

公司研究

专注于覆铜板领域，IC 载板电子材料打开成长空间

——华正新材（603186.SH）首次覆盖报告

要点

华正新材：专注于覆铜板领域，拥抱蓝海市场。华正新材成立于2003年，公司主要从事覆铜板（包括半固化片）、复合材料（包括功能性复合材料和交通物流用复合材料）和锂电池软包用铝塑膜等产品的设计、研发、生产及销售，产品广泛应用于5G通讯、数据交换、新能源汽车、智慧家电、医疗设备、轨道交通、绿色物流等领域。公司于2017年在上证主板上市。2022年受市场终端需求影响，产品价格下降，同时原材料价格波动导致产品毛利率下降。公司预计2022年公司实现归母净利润为3300万元-4000万元，同比减少83.21%-86.15%。

覆铜板应用领域广泛，受益于PCB行业发展。受下游行业不断向多元化拓展以及下游行业需求扩张的拉动，全球PCB产值规模稳步上升，行业规模从2000年的416亿美元增长到2021年的809亿美元。同时，随着经济水平发展，数据通信、消费电子、汽车电子等的新一轮增长又创造了大量的PCB需求。公司覆铜板业务进一步深化落实产品结构升级和客户结构升级，2022年上半年，公司顺利发行可转债完成募集资金5.7亿元，募投项目年产2400万张高等级覆铜板。我们认为，公司覆铜板业务有望受益于PCB行业的发展。同时，从库存角度看，我们认为PCB以及覆铜板行业公司库存压力有望缓解，库存周转天数有望进入下行通道。

IC载板电子材料打开公司长期成长空间。IC封装基板是封装测试环节中的关键载体，其基础材料分为积层绝缘胶膜和BT树脂等。据QYR数据，2021年全球积层绝缘胶膜类载板市场规模达到43.68亿美元，预计2028年将达到65.29亿美元，年复合增长率为5.56%。根据公司公告，2022年公司与深圳先进电子材料国际创新研究院共同出资设立合资公司，开展CBF积层绝缘膜项目相关产品的研发和销售。我们认为，该业务有望为公司提供长期成长动力。

业绩预测、估值与评级：华正新材专注于覆铜板领域，公司2022年业绩有望触底，随着库存出清，需求复苏，产品价格有望上调，2023年起公司净利润有望重回增长趋势。IC载板电子材料市场空间广阔，有望为公司提供长期成长动力。我们预测公司2022-2024年的营业收入分别为29.39/33.55/41.34亿元，2022-2024年的归母净利润分别为0.36/1.19/2.30亿元，对应PE123/37/19X。我们认为公司覆铜板业务周期性较强，远期净利润有望重回增长趋势。IC载板电子材料业务在行业内布局领先，该业务壁垒较高，空间较大，有望给公司带来长期增长动力，保障公司长期成长。我们认为公司应享有一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：市场波动的风险；市场竞争的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,284	3,620	2,939	3,355	4,134
营业收入增长率	12.75%	58.47%	-18.82%	14.17%	23.23%
净利润（百万元）	125	238	36	119	230
净利润增长率	22.60%	90.24%	-84.94%	230.36%	94.04%
EPS（元）	0.88	1.68	0.25	0.83	1.62
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.61%	14.36%	2.21%	6.83%	11.86%
P/E	35	19	123	37	19
P/B	3.0	2.7	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-02-28

增持（首次）

当前价：31.09元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

分析师：林仕霄

执业证书编号：S0930522090003

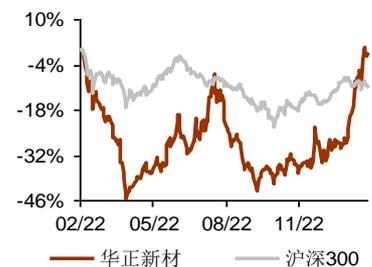
021-52523818

linshixiao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.42
总市值(亿元)	44.15
一年最低/最高(元)	17.44/35.28
近3月换手率	230.31%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	34.87	37.04	5.32
绝对	33.25	46.71	-2.86

资料来源：Wind

目 录

1、华正新材：专注于覆铜板领域，拥抱蓝海市场	4
1.1、专注于覆铜板领域	4
1.2、终端需求及原材料价格影响 22 年利润表现	6
2、覆铜板行业应用领域广泛，受益于 PCB 行业发展	7
2.1、全球 PCB 市场规模稳步增长，中国仍居主导地位	7
2.2、公司逐步拓展产品线，扩充提升产能	9
2.3、库存角度：PCB 与覆铜板库存压力均有望缓解	10
3、IC 载板电子材料打开成长空间	10
3.1、IC 载板市场空间广阔	10
3.2、设立合资公司进军电子材料领域	11
4、盈利预测	12
5、估值分析	13
6、风险提示	15

图表目录

图表 1: 华正新材股权结构 (截至 2022 年 9 月 30 日)	4
图表 2: 高等级覆铜板根据终端应用场景差异性分类示意图	5
图表 3: 公司复合材料产品及应用场景	5
图表 4: 公司铝塑膜产品应用场景示意图	6
图表 5: 华正新材营业收入及增速	6
图表 6: 华正新材归母净利润及增速	6
图表 7: 华正新材毛利率及净利率情况	7
图表 8: 公司研发费用及占比	7
图表 9: 全球 PCB 行业市场规模	8
图表 10: 2021 年全球 PCB 行业产品类型占比 (按照出货量统计)	8
图表 11: 2021 年 PCB 行业下游应用占比	9
图表 12: PCB 行业存货周转天数 (单位: 天)	10
图表 13: 覆铜板行业存货周转天数 (单位: 天)	10
图表 14: 封装基板行业市场空间 (亿美元)	11
图表 15: 积层绝缘胶膜类载板市场空间 (亿美元)	11
图表 16: 合资公司相关简介	12
图表 17: 华正新材主营业务拆分及预测 (单位: 亿元, %)	13
图表 18: 华正新材盈利预测	13
图表 19: 可比公司估值-PE 估值	14

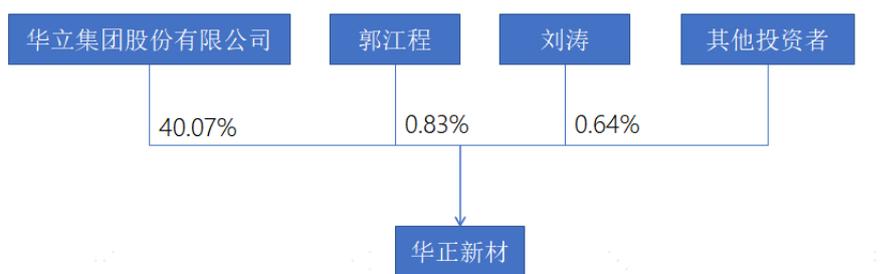
1、华正新材：专注于覆铜板领域，拥抱蓝海市场

1.1、专注于覆铜板领域

华正新材于 2003 年在杭州成立，公司主要从事覆铜板（包括半固化片）、复合材料（包括功能性复合材料和交通物流用复合材料）和锂电池软包用铝塑膜等产品的设计、研发、生产及销售，产品广泛应用于 5G 通讯、数据交换、新能源汽车、智慧家电、医疗设备、轨道交通、绿色物流等领域。公司于 2017 年在上证主板上市。公司的董事长为刘涛，总经理为郭江程。

截至 2022 年 9 月 30 日，华立集团股份有限公司持股 40.07%，为公司的控股股东。华立集团股份有限公司创立于 1970 年，最初由三家制造雨伞、扫帚和竹器的小作坊合并而成，开展小规模电能表生产。上世纪 90 年代发展成为中国电工仪表行业规模最大的企业，而后开始跳出工厂化发展模式而进行多元化投资布局，已投资、培育涉足医疗健康服务、中医国药、处方药产业及精准医疗服务、清洁能源及物联网产业、新材料产业、创新创业服务等。

图表 1：华正新材股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）

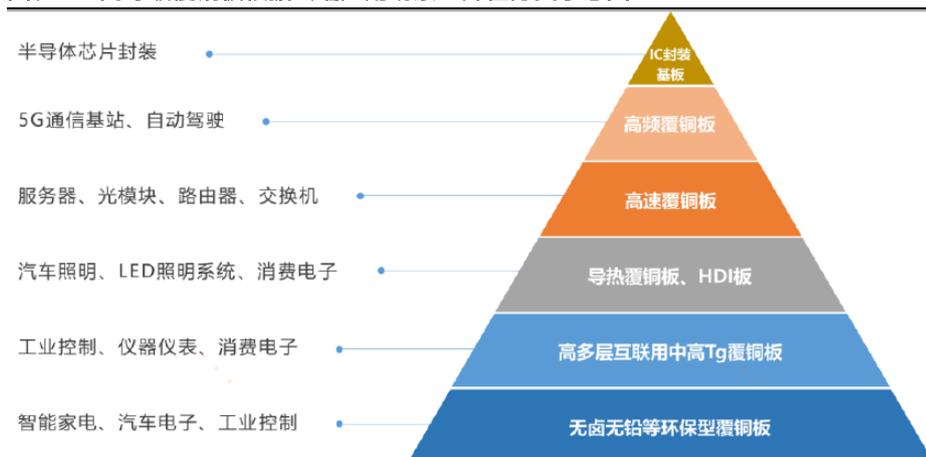


资料来源：Wind，光大证券研究所

华正新材自设立以来，公司在“技术创新促进企业发展、推动产业进步”的研发战略指导下，利用在树脂改性技术、界面处理技术、层压技术、涂布技术等核心技术领域的深厚积淀，成功开发铝基板、导热 CEM-3 覆铜板、无卤板、无铅板、高频、高速板等覆铜板产品以及 SMARTCOVER 轻质功能组件、光学组件材料、绝缘系统支撑件、热塑性蜂窝板等树脂基复合材料产品。

公司主要产品覆铜板（CCL）全称覆铜箔层压板，是制作印制电路板（PCB）的基础材料。覆铜板是将玻璃纤维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，担负着印制电路板导电、绝缘、支撑三大功能，是一类专用于 PCB 制造的层压板。以玻璃纤维布基双面覆铜板为例，其主要原材料为铜箔、玻璃纤维布、树脂等。公司主要产品已初步切换到高等级覆铜板，新建产能均是高等级覆铜板的扩产。

图表 2：高等级覆铜板根据终端应用场景差异性分类示意图



资料来源：公司年报、光大证券研究所

公司复合材料产业产品包括功能性复合材料和交通物流用复合材料。复合材料是以纤维布为承载，浸渍或涂布树脂，并经过高温压制而成的一种板状材料，具备绝缘、轻质、高强的特点，广泛应用于消费电子、新能源汽车、医疗设备、厢式货车等。

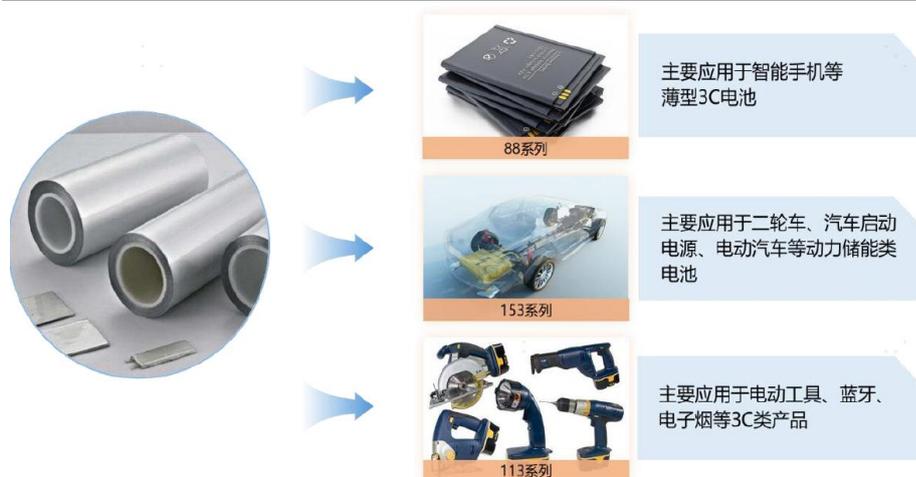
图表 3：公司复合材料产品及应用场景

类型	产品系列	代表产品	应用场景
功能性复合材料	玻纤增强材料	玻纤增强复合材料、碳纤维增强复合材料	装饰件、无人机骨架、新能源汽车零部件、医疗设备部件、电子产品后盖等
	光学材料	光学绝缘板H1170	打印机、扫描仪等
	研磨材料	抛光游星轮H10	手机、平板电脑等镜面研磨耗材等
	叠层母线排	叠层母线排、软连接、软母排、铜母排	电力电子、交通运输、航空航天等
	绝缘加工件	绝缘精加工件	轨道交通、电工电气、电子、输配电、医疗、新能源汽车、高端装备制造等
	特种纤维增强材料	核磁用屏蔽盒、线圈板、核磁用检测模体	医疗设备、电力电子、航空航天等
交通物流用复合材料	蜂窝系列	热塑性蜂窝芯材、热塑性蜂窝夹芯板	卡车车厢、封闭式拖挂车、房车、游艇、建筑模板、公交车地板、脚手架、中转箱、航空箱等等
	玻璃钢系列	玻璃钢片材、玻璃钢胶合板、玻璃钢蜂窝板、玻璃钢保温板	冷藏车、房车、厢式货车、半挂车、拖挂车等
	车厢系列	冷藏保温车厢、特种冷藏箱、冷藏半挂车、冷藏翼开车厢、清障车厢、发电车厢、应急通讯车厢、宣传车厢	冷链物流、干式货运、特种专用车等

资料来源：公司年报、光大证券研究所

公司战略新产品锂电池软包用铝塑膜，是锂电池电芯软包封装的关键材料。铝塑膜具备质量轻、厚度薄、外观设计灵活等优势，在 3C 数码、动力、储能等领域得到了广泛应用。

图表 4：公司铝塑膜产品应用场景示意图

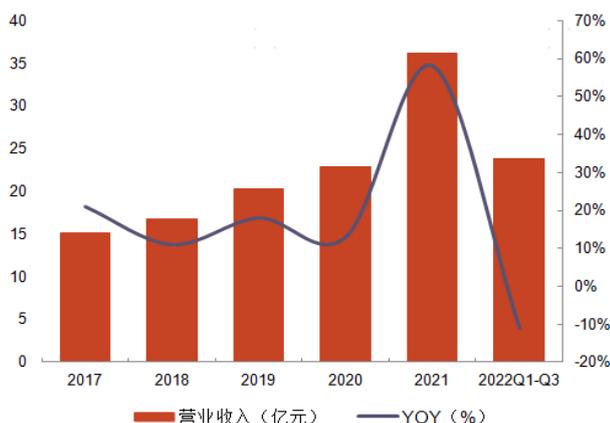


资料来源：公司年报、光大证券研究所

1.2、终端需求及原材料价格影响 22 年利润表现

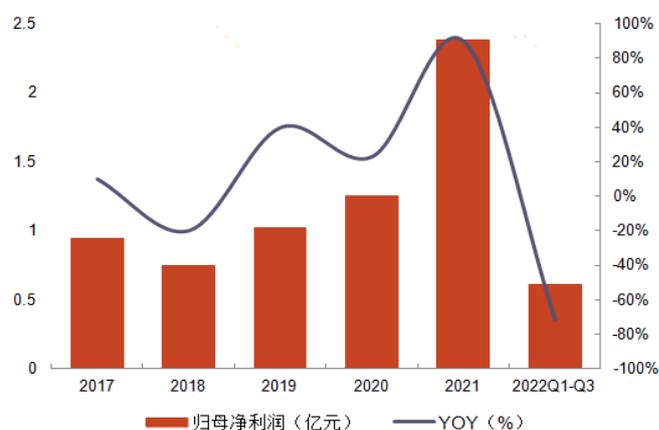
2022 年前三季度，公司实现营业收入 23.78 亿元，同比减少 11.23%；实现归母净利润 0.61 亿元，同比减少 72.06%。根据公司公告，2022 年受国际形势和宏观经济环境、疫情反复等因素的影响，产品市场终端需求持续疲软，产品价格下降，导致公司营收下降；同时原材料价格波动，价格降低幅度小于产品价格下降幅度，导致产品毛利率下降。公司预计 2022 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 3300 万元-4000 万元，同比减少 83.21%-86.15%。

图表 5：华正新材营业收入及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

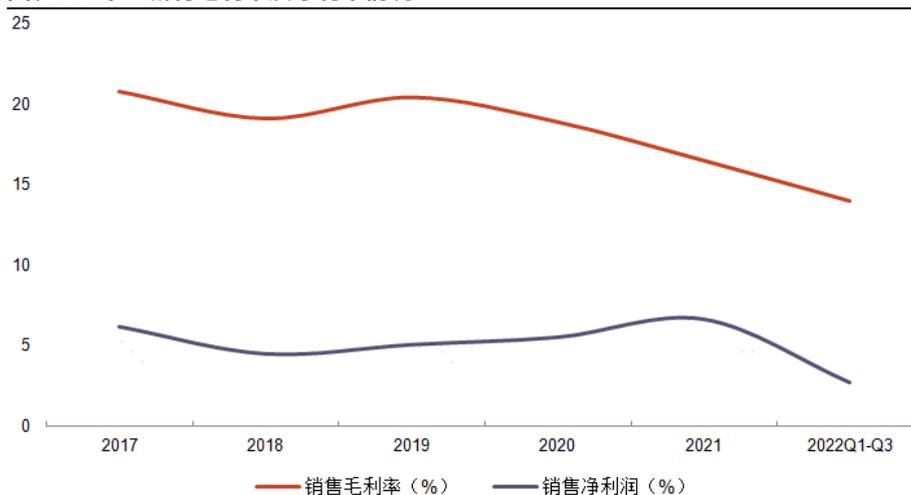
图表 6：华正新材归母净利润及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

从公司收入结构来看，2021 年公司覆铜板业务收入 26.93 亿元，占营收比例为 74.39%。从利润率情况来看，2022 年前三季度，公司销售毛利率为 13.98%，销售净利率为 2.71%。

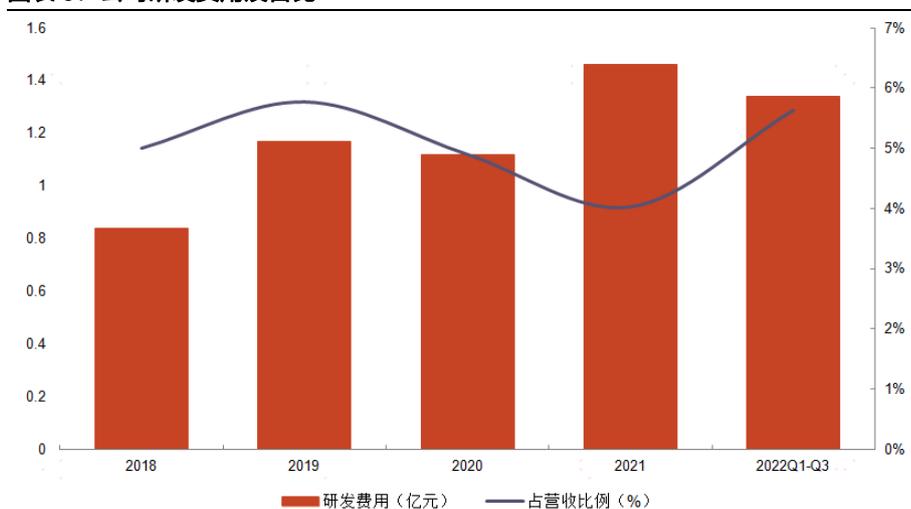
图表 7: 华正新材毛利率及净利率情况



资料来源: Wind、光大证券研究所

公司始终追求成为技术领先的科技型新材料平台企业,对研发实施高投入策略,依托公司已拥有的国家企业技术中心的平台,以研发能力作为公司发展的核心推动力。同时,公司已建立高等级覆铜板、锂电池用铝塑膜、复合材料等产品的技术优势,为各产品线发展打下坚实基础。公司与相关领域的国内外知名高校、有关研究所以及上下游产业链开展了密切合作,形成了一套适合公司的产学研合作模式,在基础科学、原物料国产化和专有化方面构建了自身的核心优势。2022年前三季度,公司研发费用为 1.34 亿元,占营收比例为 5.62%。

图表 8: 公司研发费用及占比



资料来源: Wind、光大证券研究所

2、覆铜板行业应用领域广泛,受益于 PCB 行业发展

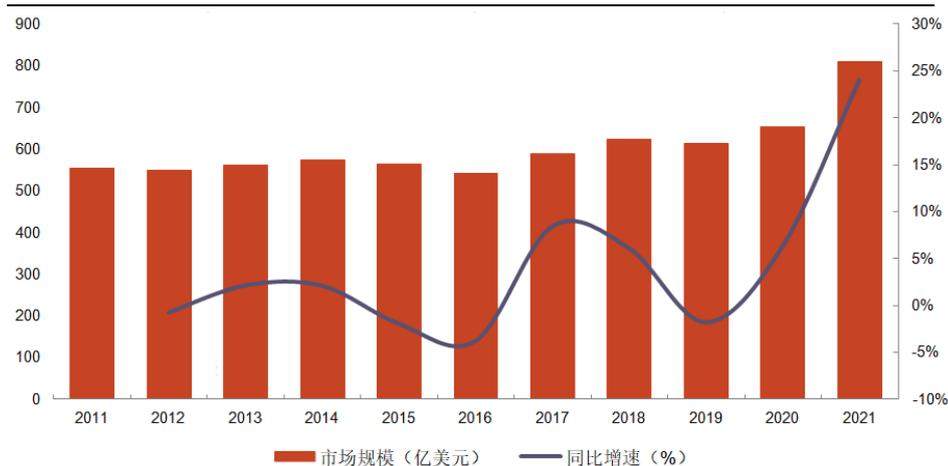
2.1、全球 PCB 市场规模稳步增长,中国仍居主导地位

受下游行业不断向多元化拓展以及下游行业需求扩张的拉动,全球 PCB 产值规模稳步上升,行业规模从 2000 年的 416 亿美元增长到 2021 年的 809 亿美元。

期间全球 PCB 市场经历过两次产业重心转移，第一次是从欧美转移至亚洲的日、韩、中国台湾等区域；由于中国拥有显著的生产制造优势，大量外资企业又开始在中国大陆设厂扩建，生产重心由日、美、欧、韩、中国台湾等向中国大陆转移，形成第二次重心转移。目前，中国大陆以超过 50% 的市场份额居于世界 PCB 产业的主导地位，而且增速较快。

根据 PrismaMark 2022Q1 数据，中国大陆产值全年占比从 2000 年 8.1% 上升到 2021 年的 54.6%。从产值增速上看，2000-2021 年全球和中国大陆 PCB 产值年均复合增长率分别为 3.2% 和 13.0%，中国大陆增速远高于同期其他国家，2000 年产值占比前三的日本、美国和欧洲的年均复合增长率分别为 -2.3%、-5.6% 和 -5.6%。

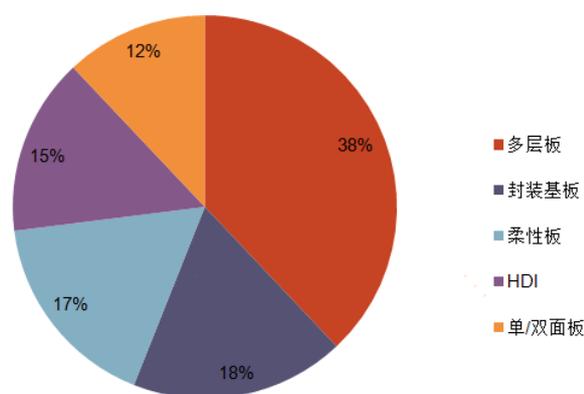
图表 9：全球 PCB 行业市场规模



资料来源：PrismaMark、光大证券研究所

根据 PrismaMark 2022Q1 统计，2021 年全球 PCB 产品中，多层板占比高达 38%，在过去的 21 年里多层板占比保持领先。但随着消费电子更迭、汽车电子兴起、5G 物联网落地，PCB 产品逐步向轻薄化、高性能、高密度、高频高速等方向发展，封装基板、柔性板、HDI 占比逐步上升，2021 年这三类产品占比分别为 18%、17% 和 15%，不断挤占多层板和单/双面板的份额。从增速看，封装基板和多层板同比增速最快，分别为 41.4% 和 25.4%。

图表 10：2021 年全球 PCB 行业产品类型占比 (按照出货量统计)

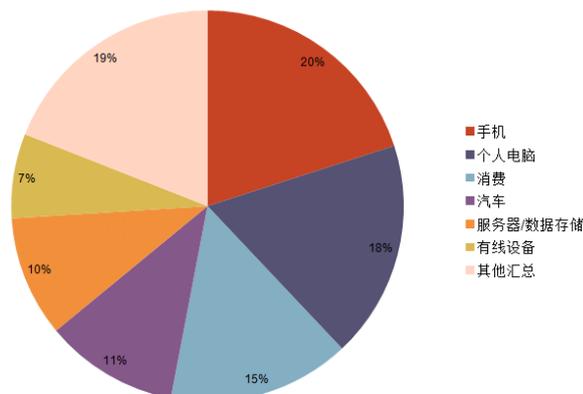


资料来源：PrismaMark、光大证券研究所

随着经济水平发展，数据通信、消费电子、汽车电子等的新一轮增长又创造了大量的 PCB 需求。下游应用领域愈发多元，PCB 整体需求增长势头向好，行业周

期性弱化。目前，PCB 下游主要包括个人电脑、服务器/数据存储、手机、有线设备、消费、汽车、工业、医疗、军工/航天等细分领域。根据 PrismaMark 2022Q1 统计，2021 年 PCB 行业下游占比前五的领域为手机、个人电脑、消费、汽车、服务器/数据存储，产值占比分别为 20%、18%、15%、11%和 10%。

图表 11：2021 年 PCB 行业下游应用占比



资料来源：PrismaMark，光大证券研究所

2.2、公司逐步拓展产品线，扩充提升产能

公司提升基于市场需求的产品系列化、高端化的竞争力。2022 年上半年，公司覆铜板业务进一步深化落实产品结构升级和客户结构升级。动态调整 H1（基础产品线）、H2（成长产品线）及 H3（种子产品线）的产品构成，产品结构趋向合理。战略客户与一供客户的总体销售占比已稳定在 60%以上。2022 年上半年，新晋前十大客户的市场应用主要集中在能源、Mini LED、汽车、服务器及无线产品。基础材料产品线完成对应用于光伏逆变器和移动储能等厚铜类产品的布局，入库终端客户材料库，形成批量订单，为后续该细分市场的需求增长打下基础。用于功率功放的高频材料、Very Low-Loss 等级高速材料、导热 FR-4 材料通过知名企业认证并陆续释放市场需求，产品布局多元化。Mini LED 直显应用方面，与行业头部企业合作进行原材料的国产化替代，已形成稳定交付。

覆铜板产业实现高质量扩产，强化供应链保障能力。2022 年上半年，公司顺利发行可转债募集资金 5.7 亿元，募投项目年产 2400 万张高等级覆铜板。珠海富山制造基地一期项目投产，新增高等级覆铜板产能约 80 万张/月。通过布局珠海富山智能制造基地，公司实现跨区域发展模式，更加贴近华南区域客户，进一步提升公司覆铜板业务的市场竞争力及行业地位。2022 年上半年，公司全资子公司杭州华正入选“2022 年浙江省未来工厂试点企业”名单。此次入选是对公司“5G 高频高速通信材料未来工厂”建设结果的肯定，标志着公司数字化智能制造取得了阶段性成果。覆铜板事业部各工厂信息化建设逐步完备，通过 MES 系统直接调取生产信息，进入 APS 自动排程系统完成自动化生产排单，有效提升了运营效率和质量；同时通过材料优化替代、降低材料耗用、提高原材料利用率等措施，进一步降低生产成本。

围绕能力提升，多举措优化管理效能。公司深化推进 IPD 项目建设，将产品开发明确划分为项目立项、概念计划、小试、中试、小批量、量产 6 个节点，已完成小试前流程上线。对标终端客户的体系要求，按照 BCM（业务连续性管理）规范，全面提升质量管理；导入应用了质量管理软件 QMS1.0 模块，并同步启动 QMS2.0 规划。深入开展“岗位职责与能力评价项目”，进一步将岗位职责与能力要求相匹配，优化组织绩效设定，提高绩效考核的可量化水平。

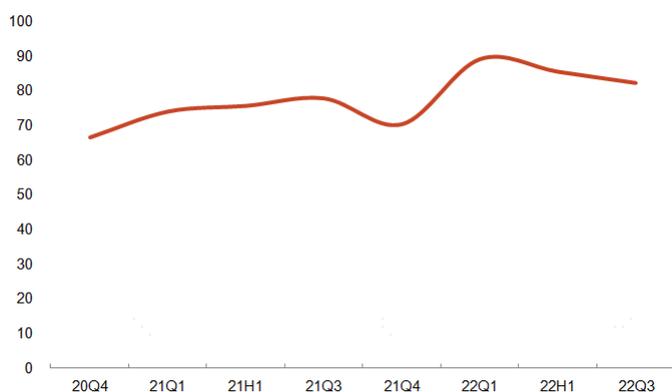
2.3、 库存角度：PCB 与覆铜板库存压力均有望缓解

22Q1PCB 行业公司存货周转天数维持较快上行趋势，全行业达到 89.13 天。22H1 起，PCB 行业公司存货周转天数有所回落，22H1 为 85.51 天，22Q3 为 82.26 天。

22H1 覆铜板存货周转天数维持较快上行趋势，全行业达到 49.13 天，22Q3 起存货周转天数有所回落，22Q3 为 47.29 天。

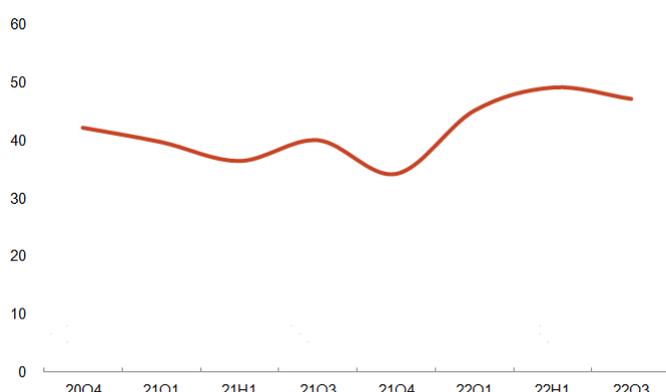
展望未来，我们认为 PCB 以及覆铜板行业公司库存压力有望缓解，库存周转天数有望进入下行通道。

图表 12：PCB 行业存货周转天数（单位：天）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图表 13：覆铜板行业存货周转天数（单位：天）



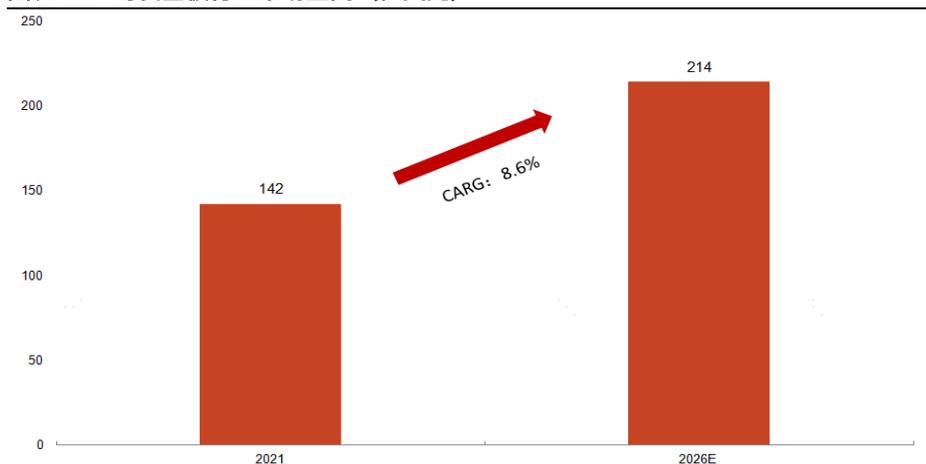
资料来源：Wind、光大证券研究所

3、 IC 载板电子材料打开成长空间

3.1、 IC 载板市场空间广阔

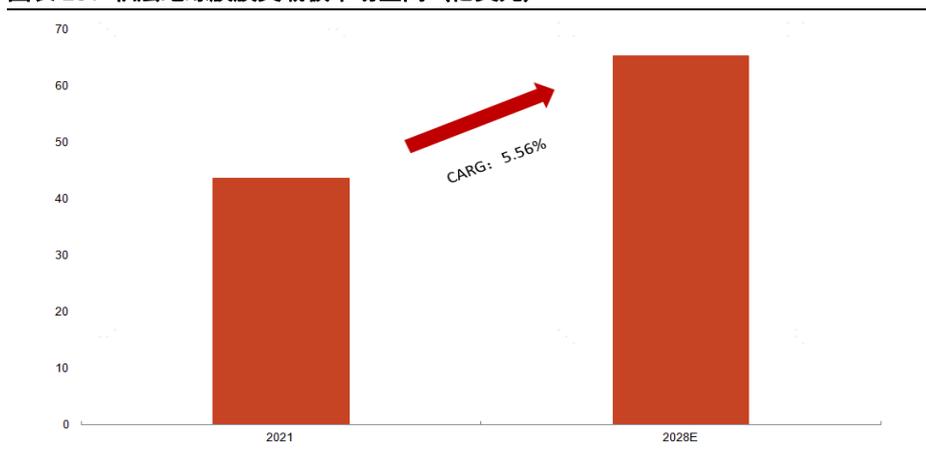
IC 载板是半导体封装的关键材料。集成电路产业链分为三个环节：芯片设计、晶圆制造和封装测试。封装不仅起到保护芯片和增强导热性的作用，也可以连通外部的电路与芯片内部以达到固定芯片的作用。IC 封装基板（IC Package Substrate，简称 IC 载板，也称为封装基板）是封装测试环节中的关键载体，用于建立 IC 与 PCB 之间的讯号连接，IC 载板还能够发挥保护电路，固定线路并导散余热的作用。

未来半导体行业的增量来源于存储芯片和 MEMS 等领域的推动，这类需求会带动芯片需求呈几何倍数增长，直接推动芯片的出货量，进而带动 IC 载板需求增长。根据 Prismark 预测，2021-2026 年封装基板行业有望从 2021 年的 142 亿美元增长至 2026 年的 214 亿美元，复合增长率达到 8.6%。

图表 14: 封装基板行业市场空间 (亿美元)


资料来源: Prismaark 预测, 公司半年报

IC 封装基板的基础材料分为积层绝缘胶膜和 BT 树脂等。积层绝缘胶膜类封装载板主要应用于 FC-BGA 等线路较细、适合高脚数高信息传输的 IC 封装, 包括 CPU、GPU、FPGA、ASIC 等高运算性能芯片的封装。据 QYR 数据, 2021 年全球积层绝缘胶膜类载板市场规模达到 43.68 亿美元, 预计 2028 年将达到 65.29 亿美元, 年复合增长率为 5.56%。

图表 15: 积层绝缘胶膜类载板市场空间 (亿美元)


资料来源: 公司半年报, QYR 预测

3.2、设立合资公司进军电子材料领域

公司为进一步布局 IC 封装载板电子材料, 丰富公司产品系列, 提升技术能力, 2022 年公司与深圳先进电子材料国际创新研究院共同出资设立合资公司, 开展 CBF 积层绝缘膜 (可应用于先进封装领域诸如 FC-BGA 高密度封装基板、芯片再布线介质层、芯片塑封、芯片粘结、芯片凸点底部填充等重要应用场景的关键封装材料) 项目相关产品的研发和销售。

图表 16: 合资公司相关简介

投资标的名称	深圳华正半导体材料科技有限公司 (暂定名, 以工商登记机关核准名称为准)
标的公司主营	研发、制造及销售可用于先进封装领域的积层绝缘膜
注册资金	8000 万元
持股比例	华正新材以货币方式出资 5200 万元人民币, 占合资公司注册资本的 65%; 电子材料院以其所有的 5 项发明专利出资, 作价 2800 万元人民币, 占合资公司注册资本的 35%。

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

电子材料院是由中国科学院深圳先进技术研究院和深圳市宝安区人民政府合作共建的深圳市十大新型基础研究机构。公司充分结合电子材料院在电子封装材料领域的技术资源优势, 通过优势互补发挥协同效应, 对应用于先进封装领域的电子材料进行研发和产业化, 提升公司在 IC 封装基板材料领域的市场竞争力。

4、盈利预测

覆铜板: 根据公司公告, 2022 年受国际形势和宏观经济环境、疫情反复等因素的影响, 产品市场终端需求持续疲软, 产品价格下降, 导致公司营收下降; 同时原材料价格波动, 价格降低幅度小于产品价格下降幅度, 导致产品毛利率下降。公司 2021 年覆铜板业务的营业收入为 26.93 亿元, 毛利率为 15.60%。我们预测 2022 年该业务营业收入下降 30%, 毛利率降低至 9.00%。随着库存出清, 需求复苏, 产品价格有望上调, 2023 年起该业务有望重回增长趋势。预计 2023-2024 年该业务的营业收入分别为 20.74/23.85 亿元, 同比增长 10%/15%。随着原材料价格回落, 我们预计该业务毛利率有望提升至 12.00%/13.80%。

交通物流复合材料: 该业务下游冷藏车市场活跃。根据公司半年报, 2022 年上半年, 中国新能源冷藏车累计销售同比增长 57%, 冷链商品流通市场需求快速增长。我们预测 2022-2024 年该业务的营业收入分别为 4.00/4.80/5.76 亿元, 同比增长 20%/20%/20%, 随着下游市场持续活跃, 公司该业务规模效应逐步显现, 毛利率有望稳中有升, 我们预测 2022-2024 年的该业务毛利率分别为 15.60%/15.80%/16.00%。

其他复合材料汇总: 其他复合材料在半导体设备、医疗器械、轨道交通、消费电子等领域拥有更广泛的应用, 客制化开发及整体解决方案的设计, 为其提供了更广阔的市场。我们预计该业务收入 2022 年与 2021 年持平, 2023-2024 年随着下游应用领域持续拓展, 有望重回增长趋势, 2023-2024 年该业务增速为 5%/5%, 毛利率维持在 20%。

其他及其他主营业务: 我们预测该业务 2022-2024 年收入增速维持在 30%, 毛利率维持在 20%。

IC 载板电子材料: 根据公司公告, 2022 年上半年, 公司覆铜板事业部新设立了半导体材料产品线, 深化布局可用于 IC 封装基板的电子材料。2022 年 7 月公司与深圳先进电子材料国际创新研究院设立合资公司, 开展 CBF 积层绝缘膜(可应用于先进封装领域诸如 FC-BGA 高密度封装基板)项目相关产品的开发、生产和销售。我们预计该业务从 2023 年起产生收入, 预计 2023-2024 年该业务收入为 0.5/3 亿元, 毛利率为 37%/39%。

销售费用率：考虑到公司营销人员逐步增加，同时公司加大下游应用领域拓展与市场宣传推广所致，预计 2022-2024 年的销售费用率为 2.00%/2.00%/2.15%。

管理费用率：公司通过降本增效等方式，有效控制管理费用，预计 2022-2024 年的销售费用率维持在 2.80%/2.80%/2.80%。

研发费用率：公司始终追求成为技术领先的科技型新材料平台企业，持续加大对新技术、新产品的研发投入，预计 2022-2024 年的研发费用率为 5.30%/5.50%/6.00%。

我们预测公司 2022-2024 年的营业收入分别为 29.39/33.55/41.34 亿元，2022-2024 年的归母净利润分别为 0.36/1.19/2.30 亿元，对应 PE123/37/19X。

图表 17：华正新材主营业务拆分及预测（单位：亿元，%）

主营业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E
覆铜板	15.03	26.93	18.85	20.74	23.85
YoY (%)	-	79%	-30%	10%	15%
毛利率	15.48%	15.60%	9.00%	12.00%	13.80%
交通物流复合材料	2.19	3.33	4.00	4.80	5.76
YoY (%)	-	52%	20%	20%	20%
毛利率	22.17%	15.50%	15.60%	15.80%	16.00%
其他复合材料汇总	4.14	3.93	3.93	4.12	4.33
YoY (%)	-	-5%	0%	5%	5%
毛利率	-	-	20%	20%	20%
其他及其他主营业务	1.48	2.01	2.61	3.39	4.41
YoY (%)	-	36%	30%	30%	30%
毛利率	-	-	20%	20%	20%
IC 载板电子材料	-	-	-	0.5	3
YoY (%)	-	-	-	-	500%
毛利率	-	-	-	37%	39%
总体营业收入	22.84	36.20	29.39	33.55	41.34
YoY (%)	12.75%	58.47%	-18.82%	14.17%	23.23%
综合毛利率	18.9%	16.5%	12.3%	14.7%	17.2%

资料来源：Wind、光大证券研究所预测

图表 18：华正新材盈利预测

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,284	3,620	2,939	3,355	4,134
营业收入增长率	12.75%	58.47%	-18.82%	14.17%	23.23%
净利润 (百万元)	125	238	36	119	230
净利润增长率	22.60%	90.24%	-84.94%	230.36%	94.04%
EPS (元)	0.88	1.68	0.25	0.83	1.62
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.61%	14.36%	2.21%	6.83%	11.86%
P/E	35	19	123	37	19
P/B	3.0	2.7	2.7	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-02-28

5、估值分析

我们选取三家企业南亚新材（主营覆铜板+IC 载板电子材料）、生益科技（主营 PCB 及 IC 载板）、深南电路（主营 PCB+IC 载板）作为可比公司。三家可比公司 2023-2024 年的 PE 均值分别为 31x/17x，华正新材 2023-2024 年的 PE 值分别为 37/19X，略高于可比公司估值。

图表 19: 可比公司估值-PE 估值

证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
南亚新材	26.31	1.70	0.20 (A)	0.51	1.45	15	133	52	18
生益科技	18.13	1.22	0.66 (A)	0.90	1.14	15	27	20	16
深南电路	79.86	3.03	3.31	4.08	4.86	26	24	20	16
平均						19	61	31	17
华正新材	33.80	1.68	0.25	0.83	1.62	19	123	37	19

资料来源: Wind、光大证券研究所预测; 注: 股价时间为 2023-02-28; 注: 南亚新材、生益科技 2022EPS 来源于业绩快报, 其他盈利预测为 Wind 市场一致预期

投资建议: 华正新材专注于覆铜板领域, 公司 2022 年业绩有望触底, 随着库存出清, 需求复苏, 产品价格有望上调, 2023 年起公司净利润有望重回增长趋势。IC 载板电子材料市场空间广阔, 有望为公司提供长期成长动力。我们预测公司 2022-2024 年的营业收入分别为 29.39/33.55/41.34 亿元, 2022-2024 年的归母净利润分别为 0.36/1.19/2.30 亿元, 对应 PE123/37/19X。我们认为公司覆铜板业务周期性较强, 远期净利润有望重回增长趋势。IC 载板电子材料业务在行业内布局领先, 该业务壁垒较高, 空间较大, 有望给公司带来长期增长动力, 保障公司长期成长。我们认为公司应享有一定的估值溢价, 首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示

市场波动的风险

受上下游供需状况等因素的影响，产业链具有一定的波动性，公司须时刻把握行业变化节奏，及时灵活应对，充分做好前期各项应对策略，加快提升公司产品的销售份额，避免市场波动带来的经营风险。

市场竞争的风险

随着客户集中度和对产品需求个性化程度越来越高，市场竞争越来越激烈，公司须深入了解终端客户的需求、紧跟市场趋势，提前做好研发与技术储备，才能更快、更好地提供产品与服务，增强客户紧密度，避免被竞争激烈的市场淘汰。

原材料价格波动的风险

公司主要原材料受期货价格、产能发挥、供需状况、环保政策等因素影响，价格波动较大，对公司毛利率及净利率水平有一定影响。

汇率波动的风险

公司海外业务有一定占比，汇率波动对公司经营业绩有一定的影响。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,284	3,620	2,939	3,355	4,134
营业成本	1,852	3,022	2,576	2,862	3,421
折旧和摊销	67	81	98	101	116
税金及附加	11	10	9	10	12
销售费用	57	78	59	67	89
管理费用	88	102	82	94	116
研发费用	112	146	156	185	248
财务费用	46	59	60	51	46
投资收益	7	6	8	16	37
营业利润	139	263	42	138	272
利润总额	136	261	42	138	272
所得税	10	21	3	11	22
净利润	126	240	39	127	250
少数股东损益	1	2	3	8	20
归属母公司净利润	125	238	36	119	230
EPS(元)	0.88	1.68	0.25	0.83	1.62

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	165	275	507	308	444
净利润	125	238	36	119	230
折旧摊销	67	81	98	101	116
净营运资金增加	137	445	-525	77	163
其他	-163	-488	898	11	-65
投资活动产生现金流	-581	-931	61	-7	7
净资本支出	-402	-1,128	-4	-25	-32
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-179	197	64	18	39
融资活动现金流	597	661	-134	-176	-217
股本变化	13	0	0	0	0
债务净变化	72	715	-3	-118	-146
无息负债变化	271	711	-236	217	391
净现金流	177	3	433	125	234

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	18.9%	16.5%	12.3%	14.7%	17.2%
EBITDA 率	11.7%	10.4%	6.1%	8.1%	9.6%
EBIT 率	8.7%	8.0%	2.7%	5.1%	6.8%
税前净利润率	6.0%	7.2%	1.4%	4.1%	6.6%
归母净利润率	5.5%	6.6%	1.2%	3.5%	5.6%
ROA	3.6%	4.7%	0.8%	2.5%	4.5%
ROE (摊薄)	8.6%	14.4%	2.2%	6.8%	11.9%
经营性 ROIC	7.6%	6.9%	2.3%	4.9%	7.9%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	58%	67%	66%	65%	64%
流动比率	1.19	0.96	1.00	1.07	1.17
速动比率	1.03	0.81	0.86	0.93	1.01
归母权益/有息债务	1.70	1.06	1.04	1.20	1.49
有形资产/有息债务	3.76	3.08	2.92	3.31	4.03

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	3,467	5,098	4,826	5,043	5,513
货币资金	380	448	882	1,006	1,240
交易性金融资产	192	1	1	1	1
应收账款	883	1,362	872	996	1,228
应收票据	1	26	21	24	30
其他应收款 (合计)	11	17	14	15	19
存货	279	407	350	389	465
其他流动资产	351	439	439	439	439
流动资产合计	2,109	2,715	2,591	2,885	3,439
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	768	1,165	1,258	1,305	1,308
在建工程	198	722	546	415	319
无形资产	198	206	208	213	221
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	125	223	168	168	168
非流动资产合计	1,358	2,383	2,234	2,158	2,074
总负债	2,001	3,427	3,187	3,286	3,531
短期借款	655	969	1,065	947	801
应付账款	468	671	572	635	759
应付票据	497	980	836	928	1,110
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2	1	1	1	1
流动负债合计	1,775	2,838	2,599	2,697	2,942
长期借款	165	501	501	501	501
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	40	64	64	64	64
非流动负债合计	226	588	588	588	588
股东权益	1,466	1,671	1,639	1,757	1,982
股本	142	142	142	142	142
公积金	831	852	855	865	865
未分配利润	492	676	637	738	943
归属母公司权益	1,455	1,659	1,624	1,735	1,940
少数股东权益	11	11	14	22	42

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.51%	2.15%	2.00%	2.00%	2.15%
管理费用率	3.87%	2.82%	2.80%	2.80%	2.80%
财务费用率	2.03%	1.64%	2.03%	1.51%	1.11%
研发费用率	4.92%	4.04%	5.30%	5.50%	6.00%
所得税率	7%	8%	8%	8%	8%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.28	0.50	0.05	0.18	0.35
每股经营现金流	1.16	1.94	3.57	2.17	3.12
每股净资产	10.24	11.68	11.44	12.22	13.66
每股销售收入	16.08	25.49	20.69	23.62	29.11

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	35	19	123	37	19
PB	3.0	2.7	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	20.4	17.9	33.7	21.6	14.6
股息率	0.9%	1.6%	0.2%	0.6%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE