

全球覆铜板龙头迎量价齐升

投资要点

- **业绩总结:** 2021H1, 公司实现营业收入 98.3 亿元, 同比增长 42.9%; 实现归母净利润 14.1 亿元, 同比增长 71.3%。
- **公司提前战略部署取得良好成效, 报告期内业绩实现高速增长。** 2021H1: 1) 从营收端来看, 公司及时调整产品结构, 充分利用新增产能, 覆铜板在原材料价格上涨趋势下实现量价齐升, 报告期内公司总营收实现同比增长 42.9%, 增幅较往年显著提高。2) 从利润端来看, 公司面对 PCB 市场行情的迅猛增长, 及时调整产品结构和充分利用新增产能, 报告期内公司归母净利润实现同比增长 71.3%, 报告期内公司毛利率为 28.7%, 同比增长 2.0pp; 净利率为 14.9%, 同比增长 2.6pp。3) 从费用端来看, 公司销售费用率为 1.2%, 同比减少 0.1pp; 管理费用率为 4.5%, 同比减少 0.4pp; 研发费用率为 4.4%, 同比减少 0.4pp。
- **不惧疫情负面影响, 公司持续发展雷达技术科技。** 公司一直紧跟市场发展的脚步, 与先进终端客户进行技术上的合作, 自主研发的产品受到市场认可, 被广泛应用于 5G 天线、通讯基站、移动终端、汽车电子、智能家居等电子产品上。早在 2016 年, 公司组建的“国家电子电路基材工程技术研究中心”就已通过国家科技部批准, 持续进行系统化的研究开发, 输出科研成果, 推出一系列适合企业生产的新工艺、新产品。虽然 2020 年到来的疫情和中美贸易争端对于整个电子行业有着负面的影响, 但在这一年, 公司集中资源攻克重点客户和重点项目, 突破了汽车毫米波 77GHz 雷达相关技术, 获得了行业的高度认可。
- **与供应商及客户建立“双赢(win to win)”的战略合作关系。** 公司一直秉承“及时提供满足客户要求的产品和服务并持续改进”的经营管理理念, 以此给客户提供好的产品和服务。在供应商方面, 公司建立了一套 SRM 系统的分配模型杜绝商业贿赂, 加强供应链管理, 真正实现了产业链协同。在生产成本方面, 公司深入实践 STPCM, 推动“大物流”, 在运输供方整合和运输网络搭建中起到关键作用。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年, 公司 EPS 分别为 1.14 元、1.32 元、1.53 元, 未来三年归母净利润复合增速有望达到 27% 以上。我们给予公司 2021 年 32 倍 PE 估值, 对应目标价 36.50 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动的风险; 股权分散导致公司经营稳定性风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14687.34	19494.84	22712.81	26491.84
增长率	10.92%	32.73%	16.51%	16.64%
归属母公司净利润(百万元)	1680.51	2626.09	3041.98	3513.43
增长率	16.00%	56.27%	15.84%	15.50%
每股收益 EPS(元)	0.73	1.14	1.32	1.53
净资产收益率 ROE	16.91%	21.41%	20.53%	19.78%
PE	36.42	23.43	20.22	17.51
PB	6.22	5.04	4.18	3.49

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	23.02
流通 A 股(亿股)	23.02
52 周内股价区间(元)	20.84-29.94
总市值(亿元)	615.22
总资产(亿元)	225.65
每股净资产(元)	5.01

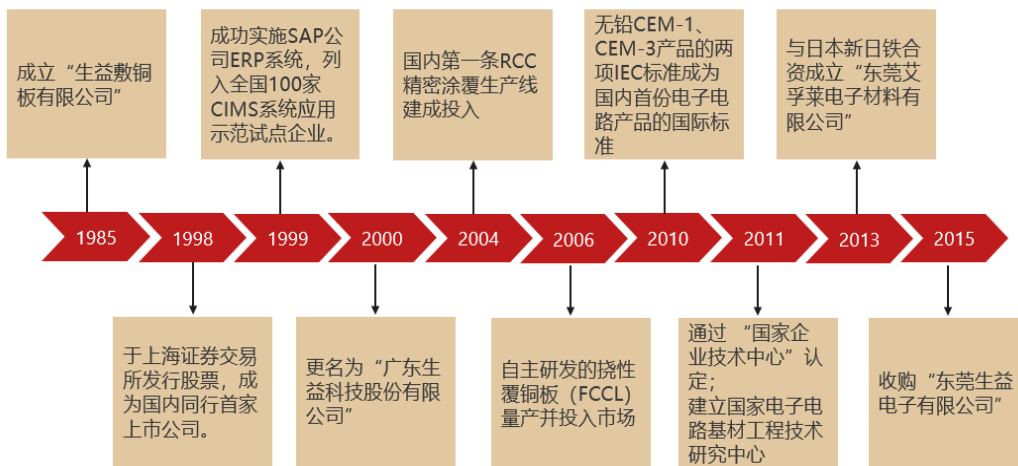
相关研究

1 抓住 5G 时代机遇，成为覆铜板“中华之最”

生益科技成立于 1985 年，集研发、生产、销售、服务为一体，是全球电子电路基材核心的供应商。1998 年，公司股票在上海证券交易所上市。根据美国 PrismaMark 调研机构对于全球硬质覆铜板的统计和排名，从 2013 年至 2020 年，生益科技刚性覆铜板销售总额已跃升全球第二。公司始终立足于高标准、高品质、高性能、高可靠性，自主生产高端生产材料，包括绝缘层压板、金属基覆铜箔板、覆铜板、半固化片、涂树脂铜箔、覆盖膜类等。产品主要用于制作单、双面线路板及高多层线路板，广泛在家电、手机、汽车、电脑以及各种中高档电子产品中使用。历经三十多年的发展，公司成为中国大陆最大的覆铜板制造商，荣获“中华之最”（覆铜板生产基地）。5G 的快速发展，对电子元器件质量的高要求为生益科技创造机遇。

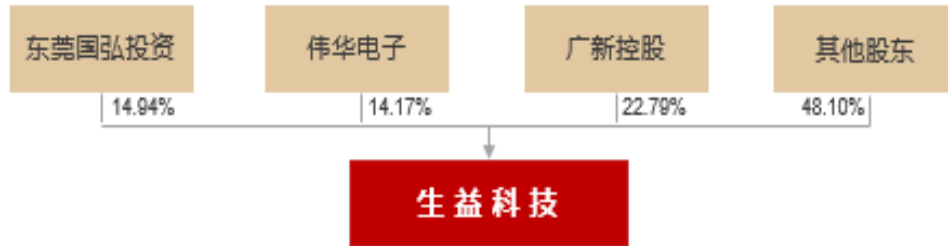
纵观近几年公司的发展，生益科技深度践行“以客户为中心，以价值为导向”的核心理念，顺应行业发展趋势，紧紧抓住机会快速成长。公司于 2015 年确立了将“采购”转为“供应链管理”的战略改变思路，16 年设计并构建了“供应链管理部”，以支撑公司的各项业务。2018 年，生益科技在新产品推广和市场开拓方面均取得了亮丽的成绩，抓住 5G 发展的机遇实现了认证和销量的重大突破，同时随着材料国产化的趋势实现了销量倍增，金属基板打入汽车 LED 终端大大拓宽了市场。2020 年，巩固并强化了公司在汽车电子、高频、高速、服务器等领域的市场形象和产品布局，通过集中优势、组合相关技术资源，在影响未来的趋势性产品的研发上也实现了重大技术突破。

图 1：公司主要发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

公司股权结构较为分散，不存在控股股东和实际控制人。生益科技自 1998 年上市以来，股权结构一直较为分散，没有任何股东持股比例达到 30%，没有任何单一股东可以对公司决策构成控制。公司前三大持股股东依次为广东省广新控股集团有限公司、东莞市国弘投资有限公司和伟华电子有限公司，持股比例分别为 22.79%、14.94%和 14.17%。

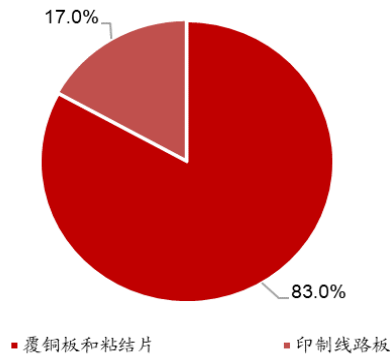
图 2：公司股权结构


资料来源：公司公告，西南证券整理（截至 2021 年半年报）

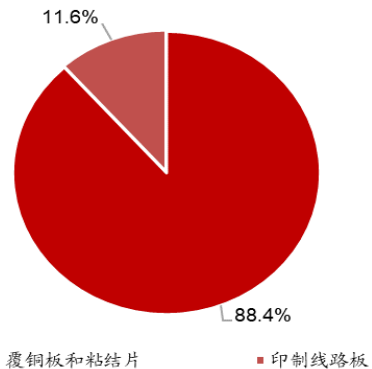
公司的主营业务主要包括：覆铜板和粘结片及印制线路板。

从营收结构来看，2020 年，覆铜板和粘结片实现收入 108.5 亿元，同比增长 8.5%，营业收入占比 73.9%，是公司营收的主要来源；印制线路板实现收入 35.6 亿元，同比增长 17.0%，营业收入占比为 24.2%。2021H1，覆铜板和粘结片实现收入 79.4 亿元，同比增长 61.6%，营收占比增至 83.0%；印制线路板实现收入 16.2 亿元，同比下降 13.3%，营业收入占比为 17.0%。

从毛利结构来看，2020 年，公司主要业务中，覆铜板和粘结片业务毛利率为 25.5%，毛利占比为 70.5%；印制线路板业务毛利率为 26.1%，毛利占比为 23.6%。2021H1，覆铜板和粘结片业务毛利率为 29.3%，同比增长 2.0pp，毛利占比增至 88.4%；印制线路板业务毛利率为 18.8%，同比下降 10.3pp，毛利占比为 11.6%。

图 3：公司 2021 年 H1 主营业务结构情况


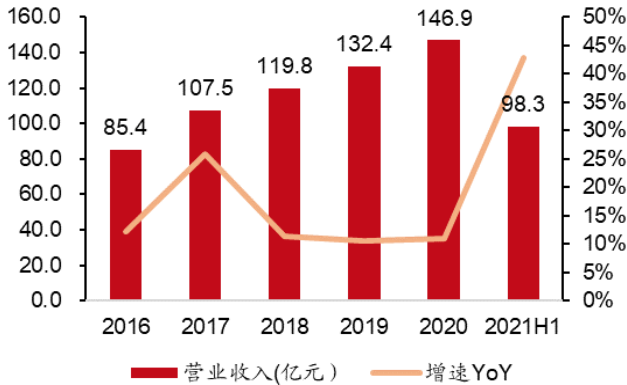
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 4：公司 2021 年 H1 主营业务毛利占比


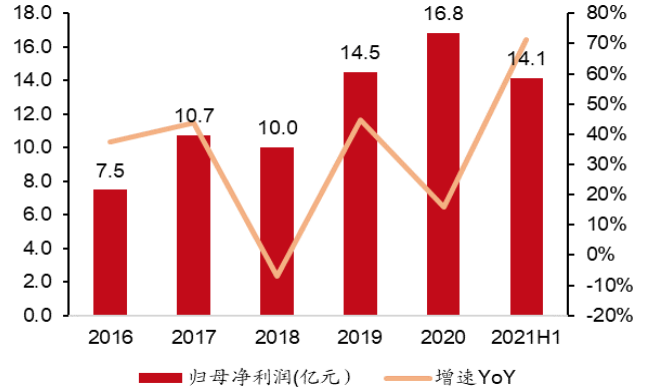
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

回顾公司往年的经营情况：2016-2020 年，公司营业收入由 85.4 亿元增至 146.9 亿元，五年期间稳步增长，年复合增长率约为 14.5%；其中 2017 年的营业收入首次破百亿，同比增长 26%。同期间，公司归母净利润由 7.5 亿元增至 16.8 亿元，年复合增长率为 22.3%，其中 2018 年归母净利润有所下降，同比下降 7%。

2021 年上半年，公司营业收入与归母净利润均实现大幅增长。报告期内，公司覆铜板销售量增长、销售价格提升，同时覆铜板市场行情迅猛增长，及时调整产品结构和充分利用新增产能，覆铜板各类产品的销售数量及价格同比均有增长，报告期内营业收入为 98.3 亿元，同比增长 42.9%；归母净利润为 14.1 亿元，同比增长 71.3%。

图 5：公司营业收入及增速情况


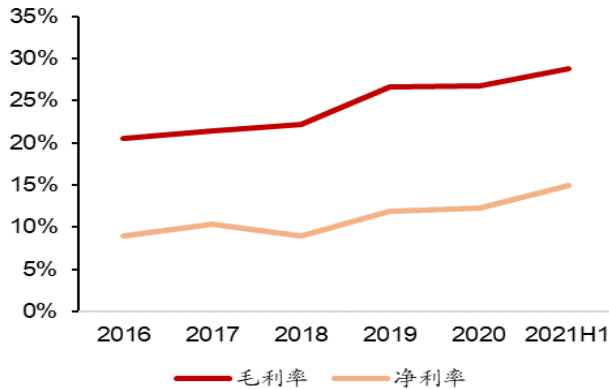
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司归母净利润及增速情况


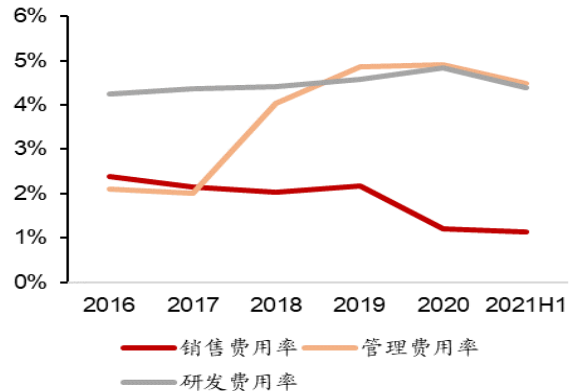
数据来源：公司公告，西南证券整理

1) **利润率方面**：2020 年，公司毛利率为 26.8%，同比增加 0.1pp；净利率为 12.3%，同比增加 0.5pp。2021H1，公司毛利率为 28.7%，同比增加 2.0pp；净利率为 14.9%，同比增加 2.6pp。

2) **费用率方面**：2020 年，公司销售费用率为 1.2%，管理费用率为 4.9%，研发费用率为 4.8%。2021H1，公司销售费用率为 1.2%，管理费用率为 4.5%，；研发费用率为 4.4%，与去年同期相比均有所增长。

图 7：公司毛利率和净利率情况


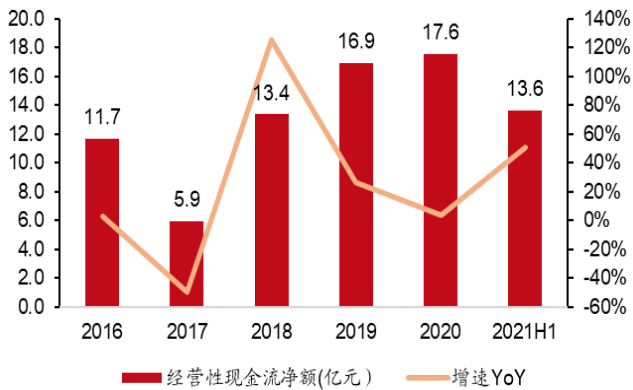
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

图 8：公司费用率情况


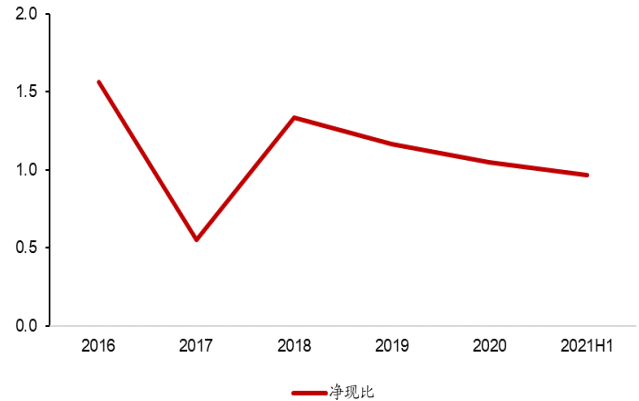
数据来源：同花顺 iFinD，西南证券整理

1) **经营活动现金流**：2016-2020 年，公司经营活动现金流净额在 2017 年有所下降，当年净额为 5.9 亿元，同比下降 49.6%；除去 2016 年，从 2016 年的 11.7 亿元保持增长至 2020 年的 17.6 亿元，期间复合增长率达 10.7%。2021H1，公司本期销售商品、提供劳务收到的现金增加，经营活动现金流净额为 13.6 亿元，同比增长 50.7%。

2) **净现比**：2016-2020 年，除了 2017 至 2018 年保持增长态势，其余阶段净现比均为下降状态。2021 年公司净现比为 1.0，同比有所下滑，主要系经营活动现金流净额下降幅度相比较较大所致。

图 9：公司经营活动现金流情况及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司经营活动现金流情况及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1： 面对覆铜板原材料价格持续上涨情况，公司提前做好战略部署，及时调整了产品结构 and 市场策略，2021 年上半年覆铜板业务实现 61.6% 的增长，未来下游新兴产业需求将持续高速增长，我们预计公司 21-23 年覆铜板业务销量同比增长 40%、15%、15%，对应毛利率分别为 27%、28%、28%。

假设 2： 公司 PCB 业务受到 21 年上半年 5G 基站建设情况的影响，收入同比下滑 13.3%，下半年 5G 基站建设进程预计将加速，同时叠加下游其他应用领域带来对 PCB 板持续的需求增长，我们预计公司 21-23 年 PCB 业务销量同比增长 10%、20%、20%，对应毛利率分别为 20%、23%、25%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
覆铜板和粘结片	收入	108.5	151.9	174.7	200.9
	增速	8.5%	40.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	25.5%	27.0%	28.0%	28.0%
印制电路板	收入	35.6	39.1	47.0	56.4
	增速	17.0%	10.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	26.0%	20.0%	23.0%	25.0%
其他业务	收入	2.8	3.9	5.5	7.7
	增速	42.1%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	83.8%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	收入	146.9	194.9	227.1	264.9

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
	增速	10.9%	32.7%	16.5%	16.6%
	毛利率	26.8%	26.7%	28.2%	28.9%

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取了行业内四家主流可比公司，分别是南亚新材、超华科技、景旺电子、华正新材，2021 年四家公司的 Wind 一致预期的平均 PE 为 30.17 倍。

我们预计 2021-2023 年，公司的 EPS 分别为 1.14 元、1.32 元、1.53 元，未来三年归母净利润的复合增长率将有望达到 27% 以上。考虑到公司在覆铜板领域的全球龙头地位，以及公司 PCB 业务未来 2-3 年仍处在快速增长放量阶段，我们给予公司 2021 年 32 倍 PE，对应目标价 36.50 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
688519.SH	南亚新材	45.64	0.58	1.59	2.12	2.68	54.35	28.68	21.51	17.01
002288.SZ	超华科技	8.51	0.02	0.19	0.25	0.38	328.93	44.05	34.18	22.58
603228.SH	景旺电子	27.76	1.08	1.32	1.63	1.92	27.94	20.96	16.98	14.46
603186.SH	华正新材	43.27	0.88	1.60	2.20	2.92	36.96	26.98	19.66	14.83
平均值							112.05	30.17	23.08	17.22

数据来源：Wind, 西南证券整理（数据截至 2021.08.13 收盘）

3 风险提示

- 1) 原材料价格波动的风险；
- 2) 股权分散导致公司经营稳定性风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	14687.34	19494.84	22712.81	26491.84	净利润	1800.20	2813.13	3258.64	3763.67
营业成本	10754.47	14297.40	16302.60	18843.55	折旧与摊销	531.23	576.86	630.14	653.89
营业税金及附加	104.43	138.61	161.49	188.36	财务费用	114.34	15.64	18.35	18.23
销售费用	179.36	238.06	522.39	609.31	资产减值损失	-71.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	719.60	1637.57	1976.01	2516.72	经营营运资本变动	-660.63	-295.09	-828.63	-1048.03
财务费用	114.34	15.64	18.35	18.23	其他	44.45	-32.19	2.76	-1.76
资产减值损失	-71.61	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1757.97	3078.36	3081.26	3386.00
投资收益	76.29	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1772.31	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	3.45	3.45	3.45	3.45	其他	-60.59	3.45	3.45	3.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1832.89	-496.55	-496.55	-496.55
营业利润	2090.08	3171.01	3735.41	4319.11	短期借款	637.69	-426.97	-1719.34	-10.86
其他非经营损益	-7.25	73.08	28.08	28.08	长期借款	-127.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	2082.83	3244.09	3763.48	4347.18	股权融资	304.57	11.65	0.00	0.00
所得税	282.63	430.96	504.84	583.51	支付股利	-910.48	-336.10	-525.22	-608.40
净利润	1800.20	2813.13	3258.64	3763.67	其他	-119.86	-730.82	-18.35	-18.23
少数股东损益	119.69	187.04	216.66	250.24	筹资活动现金流净额	-215.43	-1482.23	-2262.91	-637.49
归属母公司股东净利润	1680.51	2626.09	3041.98	3513.43	现金流量净额	-232.42	1099.57	321.80	2251.96
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	849.92	1949.48	2271.28	4523.24	成长能力				
应收和预付款项	4951.51	6765.06	7765.42	9081.07	销售收入增长率	10.92%	32.73%	16.51%	16.64%
存货	2518.88	3198.30	3728.92	4336.79	营业利润增长率	15.80%	51.72%	17.80%	15.63%
其他流动资产	1395.59	300.57	336.11	374.11	净利润增长率	15.15%	56.27%	15.84%	15.50%
长期股权投资	358.12	358.12	358.12	358.12	EBITDA 增长率	16.08%	37.57%	16.48%	13.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7617.50	7595.12	7519.46	7420.06	毛利率	26.78%	26.66%	28.22%	28.87%
无形资产和开发支出	532.01	477.53	423.04	368.56	三费率	6.90%	9.70%	11.08%	11.87%
其他非流动资产	133.91	133.91	133.91	133.91	净利率	12.26%	14.43%	14.35%	14.21%
资产总计	18357.45	20778.10	22536.27	26595.86	ROE	16.91%	21.41%	20.53%	19.78%
短期借款	2157.17	1730.20	10.86	0.00	ROA	9.81%	13.54%	14.46%	14.15%
应付和预收款项	3663.25	4775.83	5474.26	6338.58	ROIC	14.76%	19.06%	21.15%	22.74%
长期借款	604.98	604.98	604.98	604.98	EBITDA/销售收入	18.63%	19.31%	19.30%	18.84%
其他负债	1288.73	525.66	571.32	622.17	营运能力				
负债合计	7714.13	7636.67	6661.42	7565.72	总资产周转率	0.87	1.00	1.05	1.08
股本	2290.82	2302.47	2302.47	2302.47	固定资产周转率	2.58	2.79	3.01	3.55
资本公积	2795.27	2795.27	2795.27	2795.27	应收账款周转率	3.10	3.43	3.23	3.24
留存收益	4812.41	7102.39	9619.16	12524.19	存货周转率	4.42	4.78	4.55	4.53
归属母公司股东权益	9889.07	12200.14	14716.90	17621.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.30%	—	—	—
少数股东权益	754.25	941.29	1157.95	1408.19	资本结构				
股东权益合计	10643.32	13141.43	15874.85	19030.13	资产负债率	42.02%	36.75%	29.56%	28.45%
负债和股东权益合计	18357.45	20778.10	22536.27	26595.86	带息债务/总负债	35.81%	30.58%	9.24%	8.00%
					流动比率	1.43	1.82	2.45	2.75
					速动比率	1.06	1.34	1.80	2.10
					股利支付率	54.18%	12.80%	17.27%	17.32%
					每股指标				
					每股收益	0.73	1.14	1.32	1.53
					每股净资产	4.29	5.30	6.39	7.65
					每股经营现金	0.76	1.34	1.34	1.47
					每股股利	0.40	0.15	0.23	0.26
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2735.64	3763.51	4383.89	4991.22					
PE	36.42	23.43	20.22	17.51					
PB	6.22	5.04	4.18	3.49					
PS	4.19	3.16	2.71	2.32					
EV/EBITDA	23.25	16.38	13.60	11.49					
股息率	1.49%	0.55%	0.85%	0.99%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1

用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn