



电子行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

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）

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

dengxiaolu@gjzq.com.cn

PCB 行业上半年明显改善，关注强阿尔法的公司

投资逻辑

PCB：上半年表现出显著的变化向好变化。2023 年是充分消化需求疲软状态的一年，经过这一整年的调整后周期压力得到释放，2024 年 PCB 行业迎来显著改善，2024 年前两个季度单季同比增速来看，营收+16%/+11%，归母净利润+11%/+23%，扣非归母净利润+93%/+33%，可见从周期角度来看 PCB 行业实现了基本面的显著反转；如果从边际改善的角度，2024 年前两个季度单季环比增速，营收-7%/+14%，归母净利+70%/+49%，扣非归母+76%/+83%，一般情况下每年的一二季度为 PCB 行业的淡季、三四季度为旺季，但我们观察到今年行业从 Q1 开始盈利环比就有明显变化、环比 Q4 大幅度增长，上半年显示出淡季不淡的特征。

CCL：逐渐走出周期陷阱，海外 CCL 参与高端配套基本面表现更强。CCL 环节的情况相对 PCB 来说要更为复杂，由于大多数覆铜板厂商在周期下行时承压更严重、同/环比基数较低甚至为负的情况，我们剔除掉基数为负、不可比的样本，看到整个行业的变化幅度较大，2024 年前两个季度同比营收+3%/+25%、归母净利-49%/+41%、扣非归母净利-99%/+50%，环比营收-8%/+32%、归母净利+13%/+138%、扣非归母净利+5%/+493%。从数字上来看整个 CCL 行业在 24Q2 迎来了较为显著的正向变化，与 PCB 行业的变化趋同，可见是整个产业链出现边际向好。值得注意的是，从盈利和运营能力角度来看，台系 CCL 厂商整体体现出良好的状态，毛利率和净利率均在历史高位启动上扬，整体盈利能力处于历史上相对较高的位置，比 A 股 CCL 整体表现更好；同时我们观察到台系 CCL 厂商库存天数短期有所回落但趋势上稳步向上，与 A 股 CCL 有一定区别，我们认为原因也在于台系厂商参与了全球高端产品配套。

上游原材料：基本面扭转尚需时日。我们认为上游原材料厂商对周期的敏感度更高，即使下游 CCL 和 PCB 展现出显著的向好变化，上游原材料厂商仍然存在一定的基本面扭转压力；不过我们已经观察到上游原材料的营收端同环比改善是较为明显的，这是为基本面实质性反转提供支撑。

CCL 提价确有发生，体现的更多是需求企稳回暖。我们对整个行业上中下游除了数据跟踪之外，还进行了产业链的调研，上半年覆铜板涨价成为了行业景气度火热的表征指标，我们认为本次覆铜板涨价是上游价格周期性修复和下游需求改善叠加的结果，涨价动力来源于原材料涨价、CCL 本已处于亏损边缘、需求改善。我们认为当前的涨价阶段是价格过低之后向正常水平回归的过程，等到价格回归到正常水平之后是否还会继续往上涨，需要较强的需求支撑，我们目前看到的需求强度不太能够支撑超过正常价格水平太远的涨价，当前涨价更多反应的是需求的企稳。

投资建议与估值

虽然涨价持续性仍然需观察，但当前的需求强度已经有明显改善，经济的修复正在缓慢发生。在这样的情况下，我们认为 PCB 行业已经走出周期的低点，也就是行业下行风险已经解除，此时此刻强阿尔法的公司将能够更快实现修复且更快实现高端产品的成长性赋能。

风险提示

景气强度不及预期；竞争加剧导致盈利不及预期。



内容目录

一、PCB 产业链已出现边际向好变化，海外参与高端配套表现更强	4
1.1、PCB：上半年表现出显著的变化向好变化	4
1.2、CCL：逐渐走出周期陷阱，海外 CCL 参与高端配套基本面表现更强	6
1.3、上游原材料：基本面扭转尚需时日	10
二、行业提价体现价格过低后的修复，更应关注需求企稳后的强阿尔法	14
2.1、CCL 提价确有发生，体现的更多是需求企稳回暖	14
2.2、投资建议：在行业下行风险解除时关注强阿尔法公司	15
三、风险提示	15
3.1、景气强度不及预期	15
3.2、竞争加剧导致盈利不及预期	15

图表目录

图表 1：A 股 PCB 厂商季度综合业绩同比增速	4
图表 2：A 股 PCB 厂商季度综合业绩环比增速	4
图表 3：A 股 PCB 厂商季度综合毛利率	4
图表 4：A 股 PCB 厂商季度综合净利率	4
图表 5：A 股 PCB 厂商季度库存天数	5
图表 6：台股 PCB 厂商季度综合业绩同比增速	5
图表 7：台股 PCB 厂商季度综合业绩环比增速	5
图表 8：台系 PCB 厂商月度营收同比增速	6
图表 9：台系 PCB 厂商月度营收环比增速	6
图表 10：台系 PCB 厂商毛利率	6
图表 11：台系 PCB 厂商净利率情况	6
图表 12：台系 PCB 厂商库存天数	6
图表 13：A 股 CCL 厂商单季度营收同比增速	7
图表 14：A 股 CCL 厂商单季度营收环比增速	7
图表 15：A 股 CCL 厂商单季度毛利率	7
图表 16：A 股 CCL 厂商单季度净利率	7
图表 17：A 股 CCL 厂商库存天数	8
图表 18：台股 CCL 厂商季度综合业绩同比增速	8
图表 19：台股 CCL 厂商季度综合业绩环比增速	8
图表 20：台系 CCL 厂商月度营收同比增速	9



图表 21: 台系 CCL 厂商月度营收环比增速	9
图表 22: 台系 CCL 厂商单季度毛利率	9
图表 23: 台系 CCL 厂商单季度净利率	9
图表 24: 台系 CCL 厂商单季度库存天数	9
图表 25: A 股铜箔厂商综合业绩同比增速	10
图表 26: A 股铜箔厂商综合业绩环比增速	10
图表 27: A 股玻纤布厂商综合业绩同比增速	10
图表 28: A 股玻纤布厂商综合业绩环比增速	10
图表 29: A 股树脂厂商综合业绩同比增速	11
图表 30: A 股树脂厂商综合业绩环比增速	11
图表 31: A 股铜箔厂商毛利率/净利率情况	11
图表 32: A 股铜箔厂商库存天数情况	11
图表 33: A 股玻纤布厂商毛利率/净利率情况	11
图表 34: A 股玻纤布厂商库存天数情况	11
图表 35: A 股树脂厂商毛利率/净利率情况	12
图表 36: A 股树脂厂商库存天数情况	12
图表 37: 台系铜箔厂商综合业绩同比增速	12
图表 38: 台系铜箔厂商综合业绩环比增速	12
图表 39: 台系玻纤布厂商综合业绩同比增速	12
图表 40: 台系玻纤布厂商综合业绩环比增速	12
图表 41: 台系铜箔厂商月度营收同比增速	13
图表 42: 台系铜箔厂商月度营收环比增速	13
图表 43: 台系玻纤布厂商月度营收同比增速	13
图表 44: 台系玻纤布厂商月度营收环比增速	13
图表 45: 台系铜箔厂商毛利率/净利率情况	13
图表 46: 台系铜箔厂商库存天数情况	13
图表 47: 台系玻纤布厂商毛利率/净利率情况	14
图表 48: 台系玻纤布厂商库存天数情况	14
图表 49: 全球 LME 铜价走势	14
图表 50: 玻纤行业涨价函	14



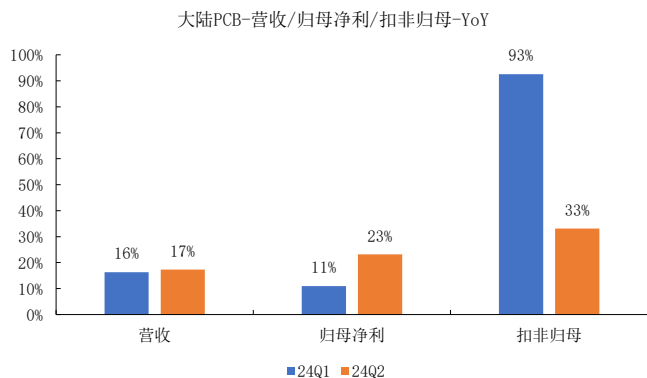
一、PCB 产业链已出现边际向好变化，海外参与高端配套表现更强

1.1、PCB：上半年表现出显著的变化向好变化

1.1.1、大陆 PCB 上半年边际显著变好，近两个季度库存有所提升

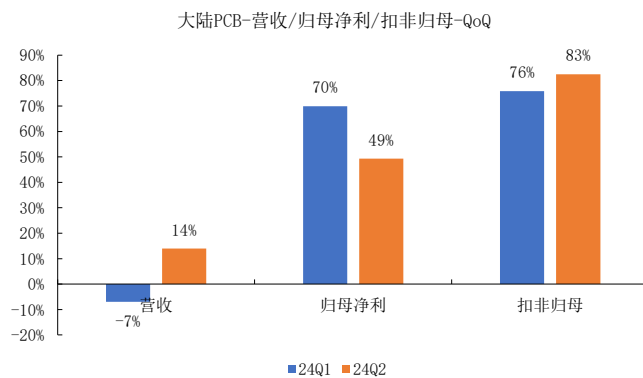
2023 年是充分消化需求疲软状态的一年，经过这一整年的调整后周期压力得到释放，2024 年 PCB 行业迎来显著改善，2024 年前两个季度单季同比增速来看，营收+16%/+11%，归母净利润+11%/+23%，扣非归母净利润+93%/+33%，可见从周期角度来看 PCB 行业实现了基本面的显著反转；如果从边际改善的角度，2024 年前两个季度单季环比增速，营收-7%/+14%，归母净利+70%/+49%，扣非归母+76%/+83%，一般情况下每年的一二季度为 PCB 行业的淡季、三四季度为旺季，但我们观察到今年行业从 Q1 开始盈利环比就有明显变化、环比 Q4 大幅度增长，上半年显示出淡季不淡的特征。

图表1：A 股 PCB 厂商季度综合业绩同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：A 股 PCB 厂商季度综合业绩环比增速



来源：Wind，国金证券研究所

从盈利和运营方面，PCB 行业毛利率和净利率均有所回升，2024 年前两个季度毛利率达到 19%/20%、净利率达到 5%/6%，特别是净利率水平在 23Q4 转亏后已经显著扭转至相对合理水平，盈利能力变化显著，不过整个盈利水平仍然处于历史上相对较低的位置，行业仍然具有较高的改善空间。

行业库存水平在今年变化相对稳定，2024 年前两个季度库存水平达到 80 天和 82 天，相对 23 年年底 66 天来看明显提升。PCB 行业库存水平主要表征行业当前对需求的预期，可见 2024 年上半年整个行业需求有明显改善。

图表3：A 股 PCB 厂商季度综合毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：A 股 PCB 厂商季度综合净利率

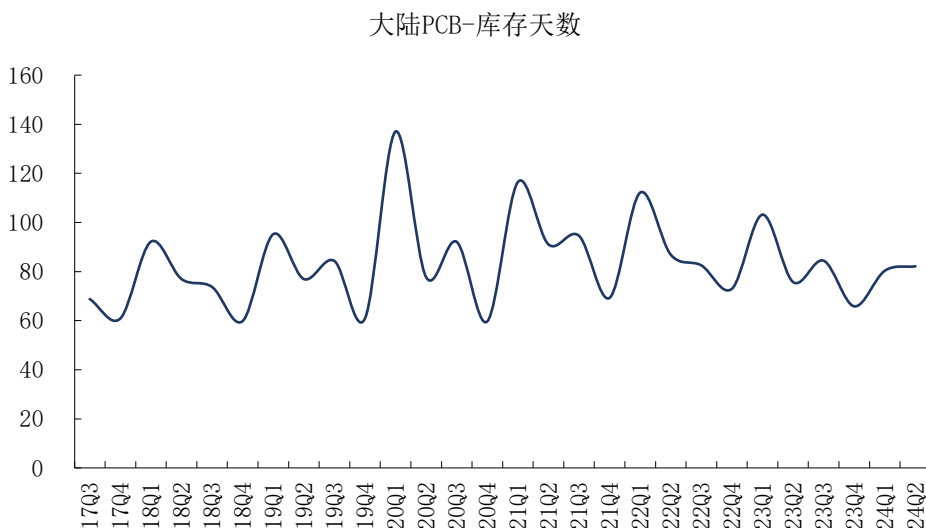


来源：Wind，国金证券研究所

¹ 本文引用的 A 股 PCB 厂商来自国金 PCB 行业标的池，包括的 A 股 PCB 公司名录为（排名按照证券代码顺序）：超声电子、天津普林、东山精密、兴森科技、沪电股份、中京电子、崇达技术、奥士康、深南电路、鹏鼎控股、胜宏科技、弘信电子、明阳电路、中富电路、四会富仕、科翔股份、本川智能、金百泽、奕东电子、满坤科技、方正科技、思创电子、景旺电子、依顿电子、骏亚科技、博敏电子、澳弘电子、协和电子、生益电子、迅捷兴。在计算财务数据同/环比增长时，剔除基数为负和奇异值的样本，采用算数平均的方式计算行业综合指标。



图表5: A股PCB厂商季度库存天数



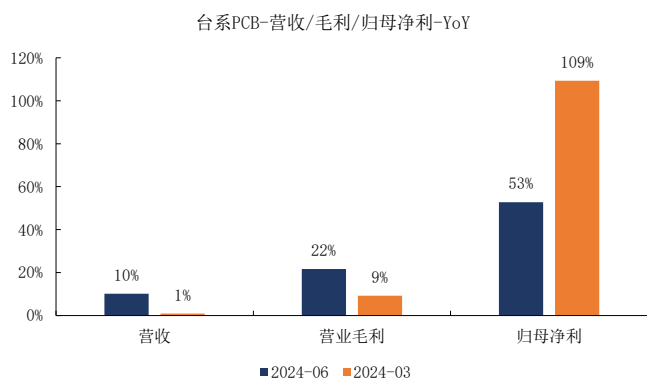
来源: Wind, 国金证券研究所

1.1.2、体现出持续的改善, 盈利能力处于历史较高水平

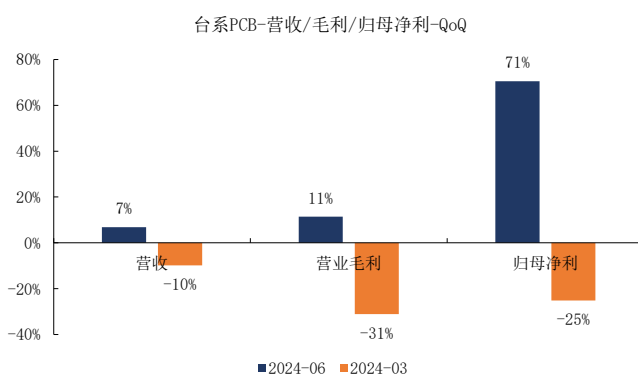
从全球的角度来对比, 台系 PCB 厂商同样表现出显著的改善, 同比来看营收+1%/+10%、营业毛利+9%/+22%、归母净利润+109%/+53%, 环比来看营收-10%/+7%、营业毛利-31%/+11%、归母净利润-25%/+71%, 虽然台系厂商在 24Q1 的变化没有 A 股 PCB 公司整体情况显著, 但二季度也表现出强劲的改善趋势, 并且从 7 月营收情况来看, 台系厂商同环比表现出大幅持续成长, 基本面边际变化也相当明显。

从盈利和运营能力角度来看, 台系 PCB 厂商整体体现出良好的状态, 毛利率和净利率均在历史高位启动上扬, 整体盈利能力处于历史上相对较高的位置, 比 A 股 PCB 整体表现更好; 同时我们观察到台系 PCB 厂商库存天数稳步向上, 说明整个行业对景气度的预期持续攀高, 综合来看台系厂商基本面质量更高。

图表6: 台股 PCB² 厂商季度综合业绩同比增速



图表7: 台股 PCB 厂商季度综合业绩环比增速



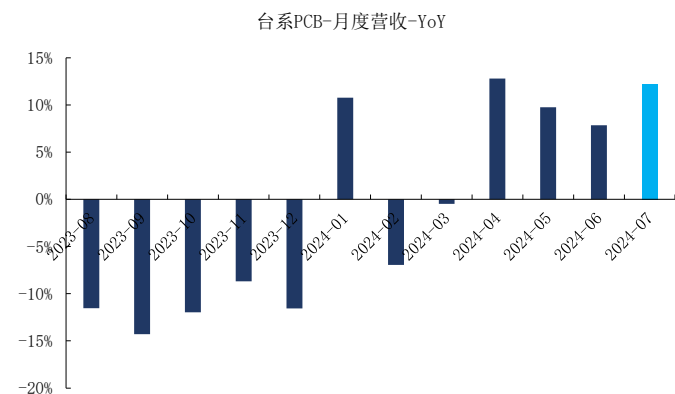
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

² 本文引用的台股 PCB 厂商来自国金 PCB 行业标的池, 包括的台股 PCB 公司名录为 (排名按照名称字母顺序): 定颖、瀚宇博德、华通、健鼎、金像、景硕、敬鹏、南电、台郡、欣兴、臻鼎、志超。在计算财务数据同/环比增长时, 剔除基数为负和奇异值的样本, 采用算数平均的方式计算行业综合指标。

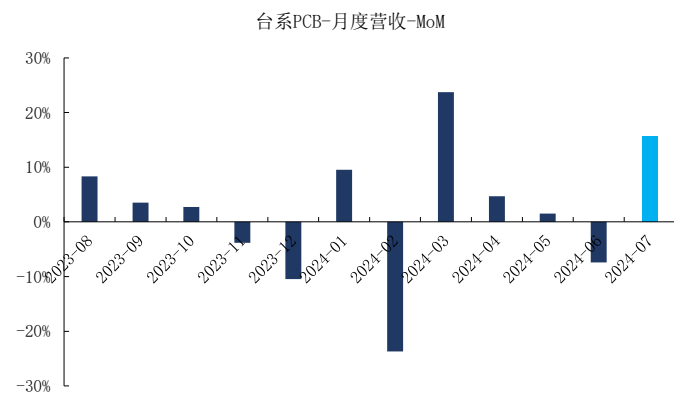


图表8：台系 PCB 厂商月度营收同比增速



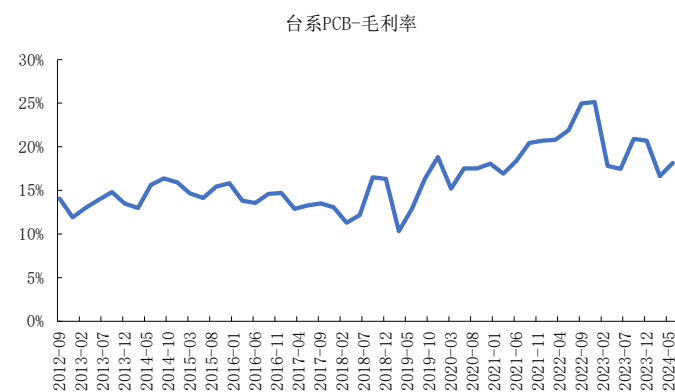
来源：Wind，国金证券研究所

图表9：台系 PCB 厂商月度营收环比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表10：台系 PCB 厂商毛利率



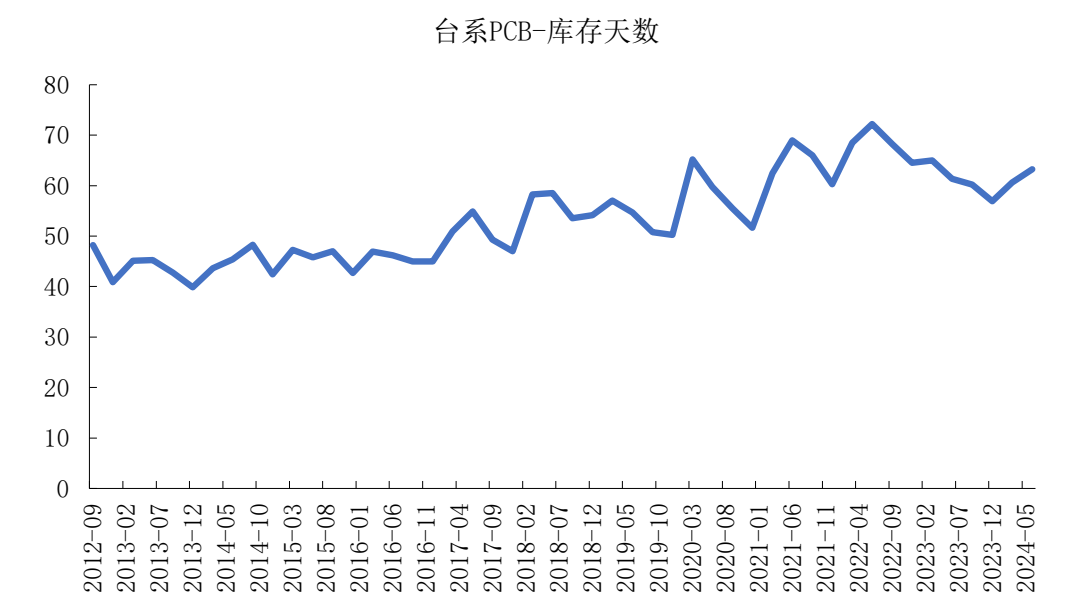
来源：Wind，国金证券研究所

图表11：台系 PCB 厂商净利率情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：台系 PCB 厂商库存天数



来源：Wind，国金证券研究所

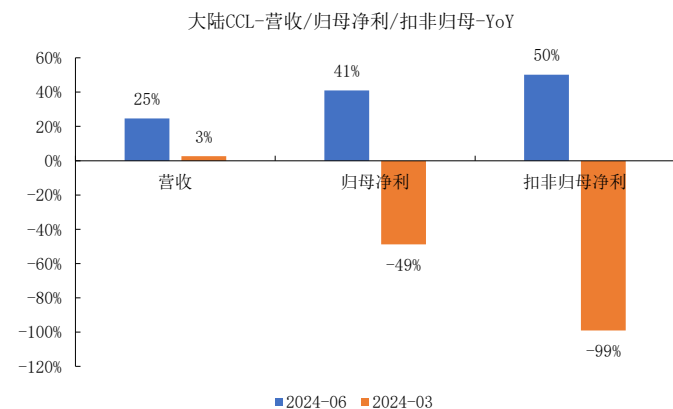
1.2、CCL：逐渐走出周期陷阱，海外 CCL 参与高端配套基本面表现更强

1.2.1、大陆 CCL 逐渐走出周期阴影，上半年运营周转加快



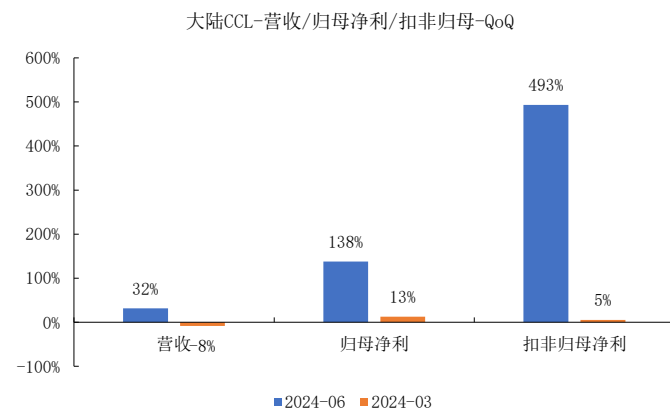
CCL 环节的情况相对 PCB 来说要更为复杂，由于大多数覆铜板厂商在周期下行时承压更严重、同/环比基数较低甚至为负的情况，我们剔除掉基数为负、不可比的样本，看到整个行业的变化幅度较大，2024 年前两个季度同比营收+3%/+25%、归母净利-49%/+41%、扣非归母净利-99%/+50%，环比营收-8%/+32%、归母净利+13%/+138%、扣非归母净利+5%/+493%。从数字上来看整个 CCL 行业在 24Q2 迎来了较为显著的正向变化，与 PCB 行业的变化趋同，可见是整个产业链出现边际向好。

图表13: A 股 CCL 厂商³单季度营收同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

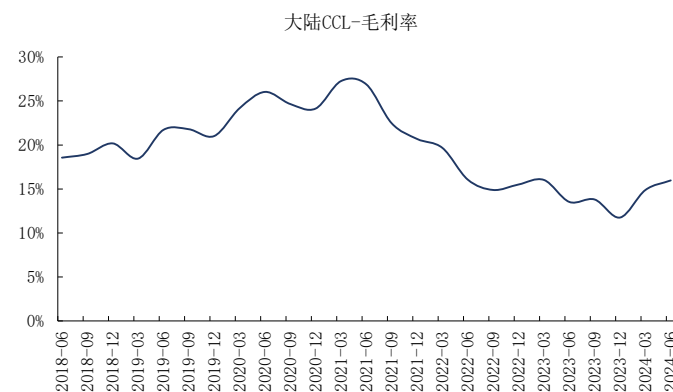
图表14: A 股 CCL 厂商单季度营收环比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

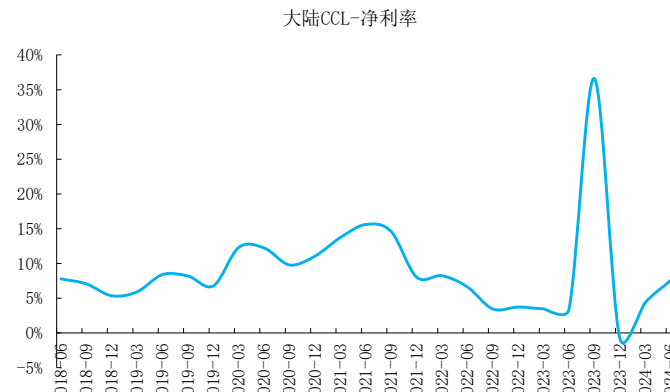
从盈利和运营方面，A 股 CCL 厂商的毛利率和净利率水平也出现显著抬升，2024 年前两个季度毛利率 15%/16%、净利率 4%/8%，但从历史水位上来看仍然处于较低水平；库存天数在 2024 年上半年显著下降，主要源于下游 PCB 需求在上半年变化太快、CCL 出货大于生产导致库存快速消耗，整个行业运营状况良好。

图表15: A 股 CCL 厂商单季度毛利率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: A 股 CCL 厂商单季度净利率

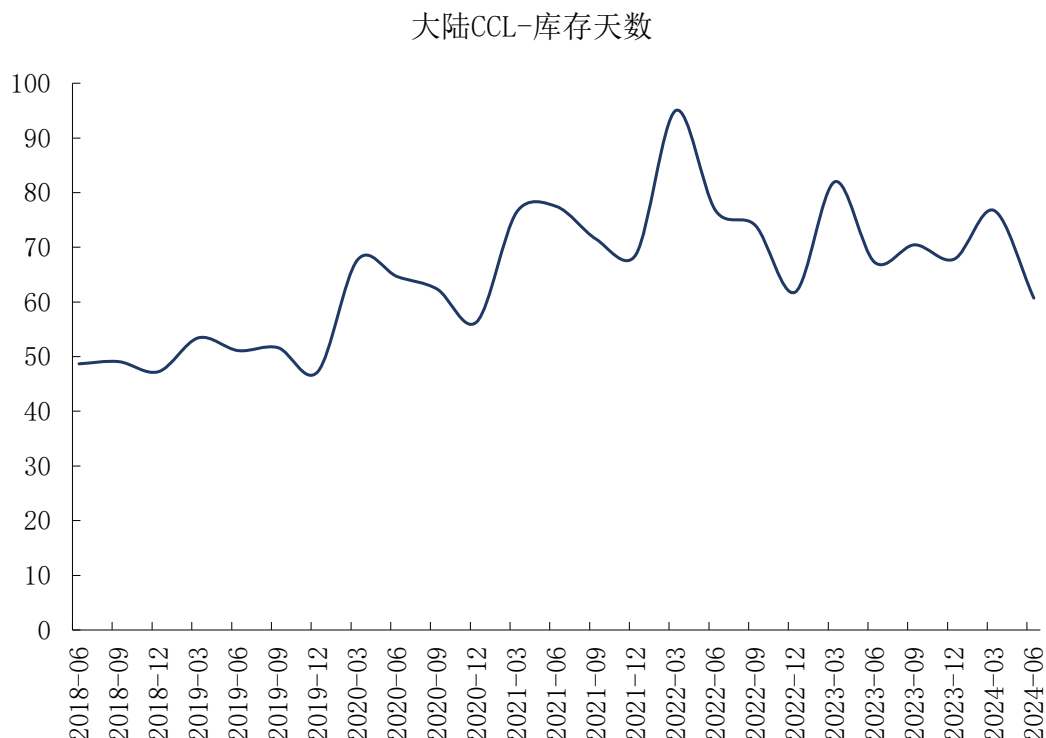


来源: Wind, 国金证券研究所

³ 本文引用的 A 股 CCL 厂商来自国金 CCL 行业标的池，包括的 A 股 CCL 公司名录为（排名按照证券代码顺序）：金安国纪、中英科技、生益科技、华正新材、南亚新材。在计算财务数据同/环比增长时，剔除基数为负和奇异值的样本，采用算数平均的方式计算行业综合指标。



图表17: A股CCL厂商库存天数



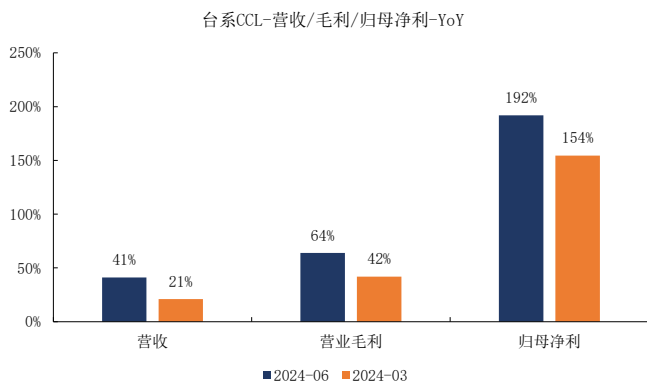
来源: Wind, 国金证券研究所

1.2.2、台系CCL改善情况优于A股CCL，源于参与全球高端产品配套

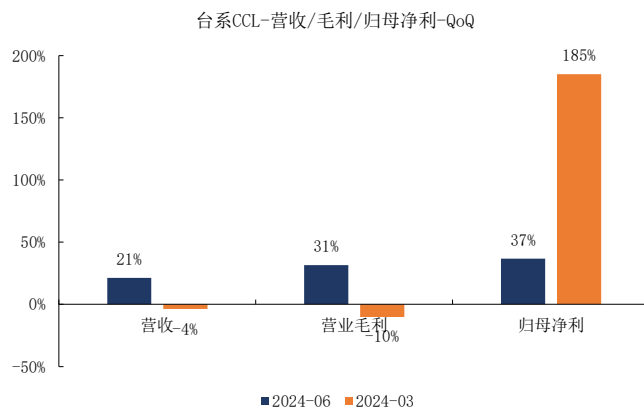
从全球的角度来对比，台系CCL厂商同样表现出显著的改善，同比来看营收+21%/+41%、营业毛利+42%/+64%、归母净利润+154%/+192%，环比来看营收-4%/+21%、营业毛利-10%/+31%、归母净利润+185%/+37%，台系CCL厂商的变化更好于A股CCL的情况，我们认为原因在于台系CCL厂商有参与全球高端AI相关产品的出货，价值量的提升叠加到周期需求修复中使得基本面变化更为显著。从趋势上来看，我们也观察到台系CCL显示出与台系PCB行业相同的7月同环比趋势，可见整个产业链改善明显。

从盈利和运营能力角度来看，台系CCL厂商整体体现出良好的状态，毛利率和净利率均在历史高位启动上扬，整体盈利能力处于历史上相对较高的位置，比A股CCL整体表现更好；同时我们观察到台系CCL厂商库存天数短期有所回落但趋势上稳步向上，与A股CCL有一定区别，我们认为原因也在于台系厂商参与了全球高端产品配套。

图表18: 台股CCL⁴厂商季度综合业绩同比增速



图表19: 台股CCL厂商季度综合业绩环比增速



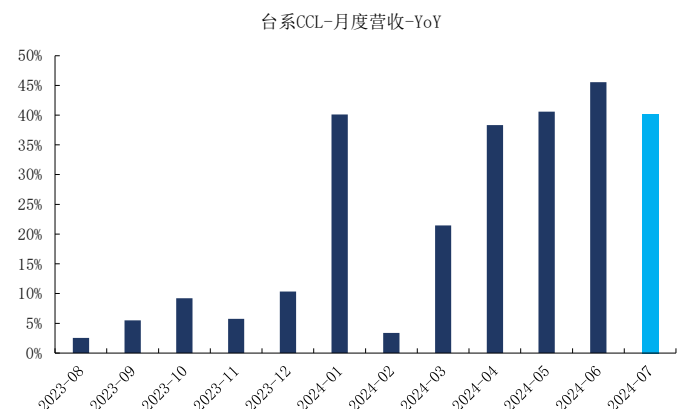
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

⁴ 本文引用的台股CCL厂商来自国金CCL行业标的池，包括的台股CCL公司名录为（排名按照名称字母顺序）：联茂、南亚塑胶、台光、台耀。在计算财务数据同/环比增长时，剔除基数为负和奇异值的样本，采用算数平均的方式计算行业综合指标。

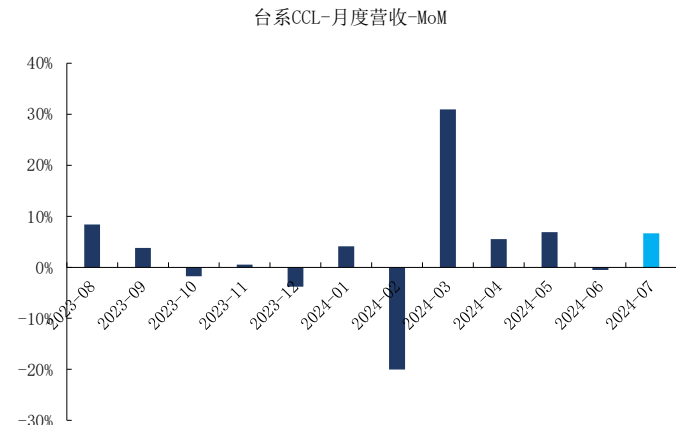


图表20: 台系 CCL 厂商月度营收同比增速



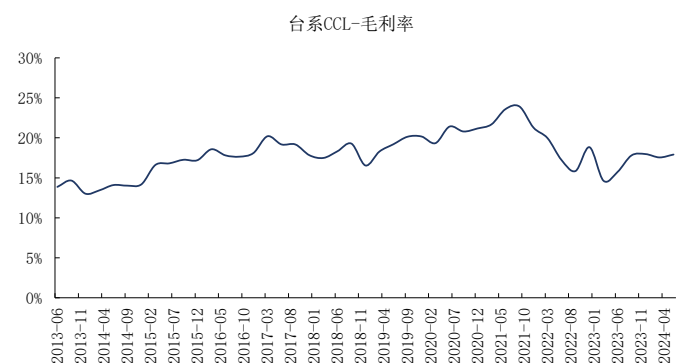
来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 台系 CCL 厂商月度营收环比增速



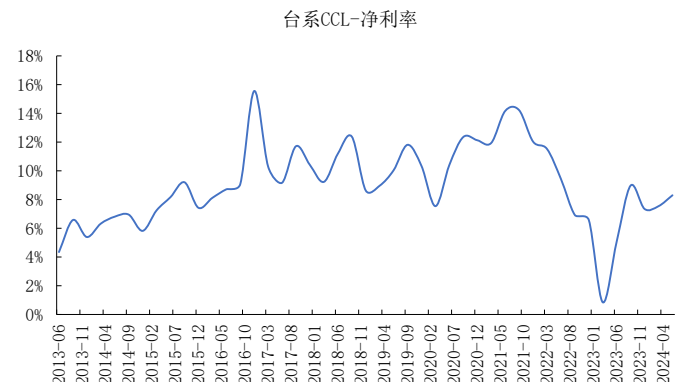
来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 台系 CCL 厂商单季度毛利率



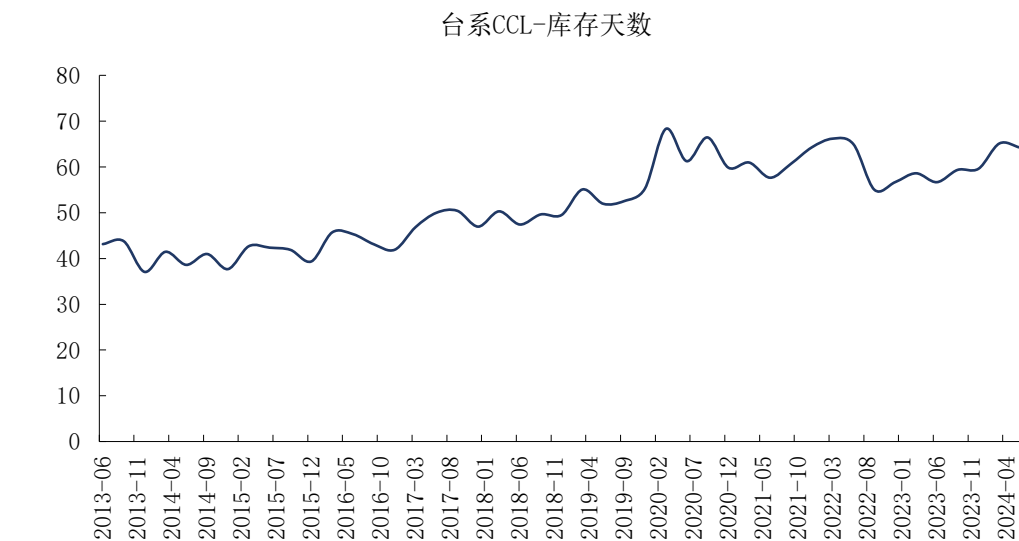
来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 台系 CCL 厂商单季度净利率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 台系 CCL 厂商单季度库存天数



来源: Wind, 国金证券研究所



1.3、上游原材料：基本面扭转尚需时日

1.3.1、A股PCB产业链上游基本面扭转还需时日

A股PCB产业链上游原材料由于受到价格波动等压力，基本面的情况相对复杂，存在基数为负等不可统计的情况，这导致行业综合指标计算时只体现了1-2家厂商的经营情况，为了展现行业整体情况，该部分铜箔、玻纤布我们不再做行业综合指标展示，而是展示出所有样本的季度同/环比情况。

我们认为上游原材料厂商对周期的敏感度更高，即使下游CCL和PCB展现出显著的向好变化，上游原材料厂商仍然存在一定的基本面扭转压力；不过我们已经观察到上游原材料的营收端同环比改善是较为明显的，这是为基本面实质性反转提供支撑。

图表25：A股铜箔厂商综合业绩同比增速

营收 YoY	301217.SZ 铜冠铜箔	301150.SZ 中一科技	600110.SH 诺德股份	688388.SH 嘉元科技	301176.SZ 逸豪新材
应用领域	铜箔	铜箔	铜箔	铜箔	铜箔
24Q2	31%	54%	25%	36%	25%
24Q1	5%	29%	-5%	-5%	4%
归母净利润 YoY	301217.SZ 铜冠铜箔	301150.SZ 中一科技	600110.SH 诺德股份	688388.SH 嘉元科技	301176.SZ 逸豪新材
应用领域	铜箔	铜箔	铜箔	铜箔	铜箔
24Q2	-1484%		-282%		
24Q1	-207%	-212%	-288%	-230%	
扣非归母 YoY	301217.SZ 铜冠铜箔	301150.SZ 中一科技	600110.SH 诺德股份	688388.SH 嘉元科技	301176.SZ 逸豪新材
应用领域	铜箔	铜箔	铜箔	铜箔	铜箔
24Q2					
24Q1	-255%	-250%	-1257%	-245%	

来源：Wind，国金证券研究所

图表26：A股铜箔厂商综合业绩环比增速

营收 QoQ	301217.SZ 铜冠铜箔	301150.SZ 中一科技	600110.SH 诺德股份	688388.SH 嘉元科技	301176.SZ 逸豪新材
应用领域	铜箔	铜箔	铜箔	铜箔	铜箔
24Q2	32%	30%	27%	61%	22%
24Q1	-11%	2%	-5%	-26%	-5%
归母净利润 QoQ	301217.SZ 铜冠铜箔	301150.SZ 中一科技	600110.SH 诺德股份	688388.SH 嘉元科技	301176.SZ 逸豪新材
应用领域	铜箔	铜箔	铜箔	铜箔	铜箔
24Q2					
24Q1	-344%	-279%			
扣非归母 QoQ	301217.SZ 铜冠铜箔	301150.SZ 中一科技	600110.SH 诺德股份	688388.SH 嘉元科技	301176.SZ 逸豪新材
应用领域	铜箔	铜箔	铜箔	铜箔	铜箔
24Q2					
24Q1		-883%			

来源：Wind，国金证券研究所

图表27：A股玻纤布厂商综合业绩同比增速

营收 YoY	600176.SH 中国巨石	603256.SH 宏和科技
应用领域	玻纤布	玻纤布
24Q2	5%	31%
24Q1	-8%	55%
归母净利润 YoY	600176.SH 中国巨石	603256.SH 宏和科技
应用领域	玻纤布	玻纤布
24Q2	-46%	
24Q1	-62%	
扣非归母 YoY	600176.SH 中国巨石	603256.SH 宏和科技
应用领域	玻纤布	玻纤布
24Q2	-41%	
24Q1	-66%	

来源：Wind，国金证券研究所

图表28：A股玻纤布厂商综合业绩环比增速

营收 QoQ	600176.SH 中国巨石	603256.SH 宏和科技
应用领域	玻纤布	玻纤布
24Q2	29%	15%
24Q1	-2%	16%
归母净利润 QoQ	600176.SH 中国巨石	603256.SH 宏和科技
应用领域	玻纤布	玻纤布
24Q2	74%	
24Q1	-5%	
扣非归母 QoQ	600176.SH 中国巨石	603256.SH 宏和科技
应用领域	玻纤布	玻纤布
24Q2	174%	
24Q1	-39%	

来源：Wind，国金证券研究所

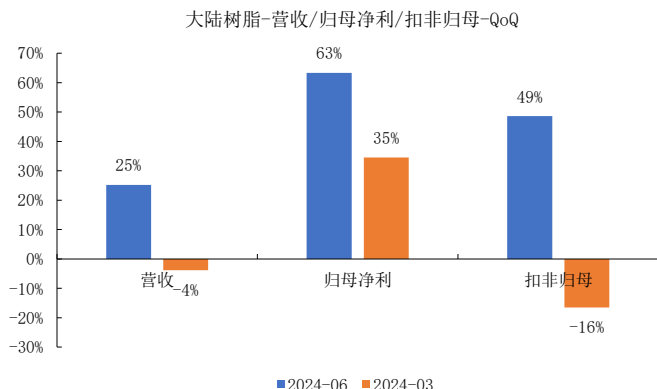
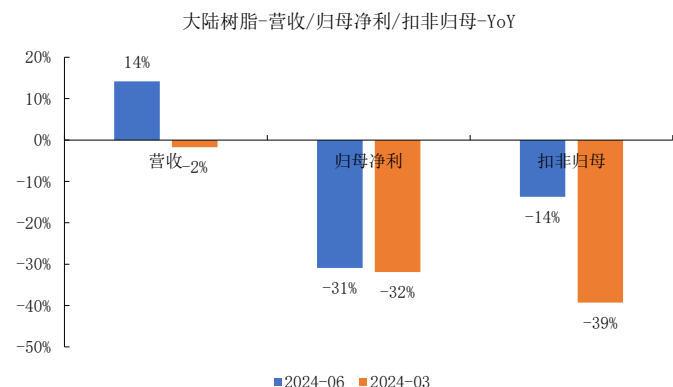
⁵ A股铜箔厂商，样本选取铜冠铜箔、中一科技、诺德股份、嘉元科技、逸豪新材。

⁶ A股玻纤布厂商我们选取中国巨石、宏和科技。



图表29: A股树脂厂商⁷综合业绩同比增速

图表30: A股树脂厂商综合业绩环比增速



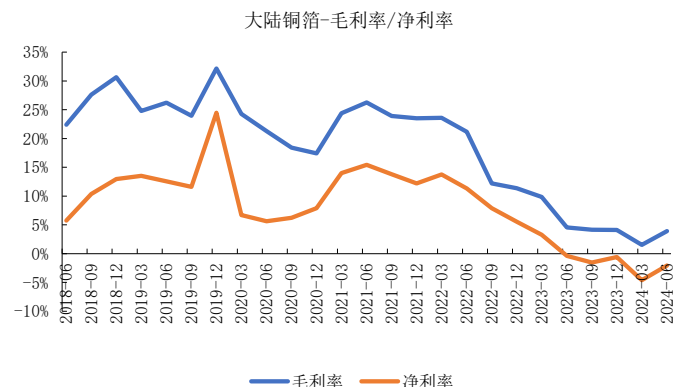
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

从盈利和运营上看,上游原材料盈利能力已经有所恢复但仍然处于历史低位,同时各大材料库存天数都并不低,可见三大原材料无论是盈利还是运营上承压都相较中下游的 CCL 和 PCB 更严重。

图表31: A股铜箔厂商毛利率/净利率情况

图表32: A股铜箔厂商库存天数情况

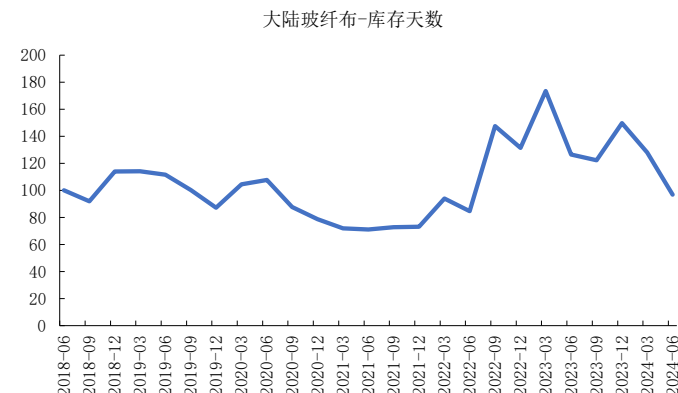
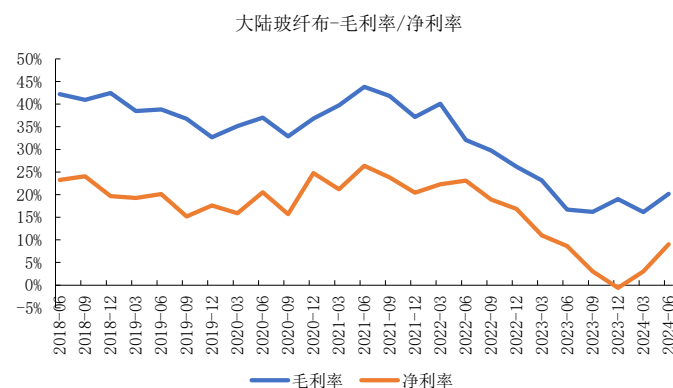


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: A股玻纤布厂商毛利率/净利率情况

图表34: A股玻纤布厂商库存天数情况



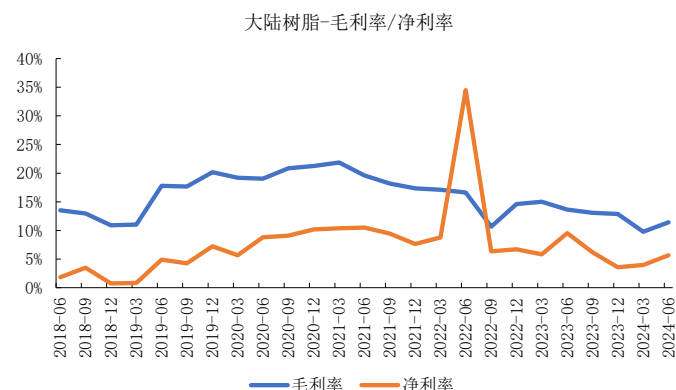
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

⁷ A股树脂厂商我们选取宏昌电子、东材科技。

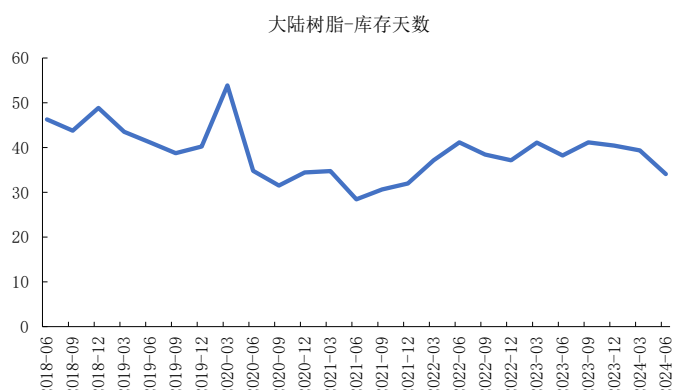


图表35: A股树脂厂商毛利率/净利率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表36: A股树脂厂商库存天数情况

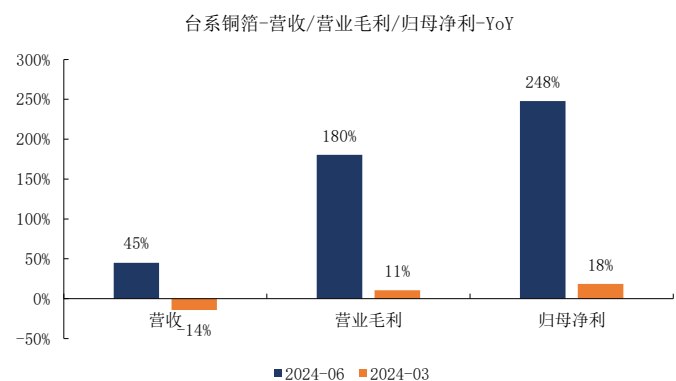


来源: Wind, 国金证券研究所

1.3.2、台系PCB上游材料变化情况与A股趋同

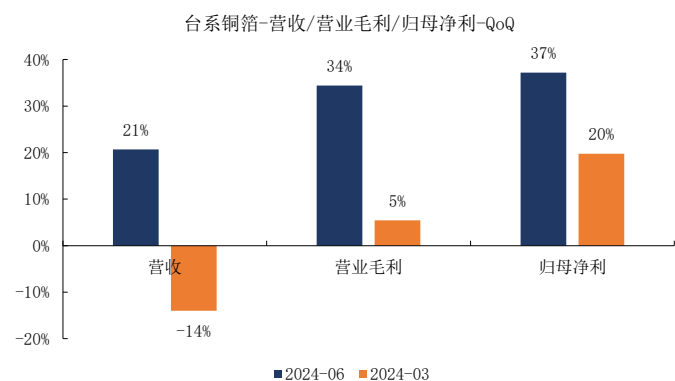
从全球的角度来看,台系铜箔和玻纤布月度营收同/环比变化与A股铜箔和玻纤布厂商相差并不大,可见全球范围内上游原材料面临的需求情况相差不大,也能看到7月的月度营收有改善,所以整个行业营收端确实有向好变化。从盈利和库存天数来观察,盈利水平已经开始修复,库存天数均维持在高位水平,整体情况与A股上游原材料趋势一致。

图表37: 台系铜箔厂商综合业绩同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表38: 台系铜箔厂商综合业绩环比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表39: 台系玻纤布厂商综合业绩同比增速

营收 YoY	1802.TW 台玻	5475.TWO 德宏	1815.TWO 富乔	5340.TWO 建荣
应用领域	玻纤布	玻纤布	玻纤布	玻纤布
24Q2	-4%	22%	39%	83%
24Q1	1%	-43%	-19%	54%
营业毛利 YoY	1802.TW 台玻	5475.TWO 德宏	1815.TWO 富乔	5340.TWO 建荣
应用领域	玻纤布	玻纤布	玻纤布	玻纤布
24Q2	-18%			278%
24Q1			-102%	110%
归母净利润 YoY	1802.TW 台玻	5475.TWO 德宏	1815.TWO 富乔	5340.TWO 建荣
应用领域	玻纤布	玻纤布	玻纤布	玻纤布
24Q2				
24Q1				1295%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: 台系玻纤布厂商综合业绩环比增速

营收 QoQ	1802.TW 台玻	5475.TWO 德宏	1815.TWO 富乔	5340.TWO 建荣
应用领域	玻纤布	玻纤布	玻纤布	玻纤布
24Q2	11%	93%	41%	5%
24Q1	-18%	-5%	8%	10%
营业毛利 QoQ	1802.TW 台玻	5475.TWO 德宏	1815.TWO 富乔	5340.TWO 建荣
应用领域	玻纤布	玻纤布	玻纤布	玻纤布
24Q2	-2%			22%
24Q1	-41%			1%
归母净利润 QoQ	1802.TW 台玻	5475.TWO 德宏	1815.TWO 富乔	5340.TWO 建荣
应用领域	玻纤布	玻纤布	玻纤布	玻纤布
24Q2				17%
24Q1	-144%			158%

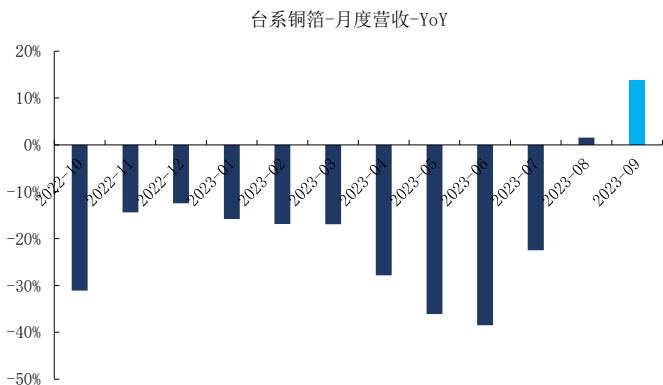
来源: Wind, 国金证券研究所

8 台股铜箔厂商,样本选取金居开发。

9 台股玻纤布厂商,样本选取台玻、德宏、富乔、建荣。

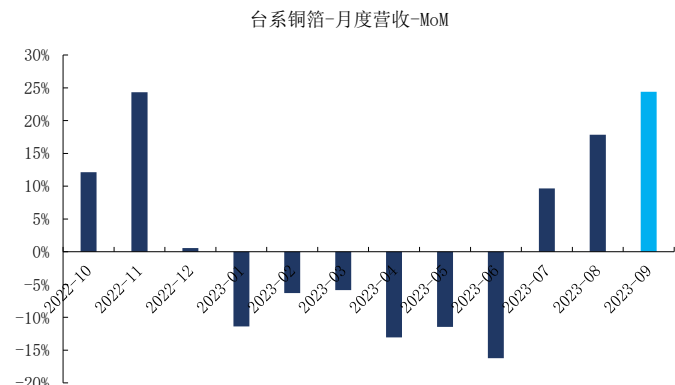


图表41：台系铜箔厂商月度营收同比增速



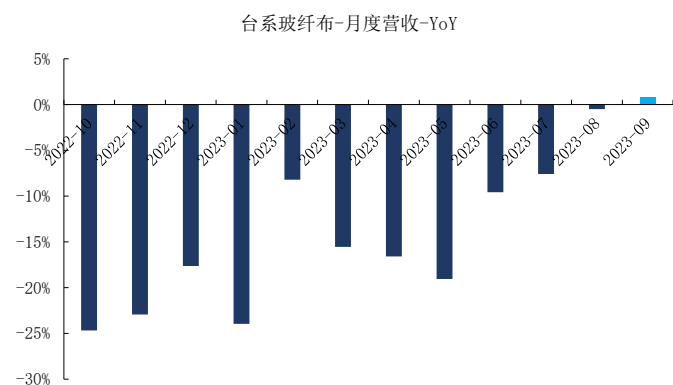
来源：Wind，国金证券研究所

图表42：台系铜箔厂商月度营收环比增速



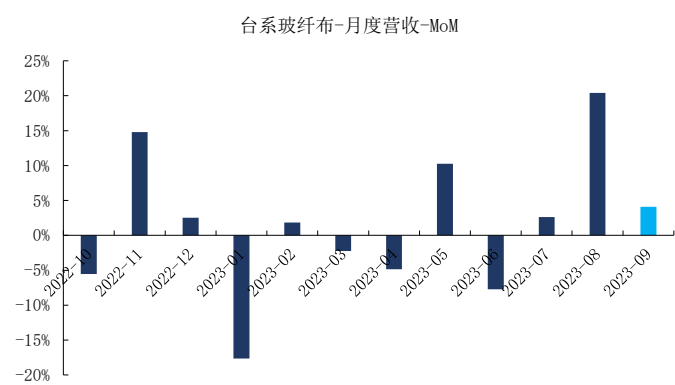
来源：Wind，国金证券研究所

图表43：台系玻纤布厂商月度营收同比增速



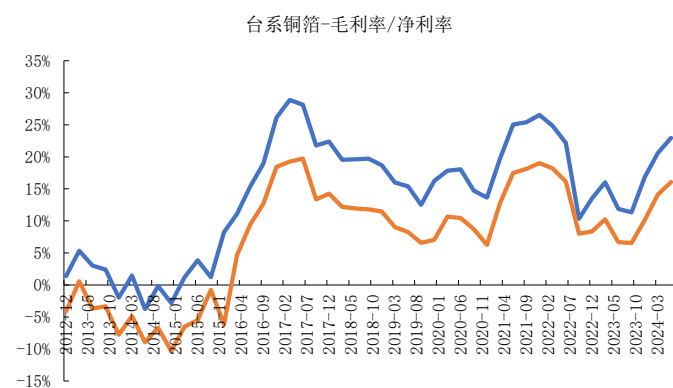
来源：Wind，国金证券研究所

图表44：台系玻纤布厂商月度营收环比增速



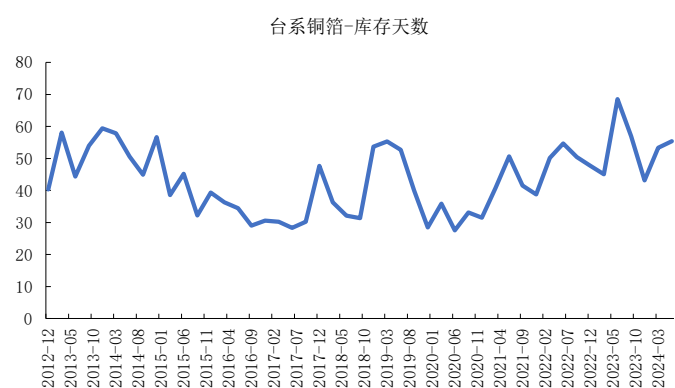
来源：Wind，国金证券研究所

图表45：台系铜箔厂商毛利率/净利率情况



来源：Wind，国金证券研究所

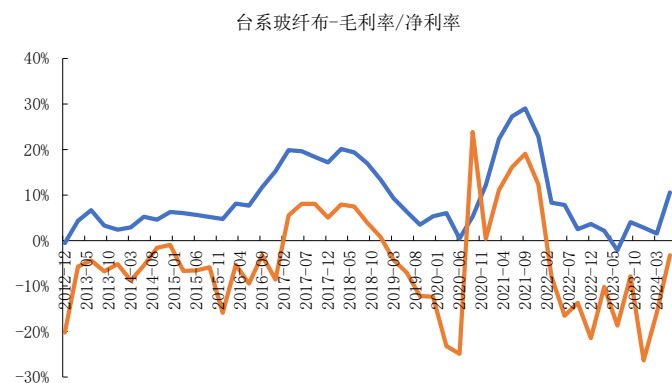
图表46：台系铜箔厂商库存天数情况



来源：Wind，国金证券研究所



图表47：台系玻纤布厂商毛利率/净利率情况



图表48：台系玻纤布厂商库存天数情况



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

二、行业提价体现价格过低后的修复，更应关注需求企稳后的强阿尔法

2.1、CCL 提价确有发生，体现的更多是需求企稳回暖

我们对整个行业上中下游除了数据跟踪之外，还进行了产业链的调研，上半年覆铜板涨价成为了行业景气度火热的表征指标，我们认为本次覆铜板涨价的原因是上游价格周期性修复和下游需求改善叠加的结果，具体来看：

- 1) 原材料涨价是导火索。CCL 涨价的导火索主要来自铜价、玻纤布等原材料价格上涨，2024 年上半年全球 LME 铜上涨幅度达到了 12%，同时玻纤布厂商也提出了涨价诉求，从而催化 CCL 厂商向下游转移价格压力；
- 2) CCL 已经站在亏损的边缘，有强烈诉求将利润线拉回。由于需求景气度太差，大部分的覆铜板厂商稼动率显著不足，就连规模已经相对较大的上市公司也有部分在前单季度保持亏损的状态，在当前上游再次涨价的情况下，覆铜板厂商向 PCB 厂商要价的诉求及其强烈；
- 3) 稼动率显著回暖，小厂商大部分已被迫接受涨价。从上述月度营收可以看到，环比来看整个产业链已经连续 3 月营收环比修复，可见产业链需求已经有所回暖，在此背景下，一方面 PCB 厂商会做相对更长期的备货准备（1 周提升到 3 周），另一方面在面对亏损的覆铜板厂商要价时 PCB 需要分享稼动率回升的利润才能够保证供应的稳定，特别是议价能力较小的厂商只有接受涨价才能够拿到覆铜板供货。结合调研情况和 PCB 分下游领域的情况来看，当前需求改善的领域为消费领域（家电、手机为主）和汽车领域。

图表49：全球 LME 铜价走势



图表50：玻纤行业涨价函



来源：Wind，国金证券研究所

来源：复合材料社区，国金证券研究所

当前覆铜板行业涨价显示了行业需求的改善，那么涨价的持续性如何？我们认为从覆铜板行业属性来看，只有形成通胀时才可能形成趋势性涨价溢价，而当前需求强度在中短期内



未看到足够的支撑，主要依据来自于：

- 1) 当前 CCL 的稼动率行业存在方差，高一点的厂商处于满产状态，低一点的厂商仍在 75%-80% 的水平，并未看到供不应求导致涨价的情况；
- 2) 铜价近期下降后 CCL 的价格也纷纷有所回调，可见需求强度还不能完全支撑价格持续上涨；

因此，我们认为当前的涨价阶段是价格过低之后向正常水平回归的过程，等到价格回归到正常水平之后是否还会继续往上涨，需要较强的需求支撑，我们目前看到的需求强度不太能够支撑超过正常价格水平太远的涨价，当前涨价更多反应的是需求的企稳。

2.2、投资建议：在行业下行风险解除时关注强阿尔法公司

虽然涨价持续性仍然需观察，但当前的需求强度已经有明显改善，经济的修复正在缓慢发生。在这样的情况下，我们认为 PCB 行业已经走出周期的低点，也就是行业下行风险已经解除，此时此刻强阿尔法的公司将能够更快实现修复且更快实现高端产品的成长性赋能。

三、风险提示

3.1、景气强度不及预期

当前 PCB 行业景气度强度较高，但当前仍然是前期景气度太差之后的修复，如果行业后续景气度不及预期，那么整个板块的基本面将承压。

3.2、竞争加剧导致盈利不及预期

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。

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究