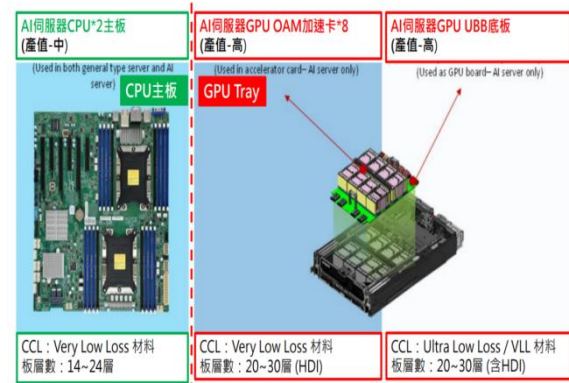
注：统计范围为亚马逊、微软、谷歌、META资本开支

图 22：全球 AI 服务器出货量



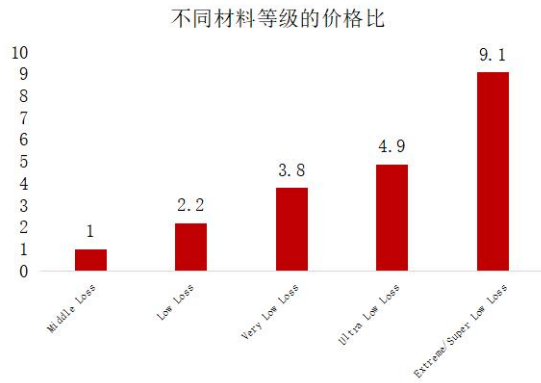
资料来源：Trendforce，兆龙互连 2023 半年报，东莞证券研究所

图 23：AI 服务器 CPU 主板、GPU 模组所用 PCB、CCL



数据来源：联茂电子官网，东莞证券研究所

图 24：不同覆铜板材料等级的价格比

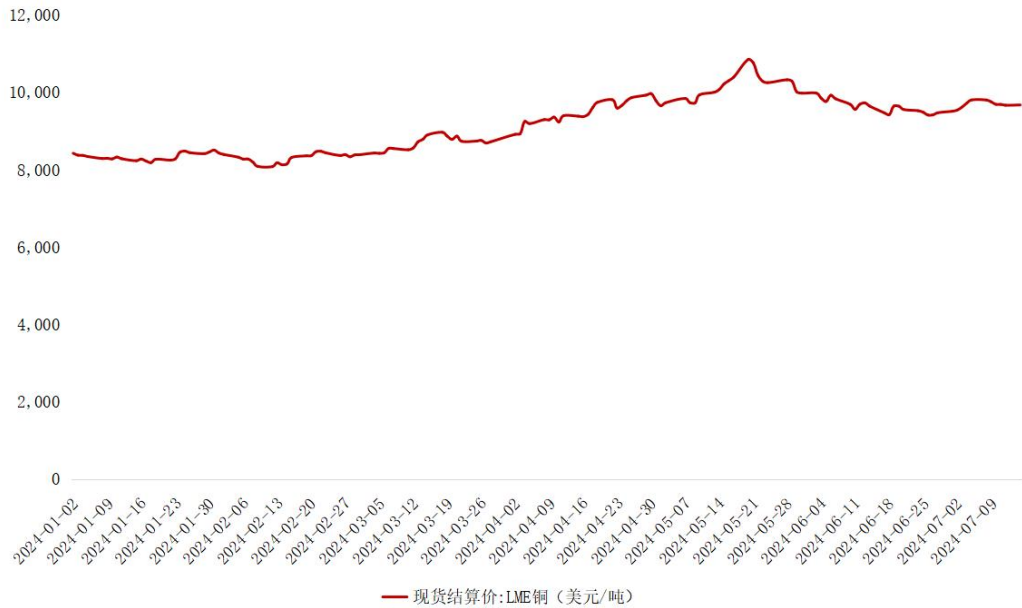


资料来源：台湾工业技术研究院，东莞证券研究所

1.4 行业有望开启新一轮调涨周期

供给方面，近期原材料价格进一步上涨，截至 7 月 15 日，LME 铜已达到 9,680 美元/吨，较年初上涨 15%；同时中国巨石等企业也进一步调涨玻纤价格。需求方面，PCB 厂商 Q1 整体稼动率回升，对覆铜板需求形成支撑，特别是 AI、汽车电子等领域的需求依旧旺盛。在原材料价格上涨及下游景气度好转驱动下，头部企业建滔积层板在 3 月 19 日率先发布涨价函，对所有产品加价 10 元/张；5 月 20 日开启第二轮涨价，幅度为 5-10 元/张。随后亦有多多个企业积极跟进调涨产品。考虑到 H2 即将迎来消费电子拉货旺季，若原材料价格继续上涨，预计覆铜板企业将进一步上调产品价格，相关公司业绩弹性有望逐步释放。

图 25: LME 铜 2024 年以来现货结算价



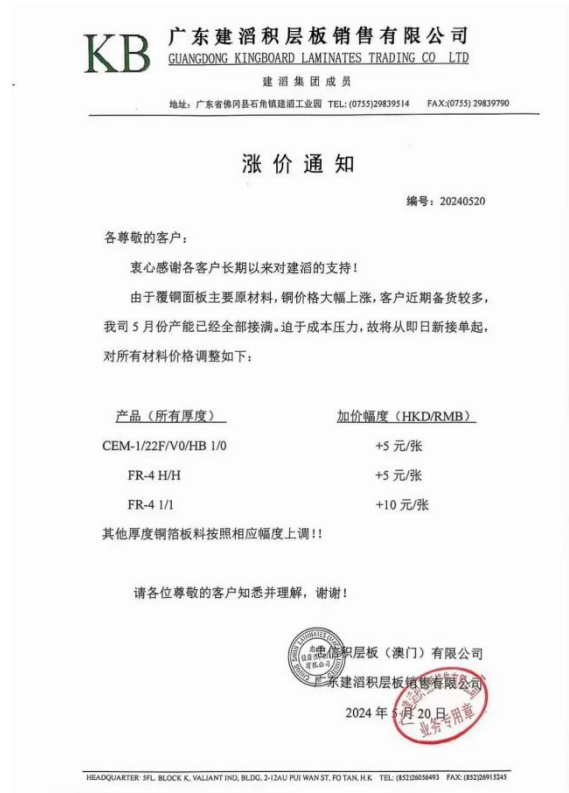
数据来源: wind, 东莞证券研究所

图 26: 中国巨石 4 月 13 日发布涨价函



数据来源: 财联社, 东莞证券研究所

图 27: 建滔积层板 5 月 20 日开启第二轮涨价

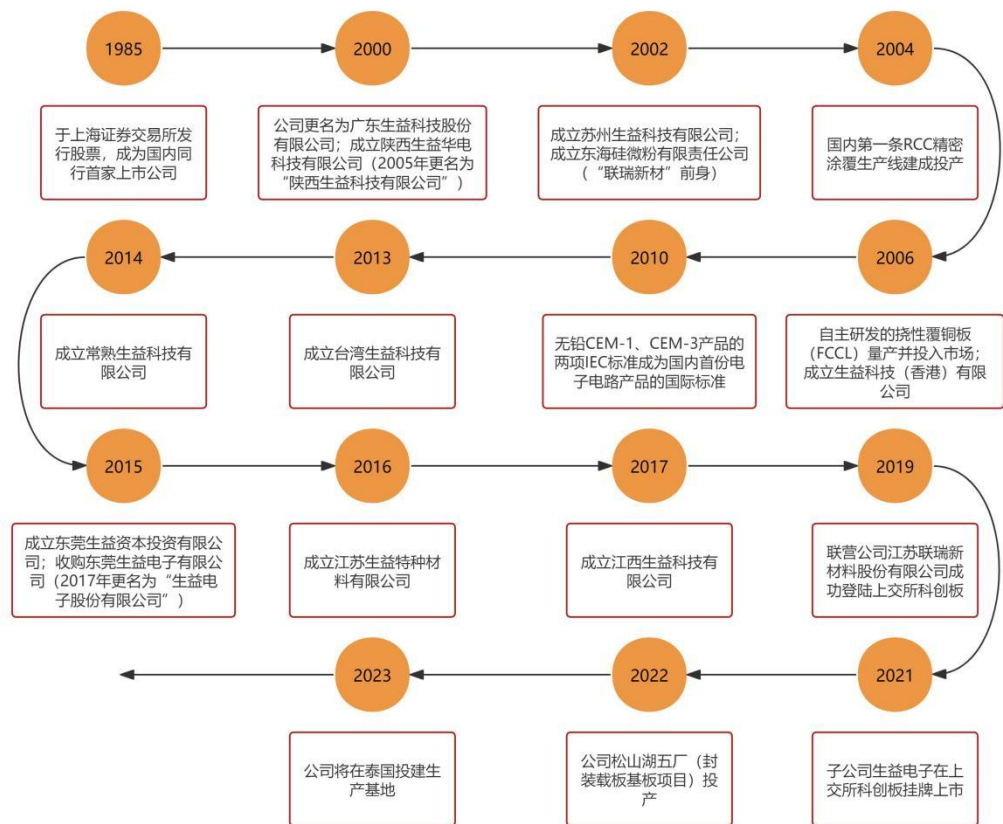


数据来源: PCB网城ISPCAIGPCA公众号, 东莞证券研究所

2. 周期与成长共振，24 年业绩值得期待

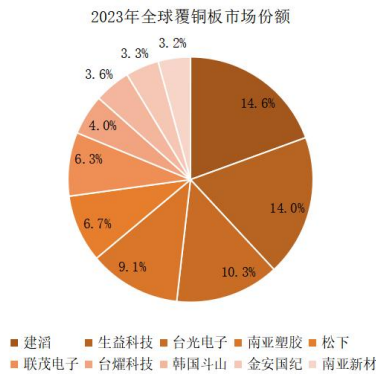
深耕 PCB 产业链多年。公司成立于 1985 年，多年来始终深耕 PCB 产业链，主要产品包括覆铜板和粘结片、印刷电路板等，覆铜板主要供制作单、双面线路板及高多层线路板，广泛应用于 AI 服务器、5G 设备、航空航天工业、芯片封装、汽车电子、家电等多个终端领域。经过多年发展，公司产品矩阵丰富，且在高速高频、封装基板领域不断突破，市场竞争力持续提升，公司 2023 年在全球覆铜板的市场份额达到 14%、在全球特殊覆铜板的份额达到 7%。PCB 业务方面，公司主要通过旗下公司生益电子开展，定位中高端终端市场，根据 CPCA 发布的《第二十二届（2022）中国电子电路行业排行榜》，生益电子在综合 PCB100 强中排名第 23 位。

图 28：公司发展历程



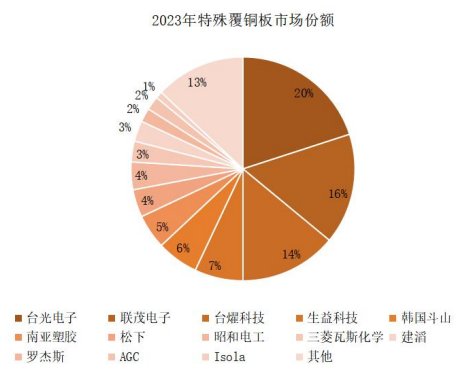
数据来源：公司官网，东莞证券研究所

图 29：2023 年全球覆铜板市场份额



数据来源：Prismark，广东省电路板行业协会GPCA公众号，东莞证券研究所

图 30：2023 年全球特殊覆铜板市场份额



数据来源：Prismark，台光电子官网，东莞证券研究所

覆铜板产品布局完善。公司聚焦全系列布局的产品策略，拥有 27 个系列 120 个产品，覆盖服务器、汽车、高频高速、封装基板等高端领域。在高频高速领域，公司已开发出不同介电损耗全系列高速产品，不同介电应用要求、多技术路线高频产品，并实现多品种批量应用。在汽车领域，公司在智能网联、智能驾驶、智能座舱、智能电动、汽车照明等领域具有产品应用覆盖，并通过全球领先的 Tier1 零部件厂商验证，实现批量稳定供应。

表 3：公司主要产品

产品系列	主要产品	产品型号
常规刚性产品	常规 FR-4.0、无铅兼容 FR-4.0、FR-15.0、无卤无铅兼容 FR-4.1、FR-15.1、CEM-1、CEM-3、CEM-3.1	Q100C、S2131 等
高速产品	中等介质损耗、低介质损耗、超低介质损耗	Synamic6N、Synamic8GN 等
射频与微波材料	PTFE Type、热固性树脂体系、碳氢系列产品	mmWave77、S7136H 等
汽车产品	——	S1151G、AutoIad3G 等
IC 封装产品	——	S113U、S110US 等
智能终端产品	HDI	SDI03K、SDI06K 等
金属基板与高导热产品	铝基板、铜基板、导热 FR-4.0	SAR10S、ST115G 等
软性材料产品	挠性覆铜板、覆盖膜、不流动 P 片、胶膜、补强板、叠层母排用绝缘胶膜	SF490、SF335C 等
特种产品	硬质聚酰亚胺材料、半挠性材料、特种粘合材料、涂树脂铜箔	SP225GN、SH260 等

数据来源：公司官网，东莞证券研究所

产能持续扩充，海外基地布局有序推进。经过多年发展，公司覆铜板产能从建厂之初的年产 60 万平方米拓展至 2023 年的年产 1.2 亿平方米，产能持续扩充。目前公司在大陆共有生产基地 6 个，包括广东生益、陕西生益、苏州生益、常熟生益、江西生益、江苏生益。海外基地方面，公司在 2023 年 7 月公告将在泰国投资 14 亿元新建覆铜板及粘结片生产基地，有助于开拓海外市场，更好满足国际客户的订单需求。

表 4：公司大陆及泰国生产基地

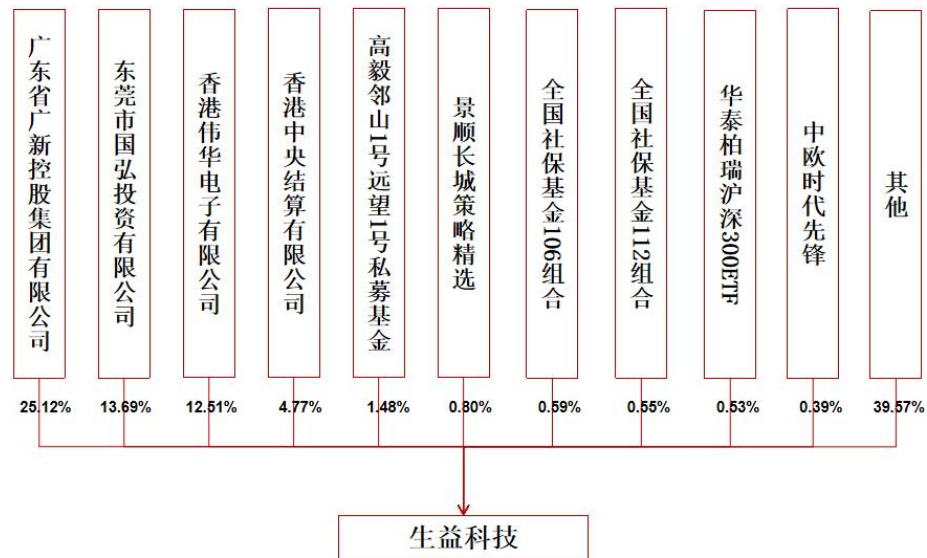
生产基地	基地情况
------	------

广东生益	主要研发、生产和销售阻燃型环氧玻纤布覆铜板、复合基材环氧覆铜板、多层板用系列半固化片以及软性材料，目前刚性产品生产规模年产覆铜板 4500 万平方米、粘结片 7400 万米，软性产品生产规模年产挠性覆铜板 970 万平方米、膜类产品 1790 万平方米。
陕西生益	主要研发、生产和销售复合基材环氧覆铜板、玻纤布基材环氧覆铜板、金属基覆铜板及多层板用半固化片。目前年产覆铜板 2774 万平方米、商品粘结片 2289 万米。
苏州生益	主要研发、生产和销售环氧玻纤布基覆铜箔板及多层板用系列半固化片，目前生产规模年产覆铜箔板 1000 万平方米、粘结片 1700 万米。
常熟生益	主要产品为环氧玻纤布基覆铜箔板及多层板用系列半固化片，目前生产规模为年产覆铜板 2200 万平方米、粘结片 4800 万米。
江西生益	自主研发、制造阻燃型覆铜板和多层板用半固化片，并将作为集团生产 HDI、Mini LED、封装用覆铜板的生产制造基地，满足封装、汽车、智能终端、可穿戴设备等高端领域使用的相关产品。一期项目于 2020 年投产，年产能为覆铜板 1200 万平方米，商品粘结片 2200 万米。二期项目投资总额 13 亿元，建设年产 1800 万平方米板材，3400 万米商品粘结片，预计 2025 年建成投产。
江苏生益	高频覆铜板专业公司，专注于 5G 通信网络、人工智能和航空航天等新兴热点及重点领域的电子电路基材。产品涵盖高频电子电路基材用 PTFE（聚四氟乙烯）系列、碳氢系列和其他热固性树脂体系覆铜板材料、以及多层线路板压合用粘结片，产品应用方向包括 5G 基站天线、导热/大功率射频应用、航空航天、汽车雷达等。
泰国生益	2023 年 7 月，公司公告在泰国投资新建覆铜板及粘结片生产基地。该项目计划投资金额 14 亿元人民币（约 2 亿美元），包括但不限于在泰国设立公司、购买土地、购建固定资产等相关事项。本次在泰国投资建设生产基地，是公司实施海外战略布局的重要举措，有利于公司开拓海外市场，建立产品海外供应能力，更好的满足国际客户的订单需求。有利于公司更加灵活地应对宏观环境波动、产业政策调整以及国际贸易格局变化可能对公司形成的潜在不利影响。目前已完成泰国公司的设立登记、备案登记、签订土地买卖协议及向泰国公司增资的工作，后续相关工作在有序推进中。

数据来源：公司公告，公司官网，东莞证券研究所

公司股权结构相对分散，管理层具备丰富经验。截至 24Q1，公司第一大股东为广东省广新控股集团有限公司，持股比例为 25.12%；东莞市国弘投资有限公司、香港伟华电子有限公司分列第二、第三大股东，持股比例分别为 13.69%和 12.51%，股权结构相对分散。管理层方面，公司 6 月完成董事会换届并聘任高级管理人员，选举陈仁喜先生为董事长、聘任曾红慧女士为总经理，董事长及总经理加入公司多年，具有丰富一线经验，有望带领公司迈入新的发展阶段。

图 31：公司股权结构（截至 24Q1）



数据来源：wind，东莞证券研究所

多年业绩总体稳健，逆势下业绩韧性较强。公司营业收入从 2014 年的 74.18 亿元增长至 2023 年的 165.86 亿元，复合增速为 9.35%；归母净利润从 2014 年的 5.15 亿元增长至 2023 年的 11.64 亿元，复合增速为 9.48%，总体保持稳健。2022-2023 年，受终端需求整体偏弱及价格竞争影响，行业景气度回落，公司业绩有所承压，2023 年营业收入、归母净利润同比分别下降 7.93%和 23.97%。在下行周期中，公司业绩虽出现下降，但凭借较强的产品力、品牌力以及规模优势，业绩表现大幅好于行业平均水平。

图 32：公司近年营业收入及同比增速



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 33：公司近年归母净利润及同比增速



数据来源：wind，东莞证券研究所

表 5：下行周期中，公司业绩与同行业竞争对手业绩对比

指标	2022 年	2023 年
生益科技营业收入同比增速	-11.15%	-7.93%
同行业竞争对手营业收入合计同比增速	-21.93%	-19.66%
生益科技归母净利润同比增速	-45.90%	-23.97%
同行业竞争对手归母净利润合计同比增速	-74.38%	-72.15%

数据来源：wind，东莞证券研究所

注：同行业竞争对手选取建滔积层板、华正新材、南亚新材、金安国纪等公司数据

持续研发投入，突破高端产品。公司秉承“研发一代、储备一代、生产一代”策略，通过持续强研发投入，推动先进技术的持续创新和发展。2023 年公司研发费用达到 8.41 亿元，2018-2023 年复合增速为 9.72%；研发费用率从 2018 年的 4.42% 提升至 2023 年的 5.07%。凭借多年技术攻关，公司在高频高速领域取得较大进展，高频产品已开发出不同介电应用要求、多技术路线产品；高速产品实现全系列布局，包括 Mid Loss、Low Loss、Very Low Loss、Ultra Low Loss、Extreme Low Loss 及更高级别材料，相关产品核心指标已处于全球标杆水平，并取得全球知名终端 AI 服务器客户的认证。在封装用覆铜板技术方面，公司产品已在卡类封装、LED、存储芯片等领域批量使用，同时突破了关键核心技术，在更高端的以 FC-CSP、FC-BGA 封装为代表的 AP、CPU、GPU、AI 类产品进行开发和应用。从市场份额来看，公司作为唯一一家内资企业上榜 2023 年全球特殊刚性覆铜板 Top10，市场份额约 7%。

图 34：公司近年研发费用及研发费用率



数据来源：wind，东莞证券研究所

周期与成长共振，24 年业绩值得期待。7 月 9 日，公司发布 2024H1 业绩预告，预计上半年归母净利润为 9-9.5 亿元，同比增长 62%-71%，业绩超市场预期。一方面受益于下游需求好转，公司覆铜板产品销量增加，同时产品结构进一步优化、价格进一步理顺，整体营收及毛利率同比上升；另一方面子公司生益电子经营业绩向好也增厚公司业绩。近期覆铜板原材料如铜、玻纤等价格进一步上涨，在下游 PCB 需求回暖趋势下，多个覆铜板厂商相继调涨产品价格，公司 5 月份已对相关产品进行提价，业绩有望陆续释放。成长性方面，公司产品覆盖服务器、汽车、高频高速、封装等高端领域，其中在 AI 领域跟国内外头部终端保持密切合作，目前超低损耗材料已通过多家北美及国内终端客户的材料认证。随着相关产品逐步放量，公司业绩增长动能充足。

3. 投资建议

近期覆铜板主要原材料价格进一步上涨，在下游 PCB 需求回暖趋势下，多个覆铜板厂商相继调涨产品价格，公司 5 月份已对相关产品进行提价，业绩有望陆续释放。在成长性方面，公司产品覆盖服务器、汽车、高频高速、封装等高端领域，其中在 AI 领域跟国内外头部终端保持密切合作，超低损耗材料已通过多家北美及国内终端客户的材料认证。随着相关产品逐步放量，公司业绩增长动能充足。预计公司 2024-2025 年 EPS 分别为 0.81 和 0.99 元，对应 PE 分别为 29 和 24 倍。

表 6：公司盈利预测简表（截至 2024/7/16）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	16,586.07	19,534.63	22,179.92	24,633.29
营业总成本	15,406.42	17,451.12	19,583.86	21,466.14
营业成本	13,395.14	15,167.52	17,034.97	18,684.81
营业税金及附加	103.46	121.11	137.93	152.96
销售费用	254.22	273.48	288.34	295.60
管理费用	701.45	781.39	865.02	936.06
研发费用	840.79	976.73	1,109.00	1,231.66
财务费用	111.37	130.88	148.61	165.04
资产减值损失	(128.56)	(130.00)	(117.00)	(105.30)
其他经营收益	224.11	227.00	181.60	145.28
公允价值变动净收益	-3.10	-3.00	-2.40	-1.92
投资净收益	36.54	30.00	24.00	19.20
其他收益	190.67	200.00	160.00	128.00
营业利润	1,272.53	2,188.52	2,668.36	3,214.55
加营业外收入	1.91	2.00	2.00	2.00
减营业外支出	3.25	3.00	3.00	3.00
利润总额	1,271.19	2,187.52	2,667.36	3,213.55
减所得税	122.53	182.81	222.92	268.56
净利润	1,148.66	2,004.70	2,444.44	2,944.99
减少数股东损益	-15.34	84.28	102.77	123.81
归母公司所有者的净利润	1,164.00	1,920.42	2,341.68	2,821.18
基本每股收益（元）	0.49	0.81	0.99	1.19
PE（倍）	48.14	29.18	23.93	19.86

数据来源：iFind，东莞证券研究所

4. 风险提示

终端需求不及预期：若下游需求释放不及预期，或对公司业绩产生不利影响；

产品推进不及预期：AI 服务器对覆铜板材料要求高，若技术研发、产品验证、规模放量不及预期，或对公司业绩产生不利影响；

行业竞争加剧：若产业链对产品采取价格竞争策略，或对公司业绩产生不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn