开源证券

电子/元件

生益科技（600183.SH） 2021Q4 覆铜板价格回落，不改中长期结构升级趋势

2022 年 01 月 26 日

——公司信息更新报告

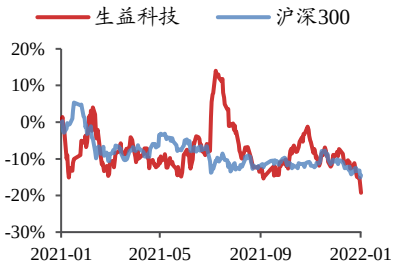
投资评级：买入（维持）

刘翔（分析师）
liuxiang2@kysec.cn
证书编号：S0790520070002

林承瑜（分析师）
linchengyu@kysec.cn
证书编号：S0790521090001

日期	2022/1/26
当前股价(元)	20.56
一年最高最低(元)	29.85/20.36
总市值(亿元)	475.26
流通市值(亿元)	475.26
总股本(亿股)	23.12
流通股本(亿股)	23.12
近 3 个月换手率(%)	76.36

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 覆铜板业务高盈利，2022 新品结构优化可期》-2021.10.29

《公司信息更新报告-2021Q3 土地收储影响非经损益，下游需求景气分化》-2021.10.19

《公司信息更新报告-2021Q2 盈利加速，细分高端覆铜板材料出货》-2021.8.14

● 公司发布 2021 年业绩预告，紧跟市场节奏实现高盈利，维持“买入”评级

公司发布业绩预告，预计 2021 年归母净利润为 26.2-29.0 亿元，YoY+56~73%，预计扣非归母净利润为 24.0-26.6 亿元，YoY+49~66%。考虑到 2021Q4 传统类覆铜板价格持续回落，我们下调盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 28.1/32.9/37.7（前值为 30.7/35.8/39.3）亿元，对应 EPS 为 1.21/1.42/1.63（前值为 1.33/1.55/1.70）元，当前股价对应 PE 为 16.9/14.5/12.6 倍。公司是内资覆铜板龙头厂商，受益于 FR-4 产品提价，公司供应能力走向多元化，产业链协同优势显著，逐步向材料方案解决商迈进，维持“买入”评级。

● 下游需求分化导致 Q4 单季度盈利环比下滑，公司积极调整应对策略

公司 2021Q4 归母净利润中枢预计为 4.2 亿元，扣非归母净利润中枢预计为 4.0 亿元，环比 2021Q3 回落。下游消费类、通信类的应用景气度分化，一方面，2021Q4 下游消费类产品因前期货物压港并未进入市场，而前期下单透支部分覆铜板需求，导致旺季不旺；另一方面，围绕 5G 应用的数据中心建设启动，服务器类产品需求复苏。以传统 FR-4 覆铜板为代表的产品价格疲软、盈利下滑，而高速覆铜板产品需求逐渐畅旺。公司积极应对上游原材料的成本压力及下游应用的变化，重点推广汽车、mini-LED、IC 封装基板类产品，有望摆脱传统 FR-4 的价格周期扰动。2022 年 1 月，公司松山湖一厂第八期 5G 高频高速基材研发及产业化高密度封装载板用基板材料项目工程已实现主体封顶。

● 产品结构优化或成 2022 年亮点，公司估值有望提升

纵观 2021 年，公司利润持续释放，因覆铜板提价的周期属性，导致公司估值持续承压。公司通过集团化整合的方式进一步扩大竞争优势，由海外厂商追赶者的角色转变为自主研发的引领者，我们预计公司未来在“做强做大”的经营战略下，整体盈利能力与 ROE 都将持续稳步攀升，充分体现成长，支撑公司估值。

● 风险提示：下游基站建设节奏放缓；下游需求疲软；原材料价格上涨；公司新品导入不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,241	14,687	21,692	24,770	27,117
YOY(%)	10.5	10.9	47.7	14.2	9.5
归母净利润(百万元)	1,449	1,681	2,807	3,287	3,765
YOY(%)	44.8	16.0	67.0	17.1	14.5
毛利率(%)	26.6	26.8	29.0	29.3	29.5
净利率(%)	10.9	11.4	12.9	13.3	13.9
ROE(%)	16.7	16.9	23.6	23.1	22.1
EPS(摊薄/元)	0.63	0.73	1.21	1.42	1.63
P/E(倍)	32.8	28.3	16.9	14.5	12.6
P/B(倍)	5.4	4.8	4.0	3.4	2.8

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
流动资产	8712	9716	22259	20456	26376
现金	1062	850	7592	8670	9491
应收票据及应收账款	4602	4889	9129	6878	10646
其他应收款	30	43	24	52	31
预付账款	11	20	26	26	31
存货	2100	2519	4092	3434	4781
其他流动资产	907	1396	1396	1396	1396
非流动资产	6823	8642	10294	10567	10522
长期投资	383	358	343	328	314
固定资产	5003	6374	7897	8290	8393
无形资产	380	435	418	401	384
其他非流动资产	1057	1474	1637	1548	1431
资产总计	15535	18357	32553	31023	36898
流动负债	5257	6804	18672	14650	17538
短期借款	1519	2157	12452	9314	10403
应付票据及应付账款	2662	3040	5121	4169	5971
其他流动负债	1075	1607	1100	1167	1164
非流动负债	925	910	1125	984	756
长期借款	732	605	819	679	451
其他非流动负债	192	305	305	305	305
负债合计	6181	7714	19797	15634	18294
少数股东权益	520	754	956	1226	1571
股本	2276	2291	2312	2312	2312
资本公积	2505	2795	2795	2795	2795
留存收益	4042	4812	5922	8056	9901
归属母公司股东权益	8834	9889	11801	14163	17032
负债和股东权益	15535	18357	32553	31023	36898

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1692	1758	79	6728	1987
净利润	1563	1800	3009	3557	4110
折旧摊销	409	531	597	722	800
财务费用	142	114	405	502	411
投资损失	-25	-76	-14	-14	-14
营运资金变动	-449	-812	-3707	1980	-3300
其他经营现金流	52	201	-210	-20	-20
投资活动现金流	-1566	-1833	-2026	-961	-720
资本支出	1580	1761	1668	287	-30
长期投资	5	5	15	25	15
其他投资现金流	19	-67	-344	-648	-736
筹资活动现金流	-173	-215	-1605	-1552	-1535
短期借款	696	638	0	0	0
长期借款	-1315	-127	215	-141	-228
普通股增加	159	15	21	0	0
资本公积增加	1859	290	0	0	0
其他筹资现金流	-1571	-1030	-1841	-1411	-1307
现金净增加额	-50	-232	-3552	4216	-268

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13241	14687	21692	24770	27117
营业成本	9713	10754	15392	17522	19127
营业税金及附加	76	104	130	149	163
营业费用	288	179	434	433	461
管理费用	644	720	1063	1040	1112
研发费用	605	711	987	1065	1139
财务费用	142	114	405	502	411
资产减值损失	-37	-72	54	25	27
其他收益	29	56	37	44	44
公允价值变动收益	31	3	-20	0	0
投资净收益	25	76	14	14	14
资产处置收益	-2	-17	230	20	20
营业利润	1805	2090	3488	4112	4756
营业外收入	6	5	4	4	4
营业外支出	6	12	10	10	10
利润总额	1805	2083	3482	4106	4750
所得税	242	283	474	549	640
净利润	1563	1800	3009	3557	4110
少数股东损益	115	120	202	270	345
归母净利润	1449	1681	2807	3287	3765
EBITDA	2323	2759	4419	5268	5894
EPS(元)	0.63	0.73	1.21	1.42	1.63

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	10.5	10.9	47.7	14.2	9.5
营业利润(%)	46.9	15.8	66.9	17.9	15.7
归属于母公司净利润(%)	44.8	16.0	67.0	17.1	14.5
获利能力					
毛利率(%)	26.6	26.8	29.0	29.3	29.5
净利率(%)	10.9	11.4	12.9	13.3	13.9
ROE(%)	16.7	16.9	23.6	23.1	22.1
ROIC(%)	14.2	14.1	12.9	16.0	15.5
偿债能力					
资产负债率(%)	39.8	42.0	60.8	50.4	49.6
净负债比率(%)	19.1	27.3	48.3	11.8	10.0
流动比率	1.7	1.4	1.2	1.4	1.5
速动比率	1.1	0.9	0.9	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	2.9	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	4.3	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.73	1.21	1.42	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.76	0.03	2.91	0.86
每股净资产(最新摊薄)	3.82	4.28	5.10	6.12	7.36
估值比率					
P/E	32.8	28.3	16.9	14.5	12.6
P/B	5.4	4.8	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	21.4	18.5	12.3	9.6	8.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

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R3（中风险），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C3、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C3、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