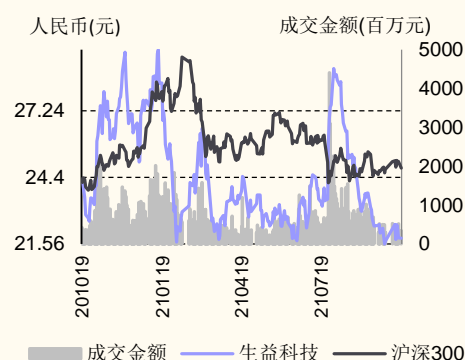


市场价格 (人民币): 21.80 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	23.10
已上市流通 A 股(亿股)	23.10
总市值(亿元)	503.57
年内股价最高最低(元)	29.85/21.56
沪深 300 指数	4875
上证指数	3568



相关报告

1. 《如何看待生益科技的周期性和成长性-生益科技深度报告》，2021.8.3
2. 《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
3. 《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》，2021.4.20
4. 《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
5. 《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

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

扣非归母保持高位水平，长期量价利仍可期

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	20,934	23,243	29,054
营业收入增长率	10.52%	10.92%	42.53%	11.03%	25.00%
归母净利润(百万元)	1,449	1,681	3,057	3,316	4,310
归母净利润增长率	44.81%	16.00%	81.90%	8.49%	29.96%
摊薄每股收益(元)	0.636	0.734	1.323	1.436	1.866
每股经营性现金流净额	0.70	0.68	0.97	1.68	1.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.40%	16.99%	25.90%	23.74%	25.15%
P/E	32.87	38.39	16.47	15.18	11.68
P/B	5.39	6.52	4.27	3.60	2.94

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月18日，公司披露2021年前三季度业绩预增公告，公告显示前三季度预计实现归母净利润23.3~23.6亿元（同比+79%~81%），扣非归母21.2~21.5亿元（同比+72%~75%），对应21Q3单季度归母净利润9.2~9.5亿元（同比+93%~99%，环比+5.7%~9.2%），扣非归母7.2~7.5亿元（同比+77%~85%，环比-14.7%~-11.2%）。21Q3单季度非经常性项目主要来自于陕西生益老厂部分土地使用权被政府收储，资产处置收益贡献1.8亿。

经营分析

- 扣非环比下降但仍处高位，龙头优势尽显。公司21Q3单季度扣非归母净利润环比Q2有所下滑，主要原因来自于行业需求边际弱化导致涨价周期中的溢价环比损失。实际上，在行业景气度边际下行、其他可比公司难以向下游继续涨价时，公司在21Q3仍然有向下游继续涨价以转嫁原材料成本压力，最终使得21Q3单季度扣非归母净利润仍然处于历史的高位水平，价格转嫁超预期，可见公司作为全球第二大、国内第一大CCL厂商的竞争优势明显。
- 明年产能预计增12%，高端放量+子公司盈利回升奠定高增基础。1) 量能：根据公司扩产规划，2022年预计投放的项目包括松山湖载板项目、陕西三期项目和常熟二期项目，合计将贡献产能增量达到12%，量增为公司增长奠定基础；2) 价能：公司已经布局了高频高速、MiniLED用CCL、封装基板等高端产品，其中高频已经成功打入市场主流圈、高速在通信专用设备出货和服务器平台更迭的带动下会有所放量、MiniLED已进入北美大客户供应链且即将放量、封装基板扩产待释放，产品结构再优化有望抬升公司常态盈利水平；3) 利能：根据2021年半年报以及母公司报表，在剔除其他收益、投资收益等非经营性项目后，我们推算出广东生益母公司净利率仍然相对各个子公司要高5~10pct，子公司盈利能力回升仍有空间。

投资建议

- 鉴于公司价格转嫁超预期且非经常性收益在Q3增加1.98亿元，我们调增公司21~23年归母净利润至30.6(+15%)\33.2\43.1亿元，对应估值为16X\15X\12X，继续给予“买入”评级。

风险提示

- 行业景气度下行；价格下滑；产能扩出不及预期；高端产品推进不及预期。

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	20,934	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%	42.5%	11.0%	25.0%	应收款项	4,598	5,315	6,050	7,976	8,718	10,645	
主营业务成本	-9,324	-9,713	-10,754	-14,968	-16,619	-20,686	存货	1,748	2,100	2,519	2,842	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	241	239	258	
毛利	2,657	3,528	3,933	5,966	6,624	8,367	流动资产	7,652	8,712	9,716	12,535	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%	59.8%	62.0%	65.8%	
营业税金及附加	-80	-76	-104	-126	-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	-314	-302	-349	%总资产	33.4%	38.4%	41.5%	37.1%	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	-942	-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%	42.1%	38.0%	34.2%	
研发费用	-529	-605	-711	-984	-1,092	-1,366	资产总计	12,886	15,535	18,357	20,953	23,843	27,369	
%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	3,601	4,044	5,172	应付款项	1,994	2,760	3,264	3,828	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	945	1,066	1,287	
财务费用	-185	-142	-114	-168	-164	-127	流动负债	3,778	5,257	6,804	7,715	8,190	8,239	
%销售收入	1.5%	1.1%	0.8%	0.8%	0.7%	0.4%	长期贷款	539	732	605	905	1,025	1,175	
资产减值损失	-26	37	72	-96	-10	-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	8,685	9,305	9,541	
投资收益	24	25	76	80	75	81	普通股股东权益	6,403	8,834	9,889	11,405	13,560	16,724	
%税前利润	1.9%	1.4%	3.7%	2.2%	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	3,674	3,971	5,127	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%	17.6%	17.1%	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	负债股东权益合计	12,886	15,535	18,357	20,953	23,843	27,369	
税前利润	1,223	1,805	2,083	3,664	3,972	5,129	比率分析		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	10.2%	13.6%	14.2%	17.5%	17.1%	17.7%	每股指标							
所得税	-158	-242	-283	-498	-541	-694	每股收益	0.472	0.636	0.734	1.323	1.436	1.866	
所得税率	12.9%	13.4%	13.6%	13.6%	13.6%	13.5%	每股净资产	3.024	3.881	4.317	5.108	6.048	7.418	
净利润	1,065	1,563	1,800	3,166	3,431	4,436	每股经营现金净流	0.632	0.705	0.678	0.968	1.683	1.843	
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	1,449	1,681	3,057	3,316	4,310	回报率							
净利率	8.4%	10.9%	11.4%	14.6%	14.3%	14.8%	净资产收益率	15.63%	16.40%	16.99%	25.90%	23.74%	25.15%	
							总资产收益率	7.76%	9.33%	9.15%	14.23%	13.91%	15.51%	
							投入资本收益率	11.11%	13.79%	13.53%	18.62%	18.96%	21.20%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	11.44%	10.52%	10.92%	42.53%	11.03%	25.00%	
							EBIT增长率	0.86%	45.10%	15.84%	62.29%	12.32%	27.87%	
							净利润增长率	-6.90%	44.81%	16.00%	81.90%	8.49%	29.96%	
							总资产增长率	0.35%	20.56%	18.17%	17.00%	15.78%	14.80%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	116.2	116.0	117.9	117.0	116.0	115.0	
							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	109.5	97.9	78.2	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	32.90%	15.88%	23.62%	18.19%	4.46%	-4.72%	
							EBIT利息保障倍数	7.1	13.5	19.4	21.5	24.6	40.9	
							资产负债率	46.91%	39.79%	42.02%	41.04%	37.29%	34.35%	

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	3	3	5	20	33
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.05	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-28	买入	30.17	36.20~36.20
2	2020-08-11	买入	27.90	36.20
3	2020-12-06	买入	29.43	36.20~36.20
4	2021-01-25	买入	26.25	36.20~36.20
5	2021-04-20	买入	24.22	N/A
6	2021-04-30	买入	23.83	N/A
7	2021-07-27	买入	23.47	N/A
8	2021-08-03	买入	29.04	42.97~42.97

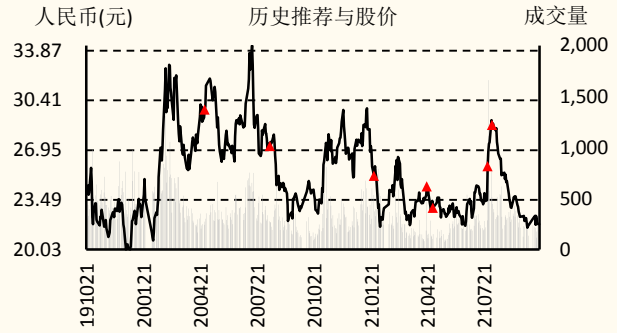
来源：国金证券研究所

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



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。

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。

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