

行业周期见底，高速覆铜板弹性可期

投资要点

- **业绩总结:** 2023年一季度,公司实现收入7.0亿元,同比下降26.7%,实现归母净利润-0.1亿元,同比下降113.1%。
- **营收与利润端短期承压,上游原材料价格上涨为主要原因。** 2023年一季度: 1) 营收端,公司实现收入7.0亿元,同比下降26.7%。2) 利润端,公司实现归母净利润-0.1亿元,同比下降113.1%。公司2023年一季度毛利率为9.1%,同比下降5.4pp;净利率为-1.3%,同比下降8.8pp。3) 费用端上,公司销售费用率为1.1%,同比保持稳定;管理费用率为2.7%,同比上升0.6pp;研发费用率为7.7%,同比上升1.5pp。
- **宏观经济拖累业绩承压,行业周期见底拐点将至。** 公司覆铜板业务2022年实现收入29.9亿元,同比下降9.4%,毛利率4.1%,同比大幅下降13.6pp。1) 利润方面: 覆铜板业务毛利率大幅下跌主要因全球宏观经济疲软,覆铜板订单在22Q2大幅下滑,行业稼动率下行致使主要厂商开始被迫价格战;2) 周期位置: 根据我们的产业调研,随22Q4海外黑五与春节需求的催化,下游PCB行业整体库存去化完成,下游逐步进入被动补库存阶段,行业稼动率有所恢复。随着22Q4-23Q1期间覆铜板行业开始小幅度涨价传导成本压力,我们认为行业已开始传递出周期上行前的信号,未来需求端的恢复将带动行业收入与利润的修复。
- **江西工厂产能充足,关注未来高速覆铜板产能弹性。** 公司2022年底N5工厂投产,设计产能达320万张/月,未来N6厂有望年内实现投产,设计产能120万张/月,完全释放后产能有望增长62.5%。公司目前在高速材料层面进展较快,NOUYA8产品已完成开发,目前在多家PCB与终端客户中进行认证,未来伴随服务器需求起量,公司高速产品有望贡献较高的收入与利润弹性。
- **加强品类布局,持续推动产品向高端化领域布局。** 公司积极拓展产品品类,将产品布局向高端领域稳步拓展,加速开发可用于高耐压、高MOT功放领域、AiP封装领域的低CTE低介电、LED领域的黑色覆铜板、射频通讯领域的Ultra-low型覆铜板等,高端产品在下游客户项目中正积极导入验证中,未来有望持续推动公司业绩增长。
- **盈利预测与投资建议:** 公司无卤覆铜板领域销量全国领先,高速覆铜板产品基本实现进口产品替代,未来成长空间较强。我们给予公司2023年32倍PE,对应市值55.9亿元,对应目标价23.68元,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨,下游需求衰退,产品研发进度不及预期等风险。

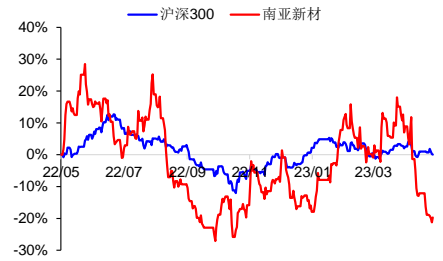
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3778.21	4121.68	5050.04	6104.35
增长率	-10.19%	9.09%	22.52%	20.88%
归属母公司净利润(百万元)	44.89	174.54	422.15	829.95
增长率	-88.76%	288.85%	141.87%	96.60%
每股收益EPS(元)	0.19	0.74	1.80	3.54
净资产收益率ROE	1.68%	6.14%	13.05%	20.83%
PE	103.19	26.54	10.97	5.58
PB	1.73	1.63	1.43	1.16

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	2.35
流通A股(亿股)	0.92
52周内股价区间(元)	18.33-32.30
总市值(亿元)	47.37
总资产(亿元)	48.15
每股净资产(元)	11.38

相关研究

1 内资覆铜板行业领先企业，持续布局高端产品

南亚新材成立于 2000 年，主要从事覆铜板和粘结片等复合材料及其制品的设计、研发、生产和销售。覆铜板按照胶系（树脂配方体系）大致可以分为普通板、无铅板、无卤板、高频高速板及其他覆铜板等产品，下游被广泛应用于消费电子、计算机、通讯、汽车电子、航空航天和工业控制等终端领域。经过二十多年的发展，公司已逐步追上外资领先厂商的技术水准，在中高端产品上实现了进口替代，公司已与健鼎集团、奥士康、景旺电子、广东骏亚、五株集团、瀚宇博德、深南电路等知名 PCB 厂商建立了长期良好的合作关系。

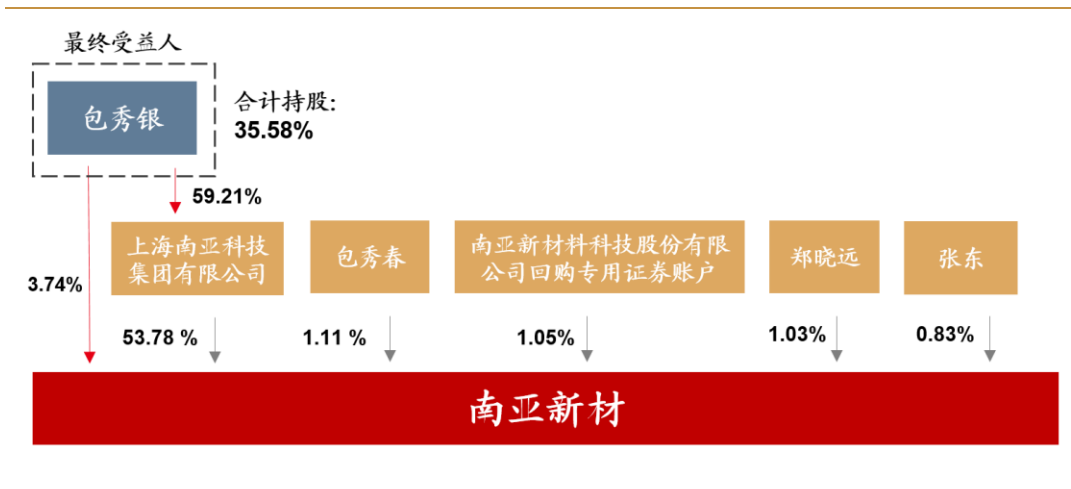
表 1：公司覆铜板产品介绍

类别	型号	产品特点
普通板系列	NY1140、NY1600	家电、电视、电脑、游戏机等
无铅板系列	NY2140、NY2150、NY2150H、NY2170、NY2170H、NY2600	手机、电脑、仪表仪器、汽车电子、光伏等
无卤板系列	NY3150HF、NY3150HC、NY3170HF、NY3170HC	智能终端、笔记本电脑、硬盘、内存、服务器、汽车电子等
高频高速板系列	NOUYA2G+、NOUYA4G+、NOUYA6、NOUYA6G、NOUYA7、NOUYA7+、NOUYA8、NOUYA-L(LOW CTE)、NYHP-5L、NYHP-30、NYHP-5P、NYHP-5P+、NYHP-6A、NYHP-MW、NYHP-55、NYHP-65、NYHP-3A、NY-6IC	核心网、承载网、核心路由、交换机、服务器、光模块、TRx、数据中心、天线、功放、雷达、射频模组等
车用板系列	NY-A1、NY-A2	汽车电子、充电桩；
HDI 板系列	NY3150HFLC、NY3150HF、NY3170HF、NY3170M、NY3170LK、NY3188HF、NY3198HF	手机、平板电脑、SSD、Ultra book、ETC 等

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构集中，积极引入专业管理人才。公司股权结构较为集中，董事长包秀银合计持股 35.58%，实际控制人为共同持有上海南亚科技集团有限公司股份的包秀银、包秀春、周巨芬、包爱芳、包秀良、包爱兰、郑广乐、黄剑克和高海等九名自然人。同时公司积极引入专业管理人才，核心管理层均具有丰富的行业经验。

图 1：公司股权结构



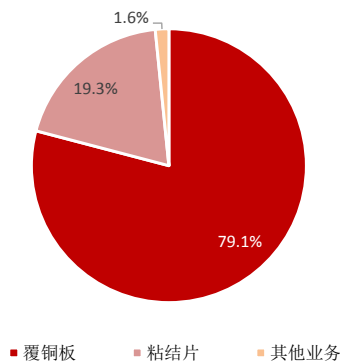
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的主营业务主要包括：覆铜板、粘结片两大业务，具体而言：

从营收结构来看，2022年公司营业总收入为37.8亿元，同比增长-10.2%；具体来看，覆铜板达29.9亿元，同比增长-9.3%，占公司营业收入比重为79.1%，贡献公司主要营收；粘结片实现营业收入7.3亿元，同比增长-14.4%，占公司营业收入比重为19.3%；其他业务达0.6亿元，占公司营业收入1.6%，同比增长3.0%。

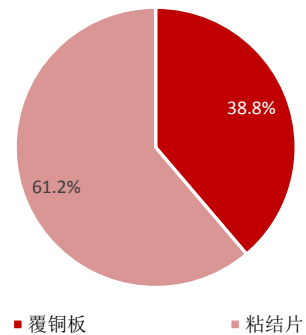
从毛利结构来看，从毛利结构来看，2022年公司毛利率为8.3%，实现毛利3.1亿元，同比下降58.3%。主要业务中，覆铜板毛利率为4.1%，同比下降13.6PP，实现毛利1.2亿元，同比下降79.1%，毛利占比为38.8%；粘结片毛利率为26.3%，同比提升6.5PP，实现毛利1.9亿元，同比增长13.9%，毛利占比为61.2%。

图 2：公司 2022 业务结构



数据来源：Wind, 西南证券整理

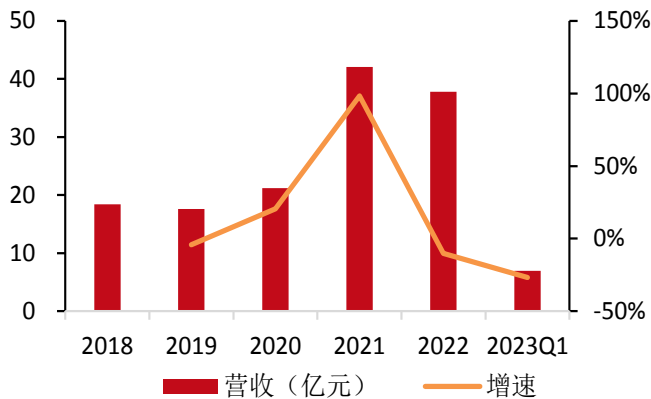
图 3：公司 2022 年主营业务毛利占比



数据来源：Wind, 西南证券整理

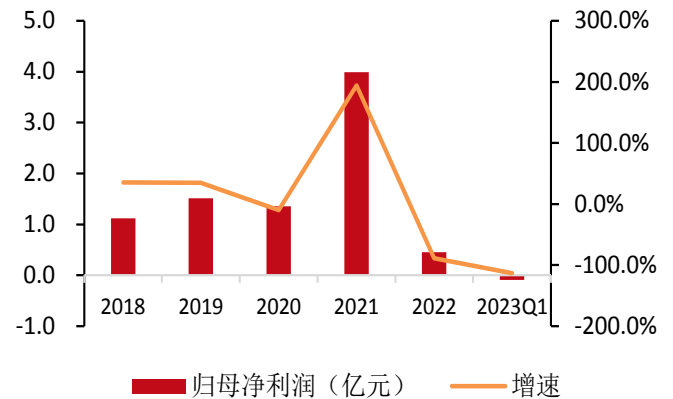
营收受疫情影响短期下滑，利润受通胀影响承压。2018-2022年，公司营业收入由18.4亿元增至37.8亿元，期间四年复合增速达19.8%。其中2022年公司营业收入达37.8亿元，同比下降10.2%。从利润端来看，2022年公司归母净利润为0.4亿元，同比下降88.8%。2023年一季度，公司营收达7.0亿元，同比下降26.7%，归母净利润为-0.1亿元，同比下降113.1%。

图 4：公司 2018-2023Q1 营业收入



数据来源：公司公告, 西南证券整理

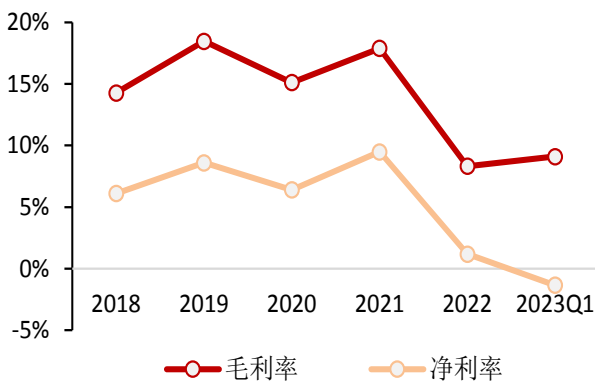
图 5：公司 2018-2023Q1 归母净利润



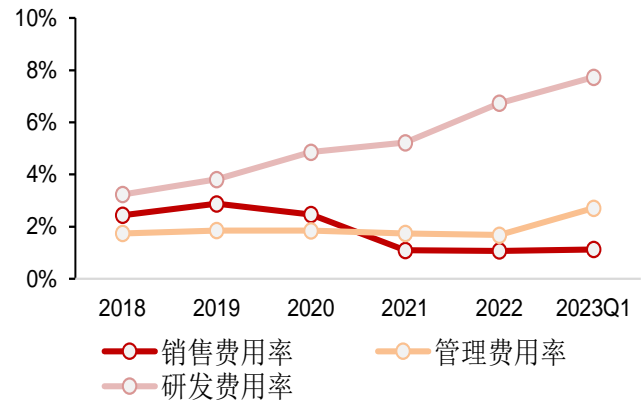
数据来源：公司公告, 西南证券整理

利润率受原材料上涨影响，研发费用率持续提升。1) 利润率方面：2018-2022 年公司毛利率在 8.3%至 18.5%间波动，2022 年公司毛利率为 8.3%，较去年同期下降 9.6pp；同期间，公司 2022 年净利率为 1.2%，同比下降 8.3pp。2023 年一季度，公司毛利率为 9.1%，较去年同期下降 5.4pp；净利率为-1.3%，较去年同期下降 8.8pp。

2) 费用率方面：2022 年公司销售费用率为 2.4%，较上年保持稳定；同期间，公司管理费用率为 1.7%，同比下降 0.1PP；2022 年研发费用率为 6.7%，较去年同期上升 1.5PP。2023 年一季度，公司销售费用率为 1.1%，较上年同期保持稳定；管理费用率为 2.7%，同比上升 0.6PP；研发费用率为 7.7%，同比上升 1.5PP。

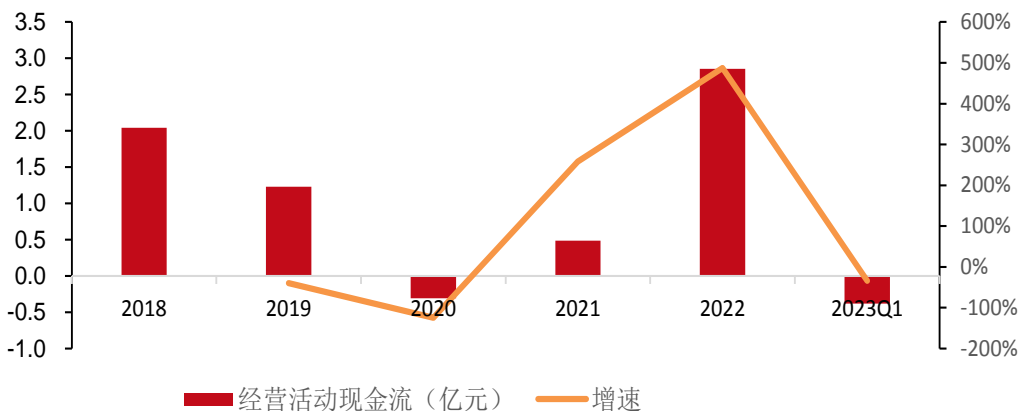
图 6：公司 2018-2023Q1 毛利率和净利率


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：公司 2018-2023Q1 年费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

外部需求欠佳，营收下滑致使现金流承压。2018-2022 年，公司经营活动现金流净额在 -0.4 亿元至 2.9 亿元之间波动，2022 年公司经营活动现金流净额为 2.9 亿元，同比下降 487.3%，主要因为外部需求下滑，公司营收承压；2023 年一季度公司经营活动现金流为-0.4 亿元。

图 8：公司 2015-2023Q1 年经营活动现金流情况


数据来源：公司公告, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：覆铜板行业 2023Q1 受 PCB 稼动率不足而承压，我们预计随行业下游库存去化完毕，Q2-Q3 下游 PCB 行业订单有望回暖，产品价格将逐步企稳，下半年量价有望恢复增长。基于此我们假设公司覆铜板 2023-2025 年期间出货量同比增长 9.5% / 22.0% / 20.0%，价格同比变动-0.7% / +2.0% / +2.3%。

假设 2：粘结片为覆铜板原材料产品，我们预计公司粘结片业务增长与覆铜板业务保持相同趋势，2023-2025 年期间出货量分别同比增长 10.0% / 15.0% / 13.4%，价格分别上涨 0.5% / 0.5% / 0.4%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
覆铜箔板	收入	2987.5	3247.4	4043.0	4964.8
	增速	-9.4%	8.7%	24.5%	22.8%
	毛利率	4.1%	8.0%	10.5%	13.0%
粘结片	收入	731.6	809.1	935.4	1060.7
	增速	-14.2%	10.6%	15.6%	13.4%
	毛利率	26.3%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务	收入	59.2	65.1	71.6	78.8
	增速	1.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-0.1%	3.0%	5.0%	5.5%
合计	收入	3778.3	4121.7	5050.0	6104.4
	增速	-10.2%	9.1%	22.5%	20.9%
	毛利率	8.3%	11.3%	13.1%	15.0%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取了行业中与南亚新材业务模式相近的两家公司，2023 年两家公司的平均 PE 为 27 倍。考虑到公司在无卤覆铜板领域销量已达到全球第九，大陆第三，并且高速覆铜板产品基本实现对进口产品替代，未来成长空间较强，我们认为公司未来业绩成长性强于国内可比公司。基于以上原因，我们认为公司应具备一定估值溢价，给予公司 2023 年 32 倍 PE，对应市值 55.9 亿元，对应目标价 23.68 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600183.SH	生益科技	14.96	0.66	0.86	1.13	1.32	21.90	17.43	13.30	11.30
603186.SH	华正新材	27.75	0.25	0.74	1.78	2.65	89.04	37.41	15.62	10.48
平均值							55.47	27.42	14.46	10.89

数据来源：Wind，西南证券整理，截至2023.05.11

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3778.21	4121.68	5050.04	6104.35	净利润	44.89	174.54	422.15	829.95
营业成本	3464.14	3657.65	4388.09	5189.41	折旧与摊销	86.43	82.91	82.91	82.91
营业税金及附加	9.38	10.23	12.53	15.15	财务费用	-5.25	-0.12	-0.16	0.25
销售费用	40.66	62.43	75.68	81.40	资产减值损失	-12.95	-5.76	-6.74	-8.49
管理费用	318.12	327.74	411.29	526.57	经营营运资本变动	178.41	-136.15	-211.18	-332.21
财务费用	-5.25	-0.12	-0.16	0.25	其他	-6.16	4.05	9.82	14.16
资产减值损失	-12.95	-5.76	-6.74	-8.49	经营活动现金流净额	285.36	119.46	296.79	586.57
投资收益	6.59	0.00	0.00	0.00	资本支出	-489.53	-327.80	-468.50	-468.20
公允价值变动损益	-3.03	-2.28	0.00	-2.28	其他	379.70	-2.28	0.00	-2.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-109.84	-330.08	-468.50	-470.48
营业利润	11.80	67.24	169.33	297.77	短期借款	87.05	-138.78	218.02	6.60
其他非经营损益	0.85	31.30	35.02	39.33	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	12.65	98.54	204.34	337.10	股权融资	11.18	0.00	0.00	0.00
所得税	-32.24	-76.00	-217.80	-492.84	支付股利	-57.08	-7.92	-31.86	-79.81
净利润	44.89	174.54	422.15	829.95	其他	-456.84	57.65	78.37	62.55
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-415.68	-89.05	264.54	-10.65
归属母公司股东净利润	44.89	174.54	422.15	829.95	现金流量净额	-239.49	-299.67	92.84	105.43
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	711.84	412.17	505.00	610.44	成长能力				
应收和预付款项	2008.08	2205.72	2709.38	3266.61	销售收入增长率	-10.19%	9.09%	22.52%	20.88%
存货	398.64	440.56	518.21	617.18	营业利润增长率	-97.41%	469.89%	151.84%	75.85%
其他流动资产	80.89	66.30	59.64	76.63	净利润增长率	-88.76%	288.85%	141.87%	96.60%
长期股权投资	1.00	1.00	1.00	1.00	EBITDA 增长率	-81.91%	61.37%	68.03%	51.11%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1501.18	1752.60	2144.73	2536.55	毛利率	8.31%	11.26%	13.11%	14.99%
无形资产和开发支出	51.11	44.68	38.26	31.83	三费率	9.36%	9.46%	9.64%	9.96%
其他非流动资产	136.24	136.13	136.02	135.90	净利率	1.19%	4.23%	8.36%	13.60%
资产总计	4888.97	5059.16	6112.23	7276.13	ROE	1.68%	6.14%	13.05%	20.83%
短期借款	387.33	248.55	466.57	473.18	ROA	0.92%	3.45%	6.91%	11.41%
应付和预收款项	1044.38	1162.04	1411.16	1636.69	ROIC	0.93%	4.28%	10.72%	18.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	2.46%	3.64%	4.99%	6.24%
其他负债	780.42	805.12	1000.75	1182.39	营运能力				
负债合计	2212.13	2215.70	2878.48	3292.25	总资产周转率	0.76	0.83	0.90	0.91
股本	234.75	234.75	234.75	234.75	固定资产周转率	4.25	3.70	4.87	6.35
资本公积	1950.45	1950.45	1950.45	1950.45	应收账款周转率	2.37	2.56	2.71	2.69
留存收益	771.60	938.21	1328.50	2078.64	存货周转率	8.57	8.51	9.01	9.01
归属母公司股东权益	2676.84	2843.46	3233.75	3983.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	57.06%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2676.84	2843.46	3233.75	3983.88	资产负债率	45.25%	43.80%	47.09%	45.25%
负债和股东权益合计	4888.97	5059.16	6112.23	7276.13	带息债务/总负债	17.51%	11.22%	16.21%	14.37%
					流动比率	1.62	1.63	1.52	1.60
					速动比率	1.42	1.40	1.31	1.39
					股利支付率	127.16%	4.54%	7.55%	9.62%
					每股指标				
					每股收益	0.19	0.74	1.80	3.54
					每股净资产	11.40	12.11	13.78	16.97
					每股经营现金	1.22	0.51	1.26	2.50
					每股股利	0.24	0.03	0.14	0.34
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	92.97	150.03	252.09	380.94					
PE	103.19	26.54	10.97	5.58					
PB	1.73	1.63	1.43	1.16					
PS	1.23	1.12	0.92	0.76					
EV/EBITDA	44.91	28.88	17.68	11.44					
股息率	1.23%	0.17%	0.69%	1.72%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	