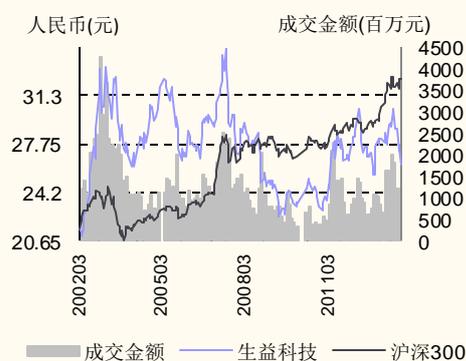


市场价格 (人民币): 26.25 元  
 目标价格 (人民币): 36.20-36.20 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	22.91
已上市流通 A 股(亿股)	22.91
总市值(亿元)	601.34
年内股价最高最低(元)	34.82/21.03
沪深 300 指数	5570
上证指数	3607



常熟二期项目启动，投资节奏匹配行业发展

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,981	13,241	15,553	19,369	23,243
营业收入增长率	11.44%	10.52%	17.46%	24.54%	20.00%
归母净利润(百万元)	1,000	1,449	1,814	2,334	2,845
归母净利润增长率	-6.90%	44.81%	25.18%	28.72%	21.88%
摊薄每股收益(元)	0.472	0.636	0.792	1.019	1.242
每股经营性现金流净额	0.63	0.74	0.80	1.20	1.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.63%	16.40%	18.71%	21.80%	22.92%
P/E	21.29	32.87	33.16	25.76	21.13
P/B	3.33	5.39	6.21	5.62	4.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 公司于 1 月 22 日发布《常熟生益科技有限公司年产 1140 万平方米高性能覆铜板及 3600 万平米粘结片项目可行性研究报告》，拟以常熟生益科技有限公司为实施主体扩充产能，本期项目产品定位为 HDI 领域用高、中 Tg 的无卤 FR-4、5G 通讯领域用高速产品及消费类电子、汽车、智能终端、可穿戴设备产品使用的高、中 Tg 的 FR-4 及无卤 FR-4 等覆铜板以及粘结片。

经营分析

- 先进设备配套，高性能产品有望提升盈利能力。** 本期项目为常熟生益二期项目，拟引进世界先进的全套生产设备，主要定位 HDI、高速等系列产品，从公司估算预期来看，该项目满产后将实现年销售收入 13.19 亿元，实现净利润 1.43 亿元，对应净利率 10.84%，对比公司披露的 2020H1 苏州生益（苏州生益 100%控股常熟生益）营业收入 11.92 亿元、9148.24 万元计算而得的净利率 7.68%而言，常熟生益二期项目预期能够贡献更高盈利能力。
- 投资节奏匹配行业发展趋势。** 从公司建设规划进度来看，该项目于 2020 年 12 月启动，拟于 2021 年 5 月启动基础建设，并于 2022 年 9 月开始正式生产，整体规划清晰。我们认为公司这一资本安排完全匹配行业发展趋势，原因在于公司定位的高速产品主要应用领域是服务器领域，根据服务器 CPU 龙头厂商英特尔的规划，2022 年下半年至 2023 年服务器平台将从 Whitley 演进到 Eagle Stream，从设计方案上来看，服务器上所用高速材料会从 M4 等级材料升级到 M6 等级材料，而等级较高的 M6 材料的产能耗用相对 M4 材料会更大，如果要占领高端高速材料市场就需要有足够的产能作为支撑，而公司的产能规划节奏刚好匹配这一行业发展趋势，因此我们认为公司战略规划和资金安排的能力较强，长期发展可期。

投资建议

- 短期，20Q4 和 21Q1 公司持续将上游材料涨价压力转嫁至下游，环比盈利有望改善；长期，公司技术领先且战略规划清晰，国产替代趋势下有望实现价值成长。我们预测 20~22 年公司归母净利润为 18.1/23.3/28.5 亿元，对应 PE 为 33X/26X/21X，继续维持 36.2 元的目标价，继续给予“买入”评级。

风险提示

- 需求不及预期；材料价格上涨导致利润率下滑；子公司归母净利润被稀释。

相关报告

- 《碳氢国标提案过论证，公司前瞻性和执行力强-生益科技事件点评》，2020.12.6
- 《毛利率继续高企，高端渗透逻辑持续带动成长-生益科技 2020 年...》，2020.8.11
- 《Q1 扣非归母+53%，毛利率达上市以来最高水平-生益科技 20...》，2020.4.28
- 《全年增收增利，新产能蓄势待发-生益科技 2019 年年报点评》，2020.3.25
- 《业绩符合预期，强需求与扩产效应共振-生益科技 2019 年年报...》，2020.2.24

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003 (8621)61038318 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003 dengxiaolu@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004 liuyanxue@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	10,752	11,981	13,241	15,553	19,369	23,243
增长率		11.4%	10.5%	17.5%	24.5%	20.0%
主营业务成本	-8,443	-9,324	-9,713	-11,248	-13,888	-16,665
%销售收入	78.5%	77.8%	73.4%	72.3%	71.7%	71.7%
毛利	2,308	2,657	3,528	4,305	5,481	6,578
%销售收入	21.5%	22.2%	26.6%	27.7%	28.3%	28.3%
营业税金及附加	-86	-80	-76	-93	-116	-139
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-230	-244	-288	-247	-308	-367
%销售收入	2.1%	2.0%	2.2%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-684	-484	-644	-793	-1,009	-1,185
%销售收入	6.4%	4.0%	4.9%	5.1%	5.2%	5.1%
研发费用	0	-529	-605	-793	-988	-1,185
%销售收入	0.0%	4.4%	4.6%	5.1%	5.1%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	1,309	1,320	1,915	2,378	3,060	3,700
%销售收入	12.2%	11.0%	14.5%	15.3%	15.8%	15.9%
财务费用	-87	-185	-142	-164	-240	-287
%销售收入	0.8%	1.5%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
资产减值损失	-28	-26	-37	-67	-39	-37
公允价值变动收益	43	-25	31	9	-24	-27
投资收益	21	24	25	30	27	35
%税前利润	1.6%	1.9%	1.4%	1.3%	1.0%	1.0%
营业利润	1,306	1,229	1,805	2,235	2,834	3,434
营业利润率	12.1%	10.3%	13.6%	14.4%	14.6%	14.8%
营业外收支	-3	-6	0	-10	1	2
税前利润	1,303	1,223	1,805	2,225	2,835	3,436
利润率	12.1%	10.2%	13.6%	14.3%	14.6%	14.8%
所得税	-189	-158	-242	-303	-386	-465
所得税率	14.5%	12.9%	13.4%	13.6%	13.6%	13.5%
净利润	1,113	1,065	1,563	1,923	2,449	2,971
少数股东损益	39	64	115	109	115	126
归属于母公司的净利润	1,075	1,000	1,449	1,814	2,334	2,845
净利率	10.0%	8.4%	10.9%	11.7%	12.1%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,113	1,065	1,563	1,923	2,449	2,971
少数股东损益	39	64	115	109	115	126
非现金支出	391	392	446	622	772	1,011
非经营收益	59	107	70	116	266	325
营运资金变动	-970	-226	-402	-837	-751	-1,107
经营活动现金净流	593	1,337	1,678	1,823	2,737	3,200
资本开支	-548	-1,199	-1,579	-1,762	-1,764	-1,823
投资	-154	-3	5	-13	-50	-55
其他	6	4	8	30	27	35
投资活动现金净流	-696	-1,198	-1,566	-1,745	-1,787	-1,843
股权募资	204	9	0	182	-180	0
债权募资	2,116	-466	688	1,205	1,676	741
其他	-588	-786	-864	-1,326	-1,414	-1,478
筹资活动现金净流	1,732	-1,243	-176	61	82	-736
现金净流量	1,629	-1,104	-65	140	1,033	620

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,215	1,125	1,062	1,202	2,235	2,855
应收账款	4,430	4,598	5,315	6,103	7,387	8,726
存货	1,599	1,748	2,100	2,182	2,557	2,733
其他流动资产	235	181	235	233	232	250
流动资产	8,480	7,652	8,712	9,721	12,411	14,563
%总资产	66.0%	59.4%	56.1%	54.6%	57.6%	59.2%
长期投资	228	275	383	407	433	461
固定资产	3,811	4,307	5,966	7,169	8,194	9,028
%总资产	29.7%	33.4%	38.4%	40.3%	38.0%	36.7%
无形资产	284	373	380	392	399	416
非流动资产	4,361	5,234	6,823	8,088	9,151	10,035
%总资产	34.0%	40.6%	43.9%	45.4%	42.4%	40.8%
资产总计	12,841	12,886	15,535	17,809	21,562	24,598
短期借款	1,633	1,419	1,934	2,868	4,429	4,978
应付款项	2,083	1,994	2,760	2,816	3,560	3,896
其他流动负债	371	364	563	708	879	1,011
流动负债	4,087	3,778	5,257	6,392	8,868	9,885
长期贷款	772	539	732	1,032	1,152	1,302
其他长期负债	1,563	1,727	192	65	90	127
负债	6,423	6,044	6,181	7,490	10,111	11,314
普通股股东权益	6,018	6,403	8,834	9,691	10,707	12,415
其中：股本	1,457	2,117	2,276	2,276	2,276	2,276
未分配利润	2,248	2,475	3,077	3,752	4,949	6,656
少数股东权益	401	439	520	629	744	870
负债股东权益合计	12,841	12,886	15,535	17,809	21,562	24,598

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.737	0.472	0.636	0.792	1.019	1.242
每股净资产	4.129	3.024	3.881	4.230	4.674	5.419
每股经营现金净流	0.407	0.632	0.737	0.801	1.203	1.406
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	17.86%	15.63%	16.40%	18.71%	21.80%	22.92%
总资产收益率	8.37%	7.76%	9.33%	10.18%	10.83%	11.57%
投入资本收益率	10.85%	11.11%	13.79%	14.38%	15.44%	16.25%
增长率						
主营业务收入增长率	25.92%	11.44%	10.52%	17.46%	24.54%	20.00%
EBIT增长率	36.95%	0.86%	45.10%	24.16%	28.69%	20.91%
净利润增长率	43.63%	-6.90%	44.81%	25.18%	28.72%	21.88%
总资产增长率	34.69%	0.35%	20.56%	14.64%	21.07%	14.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	114.9	116.2	116.0	115.9	115.0	115.0
存货周转天数	59.2	65.5	72.3	73.0	70.0	63.0
应付账款周转天数	80.3	74.8	84.7	86.0	88.0	80.0
固定资产周转天数	119.4	105.3	137.9	139.8	126.8	114.9
偿债能力						
净负债/股东权益	23.33%	32.90%	15.88%	25.50%	28.86%	25.75%
EBIT利息保障倍数	15.1	7.1	13.5	14.5	12.8	12.9
资产负债率	50.02%	46.91%	39.79%	42.05%	46.89%	45.99%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	8	16	46
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.06	1.06

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-15	买入	27.94	36.20~36.20
2	2019-10-30	买入	25.57	36.20~36.20
3	2020-02-21	买入	27.95	36.20
4	2020-03-25	买入	27.50	36.20
5	2020-04-28	买入	30.17	36.20~36.20
6	2020-08-11	买入	27.90	36.20
7	2020-12-06	买入	29.43	36.20~36.20

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402