

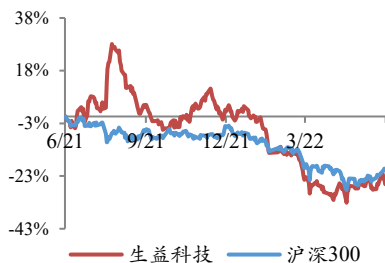
下游需求分化，长期看好原材料价格趋稳带来的成本改善

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-06-09

收盘价（元）	16.190
近 12 个月最高/最低（元）	28.0/14.7
总股本（百万股）	2,315
流通股本（百万股）	2,315
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	375
流通市值（亿元）	375

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

邮箱：huy@hazq.com

联系人：赵恒祯

执业证书号：S0010121080026

邮箱：zhaohz@hazq.com

主要观点：

● 全球覆铜板龙头，市占率稳居全球第二

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供应商，并 1998 年于上交所上市，成为国内首家覆铜板领域上市公司。根据美国 Prismark 调研机构对于全球硬质覆铜板的统计和排名，从 2013 年至今，生益科技硬质覆铜板销售总额已持续保持全球第二。公司主营覆铜板业务，围绕印制线路板进行持续科技创新，2021 年覆铜板和粘结片营收占 82.19%，PCB 营收占 17.81%。公司营收呈稳定增长态势，营收规模从 2011 年的 58.77 亿元提升至 2021 年的 202.74 亿元，归母净利润由 4.5 亿元攀升至 28.3 亿元。公司按规划持续扩张六大基地产能，产能稳步增加。

● 老牌厂商产品结构丰富，未来发展空间广阔

①深耕覆铜板粘结片市场，自主生产能力强。生益科技始终立足于高标准、高品质、高性能、高可靠性，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。公司的终端产品已应用到多家国际、国内知名企业，拥有较大的竞争优势，产品畅销世界多个国家和地区。

②汽车、服务器拉动 PCB 使用量，上游 CCL 需求旺盛。近年来，受益于汽车电动化和云计算的迅速发展，市场对汽车电子和服务器的需求进一步显现，拉动相关领域印制线路板的产值和使用量。公司调整优化产品结构，积极拓展服务器和汽车电子的优质客户群体，并开展扩产、降本增效工作。PCIe4.0 向 PCIe5.0 的升级和新能源汽车电子化都大幅提升了业界对 PCB 以及高速高频覆铜板的需求。

③积极布局高端覆铜板，国产替代空间大。高端高频板的市场份额主要被美国和日本厂商占据，技术门槛高，毛利率和经济附加值也高。生益科技自主研发的高频高速产品已给多家客户稳定供货，有望凭借性能稳定的高性价比产品和产能本土化实现高端覆铜板国产替代，市场份额提升空间大。

● 投资建议

我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 25.98、31.23、36.61 亿元，对应市盈率为 14、12、10 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格大幅波动、下游需求疲软。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	20274	21455	23764	26905
收入同比 (%)	38.0%	5.8%	10.8%	13.2%
归属母公司净利润	2830	2598	3123	3661
净利润同比 (%)	68.4%	-8.2%	20.2%	17.2%
毛利率 (%)	26.82%	25.5%	26.3%	26.7%
ROE (%)	21.6%	18.2%	17.9%	17.4%
每股收益 (元)	1.230	1.12	1.35	1.58
P/E	19.15	14.43	12.00	10.24
P/B	4.16	2.62	2.15	1.78
EV/EBITDA	14.49	10.17	8.87	6.94

资料来源： Wind，华安证券研究所

正文目录

1、全球覆铜板龙头，市占率稳居全球第二 5

1.1 组织架构科学合理，盈利能力稳步提升 5

1.2 三十余年行业积淀，造就全球覆铜板行业龙头 7

2、产品矩阵丰富，成长空间广阔 10

2.1 深耕覆铜板粘结片市场的龙头厂商 10

2.2 汽车、服务器拉动 PCB 使用量，上游 CCL 需求旺盛 13

2.3 积极布局高端覆铜板，国产替代空间大 15

3、盈利预测与估值 16

3.1 盈利预测 16

3.2 公司估值 17

风险提示： 17

财务报表与盈利预测 18

图表目录

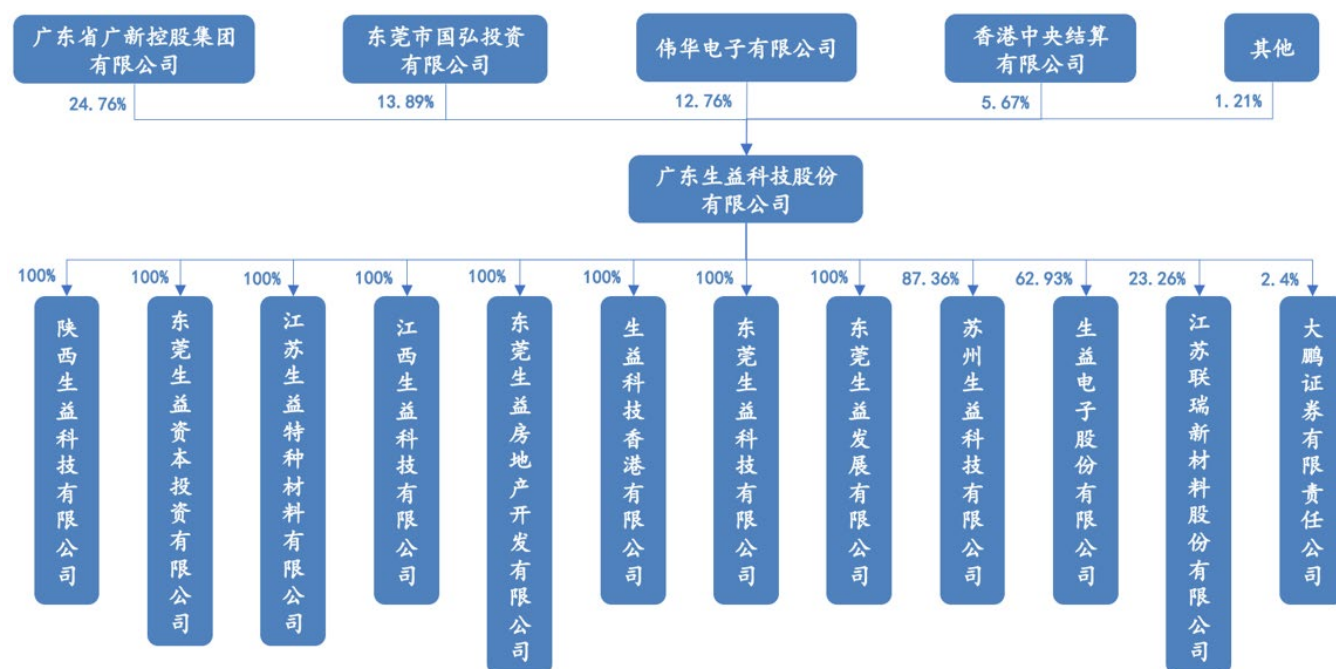
图表 1 公司股权结构 (2021Q4)	5
图表 2 2019 年股票期权激励计划	6
图表 3 公司 2017-2021 研发费用情况	6
图表 4 公司 2017-2022Q1 费用率情况	6
图表 5 2011-2021 营收、归母净利润及增速	7
图表 6 2017-2021 主营产品毛利率	7
图表 7 公司发展历程	8
图表 8 生益科技业务结构	9
图表 9 子公司产能	9
图表 10 覆铜板产业链	11
图表 11 覆铜板品种分类	11
图表 12 高频覆铜板结构图	12
图表 13 刚性覆铜板和粘结片生产工艺流程	12
图表 14 2018 全球刚性覆铜板前十大生产厂商	13
图表 15 2019 全球 PCB 下游应用拆解	14
图表 16 印制线路板生产工艺流程	14
图表 17 2018 全球高频覆铜板市场竞争格局	16
图表 18 2019 年-2023 年公司业绩拆分及盈利预测	16
图表 19 公司各业务可比公司估值	17

1、全球覆铜板龙头，市占率稳居全球第二

1.1 组织架构科学合理，盈利能力稳步提升

无实际控制人架构，企业经营管理效率高。公司第一大股东为广东省广新控股集团有限公司，持股 24.76%，第二大股东东莞市国弘投资有限公司持股比例为 13.89%，第三大股东伟华电子有限公司持股 12.76%，生益科技股权一直较为分散，无任何股东持股比例达到 30%，没有任何单一股东可以对公司决策构成控制。其中，广新控股背靠广东省人民政府国有资产监督管理委员会，东莞国弘投资背靠东莞市人民政府国有资产监督管理委员会，伟华电子隶属香港唐氏家族。

图表 1 公司股权结构 (2021Q4)



资料来源：Wind，公司年报，华安证券研究所

股权激励计划凝聚人心。2019 年股票期权激励计划共分为四个行权期，行权比例为 15:25:30:30，其中，第一个行权期已达成，向 479 名员工授予 1.01 亿份股票期权，首次授予股票期权的行权价格为 12.55 元/股。公司通过股权激励的方式更好地调动员工的积极性，使员工更有归属感，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，起到了良好的激励作用。

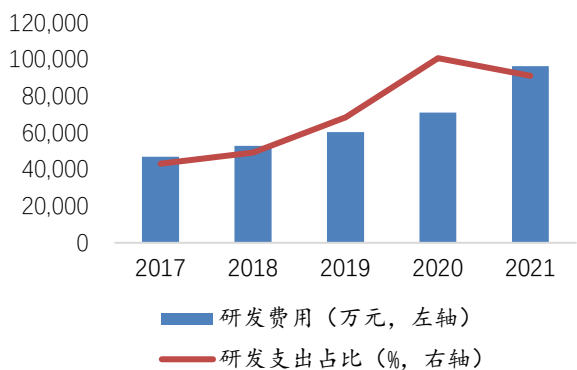
图表 2 2019 年股票期权激励计划

行权安排	行权期间	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	2020.06- 2021.06	15%	以 2018 年度公司实现的扣除非经常性损益的净利润为基础，2019 年度扣除非经常性损益的净利润增长不低于 10%；（已完成）
第二个行权期	2021.06- 2022.06	25%	以 2018 年度公司实现的扣除非经常性损益的净利润为基础，2020 年度扣除非经常性损益的净利润增长不低于 21%；
第三个行权期	2022.06- 2023.06	30%	以 2018 年度公司实现的扣除非经常性损益的净利润为基础，2021 年度扣除非经常性损益的净利润增长不低于 33.1%；
第三个行权期	2023.06- 2024.06	30%	以 2018 年度公司实现的扣除非经常性损益的净利润为基础，2022 年度扣除非经常性损益的净利润增长不低于 46.41%。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

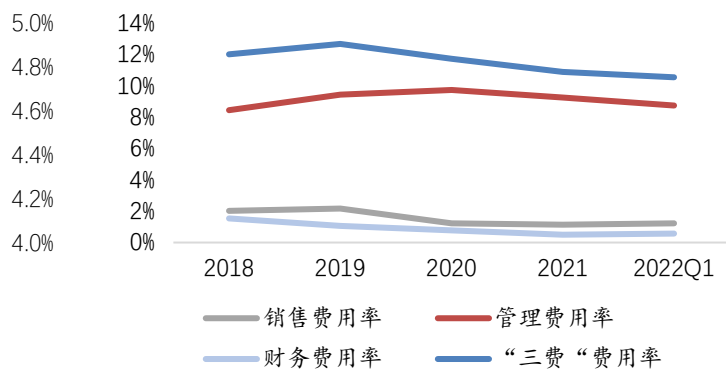
研发费用逐年攀升，“三费”费率呈下降趋势。公司重视技术研发，每年进行持续研发投入，2021 年研发费用高达 96447.29 万元，紧跟市场发展的技术要求，与市场上的先进终端客户进行技术合作，前瞻性地做好产品的技术规划，可以做到研究一代、储备一代、供应一代的梯度布局。公司自主研发的多系列新品参与市场竞争，大力开展自主创新，努力摆脱国外的技术和专利限制，大大缩短我国在该技术领域与世界先进水平的差距，现拥有 731 件有效专利。“三费”费率从 2019 年开始呈下降趋势，由 2019 年的 12.68% 下降至 2022 年 Q1 的 10.55%，其中，相较于销售费用率和财务费用率，管理费用率有更为显著的降低。

图表 3 公司 2017-2021 研发费用情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4 公司 2017-2022Q1 费用率情况

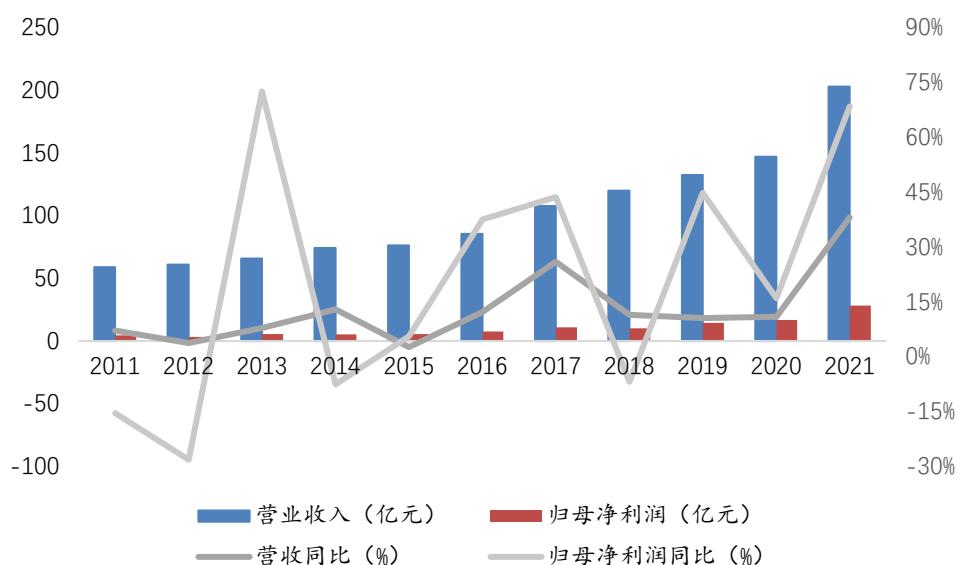


资料来源：Wind，华安证券研究所

注：“管理费用中”不含“研发费用”

公司营收持续增长，归母净利润不断攀升。公司营收呈增长态势，并在 2021 年有显著上升，营收规模从 2011 年的 58.77 亿元攀升至 2021 年的 202.74 亿元，CAGR 为 13.2%，归母净利润由 4.5 亿元攀升至 28.3 亿元，CAGR 为 20.2%。从两大主营项目板块来看，覆铜板和粘结片 2021 年营收占比为 82.19%、印制线路板占比为 17.81%；从地区来看，内销营收占比 82.08%，外销占比 15.07%。从客户集中度来看：前五名客户销售占年度销售总额 18.03%。

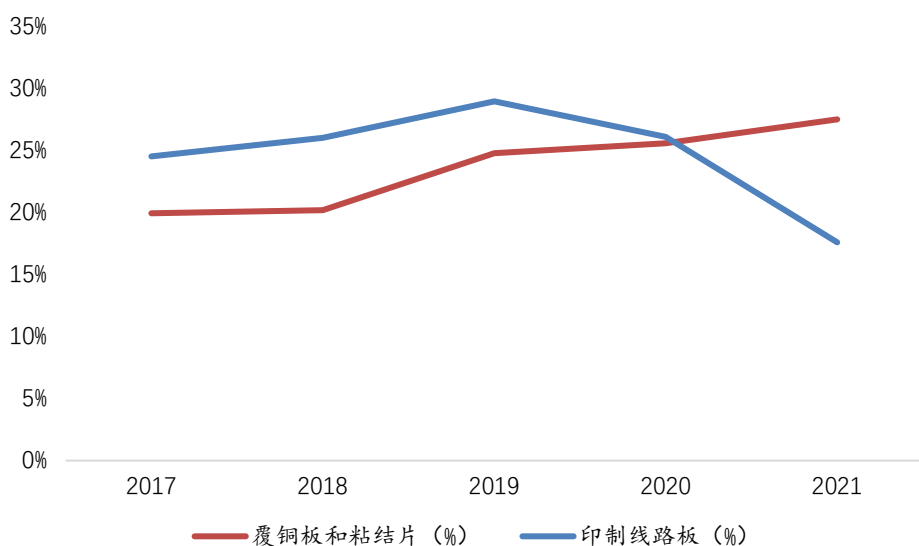
图表 5 2011-2021 营收、归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

覆铜板、粘结片和 PCB 具有一定的周期性, 其毛利率水平受制于原材料和供需关系。2017 年至 2021 年公司覆铜板和粘结片毛利率逐年增长, 从 19.91 升至 27.47%。根据 2021 年公司业务成本结构, 覆铜板和粘结片直接材料占比 88.70%, 印制线路板直接材料占比 60.59%, 上游原材料价格对公司盈利水平有显著影响。与此同时, 上下游供需关系紧张时, 毛利率也会有所波动。

图表 6 2017-2021 主营产品毛利率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.2 三十余年行业积淀, 造就全球覆铜板行业龙头

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，并1998年于上海证券交易所发行股票，成为国内同行首家上市公司。2000年成立的陕西生益和2002年成立的苏州生益为覆铜板等产品的生产基地，国内第一条RCC精密涂覆生产线于2004年建成投产，2006年成立的生益香港主要负责公司进出口贸易往来以及产品境外销售业务，同年，自主研发的挠性覆铜板（FCCL）量产并投入市场。在接下来的十年里，生益成立了5余家全资或控股子公司，无铅CEM-1、CEM-3产品的两项IEC标准成为国内首份电子电路产品的国际标准，通过“广东省工程技术研究开发中心”及“国家企业技术中心”双重认定，并建立国家电子电路基材工程技术研究中心和软性光电材料产研中心。经过三十余年的发展和不断努力，生益覆铜板板材产量从建厂之初的年产60万平方米发展到2021年度的11543万平方米。

图表 7 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所绘制

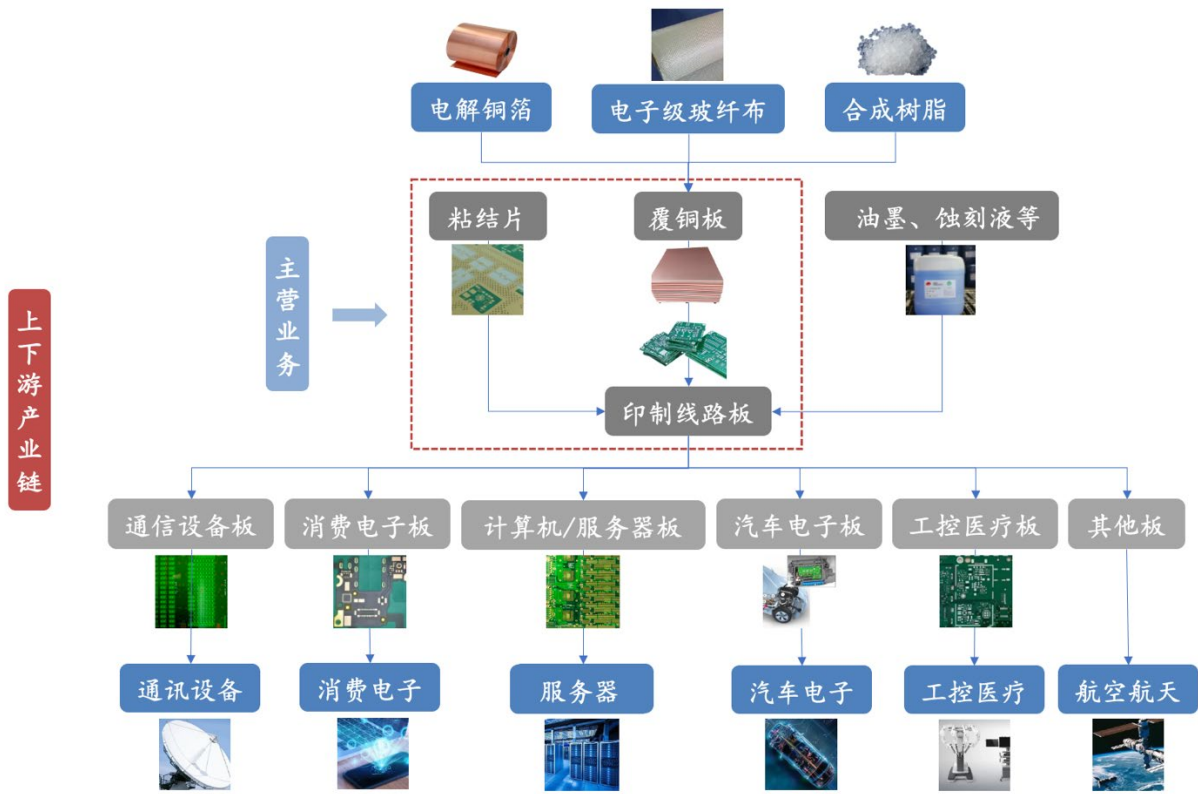
公司主营专注于覆铜板业务，围绕PCB进行持续科技创新。生益科技有覆铜板和粘结片、印制线路板这两大主营业务。2021年覆铜板和粘结片实现营收160.9亿元，为公司的经济支柱，主营收入占比为82.19%，比上年增长49.23%，毛利率为27.47%。生产覆铜板11543.37万平方米，同比增速为11.18%，生产粘结片17121.98万平方米，同比增速为22.21%。从销售量来看，覆铜板和粘结片分别为11437.72万平方米和17394.74万平方米，产销率分别为99.08%和101.59%。2021年印制线路板业务实现营收35.1亿元，主营收入占比为17.81%，毛利率为17.57%。生产印制线路板122.21万平方米，同比增速为48.67%，销售量为117.36万平方米，产销率为96.03%。

生益科技覆铜板产品多种多样，基本涵盖市场上所有覆铜板产品类型。产品系列按下游应用和特性可分为8大类：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），汽车产品（高性能无铅Tg板，高CTI高性能无卤无铅兼容高Tg板），射频与微波材料（PTFE Type，热固性树脂体系，碳氢系列产品），金属基板与高导热产品（铝基板，铜基板，导热FR-4.0，其它），IC封装产品，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），高速产品（中等介质损耗，低介质损耗，超低介质损耗）和特种产品（硬质聚酰亚胺材料，半挠性材料，特种粘合材料，涂树脂铜箔）。

生益电子作为生益科技旗下拆分的子公司，主营印制线路板业务。公司于2021年在科创板上市，是中国首个“A拆A”上市公司。自成立以来专注于各类印制线路板的研发、生产与销售业务。公司主要通过核心技术为客户提供定制化PCB产品来获取合理利润。产品定位于中高端应用市场，主要产品按照应用领域划分包括通信

设备板、网络设备板、计算机/服务器板、消费电子板、工控医疗板和其他板。2021年生益电子实现营业收入 36.47 亿元，比上年同期增长 0.38%，贡献净利润 2.66 亿元。

图表 8 生益科技业务结构



资料来源：公司公告，生益电子招股书，华安证券研究所绘制

公司持续扩产，产能稳步增加。2021 年生产各类覆铜板 11,543.37 万平方米，比上年同期增长 11.18%；生产粘结片 17,121.98 万米，比上年同期增长 22.21%。广东生益、陕西生益、苏州生益、常熟生益、江苏生益和江西生益是六大生产基地，多个工厂扩产在持续推进中，江西生益未来有望扩产到设计产能的年产覆铜板 3000 万平方米、粘结片 5600 万米。按照目前计划，生益科技在 2025 年硬板和软板总产能有望突破 1.5 亿平方米。

图表 6 子公司产能

公司	成立年份	占地面积（万平方米）	产品	产能（万平方米）
广东生益	1985	37	覆铜板	4500
			粘结片	7000
			挠性覆铜板	960
			膜类产品	1260
陕西生益	2000	23	覆铜板	2300
			粘结片	2500

苏州生益	2002	22	覆铜板	1000
			粘结片	1700
常熟生益	2014	9	覆铜板	1100
			粘结片	2400
江苏生益	2016	6	高频通信基 板	150
			粘结片	50
江西生益	2017	13.6	覆铜板	1200
			粘结片	2200

资料来源：公司官网，华安证券研究所

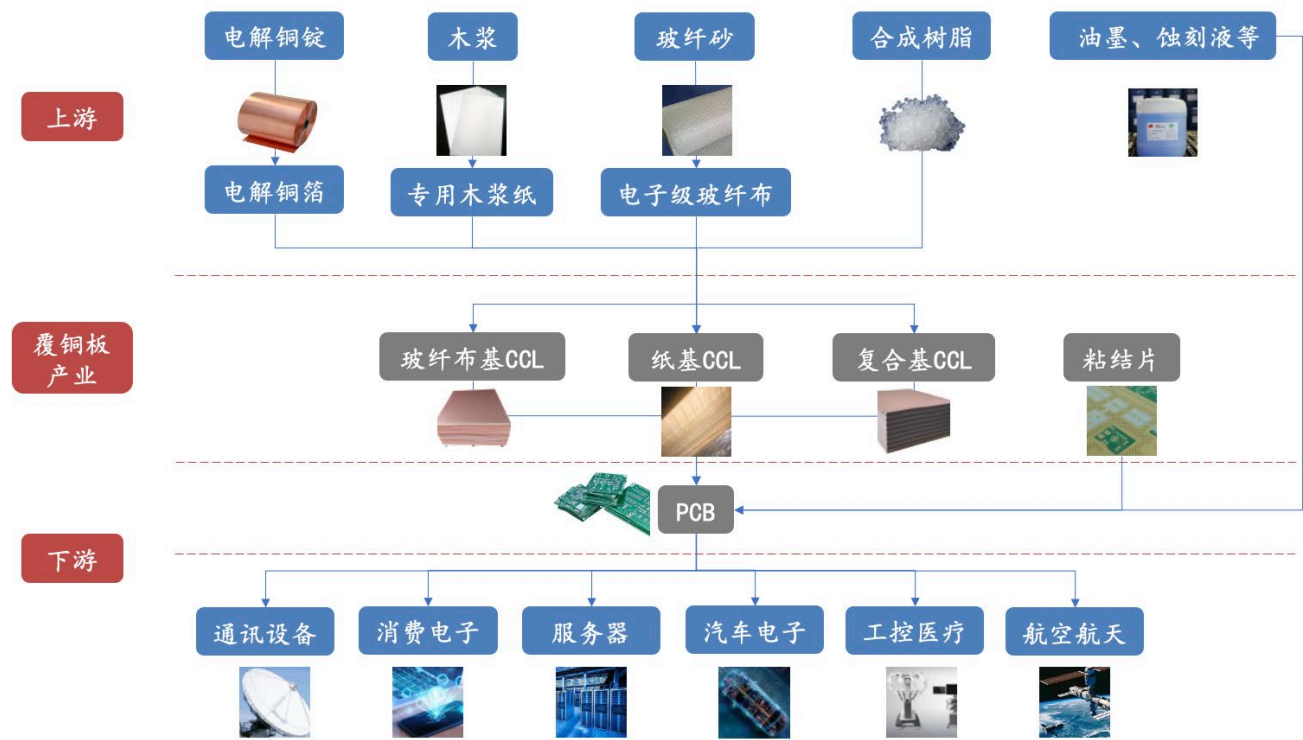
2、产品矩阵丰富，成长空间广阔

2.1 深耕覆铜板粘结片市场的龙头厂商

公司从事的主要业务为设计、生产和销售覆铜板和粘结片、印制线路板。生益科技始终立足于高标准、高品质、高性能、高可靠性，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。产品主要用于作单、双面线路板及高多层线路板，广泛用于家电、手机、汽车、电脑以及各种中高档电子产品中。公司的终端产品已应用到国际、国内知名企业，拥有较大的竞争优势，产品畅销世界多个国家和地区。

覆铜板产业链具体可划分为：上游——原材料供应商，主要包括电子铜箔、专用木浆纸、电子级玻纤布、合成树脂等；中游——覆铜板制造，主要包括各类型覆铜板、粘结片的生产；下游——印刷电路板生产厂家以及更下游的终端应用领域，如通信设备、消费电子、服务器和汽车电子等。

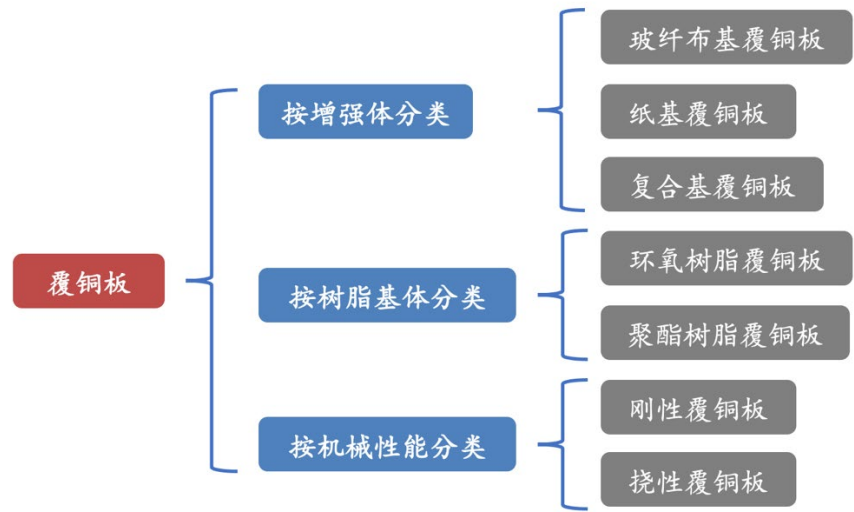
图表 10 覆铜板产业链



资料来源：华安证券研究所绘制

覆铜板种类繁多，按其采用的增强材料划分，可分为电子玻纤布基覆铜板、纸基覆铜板及复合基覆铜板。按覆铜板采用的绝缘树脂划分，常见的有环氧树脂覆铜板、聚酯树脂覆铜板等。从机械性能来看，覆铜板可以分为刚性覆铜板和挠性覆铜板（FCCL）两大类。

图表 11 覆铜板品种分类

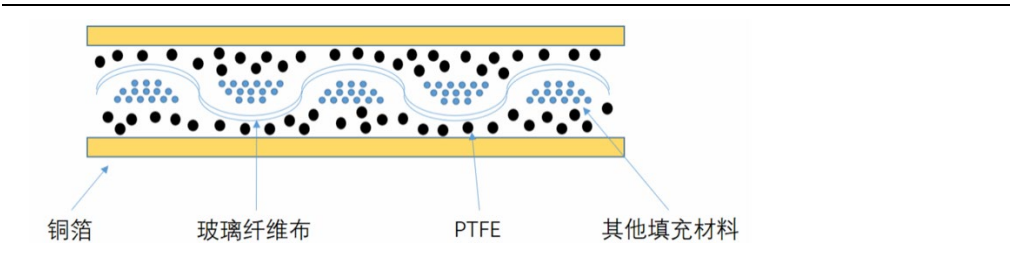


资料来源：华安证券研究所绘制

覆铜板全称为覆铜箔层压板 (CCL)，是将电子玻纤布或其它增强材料浸以树脂，一面或双面覆以铜箔并经热压而制成的一种板状材料，是印制电路板 (PCB) 的核心基材，约占 PCB 原材料成本的 30%-70%。各种不同形式、不同功能的 PCB，都是在 CCL 上有选择地进行加工、蚀刻、钻孔及镀铜等工序，制成不同的印制电路。对印制电路板主要起互连导通、绝缘和支撑的作用，对电路中信号的传输速度、能量损失和特性阻抗等有很大的影响，因此，印制电路板的性能、品质、制造中的加工性、制造水平、制造成本以及长期的可靠性及稳定性在很大程度上取决于覆铜板。

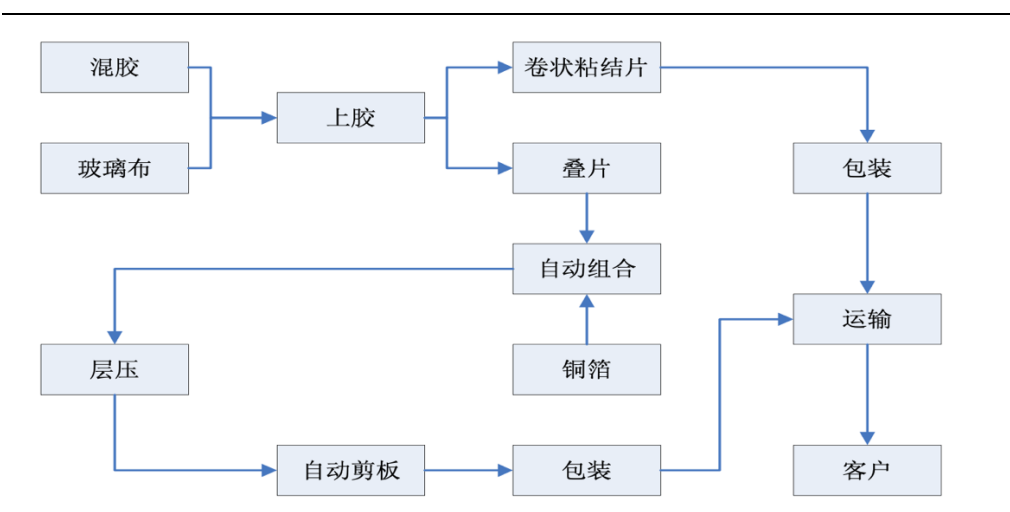
粘结片又称半固化片 (PP)，是多层板生产中的主要材料之一，主要由树脂和增强材料组成，增强材料又分为玻纤布、纸基、复合材料等几种类型，而制作多层印制板所使用的粘结片大多是采用玻纤布做增强材料。将若干张粘结片叠合起来，单面或双面覆盖铜箔，热压加工后可制作覆铜板产品。粘结片不仅可用于压制覆铜板，也可作为多层板的层间粘结压合的商品出售供应印制线路板厂。

图表 12 高频覆铜板结构图



资料来源：中英科技招股说明书，华安证券研究所

图表 13 刚性覆铜板和粘结片生产工艺流程

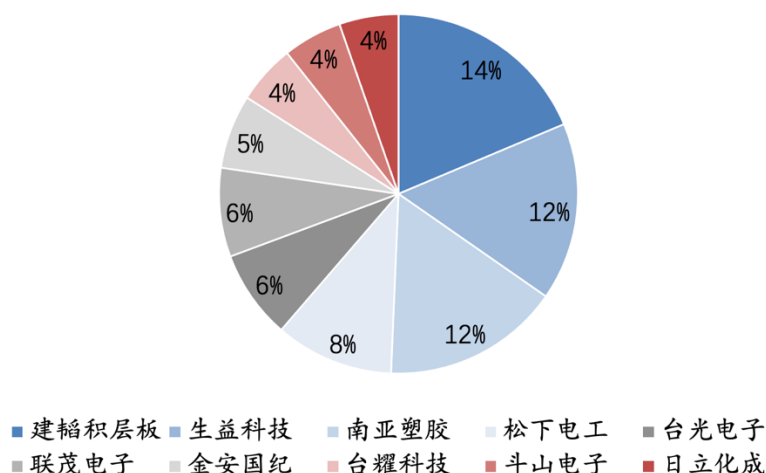


资料来源：生益科技公开发行可转换公司债券募集说明书，华安证券研究所

注：粘结片产生于上胶后。

根据美国 Prismark 对于全球刚性覆铜板的统计和排名，从 2013 年至 2021 年，生益科技刚性覆铜板销售总额已跃升全球第二，全球市场占有率稳定在 12% 左右，集中度、议价能力强。

图表 14 2018 全球刚性覆铜板前十大生产厂商

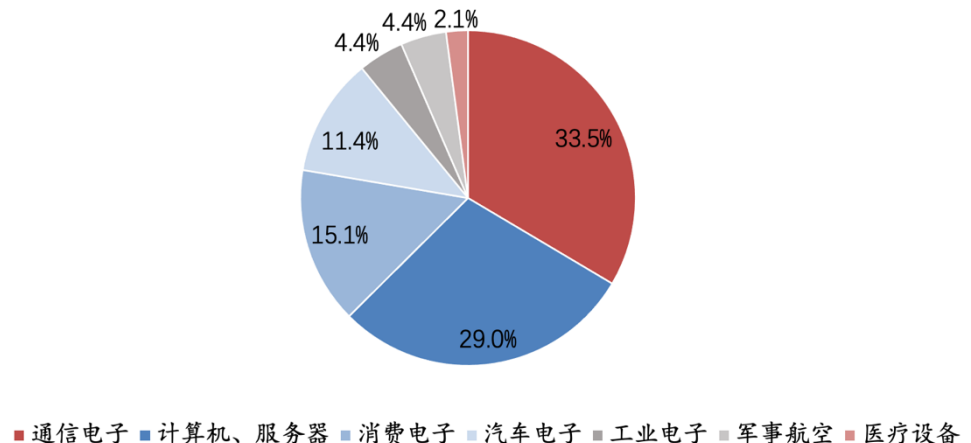


资料来源：Prismark，华安证券研究所

2.2 汽车、服务器拉动 PCB 使用量，上游 CCL 需求旺盛

汽车、服务器行业景气度高涨，下游印制线路板占比持续提升。根据 Prismark 数据，2021 年世界 PCB 产业产值约为 804 亿美元，增长率为 23.4%。2019 年 PCB 产业最主要的四个下游领域为通信电子、服务器计算机、消费电子和汽车电子，分别占市场份额的 33.5%、29.0%、15.1% 和 11.4%。近年来，受益于汽车电动化和云计算的迅速发展，市场对汽车电子和服务器的需求进一步显现，拉动相关领域印制线路板的产值和使用量。随着市场与销售、研发、品管等部门的深度配合，公司在汽车电子、高速覆铜板等领域获得新品材料的量产增长，实现了良好的现有订单和未来布局的协同。中美贸易摩擦以来，冲突不断升级，叠加芯片短缺等因素影响，2021 年通信行业持续疲软，5G 建设周期调整，通信网络类订单减少，市场竞争愈加激烈。公司管理层科学决策，一方面调整优化公司产品结构，积极拓展服务器和汽车电子的优质客户群体，一方面系统开展扩产、降本增效工作。

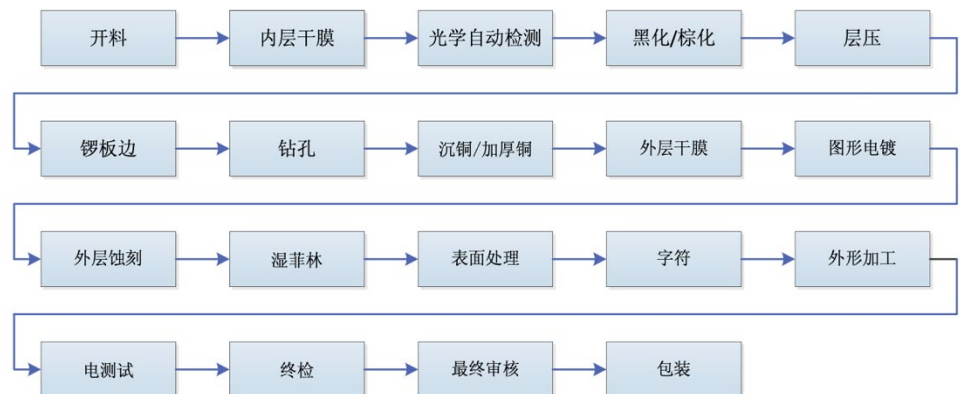
图表 15 2019 全球 PCB 下游应用拆解



资料来源：Prismark，华安证券研究所

子公司生益电子主要通过核心技术和不断提升的产能为客户提供定制化 PCB 产品来获取合理利润，即采购覆铜板、半固化片、金盐、铜球、铜箔、干膜和油墨等原材料和相关辅料，使用最优的生产流程及工艺设计，利用公司的核心技术、产能生产出符合客户要求的 PCB 产品，销售给境内外客户。

图表 16 印制线路板生产工艺流程



资料来源：生益科技公开发行可转换公司债券募集说明书，华安证券研究所

我国“十四五”规划中明确提到聚焦新能源汽车等战略性新兴产业，在氢能等产业组织实施未来产业孵化与加速计划等，在《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》中明确了新能源汽车在 2025 和 2035 年的发展目标。根据中国汽车工业协会的数据显示，截止 2021 年 11 月，2021 年中国已销售 299 万辆新能源汽车，同比增长了 170%，新能源汽车市场渗透率继续高于往年，达到 12.7%。展望未来 15 年内，新能源汽车产业仍是未来发展的趋势。根据前瞻产业研究院整理预测，2026 年中国新能源汽车销售量将达到 280 万辆左右。随着汽车缺芯问题的逐步缓解，电动化/智能化将继续延续汽车电子的高景气度。

面对市场的波动以及来自终端的价格和交货压力，公司加大力度进行新产品推

广和产品认证工作，不断提升公司汽车电子产品的技术能力和综合管理能力。2021年，公司汽车材料在汽车耐高压、厚铜等领域获得了多家著名终端的认证，并在汽车电子研发投入大量资金。随着汽车电动化技术的发展，车载充电模组，电源控制板等应用场景中的承载电压进一步提高，对于汽车电子耐长期高压绝缘性能也提出了更高的要求。公司研究了不同技术平台产品的耐长期高压的能力及 PCB 层间高压失效的机理与影响因素，开发出无卤高 Tg, CTI $\geq$ 600V, 满足 1000V/2000h 的耐 CAF 可靠性测试要求，以及-40 $^{\circ}$ C~+150 $^{\circ}$ C/2000hr 循环的高低温可靠性测试，满足汽车电子使用高电压的应用场景要求。同时，公司通过重点研究热固性超低损耗树脂体系的电性能 Dk 与 Df 在不同环境下的稳定性，开发出可满足汽车 77GHz 雷达应用要求的非 PTFE 热固性体系产品。根据我们的测算，公司覆铜板下游在汽车电子领域销售占比约 25%。

2021 年，中国服务器市场增速超过全球，服务器市场回暖，公共算力基础设施投入及政策推动中国市场高速增长。2021 第三季度，全球服务器市场整体快速回升，其中中国服务器市场销售额同比增长 15.1%，超过全球平均增速(8.8%)，主要得益于宏观政策推动和新技术带来的算力需求增长。数字经济被列入十四五规划纲要，明确提出将布局全国算力网络国家枢纽节点，启动实施“东数西算”工程，统筹推进算力枢纽基础设施建设。随着 5G、云计算、大数据和人工智能等技术应用加快，数据量的增大及服务器平台升级，高频高速材料需求增长将较之前有显著增加。

公司一直将服务器市场作为核心战略之一，近两年高速材料在服务器领域取得了重要认证并在重要终端取得了新的突破。由于服务器对运算及传输速率的要求不断提升，服务器平台也不断升级，对 PCB 也提出了更严苛的电性能要求。Intel 正在将与 CPU 连接的 PCIe 从 4.0 向 5.0 推进，已于 2021 年将其服务器平台 Purley 升级至 Whitley 平台，而下一代的 Eagle Stream (EGS) 平台也在快速开发中。PCIe 4.0 标准下(16GHz)的电信号最大传输距离为 15 英寸，损耗预算为 10.5dB/in。如果覆铜板材料不变化，则必须通过缩短传输距离来保证达到规定损耗预算，但是主板尺寸过小会导致元器件之间密度过高，加工难度急剧升高。因此，PCIe 标准的提升对高速 CCL 的需求更加强烈。服务器在更新换代的过程中 M2 和 M4 仍占据较大的份额，而每上一个等级 CCL 会有 15%到 20%的均价提升。

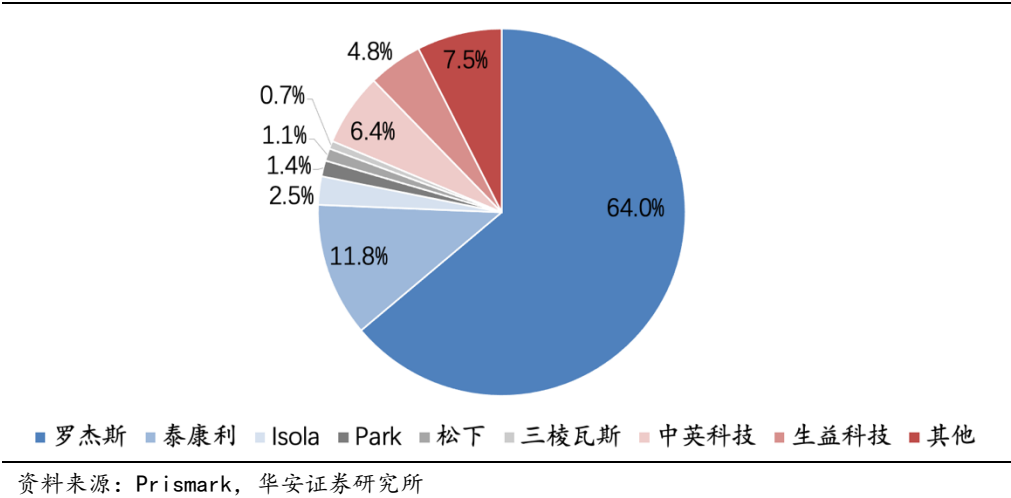
2.3 积极布局高端覆铜板，国产替代空间大

公司有望打破外国垄断，是国内领先的高端覆铜板制造商。中国在移动通信产业链的基站设备、PCB、覆铜板等上下游行业占有重要的市场份额，国内出口的覆铜板产品主要为低附加值的 FR-4 覆铜板等产品，而技术含量高的高频高速覆铜板、封装基板等大量依赖进口。高端高频板的市场份额主要被美国和日本厂商占据，这种板的技术门槛高，毛利率和经济附加值也高。目前，生益科技自主研发的高频高速产品已给多家客户稳定供货，产品性能也达到了国际领先水平，有望凭借性能稳定的高性价比产品和产能本土化实现高端覆铜板国产替代，市占率进一步提升，例如在高频板领域以美国罗杰斯(Rogers)为目标，国产公司份额提升空间极大。

公司早在 2005 年着手攻关高频高速封装基材技术难题，面临国外技术封锁的情况下，凭借深厚的技术积累，投入了大量的人力物力财力，目前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，并已实现多品种

批量应用。

图表 17 2018 全球高频覆铜板市场竞争格局



3、盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设 1: 覆铜板和粘结片方面, 我们认为公司五年扩产计划明晰, 虽然短期 CCL 价格存在压力, 但随着上游三大主材价格震荡下降, 公司成本端压力有望逐渐缓解。我们预计公司 2022-2024 年覆铜板和粘结片的收入分别为 165.9 亿元/181.6 亿元/204.6 亿元, 对应毛利率为 25.5%/26.1%/26.3%。

关键假设 2: PCB 方面, 我们认为汽车和服务器的旺盛需求有望弥补 5G、消费电子等行业的需求下滑, 随着成本不断下行, 毛利率也有望逐渐修复。我们预计公司 2022-2024 年 PCB 收入分别为 42.1 亿元/48.4 亿元/55.7 亿元, 对应毛利率为 19.5%/21.0%/22.0%。

图表 18 2019 年-2023 年公司业绩拆分及盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
覆铜板和粘结片					
营业收入 (百万元)	10,848.9	16,189.6	16,582.1	18,160.4	20,460.8
YoY		49.2%	2.4%	9.5%	12.7%
营业成本	8,077.7	11,741.9	12,353.6	13,420.5	15,079.6
毛利率	25.5%	27.5%	25.5%	26.1%	26.3%
印制线路板					
营业收入 (百万元)	3,558.4	3507.6	4209.1	4840.5	5566.6
YoY		-1.4%	20.0%	15.0%	15.0%
营业成本	2631.44	2891.5	3388.4	3824.0	4341.9
毛利率	26.0%	17.6%	19.5%	21.0%	22.0%
其他主营业务 (百万元)					
其他主营业务	280.1	577.0	663.6	763.1	877.6

YoY		106.0%	15.0%	15.0%	15.0%
营业成本	45.4	203.7	232.3	267.1	307.2
毛利率	83.8%	64.7%	65.0%	65.0%	65.0%
合计（百万元）					
主营业务收入	14687.3	20274.3	21454.8	23764.0	26904.9
YoY		38.0%	5.8%	10.8%	13.2%
销售成本	10754.5	14837.1	15974.2	17511.6	19728.7
毛利率	26.8%	26.8%	25.5%	26.3%	26.7%

资料来源：华安证券研究所测算

3.2 公司估值

公司主要业务为覆铜板、半固化片和印制电路板，我们选取国内 CCL 和 PCB 龙头南亚新材、华正新材和深南电路进行对比，2022 年可比公司 PE 均值为 16 倍。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 25.98/31.23/36.61 亿元，对应市盈率为 14/12/10 倍，首度覆盖给予公司“买入”评级。

图表 19 公司各业务可比公司估值

证券代码	证券简称	可比公司业务情况	PE（一致预测值）		
			2022E	2023E	2024E
6888519	南亚新材	专业从事覆铜箔板设计、制造和销售，长期致力于覆铜板产品的自主创新	14	10	10
603186	华正新材	最早从事研发生产环氧树脂覆铜板的企业之一，主导生产的高端覆铜板、功能性复合材料等新材料产品均已通过中国 CQC、美国 UL、日本 JET 和 SGS 认证	9	6	6
002916	深南电路	专注于电子互联领域，印制电路板居于领先地位	26	21	18
		平均值	16	12	11

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

原材料价格大幅波动、下游需求疲软。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
流动资产	14720	14511	17721	20450					
现金	2287	3601	2973	6373					
应收账款	6120	6596	7305	8314					
其他应收款	384	-116	450	-55					
预付账款	24	26	29	32					
存货	4520	2611	5321	3643					
其他流动资产	1385	1793	1643	2143					
非流动资产	9711	10750	11665	12492					
长期投资	456	514	572	636					
固定资产	7071	7912	8656	9329					
无形资产	399	401	399	392					
其他非流动资产	1786	1924	2039	2134					
资产总计	24431	25261	29386	32942					
流动负债	7253	7036	8182	8201					
短期借款	1693	1673	1614	1501					
应付账款	3296	4029	3933	4941					
其他流动负债	2265	1334	2634	1759					
非流动负债	2312	2012	1712	1412					
长期借款	1590	1290	990	690					
其他非流动负债	722	722	722	722					
负债合计	9565	9048	9894	9613					
少数股东权益	1770	1908	2063	2239					
股本	2312	2312	2312	2312					
资本公积	4078	4078	4078	4078					
留存收益	6707	7916	11040	14701					
归属母公司股东权	13096	14305	17429	21090					
负债和股东权益	24431	25261	29386	32942					

现金流量表					单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	1776	4647	1201	5189					
净利润	2925	2737	3278	3837					
折旧摊销	673	586	615	662					
财务费用	150	167	150	131					
投资损失	-37	-63	-69	-73					
营运资金变动	-1810	1325	-2633	803					
其他经营现金流	87	1307	5773	2863					
投资活动现金流	-1880	-1457	-1321	-1244					
资本支出	-1756	-1377	-1234	-1147					
长期投资	-134	-143	-156	-170					
其他投资现金流	10	63	69	73					
筹资活动现金流	1398	-1875	-508	-544					
短期借款	-465	-20	-58	-113					
长期借款	985	-300	-300	-300					
普通股增加	21	0	0	0					
资本公积增加	1282	0	0	0					
其他筹资现金流	-426	-1556	-150	-131					
现金净增加额	1287	1314	-628	3400					

利润表					单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	20274	21455	23764	26905					
营业成本	14837	15974	17512	19729					
营业税金及附加	120	135	150	168					
销售费用	231	287	298	340					
管理费用	910	1006	1107	1248					
财务费用	102	144	114	101					
资产减值损失	-155	1	1	0					
公允价值变动收益	50	0	0	0					
投资净收益	36	63	69	73					
营业利润	3316	3137	3750	4384					
营业外收入	6	6	6	6					
营业外支出	11	12	12	12					
利润总额	3310	3130	3744	4378					
所得税	385	394	465	541					
净利润	2925	2737	3278	3837					
少数股东损益	95	138	155	176					
归属母公司净利润	2830	2598	3123	3661					
EBITDA	3873	3692	4264	4896					
EPS (元)	1.23	1.12	1.35	1.58					

主要财务比率					单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
成长能力									
营业收入	38.0%	5.8%	10.8%	13.2%					
营业利润	58.6%	-5.4%	19.6%	16.9%					
归属于母公司净利	68.4%	-8.2%	20.2%	17.2%					
获利能力									
毛利率 (%)	26.8%	25.5%	26.3%	26.7%					
净利率 (%)	14.0%	12.1%	13.1%	13.6%					
ROE (%)	21.6%	18.2%	17.9%	17.4%					
ROIC (%)	15.0%	13.7%	14.0%	14.2%					
偿债能力									
资产负债率 (%)	39.2%	35.8%	33.7%	29.2%					
净负债比率 (%)	64.3%	55.8%	50.8%	41.2%					
流动比率	2.03	2.06	2.17	2.49					
速动比率	1.39	1.68	1.50	2.04					
营运能力									
总资产周转率	0.95	0.86	0.87	0.86					
应收账款周转率	3.68	3.37	3.42	3.45					
应付账款周转率	4.79	4.36	4.40	4.45					
每股指标 (元)									
每股收益	1.23	1.12	1.35	1.58					
每股经营现金流	0.77	2.01	0.52	2.24					
每股净资产	5.67	6.18	7.53	9.11					
估值比率									
P/E	19.15	14.43	12.00	10.24					
P/B	4.16	2.62	2.15	1.78					
EV/EBITDA	14.49	10.17	8.87	6.94					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%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，致使无法给出明确的投资评级。