

生益科技 (600183.SH) 2023Q1 覆铜板业务稳健，高端产品持续精进

2023年04月30日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
刘翔（分析师）
林承瑜（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

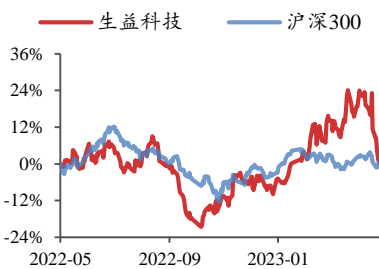
linchengyu@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

证书编号：S0790521090001

日期	2023/4/28
当前股价(元)	16.05
一年最高最低(元)	20.66/12.64
总市值(亿元)	375.26
流通市值(亿元)	375.26
总股本(亿股)	23.38
流通股本(亿股)	23.38
近3个月换手率(%)	57.22

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《覆铜板行业底部显现，公司产品结构升级彰显韧性——公司信息更新报告》-2023.4.1

《2022Q4 覆铜板业务逆势攀升，兑现“调结构”逻辑——公司信息更新报告》-2023.3.2

《2022Q3 行业持续探底，公司保持高开工率——公司信息更新报告》-2022.10.31

● 2023Q1 覆铜板业务稳健，高端产品持续精进，维持“买入”评级

公司发布 2023 年一季报，实现营业收入 37.6 亿元，YoY-21.2%，归母净利润为 2.5 亿元，YoY-48.6%，其中生益电子营业收入为 7.4 亿元，YoY-13.7%，净利润为 -0.04 亿元，YoY-105.4%。公司因生益电子并表的 PCB 业务呈现亏损，环比净利润回落，我们下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 18.1/26.4/35.0（前值为 18.6/27.0/35.6）亿元，当前股价对应 PE 为 20.8/14.2/10.7 倍，因覆铜板价格有望回升，高端覆铜板产品结构占比提升，高速高频、封装基板材料的国产化诉求增强，维持“买入”评级。

● 2023Q1 覆铜板业务归母净利率环比稳健，生益电子亏损导致并表利润下降

公司 2023Q1 归母净利率为 6.6%，其中覆铜板业务贡献利润约为 2.5 亿元，归母净利率 8.3%，环比 2022Q4 提升 0.1 pct，高于 2022Q3 单季度覆铜板业务归母净利率 6.2%，盈利能力优于国内同行，覆铜板行业见底回升。生益电子并表部分，因东城四期厂区全线试生产，固定成本增加，而通信订单尚未回暖导致亏损。由于 2022 年下游持续去库存，导致覆铜板订单需求走弱，价格回落，目前国内市场有望率先复苏且呈现回暖，预计 2023 年下半年公司覆铜板业务价格有望向上。

● 公司高端产品持续布局，新材料研发巩固龙头地位

公司有望在支撑客户结构的完整产品序列基础上，进一步提升高端领域的占比，寻求维护客户关系与高回报利润之间的平衡，同质化产品通过品质取胜，可以维护客户关系，高频高速、封装基板材料等差异化竞争的产品提升利润。公司在产品路线日趋完善的基础上，结合电子产品未来的发展趋势制定技术路线图，在现有的技术平台基础上开发新品类，有望成为终端功能解决方案厂商，在产业链上下游获得议价权。

● **风险提示：**下游需求回暖不及预期、行业竞争加剧、上游原材料大幅涨价、公司产能扩张不及预期、新材料验证不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,274	18,014	20,441	24,499	29,559
YOY(%)	38.0	-11.1	13.5	19.9	20.7
归母净利润(百万元)	2,830	1,531	1,806	2,640	3,497
YOY(%)	68.4	-45.9	18.0	46.2	32.4
毛利率(%)	26.8	22.0	21.7	24.2	25.3
净利率(%)	14.0	8.5	8.8	10.8	11.8
ROE(%)	19.7	10.7	11.5	15.2	17.7
EPS(摊薄/元)	1.21	0.65	0.77	1.13	1.50
P/E(倍)	13.3	24.5	20.8	14.2	10.7
P/B(倍)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14720	14232	21546	23537	30072
现金	2287	3106	6798	8147	9830
应收票据及应收账款	6120	5583	7697	8219	10984
其他应收款	384	168	37	208	87
预付账款	24	24	31	35	45
存货	4520	4084	5716	5660	7858
其他流动资产	1385	1268	1268	1268	1268
非流动资产	9711	10963	11283	12574	13922
长期投资	456	511	521	531	541
固定资产	7071	7866	8559	9850	11133
无形资产	399	399	381	363	345
其他非流动资产	1786	2187	1822	1829	1903
资产总计	24431	25196	32829	36111	43993
流动负债	7253	7377	15002	17304	23380
短期借款	1693	1558	8319	10561	14608
应付票据及应付账款	4107	3676	5189	5101	7126
其他流动负债	1453	2144	1494	1642	1646
非流动负债	2312	2522	1725	1092	448
长期借款	1890	1975	1317	684	40
其他非流动负债	422	547	408	408	408
负债合计	9565	9899	16727	18396	23828
少数股东权益	1770	1798	1835	1889	1960
股本	2312	2327	2338	2338	2338
资本公积	4078	4294	4294	4294	4294
留存收益	6723	6865	7447	8298	9425
归属母公司股东权益	13096	13498	14267	15826	18205
负债和股东权益	24431	25196	32829	36111	43993

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1776	2820	509	3208	2107
净利润	2925	1632	1843	2694	3568
折旧摊销	654	712	677	809	976
财务费用	102	119	185	314	413
投资损失	-36	-25	-14	-15	-14
营运资金变动	-1898	104	-2181	-595	-2836
其他经营现金流	28	278	0	0	0
投资活动现金流	-1880	-1193	-982	-2085	-2310
资本支出	1787	1534	538	1281	1338
长期投资	-91	-36	-10	0	-10
其他投资现金流	-185	306	-454	-804	-982
筹资活动现金流	1398	-648	-3154	-2016	-2162
短期借款	-465	-135	-558	0	0
长期借款	1285	85	-658	-633	-644
普通股增加	21	16	11	0	0
资本公积增加	1282	217	0	0	0
其他筹资现金流	-726	-831	-1949	-1383	-1517
现金净增加额	1287	989	-3627	-893	-2364

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20274	18014	20441	24499	29559
营业成本	14837	14045	15998	18570	22067
营业税金及附加	120	107	123	147	177
营业费用	231	234	231	274	325
管理费用	910	797	899	1078	1301
研发费用	964	943	961	1127	1330
财务费用	102	119	185	314	413
资产减值损失	-155	-111	18	22	27
其他收益	74	96	61	63	70
公允价值变动收益	50	-23	0	0	0
投资净收益	36	25	14	15	14
资产处置收益	225	6	0	0	0
营业利润	3316	1785	2103	3044	4003
营业外收入	6	2	3	6	6
营业外支出	11	14	14	14	14
利润总额	3310	1773	2092	3036	3995
所得税	385	141	249	342	427
净利润	2925	1632	1843	2694	3568
少数股东损益	95	101	37	54	71
归属母公司净利润	2830	1531	1806	2640	3497
EBITDA	4052	2554	2896	4091	5301
EPS(元)	1.21	0.65	0.77	1.13	1.50

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	38.0	-11.1	13.5	19.9	20.7
营业利润(%)	58.6	-46.2	17.8	44.8	31.5
归属于母公司净利润(%)	68.4	-45.9	18.0	46.2	32.4
获利能力					
毛利率(%)	26.8	22.0	21.7	24.2	25.3
净利率(%)	14.0	8.5	8.8	10.8	11.8
ROE(%)	19.7	10.7	11.5	15.2	17.7
ROIC(%)	17.3	9.1	7.9	10.4	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	39.2	39.3	51.0	50.9	54.2
净负债比率(%)	13.6	13.7	23.6	23.0	28.8
流动比率	2.0	1.9	1.4	1.4	1.3
速动比率	1.2	1.2	1.0	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.7	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	4.2	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.21	0.65	0.77	1.13	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.21	0.22	1.37	0.90
每股净资产(最新摊薄)	5.60	5.77	6.10	6.76	7.78
估值比率					
P/E	13.3	24.5	20.8	14.2	10.7
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	10.1	16.2	14.9	10.6	8.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn