

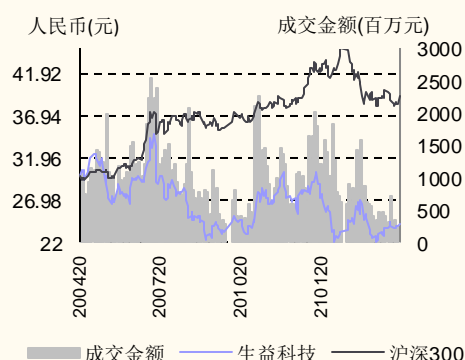
生益科技 (600183.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 24.22 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)	554.97
年内股价最高最低(元)	34.82/22.00
沪深 300 指数	5087
上证指数	3478



涨价效应已显现, 盈利回升+结构优化助成长

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,241	14,687	19,369	23,243	27,891
营业收入增长率	10.52%	10.92%	31.88%	20.00%	20.00%
归母净利润(百万元)	1,449	1,681	2,416	3,142	3,990
归母净利润增长率	44.81%	16.00%	43.76%	30.05%	27.01%
摊薄每股收益(元)	0.636	0.734	1.054	1.371	1.741
每股经营性现金流净额	0.74	0.68	1.11	1.44	1.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.40%	16.99%	21.65%	23.88%	24.94%
P/E	32.87	38.39	22.97	17.66	13.91
P/B	5.39	6.52	4.97	4.22	3.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月19日, 公司公布2021年第一季度业绩预增公告, 公告显示2021年Q1归母净利润将增加2.0~2.1亿元至5.4~5.5亿元(同比+59%~62%, 环比+42.8%~45.4%), 其中扣非归母净利润将增加2.1~2.2亿元至5.5~5.6亿元(同比+61%~64%, 环比+47.3%~49.9%)。

经营分析

- 涨价效应已实现, 单季利润有望突破历史高点。**在原材料成本推动的涨价行情中, 覆铜板厂商会经历“盈利承压→转嫁成本→涨价溢价”这三个阶段, 公司经过积极的市场策略调整, 目前已经实现了成本的成功转嫁, 在量价的推动下季度利润水平有望达到历史峰值。展望未来, 我们认为短期来看, 当前上游大宗原材料价格维持在高位、供给开出缓慢、消费性需求仍在延续的情况下, 公司在二季度仍然能够保持涨价趋势, 并且有望逐渐走出溢价行情; 中期来看, 随着原材料供需情况改善、产能开出、库存需求累高, 公司会面临一定的价格回落压力; 长期来看, 涨价行情能够帮助行业出清落后产能, 最终抬升龙头覆铜板厂商议价能力, 公司盈利有望逐渐回升。
- 中短期看子公司盈利能力回升, 长期看多层次布局。**我们认为公司聚焦子公司盈利能力提升和产品结构再优化会带来成长动力: 1) 中短期来看, 公司在各地的子公司净利率相较广东生益母公司低10个百分点左右, 所以子公司盈利能力回升是助推成长的关键。公司今年的重点工作之一就是加强对子公司的销售和采购工作的管理, 预计在今年会逐渐体现成效; 2) 长期来看, 公司已经布局了高频高速和封装基板等高端产品, 其中高频已经成功打入市场主流圈、高速在今年服务器平台更迭的带动下会有所放量、封装基板扩产待释放, 我们认为产品结构再优化有望抬升公司常态盈利水平。

投资建议

- 考虑到公司龙头优势、盈利回升确定性强和多系列产品平台逐渐形成, 我们调增公司21~23年归母净利润至24.2(调增4%)\31.4(调增10%)\39.9亿元, 对应估值为23X\18X\14X, 因此我们认为公司当前价值明显低估, 继续给予“买入”评级。

风险提示

- 原材料持续高位; 涨价不顺利; 需求不及预期; 子公司归母利润摊薄。

相关报告

- 《常熟二期项目启动, 投资节奏匹配行业发展-生益科技点评》, 2021.1.25
- 《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

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
主营业务收入	11,981	2,026	2,284	3,372	4,384	5,260	货币资金	1,125	1,062	850	1,499	2,694	3,454	
增长率	10.5%	10.9%	10.9%	31.9%	20.0%	20.0%	应收账款	4,598	5,315	6,050	7,063	8,340	9,868	
主营业务成本	-9,324	-9,713	-10,754	-14,043	-16,735	-19,998	存货	1,748	2,100	2,519	2,666	3,177	3,417	
%销售收入	77.8%	73.4%	73.2%	72.5%	72.0%	71.7%	其他流动资产	181	235	297	240	239	257	
毛利	2,657	414	432	715	970	1,205	流动资产	7,652	8,712	9,716	11,469	14,450	16,996	
%销售收入	22.2%	26.6%	26.8%	27.5%	28.0%	28.3%	%总资产	59.4%	56.1%	52.9%	56.5%	61.5%	64.5%	
营业税金及附加	-80	-76	-104	-116	-139	-167	长期投资	275	383	358	382	408	436	
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	4,307	5,966	7,617	7,771	7,976	8,221	
销售费用	-244	-288	-179	-291	-302	-335	%总资产	33.4%	38.4%	41.5%	38.3%	33.9%	31.2%	
%销售收入	2.0%	2.2%	1.2%	1.5%	1.3%	1.2%	无形资产	373	380	532	543	549	565	
管理费用	-484	-644	-720	-910	-1,092	-1,283	非流动资产	5,234	6,823	8,642	8,817	9,058	9,352	
%销售收入	4.0%	4.9%	4.9%	4.7%	4.7%	4.6%	%总资产	40.6%	43.9%	47.1%	43.5%	38.5%	35.5%	
研发费用	-529	-605	-711	-968	-1,116	-1,311	资产总计	12,886	15,535	18,357	20,285	23,508	26,349	
%销售收入	4.4%	4.6%	4.8%	5.0%	4.8%	4.7%	短期借款	1,419	1,934	2,882	2,838	2,821	1,489	
息税前利润 (EBIT)	1,320	1,915	2,219	3,041	3,858	4,797	应付款项	1,994	2,760	3,264	3,592	4,380	5,220	
%销售收入	11.0%	14.5%	15.1%	15.7%	16.6%	17.2%	其他流动负债	364	563	659	863	1,059	1,232	
财务费用	-185	-142	-114	-162	-174	-127	流动负债	3,778	5,257	6,804	7,293	8,259	7,942	
%销售收入	1.5%	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%	0.5%	长期贷款	539	732	605	905	1,025	1,175	
资产减值损失	-26	-37	72	-85	-17	-16	其他长期负债	1,727	192	305	65	90	127	
公允价值变动收益	-25	31	3	9	-24	-27	负债	6,044	6,181	7,714	8,263	9,374	9,244	
投资收益	24	25	76	80	75	81	普通股股东权益	6,403	8,834	9,889	11,159	13,156	16,001	
%税前利润	1.9%	1.4%	3.7%	2.7%	2.0%	1.7%	其中：股本	2,117	2,276	2,291	2,291	2,291	2,291	
营业利润	1,229	1,805	2,090	2,932	3,769	4,758	未分配利润	2,475	3,077	3,690	4,961	6,957	9,802	
营业利润率	10.3%	13.6%	14.2%	15.1%	16.2%	17.1%	少数股东权益	439	520	754	863	978	1,104	
营业外收支	-6	0	-7	-10	1	2	负债股东权益合计	12,886	15,535	18,357	20,285	23,508	26,349	
税前利润	1,223	1,805	2,083	2,922	3,770	4,760	比率分析		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	10.2%	13.6%	14.2%	15.1%	16.2%	17.1%	每股指标							
所得税	-158	-242	-283	-397	-513	-644	每股收益	0.472	0.636	0.734	1.054	1.371	1.741	
所得税率	12.9%	13.4%	13.6%	13.6%	13.6%	13.5%	每股净资产	3.024	5.742	10.243	15.300	12.655	14.440	
净利润	1,065	1,563	1,800	2,525	3,257	4,116	每股经营现金净流	0.632	0.737	0.678	1.109	1.440	1.826	
少数股东损益	64	115	120	109	115	126	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500	
归属于母公司的净利润	1,000	102	125	229	324	423	回报率							
净利率	8.4%	10.9%	11.4%	12.5%	13.5%	14.3%	净资产收益率	15.63%	16.40%	16.99%	21.65%	23.88%	24.94%	
							总资产收益率	7.76%	9.33%	9.15%	11.91%	13.36%	15.14%	
							投入资本收益率	11.11%	13.79%	13.53%	16.60%	18.45%	20.85%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	11.44%	10.52%	10.92%	31.88%	20.00%	20.00%	
							EBIT增长率	0.86%	45.10%	15.84%	37.06%	26.88%	24.34%	
							净利润增长率	-6.90%	44.81%	16.00%	43.76%	30.05%	27.01%	
							总资产增长率	0.35%	20.56%	18.17%	10.50%	15.89%	12.08%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	116.2	116.0	117.9	110.0	110.0	110.0	
							存货周转天数	65.5	72.3	78.4	70.0	70.0	63.0	
							应付账款周转天数	74.8	84.7	94.3	88.0	90.0	90.0	
							固定资产周转天数	105.3	137.9	158.4	118.3	97.9	81.5	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	32.90%	15.88%	23.62%	18.07%	7.82%	-4.67%	
							EBIT利息保障倍数	7.1	13.5	19.4	18.7	22.2	37.7	
							资产负债率	46.91%	39.79%	42.02%	40.73%	39.88%	35.08%	

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	10	12	22	40
增持	0	2	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.14	1.12	1.00

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。

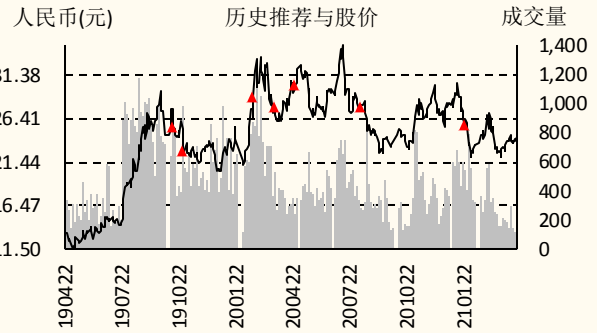
最终评分与平均投资建议对照：

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
8	2021-01-25	买入	26.25	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