

## 公司研究

## 21H1 业绩超预期，行业景气持续

## ——生益科技（600183.SH）跟踪报告之一

## 要点

**事件：**公司发布 2021 年半年度业绩预增预告，预计 2021 上半年公司实现归母净利润 14.0-14.2 亿元，同比增加 70%-72%，预计实现扣非归母净利润 13.9-14.1 亿元，同比增加 69%-71%，超出市场预期。

## 点评：

**单季利润超预期，行业景气度持续：**从 2021 年二季度单季来看，公司 Q2 实现归母净利润 8.56-8.76 亿元，同比增长 76%~80%；实现扣非归母净利润 8.46-8.66 亿元。如果按照 21Q2 实现归母净利润中值来计算，预计环比 21Q1 增长 59%。我们认为，公司单季度利润快速增长，主要是由于覆铜板产品量价齐升以及产品毛利率上行。同时我们判断，覆铜板行业有望持续景气，带动公司业绩持续增长。

**涨价周期内利润提升，毛利有望持续上行：**2021 年以来，由于上游原材料持续上涨，公司在 21Q2 实现成本转嫁，从而实现业绩超预期增长。公司覆铜板各类产品的销量和价格相比上年同期均有不同程度的增长和提升。我们判断，公司的应对政策有望持续提升自身毛利，随着原材料供需情况改善、产能提升，公司作为行业龙头有望持续提升自身议价能力，毛利率有望维持上行。

**行业边际拓展，打开下游空间：**下游高端消费电子产品、汽车等需求持续旺盛，叠加下半年 5G 通信建设预期回暖，我们认为公司覆铜板业务仍将维持景气。公司在汽车电子领域积累深厚，中高端板材均已通过大厂认证，结构占比逐步提升，在新能源汽车、自动驾驶组件、高速传输线等领域均有新品布局，同时针对 5G 基站、服务器的高频高速产品已经获得较好的客户认证。同时我们认为，高频高速 CCL 国产替代需求强烈。我们判断，公司作为高频高速 CCL 国产龙头，产品结构优化有望带动公司业务成长。

**盈利预测、估值与评级：**由于公司半年报预告超出市场预期，我们判断公司受益于行业回暖带动产品量价齐升，以及下游市场边际不断拓展。我们上调公司 2021-2022 年净利润为 23.89/27.92 亿元，较前次上调幅度为 3.73%/3.45%，新增 2023 年净利润预测为 32.91 亿元，对应 2021-2023PE 为 27/23/20X。我们看好公司作为覆铜板龙头企业的增长潜力，维持“买入”评级。

**风险提示：**5G 建设需求不及预期，原材料涨价拖累公司盈利能力，产能爬坡低于预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,241	14,687	18,209	21,486	24,924
营业收入增长率	10.52%	10.92%	23.98%	18.00%	16.00%
净利润（百万元）	1,449	1,681	2,389	2,792	3,291
净利润增长率	44.81%	16.00%	42.15%	16.88%	17.87%
EPS（元）	0.64	0.73	1.04	1.22	1.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.40%	16.99%	21.03%	20.45%	20.12%
P/E	45	39	27	23	20
P/B	7.4	6.6	5.8	4.8	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-06

## 买入（维持）

当前价：28.55 元

## 作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqil@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	23.02
总市值(亿元)	657.36
一年最低/最高(元)	21.20/30.46
近 3 月换手率：	83.56%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	19.45	20.13	-1.83
绝对	16.53	20.77	4.10

资料来源：Wind

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,241	14,687	18,209	21,486	24,924
营业成本	9,713	10,754	13,340	15,741	18,259
折旧和摊销	409	531	527	662	799
税金及附加	76	104	109	129	150
销售费用	288	179	237	279	336
管理费用	644	720	910	1,074	1,246
研发费用	605	711	910	1,074	1,246
财务费用	142	114	113	102	65
投资收益	25	76	90	100	110
营业利润	1,805	2,090	2,792	3,240	3,794
利润总额	1,805	2,083	2,788	3,236	3,790
所得税	242	283	279	324	379
净利润	1,563	1,800	2,509	2,912	3,411
少数股东损益	115	120	120	120	120
归属母公司净利润	1,449	1,681	2,389	2,792	3,291
EPS(元)	0.64	0.73	1.04	1.22	1.44

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,692	1,758	3,829	2,950	3,497
净利润	1,449	1,681	2,389	2,792	3,291
折旧摊销	409	531	527	662	799
净营运资金增加	383	901	-67	1,281	1,356
其他	-549	-1,355	980	-1,785	-1,948
投资活动产生现金流	-1,566	-1,833	-360	-460	-560
净资本支出	-1,579	-1,753	-50	-60	-70
长期投资变化	383	358	0	0	0
其他资产变化	-371	-438	-310	-400	-490
融资活动现金流	-173	-215	-678	-1,835	-1,925
股本变化	159	15	0	0	0
债务净变化	-800	820	352	-1,231	-1,278
无息负债变化	937	713	994	833	863
净现金流	-50	-232	2,792	656	1,012

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	26.6%	26.8%	26.7%	26.7%	26.7%
EBITDA 率	18.1%	19.6%	17.9%	18.2%	18.3%
EBIT 率	15.0%	16.0%	15.0%	15.1%	15.1%
税前净利润率	13.6%	14.2%	15.3%	15.1%	15.2%
归母净利润率	10.9%	11.4%	13.1%	13.0%	13.2%
ROA	10.1%	9.8%	11.8%	12.5%	13.3%
ROE (摊薄)	16.4%	17.0%	21.0%	20.5%	20.1%
经营性 ROIC	13.1%	12.9%	15.7%	17.5%	18.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	40%	42%	43%	37%	32%
流动比率	1.66	1.43	1.56	1.92	2.37
速动比率	1.26	1.06	1.33	1.63	2.01
归母权益/有息债务	3.31	2.84	2.96	5.24	12.30
有形资产/有息债务	5.65	5.08	5.37	8.66	18.74

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	15,535	18,357	21,295	23,308	25,721
货币资金	1,062	850	3,642	4,297	5,309
交易性金融资产	119	123	123	123	123
应收帐款	4,598	4,888	5,397	6,369	7,388
应收票据	4	1	182	215	249
其他应收款 (合计)	30	43	109	129	150
存货	2,100	2,519	1,881	2,241	2,619
其他流动资产	787	1,272	1,343	1,408	1,477
流动资产合计	8,712	9,716	12,730	14,845	17,388
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	383	358	358	358	358
固定资产	5,003	6,374	6,178	5,791	5,235
在建工程	963	1,243	932	699	524
无形资产	380	435	475	525	584
商誉	0	97	97	97	97
其他非流动资产	18	14	14	14	14
非流动资产合计	6,823	8,642	8,565	8,463	8,333
总负债	6,181	7,714	9,060	8,662	8,247
短期借款	1,519	2,157	2,509	1,278	0
应付账款	2,656	2,903	2,668	3,148	3,652
应付票据	6	137	800	944	1,096
预收账款	5	0	0	0	0
其他流动负债	0	3	3	3	3
流动负债合计	5,257	6,804	8,150	7,752	7,337
长期借款	732	605	605	605	605
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	179	267	267	267	267
非流动负债合计	925	910	910	910	910
股东权益	9,354	10,643	12,236	14,646	17,475
股本	2,276	2,291	2,291	2,291	2,291
公积金	3,471	3,918	3,941	3,941	3,941
未分配利润	3,077	3,690	5,140	7,430	10,138
归属母公司权益	8,834	9,889	11,362	13,652	16,360
少数股东权益	520	754	874	994	1,114

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.17%	1.22%	1.30%	1.30%	1.35%
管理费用率	4.87%	4.90%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	1.07%	0.78%	0.62%	0.47%	0.26%
研发费用率	4.57%	4.84%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	13%	14%	10%	10%	10%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.40	0.40	0.22	0.25	0.30
每股经营现金流	0.74	0.77	1.67	1.29	1.53
每股净资产	3.88	4.32	4.96	5.96	7.14
每股销售收入	5.82	6.41	7.95	9.38	10.88

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	45	39	27	23	20
PB	7.4	6.6	5.8	4.8	4.0
EV/EBITDA	29.2	25.0	21.7	17.8	14.9
股息率	1.4%	1.4%	0.8%	0.9%	1.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE