

电子组

生益科技 (600183.SH) 买入 (维持评级)

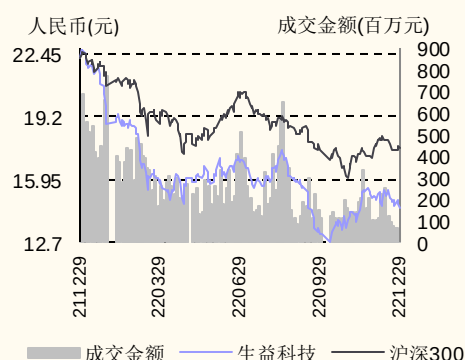
公司深度研究

市场价格 (人民币): 14.54 元

目标价格 (人民币): 30.26 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	23.27
已上市流通 A 股(亿股)	23.27
总市值(亿元)	338.28
年内股价最高最低(元)	22.75/12.70
沪深 300 指数	3857
上证指数	3074

**基本面承压，周期力量边际弱化后方可见成长****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	18,062	21,875	23,960
营业收入增长率	10.92%	38.04%	-10.91%	21.11%	9.53%
归母净利润(百万元)	1,681	2,830	1,446	2,350	3,428
归母净利润增长率	16.00%	68.38%	-48.89%	62.53%	45.85%
摊薄每股收益(元)	0.734	1.224	0.622	1.010	1.473
每股经营性现金流净额	0.77	0.77	0.91	1.02	1.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.99%	21.61%	10.90%	16.11%	20.27%
P/E	38.39	19.24	23.39	14.39	9.87
P/B	6.52	4.16	2.55	2.32	2.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **行业已运行至加速见底阶段，基础需求展望仍疲弱但或有创新亮点。**电子产品需求呈现疲弱之势，PCB 产业链相应承压，A 股覆铜板前三个季度单季归母净利润分别同比-37%、-59%、-90%，是承压最重环节，当前产业链运行至年底备货、上游材料涨价加速整个产业链触底的阶段。从展望来看，2023 年智能手机全球+2.8%、中国-0.9%，PC 全球-2.3%，汽车中国+3%，可见基础性消费产品增速有改善但并不乐观，不过折叠手机 (+51.4%)、可穿戴设备 (+5.5%)、VR/AR 设备 (+23%/+70%)、新能源车 (智能化仍有成长空间)、服务器 (新平台升级将带来价值增量) 有创新增量点，因此我们认为虽然明年基础性需求仍承压，但细分创新点将带来增长受益。
- **强阿尔法者有望实现单位毛利反转，周期影响将逐渐减弱。**公司在今年环境极差情况下体现出了更强的应对风险的能力，基本面同比变化更稳定，盈利能力下降幅度为 10pct/11pct，相较金安国纪、南亚新材、华正新材、中英科技分别下降 20pct/21pct、17pct/16pct、12pct/11pct、25pct/21pct 而言更稳定。同时从历史上看，公司多次展现出单价下行、单位毛利仍能够保持稳定上行的逆周期属性，我们认为这样的能力能够使得公司在需求环境加速触底且有望进入平稳发展的阶段的当下，比行业实现更快地盈利反转，从而打破需求疲弱对盈利的掣肘，周期的负面影响也将逐渐减弱。
- **高端产品突破增加成长属性，抓住材料国产替代时机。**在弱周期对公司的边际影响在逐渐减弱的情况下，公司高端产品突破所带来的成长性将有望得到体现，从公司 10 年以来的在研项目情况来看，公司专注于高频、高速、封装基板用覆铜板等高端特种产品突破，而这几类产品正处于快速扩容的市场发展阶段 (汽车毫米波/激光雷达打开高频/高速覆铜板的运用空间，服务器升级将使用材料等级更高的高速覆铜板)，并且高端特种材料市场目前也正呈现被海外厂商占据的竞争格局，而公司是大陆厂商中唯一进入特种材料 (排名第 9，市占率 5.0%)、高速覆铜板材料 (排名第 6，市占率 3.0%) 前十大排名的厂商，公司有望成为高端材料国产替代的领先者。

投资建议

- 我们预计公司 2022~2024 年归母净利润将分别达到 14.5/23.5/34.3 亿元，对应 EPS 为 0.91/1.02/1.80 元，对应 PE 为 23X/14X/10X，给予目标价 30.26 元/股，继续给予“买入”评级。

风险

- 需求不及预期；原材料价格居高不下；新产品放量不及预期。

相关报告

- 1.《盈利能力恶化，等待行业出清后的成长机会-生益科技 2022 年三...》，2022.10.28
- 2.《困境中展现强大阿尔法，反转时机即将到来-生益科技 2022 年半...》，2022.8.14
- 3.《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

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

内容目录

前言：需解决三个问题来判断公司当前投资价值.....	5
一、需求弱周期致行业承压，目前已运行至加速见底阶段.....	6
1.1、电子需求疲弱，产业链上中下游承压严重.....	6
1.2、年度淡季将至，备货透支淡季需求或致周期加速见底.....	7
二、基础需求仍显疲弱，细分创新或有亮点.....	10
2.1、消费类基础需求同比仍承压，细分创新点值得关注.....	10
2.2、新能源车增速放缓，关注智能化相关机会.....	11
2.3、产业链对服务器行业保持乐观，PCB 行业需重点关注更新迭代.....	12
三、强阿尔法者将在平稳中反转，戴维斯双击价值凸显.....	13
3.1、逆境中风险应对能力强，多次展现强阿尔法盈利韧性.....	13
3.2、高端产品突破增加成长属性，抓住材料国产替代时机.....	16
3.3、盈利反转在即，估值仍在低估区间.....	18
四、风险提示.....	20
4.1、需求不及预期.....	20
4.2、原材料居高不下.....	20
4.3、新产品放量不及预期.....	20

图表目录

图表 1：公司季度营收体量持续下滑.....	5
图表 2：公司季度归母净利体量大幅下滑.....	5
图表 3：公司今年约当单价和约当单位毛利大幅下滑.....	5
图表 4：公司今年盈利能力持续下滑.....	5
图表 5：2022 年全球电子产品出货量同比增速普遍承压.....	6
图表 6：2022 年中国电子产品出货量同比增速普遍承压.....	6
图表 7：A 股 PCB 产业链营收同比增速承压.....	6
图表 8：台股 PCB 产业链营收同比增速承压.....	6
图表 9：覆铜板在 A 股产业链中归母净利增速承压最重.....	7
图表 10：覆铜板在台股产业链中归母净利增速承压较重.....	7
图表 11：11 月开始 LME 铜价格出现反弹.....	7
图表 12：国内铜箔加工费从 10 月底开始反弹.....	7
图表 13：台系铜箔厂商金居开发月度营收环比大幅增长.....	8
图表 14：台系玻纤布厂商 11 月营收环比大幅增长.....	8
图表 15：台系 CCL 厂商月度营收环比实现微幅增长.....	8
图表 16：台系 PCB 综合月度环比增速仍然承压.....	8
图表 17：全球智能手机出货量环比改善但同比降幅扩大.....	8
图表 18：中国智能手机出货量环比改善但同比降幅扩大.....	8
图表 19：全球 PC 出货量环比有改善但同比降幅扩大.....	9

图表 20: 全球主流 PC 代工厂出货环比微幅改善.....	9
图表 21: 国内汽车销量在 12 月环比或有恢复.....	9
图表 22: 国内新能源汽车销量在 11 月环比有改善.....	9
图表 23: 全球服务器出货量环比增幅收窄.....	9
图表 24: 预计 2023 年全球智能手机出货量微增 2.8%.....	10
图表 25: 预计 2023 年中国智能手机出货量下滑 0.9%.....	10
图表 26: 预计 2023 年全球 PC 出货量下滑 2.3%.....	10
图表 27: PC 工厂认为 2023 年下半年需求才会修复.....	10
图表 28: 预计 2023 年全球折叠手机出货量增长 51.4%.....	11
图表 29: 预计 2023 年中国折叠手机出货量增长 33.2%.....	11
图表 30: 预计 2023 年全球可穿戴产品出货量增长 5.5%.....	11
图表 31: 预计 2023 年 VR/AR 出货量增长 23%/70%.....	11
图表 32: 中国新能源车渗透率在 11 月达到 34%.....	12
图表 33: 预计明年中国汽车/新能源车销量增长 3%/34%.....	12
图表 34: 特斯拉 Model 3 用 PCB 的逻辑分布 (估测).....	12
图表 35: 汽车 PCB 迎来电动化和智能化带来的机会.....	12
图表 36: 电动化+智能化汽车 PCB 单车价值量提升.....	12
图表 37: 预计 2023 年全球服务器出货量增长 2.1%.....	13
图表 38: 代工厂对服务器保持增长预期.....	13
图表 39: 服务器升级情况.....	13
图表 40: A 股覆铜板厂商营收同比变化波动较小.....	14
图表 41: A 股覆铜板厂商扣非归母同比降速相对较缓.....	14
图表 42: A 股覆铜板厂商中公司毛利率走势最为稳定.....	14
图表 43: A 股覆铜板厂商中公司毛利率降幅最小.....	14
图表 44: A 股覆铜板厂商中公司净利率走势最为稳定.....	14
图表 45: A 股覆铜板厂商中公司净利率降幅最小.....	14
图表 46: 公司强阿尔法展现盈利的逆周期性.....	15
图表 47: 可比公司建滔积层板基本面顺周期.....	15
图表 48: 可比公司金安国纪基本面顺周期.....	15
图表 49: 可比公司华正新材基本面难逆周期成长.....	15
图表 50: 可比公司南亚新材基本面难逆周期成长.....	15
图表 51: 可比公司中英科技基本面难逆周期成长.....	15
图表 52: 公司与可比公司研发费用对比 (亿元).....	16
图表 53: 公司与可比公司研发费用率对比.....	16
图表 54: 公司历年在研项目持续覆盖高端产品.....	16
图表 55: 毫米波雷达/激光雷达运用到高频/高速 CCL.....	17
图表 56: 服务器主板将运用到等级更高的高速 CCL.....	17
图表 57: 全球特种基材覆铜板市场主要被海外厂商占据.....	17
图表 58: 全球高速覆铜板市场主要被海外厂商占据.....	17

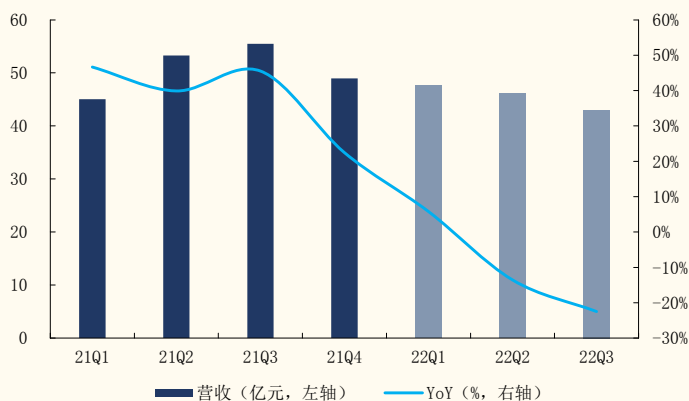
图表 59: 全球封装基板覆铜板市场主要被海外厂商占据	17
图表 60: 未来三年盈利预测表.....	19
图表 61: 生益科技与可比公司估值水平对比（行情数据参考 2022 年 12 月 29 日收盘后数据）	20
图表 62: 公司当前 PE 水平已经在历史底部区间	20

前言：需解决三个问题来判断公司当前投资价值

在去年经历通货膨胀带来的涨价溢价后，覆铜板行业迎来周期性下行。生益科技（后简称公司）作为全球第二大的覆铜板企业，在行业遭受下行压力之时也难以避免承压，公司 2022 年前三个季度营收单季度分别同比+5.82%、-13.51%、-22.45%，归母净利润单季度分别同比-11.37%、-47.97%、-71.74%；从盈利指标的角度来看，公司 2022H1 约当单价¹从 2021 年的 158 元/平方米下降至 136 元/平方米，下降幅度达到 13.92%，约当单位毛利从 2021 年的 43 元/平方米下降至 31 元/平方米，下降幅度达到 27.91%，2022 年前三个季度毛利率单季度分别为 23.65%、23.20%、18.97%，2022 年前三季度净利率单季度分别为 10.63%、10.55%和 6.56%，22Q3 单季度的盈利水平已经达到 88 个季度以来最低的水平（上次的低值为 2015 年的第三季度）。

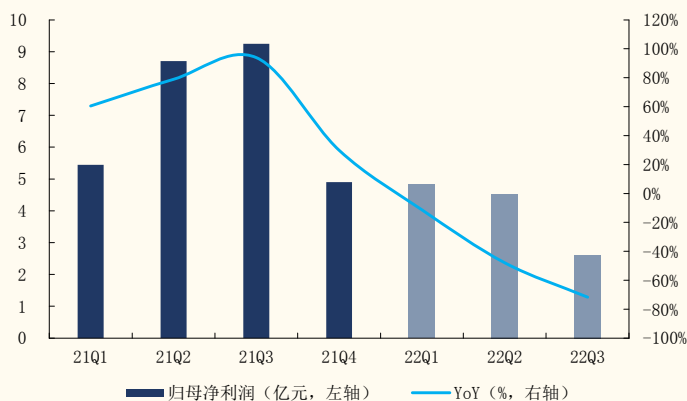
公司当前承压严重，主要源于宏观层面的周期性经济下行，而周期性决定了经济触底后将会迎来边际改善，公司作为全球覆铜板行业龙头，凭借其持续高端突破和产品内化升级的模式已经修炼了自身强阿尔法下的成长属性，一旦周期性变弱，公司的成长属性将开始逐渐体现。基于此，本文认为要判断公司当前的投资价值，应当解决三个问题：1）当前周期运行至什么位置；2）一年维度需求如何预期；3）公司的成长性如何体现。因此，本文将围绕这三个问题对公司的投资价值进行解析。

图表 1：公司季度营收体量持续下滑



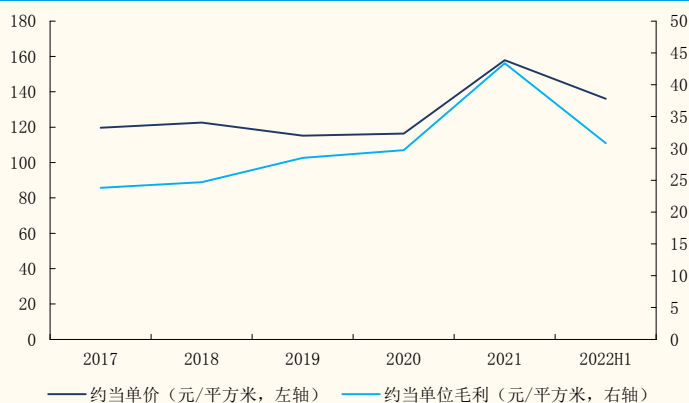
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：公司季度归母净利润体量大幅下滑



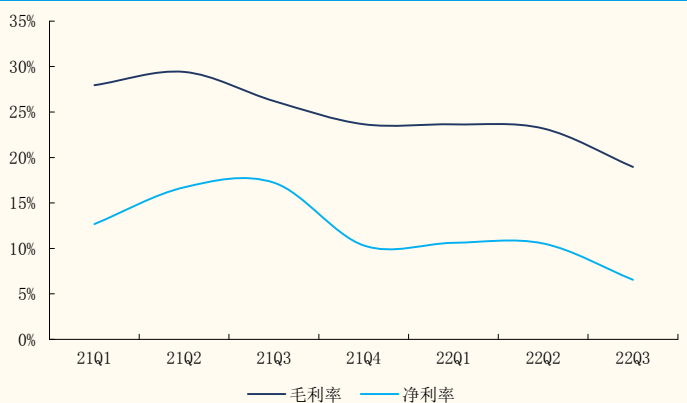
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：公司今年约当单价和约当单位毛利大幅下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司今年盈利能力持续下滑



来源：Wind，国金证券研究所

¹ 约当单价和约当单位毛利计算基于“覆铜板和半固化片营收合计值÷覆铜板销售量”，营收值和销售量覆盖范围源于数据的可得性和计算性有限，最终计算数值与公司真实单价和单位毛利存在出入，绝对值无实际意义，但变化趋势具有参考价值。

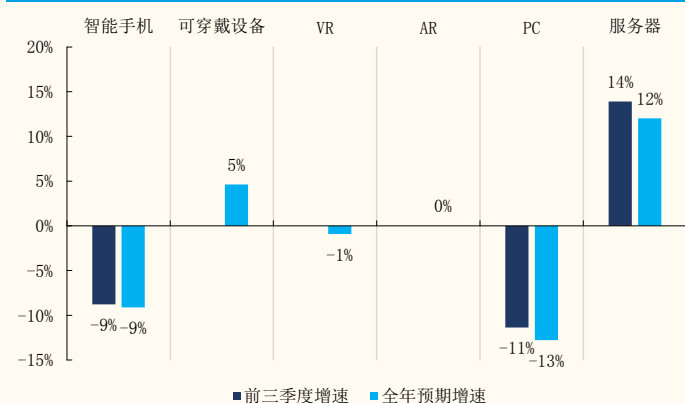
一、需求弱周期致行业承压，目前已运行至加速见底阶段

1.1、电子需求疲弱，产业链上中下游承压严重

电子终端产品也属于消费品，受到经济环境的影响，整年需求均显疲弱之势，从 2022 年前三季度情况来看，全球智能手机出货量下滑 9%、中国智能手机出货量下滑 13%，全球 PC 出货量下滑 11%，这两大应用占据了 PCB 下游需求超过 30%的占比，奠定了 PCB 产业链今年需求疲弱的基础。

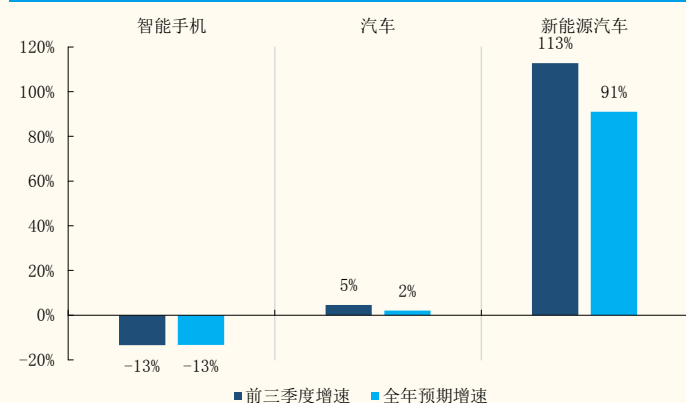
在终端消费乏力的情况下，PCB 产业链整体承压，以 A 股企业为例，从 2022 年前三季度单季营收同比增速来看，上游原材料铜箔分别同比+44%、+15%、+16%，上游原材料玻纤布分别同比+11%、+14%、-31%，上游原材料树脂分别同比+11%、-9%、-23%，中游覆铜板分别同比-2%、-12%、-20%，中下游 PCB 分别同比+17%、+7%、-4%。再从 2022 年前三季度单季归母净利润同比增速来看，铜箔分别同比+53%、-13%、-29%，玻纤布分别同比+12%、+1%、-49%，树脂分别同比-7%、+177%、-45%，覆铜板-37%、-59%、-90%，PCB 分别同比+5%、+10%、+9%。整条产业链各环节对比来看，覆铜板环节承压最重，可见行业压力之大。

图表 5：2022 年全球电子产品出货量同比增速普遍承压



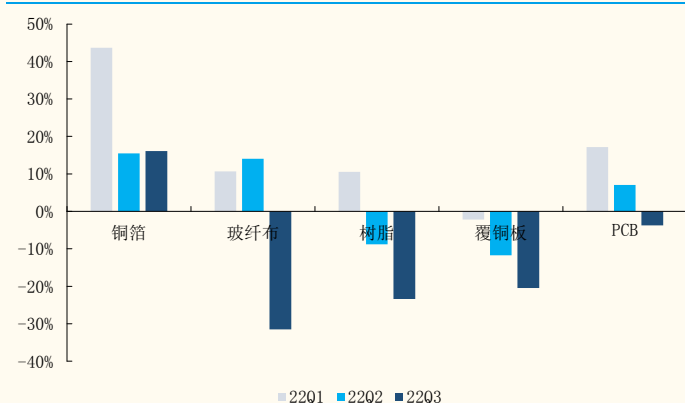
来源：IDC，国金证券研究所

图表 6：2022 年中国电子产品出货量同比增速普遍承压



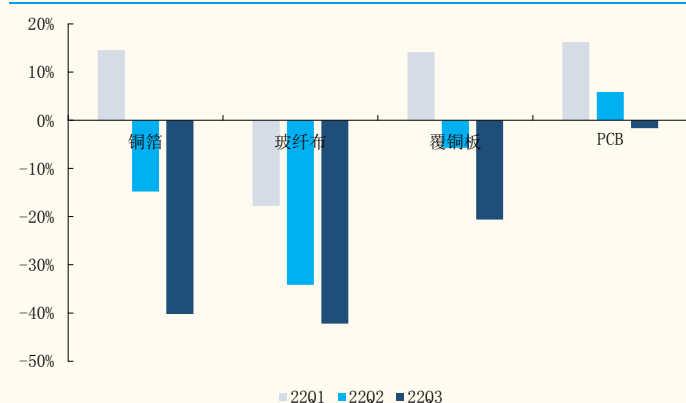
来源：IDC，中汽协，国金证券研究所

图表 7：A 股 PCB 产业链营收同比增速承压



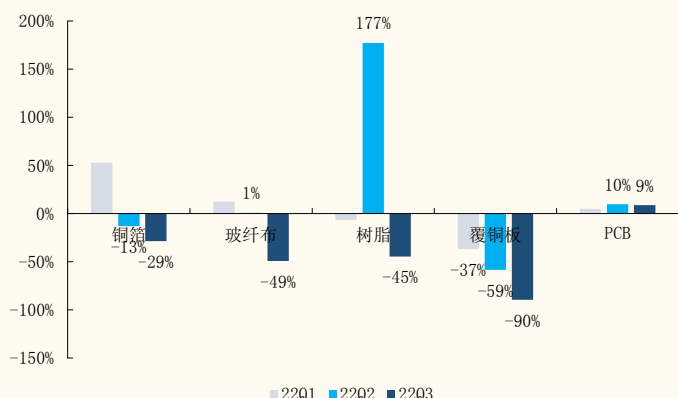
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：台股 PCB 产业链营收同比增速承压



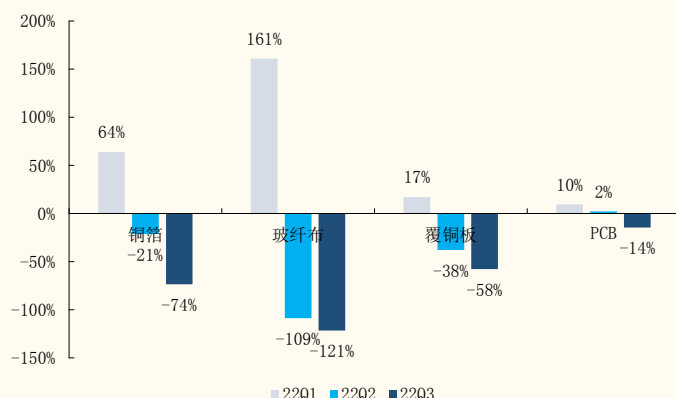
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：覆铜板在 A 股产业链中归母净利增速承压最重



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：覆铜板在台股产业链中归母净利增速承压较重



来源：Wind，国金证券研究所

1.2、年度淡季将至，备货透支淡季需求或致周期加速见底

全年承压的情况下，进入四季度后我们发现 PCB 产业链发生了一些变化，这样的变化主要来自供需两端：

- 供给端，从产业链各环节经营数据可以看到，传统旺季的第三季度经营压力不减反升，这使得产业链开始对未来需求的预期变得更加悲观，悲观的预期一方面使得尾部厂商被出清，另一方面使得上游原材料做出了压缩产能的决定（推迟 Capex 计划、遣散人员等），根据我们的跟踪，上游铜箔\玻纤布\树脂均有压缩产能的情况发生，压缩幅度为 10%~40%不等，最终的结果即为供给端有效产能减少。
- 需求端，虽然第三季度这一传统旺季呈现出较为疲弱的景气度，但 10 月底开始各个终端仍然进入了年底备货节奏，我们从覆铜板、PCB 的环比营收情况以及各类终端产品出货量环比情况，可以看到产业链需求端确有改善。我们跟踪到上中下游公司稼动率已经普遍回到 80%~90%，部分大公司基本接近满产状态。

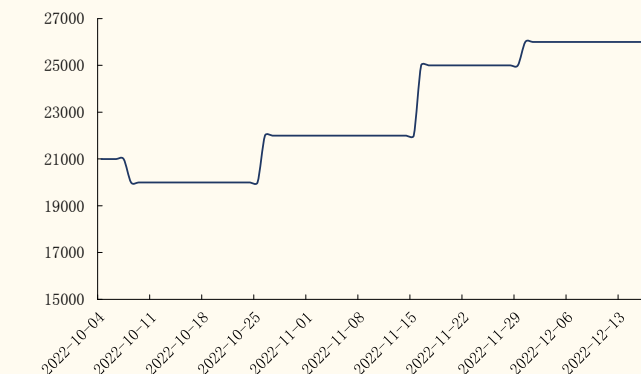
10 月底 PCB 产业链在供给有所压缩的情况下迎来了需求端环比改善，供需形成了短期错配，最终表现为上游原材料价格开始反弹，以 35um 铜箔低端价为例，我们观察到铜箔价格从 10 月底的价格低点至今已反弹 11.9%（其中加工费反弹 37.5%），产业链呈现出一片火热景象。值得注意的是，虽然下游终端确实表现出环比改善，但这主要源于客户端的备库需求，整体改善的幅度有限且部分终端需求同比来看降幅仍有扩大之势，因此我们认为产业链需求并未真正修复。在这样的情况下，我们认为需要警惕当前备货行为透支 23Q1 需求的风险，不过我们认为上游原材料涨价会加剧供需对峙、引发从下游到上游的需求负反馈，从而加速整个产业链触底。因此从产业链动态变化情况看，我们认为产业链修复仍需时日，但加速见底后将会迎来本质性修复。

图表 11：11 月开始 LME 铜价格出现反弹



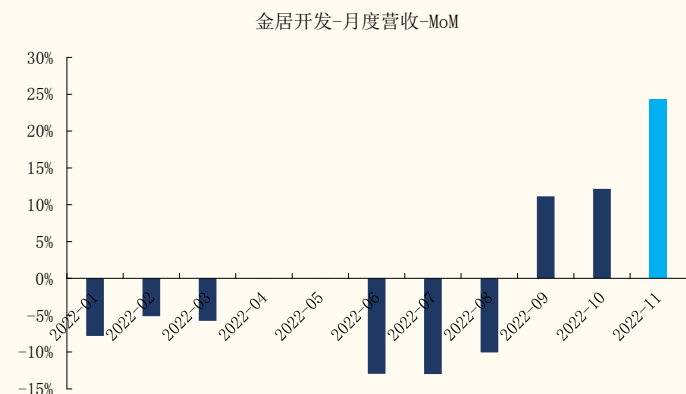
来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：国内铜箔加工费从 10 月底开始反弹



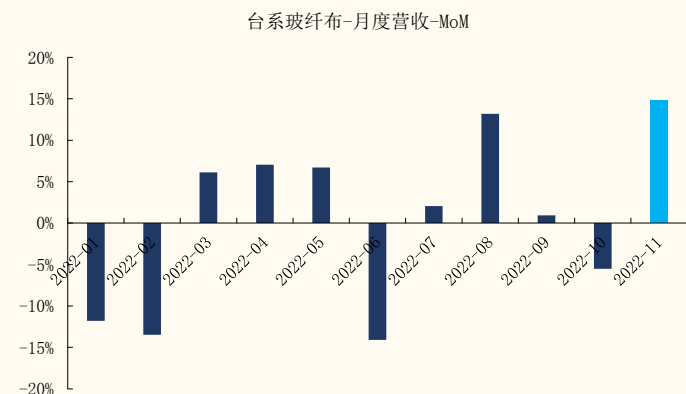
来源：Wind，国金证券研究所

图表 13: 台系铜箔厂商金居开发月度营收环比大幅增长



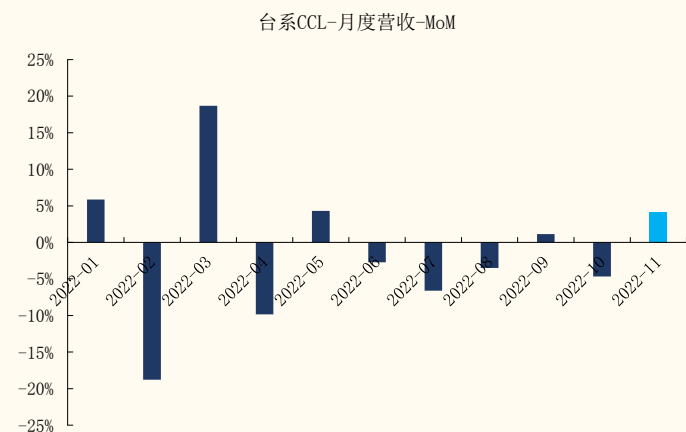
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 台系玻纤布厂商11月营收环比大幅增长



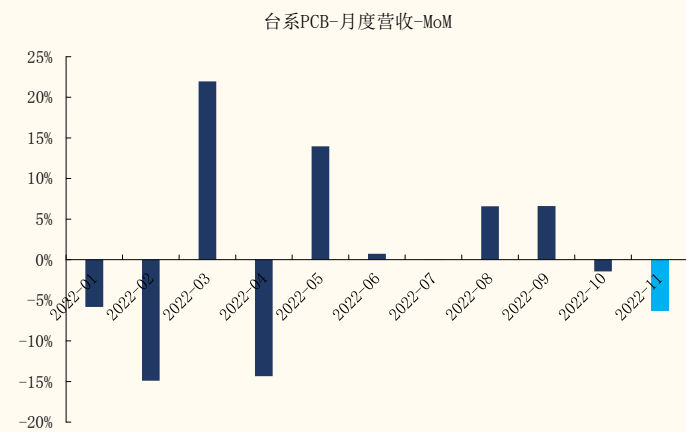
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 台系 CCL 厂商月度营收环比实现微幅增长



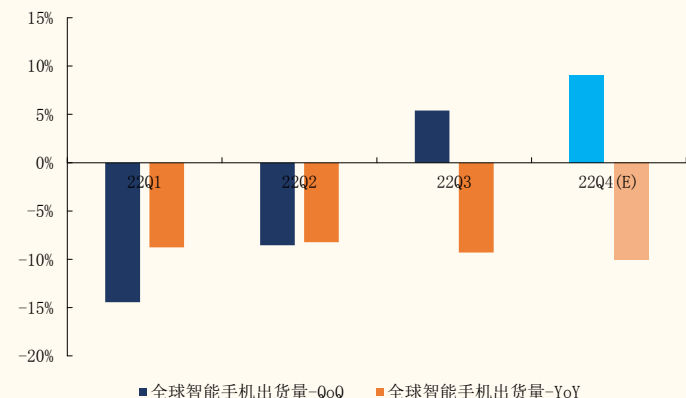
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 台系 PCB 综合月度环比增速仍然承压



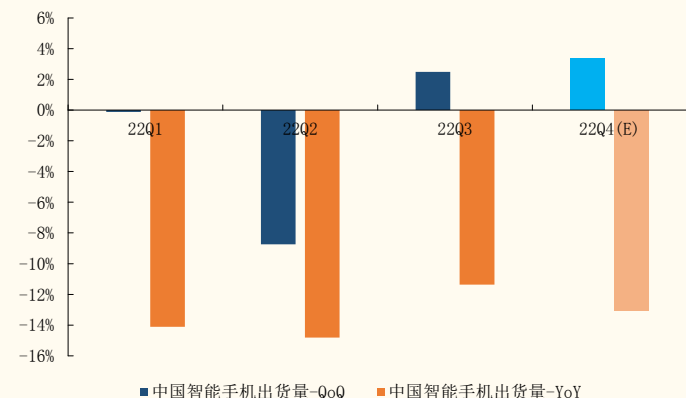
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 全球智能手机出货量环比改善但同比降幅扩大



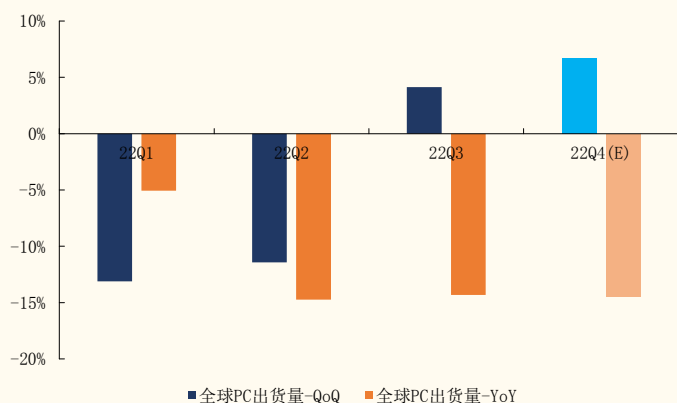
来源: IDC, 国金证券研究所

图表 18: 中国智能手机出货量环比改善但同比降幅扩大



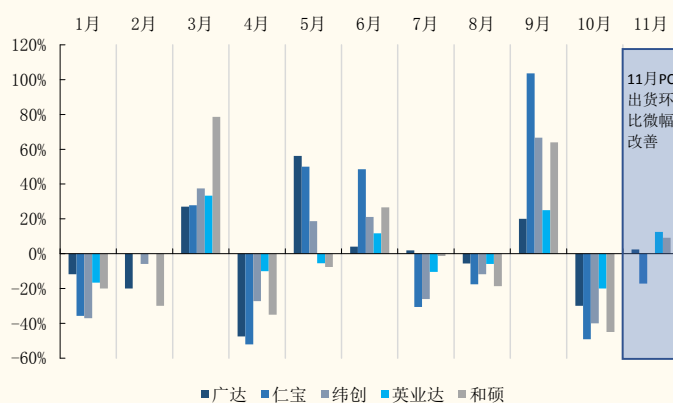
来源: IDC, 国金证券研究所

图表 19: 全球 PC 出货量环比有改善但同比降幅扩大



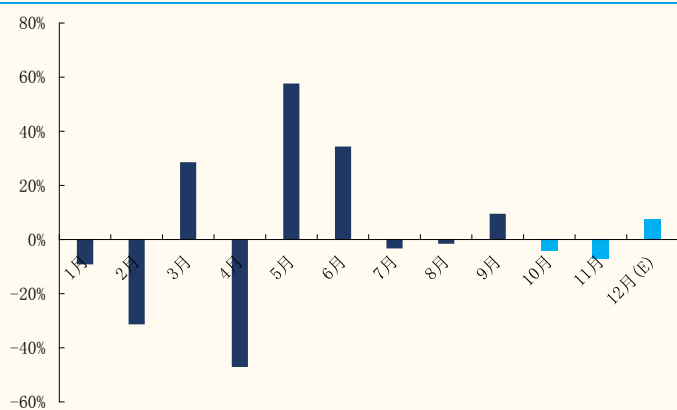
来源: IDC, 国金证券研究所

图表 20: 全球主流 PC 代工厂出货环比微幅改善



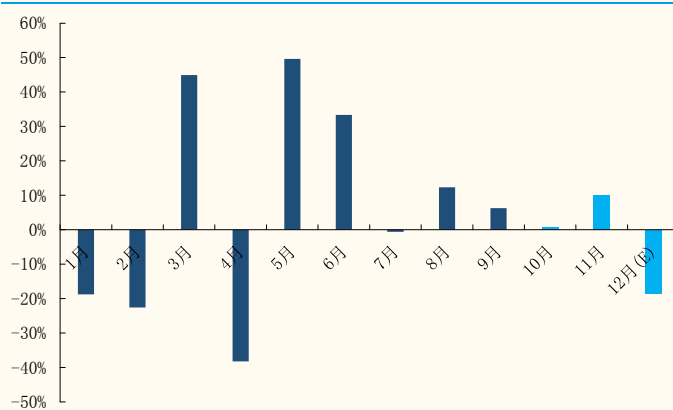
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 国内汽车销量在 12 月环比或有恢复



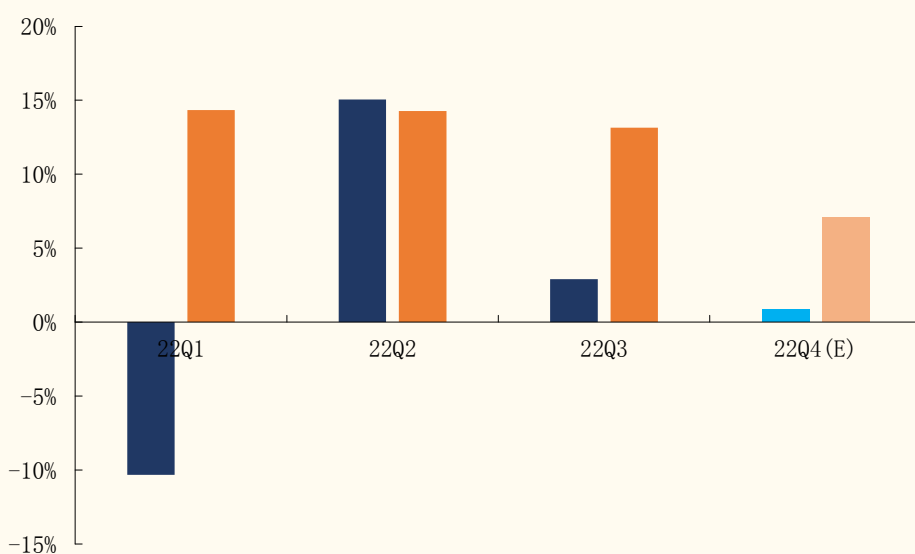
来源: 中汽协, 国金证券研究所

图表 22: 国内新能源汽车销量在 11 月环比有改善



来源: 中汽协, 国金证券研究所

图表 23: 全球服务器出货量环比增幅收窄



来源: IDC, 国金证券研究所

二、基础需求仍显疲弱，细分创新或有亮点

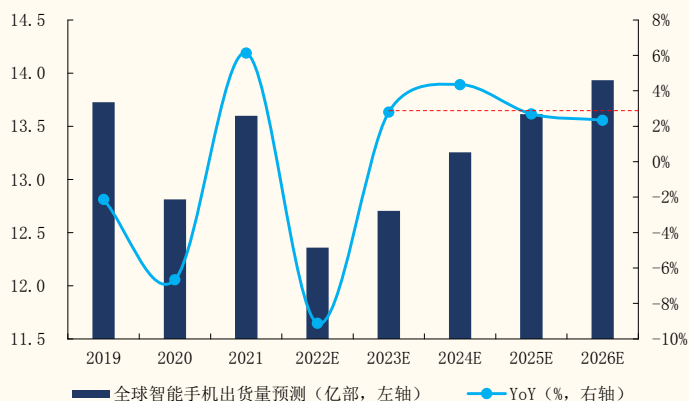
在当前正运营至加速触底的阶段，但触底后需求能否快速反转决定了景气度是否能够上行，这也决定了公司基本面发展的大环境是否能够出现本质改善，因此站在当前的时点，我们应当至少判断一年维度电子行业需求的发展情况。

2.1、消费类基础需求同比仍承压，细分创新点值得关注

消费类需求主要包括手机、PC、可穿戴、VR/AR 等智能产品，根据 IDC 的预测，2023 年全球智能手机出货量有望达到 12.7 亿部，实现同比增长 2.8%，其中中国智能手机出货量有望达到 2.8 亿部，实现同比下滑 0.9%；2023 年全球 PC 出货量有望达到 3.0 亿部，实现同比下滑 2.3%，并且各大 PC 代工厂普遍预期 2023 年上半年出货量大概率继续承压下滑、下半年才可能出现修复，由此可见消费类基础需求明年仍然承压严重。

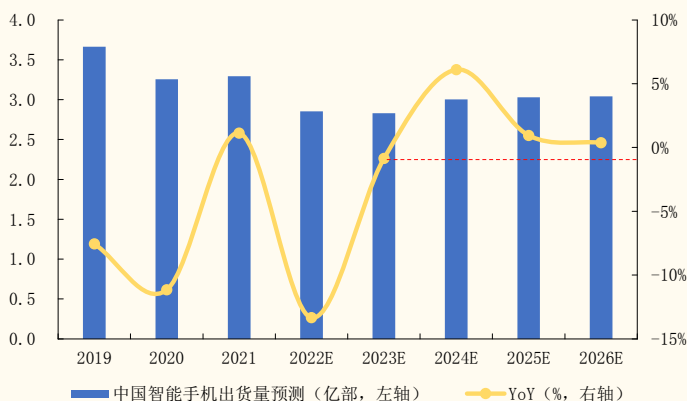
但同时我们也能看到一些细分创新点或仍然有高速增长机会，如 IDC 预测 2023 年全球折叠手机出货量有望达到 2373 万部，实现同比增长 51.4%，其中中国折叠手机出货量有望达到 415 万部，实现同比增长 33.2%；IDC 预测全球可穿戴产品出货量有望实现同比 5.5%，其中可穿戴挂件这一类小创新产品同比增速将达到 33%；IDC 预测 2023 年全球 VR 和 AR 设备出货量有望达到约 1550 万台和约 500 万台，实现同比增长 23%和 70%。

图表 24：预计 2023 年全球智能手机出货量微增 2.8%



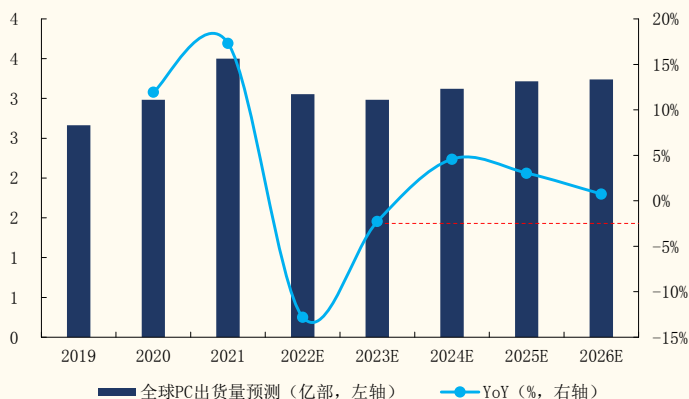
来源：IDC，国金证券研究所

图表 25：预计 2023 年中国智能手机出货量下滑 0.9%



来源：IDC，国金证券研究所

图表 26：预计 2023 年全球 PC 出货量下滑 2.3%



来源：IDC，国金证券研究所

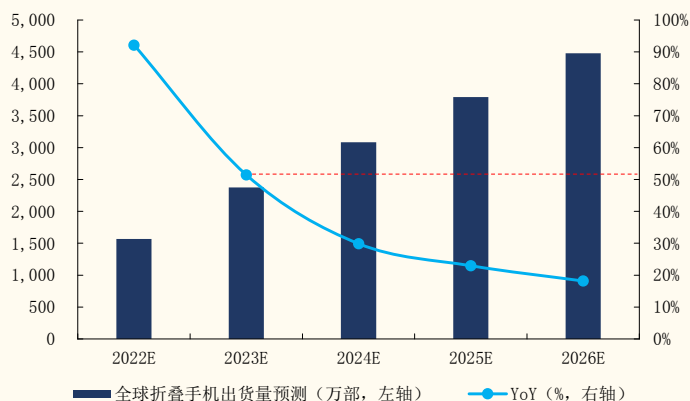
图表 27：PC 工厂²认为 2023 年下半年需求才会修复

工厂	2023 年对 PC 出货量预期
戴尔	库存最早可能在 2023 年第二季度达到健康水平。
英业达	PC 业务接到更多的单子，预计 2023 年会成长。
华硕	明年 PC 产业衰退幅度将是高个位数、甚至两位数。
广达	由于企业和消费者支出趋于保守，预期明年 PC 持续下滑，但能够维持在疫情前水准。
和硕	预计明年下半年市场状况会较明朗。
宏碁	PC 产业市况明年中“触底”、但非反弹，由于今年上半年出货仍为高点，明年上半年预计出货量将两位数下滑。
仁宝	明年产业出货预估将持平今年，产业库存去化大概还要 1-2 个季度，预计明年下半年回暖。

来源：公司公告，国金证券研究所

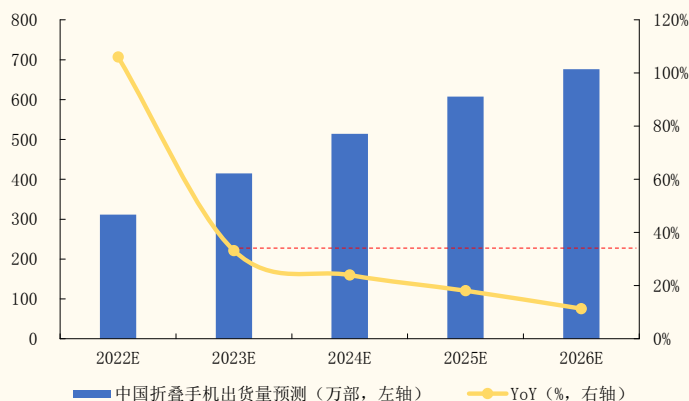
² PC 工厂，包括品牌厂和代工厂。

图表 28：预计 2023 年全球折叠手机出货量增长 51.4%



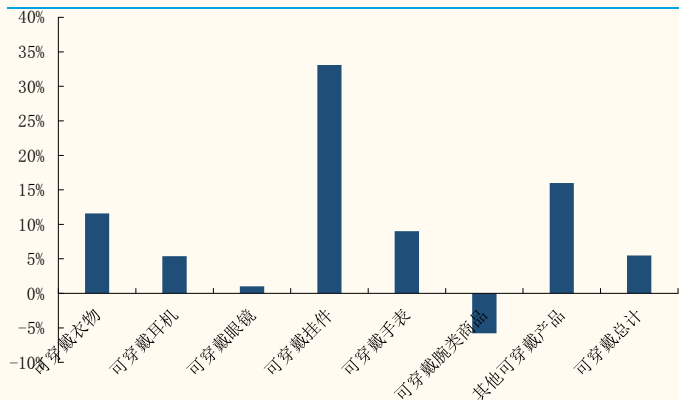
来源：IDC，国金证券研究所

图表 29：预计 2023 年中国折叠手机出货量增长 33.2%



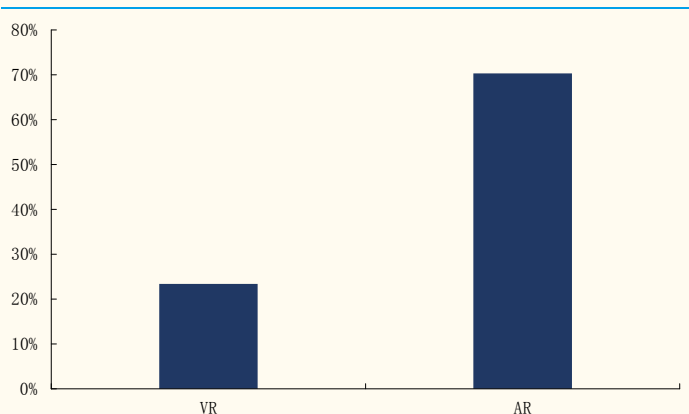
来源：IDC，国金证券研究所

图表 30：预计 2023 年全球可穿戴产品出货量增长 5.5%



来源：IDC，国金证券研究所

图表 31：预计 2023 年 VR/AR 出货量增长 23%/70%



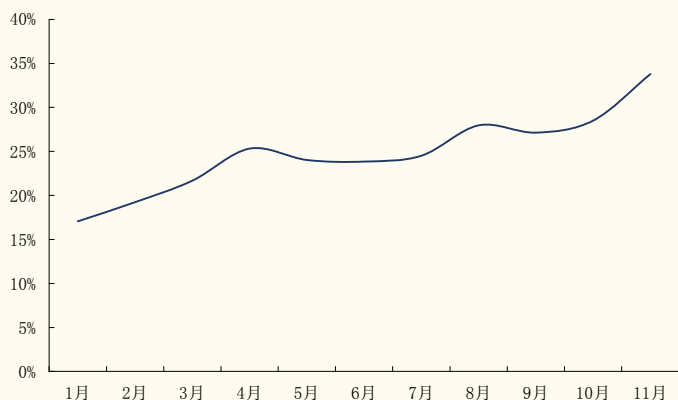
来源：IDC，国金证券研究所

2.2、新能源车增速放缓，关注智能化相关机会

今年新能源车继续保持高速增长，在这样的增势下 2022 年 11 月中国新能源车渗透率达到 34%。在高渗透率的既定事实下，中汽协预期 2023 年中国汽车销量增速为 3%、新能源车销量增速将为 34%，其中新能源车销量增速较今年 (+91%) 明显放缓。

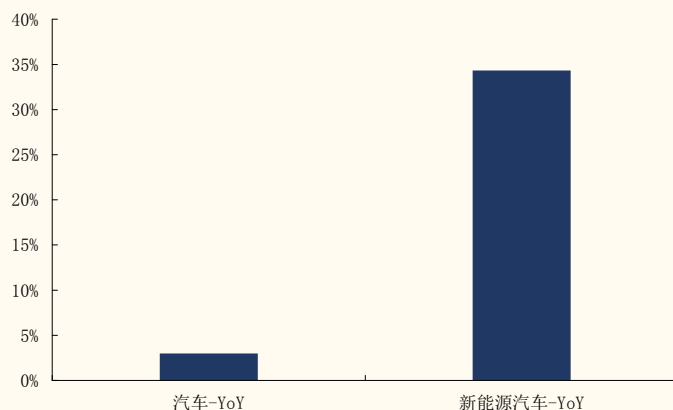
在新能源车增速大幅放缓的情况下，后续电动化拉动的产业链增量将逐渐放缓，但我们认为对于 PCB 来说，域集中的电子电气架构变化将会打开智能化价值增值空间，而根据我们梳理的主机厂电子电气架构布局情况，我们发现除特斯拉以外，主流的新能源主机厂在电子电气架构的布局是相对较慢的，基本上是从 2021 年~2022 年才开始推出第一款具有域集中架构的车型，再考虑到新车型的渗透需要时间，所以我们认为目前市面上大多数车型还未完成智能化升级，可以说智能化才刚启动。在这样的背景下，智能化对应的 PCB 价值增量实际上还未完全在市场需求中体现，而参照特斯拉 Model 3 的价值量来看这块单车价值达到 550~600 元、增量贡献十分显著，因此我们认为汽车智能化将成为接续电动化的关键成长推动力。

图表 32：中国新能源车渗透率在 11 月达到 34%



来源：中汽协，国金证券研究所

图表 33：预计明年中国汽车/新能源车销量增长 3%/34%



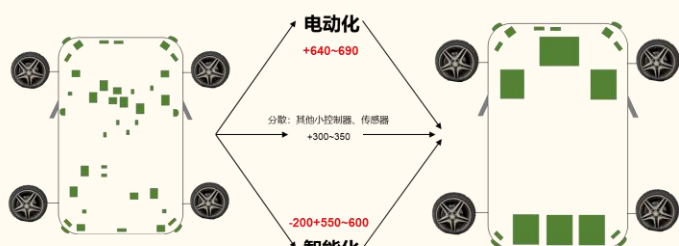
来源：中汽协，国金证券研究所

图表 34：特斯拉 Model 3 用 PCB 的逻辑分布（估测）

价值逻辑	应用器件	价值量（元人民币）			说明
		硬软合计	硬板	软板	
电动化	三电系统	640~690	290~320	350~370	硬板 PCB 难度不高但因厚铜所以价值量不俗；软板增量尤为明显
智能化-域控	核心控制器	550~600	550~600	-	单块 PCB 难度高且价值量高
其他	细分小控制器、智能-传感器	300~350	180~200	120~150	当前市场上自动驾驶和智能座舱的价值量仍然体现在算法、芯片和集成设计方案，传感器端数量增加所带来的搭载 PCB 的价值量提升尚未体现出来。未来随着新势力运用更多的毫米波雷达和激光雷达方案，传感器端 PCB 价值量有望得到提升。
合计		1490~1640	1020~1120	470~520	-

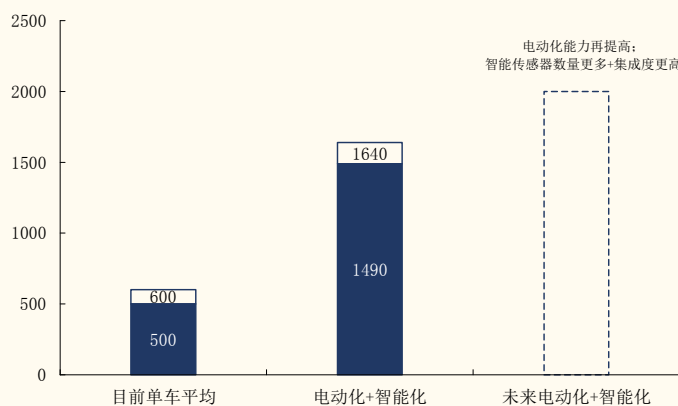
来源：产业链调研，国金证券研究所

图表 35：汽车 PCB 迎来电动化和智能化带来的机会



来源：产业链调研，国金证券研究所

图表 36：电动化+智能化汽车 PCB 单车价值量提升



来源：产业链调研，国金证券研究所

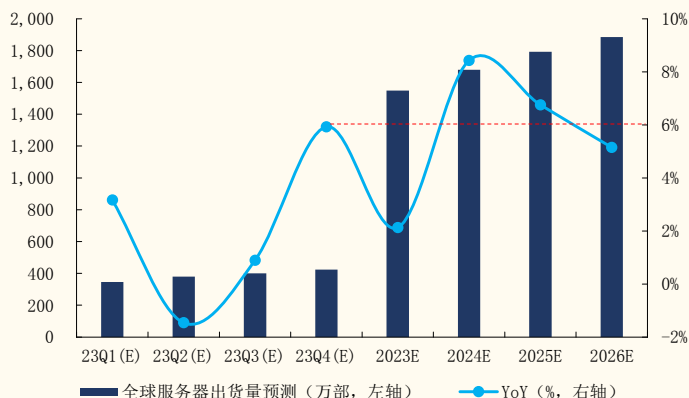
2.3、产业链对服务器行业保持乐观，PCB 行业需重点关注更新迭代

根据 IDC 预测，2023 年全球服务器出货量有望达到 1549 万部，实现同比增长 2.1%，全年增速较低，但如果从季度层面来看，上半年由于基数和宏观经济影响而增速承压，但下半年有望恢复到相对较高的增速，并且各大服务器主流代工厂对服务器出货量也保持较高预期，因此我们认为服务器行业仍然有较好的增长基础。

不过对于 PCB 产业链来说，布局高端服务器产品是带来增长的关键，而服务器

的更新换代将成为拉动成长的关键。根据 Intel 和 AMD 的产品规划，2022 年年底至 2023 年上半年服务器平台将从 Whitley 升级为 Eagle Stream，PCB 层数将从 12~16 层升级到 16~20 层，价值量将会提升至少增加 50%，整个行业成长可期。

图表 37：预计 2023 年全球服务器出货量增长 2.1%



来源：IDC，国金证券研究所

图表 38：代工厂对服务器保持增长预期

代工厂	2023 年对服务器出货量的预期
英业达	明年个位数成长，来自企业端服务器需求持平或下修，来自云端大部分是两位数成长
鸿海	2023 年最大驱动力是来自云端网路产品
广达	预期服务器与电动车相关产品持续成长
美超微	仍然看好长期服务器产业发展，并将持续扩大生产规模

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：服务器升级情况

Intel	Platform	Purley		Whitley	Eagle Stream		Birch Stream
	CPU	Skylake	Cascade Lake	Ice lake	Sapphire Rapids	Emerald Rapids	Granite Rapids
	Nano Process	14 nm	14 nm+	10 nm	Intel 7	Intel 7	Intel 3
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	TBA
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2021 Q1	2023 H1	2023	2024
	CCL Material	Mid Loss	Mid Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	TBD
	Layer count	8 to 12	8 to 12	12 to 16	16 to 20	16 to 20	TBD
AMD	Architecture	Zen	Zen2	Zen3	Zen4		Zen5
	CPU	Naples	Rome	Milan	Genoa	Bergamo	Turin
	Nano Process	14 nm (Global Foundries)	7 nm (TSMC)	7 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	3 nm (TSMC)
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2020 Q4	2022 Q4	2023	2024
	CCL Material	Mid Loss	Low Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	TBD
	Layer count	8 to 12	12 to 16	12 to 16	16 to 20	16 to 20	TBD



来源：ITEQ，国金证券研究所

综上，我们认为一年维度来看电子行业整体基础性需求同比会有所改善但仍显疲弱，仅有细分领域创新需求会有一些的变化，这就决定了公司这种体量相对较大的厂商将面临平稳而非快速增长的需求环境。

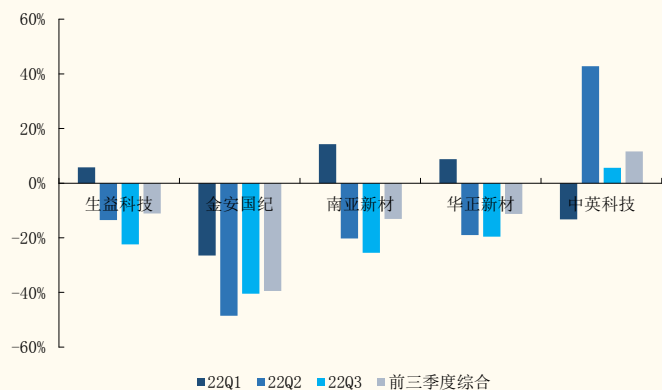
三、强阿尔法者将在平稳中反转，戴维斯双击价值凸显

如前所述，一年维度看整个电子需求或难有高斜率反转，大概率呈现平稳改善的需求状态，这样的背景自然会使得公司这一类龙头厂商营收端也难有高斜率增长。但是，营收没有高斜率增长并不代表公司盈利增长也趋缓，我们认为公司具备较强的阿尔法能力能够使得其在宏观环境平稳之时实现超预期成长，这样的能力来自公司原材料管理能力和高端产品的导入能力。

3.1、逆境中风险应对能力强，多次展现强阿尔法盈利韧性

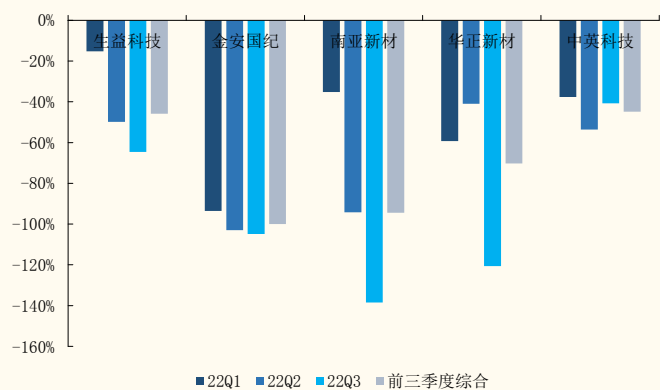
实际上在今年需求环境极差的情况下，公司就已经体现出了更强的应对风险的能力，无论是营收还是扣非归母净利润，同比降幅相较可比公司均更为稳定；从盈利能力来看，在当前需求压力较大时公司盈利能力展现出更强的抵抗下行压力的能力，毛利率/净利率当前最低点较三年来最高点下降幅度为10pct/11pct，相较金安国纪、南亚新材、华正新材、中英科技分别下降20pct/21pct、17pct/16pct、12pct/11pct、25pct/21pct而言更稳定。

图表 40：A 股覆铜板厂商营收同比变化波动较小



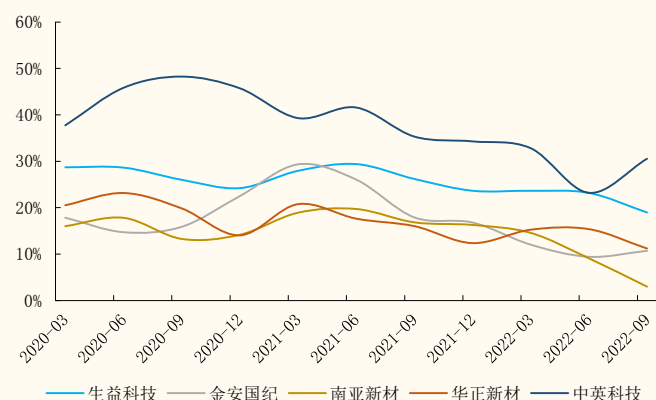
来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：A 股覆铜板厂商扣非归母同比降速相对较缓



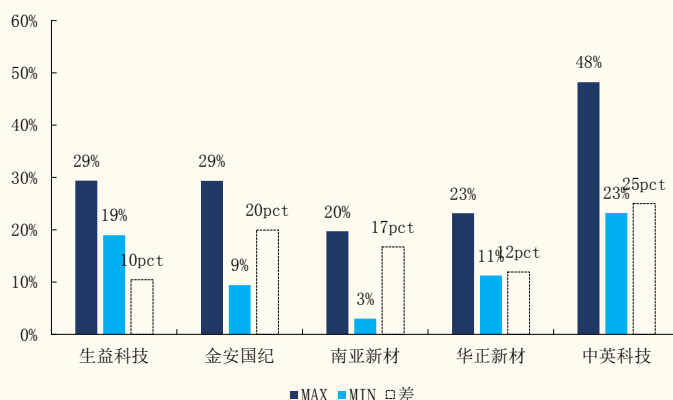
来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：A 股覆铜板厂商中公司毛利率走势最为稳定



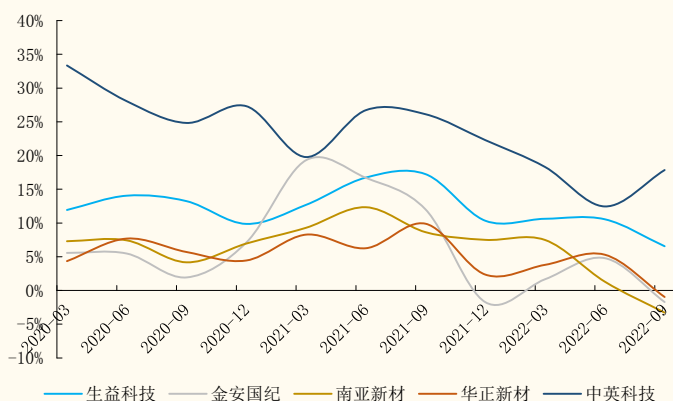
来源：Wind，国金证券研究所

图表 43：A 股覆铜板厂商中公司毛利率降幅最小



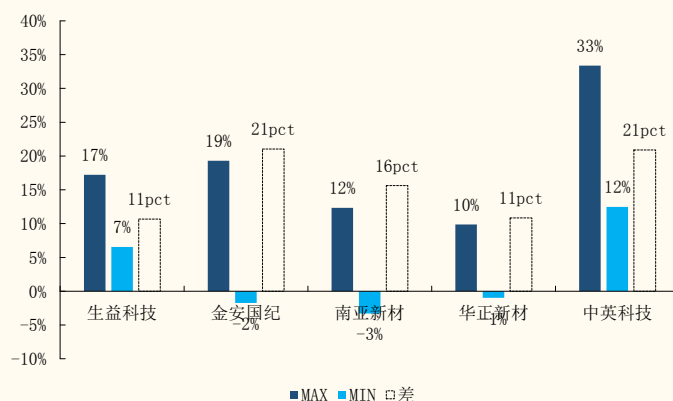
来源：Wind，国金证券研究所

图表 44：A 股覆铜板厂商中公司净利率走势最为稳定



来源：Wind，国金证券研究所

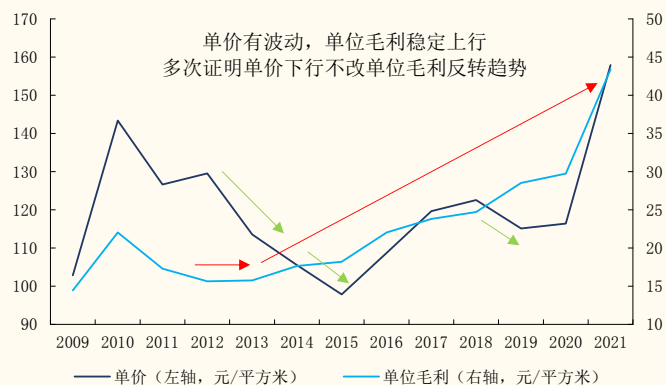
图表 45：A 股覆铜板厂商中公司净利率降幅最小



来源：Wind，国金证券研究所

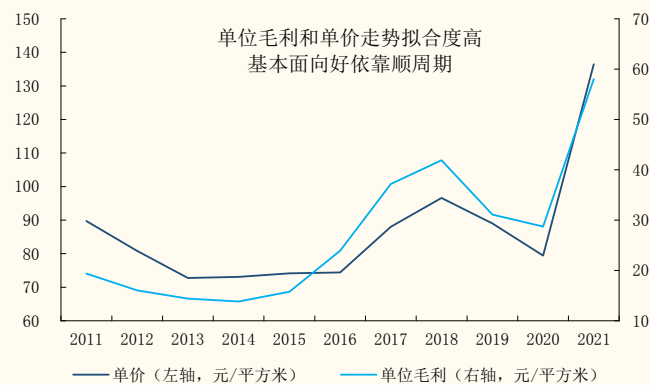
公司表现出的盈利方面的超强韧性有助于其快速走出周期陷阱，历史上公司多次展现出即使单价保持下行，单位毛利仍能保持稳定上行的逆周期属性，而其他可比公司盈利的波动表现的更多的是顺周期属性，可见公司的强阿尔法属性。这样的能力取决于公司作为第二大覆铜板厂商在原材料管理方面的强大能力（覆铜板产品原材料在营业成本中占比高达 80%），我们认为这样的能力能够使得公司在需求环境加速触底且有望进入平稳发展的阶段的当下，比行业实现更快地盈利反转，从而打破需求疲弱对盈利的掣肘。

图表 46：公司强阿尔法展现盈利的逆周期性



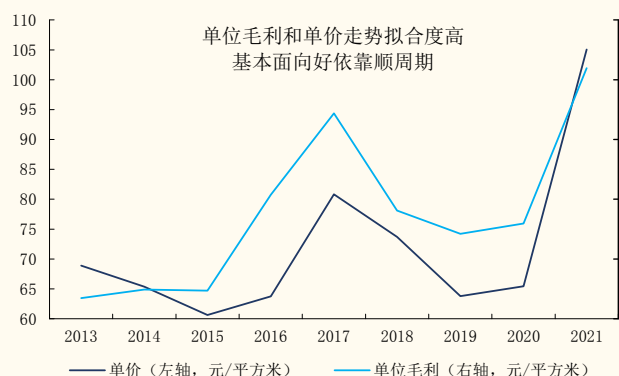
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 47：可比公司建滔积层板基本面顺周期



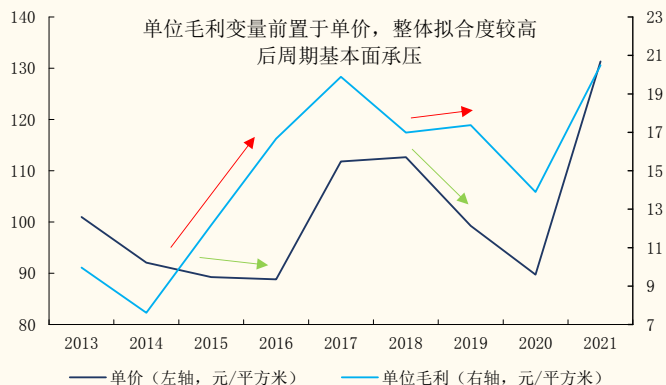
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 48：可比公司金安国纪基本面顺周期



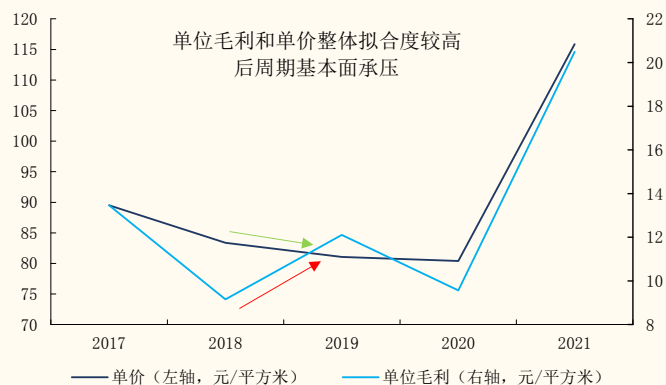
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 49：可比公司华正新材基本面难逆周期成长



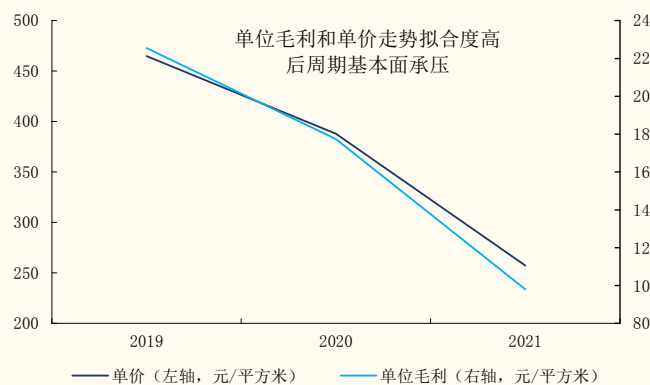
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 50：可比公司南亚新材基本面难逆周期成长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 51：可比公司中英科技基本面难逆周期成长



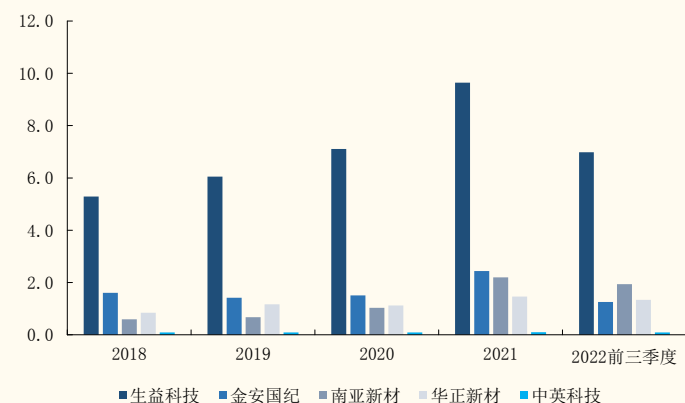
来源：公司公告，国金证券研究所

3.2、高端产品突破增加成长属性，抓住材料国产替代时机

在弱周期对公司的边际影响在逐渐减弱的情况下，公司高端产品突破所带来的成长性有望得到体现。从研发的角度来看，公司体量相对较大，研发费用的投入显著远高于可比公司，并且在体量显著大于其他可比公司的情况下，研发费用率也持续保持高位，可见公司在高端产品突破方面投入积极。

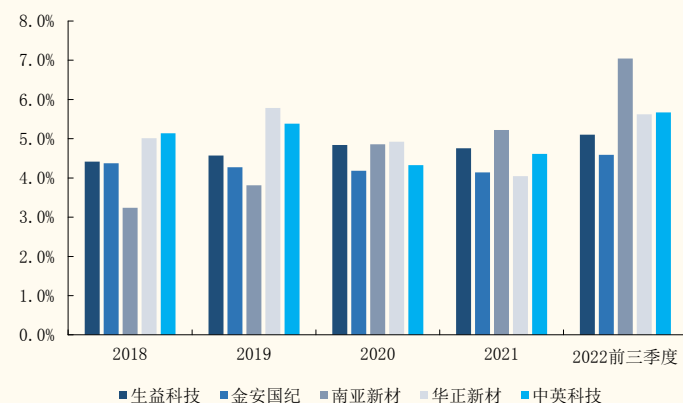
从公司 10 年以来的在研项目情况来看，公司专注于高频、高速、封装基板用覆铜板等高端特种产品突破，而这几类产品正处于快速扩容的市场发展阶段（汽车毫米波/激光雷达打开高频/高速覆铜板的运用空间，服务器升级将使用材料等级更高的高速覆铜板），并且高端特种材料市场目前也正呈现被海外厂商占据的竞争格局，而公司是大陆厂商中唯一进入特种材料、高速覆铜板材料前十大排名的厂商，公司有望成为高端材料国产替代的领先者。

图表 52：公司与可比公司研发费用对比（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 53：公司与可比公司研发费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 54：公司历年在研项目持续覆盖高端产品

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
高频高速基材	高频高速基材	高频高速基材	高频电路基材	天线用高频覆铜板基材	高速基材	高速基材	射频用高频覆铜板基材	下一代高速通信用高耐热性超低损耗覆铜板基材技术	毫米波雷达用热固性体系产品
高密度互连用基材	高密度印制线路板用基材	天线用高频覆铜板基材	高速基材	高速基材研究	高频基材	射频用高频覆铜板基材	面向 5G 移动通信网络的高速低损耗 PCB (50Gbps+) 关键技术	智能移动终端用无卤高性能 HDI 覆铜板基材技术	适用于 112Gbps 传输速率的产品
挠性基材	挠性基材	高导热散热基材	高导热散热基材	PtFE 基材	服务器用基材	Ultra low loss+D+ 覆铜板复合技术的第五代移动通信电路板	汽车电子用基材	高密度封装用覆铜板基材技术	新能源汽车电源用长期高压基材技术研究
高导热基材	高导热基材	适用于无铅化的 D/CY 固化体系 FR-4 基材	适用于无铅化的 D/CY 固化体系 FR-4 基材	适用 25G 高速的高精度线卡电路板	汽车电子用基材	汽车电子用基材	服务器用基材	数据中心运算节点印制电路板	封装基板用超薄多层板产品开发项目
无卤阻燃基材	无卤化高性能基材	耐潮热性无卤 CEM-1	高密度互连用基材	刚挠结合板用无卤覆层膜	高密度互连用基材	高密度互连用基材	黑色聚酰亚胺薄膜覆层膜技术	智能汽车雷达控制系统印制电路板的研发	适合 AP 应用的覆铜板基材技术研究
	铜箔穿孔 CEM-3 板	压合法无卤双面挠性覆铜板	IC 封装用基材	高密度互连用基材	高 CTE 基材	服务器、存储用基材	用于 LED 封装的高效散热覆铜板基材	城市骨干网核心路由设备微孔任意互联技术电路板	
		信号高保真电路板	挠性基材	高 CTE 基材	热导率 3.0w/mk 铝基板	高性能无胶软性材料	Tg>150℃ 低信号损失环保基材	高性能低损耗环保半固化片	
		集成电路用高模量无卤有机封装基板	刚挠结合板用无卤不流胶 PP	LED 用高导热基材	IC 封装基板用高 Tg、低 XY-CTE 环保基材	用于 LED 封装的高效散热覆铜板基材	高刚性无卤环保基材	适合 SMT 工艺的封装基板材料的研究	
			高阶高密度覆铜板	Low XY-CTE 导热 CEM-3	消费类智能电子产品用高性能环保基材	刚挠结合板用 FR-4 覆铜板	服务器用高性能无卤材料	Low Dk/Df 不流胶半固化片的研究	
			超大容量功能集成基板	消费类智能电子产品用高性能环保基材	微型高精度功放射频电路基板	高导热率金属基板	0.2mm 钻孔/0.4mm 盲孔技术的城市路由器电路板	高性价比高 CTE CEM-3 产品	
				特种双面盲压高速覆铜板电路板		应用于 10G/100G 光通信网络芯片的光模块电路板			
						0.2mm 孔径/0.4mm 盲孔技术的城市路由器电路板			

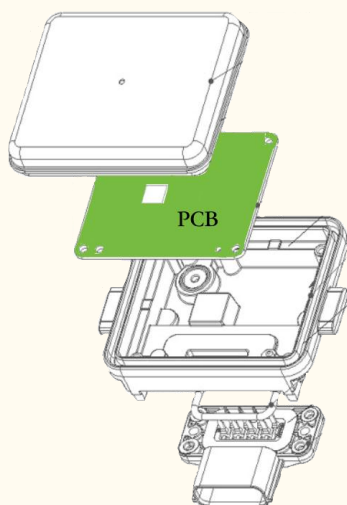
高频 CCL 类相关研发

高速 CCL 类相关研发

载板 CCL 类相关研发

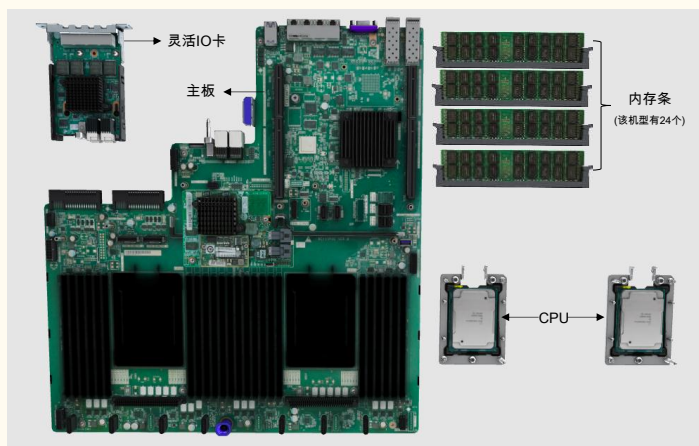
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 55：毫米波雷达/激光雷达运用到高频/高速 CCL



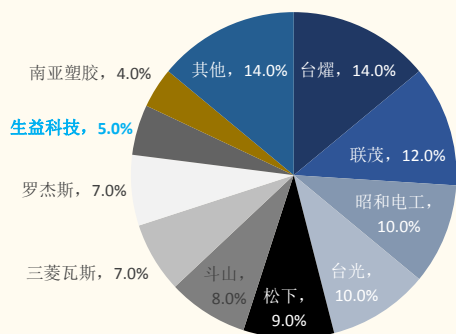
来源：德赛西威，国金证券研究所

图表 56：服务器主板将运用到等级更高的高速 CCL



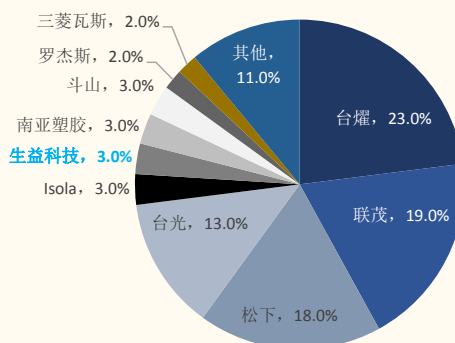
来源：华为官网，国金证券研究所

图表 57：全球特种基材覆铜板市场主要被海外厂商占据



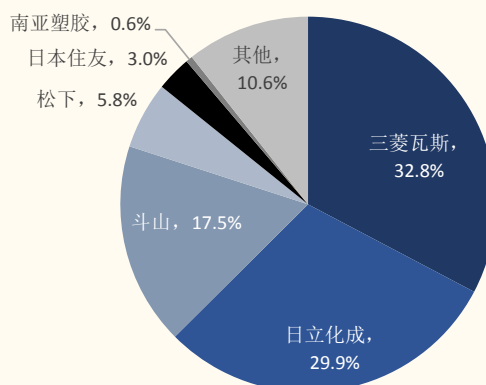
来源：CPCA，国金证券研究所

图表 58：全球高速覆铜板市场主要被海外厂商占据



来源：CPCA，国金证券研究所

图表 59：全球封装基板覆铜板市场主要被海外厂商占据



来源：CPCA，国金证券研究所

公司作为在高端产品投入最大、持续时间最长且当前成效最快的大陆覆铜板龙头厂商，高端产品在其产品序列中的渗透将提升公司的盈利能力，打开公司的盈利空间，有助于公司展现其成长性。

3.3、盈利反转在即，估值仍在低估区间

根据前述逻辑，我们对公司盈利情况进行预测：

1) 覆铜板类业务

- **销量假设：**2022 年公司产能扩张项目主要为陕西扩产项目，扩充产能 720 万张/年覆铜板和 840 万米/年半固化片，较原产能扩幅为 5.92%。今年虽然整体景气度相对较低，但公司凭借自身产品的质量、价格优惠组合、长期合作关系而保证出货量水平稳定，等到明年松山湖扩产项目（260 万平方米/年覆铜板）和常熟项目（1140 万平方米/年覆铜板+3600 万米/年半固化片）开出，公司销售产出将有望迎来增长。我们预计 2022~2024 年公司 CCL（覆铜板简称，后同）销售量将达到 10252 万平方米、13023 万平方米、14968 万平方米，PP（半固化片简称，后同）销售量将达到 14629 万米、18374 万米、21542 万米。
- **单价假设：**宏观环境影响导致今年产品价格下滑，根据海关总署数，截至 2022 年 10 月我国出口覆铜板产品单价合计下滑 23%且 Q4 因原材料价格上涨而覆铜板价格止跌，考虑到公司为行业龙头、绑定优质大客户且长期合作客户较多，因此我们假设公司 2022 年约当单价下滑幅度为 17%。长期来看，公司高端产品将不断在自身产品序列中渗透，有望抬高产品均价，因此我们假设 2023 年公司价格同比保持稳定，2024 年价格同比小幅上涨 5%，即我们预计公司 2022~2024 年覆铜板业务类约当单价水平分别为 131 元/平方米、131 元/平方米、137 元/平方米。
- **毛利率假设：**今年因产品价格下滑、原材料价格仍处于高位，毛利率大幅下滑，但基于前述逻辑，我们认为公司在进入经济平稳阶段后有望实现单张毛利反转，从而带动毛利率反转，我们预计公司 2022~2024 年覆铜板类业务毛利率为 20%、25%、29%。

2) PCB 业务

- **销量假设：**负责公司 PCB 业务的子公司生益电子 2022 年产能扩张项目主要为吉安一期 62 万平方米/年项目和东城四期 35 万平方米/年项目，未来预期还要扩充出吉安二期 54 万平方米/年的新增产能项目。今年 PCB 产业链整体景气度相对不高，但因生益电子整体体量较小，汽车、服务器等领域业务处于新开拓阶段、新订单带来增量，因此我们预计公司 PCB 业务销量稳定增长，预计 2022~2024 年 PCB 业务销量分别为 121 万平方米、164 万平方米、221 万平方米。
- **单价假设：**一般来说 PCB 产品单价相对稳定，我们保守预计公司 PCB 产品单价稳定下行，预计 2022~2024 年 PCB 业务单价分别为 3064 元/平方米、2911 元/平方米、2852 元/平方米。
- **毛利率假设：**今年 PCB 上游产品均处于降价趋势中，从而使得 PCB 业务毛利率处于修复趋势，因此我们假设 PCB 业务 2022~2024 年毛利率分别为 21%、23%、25%。

3) 其他业务

- **营收假设：**其他业务主要为废料收入，2019~2021 年其他业务实现营收 2 亿元、3 亿元和 6 亿元，2022 年上半年其他业务实现营收 3.6 亿元，我们预计 2022~2024 年其他业务实现营收 7 亿元、3 亿元、3 亿元。
- **毛利率假设：**2019~2021 年其他业务毛利率为 87%、84%、65%，2022 年上半年其他业务毛利率 50%，我们预计 2022~2023 年其他业务毛利率为 40%、40%、40%。

4) 期间费用率

- 税金及附加率：2019A~2022H1 公司税金及附加率分别为 0.6%、0.7%、0.6%、0.5%，比率相对较稳定，假设 2022~2024 年税金及附加率为 0.6%、0.6%、0.6%。
- 销售费用率：2019A~2022H1 公司销售费用率分别为 2.2%、1.2%、1.1%、1.2%，比率相对较稳定，假设 2022~2024 年销售费用率为 1.2%、1.2%、1.2%。
- 管理费用率：2019A~2022H1 公司管理费用率分别为 4.9%、4.9%、4.5%、4.0%，考虑到今年费用压力较大，管理费用率有所下降，后续将恢复到正常水平，假设 2022~2024 年管理费用率为 4.0%、4.5%、5.0%。
- 研发费用率：2019A~2022H1 公司研发费用率分别为 4.6%、4.8%、4.8%、5.0%，考虑到今年费用压力较大，研发费用率预计有所压缩，后续将恢复到正常水平，假设 2022~2024 年研发费用率为 4.8%、4.8%、4.8%。
- 其他费用及成本损益率：2019A~2022H1 公司其他费用及成本损益率分别为 3.5%、3.7%、1.9%、2.0%，假设 2022~2024 年其他费用及成本损益率为 2.1%、1.4%、4.0%。

综合上述假设，我们预计生益科技 2022~2024 年归母净利润将分别达到 14.5 亿元、23.5 亿元和 34.3 亿元，分别同比-49%、+63%、+46%，期待经济进入平稳后公司依靠强阿尔法实现快速成长。

图表 60：未来三年盈利预测表

	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收	总收入	亿元	132	147	203	178	221
	YoY	%	11%	11%	38%	-12%	24%
	覆铜板类	亿元	100	108	162	134	171
	约当销量	万平方米	8687	9321	10254	10252	13023
	CCL	万平方米	8687	9321	10254	10252	13023
	PP	万平米	12076	12379	13830	14629	18374
	单价	元/平方米	115	116	158	131	131
	YoY	%	-6%	1%	36%	-17%	0%
	PCB	亿元	30	36	35	37	48
	销量	万平方米	77	79	113	121	164
	单价	元/平方米	3972	4479	3108	3064	2911
	YoY	%	93%	13%	-31%	-1%	-5%
	其他业务	亿元	2	3	6	7	3
营收占比	覆铜板类	%	76%	74%	80%	75%	77%
	PCB	%	23%	24%	17%	21%	23%
	其他业务	%	1%	2%	3%	4%	1%
毛利	总毛利润	亿元	35	39	54	37	51
	毛利率	%	27%	27%	27%	21%	23%
	覆铜板类	亿元	24.8	27.7	44.5	26.5	39.1
	毛利率	%	28%	29%	27%	20%	23%
	PCB	亿元	8.8	9.3	6.2	7.8	10.9
	毛利率	%	29%	26%	18%	21%	23%
	其他业务	亿元	2	2	4	3	1
毛利占比	覆铜板类	%	70%	70%	82%	71%	76%
	PCB	%	25%	24%	11%	21%	21%
	其他业务	%	5%	6%	7%	8%	2%
单位毛利	覆铜板类	元/平方米	29	30	43	26	30
	PCB	元/平方米	1149	1167	546	646	669
期间费用率	税金及附加率	%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
	销售费用率	%	2.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%
	管理费用率	%	4.9%	4.9%	4.5%	4.0%	4.5%
	研发费用率	%	4.6%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
	其他费用及成本损益率	%	3.5%	3.7%	1.9%	2.1%	1.4%
净利	归母净利润	亿元	14.5	16.8	28.3	14.5	23.5
	归母净利率	%	11%	11%	14%	8%	11%
	YoY	%	45%	16%	68%	-49%	62%

来源：Wind，国金证券研究所

根据我们的预测，对应公司当前估值水平为 23 倍、14 倍和 10 倍，相对其他可比厂商来说估值仍处于相对低位，并且相对公司历史估值水平来说也已在底部区间，我们认为随着周期因素边际影响程度逐渐下降，公司成长属性将得到逐渐体现，长期投资价值高，因此我们按照 2023 年业绩、30 倍的成长性估值计算公司合理市值为 705 亿元，对应目标价为 30.26 元，继续给予“买入”评级。

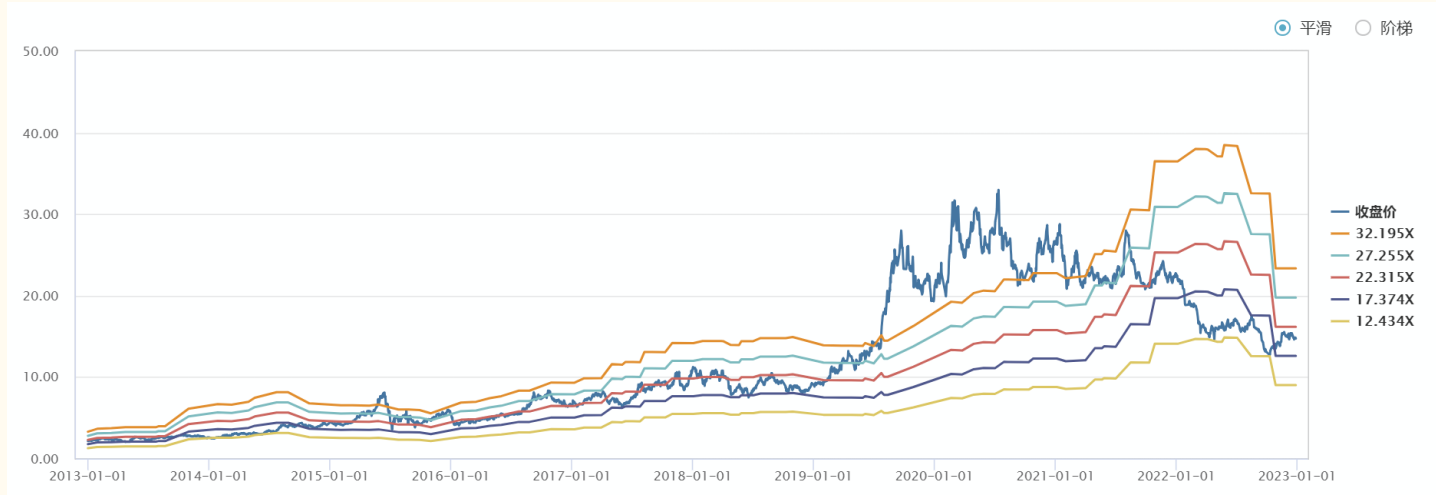
图表 61：生益科技与可比公司估值水平对比（行情数据参考 2022 年 12 月 29 日收盘后数据）

	2022E PE	2023E PE	2024E PE
南亚新材	102.08	41.18	14.41
华正新材	44.29	23.48	11.52
深南电路	21.37	17.48	14.36
平均 PE	55.91	27.38	13.43
生益科技	23.37	14.38	9.86

来源：Wind，国金证券研究所

注：南亚新材、华正新材和生益科技的预测业绩参考我们研究团队最新预测，深南电路预测业绩参考 Wind 一致预期。

图表 62：公司当前 PE 水平已经在历史底部区间



来源：Wind，国金证券研究所

四、风险提示

4.1、需求不及预期

根据我们的分析，我们认为后续经济将触底改善、进入平稳的状态，此时公司能够通过强阿尔法实现盈利反转；如若经济继续下行导致需求不及预期，则将使公司的盈利反转节奏不及预期。

4.2、原材料居高不下

公司实现盈利反转的能力来自原材料管理，具体手段是使得自身的产品售价下降幅度窄于其生产采购的原材料价格降幅，最终使得单位毛利反转。如果原材料价格居高不下，则公司单位毛利改善有限，最终的导致盈利不及预期。

4.3、新产品放量不及预期

根据前述内容，我们认为公司能够实现高成长性的原因是能够实现高端产品突破和在自身产品序列里渗透，其中关键点就在于新产品能够持续突破；但如果新产品放量不及预期，则会对公司成长性产生冲击，最终导致业绩不及预期。

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	18,062	21,875	23,960
增长率		10.9%	38.0%	-10.9%	21.1%	9.5%
主营业务成本	-9,713	-10,754	-14,837	-14,148	-16,334	-16,743
%销售收入	73.4%	73.2%	73.2%	78.3%	74.7%	69.9%
毛利	3,528	3,933	5,437	3,914	5,541	7,217
%销售收入	26.6%	26.8%	26.8%	21.7%	25.3%	30.1%
营业税金及附加	-76	-104	-120	-108	-131	-144
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-288	-179	-231	-217	-262	-288
%销售收入	2.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-644	-720	-910	-722	-984	-1,198
%销售收入	4.9%	4.9%	4.5%	4.0%	4.5%	5.0%
研发费用	-605	-711	-964	-867	-1,050	-1,150
%销售收入	4.6%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	1,915	2,219	3,211	1,999	3,113	4,437
%销售收入	14.5%	15.1%	15.8%	11.1%	14.2%	18.5%
财务费用	-142	-114	-102	-182	-189	-236
%销售收入	1.1%	0.8%	0.5%	1.0%	0.9%	1.0%
资产减值损失	-51	-133	-179	-85	-151	-91
公允价值变动收益	31	3	50	-43	32	11
投资收益	25	76	36	30	25	21
%税前利润	1.4%	3.7%	1.1%	1.7%	0.9%	0.5%
营业利润	1,805	2,090	3,316	1,793	2,880	4,173
营业利润率	13.6%	14.2%	16.4%	9.9%	13.2%	17.4%
营业外收支	0	-7	-6	-1	3	4
税前利润	1,805	2,083	3,310	1,792	2,883	4,177
利润率	13.6%	14.2%	16.3%	9.9%	13.2%	17.4%
所得税	-242	-283	-385	-269	-432	-627
所得税率	13.4%	13.6%	11.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,563	1,800	2,925	1,523	2,450	3,551
少数股东损益	115	120	95	77	100	123
归属于母公司的净利润	1,449	1,681	2,830	1,446	2,350	3,428
净利率	10.9%	11.4%	14.0%	8.0%	10.7%	14.3%

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	1,523	2,450	3,551
少数股东损益	115	120	95	77	100	123
非现金支出	461	664	851	814	935	970
非经营收益	70	-10	-190	108	238	199
营运资金变动	-402	-696	-1,810	-327	-1,243	-516
经营活动现金净流	1,692	1,758	1,776	2,117	2,381	4,204
资本开支	-1,579	-1,753	-1,756	-1,355	-1,274	-1,018
投资	5	-79	-134	-143	2	6
其他	8	-1	10	30	25	21
投资活动现金净流	-1,566	-1,833	-1,880	-1,468	-1,247	-991
股权募资	0	189	2,254	197	132	66
债权募资	688	697	404	1,625	757	-725
其他	-861	-1,102	-1,260	-1,665	-1,401	-1,409
筹资活动现金净流	-173	-215	1,398	157	-513	-2,068
现金净流量	-50	-232	1,287	806	621	1,145

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	3,074	3,683	4,818
应收款项	5,315	6,050	7,628	6,956	8,067	8,521
存货	2,100	2,519	4,520	4,178	4,824	4,945
其他流动资产	235	297	284	278	278	262
流动资产	8,712	9,716	14,720	14,486	16,852	18,546
%总资产	56.1%	52.9%	60.2%	58.0%	60.6%	62.5%
长期投资	383	358	642	742	772	777
固定资产	5,966	7,617	8,103	8,791	9,324	9,439
%总资产	38.4%	41.5%	33.2%	35.2%	33.5%	31.8%
无形资产	380	532	418	475	513	536
非流动资产	6,823	8,642	9,711	10,508	10,965	11,116
%总资产	43.9%	47.1%	39.8%	42.0%	39.4%	37.5%
资产总计	15,535	18,357	24,431	24,994	27,817	29,662
短期借款	1,934	2,882	2,026	3,073	3,842	3,172
应付款项	2,754	3,264	4,291	3,359	3,891	3,946
其他流动负债	568	659	935	604	739	817
流动负债	5,257	6,804	7,253	7,036	8,472	7,935
长期贷款	732	605	1,590	1,590	1,590	1,590
其他长期负债	192	305	722	1,248	1,222	1,157
负债	6,181	7,714	9,565	9,874	11,284	10,683
普通股股东权益	8,834	9,889	13,096	13,273	14,587	16,910
其中：股本	2,276	2,291	2,312	2,327	2,337	2,342
未分配利润	3,077	3,690	5,386	5,366	6,548	8,805
少数股东权益	520	754	1,770	1,847	1,947	2,070
负债股东权益合计	15,535	18,357	24,431	24,994	27,817	29,662

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.636	0.734	1.224	0.622	1.010	1.473
每股净资产	3.881	4.317	5.666	5.705	6.270	7.268
每股经营现金净流	0.744	0.767	0.768	0.910	1.019	1.796
每股股利	0.400	0.400	0.600	0.630	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	16.40%	16.99%	21.61%	10.90%	16.11%	20.27%
总资产收益率	9.33%	9.15%	11.58%	5.79%	8.45%	11.56%
投入资本收益率	13.79%	13.53%	15.08%	8.26%	11.62%	15.37%
增长率						
主营业务收入增长率	10.52%	10.92%	38.04%	-10.91%	21.11%	9.53%
EBIT增长率	45.10%	15.84%	44.73%	-37.73%	55.68%	42.55%
净利润增长率	44.81%	16.00%	68.38%	-48.89%	62.53%	45.85%
总资产增长率	20.56%	18.17%	33.09%	2.30%	11.30%	6.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	116.0	117.9	99.1	115.0	115.0	115.0
存货周转天数	72.3	78.4	86.6	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	84.7	94.3	76.2	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	137.9	158.4	127.3	130.5	111.7	102.2
偿债能力						
净负债/股东权益	15.88%	23.62%	9.75%	14.60%	14.33%	2.97%
EBIT利息保障倍数	13.5	19.4	31.5	11.0	16.5	18.8
资产负债率	39.79%	42.02%	39.15%	39.51%	40.56%	36.02%

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	9	11	26
增持	0	0	0	1	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.08	1.11

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	2021-04-30	买入	23.83	N/A
2	2021-07-27	买入	23.47	N/A
3	2021-08-03	买入	29.04	42.97 ~ 42.97
4	2021-10-19	买入	21.80	N/A
5	2021-10-28	买入	22.41	N/A
6	2021-12-29	买入	23.41	N/A
7	2022-08-14	买入	16.97	N/A
8	2022-10-28	买入	14.08	N/A

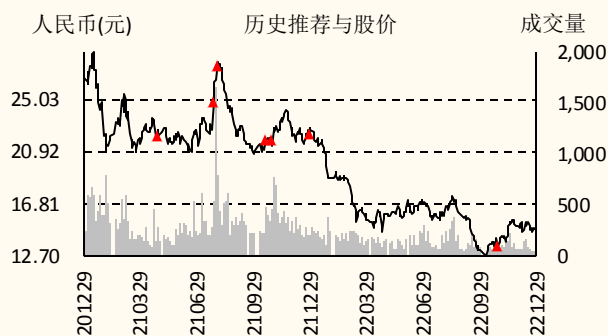
来源：国金证券研究所

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。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