



# 印制电路板行业：台资覆铜板 复盘：高阶化升级 内资接力 下个十年



中国台湾覆铜板厂商成长史复盘：产业转移的两个阶段我们借由复盘台资厂商的历史，探索内资覆铜板厂商的未来发展路径。全球领先的三大台资民营覆铜板厂商台光电子、联茂、台耀成立于 1990 年代，初期工厂总部设立于中国台湾，20 世纪初开始布局大陆，在江苏昆山、广东中山及东莞等地设立工厂。台资厂商可大致分为两个成长阶段：（1）第一阶段（2005-2013 年）产业配套期：成长由“量”驱动，三大厂商呈现的特征是营业收入与利润增长基本匹配，股价年涨幅 6.8% 低于净利润 CAGR=16.5%，估值因价格周期波动而受到压制；（2）第二阶段（2013-2020 年）产品高端化转型期：成长由“质”驱动，产品向高阶化升级，推动厂商利润率提升，净利润 CAGR=31.1% 远超营业收入 CAGR=9.0%，股价年复合涨幅 26.9% 与利润年复合增长基本匹配，估值稳定。台资厂商向高阶化发展的过程中，成长超越周期，第二阶段明显跑赢第一阶段。

内资覆铜板：站在内资 PCB 的肩膀上，拉开转型帷幕下游内资 PCB 产业未出现外迁风险且仍处于扩张期，内资覆铜板厂商凭借自有资金积累及融资等方式扩张产能并实现本土化配套，我们测算 2021-2023 年四家内资厂商产能同比增速实现 10.8%/16.9%/13.1%，相较于 2018-2020 年产能供给增速加快。内资厂商人均创收与人均创利不断追赶台系厂商而且新厂的制费成本下降，有望凭借效率优化及制费成本管控等方式取得下游扩张的增量市场份额。

内资覆铜板厂商在扩张的过程中，亦在积极向高阶化转型，高频高速低介质损耗型、IC 封装基板类、高散热/耐热类等细分高端领域对标海外，第二阶段与第一阶段分界线模糊。其中，龙头厂商生益科技率先步入第二阶段，通过高端材料平台化布局及产品结构调整，实现覆铜板均价及单平米毛利的螺旋式上升。

内资厂商未来演绎：第二阶段提前开启，估值中枢分化内资厂商或将产生分化，率先进入第二阶段的厂商 ROE 与估值呈现平稳向上。

内资厂商形成“一超多强”的格局，将形成三个梯队对应不同的成长阶段：（1）生益科技：率先迈入第二阶段，ROE 受到净利率的牵引持续平稳向上，生益科技未来的估值有望对标材料平台型公司，长期上升并稳定在 30 倍 PE；（2）南亚新材、华正新材：配套扩产与产品升级同步进行，ROE 围绕历史中枢波动；（3）金安国纪：价格是影响净利率的主要矛盾，ROE 呈现宽幅波动。

### 投资建议

内资覆铜板厂商进入高阶产品迭代带来的成长新阶段，建议关注率先走出高阶产品成长逻辑的生益科技，ROE 上升推动 PE 估值中枢上行；受益标的南亚新材、华正新材，估值围绕中枢波动。

风险提示：内资覆铜板行业扩产导致中低端竞争加剧、下游需求减弱导致价格下跌、上游原材料涨价侵蚀成本

关键词: 涨价 覆铜板

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_28383](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28383)

