

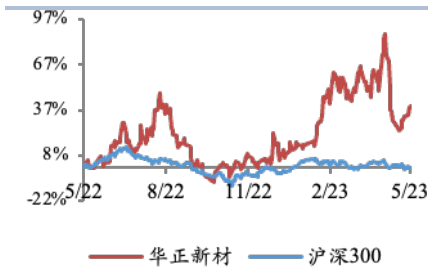
CBF 材料阶段性突破, CCL 周期修复可期

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2023-05-18

收盘价(元) 29.10
近 12 个月最高/最低(元) 38.86/18.83
总股本(百万股) 142
流通股本(百万股) 142
流通股比例(%) 99.92
总市值(亿元) 41
流通市值(亿元) 41

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:

● PCB 及 CCL 行业处于磨底阶段, 周期修复可期

需求端: PCB 及 CCL 行业 23Q1 处于反复磨底阶段, 需求企稳、大周期向上或将出现在 23Q2 及以后 (PCB 和半导体大周期相似, 持续三年左右, 21Q3 为本轮周期高点), 行业部分低端产品价格已降至盈亏平衡点附近, 进一步下降空间不大。

成本端: 受海外冲突等事件影响, 铜箔等大宗商品 22 年维持高位, 挤压覆铜板公司盈利能力。随着全球通胀缓解、树脂等供应稳定, 我们认为 23 年上游成本端压力或将有所改善。

产能端: 为了抢占市场份额并把握行业复苏机会, 公司于 2022 年发行可转换债券, 募集资金中 4 亿元投向珠海富山制造基地的建设, 计划年产 2400 万张高等级覆铜板, 一期项目预计年产量 960 万张, 该项目按计划部分完工投产。

● CBF 膜 (对标味之素 ABF 膜) 有望打破日本垄断, 验证取得良好成果

ABF 载板市场快速增长, 上游薄膜作为 ABF 载板最重要的上游材料, 完全被日本垄断, 成为封装产业链较为薄弱的环节。CBF 积层绝缘膜的研发有望打破日本垄断并保障产业链国产化进程。根据公司 22 年年报显示: 公司半导体材料产品线加强产业链上下游合作, 开展终端验证。CBF 积层绝缘膜加快新产品开发进程, 在 CPU、GPU 等半导体芯片封装领域进入了下游 IC 载板厂、封装测试厂及芯片终端验证流程, 并取得了良好进展。BT 封装材料在 MiniLED 背光和直显应用领域实现稳定市场供应, 在存储芯片、微机电系统芯片、射频模块芯片等应用市场开展终端验证。

● 乘新能源东风, 铝塑膜大幅扩产

基于锂电池需求和国产化率稳步上升, 新能源汽车销量大幅增长等, 公司使用自有资金 1.4 亿元进行增资, 主要用于建设年产 3600 万平方米铝塑膜扩产项目, 该项目目前处于试生产阶段和客户验厂阶段。铝塑膜业务在高水平扩大产能的同时, 持续加大研发投入和工艺开发, 并推动核心原材料国产化, 已有多款产品实现原材料的多元化选择。

● 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 0.66、2.88、6.14 亿元, 对应市盈率为 62.41、14.36、6.73 倍, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 风险提示

产能投放不及预期、下游需求不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3286	3687	4976	6290
收入同比 (%)	-9.2%	12.2%	34.9%	26.4%
归属母公司净利润	36	66	288	614
净利润同比 (%)	-84.9%	83.5%	334.7%	113.3%
毛利率 (%)	13.0%	12.6%	13.9%	15.2%
ROE (%)	2.1%	3.8%	14.2%	23.3%
每股收益 (元)	0.25	0.47	2.03	4.32
P/E	90.48	62.41	14.36	6.73
P/B	1.91	2.38	2.04	1.57
EV/EBITDA	29.06	19.64	14.26	10.56

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 专注覆铜板领域，横向拓宽材料产品矩阵.....	5
1.1 国内领先的覆铜板企业	5
1.2 覆铜板业务稳健增长，22 年供需端承压影响利润表现.....	6
2 覆铜板、CBF 膜、铝塑膜业务进展顺利，顺应国产化趋势.....	7
2.1 覆铜板周期磨底，盈利水平有望改善.....	7
2.2 布局 CBF 积层绝缘膜市场，有望打破日本味之素 ABF 膜垄断	10
2.3 铝塑膜：乘新能源东风，锂电池行业需求旺盛.....	12
3 盈利预测与估值	13
3.1 盈利预测	13
3.2 公司估值	14
风险提示：	15
财务报表与盈利预测	16

图表目录

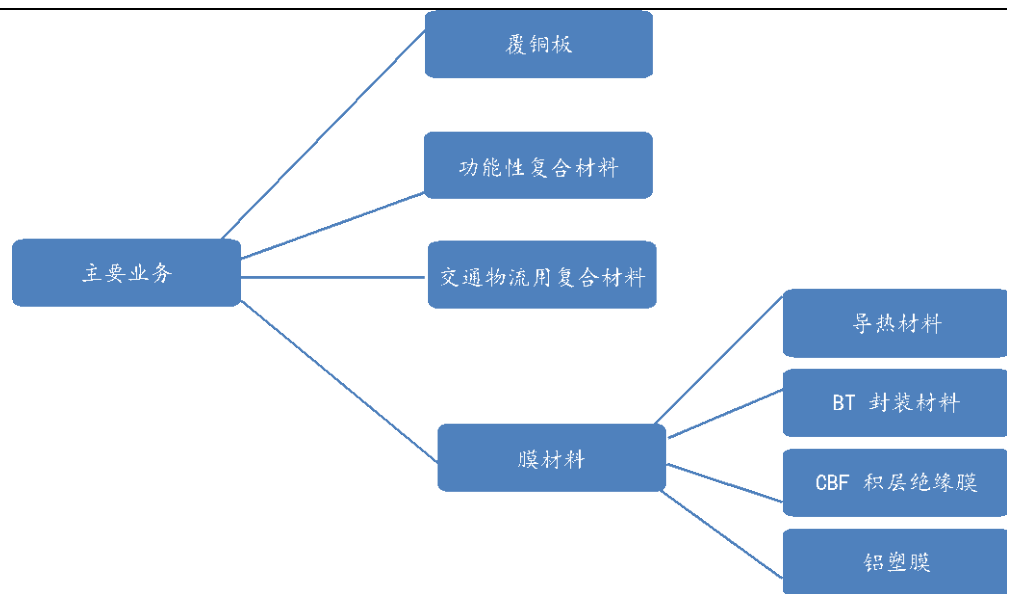
图表 1 公司主要业务	5
图表 2 公司营业收入及增速	6
图表 3 公司归母净利润及增速	6
图表 4 公司主要业务营收占比	6
图表 5 公司主要业务毛利占比	6
图表 6 公司主要业务毛利率情况 (单位: %)	7
图表 7 同行业可比公司覆铜板毛利率情况 (单位: %)	7
图表 8 高等级覆铜板终端应用领域分类	7
图表 9 2012-2026 全球 PCB 产值及增量情况预计	8
图表 10 2022-2023 年全球 PCB 市场产值分布及变化 (单位: 亿美元)	9
图表 11 2014-2022 年中国 PCB 产值及增量情况预计	9
图表 12 2021E 基板应用 (%) - 合计 142 亿美元	9
图表 13 2026F 基板应用 (%) - 合计 214 亿美元	9
图表 14 LME 铜价 (单位: 美元/吨)	10
图表 15 环氧树脂(E-51) (单位: 万元/吨)	10
图表 16 电子级玻璃纤维布平均售价 (单位: 元/米)	10
图表 17 ABF 膜示意图	11
图表 18 铝塑膜主要应用场景	12
图表 19 国内新能源汽车销量 (单位: 万)	13
图表 20 国内新能源汽车渗透率	13
图表 21 2022 年-2025 年公司业绩拆分及盈利预测	14
图表 22 公司可比公司估值	15

1 专注覆铜板领域，横向拓宽材料产品矩阵

1.1 国内领先的覆铜板企业

华正新材是以覆铜板为主业的多品类平台型公司。公司是国内规模前列的优质覆铜板生产企业，主要产品包括高频高速覆铜板、功能性复合材料、热塑性蜂窝材料、锂电池软包铝塑膜等新材料产品，广泛应用于 5G 通讯信息交换系统、云计算储存系统、自动驾驶信号采集系统、锂电池、物联网射频系统、医疗设备、轨道交通、绿色物流等领域。2020-2022 年，公司覆铜板业务营收占比分别为 65.84%、74.40%、75.84%，毛利贡献也在一半以上，是公司的支柱性业务。

图表 1 公司主要业务



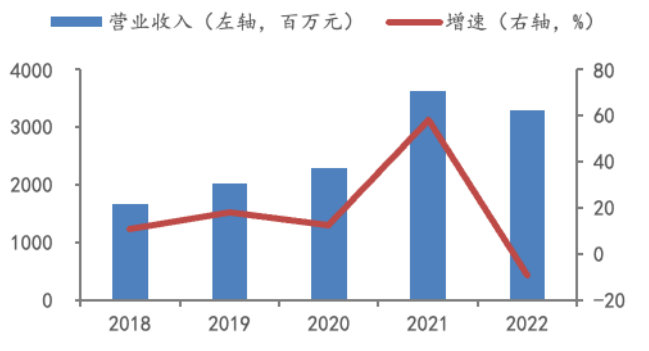
资料来源：公司年报，华安证券研究所

多元化布局先进封装材料 公司以覆铜板为核心产业，布局 BT 封装材料、CBF 积层绝缘膜等半导体封装材料，以及铝塑膜等先进能源材料，具备相关多元化资源整合能力，针对各个业务单元在经营模式和资源配置上协调一致，进行资源整合和多赢策划，形成营运合力。为进一步解决先进封装领域中的垄断问题，提前布局 IC 封装基板电子材料，丰富公司产品系列，提升技术能力，公司通过联合科研院所、产业链技术合作等方式，加强投入，开展 CBF 积层绝缘膜项目相关产品的研发和销售。同时，公司于 2017 年开始布局锂电池软包铝塑膜业务，从消费电子、手机的锂电池起步，逐步拓宽产品序列。2020 年，公司铝塑膜产品在汽车启动电源、储能及小动力等细分领域已通过客户认证，并实现批量生产。随着新能源汽车的发展，铝塑膜作为软包锂电池技术路线不可或缺的封装材料，将为公司未来的业务增长起到关键性作用。

1.2 覆铜板业务稳健增长，22 年供需端承压影响利润表现

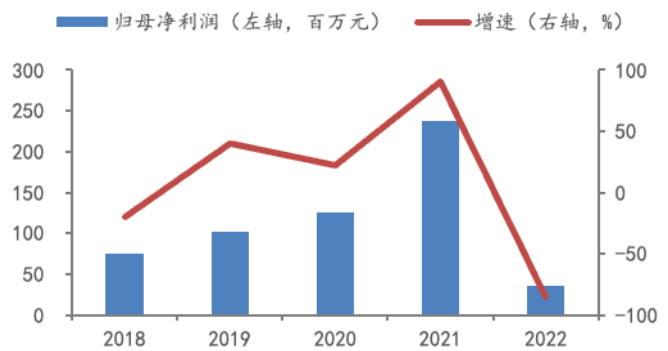
2018 年-2021 年，公司营业收入快速增长，CAGR 约为 21.20%。2022 年营业收入和归母净利润下降显著。主要原因：消费端、通信端需求放缓，导致覆铜板需求增速放缓；同时，铜价等原材料大幅上涨导致成本上升。终端市场需求疲软，公司提价传导不畅，22 年公司利润两头承压。

图表 2 公司营业收入及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

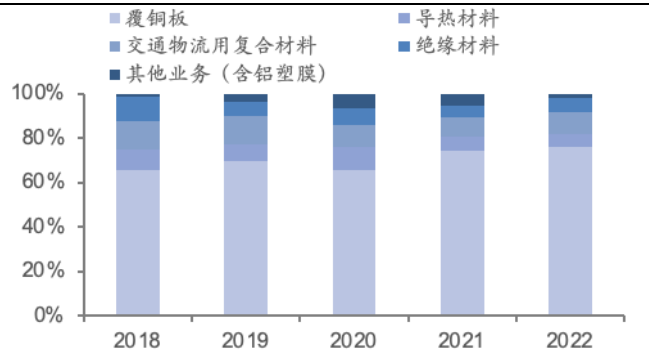
图表 3 公司归母净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

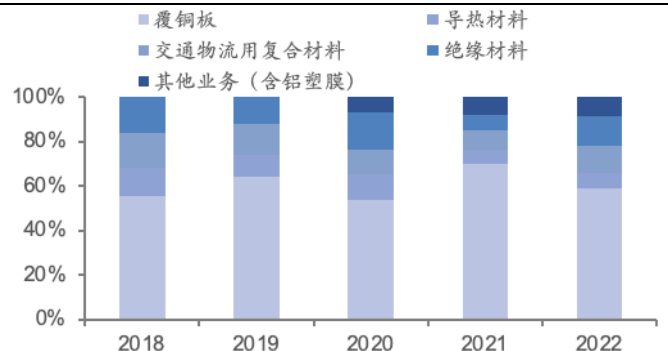
分业务看，覆铜板贡献公司大部分营收。2018 年-2022 年，公司覆铜板业务营业收入均在公司营业收入的 70%左右，毛利占比均在一半以上。2022 年，覆铜板业务营业收入达到 2,491.68 百万，毛利达到 252.43 百万，占比 60%。新兴业务铝塑膜营收占比由 2018 年 0%提升至 2022 年的 8.3%，公司多业务齐头并进，横向拓展丰富产品矩阵，并不断提高盈利能力。

图表 4 公司主要业务营收占比



资料来源：wind，华安证券研究所

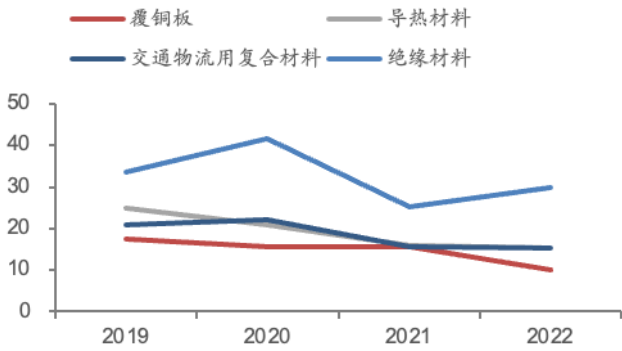
图表 5 公司主要业务毛利占比



资料来源：wind，华安证券研究所

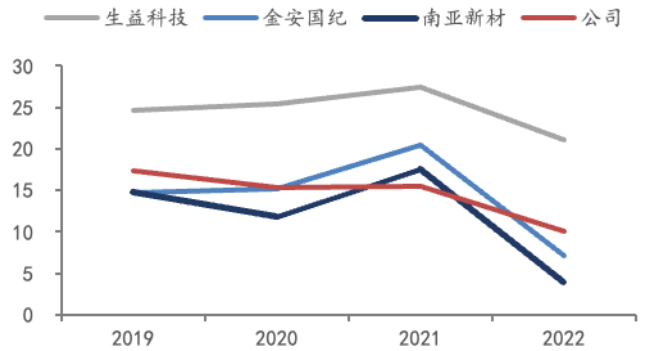
主要业务毛利率基本保持稳定。公司多年深耕覆铜板领域，积累了大量技术与客户资源，是国内外产品类别最齐全的覆铜板厂商之一。近几年，覆铜板领域发展稳定，公司毛利率水平与行业走势基本吻合。

图表 6 公司主要业务毛利率情况 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 同行业可比公司覆铜板毛利率情况 (单位: %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

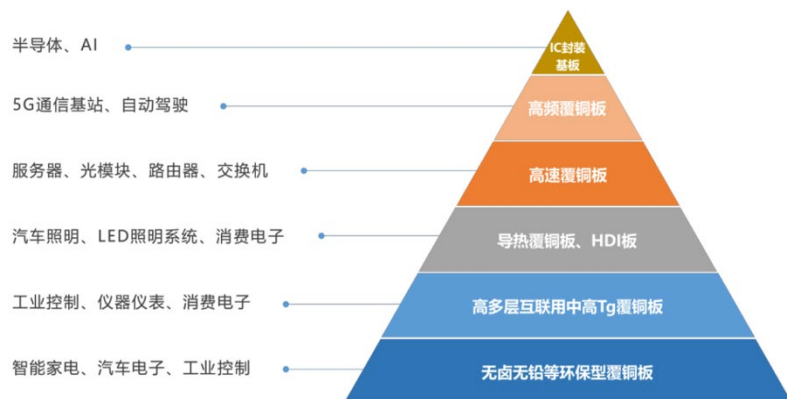
2 覆铜板、CBF膜、铝塑膜业务进展顺利，顺应国产化趋势

2.1 覆铜板周期磨底，盈利水平有望改善

覆铜板(Copper Clad Laminate, 简称 CCL)全称覆铜箔层压板, 是制作 PCB 的基础材料, 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, 经热压而制成的一种板状材料, 担负着印制电路板(PCB)导电、绝缘、支撑三大功能, 是一类专用于 PCB 制造的特殊层压板。

高等级覆铜板是我国覆铜板行业的发展方向。华正新材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。高等级覆铜板是由树脂基或者特殊基材制作的覆铜箔基板, 包括无卤无铅等环保型覆铜板、高 Tg 覆铜板、导热覆铜板、高频高速覆铜板等, 主要应用于消费电子、通讯电子、汽车电子、工业控制等领域。高频高速覆铜板以欧美日为主, 国内高端产品仍然有一定差距。高频高速覆铜板核心壁垒是树脂材料的使用, 其核心要求是低介电常数(Dk)和低介电损耗(Df), 由于生产高频高速覆铜板所产生的高温会对 Dk 稳定性产生干扰, 导致信号传输延迟, 损耗电路系统的电能及信号等, 因此树脂材料的使用是关键。

图表 8 高等级覆铜板终端应用领域分类

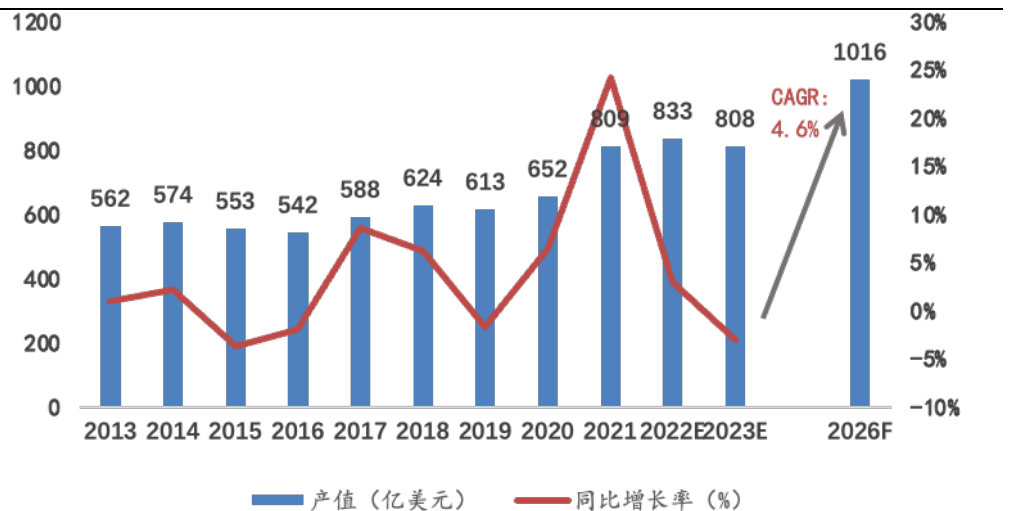


资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

公司覆铜板业务积极扩产，为需求扩张做好准备。公司计划产能 650 万平米高频高速覆铜板青山湖二期项目已于 2021 年 6 月完工，产能释放顺利。公司于 2022 年 2 月发行可转换债券，募集资金中 4 亿元投向珠海富山制造基地的建设。富山基地项目总投资 20.5 亿元，计划年产 2400 万张高等级覆铜板，一期项目预计年产量 960 万张，该项目按计划部分完工投产，产量和质量等各项生产技术指标达到预期目标，覆铜板业务的产能实现高质量增长，新增产能有效提高了公司高等级覆铜板的供应能力，进一步提升了行业地位。根据公司 2022 年报，公司 2022 年覆铜板产量 2,413.01 万张，比上年增长 18.81 %。

全球 PCB 市场需求放缓。PCB 作为 CCL 的下游，其增速直接影响 CCL 的需求量。根据 Prismark 预测，2022 年全球 PCB 市场规模将达 832.56 亿美元，较 2021 年 809.20 亿美元增长 2.9%，增速放缓。预测至 2026 年全球 PCB 市场规模将达 1015.59 亿美元，年复合增长率将达 4.6%，行业将保持平稳发展。随着电子电路行业技术的迅速发展，终端应用产品呈现小型化、智能化趋势，市场对高密度、高多层 PCB 产品的需求将变得更为突出，IC 载板、高多层板、HDI 板等技术含量更高的产品增长速度将更快，未来在 PCB 行业中占比将进一步提升。

图表 9 2012-2026 全球 PCB 产值及增量情况预计



资料来源: Prismark, 华安证券研究所

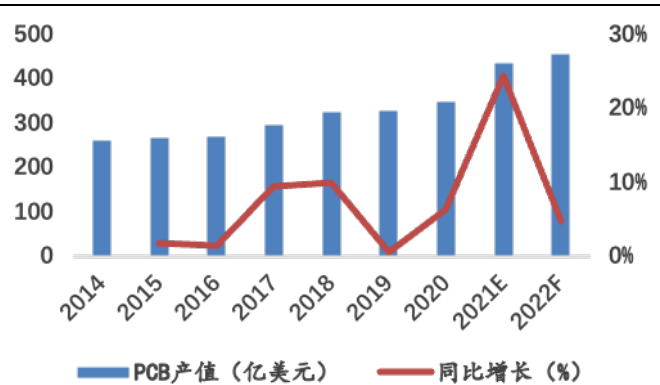
PCB 的主要生产基地是以中国为主导的亚太地区。近年，全球大量电子产业开始向亚洲迁移，已形成以中国大陆为主要生产制造基地的新格局。预计 2023 年，我国 PCB 产量达 477 亿美元，占比过半，同比 2022 年增长 4.3%。同时，中国 PCB 产值从 14 年以来，持续上升，2022 年达到 457 亿美元。

图表 10 2022-2023 年全球 PCB 市场产值分布及变化 (产值: 亿美元)

国家和地区	2022 年 F		2023 年 F		2022 年 产值同比 增长率
	产值	占比	产值	占比	
美洲	33	3.9%	34	3.9%	2.5%
欧洲	21	2.5%	22	2.5%	2.6%
日本	77	9.1%	81	9.2%	4.8%
中国大陆	457	54.1%	477	54.0%	4.3%
亚洲 (除中国 大陆、日本)	257	30.4%	269	30.4%	4.8%
总计	845	100.0%	883	100.0%	19%

资料来源: Prisma, 华安证券研究所

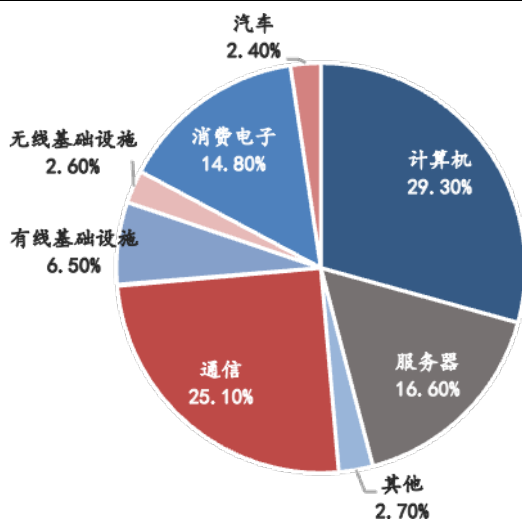
图表 11 2014-2022 年中国 PCB 产值及增量情况预计



资料来源: Prisma, 华安证券研究所

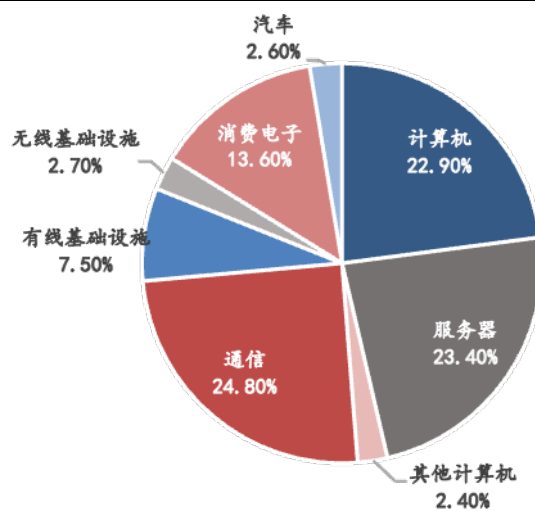
载板市场和基础半导体市场密切相关。据 Prisma 数据, 载板下游应用主要为计算机、通信、消费电子、服务器四大领域, 其中 2021 年计算机和通信占比较大, 约为 54.4%。2021 年, 全球载板行业增长强劲, 2021 年价值增长 39%, 达到 142 亿美元, 其中计算机、服务器和汽车电子的载板应用需求表现较强。其中, 根据 Prisma 预测, 服务器和汽车电子的载板应用在 2021-2026 的复合增速较快, 分别为 16.4%和 10.7%。汽车电子主要由于汽车智能化和新能源汽车的观念在消费者中进一步普及, 新能源汽车快速发展, 使得其发展较快。

图表 12 2021E 封装基板下游应用分布 (%) - 合计 142 亿美元



资料来源: Prisma, 华安证券研究所

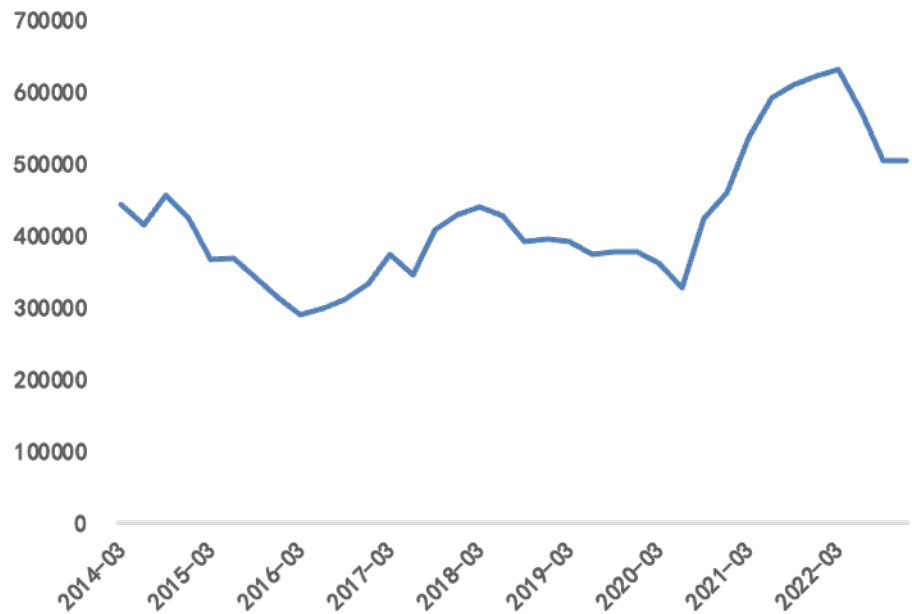
图表 13 2026F 封装基板下游应用分布 (%) - 合计 214 亿美元



资料来源: Prisma, 华安证券研究所

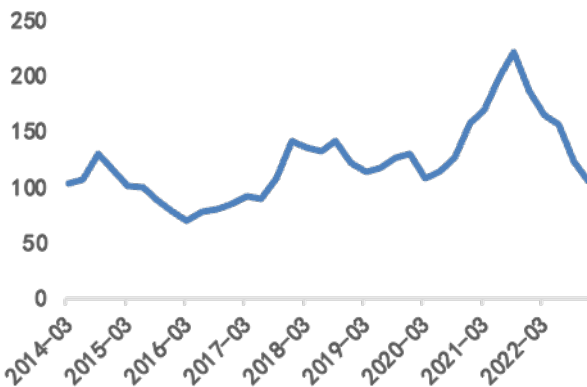
覆铜板的主要原材料为铜箔、玻璃纤维布、树脂等。随着上游主要原材料进入下行通道, 覆铜板价格及毛利率有所增加, 而 PCB 需求转弱进一步压制盈利能力。伴随海外通胀得到控制, 消费信心回暖, 和库存调整即将结束, 需求端将逐步恢复。同时, 上游原材料玻纤布、环氧树脂价格均处于历史低位, 后续下降空间有限。公司毛利率有望在 23H1 触底。

图表 14 LME 铜价(美元/吨)



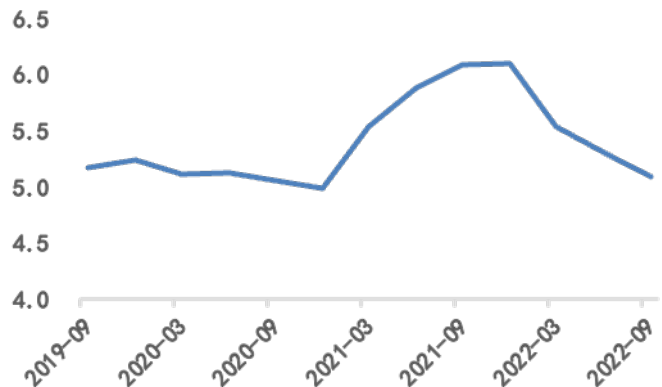
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 环氧树脂(E-51) (万元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 电子级玻璃纤维布平均售价(元/米)

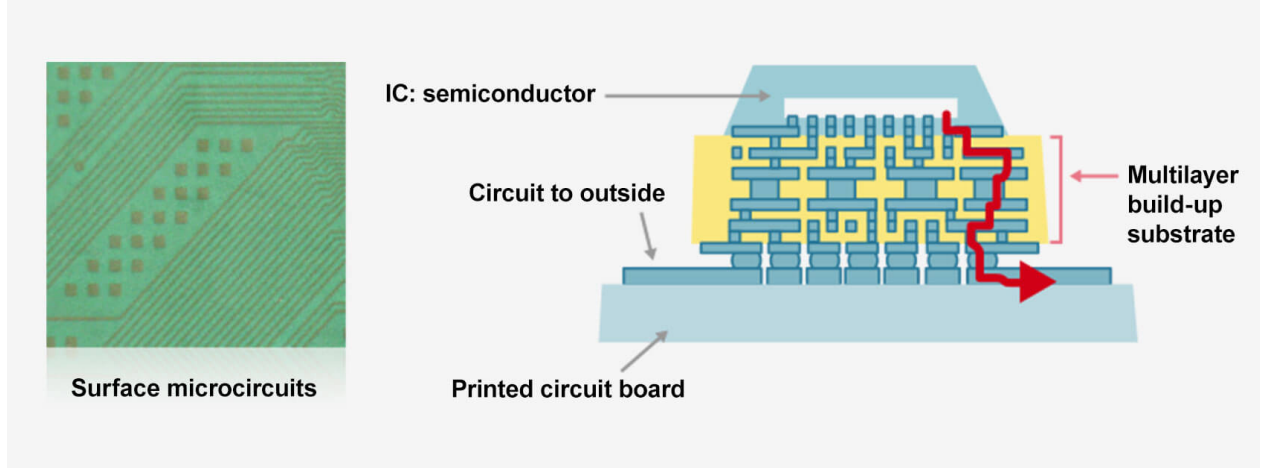


资料来源: 宏和科技, 华安证券研究所

2.2 布局 CBF 积层绝缘膜市场, 有望打破日本味之素 ABF 膜垄断

味之素 ABF (Ajinomoto Build-up Film), 又称味之素堆积膜, 是一种用合成树脂类材料做成的薄膜, 是芯片制造过程中必不可少的材料, 具有很好的绝缘性。芯片的内部是由密密麻麻的晶体管构成, 它们之间通过电路进行连接。这些线路之间需要相互隔绝, 确保互不干涉且正常运行。在 ABF 出现之前, 使用传统的液体绝缘材料, 需要等待液体干透之后进行下一步。传统的绝缘材料费时费力, 出错率较高。ABF 相较于传统的液体绝缘材料, 可以形成薄膜状绝缘物质, 便于使用, 极大提升生产效率, 覆盖压合即可。

图表 17 ABF 膜示意图



资料来源：味之素官网，华安证券研究所

ABF 薄膜是 ABF 载板最重要的上游材料之一，目前日本味之素公司市占率高达 98%。根据 QYR 的统计与预测，2022 年全球 ABF 薄膜市场规模约 29 亿元，预计未来将持续保持平稳增长的态势，到 2029 年市场规模将接近 45 亿元，未来六年 CAGR 为 6.5%。同时，ABF 薄膜已经成为半导体先进封装 FCBGA 的标配。根据简乐尚博的统计与预测，2022 年全球 FC BGA 载板市场规模约 284 亿元，预计未来将持续保持平稳增长的态势，到 2029 年市场规模将接近 424 亿元，未来六年 CAGR 为 5.6%。另一方面，3 月美国与日本、荷兰达成一致，限制向中国出口制造先进半导体所需的设备，在尖端半导体领域，与中国之间的分裂将变得明显，进一步增加了对于供应链安全的忧虑。我国半导体行业，企业面临着上游原材料供应不足，库存压力增大等问题。加之 ABF 薄膜基本被日本味之素垄断，在国产封装基板上形成了“卡脖子”现象，国产替代需求紧迫。

为进一步解决封装基板原材料的垄断问题，积极布局 IC 封装载板电子材料，公司通过联合科研院所、产业链技术合作等方式，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、芯片粘接、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。

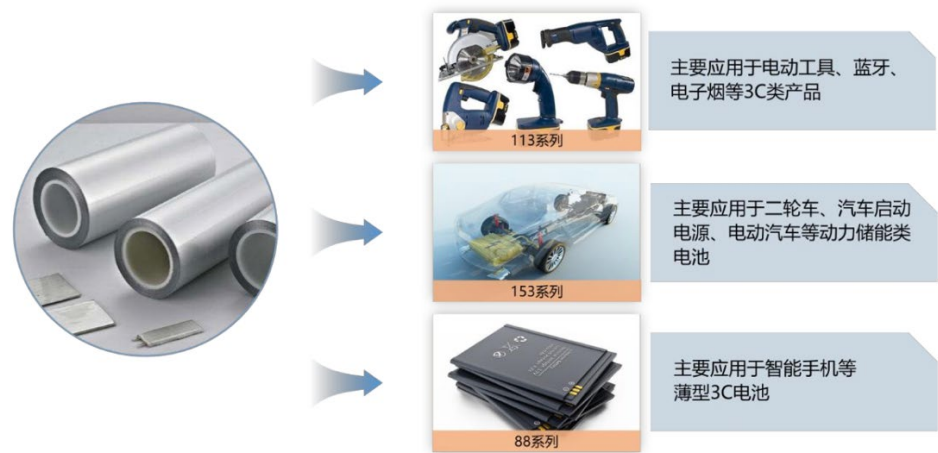
CBF 积层绝缘膜(对标味之素 ABF 膜，C 是 created)，是公司与深圳先进电子材料国际创新研究院合作开发的半导体封装材料。CBF 积层绝缘膜是国内亟需进口替代的材料，该材料是在 BT 封装材料基础上的升级的材料，具有良好的介电性能、热膨胀系数、剥离强度、绝缘性能和可加工性能。同时，载板市场空间广阔，先进封装带动绝缘膜需求持续增长。根据华经情报局预测，2021 年全球 ABF 载板行业市场规模达到 43.68 亿美元，预计 2028 年市场规模达到 65.29 亿美元，2022-2028 年全球 ABF 载板市场规模复合增长率为 5.56%。同时，根据 Prismark 预测，全球封装基板市场在 2021-2026 年以 8.3% 的复合增长率增长至 214.35 亿美元。中国作为全球重要的封装市场，在持续增长的背景下，先进封装将推动 CBF 膜的需求的增加。根据 2022 年报，公司已开发多款高可靠性、低 CTE、高 Tg 以及低 Df 的 CBF 积层绝缘膜，形成系列产品，并在重要终端客户及下游客户中开展验证，并已经取得阶段性良好成果。公司作为国内 CBF 绝缘膜产业的先行者，有望充分受益。

2.3 铝塑膜：乘新能源东风，锂电池行业需求旺盛

铝塑膜是锂电池软包不可或缺的封装膜材。铝塑膜是一种由表层（ON）、中间铝箔层（AL）、内层热封层（一般采用流延聚丙烯薄膜 CPP）构成的复合材料，是软包装锂电池电芯封装的关键材料。其中，最外层通常为尼龙层或 PET 与尼龙的复合层，主要起防污染、耐腐蚀及防止外力损伤的保护功能；中间铝箔层为基体材料，起防水、阻隔作用及产品形态成型；聚丙烯为热封层，主要作用是封口粘接，并起到将铝层与电芯隔开，防止包装的电解质泄露而腐蚀铝箔；粘合剂或粘合树脂复合层主要起到层间强联接作用。与硬壳电池相比，具有重量轻、内阻小、设计灵活等优点，具有极高的阻隔性、良好的冷冲压成型性、耐穿刺性、耐电解液稳定性、耐高温性、绝缘性等，起到保护内部电芯材料的作用。

铝塑膜主要应用于 3C 数码、动力、储能等领域，公司产品明细规格按照产品厚度大致分为 113 系列、153 系列、88 系列。

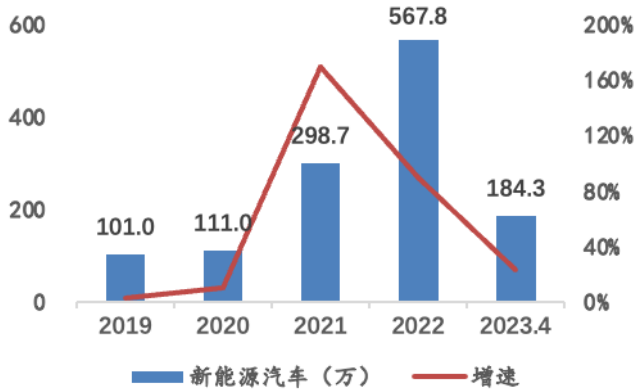
图表 18 铝塑膜主要应用场景



资料来源：公司年报，华安证券研究所

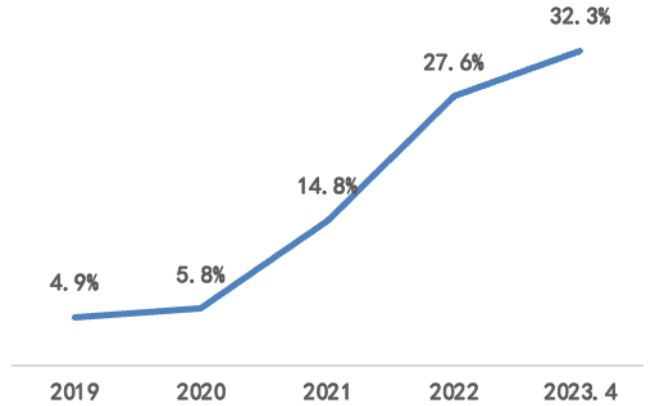
锂电池行业需求旺盛，公司增资铝塑膜扩产项目。据 GGII 数据，2022 年中国锂电池用铝塑膜需求量有望超 2 亿平米，同比增长将超 40%；同时铝塑膜国产化率在逐步上升，2022 年国产化率有望超过 60%，而在 2020 年铝塑膜国产化率不足 30%。同时，动力电池领域，近 5 年新能源汽车销量大幅增长，2022 年达到 567.8 万辆，2023 年 4 月新能源汽车零售 52.7 万辆，今年累计零售 184.3 万辆。据乘联会预测，2023 年新能源汽车销量或将突破 850 万辆，增长率约为 23%。新能源汽车渗透率 2022 年达到 27.6%，23 年 4 月达到 32.3%，任然有较大的市场空间。此外，储能市场增速较快，根据 GGII 的统计与预测，2023 年 1-2 月 33 个中标项目规模已超 5.56GWh。相较去年同期，储能中标规模增长超 10 倍。未来三年，储能领域的复合增速将超过 70%。其中 2023 年储能将迎来高速发展期，全球装机量将逼近 200GWh，预计是 2022 年的 2 倍。基于对新能源汽车、储能等产业的信心，公司于 2021 年 5 月公告，拟使用自有资金 1.4 亿元向子公司华正能源进行增资，主要用于建设年产 3600 万平方米铝塑膜扩产项目，该项目目前处于试生产阶段和客户验厂阶段。

图表 19 国内新能源汽车销量(万辆)



资料来源：乘联会，华安证券研究所

图表 20 国内新能源汽车渗透率



资料来源：乘联会，华安证券研究所

此外，半固态电池和固态电池作为下一代电池重要的研发方向，产业化进程也在不断提速。为进一步加大研发投入和工艺开发，公司积极开展市场布局，在高端消费电子、轻动力、储能等领域实现规模销售，并与头部动力电池厂商展开测试和应用开发合作，共同研究固态电池及半固态电池应用场景，为铝塑膜带来可观的增量空间。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设 1：覆铜板业务。需求端：PCB 及 CCL 行业 23Q1 处于反复磨底阶段，需求企稳、大周期向上或将出现在 23Q2 及以后（PCB 和半导体大周期相似，持续三年左右，21Q3 为本轮周期高点），行业部分低端产品价格已降至盈亏平衡点附近，进一步下降空间不大。成本端：受海外冲突等事件影响，铜箔等大宗商品 22 年维持高位，挤压覆铜板公司盈利能力。随着全球通胀缓解、树脂等供应稳定，我们认为 23 年上游成本端压力或将有所改善。另一方面，随着扩产计划有序进行，公司覆铜板产能将得到大幅提升。此外，我们预计随着 CBF 未来的逐渐放量，将提升公司覆铜板业务的盈利质量。预计 23-25 年，覆铜板业务增速 8.61%、40.17%、28.87%，收入分别为 27.06 亿元 /37.93 亿元 /48.88 亿元，对应毛利率为 11.00%/12.50%/14.00%。

关键假设 2：交通物流用复合材料、导热材料、绝缘材料业务。公司在该领域深耕多年，各项指标保持稳定，预计 23-25 年，交通物流用复合材料增速 20%、20%、20%，收入分别为 4.08 亿元 /4.89 亿元 /5.87 亿元，对应毛利率为 16.00%/16.00%/16.00%；导热材料业务增速 5%、5%、5%，收入分别为 2.00 亿元 /2.10 亿元 /2.2 亿元，对应毛利率为 16.00%/16.00%/16.00%；绝缘材料业务增速 5%、5%、5%，收入分别为 2.03 亿元 /2.13 亿元 /2.23 亿元，对应毛利率为 30.00%/30.00%/30.00%。

关键假设 3：其他业务。公司铝塑膜业务归属于其他业务，受益于铝塑膜业务的扩产，其他业务增速将大幅上升，且随着铝塑膜产品逐步放量、生产工艺日渐成熟，

该项业务毛利率水平也将显著提升。预计 23-25 年，增速 140.85%/58.48%/36.90%，收入分别为 1.71 亿元/2.71 亿元/3.71 亿元，对应毛利率为 5.00%/15.00%/20.00%。

图表 21 2022 年-2025 年公司业绩拆分及盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
覆铜板				
营业收入 (百万元)	2,491.68	2,706.20	3,793.20	4,888.40
YoY		8.61%	40.17%	28.87%
营业成本	2,239.24	2,408.52	3,319.05	4,204.02
毛利率	10.13%	11.00%	12.50%	14.00%
交通物流用复合材料 (热塑性蜂窝板)				
营业收入 (百万元)	339.69	407.63	489.15	586.98
YoY		20.00%	20.00%	20.00%
营业成本	287.99	342.41	410.89	493.07
毛利率	15.22%	16.00%	16.00%	16.00%
导热材料				
营业收入 (百万元)	190.19	199.70	209.68	220.17
YoY		5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	160.95	167.75	176.13	184.94
毛利率	15.38%	16.00%	16.00%	16.00%
绝缘材料				
营业收入 (百万元)	192.95	202.60	212.73	223.36
YoY		5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	135.20	141.82	148.91	156.35
毛利率	29.93%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务				
其他主营业务	71.00	171.00	271.00	371.00
YoY		140.85%	58.48%	36.90%
营业成本	35.60	162.45	230.35	296.80
毛利率	50%	5.00%	15.00%	20.00%
合计 (百万元)				
主营业务收入	3,285.51	3,687.13	4,975.77	6,289.92
YoY		12.22%	34.95%	26.41%
销售成本	2,858.98	3,222.94	4,285.33	5,335.19
毛利率	12.98%	12.59%	13.88%	15.18%

资料来源：华安证券研究所测算

3.2 公司估值

公司主营产品为覆铜板，因此我们选取国内主要覆铜板企业生益科技、南亚新材进行对比，2023 年可比公司 PE 均值为 25.54 倍。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 0.66、2.88、6.14 亿元，对应市盈率为 62.41、14.36、6.73 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 22 公司可比公司估值

证券代码	证券简称	可比公司业务情况	PE (一致预测值)		
			2023E	2024E	2025E
600183.SH	生益科技	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。	17.49	13.34	11.33
688519.SH	南亚新材	公司是一家专业从事覆铜箔板设计、制造和销售的沪港合资企业。	33.59	12.94	5.94
平均值			25.54	13.14	8.64

资料来源: wind, 华安证券研究所

风险提示:

产能投放不及预期、下游需求不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2753	2323	3485	3690	营业收入	3286	3687	4976	6290
现金	549	23	-220	-264	营业成本	2859	3223	4285	5335
应收账款	1353	1377	2349	2424	营业税金及附加	14	14	19	25
其他应收款	14	17	25	28	销售费用	79	86	116	148
预付账款	10	14	18	22	管理费用	113	122	163	208
存货	442	431	736	736	财务费用	28	65	73	77
其他流动资产	386	461	576	743	资产减值损失	-8	0	0	0
非流动资产	2887	3370	3875	4310	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-9	-1	-4	-6
固定资产	1931	2335	2750	3133	营业利润	8	20	101	214
无形资产	265	304	345	388	营业外收入	3	8	10	12
其他非流动资产	692	730	780	789	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	5640	5693	7360	8000	利润总额	10	28	111	226
流动负债	2759	2753	4110	4088	所得税	-31	-43	-198	-436
短期借款	873	930	978	1006	净利润	41	70	309	663
应付账款	774	685	1277	1199	少数股东损益	5	4	21	48
其他流动负债	1112	1138	1856	1884	归属母公司净利润	36	66	288	614
非流动负债	1184	1184	1184	1184	EBITDA	160	313	451	616
长期借款	505	505	505	505	EPS (元)	0.25	0.47	2.03	4.32
其他非流动负债	680	680	680	680					
负债合计	3943	3937	5295	5273					
少数股东权益	18	22	43	91					
股本	142	142	142	142					
资本公积	793	793	793	793					
留存收益	744	799	1087	1701					
归属母公司股东权益	1679	1734	2022	2636					
负债和股东权益	5640	5693	7360	8000					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	388	211	555	751	成长能力				
净利润	41	70	309	663	营业收入	-9.2%	12.2%	34.9%	26.4%
折旧摊销	117	227	274	319	营业利润	-96.9%	148.3%	406.2%	112.9%
财务费用	42	71	73	75	归属于母公司净利	-84.9%	83.5%	334.7%	113.3%
投资损失	9	1	4	6	获利能力				
营运资金变动	202	-150	-95	-299	毛利率 (%)	13.0%	12.6%	13.9%	15.2%
其他经营现金流	-184	212	394	949	净利率 (%)	1.1%	1.8%	5.8%	9.8%
投资活动现金流	-564	-712	-773	-747	ROE (%)	2.1%	3.8%	14.2%	23.3%
资本支出	-554	-701	-770	-743	ROIC (%)	4.8%	5.7%	11.9%	18.0%
长期投资	0	0	1	1	偿债能力				
其他投资现金流	-10	-11	-4	-6	资产负债率 (%)	69.9%	69.2%	71.9%	65.9%
筹资活动现金流	308	-26	-24	-48	净负债比率 (%)	232.4%	224.2%	256.4%	193.3%
短期借款	-96	57	49	27	流动比率	1.00	0.84	0.85	0.90
长期借款	4	0	0	0	速动比率	0.82	0.67	0.65	0.71
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-1	0	0	0	总资产周转率	0.61	0.65	0.76	0.82
其他筹资现金流	401	-82	-73	-75	应收账款周转率	2.42	2.70	2.67	2.64
现金净增加额	135	-527	-242	-44	应付账款周转率	3.96	4.42	4.37	4.31

每股指标 (元)				
每股收益	0.25	0.47	2.03	4.32
每股经营现金流	2.73	1.49	3.91	5.29
每股净资产	11.82	12.21	14.24	18.56

估值比率				
P/E	90.48	62.41	14.36	6.73
P/B	1.91	2.38	2.04	1.57
EV/EBITDA	29.06	19.64	14.26	10.56

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。