

生益电子 (688183.SH) 低谷已过，等待服务器平台出货与迭代的拐点

2021年08月15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 (联系人)

liuxiang2@kysec.cn

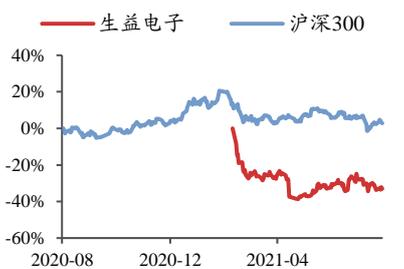
linchengyu@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790120080105

日期	2021/8/13
当前股价(元)	14.01
一年最高最低(元)	24.20/12.93
总市值(亿元)	116.54
流通市值(亿元)	15.41
总股本(亿股)	8.32
流通股本(亿股)	1.10
近3个月换手率(%)	309.12

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-国内数通领域 PCB 第一梯队，分拆上市巩固优势》- 2021.4.29

● **因通信业务拖累导致业绩下滑，考虑到公司正处于改善期，维持“买入”评级**
公司公布 2021 年半年报，2021H1 实现营业收入 16.9 亿元，YoY-11.4%，归母净利润为 1.3 亿元，YoY-56.6%，其中 2021Q2 单季度营业收入 8.9 亿元，YoY-21.8%，归母净利润为 0.65 亿元，YoY-66.0%。考虑到上半年承压，我们下调公司 2021-2023 年营业收入预测为 40.8/51.1/59.9（前值 43.8/56.1/67.1）亿元，归母净利润分别为 3.7/5.6/6.9（前值 5.3/7.4/8.9）亿元，EPS 为 0.45/0.68/0.83 元，当前股价对应 2021-2023 年公司 PE 为 31.4/20.7/16.9 倍。考虑到公司数通 PCB 领域的行业地位，2021H2 有望迎来厂区及客户调整后的经营改善，维持“买入”评级。

● **通信行业建设周期相对低迷叠加成本端上涨，2021H1 公司盈利承压**

从销量维度看，公司积极调整产品结构，增加服务器、汽车电子的订单，相比 2020 年同期实现翻番，2021H1 PCB 销量为 50.6 万平米，YoY+29.0%，产量 53.1 万平米，YoY+29.2%。从盈利维度来看，由于 2020 年 5G 基站建设带来的集中出货，产品溢价显著，导致 2021H1 在 2020H1 高基数的情况下表现低迷，产品平均单价与毛利率均有下滑，公司产品平均单价由 4859 元/平米下降至 3339 元/平米，YoY-31.3%。受到覆铜板原材料价格上涨影响，公司及时降本增效，毛利率环比略有下降，2021Q2 毛利率为 20.8%，YoY-9.5pct，QoQ-0.8 pct。

● **PCB 技术卡位优势显著，服务器、汽车 PCB 产品厚积薄发**

技术维度，公司储备高速低损耗（112Gbps）PCB、智能汽车雷达控制系统等核心技术，积极卡位服务器、汽车 PCB 市场。产能维度，公司万江分厂产能转移至吉安生益，2021H1 处于提产爬坡阶段，下半年将释放产能，此外首次发行的募投项目东城工厂四期厂房最高已建设至 6 层。展望 2021H2，通信行业建设周期步入正常，服务器市场 Whitley 平台进入铺货期并逐步向下一代 X86 架构 EagleStream 平台切换，服务器板块 PCB 将带动公司收入端及盈利端迎来拐点。

● **风险提示：**公司东城与吉安工厂产能调整不及预期、核心网络类 PCB 客户导入不及预期、上游原材料覆铜板提价侵蚀利润、服务器出货量不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,096	3,634	4,078	5,112	5,993
YOY(%)	50.8	17.4	12.2	25.4	17.2
归母净利润(百万元)	441	439	372	562	689
YOY(%)	106.9	-0.4	-15.4	51.3	22.6
毛利率(%)	29.8	27.3	23.3	25.2	25.4
净利率(%)	14.2	12.1	9.1	11.0	11.5
ROE(%)	25.6	22.6	17.8	22.9	23.6
EPS(摊薄/元)	0.53	0.53	0.45	0.68	0.83
P/E(倍)	26.4	26.5	31.4	20.7	16.9
P/B(倍)	6.8	6.0	5.6	4.7	4.0

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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1846	1758	2541	2953	3459	营业收入	3096	3634	4078	5112	5993
现金	203	158	428	537	629	营业成本	2175	2642	3128	3824	4468
应收票据及应收账款	986	861	1212	1387	1659	营业税金及附加	15	22	24	33	35
其他应收款	3	8	5	13	11	营业费用	74	57	64	80	92
预付账款	1	3	1	4	2	管理费用	131	174	192	235	270
存货	524	555	723	839	986	研发费用	142	156	183	230	270
其他流动资产	129	173	173	173	173	财务费用	26	52	61	70	73
非流动资产	1906	2814	2765	3237	3452	资产减值损失	-22	-54	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	3	7	0	0	0
固定资产	1668	1944	1962	2390	2675	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	87	86	96	108	108	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	151	784	707	739	670	资产处置收益	-3	11	0	0	0
资产总计	3751	4571	5306	6190	6911	营业利润	508	494	425	640	785
流动负债	1851	2587	3004	3510	3762	营业外收入	0	4	1	2	2
短期借款	642	1165	1542	1736	1814	营业外支出	2	1	4	3	2
应付票据及应付账款	848	1000	1188	1488	1638	利润总额	506	497	423	639	784
其他流动负债	361	422	274	285	310	所得税	65	57	51	76	95
非流动负债	178	42	42	59	65	净利润	441	439	372	562	689
长期借款	176	0	0	17	22	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	42	42	42	42	归母净利润	441	439	372	562	689
负债合计	2029	2630	3046	3569	3826	EBITDA	660	724	653	911	1104
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.53	0.53	0.45	0.68	0.83
股本	665	665	832	832	832						
资本公积	445	445	445	445	445	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	612	832	1001	1267	1599	成长能力					
归属母公司股东权益	1722	1942	2260	2621	3085	营业收入(%)	50.8	17.4	12.2	25.4	17.2
负债和股东权益	3751	4571	5306	6190	6911	营业利润(%)	106.7	-2.7	-14.0	50.7	22.6
						归属于母公司净利润(%)	106.9	-0.4	-15.4	51.3	22.6
						获利能力					
						毛利率(%)	29.8	27.3	23.3	25.2	25.4
						净利率(%)	14.2	12.1	9.1	11.0	11.5
						ROE(%)	25.6	22.6	17.8	22.9	23.6
						ROIC(%)	18.1	15.0	11.9	15.0	16.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	54.1	57.5	57.4	57.7	55.4
						净负债比率(%)	42.0	62.2	54.6	50.9	42.6
						流动比率	1.0	0.7	0.8	0.8	0.9
						速动比率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9
						应收账款周转率	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
						应付账款周转率	3.4	2.9	2.9	2.9	2.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.53	0.53	0.45	0.68	0.83
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	1.01	0.35	0.99	0.90
						每股净资产(最新摊薄)	2.07	2.33	2.52	2.95	3.51
						估值比率					
						P/E	26.4	26.5	31.4	20.7	16.9
						P/B	6.8	6.0	5.6	4.7	4.0
						EV/EBITDA	18.8	17.8	19.6	14.2	11.7

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R4（中高风险），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	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	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，属于机密材料，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16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