

生益科技 (600183.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

成长龙头将回归，高端突破正当时

业绩简评

2023年2月27日，公司发布2022年度业绩快报，未经审计数据显示，2022年实现归母净利润15.3亿元（同比-45.89%），实现扣非归母净利润14.7亿元（同比-41.95%）。根据快报测算，公司22Q4实现归母净利润和扣非归母净利润分别为3.33亿元和3.14亿元，分别同比-32.04%和-20.10%，环比+27.59%和+21.24%。

经营分析

较同行展现强大韧性，周期影响边际减弱后回归成长。公司扣非归母全年降幅较同行来说体现出更强的韧性（南亚新材-102%，金安国纪-100%~-98%，华正新材-92%~-88%），这体现了公司应对周期波动的能力。我们认为今年公司将再次展现宏观经济平稳修复阶段中的强阿尔法属性，重要的观测点在于公司单张毛利，后续周期问题的边际负影响将加速弱化，成长性将逐渐体现，盈利快速反转值得期待。

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。

盈利预测、估值与评级

鉴于公司非经常性损益确认金额超预期，我们上调公司2022~2024年归母净利润至15.3（+5.5%）/22.6/34.3亿元，对应EPS为0.66/0.97/1.47元，对应PE为22X/15X/10X，继续给予“买入”评级。

风险提示

需求不及预期；原材料价格居高不下；新产品放量不及预期。

电子组

分析师：樊志远（执业S1130518070003）

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：邓小路（执业S1130520080003）

dengxiaolu@gjzq.com.cn

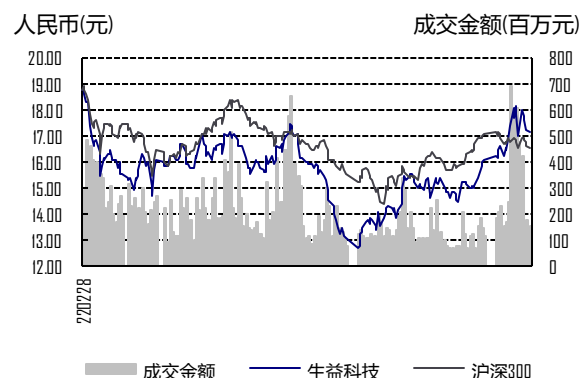
分析师：刘妍雪（执业S1130520090004）

liuyanxue@gjzq.com.cn

市价（人民币）：17.11元

相关报告：

- 《基本面承压，周期力量边际弱化后方可见成长-生益科技深度报告》，2022.12.30
- 《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
- 《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



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	1,534	2,262	3,428
归母净利润增长率	16.00%	68.38%	-45.79%	47.46%	51.55%
摊薄每股收益(元)	0.734	1.224	0.659	0.972	1.473
每股经营性现金流净额	0.77	0.77	0.93	0.98	1.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.99%	21.61%	11.48%	15.51%	20.27%
P/E	38.39	19.24	21.86	14.83	9.78
P/B	6.52	4.16	2.51	2.30	1.98

来源：公司年报、国金证券研究所

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	-16,402	-16,743
%销售收入	73.4%	73.2%	73.2%	78.3%	75.0%	69.9%
毛利	3,528	3,933	5,437	3,914	5,473	7,217
%销售收入	26.6%	26.8%	26.8%	21.7%	25.0%	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	-284	-288
%销售收入	2.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.3%	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	3,023	4,437
%销售收入	14.5%	15.1%	15.8%	11.1%	13.8%	18.5%
财务费用	-142	-114	-102	-181	-188	-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	10	21
%税前利润	1.4%	3.7%	1.1%	1.6%	0.4%	0.5%
营业利润	1,805	2,090	3,316	1,885	2,776	4,174
营业利润率	13.6%	14.2%	16.4%	10.4%	12.7%	17.4%
营业外收支	0	-7	-6	10	3	4
税前利润	1,805	2,083	3,310	1,895	2,779	4,178
利润率	13.6%	14.2%	16.3%	10.5%	12.7%	17.4%
所得税	-242	-283	-385	-284	-417	-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	1,611	2,362	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	1,534	2,262	3,428
净利率	10.9%	11.4%	14.0%	8.5%	10.3%	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	1,611	2,362	3,551
少数股东损益	115	120	95	77	100	123
非现金支出	461	664	851	814	936	970
非经营收益	70	-10	-190	64	252	200
营运资金变动	-402	-696	-1,810	-323	-1,253	-510
经营活动现金净流	1,692	1,758	1,776	2,166	2,296	4,211
资本开支	-1,579	-1,753	-1,756	-1,313	-1,274	-1,018
投资	5	-79	-134	-143	2	6
其他	8	-1	10	30	10	21
投资活动现金净流	-1,566	-1,833	-1,880	-1,426	-1,262	-991
股权募资	0	189	2,254	197	132	66
债权募资	688	697	404	1,536	867	-746
其他	-861	-1,102	-1,260	-1,664	-1,400	-1,409
筹资活动现金净流	-173	-215	1,398	69	-401	-2,090
现金净流量	-50	-232	1,287	809	633	1,130

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	3,078	3,698	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	4,844	4,945
其他流动资产	235	297	284	278	278	262
流动资产	8,712	9,716	14,720	14,489	16,887	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	24,997	27,852	29,662
短期借款	1,934	2,882	2,026	2,983	3,864	3,173
应付款项	2,754	3,264	4,291	3,359	3,907	3,946
其他流动负债	568	659	935	609	737	817
流动负债	5,257	6,804	7,253	6,951	8,507	7,936
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	9,789	11,319	10,683
普通股股东权益	8,834	9,889	13,096	13,361	14,586	16,909
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	5,454	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	24,997	27,852	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	0.659	0.972	1.473
每股净资产	3.881	4.317	5.666	5.741	6.267	7.265
每股经营现金净流	0.744	0.767	0.768	0.931	0.983	1.798
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%	11.48%	15.51%	20.27%
总资产收益率	9.33%	9.15%	11.58%	6.14%	8.12%	11.56%
投入资本收益率	13.79%	13.53%	15.08%	8.26%	11.28%	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%	51.20%	46.78%
净利润增长率	44.81%	16.00%	68.38%	-45.79%	47.46%	51.55%
总资产增长率	20.56%	18.17%	33.09%	2.32%	11.42%	6.50%
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%	13.91%	14.37%	2.97%
EBIT 利息保障倍数	13.5	19.4	31.5	11.1	16.1	18.8
资产负债率	39.79%	42.02%	39.15%	39.16%	40.64%	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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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	2021-07-27	买入	23.47	N/A
2	2021-08-03	买入	29.04	42.97~42.97
3	2021-10-19	买入	21.80	N/A
4	2021-10-28	买入	22.41	N/A
5	2021-12-29	买入	23.41	N/A
6	2022-08-14	买入	16.97	N/A
7	2022-10-28	买入	14.08	N/A
8	2022-12-30	买入	14.54	30.26~30.26

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402