

公司研究

需求拓展带动公司长期成长

——生益科技（600183.SH）跟踪报告之二

要点

事件：公司发布 2022 年一季报，22Q1 公司实现营收 47.68 亿元，同比+5.82%，实现归母净利润 4.82 亿元，同比减少 11.37%。

点评：

短期盈利承压，长期成长可期。从公司 2022 年一季度收入及净利润情况来看，22Q1 收入同比提升但利润下降，主要是由于覆铜板行业处于降价周期，导致毛利率承压，带动公司整体利润下滑。从毛利率情况来看，22Q1 公司毛利率 23.65%，同比减少 4.3pcts。我们认为，短期公司盈利具有一定压力，公司有望通过内部经营优化、产品结构升级等措施，实现较快业绩增长。

行业需求恢复迅速，保障公司长期业绩向好。根据 PrismaMark 最新预测，2021 年全球电子工业产业产值同比增长 11%，达到 24520 亿美元。从各主要市场领域来看，积压的消费者需求转化了强劲的消费力，PC、家电、影音等消费类电子增速明显，2021 年同比增长超过 14%；汽车电子虽因缺“芯”产量受到较大影响，但整体向好，尤其电动车市场持续发力，2021 年全球 EV 销量达 650 万辆，同比增长 109%，汽车电子同比增长 12.1%；大规模数据中心算力需求恢复，5G 商用加速推进，通讯类（不含手机）同比增长 11%。我们认为，行业的需求恢复有望保障公司业绩长期成长。

覆铜板高增长，生益科技全系列产品满足行业需求。根据 PrismaMark 覆铜板报告，2020 年产值达到 128.96 亿美元，同比增长 4.3%，其中中国产值达到 92.34 亿美元，同比增长 7.5%，占比超过 70%。PrismaMark 预计 2021 年全球覆铜板年增长率将达 37.9%。同时我们认为，5G 通信、数据中心、新能源等新市场，均有望成为支撑行业发展的重要动力。生益科技拥有全系列产品，近年来，根据市场需求的变化，通过持续研发投入、设备改造、新工厂投产等进行产品结构调整和升级，将更好地满足高多层、高频高速、封装基板等需求的增长。

盈利预测、估值与评级：由于覆铜板降价影响，公司毛利率承压，我们下调公司 2022-2023 年的归母净利润预测为 25.54/28.70 亿元，较前次下调幅度为 8.52%/12.79%，新增公司 2024 年归母净利润预测为 33.37 亿元，对应 PE14/13/11X，我们看好公司长期业绩向好，维持“买入”评级。

风险提示：5G 建设需求不及预期，原材料涨价拖累公司盈利能力。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	14,687	20,274	21,506	23,304	26,100
营业收入增长率	10.92%	38.04%	6.08%	8.36%	12.00%
归母净利润（百万元）	1,681	2,830	2,554	2,870	3,337
归母净利润增长率	16.00%	68.38%	-9.74%	12.37%	16.25%
EPS（元）	0.73	1.22	1.10	1.24	1.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.99%	21.61%	17.91%	17.29%	17.26%
P/E	22	13	14	13	11
P/B	3.7	2.8	2.6	2.2	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-03 注：公司 2020 年股本为 22.91 亿，2021 年股本为 23.12 亿，2022 年股本为 23.23 亿

买入（维持）

当前价：15.87 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

分析师：石崎良

执业证书编号：S0930518070005

021-52523856

shiqil@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.23
总市值(亿元)	368.61
一年最低/最高(元)	14.48/28.77
近 3 月换手率	33.37%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.73	-5.81	-26.54
绝对	-5.82	-0.80	-42.78

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,687	20,274	21,506	23,304	26,100
营业成本	10,754	14,837	16,091	17,330	19,295
折旧和摊销	531	654	673	726	803
税金及附加	104	120	129	140	157
销售费用	179	231	280	303	352
管理费用	720	910	1,075	1,165	1,305
研发费用	711	964	1,075	1,165	1,305
财务费用	114	102	95	38	19
投资收益	76	36	90	100	110
营业利润	2,090	3,316	2,975	3,326	3,845
利润总额	2,083	3,310	2,971	3,322	3,841
所得税	283	385	297	332	384
净利润	1,800	2,925	2,674	2,990	3,457
少数股东损益	120	95	120	120	120
归属母公司净利润	1,681	2,830	2,554	2,870	3,337
EPS(元)	0.73	1.22	1.10	1.24	1.44

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,758	1,776	5,899	3,312	3,617
净利润	1,681	2,830	2,554	2,870	3,337
折旧摊销	531	654	673	726	803
净营运资金增加	901	3,323	-2,300	701	1,112
其他	-1,355	-5,032	4,972	-985	-1,635
投资活动产生现金流	-1,833	-1,880	-340	-460	-560
净资本支出	-1,753	-1,756	-50	-60	-70
长期投资变化	358	456	0	0	0
其他资产变化	-438	-580	-290	-400	-490
融资活动现金流	-215	1,398	-3,175	-573	-617
股本变化	15	21	11	0	0
债务净变化	820	430	-1,693	0	0
无息负债变化	713	1,421	600	446	680
净现金流	-232	1,287	2,385	2,280	2,439

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	26.8%	26.8%	25.2%	25.6%	26.1%
EBITDA 率	19.6%	20.2%	16.6%	17.2%	17.5%
EBIT 率	16.0%	17.0%	13.5%	14.0%	14.4%
税前净利润率	14.2%	16.3%	13.8%	14.3%	14.7%
归母净利润率	11.4%	14.0%	11.9%	12.3%	12.8%
ROA	9.8%	12.0%	10.9%	10.9%	11.1%
ROE (摊薄)	17.0%	21.6%	17.9%	17.3%	17.3%
经营性 ROIC	12.9%	15.4%	15.2%	16.6%	18.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	42%	39%	34%	32%	31%
流动比率	1.43	2.03	2.46	2.76	3.01
速动比率	1.06	1.41	2.09	2.38	2.62
归母权益/有息债务	2.84	3.34	6.41	7.46	8.69
有形资产/有息债务	5.08	6.09	10.79	12.08	13.64

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	18,357	24,431	24,625	27,527	31,065
货币资金	850	2,287	4,671	6,951	9,390
交易性金融资产	123	180	180	180	180
应收账款	4,888	6,120	6,374	6,907	7,736
应收票据	1	0	215	233	261
其他应收款 (合计)	43	384	129	140	157
存货	2,519	4,520	2,294	2,479	2,774
其他流动资产	1,272	1,204	1,229	1,265	1,321
流动资产合计	9,716	14,720	15,157	18,225	21,896
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	358	456	456	456	456
固定资产	6,374	7,071	6,416	5,731	4,996
在建工程	1,243	1,032	1,032	1,032	1,032
无形资产	435	399	441	491	551
商誉	97	19	19	19	19
其他非流动资产	14	390	390	390	390
非流动资产合计	8,642	9,711	9,468	9,302	9,169
总负债	7,714	9,565	8,472	8,918	9,598
短期借款	2,157	1,693	0	0	0
应付账款	2,903	3,296	3,218	3,466	3,859
应付票据	137	811	965	1,040	1,158
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	3	1	1	1	1
流动负债合计	6,804	7,253	6,160	6,606	7,286
长期借款	605	1,590	1,590	1,590	1,590
应付债券	0	300	300	300	300
其他非流动负债	267	387	387	387	387
非流动负债合计	910	2,312	2,312	2,312	2,312
股东权益	10,643	14,866	16,153	18,609	21,467
股本	2,291	2,312	2,323	2,323	2,323
公积金	3,918	5,415	5,404	5,404	5,404
未分配利润	3,690	5,386	6,553	8,888	11,627
归属母公司权益	9,889	13,096	14,264	16,599	19,338
少数股东权益	754	1,770	1,890	2,010	2,130

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.22%	1.14%	1.30%	1.30%	1.35%
管理费用率	4.90%	4.49%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	0.78%	0.50%	0.44%	0.16%	0.07%
研发费用率	4.84%	4.76%	5.00%	5.00%	5.00%
所得税率	14%	12%	10%	10%	10%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.40	0.60	0.23	0.26	0.30
每股经营现金流	0.77	0.77	2.54	1.43	1.56
每股净资产	4.32	5.67	6.14	7.15	8.33
每股销售收入	6.41	8.77	9.26	10.03	11.24

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	22	13	14	13	11
PB	3.7	2.8	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	14.9	11.0	11.7	10.0	8.4
股息率	2.5%	3.8%	1.5%	1.6%	1.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE