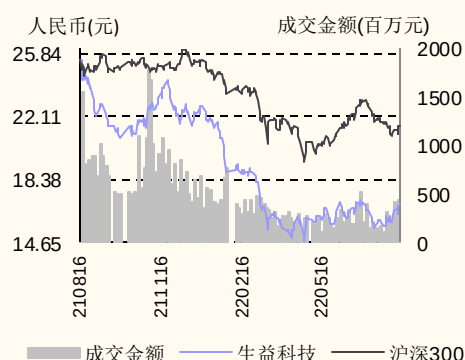


生益科技 (600183.SH) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 16.97 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	23.23
已上市流通 A 股(亿股)	23.23
总市值(亿元)	394.16
年内股价最高最低(元)	25.41/14.65
沪深 300 指数	4191
上证指数	3277


相关报告

- 1.《常熟生益获担保,新产能运营得到资金支持-生益科技点评公告》,2021.12.29
- 2.《Q3 仍涨价且保持高溢价,有望率先走出周期-生益科技 21 年三季报》,2021.10.28
- 3.《扣非归母保持高位水平,长期量价利仍可期-生益科技 21 年前三季报》,2021.10.19

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

困境中展现强大阿尔法, 反转时机即将到来
公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,687	20,274	18,862	21,691	23,860
营业收入增长率	10.92%	38.04%	-6.97%	15.00%	10.00%
归母净利润(百万元)	1,681	2,830	2,197	3,111	4,001
归母净利润增长率	16.00%	68.38%	-22.37%	41.60%	28.61%
摊薄每股收益(元)	0.734	1.224	0.946	1.339	1.722
每股经营性现金流净额	0.77	0.77	0.96	1.75	1.93
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.99%	21.61%	15.91%	20.65%	23.57%
P/E	38.39	19.24	17.94	12.67	9.85
P/B	6.52	4.16	2.85	2.62	2.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月12日,公司发布2022年半年报,公告显示22H1营收93.75亿元(YoY-4.65%),归母净利9.35亿元(YoY-33.89%),扣非后8.97亿元(YoY-36.04%);22Q2营收46.07亿元(YoY-13.51%,QoQ-3.37%),归母净利4.53亿元(YoY-47.97%,QoQ-6.14%),扣非后4.24亿元(YoY-49.83%,QoQ-10.36%)。22H1毛利率和净利率分别达到23.43%(YoY-5.31pct)和10.59%(YoY-4.29pct);22Q2毛利率和净利率分别达到23.20%(YoY-6.21pct,QoQ-0.45pct)和10.55%(YoY-6.18pct,QoQ-0.08pct)。

经营分析

- 同比强势维稳,展现强大阿尔法能力。**今年行业面临较大的需求压力,产品价格应运下降,根据产业链跟踪,行业层面上半年价格下滑幅度普遍为20~30%,同时二季度所用原材料价格仍在高位,因此上半年行业整体呈现价格下滑且盈利能力大幅恶化的局面。在这样的背景下,公司上半年产品简易均价约为125元/平方米(同比-10%,环比-12%),产品简易单位毛利约为28元/平方米(同比-30%,环比-22%),相应毛利率同比-5.31pct,环比-0.45pct,该单价和单位毛利下滑幅度远行业平均要低,且毛利率在基本面最差的二季度已经环比企稳,可见公司虽然受到了行业的周期负面影响,但影响非常有限且已然企稳,这充分展现了公司的强阿尔法属性。
- 静待基本面反转,戴维斯双击机会即将来临。**在公司基本面表现如此稳定且上游主要原材料从5月开始形成下降趋势的情况下,我们认为公司三季度单张毛利有望环比拐点向上,再加上公司强大的订单管理能力能够保证较稳定的稼动率水平,公司绝对利润金额有望实现反转。在基本面反转的基础上,公司封装基板、M6等级以上高速板、Miniled等高端产品持续布局,成长性会开始逐渐体现,基本面和估值将迎来戴维斯双击机会。

投资建议

- 我们预计公司22~24年归母净利润22/31/40亿元(较上期预测值更低,原因是此次预测更充分考虑了宏观经济负面情况对公司业绩的影响),对应PE为18/13/10倍,考虑到公司基本面即将反转且估值将回归至成长估值水平,维持“买入”评级。

风险提示

- 单价下滑超预期;上游原材料降价不及预期;产能利用率不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	13,241	14,687	20,274	18,862	21,691	23,860
增长率		10.9%	38.0%	-7.0%	15.0%	10.0%
主营业务成本	-9,713	-10,754	-14,837	-14,126	-15,496	-16,676
%销售收入	73.4%	73.2%	73.2%	74.9%	71.4%	69.9%
毛利	3,528	3,933	5,437	4,736	6,195	7,184
%销售收入	26.6%	26.8%	26.8%	25.1%	28.6%	30.1%
营业税金及附加	-76	-104	-120	-94	-108	-119
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-288	-179	-231	-189	-217	-239
%销售收入	2.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-644	-720	-910	-792	-911	-1,002
%销售收入	4.9%	4.9%	4.5%	4.2%	4.2%	4.2%
研发费用	-605	-711	-964	-943	-1,085	-1,193
%销售收入	4.6%	4.8%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	1,915	2,219	3,211	2,718	3,874	4,631
%销售收入	14.5%	15.1%	15.8%	14.4%	17.9%	19.4%
财务费用	-142	-114	-102	-129	-287	-57
%销售收入	1.1%	0.8%	0.5%	0.7%	1.3%	0.2%
资产减值损失	-51	-133	-179	-93	-1	-7
公允价值变动收益	31	3	50	-23	-33	15
投资收益	25	76	36	52	22	16
%税前利润	1.4%	3.7%	1.1%	2.1%	0.6%	0.3%
营业利润	1,805	2,090	3,316	2,525	3,575	4,598
营业利润率	13.6%	14.2%	16.4%	13.4%	16.5%	19.3%
营业外收支	0	-7	-6	0	0	0
税前利润	1,805	2,083	3,310	2,525	3,575	4,598
利润率	13.6%	14.2%	16.3%	13.4%	16.5%	19.3%
所得税	-242	-283	-385	-328	-465	-598
所得税率	13.4%	13.6%	11.6%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	1,563	1,800	2,925	2,197	3,111	4,001
少数股东损益	115	120	95	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,449	1,681	2,830	2,197	3,111	4,001
净利率	10.9%	11.4%	14.0%	11.6%	14.3%	16.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,563	1,800	2,925	2,197	3,111	4,001
少数股东损益	115	120	95	0	0	0
非现金支出	461	664	851	793	778	841
非经营收益	70	-10	-190	410	391	312
营运资金变动	-402	-696	-1,810	-1,170	-210	-682
经营活动现金净流	1,692	1,758	1,776	2,230	4,069	4,471
资本开支	-1,579	-1,753	-1,756	-1,339	-1,168	-923
投资	5	-79	-134	-30	10	-35
其他	8	-1	10	52	22	16
投资活动现金净流	-1,566	-1,833	-1,880	-1,317	-1,136	-942
股权募资	0	189	2,254	141	0	0
债权募资	688	697	404	1,774	-336	-788
其他	-861	-1,102	-1,260	-1,942	-2,238	-2,434
筹资活动现金净流	-173	-215	1,398	-26	-2,574	-3,222
现金净流量	-50	-232	1,287	887	360	307

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,062	850	2,287	3,155	3,502	3,799
应收款项	5,315	6,050	7,628	7,842	8,276	8,800
存货	2,100	2,519	4,520	4,551	4,577	4,925
其他流动资产	235	297	284	278	255	327
流动资产	8,712	9,716	14,720	15,826	16,609	17,852
%总资产	56.1%	52.9%	60.2%	60.8%	61.1%	62.6%
长期投资	383	358	642	642	642	642
固定资产	5,966	7,617	8,103	9,001	9,345	9,397
%总资产	38.4%	41.5%	33.2%	34.6%	34.4%	32.9%
无形资产	380	532	418	480	530	570
非流动资产	6,823	8,642	9,711	10,192	10,583	10,672
%总资产	43.9%	47.1%	39.8%	39.2%	38.9%	37.4%
资产总计	15,535	18,357	24,431	26,018	27,192	28,524
短期借款	1,934	2,882	2,026	2,754	2,073	829
应付款项	2,754	3,264	4,291	3,943	3,959	4,095
其他流动负债	568	659	935	438	692	776
流动负债	5,257	6,804	7,253	7,135	6,725	5,700
长期贷款	732	605	1,590	2,457	2,802	3,258
其他长期负债	192	305	722	848	835	825
负债	6,181	7,714	9,565	10,441	10,362	9,784
普通股股东权益	8,834	9,889	13,096	13,808	15,060	16,971
其中：股本	2,276	2,291	2,312	2,323	2,323	2,323
未分配利润	3,077	3,690	5,386	5,957	7,209	9,119
少数股东权益	520	754	1,770	1,770	1,770	1,770
负债股东权益合计	15,535	18,357	24,431	26,018	27,192	28,524

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.636	0.734	1.224	0.946	1.339	1.722
每股净资产	3.881	4.317	5.666	5.945	6.484	7.307
每股经营现金净流	0.744	0.767	0.768	0.960	1.752	1.925
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.700	0.800	0.900
回报率						
净资产收益率	16.40%	16.99%	21.61%	15.91%	20.65%	23.57%
总资产收益率	9.33%	9.15%	11.58%	8.44%	11.44%	14.03%
投入资本收益率	13.79%	13.53%	15.08%	10.95%	14.98%	17.05%
增长率						
主营业务收入增长率	10.52%	10.92%	38.04%	-6.97%	15.00%	10.00%
EBIT增长率	45.10%	15.84%	44.73%	-15.35%	42.53%	19.55%
净利润增长率	44.81%	16.00%	68.38%	-22.37%	41.60%	28.61%
总资产增长率	20.56%	18.17%	33.09%	6.50%	4.51%	4.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	116.0	117.9	99.1	120.0	115.0	115.0
存货周转天数	72.3	78.4	86.6	120.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	84.7	94.3	76.2	75.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	137.9	158.4	127.3	141.6	119.8	104.4
偿债能力						
净负债/股东权益	15.88%	23.62%	9.75%	17.33%	12.18%	5.07%
EBIT利息保障倍数	13.5	19.4	31.5	21.1	13.5	81.4
资产负债率	39.79%	42.02%	39.15%	40.13%	38.11%	34.30%

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	2	2	3	16
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1	2021-01-25	买入	26.25
2	2021-04-20	买入	24.22
3	2021-04-30	买入	23.83
4	2021-07-27	买入	23.47
5	2021-08-03	买入	29.04
6	2021-10-19	买入	21.80
7	2021-10-28	买入	22.41
8	2021-12-29	买入	23.41

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

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