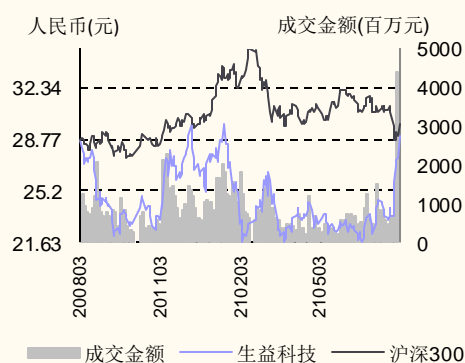


市场价格 (人民币): 29.04 元  
 目标价格 (人民币): 42.97-42.97 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	23.02
已上市流通 A 股(亿股)	23.02
总市值(亿元)	668.64
年内股价最高最低(元)	29.85/21.63
沪深 300 指数	4934
上证指数	3464



相关报告

1. 《Q2 业绩超预期, 盈利提升+高端布局释放弹性-生益科技 21H1...》, 2021.7.27
2. 《短期看子公司盈利改善, 长期看产品层次提升-生益科技一季报点评》, 2021.4.30
3. 《涨价效应已显现, 盈利回升+结构优化助成长-生益科技 21Q1 预...》, 2021.4.20
4. 《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
5. 《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

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

如何看待生益科技的周期性和成长性

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	29,054
营业收入增长率	10.52%	10.92%	31.88%	20.00%	25.00%
归母净利润(百万元)	1,449	1,681	2,661	3,300	4,310
归母净利润增长率	44.81%	16.00%	58.36%	24.01%	30.59%
摊薄每股收益(元)	0.636	0.734	1.156	1.433	1.872
每股经营性现金流净额	0.70	0.68	1.05	1.51	1.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.40%	16.99%	23.33%	24.34%	25.77%
P/E	32.87	38.39	25.12	20.26	15.51
P/B	5.39	6.52	5.86	4.93	4.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **明确属性: 打破行业周期性, 成长属性明确。**覆铜板行业整体呈现较强周期性, 公司作为全球第二大覆铜板厂商, 以 FR4 为产品基础的布局使其必然存在一定的周期性, 但公司的周期性主要体现在单价的波动上, 单位毛利的持续扩张证明公司的成长性大于周期性。
- **明确趋势: 无需过多担心降价, 穿越周期的能力自会显现。**公司虽然会受到行业周期波动影响, 但其强大的穿越周期的能力会使得公司在周期中会呈现这样的运行轨迹: 1) 实现涨价溢价, 价格和单位毛利都能够实现大幅度上涨; 2) 在周期见顶后, 单价波动下降, 但是未来单价锚会显著提升; 3) 在周期见顶后, 单位毛利短期承压后迅速回升, 并且未来盈利锚能够走出持续成长路径。基于此, 21H1 期间行业已经从涨价溢价中实现了较高获利, 在预期下半年行业景气度有所下行的情况下, 产品价格必然会下滑, 但我们认为无需过多担心公司在此后的盈利问题, 公司能够凭借其穿越周期的成长能力, 在短暂承压之后实现盈利能力的持续再提升。
- **明确成长核心: 持续突破+内化升级模式助成长。**我们认为公司保证成长的核心价值在于其“持续突破→内化升级”运行模式, 即通过持续的技术研发和市场开拓不断推出新产品, 再通过后续加码产品客户拓展和成本的再优化实现盈利弹性贡献, 多个新产品线滚动交错升级, 最终熨平了公司整体盈利的波动性。在这样的运行框架下, 公司稳态 ROE 不断向更高水平迈进, 可见公司成长价值高。未来可以展望公司高频高速产品、HDI 产品 (MiniLED)、封装基板产品将会持续推出贡献长期业绩弹性, 同时公司通过集团化管理提升子公司盈利能力以实现现有产品的内化升级, “持续突破→内化升级”路径清晰, 未来成长性有望进一步显现。

投资建议

- 我们认为公司成长属性大于周期属性, 考虑到未来高频高速、HDI (MiniLED)、封装基板产品会持续推出贡献长期业绩弹性, 集团化管理持续内化升级, 我们预计公司 2021~2023 年归母净利润将会达到 26.6 亿元、33.0 亿元、43.1 亿元, 对应估值为 25X/20X/16X, 看到合理市值 990 亿元, 对应目标价 42.97, 继续给予“买入”评级。

风险

- 原材料价格传导受阻; 需求不及预期; 新产品放量不及预期。

## 内容目录

明确观点：周期因素不需过多担心，成长属性将再次确立.....	4
1、明确属性：打破行业周期性，成长属性明确.....	4
1.1、行业呈现周期大于成长的特性.....	4
1.2、周期性仅是阶段性扰动，成长属性非常明确.....	6
2、明确趋势：无需过多担心降价，穿越周期的能力自会显现.....	8
2.1、已实现涨价溢价，下半年供需关系缓解.....	8
2.2、复盘：具备强大的穿越周期的能力，无需过多担心后周期盈利性.....	9
3、明确成长核心：持续突破+内化升级模式助成长.....	13
3.1、持续突破+内化升级模式是成长核心.....	13
3.2、高频\高速\HDI载板持续突破，优化持续推进.....	16
4、盈利预测：三年复合增速达到 36.8%.....	19
5、风险提示.....	21
5.1、成本转嫁不及预期.....	21
5.2、需求不及预期.....	21
5.3、新产品放量不及预期.....	21

## 图表目录

图表 1：生益科技 21Q1 和 21Q2 的业绩表现.....	4
图表 2：生益科技营收占比分布.....	4
图表 3：覆铜板产业链示意图.....	5
图表 4：全球覆铜板产值（单位：亿美元）.....	5
图表 5：各类型覆铜板同比增速波动情况.....	5
图表 6：各类型覆铜板产值占比.....	5
图表 7：各类型覆铜板同比增速波动情况.....	6
图表 8：全球覆铜板市场格局.....	6
图表 9：生益科技单价与覆铜板行业产值变动对比.....	6
图表 10：生益科技硬板产品型号一览.....	6
图表 11：生益科技单价走势（元/平方米）.....	7
图表 12：生益科技单位毛利走势（元/平方米）.....	8
图表 13：生益科技毛利率变化走势.....	8
图表 14：生益科技在电子公司中归母净利润复合增速排名.....	8
图表 15：大陆主要覆铜板厂商上半年业绩.....	8
图表 16：PCB 未来需求判断.....	9
图表 17：原材料价格涨幅、CCL 原材料成本涨幅和 CCL 营业成本涨幅.....	9
图表 18：全球覆铜板单价变化情况.....	10
图表 19：主流覆铜板厂商平均单价走势（单位：元/m <sup>2</sup> ）.....	10
图表 20：主流覆铜板厂商单位毛利走势（单位：元/m <sup>2</sup> ）.....	10

图表 21: 主流覆铜板厂商毛利率走势.....	10
图表 22: 生益科技年度单价走势 (元/平方米) .....	11
图表 23: 生益科技年度单位毛利走势 (元/平方米) .....	11
图表 24: 生益科技半年度单价走势 (元/平方米) .....	11
图表 25: 生益科技半年度单位毛利走势 (元/平方米) .....	11
图表 26: 建滔积层板年度单价走势 (元/平方米) .....	12
图表 27: 建滔积层板年度单位毛利走势 (元/平方米) .....	12
图表 28: 建滔积层板半年度单价走势 (元/平方米) .....	12
图表 29: 建滔积层板半年度单位毛利走势 (元/平方米) .....	12
图表 30: 金安国纪年度单价走势 (元/平方米) .....	12
图表 31: 金安国纪年度单位毛利走势 (元/平方米) .....	12
图表 32: 华正新材年度单价走势 (元/平方米) .....	13
图表 33: 华正新材年度单位毛利走势 (元/平方米) .....	13
图表 34: 主要覆铜板厂商价格走势、价格锚、单位毛利走势和单位锚判断...13	
图表 35: 特种基材在覆铜板整体产值占比.....	14
图表 36: 生益科技谋求与高端材料龙头合作.....	14
图表 37: 研发投入绝对值对比 (亿元) .....	14
图表 38: 研发投入占营收比例对比.....	14
图表 39: 生益科技突破高端材料布局*.....	14
图表 40: 生益科技历年在研项目 .....	15
图表 41: 生益科技单价和单位毛利走势 (元/平方米) .....	15
图表 42: 生益科技“持续突破→内化升级”成长逻辑示意图.....	16
图表 43: 生益科技 ROE 数据.....	16
图表 44: 生益科技 ROE 在电子公司排名分位数.....	16
图表 45: 生益科技高频高速产品历年研发项目 .....	17
图表 46: 生益科技在全球特种基材市占率变化.....	17
图表 47: 生益科技在毫米波雷达高频产品积极布局.....	17
图表 48: 服务器用 CCL 成长逻辑.....	17
图表 49: 生益科技 HDI 产品历年研发项目 .....	18
图表 50: Mini LED 布局进程 .....	18
图表 51: Mini LED 用 PCB 板示意图.....	18
图表 52: 生益科技封装载板产品历年研发项目 .....	18
图表 53: 封装载板用 CCL 市场格局.....	18
图表 54: 生益科技母公司与子公司净利率对比.....	19
图表 55: 生益科技盈利预测.....	20
图表 56: 生益科技与可比公司估值水平对比.....	21

## 明确观点：周期因素不需过多担心，成长属性将再次确立

生益科技作为全球龙头覆铜板厂商，在 2021 年充分享受了覆铜板涨价周期红利，从业绩上看，21Q1 和 21Q2 业绩同比和环比都实现了高速增长，其高速增长业绩中，部分体现了公司在涨价行情中的获利。

图表 1：生益科技 21Q1 和 21Q2 的业绩表现

	21Q1		21Q2 ( 预告 )	
	全部利润	扣非利润	全部利润	扣非利润
归母净利润 ( 亿元 )	5.44	5.58	8.6~8.8	8.3~8.5
同比增幅	60%	63%	76%~80%	73%~77%
环比增幅	44%	49%	57%~61%	49%~53%

来源：Wind，国金证券研究所

虽然公司业绩实现高增长，但市场对公司的成长性存在疑虑，一方面市场担心在周期过后公司会进入周期性下行通道，另一方面市场会认为公司高端产品推进较慢难以体现成长性。针对此，我们认为：

- 1) 覆铜板价格存在周期性，但公司盈利展现强大的成长性；
- 2) 新产品会沿 “技术突破→市场突破→市占率提升→成本优化” 路径滚动贡献成长弹性；

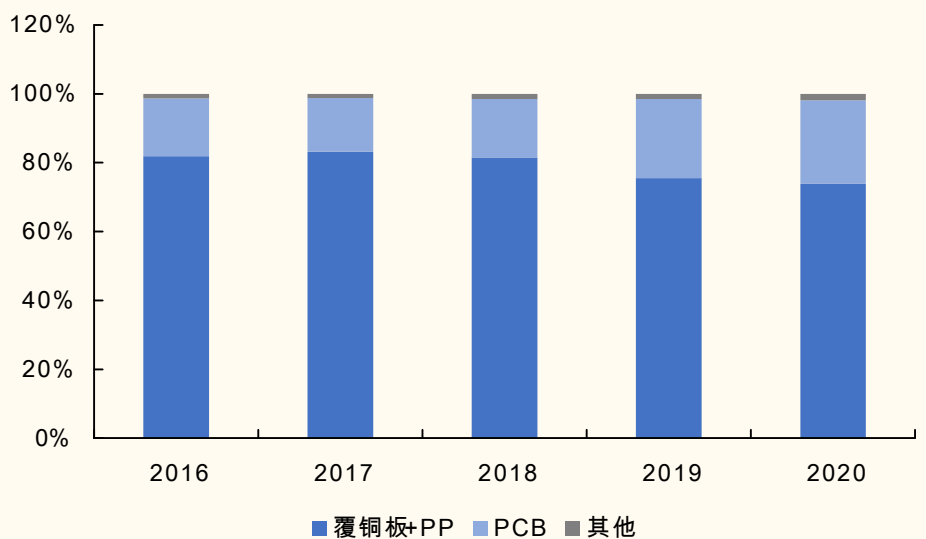
因此我们的观点认为，对于生益科技来说，周期下行对公司的盈利影响有限，不需过多担心涨价周期过对公司盈利的影响；同时虽然公司当期布局的高端成长性难以在当期业绩中体现弹性，但公司常年积极布局高端产品使得其每年都能够享受到产品结构升级所带来的成长性。

## 1、明确属性：打破行业周期性，成长属性明确

### 1.1、行业呈现周期大于成长的特性

广东生益科技股份有限公司（后简称公司）主营业务中有 74%来自覆铜板产品，24%来自 PCB 产品，由此可以判定公司业绩主要受到覆铜板业务发展情况的影响，因此本文将主要讨论公司覆铜板业务的成长逻辑。

图表 2：生益科技营收占比分布



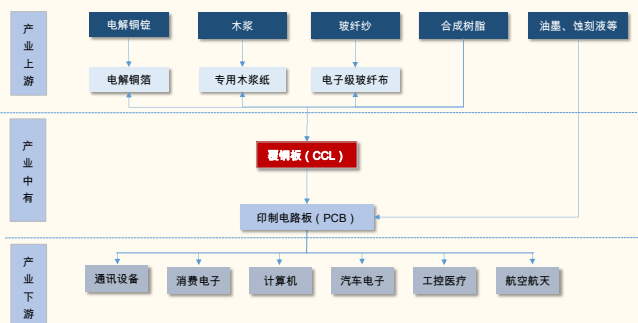
来源：Wind，国金证券研究所

覆铜板行业兼具周期和成长双属性。公司营业收入中 74%来自覆铜板产品



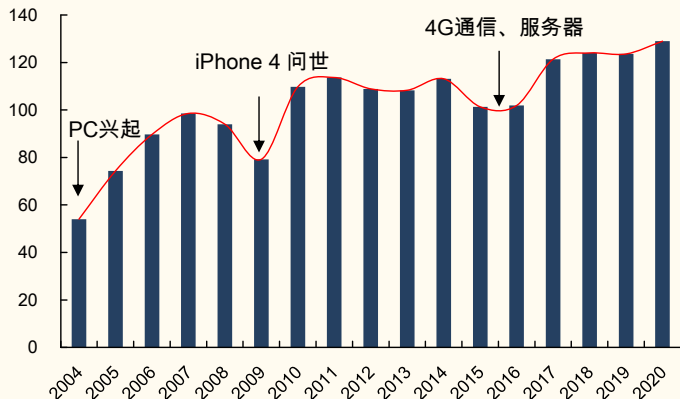
(Copper Clad Laminate, 后简称 CCL), 可以说公司发展轨迹主要取决于覆铜板业务。根据 CCLA 的数据, 2020 年覆铜板产值 (本文主要讨论硬板, 后同) 达到 128.96 亿美元, 2004-2020 年间复合增长率为 5.6%, 从这十五年的发展趋势来看, 覆铜板行业产值呈现波动上行的态势, 也就是呈现周期成长属性。

图表 3: 覆铜板产业链示意图



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 全球覆铜板产值 (单位: 亿美元)

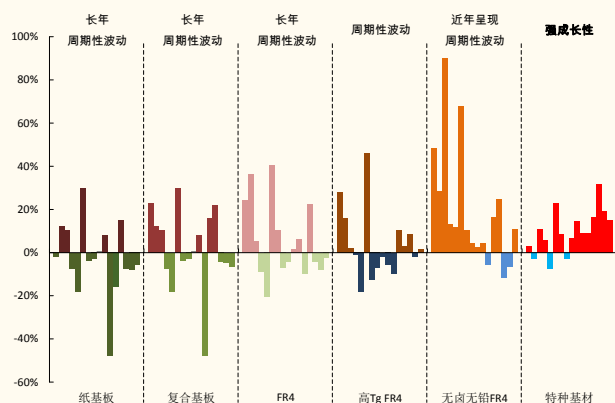


来源: Prismark, 国金证券研究所

**覆铜板行业周期性大于成长性。** 根据不同类型, 覆铜板可分为纸基板、复合基板、FR4 (包括普通 FR4、高 Tg FR4 和无卤无铅 FR4)、特种基材 (包括高频、高速和封装基板), 从各种板材每年同比增速、产值占比以及覆铜板行业每年增速情况可以看出:

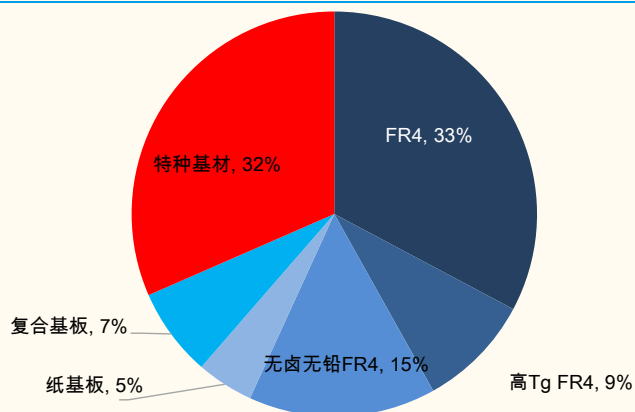
- 1) 纸基板\复合基板\FR4 类板主要呈现周期性, 特种基材呈现强成长性。纸基板、复合基板、普通 FR4、高 Tg FR4 产品每年同比增速波动大, 无卤无铅 FR4 在往年一直保持高增速但近年开始呈现出周期性规律, 而特种基材基本上保持高速增长态势, 因此我们认为纸基板\复合基板\FR4 类板主要是呈现周期性, 特种基材主要呈现成长性。
- 2) 周期性产品占比大。根据 CCLA 数据, 周期类型的板材合计产值占比达到 68%, 而代表成长性的特种基材产值占比为 32%, 由此可见覆铜板产业中周期性产品占比相对成长性产品更大。
- 3) 覆铜板行业周期性大于成长性。由于周期性产品市场大于成长性产品, 覆铜板行业呈现出的周期属性要大于成长属性, 从行业整体增速和分板型增速对比情况也可以看出, 部分年份成长性产品大幅增长时覆铜板行业整体却保持稳定 (如 2007~2008 年、2011 年、2013~2015 年、2018~2019 年), 由此可见覆铜板行业整体增长周期性大于成长性。

图表 5: 各类型覆铜板同比增速波动情况



来源: CCLA, 国金证券研究所

图表 6: 各类型覆铜板产值占比



来源: CCLA, 国金证券研究所

图表 7: 各类型覆铜板同比增速波动情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
覆铜板行业	38%	21%	10%	-5%	-16%	39%	4%	-4%	-1%	4%	-10%	1%	19%	2%	0%	4%
纸基板	-2%	12%	10%	-7%	-18%	30%	-4%	-3%	1%	8%	-48%	-16%	15%	-7%	-8%	-6%
复合基板	23%	12%	10%	-7%	-18%	30%	-4%	-3%	1%	8%	-48%	16%	22%	-4%	-5%	-6%
FR4	24%	36%	5%	-9%	-21%	40%	11%	-7%	-4%	2%	6%	-10%	22%	-4%	-8%	-2%
高 Tg FR4	28%	16%	2%	-1%	-18%	46%	-13%	-7%	-2%	-6%	-10%	10%	3%	9%	-2%	1%
无卤无铅 FR4	48%	28%	90%	13%	12%	68%	10%	4%	3%	4%	-6%	16%	25%	-12%	-6%	11%
特种基材	3%	-3%	11%	6%	-8%	23%	9%	-3%	7%	14%	9%	9%	16%	32%	19%	15%

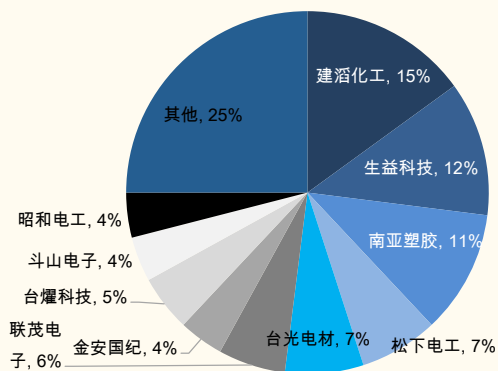
来源: CCLA, 国金证券研究所

### 1.2、周期性仅是阶段性扰动，成长属性非常明确

根据前述内容，我们通过拆分各类型板材增速观察到覆铜板行业整体周期性强于成长性，那么公司是否也同行业一样也呈现强周期弱成长性呢？我们的判断是：

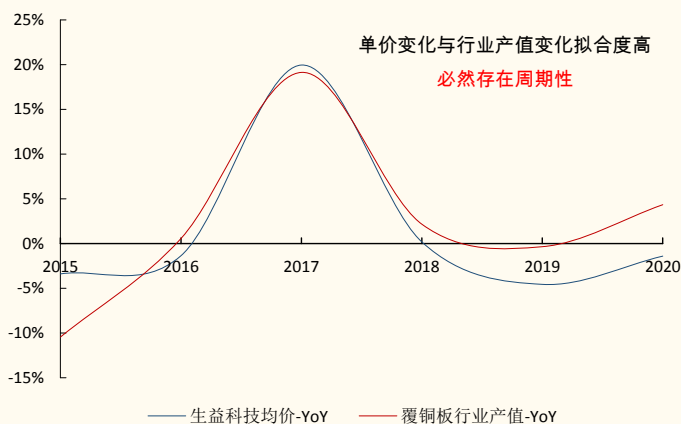
- 1) 有周期性：公司以 FR4 产品为基，必然存在周期性。公司从布局 FR4、复合基板等基础类产品起家，并且不断扩大基础类产品规模，并且积极布局高端产品（特种基材类产品），最终成为全球第二大覆铜板厂商。从产品型号可以看到公司大部分的产品仍然是以 FR4 为代表的偏周期的产品为基础，并且根据产业链调研可知高成长性的特种基材在公司的营收占比还较小，再考虑到公司经营规模已经成为全球第二大厂商、规模难以再快速扩张，这就意味着公司仍然难逃周期属性，从历年单价变化情况可以看到，公司必然会经历周期性波动。

图表 8: 全球覆铜板市场格局



来源: CCLA, 国金证券研究所

图表 9: 生益科技单价与覆铜板行业产值变动对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 单价计算采用 CCL+PP 营收合计除以 CCL 销售量, 分子分母含义不一致会导致数据绝对值参考性较差, 但是变化走势能够明确揭示生益科技产品价格趋势, 特此作为参考。

图表 10: 生益科技硬板产品型号一览

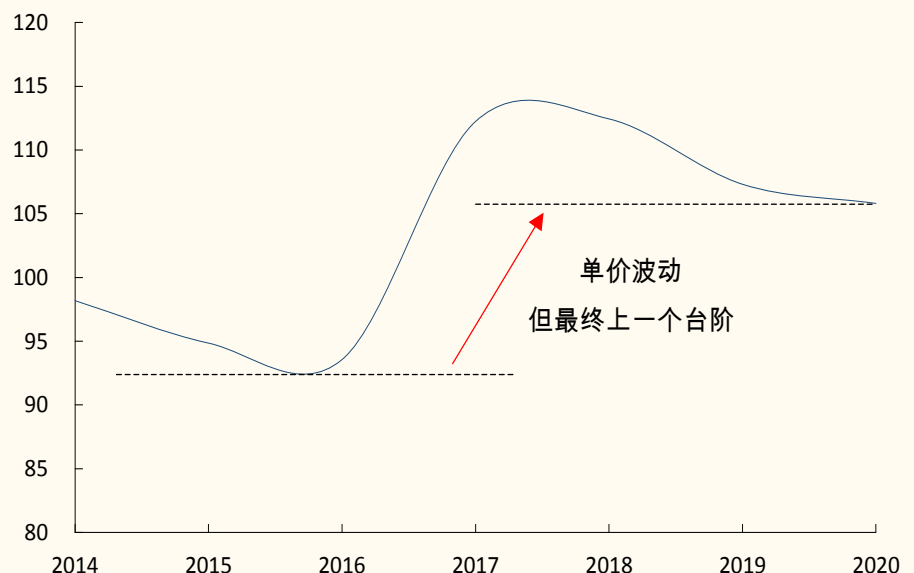
普通类型材料			特种基材		
常规刚性产品	汽车产品	金属基板与高导热产品	射频与微波材料	高速产品	IC 封装产品
Q100C	Autolad1	SAR30	SG7350D	S7045G	SI10U(S)
S1130	Autolad2G	ST115G	SG7350D2	S7040G	WLM1
S1141	Autolad3	SAR10S	mmWave77	S7439	
S3110		SAR15	SCGA-500 GF220	S7439C	
S3116		SAR20H	SCGA-500 GF255	S7439G	
Q360G		SCR20S	SCGA-500 GF265	Synamic 6GX	

S2130/S2130JB			SCGA-500 GF300	Synamic 6
S2131/S2131JB			LNB33	Synamic 6N
S2126			S7136H	Synamic8G
S2600F			AeroWave 300	Synamic8GN
S2155G				
Q260				
ST210G				
S1150G				
S1151G				
S1170G				
SML02G				
SDI03K				
S1141 150				
S1600L				
S1000				
S1600				
Q160				
S1000H				
S1000-2				
S1000-2M				
S1190				
<b>偏周期的产品型号有 36 个</b>			<b>偏成长的产品型号有 22 个</b>	

来源：公司官网，国金证券研究所

**2) 有成长性：单价走出成长趋势。**2016~2017 年期间，覆铜板行业经历了一场行业高景气涨价周期，从而使得公司均价实现了大幅度上扬但在景气度过去之后的 2018~2020 年，公司单价呈现周期下滑态势，可见行业周期性确实会对公司均价造成扰动；但值得注意的是，经过了 3 年的调整时间，公司单价虽然相较 2017 年的高点有所下滑，但至 2020 年均价仍然保持在高于涨价周期前的水平，可见从趋势上来看，公司均价走势更偏成长，只不过会阶段性受到行业周期扰动；

**图表 11：生益科技单价走势（元/平方米）**



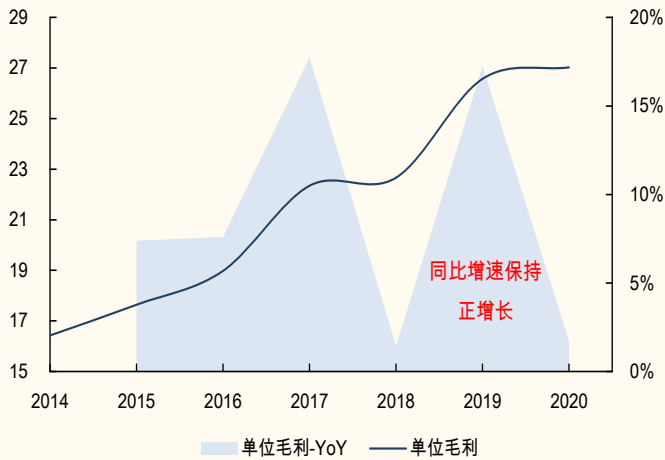
来源：CCLA，国金证券研究所

注：单价计算采用 CCL+PP 营收合计除以 CCL 销售量，分子分母含义不一致会导致数据绝对值参考性较差，但是变化走势能够明确揭示生益科技产品价格趋势，特此作为参考。

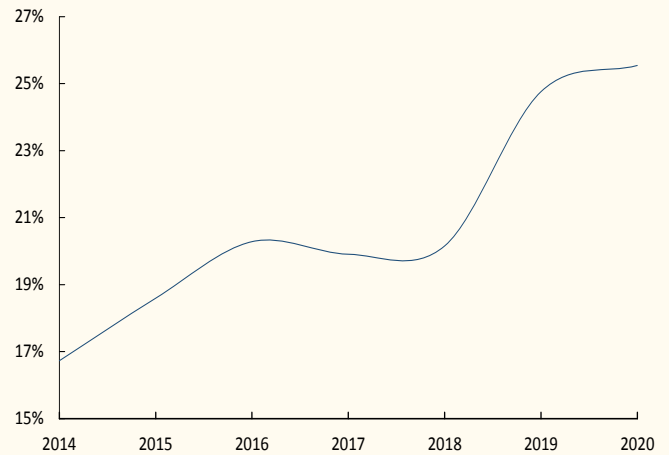
**3) 成长性 > 周期性：单位毛利成长趋势明确。**单价的波动走势体现公司既有周期属性又有成长属性，但从单位毛利和毛利率走势可以直观看到，公司

盈利能力并未受到行业周期较大的影响，成长性表现明显，并且根据我们统计，公司归母利润的十年和十五年复合增速都保持在电子公司前 40%分位，可见公司成长属性大于周期属性。

图表 12: 生益科技单位毛利走势 (元/平方米)



图表 13: 生益科技毛利率变化走势



来源: CCLA, 国金证券研究所

注: 单位毛利计算采用 CCL+PP 毛利润合计除以 CCL 销售量, 分子分母含义不一致会导致数据绝对值参考性较差, 但是变化走势能够明确揭示生益科技单位毛利趋势, 特此作为参考。

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 生益科技在电子公司中归母净利润复合增速排名

	十年复合增速	十五年复合增速
复合增速	12%	15%
公司排名	56	26
总样本数	139	66
公司所处分位	前 40%	前 39%

来源: Wind, 国金证券研究所

综上, 我们认为公司作为全球第二大覆铜板厂商, 产品布局以周期类型为基础, 必然存在一定周期性, 但行业周期对公司的影响更多的体现在对单价的阶段性扰动, 实际上公司的单价、单位毛利和毛利率走势都体现出明显的成长性, 因此我们认为公司的成长属性大于周期属性, 以使得其具备穿越周期的能力。

## 2、明确趋势: 无需过多担心降价, 穿越周期的能力自会显现

### 2.1、已实现涨价溢价, 下半年供需关系缓解

覆铜板厂商已实现涨价溢价。自 2020 年下半年至今, 覆铜板经历了一整年涨价潮, 从大陆几家覆铜板厂商的 21Q1 净利润和部分厂商 21Q2 业绩预期可以看出, 覆铜板景气周期给各大覆铜板厂商带来丰厚的利润回报。

图表 15: 大陆主要覆铜板厂商上半年业绩

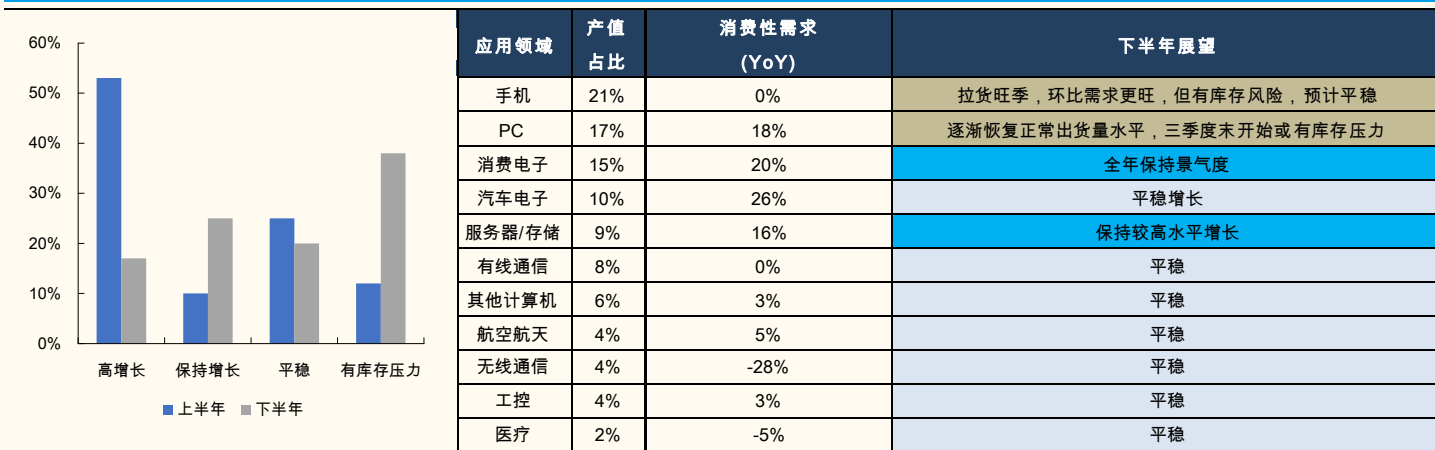
	2021Q1			2021Q2 (预告)		
	归母净利润	同比增速	环比增速	归母净利润	同比增速	环比增速
生益科技	544	60%	44%	856-876	76%-80%	57%-61%
金安国纪	258	658%	193%	235-354	478 %-772%	-9%-37%
南亚新材	77	140%	67%	未披露	-	-
华正新材	63	259%	96%	未披露	-	-

来源: Wind, 国金证券研究所



下半年供需紧张得到缓解。原材料方面，当前三大原材料价格位于历史高位，目前部分材料价格已经出现松动，预期下半年原材料价格进入下行通道；需求方面，根据对消费和库存需求的判断，我们认为需求将从上半年的增长状态（高增长+保持增长需求占 63%，平稳+库存压力需求占 37%）转变为下半年平稳状态（高增长+保持增长需求占 42%，平稳+库存压力需求占 58%）。综合原材料和需求的关系，我们认为下半年供需紧张关系将得到缓解。

图表 16: PCB 未来需求判断



来源：国金证券研究所

随着供需关系缓解，市场开始担心覆铜板厂商的获利会受到周期下行的冲击，从而导致业绩不及预期。对于这一担忧，我们认为如前所述，覆铜板行业整体周期性强于成长性，所以在周期下行时整个行业会受到冲击；但是对于生益科技来讲，我们认为无需过多担心，因为公司内在属性中成长性是大于周期性的，也就是说其具备穿越周期、逆势增长的能力。针对上述结论，我们将从历史复盘角度看公司将如何穿越周期。

2.2、复盘：具备强大的穿越周期的能力，无需过多担心后周期盈利性

周期阶段 I：原材料涨价持续 1 年。每次涨价行情的开启，都来自于原材料价格大幅上行，上一轮周期也不例外。上一轮周期中三大原材料也有大幅度的上涨，结合三大原材料价格水位和涨幅情况，我们确定上一轮涨价区间集中在 16Q4~17Q1&17Q4 这一时间段，其中 17Q4 主要是年底旺季反弹，也就是说上轮涨价周期基本持续一年时间。

图表 17: 原材料价格涨幅、CCL 原材料成本涨幅和 CCL 营业成本涨幅

按季度-环比涨幅															
	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
铜箔-价格涨幅	6%	5%	17%	20%	-5%	-5%	7%	-2%	-5%	1%	-3%	-5%	-5%	-4%	3%
树脂-价格涨幅	6%	-2%	6%	19%	-7%	2%	16%	9%	-9%	4%	1%	-8%	0%	4%	3%
玻纤布-价格涨幅	0%	1%	11%	17%	5%	-10%	10%	1%	-8%	-2%	-4%	-12%	-4%	0%	0%
薄板-原材料成本涨幅	4%	2%	11%	17%	-3%	-4%	9%	2%	-6%	1%	-2%	-7%	-3%	-1%	2%
厚板-原材料成本涨幅	4%	1%	11%	18%	-2%	-4%	10%	2%	-7%	1%	-2%	-8%	-3%	0%	2%
薄板-营业成本涨幅	3%	2%	10%	15%	-2%	-4%	8%	1%	-6%	1%	-2%	-6%	-3%	-1%	2%
厚板-营业成本涨幅	3%	1%	10%	16%	-2%	-4%	9%	2%	-6%	1%	-2%	-7%	-3%	0%	2%

按半年度-环比涨幅							
	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1
铜箔-价格涨幅	4%	23%	14%	1%	-6%	-1%	-10%
树脂-价格涨幅	6%	4%	10%	17%	-1%	5%	-8%
玻纤布-价格涨幅	0%	12%	23%	-1%	-7%	-6%	-15%
薄板-原材料成本涨幅	3%	13%	14%	4%	-4%	-1%	-10%
厚板-原材料成本涨幅	3%	13%	15%	5%	-5%	-1%	-10%
薄板-营业成本涨幅	3%	12%	12%	4%	-4%	-1%	-9%
厚板-营业成本涨幅	3%	11%	13%	5%	-4%	-1%	-9%

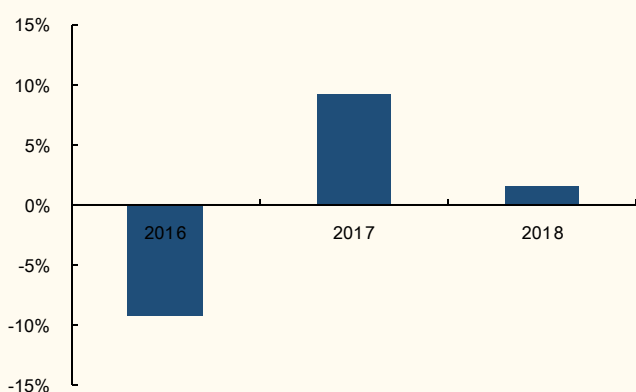
按年度-同比涨幅	
----------	--

	2016	2017	2018	2019
铜箔-价格涨幅	27%	16%	-7%	-11%
树脂-价格涨幅	9%	30%	4%	-1%
玻纤布-价格涨幅	12%	22%	-13%	-15%
薄板-原材料成本涨幅	16%	19%	-5%	-8%
厚板-原材料成本涨幅	16%	21%	-5%	-9%
薄板-营业成本涨幅	14%	17%	-4%	-7%
厚板-营业成本涨幅	14%	19%	-5%	-8%

来源：公司公告，产业链调研，国金证券研究所

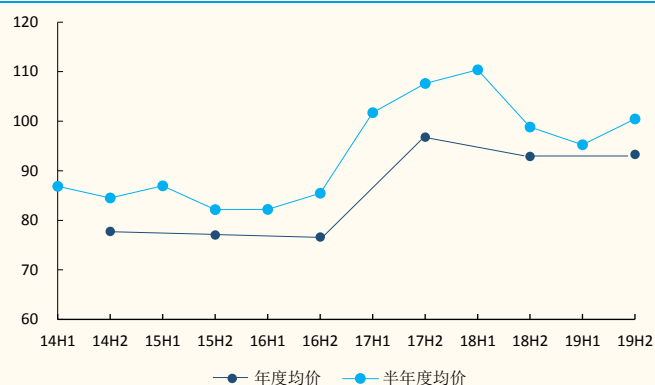
**周期阶段 II：覆铜板在涨价行情里实现一整年溢价。**随着原材料价格上涨，覆铜板也顺势开启涨价潮，根据统计，全球覆铜板平均单价在 2017 年和 2018 年分别上涨 9% 和 2%，并且从主流覆铜板厂商<sup>1</sup>的单价、单位毛利、毛利率走势可以看到，在 16H2~17H2 期间，主流覆铜板厂商迎来了涨价溢价行情，盈利能力得到极大提升。

图表 18：全球覆铜板单价变化情况



来源：CCLA，国金证券研究所

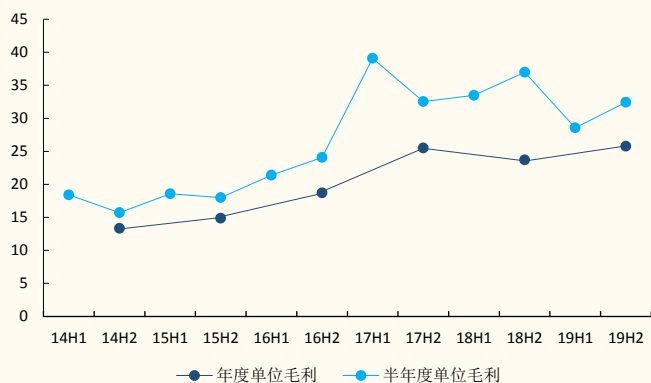
图表 19：主流覆铜板厂商平均单价走势 (单位:元/m<sup>2</sup>)



来源：公司公告，国金证券研究所

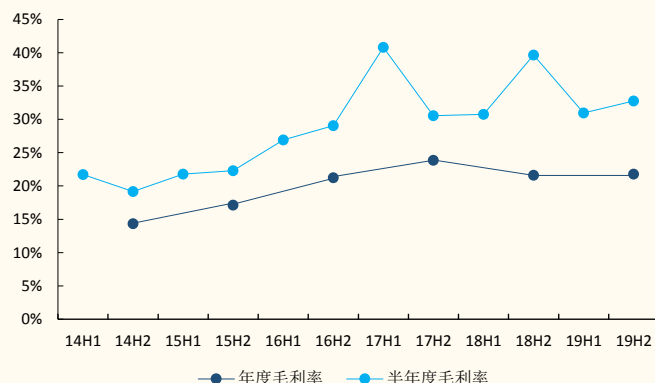
注：1) 平均单价采用算术平均，以反映各大厂商综合情况；2) 由于数据的可得性，半年度均价样本仅包含建滔基层板和生益科技；3) 平均走势反映的是各大覆铜板厂商综合化的结果，但部分厂商可能情况弱于平均情况。后同。

图表 20：主流覆铜板厂商单位毛利走势 (单位:元/m<sup>2</sup>)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：主流覆铜板厂商毛利率走势



来源：公司公告，国金证券研究所

**周期阶段 III：周期后生益科技显现出成长属性。**涨价溢价行情中，覆铜板厂商均能够获得周期利润，但只有在周期过去之后仍然能够保持价格和盈利的稳定才能够真正做到穿越周期。我们认为从四个关键点角度可以看出，生益科技即使受到周期扰动，但最终能够穿越周期实现成长：

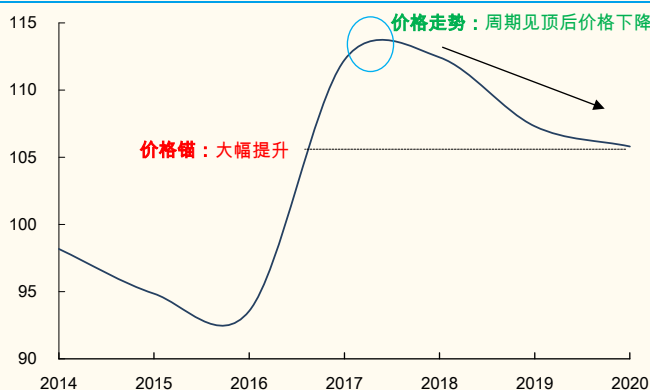
**1) 价格走势：**周期性主要体现在价格，无论是公司还是同行，价格都表现出

<sup>1</sup>样本取建滔积层板、生益科技、金安国纪、华正新材、台耀、联茂、台光这七大覆铜板厂为样本进行观察。

“价格上涨→周期见顶→价格回落”的运行规律，周期性对价格的扰动难以避免；

- 2) **价格锚**：周期后价格虽然一定会下行，但穿越周期的能力不同会使得价格刚性不同。从生益科技、建滔积层板、金安国纪和华正新材整个周期价格变化趋势可以看到，生益科技周期后价格虽有下降但稳定在高于周期之前的价格水平，即价格锚有明显的抬升，而建滔积层板价格锚抬升幅度较小，金安国纪和华正新材价格锚基本回到周期前水平，由此可见生益科技的价格刚性更大，也就是说其穿越周期的能力更强。
- 3) **盈利走势**：单位毛利走势更能够体现覆铜板厂商在周期中的调节能力，也是体现覆铜板厂商应对周期冲击的能力。从四家覆铜板厂商的单位毛利走势可以看到，生益科技是唯一能够在周期后迅速调整盈利状态而实现盈利水平持续上行的公司，可见其穿越周期的能力远高于其他厂商。
- 4) **盈利锚**：周期性强的公司盈利能力会在周期过后迅速回到原点，但从各大覆铜板厂商的盈利锚变化来看，生益科技单位毛利在周期后逐步提升，最后稳定在远高于周期前的盈利水平，而建滔积层板单位毛利最终也稳定在高于涨价周期前的水平，但盈利锚相对于周期前提升并不明显，金安国纪和华正新材盈利锚基本回到周期前水平（与2016年水平相比），由此可见其他厂商盈利能力较难以应对周期波动，而周期对于生益科技而言仅是短暂的扰动。

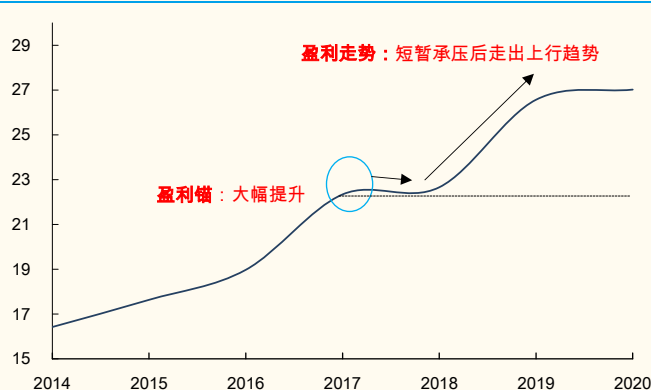
图表 22：生益科技年度单价走势（元/平方米）



来源：公司公告，国金证券研究所

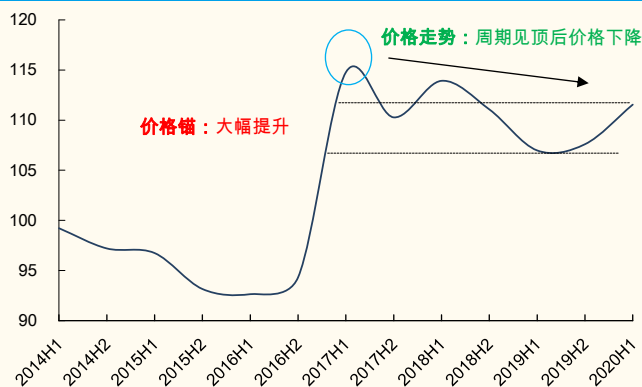
注：由于2020H2又开启新一轮涨价周期，为了直观观察一轮完整周期演变规律而不被新一轮周期情况干扰，半年度数据节点仅取到2020H1，后同。

图表 23：生益科技年度单位毛利走势（元/平方米）



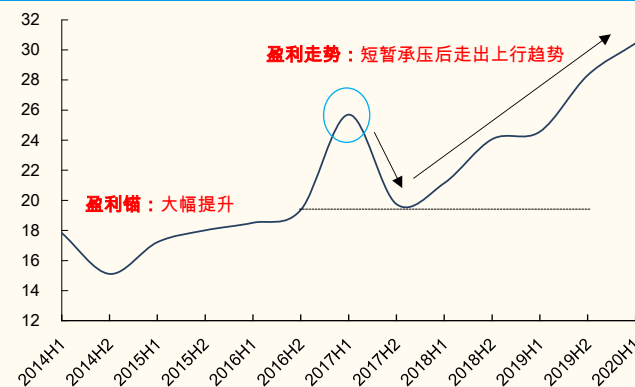
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：生益科技半年度单价走势（元/平方米）



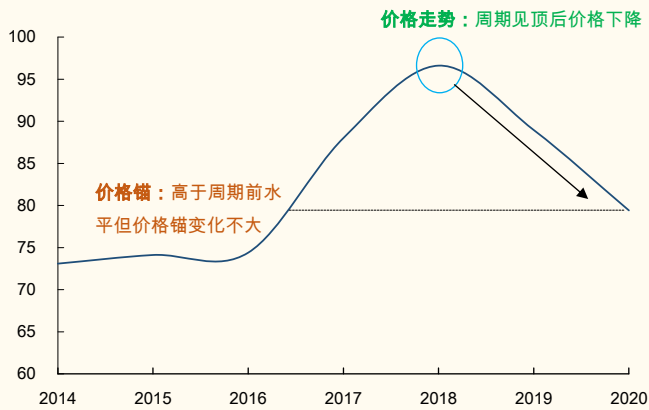
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：生益科技半年度单位毛利走势（元/平方米）



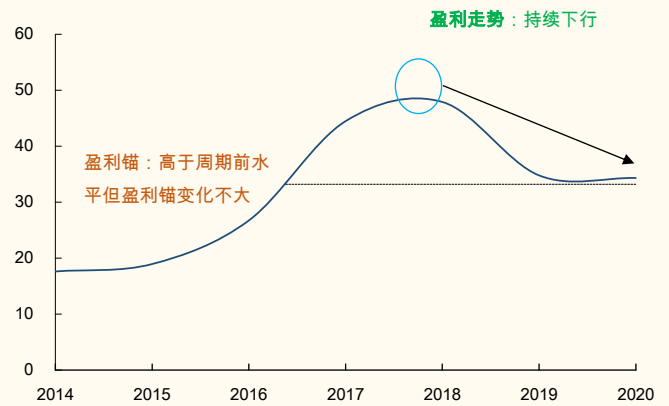
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26: 建滔积层板年度单价走势 (元/平方米)



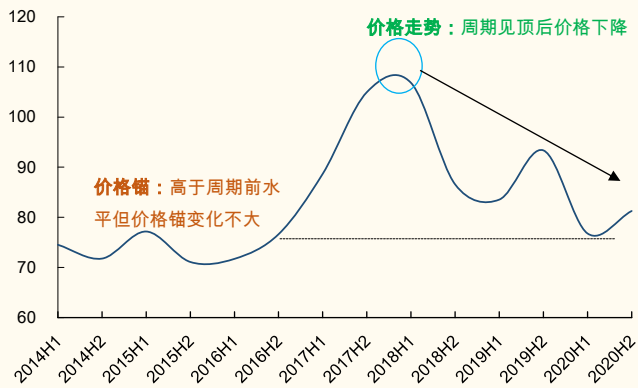
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 建滔积层板年度单位毛利走势 (元/平方米)



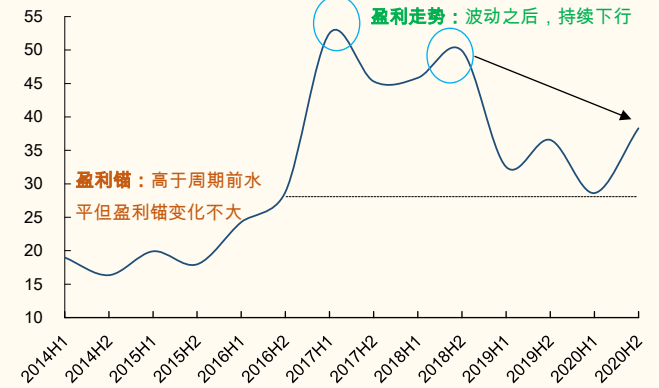
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 28: 建滔积层板半年度单价走势 (元/平方米)



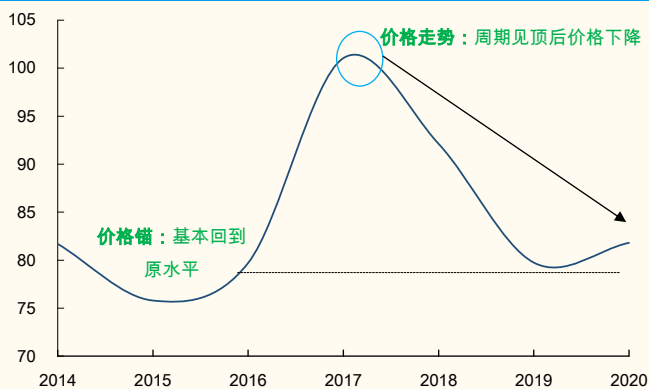
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 29: 建滔积层板半年度单位毛利走势 (元/平方米)



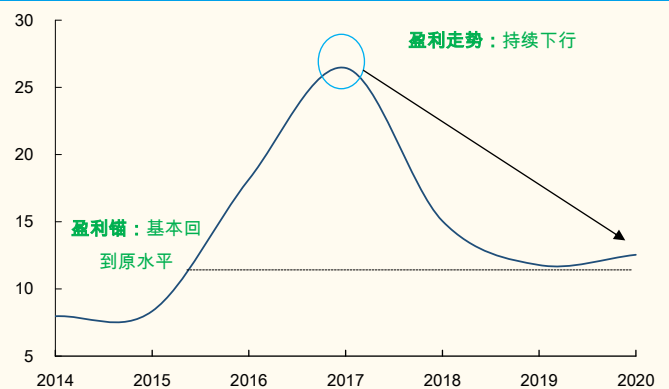
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 金安国纪年度单价走势 (元/平方米)



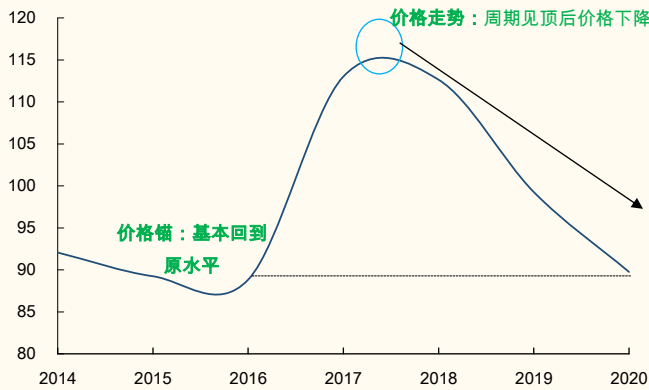
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 31: 金安国纪年度单位毛利走势 (元/平方米)



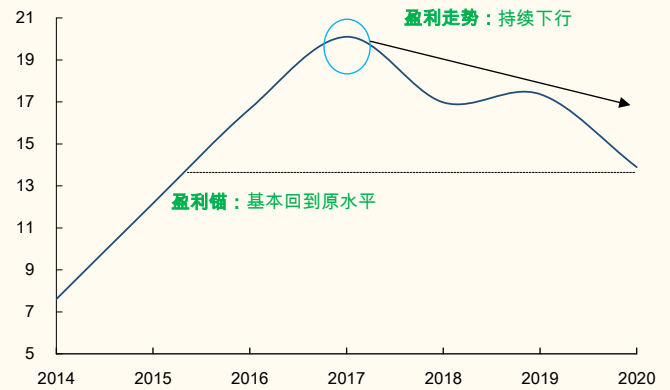
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 华正新材年度单价走势 (元/平方米)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 33: 华正新材年度单位毛利走势 (元/平方米)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

综合来看, 我们认为从一个完整周期中厂商的价格走势、价格锚变化、盈利走势和盈利锚变化情况来看, 生益科技穿越周期的能力高于其他厂商, 也就是其成长属性能够对冲周期波动的冲击。

图表 34: 主要覆铜板厂商价格走势、价格锚、单位毛利走势和单位锚判断

	价格走势	价格锚	盈利走势	盈利锚	成长性
生益科技	周期见顶后下行	大幅提升	短暂下降后持续上行	大幅提升	强
建滔积层板	周期见顶后下行	小幅提升	波动下行	小幅提升	较弱
金安国纪	周期见顶后下行	回到原点	持续下行	回到原点	弱
华正新材	周期见顶后下行	回到原点	持续下行	回到原点	弱

来源: 国金证券研究所

通过历史复盘我们可以看到, 公司作为全球覆铜板龙头厂商, 虽然会受到行业周期波动影响, 但公司具备强大的穿越周期的能力, 从而会使得公司在周期中会呈现这样的运行轨迹: 首先周期来临时能够实现涨价溢价, 此时产品价格和单位毛利都能够实现大幅度上涨; 其次在周期见顶后, 公司单价将会持续下降, 但是单位毛利能够在短期承压后迅速回升; 最后, 在周期之后虽然单价仍然保持波动下降的态势, 但是单位毛利能够持续提升。基于此, 21H1 期间行业已经从涨价溢价中实现了较高获利, 在预期下半年行业景气度有所下行的情况下, 产品价格必然会下滑, 但我们认为无需过多担心生益科技在此后的盈利问题, 公司能够凭借其穿越周期的成长能力, 在短暂承压之后实现盈利能力的持续再提升。

### 3、明确成长核心: 持续突破+内化升级模式助成长

#### 3.1、持续突破+内化升级模式是成长核心

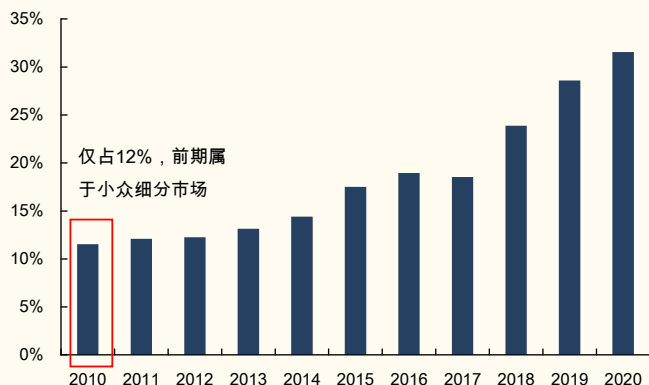
公司穿越周期的能力是其在覆铜板业务发展中实现稳步成长的关键, 是其核心价值的体现。那么公司为什么能够实现超越同行的成长性呢? 我们认为公司成长性布局框架可以归纳为“持续突破→内化升级”的滚动上升模式, 具体可以表现为:

1) 持续突破: 持续投入高端研发以实现产品升级。从覆铜板行业层面的产品结构可以看到高端特种产品的产值占比仅占 32%, 而十年前更是仅占 12%, 所以在覆铜板行业中布局高端产品的前期可能会遇到收入贡献有限而研发要求和客户要求又高的窘境, 如果没有战略决心将很难坚持。公司从事覆铜板行业起至今, 除了不断在规模上实现快速扩张, 同时具备非常强的战略决心, 从 2004 年与三菱瓦斯 (日本厂商) 合作、2017 年与中兴化成 (日本厂商)、2017 年与 LG 化学等合作的事件和公司研发投入力度就能看出公司的进取心。基于此, 公司不仅已经陆续突破了高频、高速、封装基板、柔性材料等高端产品技术壁垒和不断升级优化了 FR4 类产品性能, 并



且各类升级产品都不同程度地导入了市场，最终完成“技术突破→市场突破”的任务。

图表 35: 特种基材在覆铜板整体产值占比



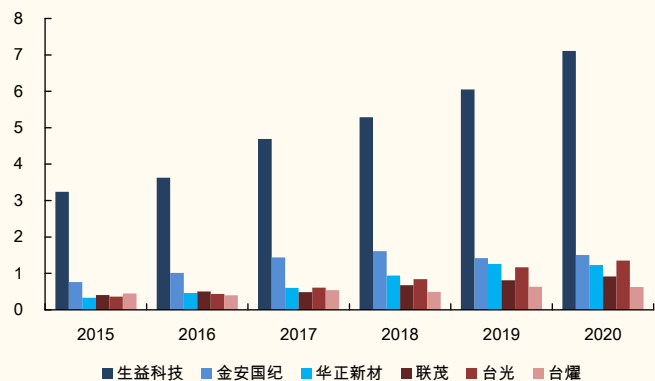
来源: 覆铜板资讯, 国金证券研究所

图表 36: 生益科技谋求与高端材料龙头合作

合作方	归属地	时间	合作事项
三菱瓦斯	日本	2004年12月8日	签署技术顾问协议
中兴化成	日本	2017年6月7日	由中兴化成向生益科技转让 PTFE 相关产品的完整配方、全流程生产工艺、专用设备技术、原材料厂家信息和相关商标
LG 化学	韩国	2017年7月13日	由 LG 化学向生益科技转让二层涂布法 FCCL 技术、专利、设备及商标等

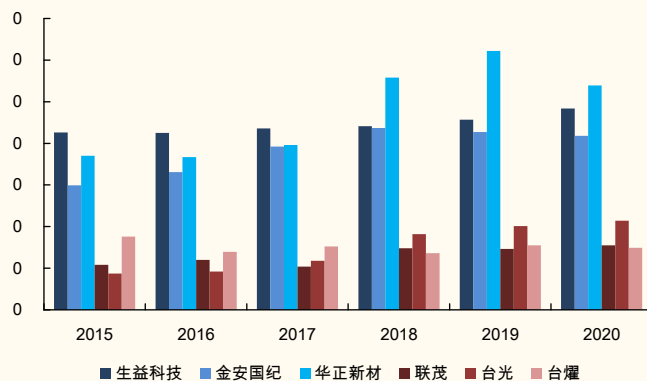
来源: 覆铜板资讯, 国金证券研究所

图表 37: 研发投入绝对值对比 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: 研发投入占营收比例对比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 39: 生益科技突破高端材料布局\*

厂商	封装基板 CCL			高速 CCL				高频 CCL				
	BT	BT Equiv.	Others	PTFE	D <sub>k</sub> <3.5	D <sub>k</sub> 3.5-4.0	D <sub>k</sub> 4.0-5.0	D <sub>k</sub> >5	PTFE	D <sub>f</sub> <0.003	D <sub>f</sub> 0.003-0.004	D <sub>f</sub> >0.004
Doosan (韩)			xxx			xx						
Hitachi Chemical (日)		xxx				xx	xx				xx	
Isola (美)			x		x	xx				x	xx	x
Panasonic Corp. (美)			xx	x	xx	xxxx				xxx		x
Nan Ya (台)		xx				x						
TUC (台)					x	xxx						
EMC (台)					x	xx						
ITEQ (台)					x	xx						
Shengyi (生益科技, 中)			在研发 (SI643U, SI546, SI455W)		x	x			xx	x		x
Mitsubishi Gas (日)		xxxx				xx	xx					
AGC Nelco (日)				x	x	xx	xx		xx		xx	x
Rogers (美)				xxx	xxx	xx		xx	xxxx	xxxx	xxx	
Sumitomo Bakelite(日)			xx			x						

来源: CCLA, 国金证券研究所

注: X=Limited Player; XXXX=High Level Supplier

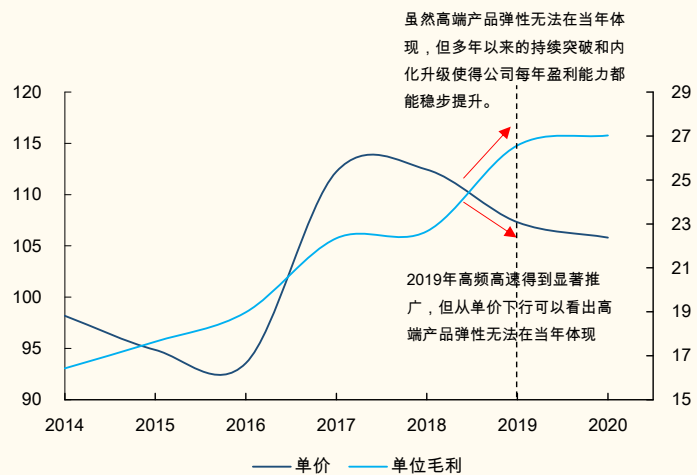
2) 内化升级: 产品结构滚动升级, 成本持续优化。升级产品的技术和市场突破反映到公司单价和利润并非一蹴而就的事情, 实际上在“技术突破→市场突破”之后还需要经历“市占率提升→成本优化”这样的内化过程, 以公司高频高速产品为例, 公司实际上从 2012 年就开始研发该产品, 而产品得到显著推广是在 2019 年, 从单价变化情况可推断 2019 年高频高速产品还未给公司带来显著效益, 预计高频高速产品贡献弹性将在未来逐渐体现。由此可见, 单产品从突破到完成内化过程是存在较长时间跨度的, 这一时间跨度是阻碍覆铜板厂商产品升级释放弹性、造成覆铜板存在周期性的关键。为了熨平单产品周期长的问题, 公司通过持续研发多种优化产品, 不断推陈出新, 并且在新产品向市场渗透的过程中持续优化产品成本, 最终形成多条“技术突破→市场突破→市占率提升→成本优化”运行模式并行的成长框架, 从而使得产品滚动升级、成长弹性滚动释放, 奠定公司高成长性。

图表 40: 生益科技历年在研项目

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
高频高速基材	高频高速基材	高频高速基材	高频电路基材	天线用高频覆铜板基材	高速基材	高速基材	射频用高频覆铜板基材	下一代高速通信用高耐热性超低损耗覆铜板基材技术
高密度互连基材	高密度印制线路板用基材	天线用高频覆铜板基材	高速基材	高速基材研究	高频基材	射频用高频覆铜板基材	面向 5G 移动通信传输网络的高速低损耗 PCB(56Gbps+)关键技术	智能移动终端用无卤高性能 HDI 覆铜板基材技术
挠性基材	挠性基材	高导热散热基材	高导热散热基材	PTFE 基材	服务器用基材	Ultra low loss+HDI+埋铜块复合技术的第五代移动通信电路板	汽车电子用基材	高密度封装板用覆铜板基材技术
高导热基材	高导热基材	适用于无铅化的 DICY 固化体系 FR-4 基材	适用于无铅化的 DICY 固化体系 FR-4 基材	适用 25G 高速的高精度网卡电路板	汽车电子用基材	汽车电子用基材	服务器用基材	数据中心运算节点印制电路板
无卤阻燃基材	无卤化高性能基材	附潮热性无卤 CEM-1	高密度互连用基材	刚接结合板用无卤覆铜板	高密度互连用基材	高密度互连用基材	黑色聚酰亚胺薄膜覆铜板技术	智能汽车雷达控制系统印制电路板的研究
高频高速至少从 2012 年就开始研发	铜浆灌孔 CEM-3 板	压合法无胶双面快性覆铜板	IC 封装用基材	高密度互连用基材	高 CTI 基材	服务器、存储用基材	用于 LED 封装的高效散热覆铜板基材	城市骨干网核心路由深微孔任意互联技术电路板
		信号高保真电路板	挠性基材	高 CTI 基材	热导率 3.0w/m·k 铝基板	高性能无胶软性材料	Tg<150°C 低信号损失环保基材	高性能低流胶环保半固化片
		集成电路用高模量无卤有机封装基板	刚接结合板用无卤不流动 PP	LED 用高导热基材	IC 封装板用高 Tg、低 XY-CTE 环保基材	用于 LED 封装的高效散热覆铜板基材	高刚性无卤环保基材	适合 SAP 工艺的封装板材料的研究
			高阶高密度积层板	Low XY-CTE 耐热 CEM-3	消费类智能电子产品用高性能环保基材	耐 CAF、导热型 FR-4.0 覆铜板	服务器用高性能无卤材料	LowDk/Df 不流动半固化片的研究
			超大容量功能集成基板	消费类智能电子产品用高性能环保基材	微型高精密封放散体透明电路板	高导热率金属基板	0.2mm 钻孔/0.4mm 盲钻技术的城市路由电路板	高性价比高 CTI CEM-3 产品
				特种双面盲压高速背板电路板		应用于 10G-100G 光通信用硅芯片的光模块电路板		
						0.2mm 孔径/0.4mm 盲钻技术的城市路由电路板		

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 41: 生益科技单价和单位毛利走势 (元/平方米)

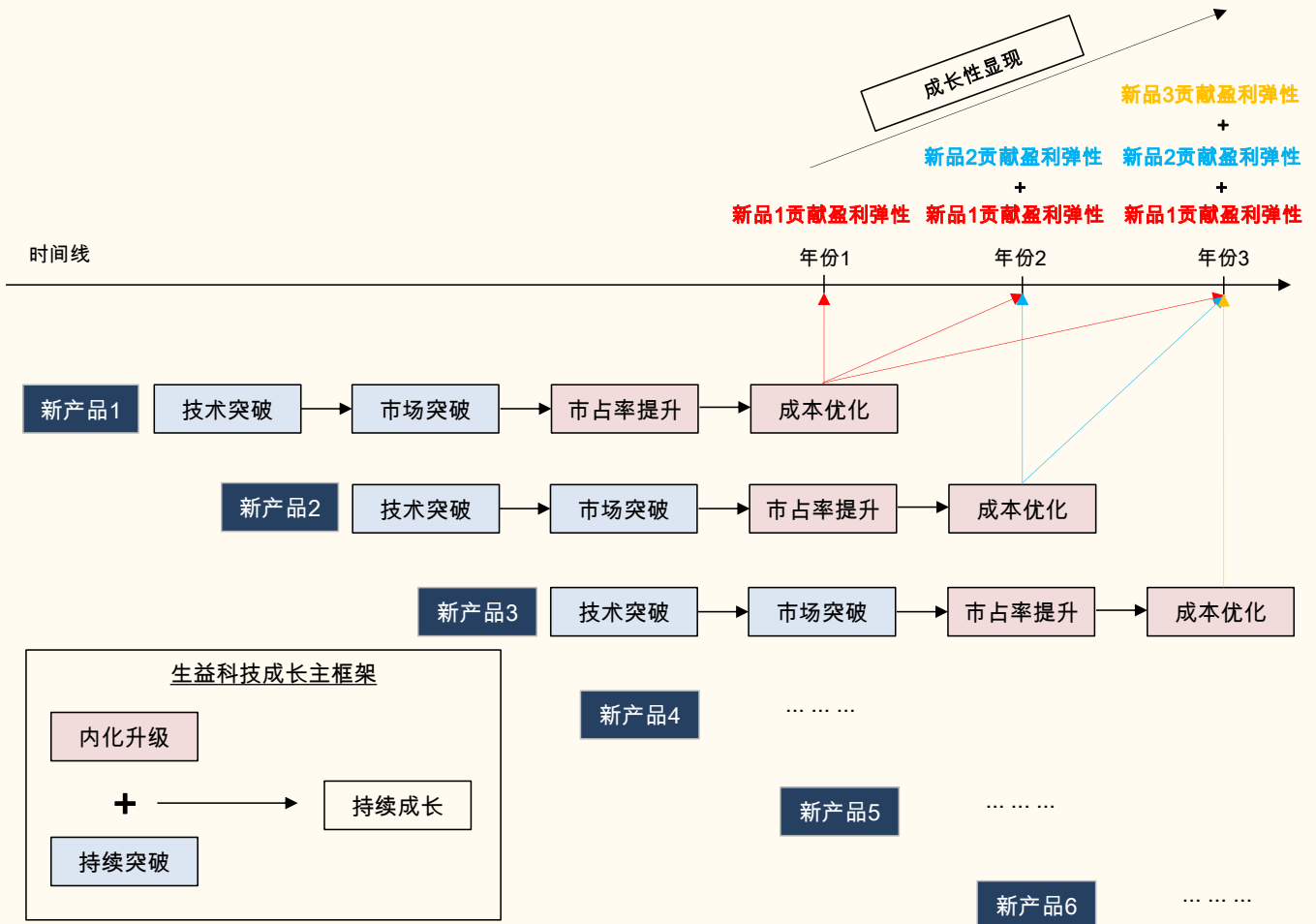


来源: 公司公告, 国金证券研究所

总结来看, 我们认为公司保证成长的核心价值在于其“持续突破→内化升级”的产品布局框架, 即通过持续的技术研发和市场开拓不断推出新产品, 再通过后续加码产品客户拓展和成本的再优化实现盈利弹性贡献, 多个新产品线滚动交

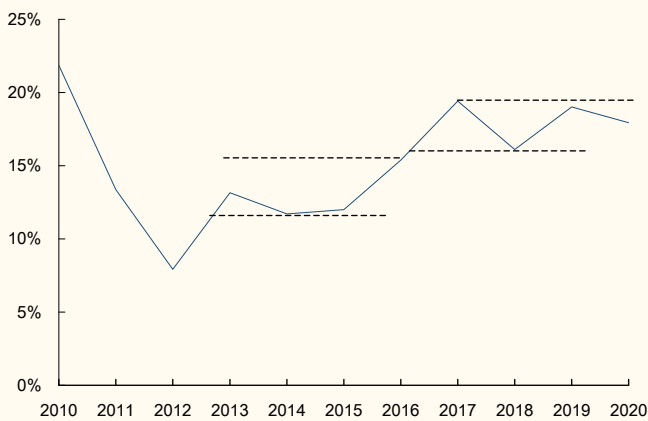
错升级，最终熨平了公司整体盈利的波动性，在这样的运行框架下，公司资产盈利能力逐渐提升，主要反映为稳态 ROE 不断向更高水平迈进，可见公司成长价值高。

图表 42：生益科技“持续突破→内化升级”成长逻辑示意图



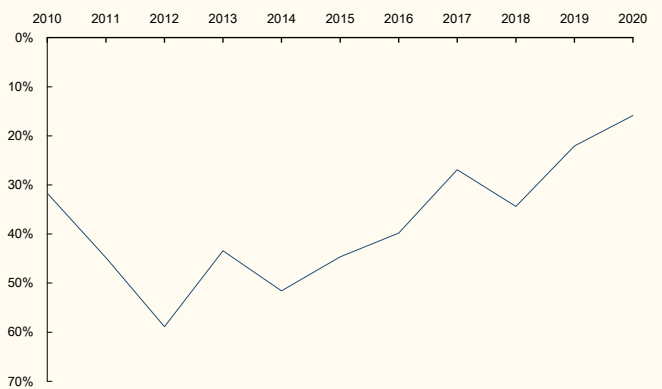
来源：国金证券研究所

图表 43：生益科技 ROE 数据



来源：Wind，国金证券研究所

图表 44：生益科技 ROE 在电子公司排名分位数



来源：Wind，国金证券研究所

### 3.2、高频\高速\HDI载板持续突破，优化持续推进

多类型高端产品突破放量在即。高端产品持续突破是公司实现持续成长的根本，

从公司的研发、市场开拓，我们能够展望未来重点推向市场的产品包括但不限于：

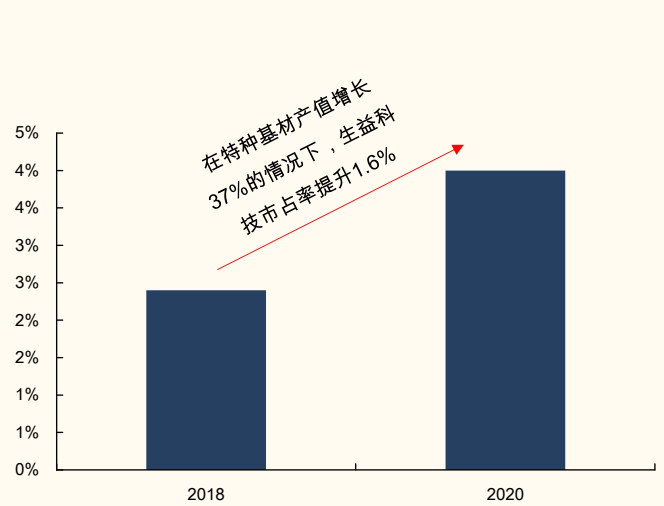
- 1) **高频高速国产化持续提升，未来应用空间继续打开。**公司高频高速类产品持续研发近十年时间，在 2019 年国产替代的大环境下实现了市场快速突破，2020 年也持续推进，可以看到公司因高频高速市场快速拓展而实现了在全球特种基材领域市占率的大幅提升，未来国产替代仍可期。从市场需求来看，高频高速产品在未来需求空间仍然会打开，其中高频产品在汽车雷达的应用将打开，公司在汽车毫米波雷达布局积极，有望成为细分市场主力供应商；高速产品随着服务器平台升级，市场空间也将进一步打开。

图表 45：生益科技高频高速产品历年研发项目

2012	2013	2014	2015
高频高速基材	高频高速基材	高频高速基材	高频电路基材
		天线用高频覆铜板基材	高速基材
2016	2017	2018	2019
天线用高频覆铜板基材	高速基材	高速基材	射频用高频覆铜板基材
高速基材研究	高频基材	射频用高频覆铜板基材	面向 5G 移动通信传输网络的高速低损耗 PCB(56Gbps+)关键技术
PTFE 基材			
适用 25G 高速的高精度线卡电路板			
2020	下一代高速通信用高耐热性超低损耗覆铜板基材技术		

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46：生益科技在全球特种基材市占率变化



来源：CCLA，国金证券研究所

图表 47：生益科技在毫米波雷达高频产品积极布局



来源：生益天空下，国金证券研究所

图表 48：服务器用 CCL 成长逻辑

	2017年	2021年	2022年
服务器平台	Purley	Whitley	Eagle Stream
服务器出货量	1024万台	1223万台	1291万台
CCL等级	M2	M4	M6
CCL价格	100	120~150	150~180

来源：国金证券研究所

- 2) **HDI 加大发力，MiniLED 应用在即。**公司 HDI 相关产品也是自 2012 年开始着重研发，多年来也在持续深耕，今年有望开始发力推向市场，其中在 MiniLED 类用 HDI CCL 已经进入国际大客户的主力供应链，有望在今明两年贡献业绩弹性。

图表 49: 生益科技 HDI 产品历年研发项目

2012	2015	2016	
高密度互连用基材	高密度互连用基材	高密度互连用基材	
	高阶高密度积层板		
2017	2018	2019	2020
高密度互连用基材	高密度互连用基材	用于 LED 封装的高效散热覆铜板基材	智能移动终端用无卤高性能 HDI 覆铜板基材技术
	用于 LED 封装的高效散热覆铜板基材		

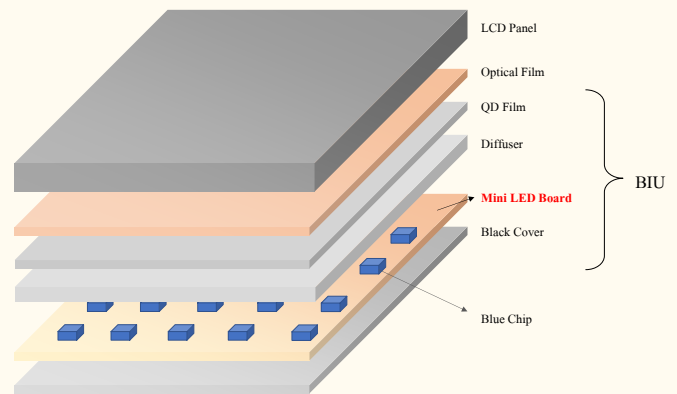
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 50: Mini LED 布局进程

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Signage		Samsung/INX				
TV			TCL/Samsung			
MNT			Ace/ASUS			
NB				?		
Tablet			Apple			
Smartphone						?
Automobile					?	
VR						?

来源: LEDinside, 国金证券研究所

图表 51: Mini LED 用 PCB 板示意图



来源: LEDinside, 国金证券研究所

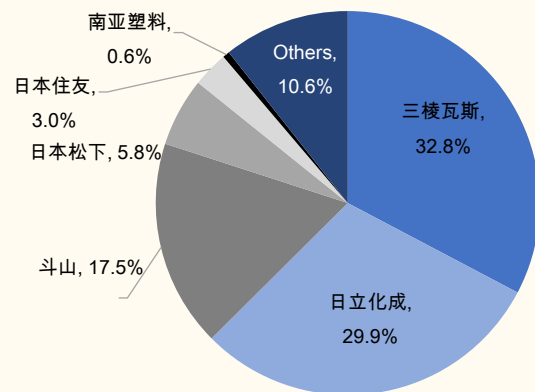
3) 封装载板国产替代机会强, 扩产以迎接高端挑战。封装载板是覆铜板产品等级中最高等级产品, 以往该产品主要被日韩台厂商高度垄断, 随着半导体产业链国产替代加快, 该类材料也成为了国内加速布局的重点。公司自 2014 年开始加大封装载板研发, 目前已经形成了多个产品系列, 当前已经在松山湖厂区储备了扩产产能, 有望迎接高端产品国产替代浪潮。

图表 52: 生益科技封装载板产品历年研发项目

2014	2015	2017	2020
集成电路用高模量无卤有机封装基板	IC 封装用基材	IC 封装载板用高 Tg、低 XY-CTE 环保基材	高密度封装载板用覆铜板基材技术
			适合 SAP 工艺的封装基板材料的研究

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 53: 封装载板用 CCL 市场格局



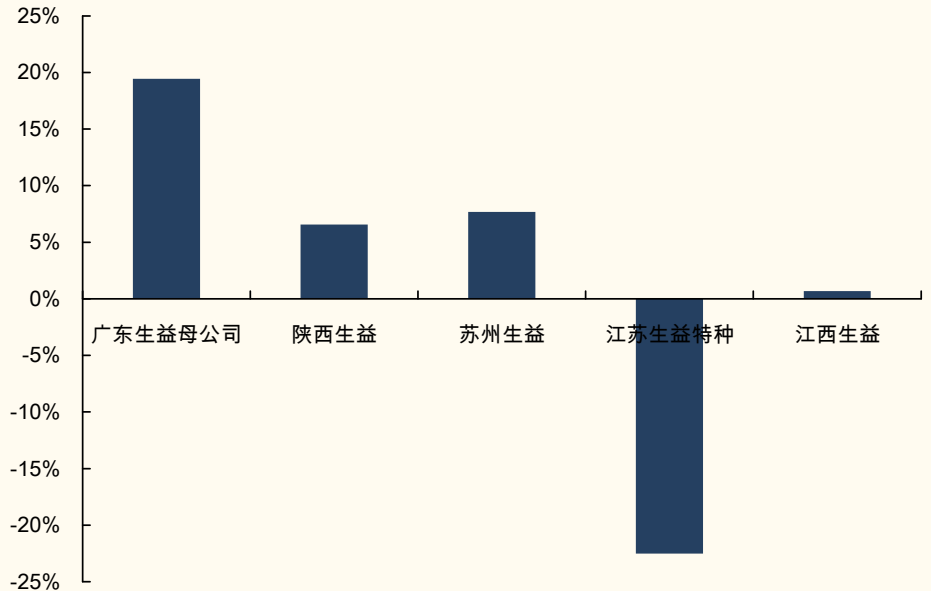
来源: CCLA, 国金证券研究所

现有产品持续内化, 成本提升空间大。按照公司的成长框架, 除了持续推进高



端新产品研发和市场开拓，新产品渗透和成本优化的内化过程也是公司积极在推进的经营重点。我们从公司披露信息可以看到，公司各地子公司净利率相对广东生益母公司低 10 个百分点左右，可见已有产品在公司不同经营主体内的内化进度不一致，包括产品结构、客户管理和原材料管理方面存在较大的差异。基于此，公司从 2020 年下半年开始持续推进公司集团化管理，通过改善集团销售和集团采购模式来提升各个子公司的盈利能力，这将为公司中短期业绩提升提供有力支撑。

图表 54：生益科技母公司与子公司净利率对比



来源：Wind，国金证券研究所

注：鉴于数据的可得性，广东生益母公司、陕西生益、江苏生益特种采用 2020 年年报数据，陕西生益、江西生益采用 2020 年半年报数据

综合来看，我们认为公司成长性价值主要在于公司持续突破和内化升级模式，并且展望未来可以看到公司在高频高速、HDI、封装基板等产品已经在发力布局，有望成为国内突破高端覆铜板产品的领军者；除此之外公司还积极提升已有高端产品的渗透和成本优化，最终使得其成长属性逐渐加强，穿越周期的能力远胜于同行。

#### 4、盈利预测：三年复合增速达到 36.8%

根据前述逻辑，我们对公司盈利情况进行预测：

- 1) **CCL+PP 业务销量假设：**2021 年公司没有产能扩出，但同比来看 2021 年产能利用率要高于 2020 年（2020 年有疫情干扰），因此我们预计 2021 年销量增长 10%；2022~2023 年公司都有较多产能开出，我们假设公司销量增幅分别达到 15%、15%。因此我们预计公司 2021~2023 年销量将分别达到 11279 万平方米、12971 万平方米、14916 万平方米。
- 2) **CCL+PP 业务单价假设：**2021 年覆铜板盈利涨价大潮，根据产业链调研，21H1 平均涨价 30%，考虑到下半年要降价，因此我们合理假设 2021 年平均价格会上涨 20%；根据前述逻辑，我们认为公司单价会缓慢下降且最终单价锚会稳定在高于涨价周期来临前的水平，并且考虑到公司高频高速产品、MiniLED 产品即将在未来 3 年放量从而价格水平会稳步提升，因此我们假设 2021 年和 2022 年单价降幅分别为 5%。因此我们预计公司 2021~2023 年单价水平分别为 127 元/平方米、121 元/平方米、115 元/平方米。
- 3) **生益电子利润贡献假设：**在我们前期报告《生益电子：通信 PCB 龙头谋多

元化布局，需求升级迎机会》中对生益电子的利润走势有详细拆分，本文就不再赘述，我们预计生益电子将在 2021~2023 年贡献归母净利润 2.38 亿元、3.42 亿元和 5.41 亿元。

4) 其他业务利润贡献假设：假设其他业务利润贡献保持稳定，我们预计其他业务将在 2021~2023 年贡献归母净利润 0.22 亿元、0.22 亿元和 0.22 亿元。

我们预计生益科技 2021~2023 年归母净利润将分别达到 26.6 亿元、22.0 亿元和 43.1 亿元，分别同比增长 58%、24%、31%，三年复合增速达到 36.8%，成长强劲。

图表 55：生益科技盈利预测

	单位	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	备注
<b>CCL+PP</b>									
营业收入	亿元	89	98	100	108	141	154	168	
	销量 万平方米	7970	8687	9321	10254	10254	11792	13560	注1
	单价 元/平方米	112	112	107	106	138	131	124	
毛利润	亿元	18	20	25	28	41	48	56	
	毛利率 %	20%	20%	25%	26%	29%	31%	33%	
	期间费用率 %	9%	12%	14%	13%	12%	12%	11%	
归母净利润	亿元	10	8	11	13	24	29	37	注2
	归母净利率 %	11%	8%	11%	12%	17%	19%	22%	
<b>PCB</b>									
营业收入	亿元	17	20	30	36	36	46	62	
生益电子-营收	亿元	17	21	31	36	36	47	63	
	内部调整比例	-	0.98	0.99	0.98	0.98	0.98	0.98	
毛利润	亿元	4.10	5.29	8.80	9.27	8.82	11.86	17.22	
生益电子毛利润	亿元	4.06	5.36	9.21	9.92	9.29	12.48	18.13	
	内部调整比例	-	1.01	0.99	0.95	0.95	0.95	0.95	
	生益电子-毛利率 %	24%	26%	29%	26%	25%	26%	28%	
	生益电子-期间费用率 %	16%	16%	16%	15%	15%	15%	15%	
生益电子-净利润	亿元	1.38	2.13	4.41	4.39	3.79	5.44	8.60	
	净利率 %	8%	10%	14%	12%	10%	12%	14%	
归母净利润	亿元	1.09	1.68	3.47	3.46	2.38	3.42	5.41	
	持股比例 %	0.79	0.79	0.79	0.79	0.63	0.63	0.63	
<b>其他业务</b>									
营业收入	亿元	1	2	2	2	2	2	2	
毛利润	亿元	1	2	2	2	2	2	2	
	毛利率 %	88%	89%	87%	88%	88%	88%	88%	
归母净利润	亿元	0.13	0.14	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	注3
	归母净利率 %	10%	8%	11%	11%	11%	11%	11%	
<b>营业收入</b>	<b>亿元</b>	<b>108</b>	<b>120</b>	<b>132</b>	<b>147</b>	<b>179</b>	<b>202</b>	<b>232</b>	
	YoY %	20%	11%	11%	11%	22%	13%	15%	
<b>毛利润</b>	<b>亿元</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	<b>35</b>	<b>39</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>73</b>	
	毛利率 %	21%	22%	27%	27%	28%	30%	31%	
	期间费用率 %	11%	14%	16%	15%	13%	13%	13%	
<b>归母净利润</b>	<b>亿元</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>26.6</b>	<b>33.0</b>	<b>43.1</b>	
	归母净利率 %	10%	8%	11%	11%	15%	16%	19%	
	YoY %		-7%	45%	16%	58%	24%	31%	

来源：Wind，国金证券研究所

注 1：由于覆铜板销量和 PP 片销量单位不一致，此销量仅列出覆铜板销量，未列出 PP 片销量，该计算方法会导致计算而得的单价并非真实单价；但考虑到覆铜板和 PP 片销量趋势和价格走势一致，因此该计算方式可以理解为覆铜板和 PP 片综合趋势假设。

注 2：公司未披露 CCL+PP 片贡献归母净利润，该历史数值根据公司总归母净利润减去 PCB 归母净利润减去其他业务归母净利润而得。

注 3：公司未披露其他业务贡献归母净利润情况，我们假设其他业务归母净利率与公司整体保持一致，则计算可能其他业务归母净利润。

根据我们的预测，对应公司当前估值水平仅 25 倍、20 倍和 16 倍，相对其他可比厂商来说估值仍处于相对低位，我们认为公司成长属性较得到逐渐体现，长期投资价值高，因此我们按照 2022 年业绩、30 倍的成长性估值计算公司合理市值为 990 亿元，对应目标价为 42.97 元，继续给予“买入”评级。

**图表 56：生益科技与可比公司估值水平对比**

	2021E PE	2022E PE	2023E PE
南亚新材	28.15	21.40	17.21
华正新材	27.11	19.79	14.74
深南电路	36.18	29.74	24.99
平均 PE	30.48	23.64	18.98
生益科技	25.15	20.27	15.52

来源：Wind，国金证券研究所

注：除生益科技以外的其他厂商估值参考 Wind 一致预期。

## 5、风险提示

### 5.1、成本转嫁不及预期

根据我们的分析，我们认为公司能够在涨价周期中通过涨价溢价将成本压力转嫁给客户，同时还能够从中获得超额收益，最终我们得出结论下半年即使需求承压，公司也能实现单位毛利稳定在高水平；但如果公司成本转嫁过程受阻，则可能对公司盈利造成较大的影响，最终使得业绩不及预期。

### 5.2、需求不及预期

当前整个覆铜板行业处于较高景气度阶段，并且远期订单也能够看到较好的保证；但如果下半年需求下行压力过大导致后续订单不足，则对公司产能稼动率会形成冲击，最终导致业绩不及预期。

### 5.3、新产品放量不及预期

根据前述内容，我们认为公司能够实现高成长性的原因是能够实现突破+内化的运行模式，其中关键点就在于新产品能够持续突破；但如果新产品放量不及预期，则会对公司成长性产生冲击，最终导致业绩不及预期。

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	13,241	14,687	19,369	23,243	29,054	货币资金	1,125	1,062	850	1,476	2,671	3,579
增长率		10.5%	10.9%	31.9%	20.0%	25.0%	应收账款	4,598	5,315	6,050	7,431	8,718	10,645
主营业务成本	-9,324	-9,713	-10,754	-13,849	-16,619	-20,686	存货	1,748	2,100	2,519	2,629	3,155	3,535
%销售收入	77.8%	73.4%	73.2%	71.5%	71.5%	71.2%	其他流动资产	181	235	297	240	239	258
毛利	2,657	3,528	3,933	5,520	6,624	8,367	流动资产	7,652	8,712	9,716	11,776	14,784	18,017
%销售收入	22.2%	26.6%	26.8%	28.5%	28.5%	28.8%	%总资产	59.4%	56.1%	52.9%	57.2%	62.0%	65.8%
营业税金及附加	-80	-76	-104	-116	-139	-174	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	-349	%总资产	33.4%	38.4%	41.5%	37.7%	33.5%	30.0%
%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	-872	-1,046	-1,307	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%	4.5%	4.5%	4.5%	%总资产	40.6%	43.9%	47.1%	42.8%	38.0%	34.2%
研发费用	-529	-605	-711	-910	-1,092	-1,366	<b>资产总计</b>	<b>12,886</b>	<b>15,535</b>	<b>18,357</b>	<b>20,593</b>	<b>23,841</b>	<b>27,369</b>
%销售收入	4.4%	4.6%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	短期借款	1,419	1,934	2,882	2,943	2,776	1,552
息税前利润 (EBIT)	1,320	1,915	2,219	3,331	4,044	5,172	应付款项	1,994	2,760	3,264	3,541	4,349	5,400
%销售收入	11.0%	14.5%	15.1%	17.2%	17.4%	17.8%	其他流动负债	364	563	659	870	1,064	1,287
财务费用	-185	-142	-114	-165	-176	-126	流动负债	3,778	5,257	6,804	7,355	8,189	8,239
%销售收入	1.5%	1.1%	0.8%	0.9%	0.8%	0.4%	长期贷款	539	732	605	905	1,025	1,175
资产减值损失	-26	37	72	-89	-17	-22	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	8,325	9,304	9,541
投资收益	24	25	76	80	75	81	<b>普通股股东权益</b>	<b>6,403</b>	<b>8,834</b>	<b>9,889</b>	<b>11,405</b>	<b>13,560</b>	<b>16,724</b>
%税前利润	1.9%	1.4%	3.7%	2.5%	1.9%	1.6%	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	3,216	3,952	5,128	未分配利润	2,475	3,077	3,690	5,206	7,361	10,525
营业利润率	10.3%	13.6%	14.2%	16.6%	17.0%	17.6%	少数股东权益	439	520	754	863	978	1,104
营业外收支	-6	0	-7	-10	1	2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,886</b>	<b>15,535</b>	<b>18,357</b>	<b>20,593</b>	<b>23,841</b>	<b>27,369</b>
税前利润	1,223	1,805	2,083	3,206	3,953	5,130	<b>比率分析</b>						
利润率	10.2%	13.6%	14.2%	16.6%	17.0%	17.7%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-158	-242	-283	-436	-538	-694	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.9%	13.4%	13.6%	13.6%	13.6%	13.5%	每股收益	0.472	0.636	0.734	1.156	1.433	1.872
净利润	1,065	1,563	1,800	2,770	3,415	4,436	每股净资产	3.024	3.881	4.317	4.953	5.889	7.264
少数股东损益	64	115	120	109	115	126	每股经营现金净流	0.632	0.705	0.678	1.054	1.506	1.843
归属于母公司的净利润	1,000	1,449	1,681	2,661	3,300	4,310	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500
净利率	8.4%	10.9%	11.4%	13.7%	14.2%	14.8%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	15.63%	16.40%	16.99%	23.33%	24.34%	25.77%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	7.76%	9.33%	9.15%	12.92%	13.84%	15.75%
净利润	1,065	1,563	1,800	2,770	3,415	4,436	投入资本收益率	11.11%	13.79%	13.53%	17.79%	18.96%	21.62%
少数股东损益	64	115	120	109	115	126	<b>增长率</b>						
非现金支出	392	372	460	694	672	735	主营业务收入增长率	11.44%	10.52%	10.92%	31.88%	20.00%	25.00%
非经营收益	107	70	-10	87	162	130	EBIT增长率	0.86%	45.10%	15.84%	50.15%	21.40%	27.87%
营运资金变动	-226	-402	-696	-1,136	-798	-1,078	净利润增长率	-6.90%	44.81%	16.00%	58.36%	24.01%	30.59%
经营活动现金净流	1,337	1,604	1,554	2,415	3,451	4,223	总资产增长率	0.35%	20.56%	18.17%	12.18%	15.78%	14.80%
资本开支	-1,199	-1,579	-1,753	-766	-864	-973	<b>资产管理能力</b>						
投资	-3	5	-79	-13	-50	-55	应收账款周转天数	116.2	116.0	117.9	117.0	116.0	115.0
其他	4	8	-1	80	75	81	存货周转天数	65.5	72.3	78.4	70.0	70.0	63.0
投资活动现金净流	-1,198	-1,566	-1,833	-699	-839	-947	应付账款周转天数	74.8	84.7	94.3	88.0	90.0	90.0
股权募资	9	0	189	0	0	0	固定资产周转天数	105.3	137.9	158.4	118.3	97.9	78.2
债权募资	-466	688	697	245	-52	-1,032	<b>偿债能力</b>						
其他	-786	-864	-1,044	-1,335	-1,364	-1,337	净负债/股东权益	32.90%	15.88%	23.62%	18.75%	7.45%	-4.83%
筹资活动现金净流	-1,243	-176	-157	-1,090	-1,416	-2,368	EBIT利息保障倍数	7.1	13.5	19.4	20.1	23.0	40.9
现金净流量	-1,104	-139	-437	626	1,196	908	资产负债率	46.91%	39.79%	42.02%	40.43%	39.02%	34.86%

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	7	8	10	13	35
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	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。

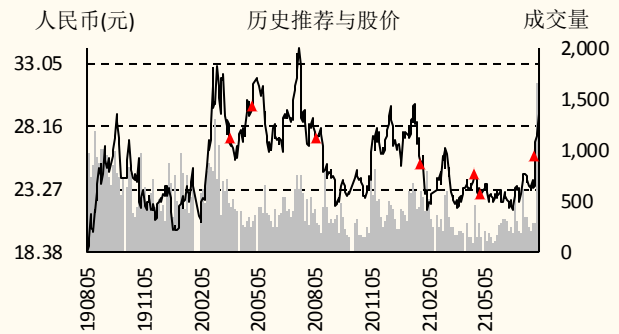
最终评分与平均投资建议对照：

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	2020-03-25	买入	27.50	36.20
2	2020-04-28	买入	30.17	36.20 ~ 36.20
3	2020-08-11	买入	27.90	36.20
4	2020-12-06	买入	29.43	36.20 ~ 36.20
5	2021-01-25	买入	26.25	36.20 ~ 36.20
6	2021-04-20	买入	24.22	N/A
7	2021-04-30	买入	23.83	N/A
8	2021-07-27	买入	23.47	N/A

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，不作为或被视为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。

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