开源证券

电子/元件

生益科技（600183.SH）

2022 年 05 月 04 日

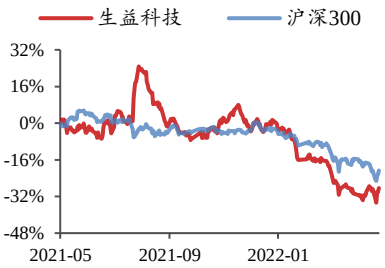
下游消费类需求减弱，材料升级持续注入成长活力

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/29
当前股价(元)	16.68
一年最高最低(元)	29.85/15.03
总市值(亿元)	386.10
流通市值(亿元)	386.10
总股本(亿股)	23.15
流通股本(亿股)	23.15
近 3 个月换手率(%)	38.01

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-开启“材料决定产品”新纪元，有望凸显经营韧性》-2022.3.31

《公司信息更新报告-2021Q4 覆铜板价格回落，不改中长期结构升级趋势》-2022.1.26

《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

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

● **公司 2022Q1 传统产品价格下调，材料升级持续推动成长，维持“买入”评级**

公司 2022Q1 营业收入 47.7 亿元，YoY+5.8%,归母净利润 4.8 亿元，YoY-11.4%，其中生益电子营业收入 8.6 亿元，YoY+7.2%，归母净利润 0.75 亿元，YoY+16.1%。公司 2022Q1 受到下游消费电子类需求拖累影响，以 FR-4 为主的产品进入价格回落期，我们下调 2022-2024 年盈利预测，预计公司实现归母净利润 27.6/30.4/34.3（前值 29.6/32.8/36.7）亿元，YoY-2.5%/10.2%/13.0%，EPS 为 1.19/1.31/1.49（前值为 1.28/1.42/1.59）元，当前股价对应 PE 为 14.0/12.7/11.2 倍。考虑到公司开启“材料决定产品”新纪元，高端产品放量有望带动公司摆脱传统产品价格的周期性扰动，维持“买入”评级。

● **下游需求减弱导致盈利收窄，FR-4 价格回落大于原材料成本回落**

公司 2022Q1 毛利率为 23.7%，净利率为 10.6%，分业务看，生益电子 PCB 业务部分毛利率 24.0%，净利率为 8.7%，测算覆铜板业务部分净利率为 11.1%，同环比均有回落。下游以消费类为主导的 PCB 需求持续减弱，2022Q1 传统 FR-4 价格回落幅度大于原材料成本回落幅度，根据卓创资讯，电子玻纤价格 G75 出厂价由 2022 年 1 月的 14500 元/吨回落至 3 月 10000 元/吨，2022Q1 环氧树脂、酚醛树脂、铜的价格维持震荡。预计 2022Q2 原材料价格波动，而覆铜板价格因下游需求较为疲软仍将稳步回落。由于公司 FR-4 产品品质优良，即使同层级产品也有溢价，且客户以中大客户为主，预计 2022Q2 盈利水平相对其他厂商稳定。

● **公司有望彰显经营韧性，高端材料迎来国产替代新纪元**

公司作为国内覆铜板龙头厂商，有望在传统 FR-4 价格小年体现经营韧性，平衡整体开工率与产品价格，维持较好的盈利水平。公司汽车毫米波雷达、112Gbps 相关高速材料、封装基板材料多产品应用布局，高端产品占比提升为传统产品盈利减弱起到了缓冲作用，有望开启“材料决定产品”新纪元。

● **风险提示：**下游需求疲软、原材料价格上涨、投产项目不及预期、新品导入不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,687	20,274	19,156	20,323	22,777
YOY(%)	10.9	38.0	-5.5	6.1	12.1
归母净利润(百万元)	1,681	2,830	2,758	3,039	3,434
YOY(%)	16.0	68.4	-2.5	10.2	13.0
毛利率(%)	26.8	26.8	28.4	28.9	28.8
净利率(%)	11.4	14.0	14.4	15.0	15.1
ROE(%)	16.9	19.7	18.0	17.4	17.3
EPS(摊薄/元)	0.73	1.22	1.19	1.31	1.49
P/E(倍)	22.9	13.6	14.0	12.7	11.2
P/B(倍)	3.9	2.9	2.7	2.3	2.0

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9716	14720	14951	19788	19185
现金	850	2287	7283	6549	9316
应收票据及应收账款	4889	6120	4282	6754	5614
其他应收款	43	384	0	203	25
预付账款	20	24	17	27	23
存货	2519	4520	1985	4870	2823
其他流动资产	1396	1385	1385	1385	1385
非流动资产	8642	9711	8114	8033	8393
长期投资	358	456	466	476	486
固定资产	6374	7071	6276	6301	6704
无形资产	435	399	383	366	350
其他非流动资产	1474	1786	990	890	854
资产总计	18357	24431	23065	27822	27579
流动负债	6804	7253	5034	8178	5939
短期借款	2157	1693	1000	2178	1000
应付票据及应付账款	3040	4107	2497	4462	3348
其他流动负债	1607	1453	1537	1538	1590
非流动负债	910	2312	1595	962	339
长期借款	605	1890	1260	627	4
其他非流动负债	305	422	335	335	335
负债合计	7714	9565	6629	9140	6278
少数股东权益	754	1770	1968	2186	2433
股本	2291	2312	2312	2312	2312
资本公积	2795	4078	4078	4078	4078
留存收益	4812	6723	8231	9892	11768
归属母公司股东权益	9889	13096	14468	16495	18868
负债和股东权益	18357	24431	23065	27822	27579

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14687	20274	19156	20323	22777
营业成本	10754	14837	13711	14449	16216
营业税金及附加	104	120	115	122	137
营业费用	179	231	335	356	387
管理费用	720	910	785	833	934
研发费用	711	964	824	874	957
财务费用	114	102	34	-7	-33
资产减值损失	-72	-155	19	20	23
其他收益	56	74	52	53	53
公允价值变动收益	3	50	0	0	0
投资净收益	76	36	14	15	15
资产处置收益	-17	225	0	0	0
营业利润	2090	3316	3399	3744	4224
营业外收入	5	6	4	4	4
营业外支出	12	11	10	10	10
利润总额	2083	3310	3393	3738	4218
所得税	283	385	437	481	537
净利润	1800	2925	2956	3257	3681
少数股东损益	120	95	198	218	247
归母净利润	1681	2830	2758	3039	3434
EBITDA	2705	4052	3953	4278	4792
EPS(元)	0.73	1.22	1.19	1.31	1.49

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	10.9	38.0	-5.5	6.1	12.1
营业利润(%)	15.8	58.6	2.5	10.1	12.8
归属于母公司净利润(%)	16.0	68.4	-2.5	10.2	13.0
获利能力					
毛利率(%)	26.8	26.8	28.4	28.9	28.8
净利率(%)	11.4	14.0	14.4	15.0	15.1
ROE(%)	16.9	19.7	18.0	17.4	17.3
ROIC(%)	13.8	17.3	16.7	15.8	17.3
偿债能力					
资产负债率(%)	42.0	39.2	28.7	32.9	22.8
净负债比率(%)	27.3	13.6	-24.9	-15.1	-34.6
流动比率	1.4	2.0	3.0	2.4	3.2
速动比率	0.9	1.2	2.3	1.7	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.1	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	3.8	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.22	1.19	1.31	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	0.77	2.81	0.10	2.86
每股净资产(最新摊薄)	4.28	5.67	6.26	7.14	8.16
估值比率					
P/E	22.9	13.6	14.0	12.7	11.2
P/B	3.9	2.9	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	15.6	10.4	9.2	8.8	7.0

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1758	1776	6492	229	6602
净利润	1800	2925	2956	3257	3681
折旧摊销	531	654	574	598	664
财务费用	114	102	34	-7	-33
投资损失	-76	-36	-14	-15	-15
营运资金变动	-812	-1898	2942	-3604	2305
其他经营现金流	201	28	0	0	0
投资活动现金流	-1833	-1880	1038	-503	-1009
资本支出	1761	1787	-1041	-90	350
长期投资	5	-91	-10	0	-10
其他投资现金流	-67	-185	-14	-594	-669
筹资活动现金流	-215	1398	-2534	-1637	-1649
短期借款	638	-465	-693	0	0
长期借款	-127	1285	-630	-633	-623
普通股增加	15	21	0	0	0
资本公积增加	290	1282	0	0	0
其他筹资现金流	-1030	-726	-1211	-1004	-1026
现金净增加额	-232	1287	4996	-1911	3945

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（underperform）	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（underperform）	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