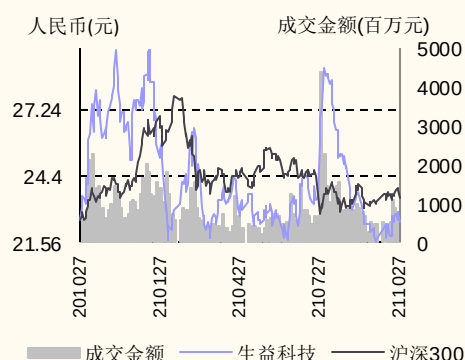


生益科技 (600183.SH) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 22.41 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)	517.66
年内股价最高最低(元)	29.85/21.56
沪深 300 指数	4898
上证指数	3562


相关报告

- 1.《扣非归母保持高位水平，长期量价利仍可期-生益科技 21 年前三季...》，2021.10.10
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

Q3 仍涨价且保持高溢价，有望率先走出周期
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	3,023	3,169	4,316
归母净利润增长率	44.81%	16.00%	79.88%	4.83%	36.20%
摊薄每股收益(元)	0.636	0.734	1.309	1.372	1.868
每股经营性现金流净额	0.70	0.68	0.76	1.76	1.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.40%	16.99%	21.28%	23.29%	26.65%
P/E	32.87	38.39	17.12	16.34	11.99
P/B	5.39	6.52	3.64	3.81	3.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月27日公司公告 21Q1~Q3 实现营收 153.8 亿元 (同比+44%)，归母净利润 23.4 亿元 (同比+80%)，其中扣非归母净利润 21.3 亿元 (同比+74%)；毛利率和净利率分别达到 27.8% (同比+0.1pct) 和 15.7% (同比+2.6pct)。21Q3 实现营收 55.5 亿元 (同比+46%，环比+4%)，归母净利润 9.3 亿元 (同比+94%，环比+6%)，其中扣非归母净利润 7.3 亿元 (同比+81%，环比-13%)；21Q3 毛利率和净利率分别达到 26.2% (同比+0.2pct，环比-3.2pct) 和 17.24% (同比+4.0pct，环比+0.5pct)。

经营分析

- 扣非环比下降但仍处高位，龙头优势尽显。公司 21Q3 营收环比仍有增长，说明公司在全行业单价都下滑的情况下仍能够向下游客户涨价，产业链地位尽显；同时 Q3 单季毛利率虽环比下滑，但据测算 Q3 单张毛利相较景气度更高的 Q1 而言仍有 15% 左右的增长，也就是说公司在 Q3 仍然保留较多溢价，这体现了公司转嫁原材料成本压力的能力，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，有望率先走出周期不利情况。
- 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

- 我们预计公司 21~23 年归母净利润 30.2\31.6\43.2 亿元，对应估值为 17X\16X\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)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	11,981	13,241	14,687	20,934	23,243	29,054
增长率		10.5%	10.9%	42.5%	11.0%	25.0%
主营业务成本	-9,324	-9,713	-10,754	-15,098	-16,619	-20,686
%销售收入	77.8%	73.4%	73.2%	72.1%	71.5%	71.2%
毛利	2,657	3,528	3,933	5,836	6,624	8,367
%销售收入	22.2%	26.6%	26.8%	27.9%	28.5%	28.8%
营业税金及附加	-80	-76	-104	-128	-139	-145
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
销售费用	-244	-288	-179	-241	-279	-291
%销售收入	2.0%	2.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.0%
管理费用	-484	-644	-720	-990	-1,151	-1,366
%销售收入	4.0%	4.9%	4.9%	4.7%	5.0%	4.7%
研发费用	-529	-605	-711	-921	-1,069	-1,278
%销售收入	4.4%	4.6%	4.8%	4.4%	4.6%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	1,320	1,915	2,219	3,557	3,986	5,288
%销售收入	11.0%	14.5%	15.1%	17.0%	17.2%	18.2%
财务费用	-185	-142	-114	-91	-176	-160
%销售收入	1.5%	1.1%	0.8%	0.4%	0.8%	0.6%
资产减值损失	-26	51	133	-83	-59	-16
公允价值变动收益	-25	31	3	-40	10	5
投资收益	24	25	76	51	29	22
%税前利润	1.9%	1.4%	3.7%	1.4%	0.8%	0.4%
营业利润	1,229	1,805	2,090	3,610	3,802	5,147
营业利润率	10.3%	13.6%	14.2%	17.2%	16.4%	17.7%
营业外收支	-6	0	-7	-5	-5	-5
税前利润	1,223	1,805	2,083	3,605	3,797	5,142
利润率	10.2%	13.6%	14.2%	17.2%	16.3%	17.7%
所得税	-158	-242	-283	-480	-516	-699
所得税率	12.9%	13.4%	13.6%	13.3%	13.6%	13.6%
净利润	1,065	1,563	1,800	3,126	3,281	4,443
少数股东损益	64	115	120	103	112	127
归属于母公司的净利润	1,000	1,449	1,681	3,023	3,169	4,316
净利率	8.4%	10.9%	11.4%	14.4%	13.6%	14.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,065	1,563	1,800	3,126	3,281	4,443
少数股东损益	64	115	120	103	112	127
非现金支出	392	372	460	905	1,004	1,063
非经营收益	107	70	-10	225	377	406
营运资金变动	-226	-402	-696	-2,510	-633	-1,927
经营活动现金净流	1,337	1,604	1,554	1,746	4,030	3,985
资本开支	-1,199	-1,579	-1,753	-1,560	-1,326	-1,429
投资	-3	5	-79	-224	-155	-155
其他	4	8	-1	51	29	22
投资活动现金净流	-1,198	-1,566	-1,833	-1,733	-1,452	-1,562
股权募资	9	0	189	2,500	-2,500	0
债权募资	-466	688	697	763	1,882	428
其他	-786	-864	-1,044	-1,576	-1,691	-2,163
筹资活动现金净流	-1,243	-176	-157	1,688	-2,309	-1,735
现金净流量	-1,104	-139	-437	1,701	269	688

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,125	1,062	850	2,551	2,820	3,508
应收款项	4,598	5,315	6,050	7,609	8,396	10,574
存货	1,748	2,100	2,519	3,463	4,016	4,466
其他流动资产	181	235	297	1,321	292	278
流动资产	7,652	8,712	9,716	14,944	15,523	18,826
%总资产	59.4%	56.1%	52.9%	60.7%	60.4%	63.8%
长期投资	275	383	358	582	737	892
固定资产	4,307	5,966	7,617	8,145	8,167	8,204
%总资产	33.4%	38.4%	41.5%	33.1%	31.8%	27.8%
无形资产	373	380	532	938	1,274	1,592
非流动资产	5,234	6,823	8,642	9,665	10,178	10,688
%总资产	40.6%	43.9%	47.1%	39.3%	39.6%	36.2%
资产总计	12,886	15,535	18,357	24,609	25,701	29,514
短期借款	1,419	1,934	2,882	3,912	5,794	6,222
应付款项	1,991	2,754	3,264	4,177	3,977	4,450
其他流动负债	367	568	659	855	752	947
流动负债	3,778	5,257	6,804	8,944	10,523	11,619
长期贷款	539	732	605	605	605	605
其他长期负债	1,727	192	305	0	0	0
负债	6,044	6,181	7,714	9,549	11,128	12,224
普通股股东权益	6,403	8,834	9,889	14,203	13,604	16,193
其中：股本	2,117	2,276	2,291	2,291	2,291	2,291
未分配利润	2,475	3,077	3,690	5,504	7,405	9,995
少数股东权益	439	520	754	857	969	1,096
负债股东权益合计	12,886	15,535	18,357	24,609	25,701	29,514

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.472	0.636	0.734	1.309	1.372	1.868
每股净资产	3.024	3.881	4.317	6.148	5.889	7.010
每股经营现金净流	0.632	0.705	0.678	0.762	1.759	1.740
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.528	0.553	0.754
回报率						
净资产收益率	15.63%	16.40%	16.99%	21.28%	23.29%	26.65%
总资产收益率	7.76%	9.33%	9.15%	12.28%	12.33%	14.62%
投入资本收益率	11.11%	13.79%	13.53%	15.75%	16.42%	18.94%
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%	60.30%	12.07%	32.65%
净利润增长率	-6.90%	44.81%	16.00%	79.88%	4.83%	36.20%
总资产增长率	0.35%	20.56%	18.17%	34.05%	4.44%	14.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	116.2	116.0	117.9	118.0	119.0	120.0
存货周转天数	65.5	72.3	78.4	85.0	90.0	80.0
应付账款周转天数	74.8	84.7	94.3	90.0	80.0	73.0
固定资产周转天数	105.3	137.9	158.4	115.1	99.3	76.1
偿债能力						
净负债/股东权益	32.90%	15.88%	23.62%	12.50%	23.92%	18.63%
EBIT利息保障倍数	7.1	13.5	19.4	39.0	22.7	33.0
资产负债率	46.91%	39.79%	42.02%	38.80%	43.30%	41.42%

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	1	7	8	23	31
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	1.04	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	2020-08-11	买入	27.90	36.20
2	2020-12-06	买入	29.43	36.20 ~ 36.20
3	2021-01-25	买入	26.25	36.20 ~ 36.20
4	2021-04-20	买入	24.22	N/A
5	2021-04-30	买入	23.83	N/A
6	2021-07-27	买入	23.47	N/A
7	2021-08-03	买入	29.04	42.97 ~ 42.97
8	2021-10-19	买入	21.80	N/A

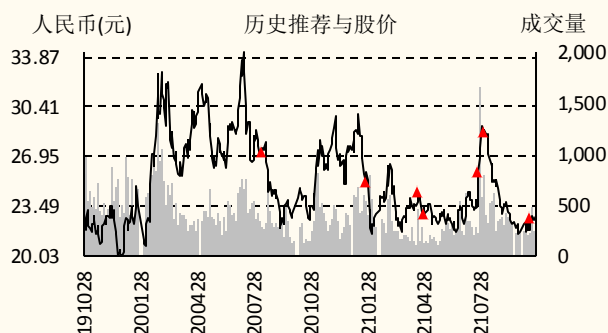
来源：国金证券研究所

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。

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。

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